

中国债券市场的主要特征*

司徒·绍奈特 (Sütő Zsanett) - 托特·道玛什 (Tóth Tamás)

本文从发行者和投资者角度叙述中国债券市场的主要特征。作者探索了中国债券市场在岸和离岸的细分市场,详细分析了需求和供求方面、可用工具的种类、其主要特征、债券市场的监管以及市场的基本特征。在中国政策优先考虑人民币国际化的背景下叙述了债券市场并且指出,这种政治目标可以促使外国投资者在中国债券市场上加大投资力度。

《经济文献杂志》(JEL) 编码: F65、G15、O16

关键词: 中国、债券市场、点心债券、在岸市场、人民币

1. 序言

在二十一世纪,无论从实体经济,还是金融角度来看,在数量因素的基础上中国已跻身全球领导者之列。它既是世界最大的出口国,又是最大的经济体之一。外国参与者可以按中国监管机构规划的节奏和规模,逐步进入了实体经济和金融意义上巨大的中国市场。近年来加速开放的在岸债券市场和已有近 10 年历史的离岸债券市场可能仍然是各大金融机构的新领域,了解市场的特征有助于进入市场。在过去的 15 年里,中国债券市场几乎从无到有,成为世界第三大市场。尽管如此,国债与国内生产总值比率仍然相对较低,实质的债务增长可在个人负债情况上看到,中国出于多种理由有意识地争取建立和不断改进债券市场。一方面,由于大多数中国企业还是通过发行股票和取得银行贷款来获取资金,引导企业进入债券市场有助于分散银行体系积累的信贷风险;在另一方面,需要额外的资源来为基础设施建设提供资金,这是经济增长的推动力量(迄今为止)(高盛, 2015)。

在过去的 5 年里,中国的人民币在世界市场交易中的作用大幅上升。中国货币已成为贸易融资中排名第二的货币,而在交易支付货币方面也排名

* 本刊号登载文章仅代表作者观点 不代表匈牙利国家银行的观点或意见。

金融风险管理师(FRM)司徒·绍奈特(Sütő Zsanett)是匈牙利国家银行员工。

电子邮箱: zsanett.suto@mnbb.hu

特许注册金融分析师(CFA)托特·道玛什(Tóth Tamás)是匈牙利国家银行货币与外汇市场部投资公司的投资组合经理。

电子邮箱: tothtam@mnbb.hu

该论文发表于《金融与经济评论》2016 年第 2 期 <http://english.hitelintezetiszemle.hu/letoltes/zsanett-suto-tamas-toth-en.pdf>

前五位（霍尔瓦特 - 泰赖米，2015），人民币在各家央行外汇储备中的比例不断增加。国际货币基金组织（IMF）2015年11月的决定，即从2016年10月份将人民币列入SDR篮子¹，将可能会进一步推动这一趋势。匈牙利于2015年6月获得了500亿元人民币的RQFII（人民币合格境外机构投资者）额度，因而创造了匈牙利金融机构进入中国在岸市场的机会（匈牙利国家银行新闻稿，2015年6月27日）。

由于中国货币尚未达到完全可兑换性，也由于中国资本管制，出现了两种债券市场：在岸市场和离岸市场。在境内债券市场上，由外国人以在岸人民币（CNY）发行的债券作为熊猫债券，而在香港由外国人以离岸人民币（CNH）所发行的计价债券被称为点心债券。尽管进入前者市场受到诸多限制，但中国当局也在试图放宽其限制从而促使后者对于投资者来说是容易进入的。

2. 点心债券市场

离岸人民币（CNH）债券市场，又叫“点心债券市场”（以下称“点心债市场”），是于2007年下半年成立的，但其发行量到2010年底才突然增加。市场的建立和发展主要得益于人民币在对外贸易中的作用增强、香港人民币存款累积、金融和非金融机构对人民币融资需求的增加以及中国政府在人民币普及上的努力。投资者普遍认为，人民币将会有维持增长的趋势，所以境外投资者对人民币投资的兴趣也越来越大。（见图1）由于受到中国资本管制（尽管这些限制措施后来开始放松），境内债券市场受到了严格地准入限制，所以外国投资者在最初时可用的选择是离岸人民币市场。从发行人和投资者的角度来看，点心市场的受欢迎程度也因相当宽松的监管而有所提高。在香港，基本上任何发行人都可以自由发行以离岸人民币计价的债券，而只有当这样取得的资金用于在岸市场时，才需要获得中国监管机构的许可。

由此可见，到2014年离岸市场的收益率远低于在岸市场的收益率，因此当时在离岸市场获得的资金成本更低，中国和国际发行机构都是为了降低利息支出而使用了这个手段。收益率的重大差异主要是由于进入在岸市场受到限制而产生的——无法进入在岸市场的投资者尽管收益率较低，也愿意购买离岸债券为了从预期的中国货币走强中获利。

2015年，离岸市场发行的势头看起来已停滞，这可能是多种因素造成的。中国人民银行出台了重大的货币宽松政策，这可能是导致在岸利率下降的原因之一，因此早先的有利于离岸市场的收益率差异就消失了，自2015

¹ 特别提款权（Special Drawing Rights）是IMF使用的结算和储备货币。SDR的价值是根据SDR篮子包含中的外币价值决定的。SDR篮子是由美元、欧元、日元、和英镑组成的。根据IMF 2015年11月30日的决定，从2016年10月1日起加入了人民币。

图1、
离岸人民币产品的发行（存款证书和债券）

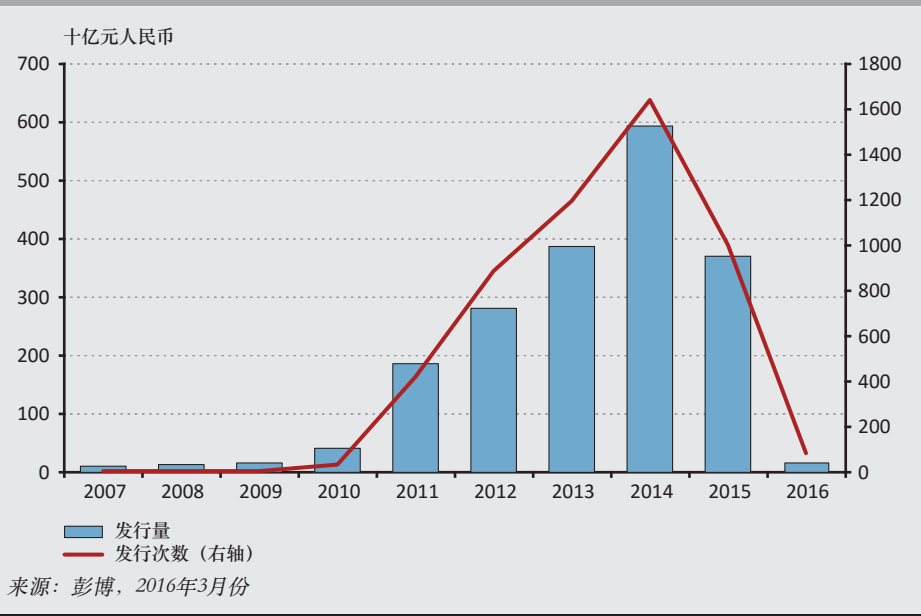
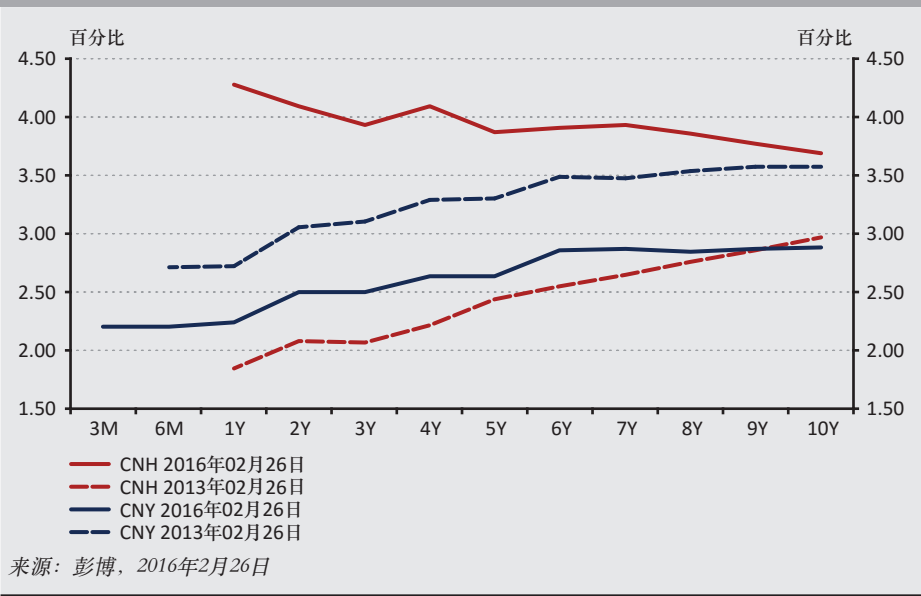


图2、
CNY 和 CNH 计价的政府证券的收益曲线



年下半年以来，在岸市场收益率较低。这一变化的另一个可能原因是由于美联储的货币政策和对美国利率轨迹的预期，包括中国在内的新兴市场出现了资本外流的迹象。中国资本外流主要是在离岸市场上可感觉到的，这可能是通过增长的收益率来减少离岸发行。收益率在发行方面上涨，而人民币汇率变化的预期可能是在中国岸债券市场的投资者方面造成了负面影响，市场预期人民币将会逐渐开始贬值。2015年8月，在岸人民币突然贬值（这也可以看作是根据市场变化走向确定汇率的一步）可能加剧了投资者对离岸市场汇率走弱的忧虑。此外，其他监管措施可能也加剧了离岸市场发行量的下降。中国有关机构在2015年和2016年初采取了多项措施，提高了在岸债券市场向外国参与者的开放程度。在岸市场增长的机会也可能影响了离岸市场发行的力度。

2.1. 市场的特点

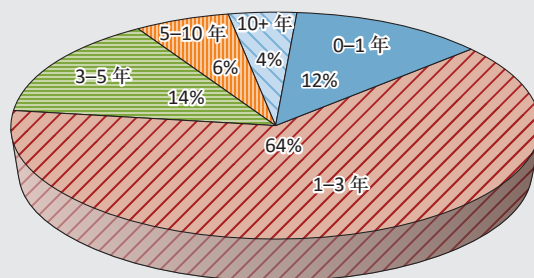
在2016年3月份，境外人民币债券市场规模为7850亿元人民币（约合1200亿美元）。在全球范围内，并不算个特别大的市场，其规模相当于匈牙利债券市场。在过去的8年中，从35个国家的500多个不同发行人以CD（存款证书）或传统债券的形式在点心市场上获得了资金，这反映了该市场的真正价值²。在市场的成熟初期，CD是金融机构最频繁发行的工具，而现在越来越多地转向债券。自2007年以来，所有发行的证券中约一半是CD，另一半是债券，而目前市场上75%左右的产品是债券，25%左右的才是CD。

自2007年成立以来，在市场上已发生了总价值达1.9万亿元人民币（约合2900亿美元）的5000多笔发行业务。平均发行规模低于发达债券市场，约为3.6亿元人民币。CD和债券的发行人中约80%持有三大信用评级机构（标准普尔、穆迪、惠誉）中的至少一个评级。发行的产品绝大多数是投资级别的，但也有被评为投机类的发行人（主要是中国房地产开发公司）。

离岸人民币债券市场主要是以到期日较短的产品为主。发行时绝大多数的债券到期是3年或少于三年，而存款证发行期限通常为1年或1年以下。最常见的而且是最受欢迎的债券年期（即所谓的“甜蜜点”）为3年期，这主要是适应需求而形成的。

² CD（存款证书）通常是由银行和其它金融机构为短期借款而发行的债务工具。而债券是由公共部门发行人，金融和非金融机构以及公司发行的一年以上期限的债务工具。

图3、
离岸债券发行时的期限



来源：据彭博（2016）数据

2.2. 发行者

随着市场的成熟，点心债券发行者类型和地区位置变得越来越多样化。从金融机构到企业、政府机构、省份等，什么样的发行人都会出现。甚至在2014年，连主权债券发行人（如英国和蒙古）也进入了市场。进入离岸人民币债券市场的发行者可能有多种动机，这取决于他们是中国还是其他地方的发行人（Fung 以及其他，2014年）。

其中一个动机可以称为政治目标：中国政府在2009年出台了人民币国际化政策。点心市场上最大的发行商之一就是中国本身，它定期出现在离岸市场上，以便为市场的建设发展作出贡献，从而满足那些以离岸人民币计价作为安全工具的投资者的需求。最大的国有经济政策性银行（政策银行）例如国家开发银行（China Development Bank）或农业发展银行（Agricultural Development Bank）作为发行人也以类似的意向出现在市场上。

在中国有某种业务的跨国公司可以通过发行债券来对冲人民币的风险。离岸债券市场主要吸引那些在在岸市场上获取资源较为困难的人。外国银行在点心债市场上发行债券的动力也可能是满足客户需求，所获得的资金主要用于在中国境内经营但不自行发行债券的公司客户。

尽管越来越多的发行人不是以中国为基地，而是来自国际或超国家的发行人，但中国和香港的发行人却依然占据市场的主导地位，合计份额近80%。此外，德国、法国、韩国和澳大利亚的发行人和超国家机构在市场上的代表权重相对较高。即使分析中忽略掉CD，金融机构也以55%的份额占据市场的主导地位。

表1、按行业划分的离岸人民币债券（除 CD 外），十亿元人民币，2016 年 3 月

国家	公共部门	金融部门	非金融机构	共
中国	103	167	72	342
香港	0	43	15	58
韩国	10	9	2	21
德国	0	17	6	23
法国	3	11	6	20
澳大利亚	0	17	0	17
超国家机构	15	0	0	15
合计	141	312	115	568
来源：据彭博（2016）数据				

2.3. 投资者

由于数据有限而难以分析点心债市场的需求方面，与发行人一样，投资者也出于多种原因出现在市场上（王等人，2013 年）。一方面，投资在岸人民币的选择机会并不多。股票市场实际上不存在，绝大部分储蓄在银行存款里，所以追求略高收益率的投资者依然只能转向债券市场。另一方面，等待中国外汇走强的外国投资者们也能在这个市场上最容易地获得人民币投资。一些中央银行和其它国家机构将点心债市场视为在岸市场的“门厅”，且比在岸市场相对更便利和快捷。虽然他们已经可以无限制地进入在岸市场，但是所需要的文件和要准备的操作程序可能需要很长时间。

短期 CD 的投资者主要由持有证券至到期日为止的私人银行和零售客户们组成。长期的绝大部分投资为固定利率债券的投资者，当中除了私人银行还有保险公司、商业银行、基金管理人和外国公共机构（王等人，2013 年）。可以说，所谓的最终投资者，即机构投资者（全额资金），更倾向于至少有一家国际评级机构评级的，而不是资本市场新成立的发行人的债券。没有评级而相对较新的发行人所发行的债券很有可能最终由私人 and 商业银行收购。

就投资者的地域分布而言，可能并不奇怪，在亚洲主要是香港投资者最多，约占百分之七十到八十的份额。然而在将来，随着国际人民币结算中心或“枢纽”的扩散，投资者的地域多样化程度也会增加。国际投资者因为 2015 年前所未有的（外汇和收益率）波动而提高了警惕，因此有些人退出了市场。

2.4. 流动性

考虑到市场规模相对较小，离岸人民币债券市场的流动性直到 2015 年中期可评为特别良好。政府债券和在投资级别中的公司或银行债券的买卖收益差额约为 5-10 个基点，而投机类债券的受益差额则为 20-40 个基点。交易平均规

模为 500 万到 1000 万元人民币，略低于其它货币平均水平。然而，2015 年上升的收益率和波动的加剧，削弱了市场的流动性并扩大了收益差价。

3. 点心债和熊猫债市场上的主权、代理、省级和超国家的发行

在点心债市场上最大的主权发行者是中国。中国政府为了推广人民币、推动人民币国际化以及建立由流动性债券组成的基准收益率曲线而不定期出现在离岸市场上。

自 2007 年建立点心债市场以来，除中国以外只有三家主权债券发行商利用离岸人民币融资的机会。2014 年 10 月份，英国率先与中国银行、汇丰银行和渣打银行合作发行了 3 年期，收益率为 2.7%，总额达 30 亿元人民币的债券。对这个债券发行的兴趣比预期的更强烈：来自 85 家（主要是私人银行）投资者的要约总额达 58 亿元人民币，使得此次发债总额能从原来的 20 亿人民币提升到 30 亿，而且资金来源成本也比预期降低了 20 个基点（泰莎，2014 年）。英国将把这次债券发行所收到的金额均投入到外汇储备当中，借此向中国表明视人民币为储备货币的姿态。

2015 年 6 月份，蒙古发行了 3 年期价值达 10 亿元的离岸人民币债券，收益率为 7.5%（博尔苏克，2015 年）。高收益率的理由是该国相对较低的投机级别评级（B2/B+/B+），投资者对高信用风险期待高溢价作为回报。虽然这次发行不如英国那么成功，但这样也拥有 44 位投资商提出了总价值为 15 亿元人民币的要约。而亚洲投资者，主要是基金管理公司和银行购买了 90% 以上的债券。蒙古的主要目标是通过发行债券从而达到投资者基础多元化的目的。

世界银行集团成员国际金融公司（IFC）是熊猫债市场的开拓者，虽然只进行了两次债券发行，但是早在 2005 年就以 10 年期的债券出现在在岸市场，随后在 2006 年又发行了 7 年期债券（国际金融组织，2005 年）。然而，在离岸人民币市场上，该公司算是定息债券和短期贴现债券的常规发行商。这家公司主要资助应对气候变化和支持乡村发展的投资。此外，国际金融公司还致力于支持和发展中国金融界和本地资本市场。

韩国是在岸人民币，即熊猫债市场的第一个主权发行国。2015 年 12 月中旬发行了价值达 30 亿元人民币的债券，收益率为 3%。市场对这个债券的需求量非常大，所以在五倍超额认购的条件下落实了这个交易（休斯，2015 年）。这次发行不仅在熊猫债市场上，而且在韩国债券发行史上都是一个重要的里程碑：主权发行的主要目的是测量投资者的胃口，而由于此发行意味着巨大的成功，所以为其它（以前曾在点心债市场上获得人民币资源的）韩国发行商铺平了道路。

不列颠哥伦比亚省于2016年1月21日进入熊猫债券市场。这时候，加拿大西部的省份发行了 30 亿元人民币的，收益率为 2.95% 的 3 年期债券。加拿大的这个省份在在岸债券发行之前，先后在2013年和2014年于离岸市场发行了人民币债券（因此在离岸市场上不列颠哥伦比亚省是第一个主权债券发行省）。不列颠哥伦比亚省发行的第一批离岸债券期限为1年，价值为 25 亿元人民币，收益率为 2.25%。2014 年，以 2.85% 的收益率实现了离岸人民币债券发行，价值达 30 亿元，到期为 2 年。2014 年 11 月，中国将加拿大列为首个北美人民币中心后，该省从离岸市场债券发行转向了在岸市场发行。³

匈牙利于2016年4月14日通过发行面值为10亿元人民币的3年期债券正式进入了人民币离岸债券市场。投资者对匈牙利的债券发行表现出了浓厚的兴趣，这被2.5倍的超额认购所证实，这促使比原收益指标低25个基点，最终以 6.25% 的息票利率认购了该债券。债券发行的主要组织者是中国人民银行（匈牙利国债处理中心股份有限公司，2016年）。债券的发行量可视为是象征性的，同时也标志着向新投资者，特别是向亚洲投资者的开放。

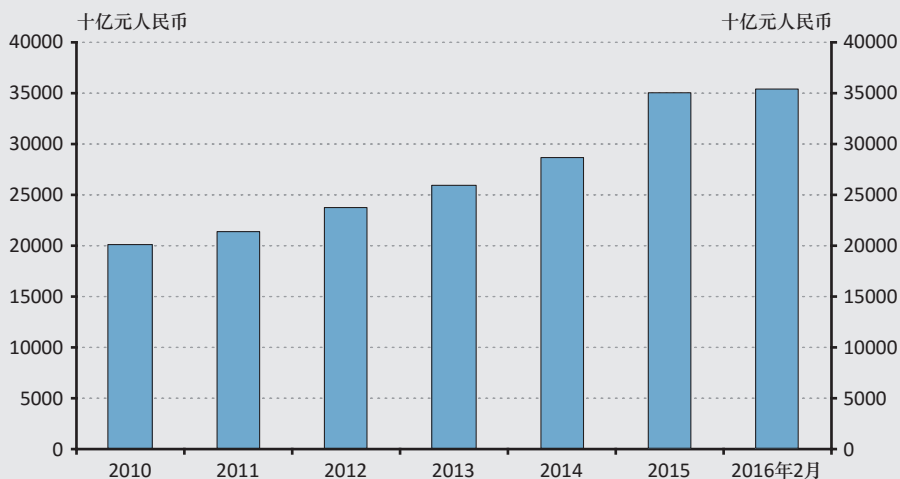
4. 在岸债券市场

境内债券市场长期受到国际投资者的阻碍。第一个政府债券是在 1950 年发行的，之后的 1958 年到 1981 年间没有发行债券。债券市场于 1981 年复苏，当时的市场处于初级状态。政府债券是通过行政手段分配的，而且不可用债券进行交易。1988 年，债券交易在一些城市被批准，随后在 1990 年，在沪深两市证券交易所允许进行证券交易时，全国重新启动二级市场交易。也就是说，二级市场首先是在证券交易所开始的，然后在 1997 年建立了银行间的债券市场。做市商制度于 2001 年推出，银行间债券市场开始迅速发展并且接替了主导债券市场的角色（白等人，2013 年）。

从 2002 年开始，外国参与者经过适当的审批程序之后，首先可以在交易所进行证券交易，这时候开始扩大债券市场工具的范围：首先是央行债券，然后是金融和非金融公司发行的债券上市，又在 2005 年迎来了第一笔熊猫债券的发行。2010 年，本着逐步开放的精神，各国中央银行，超国家机构和主权财富基金（sovereign wealth fund）获准进入银行间债券市场。香港和澳门的人民币清算行以及从事与交易活动相关的离岸人民币结算银行也在同一时间获准进入市场。自 2011 年开始，允许一定范围内的部分外国机构投资者（以定量配额制方式）使用人民币资源进入在岸债券市场。

³ 不列颠哥伦比亚省债券发行有关的信息来自不列颠哥伦比亚省政府的网站。

图4、
境内人民币债券组合的市值（十亿人民币）2010-2015 年



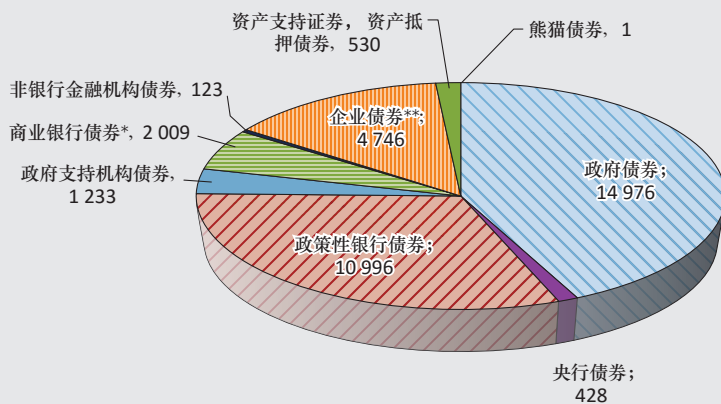
来源：据中国中央结算公司（2016）数据

4.1. 债券发行者和交易工具

中国在岸市场上有各式各样的工具，大部分债券组合是由政府债券组成的，地方政府发行的债券也属于这类债券。此外，债券市场的一大部分是由三家国有开发性银行（所谓的政策性银行）发行的债券组成。截至2013年，中国央行发行的债券占当时债券组合和二级市场交易的很大部分，但现在已经下降，其原因可能是自2013年以来再也没有发行过（国际货币基金，2015年）。商业银行债券由各种各样的工具组成，又包括混合债券。除了政府和金融部门的发行之外，在岸市场还可以获得非金融部门的债券，国有企业和私营企业都可以发行债券。目前，资产担保债券和外国机构发行的熊猫债券只占市场的一小部分。熊猫债券占较小份额应主要归咎于监管因素。从2015年起，外国金融机构也可以发行熊猫债券。除了将人民币纳入特别提款权篮子之外，还可以给市场带来新动力。

对债券市场发展极为关键的是，要在所有投资期上提供足够的证券供应量，并为市场保证尽可能多种类的到期类的金融工具。从这个角度来看在岸市场，可以说：在1-10年的期限内发行量比较平稳；在10年以上的期限内，大部分发行人是主权债务人；而在短于一年的期限内，一级市场的供应量也较低。

图5、
在岸债券市场工具组合（十亿人民币），2015年12月的余额

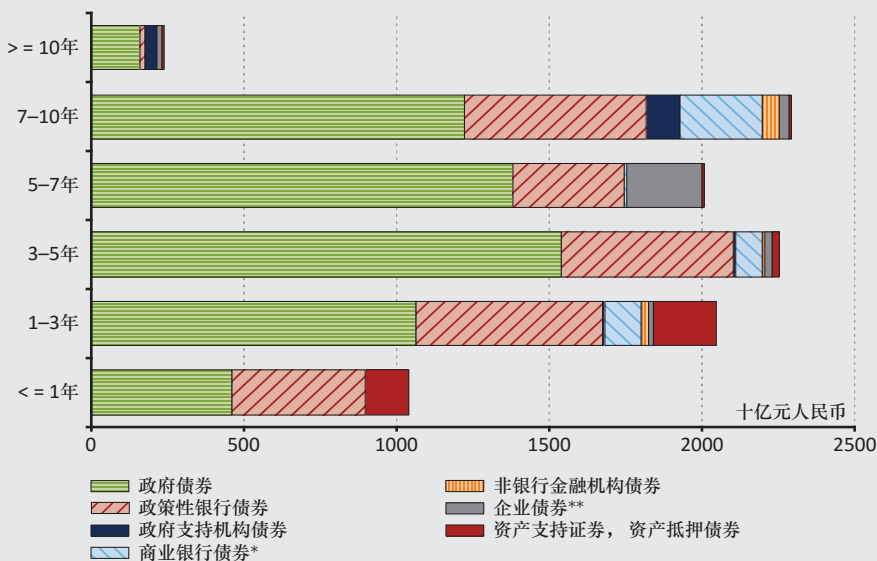


来源：据中国中央结算公司（2016）数据

* 包括中央国债登记结算有限责任公司统计中被标示为第二梯队金融工具的债券

** 包括中央国债登记结算有限责任公司统计中所述中期票据和中小企业债券

图6、
按到期划分在岸市场债券发行（十亿元人民币），2015年



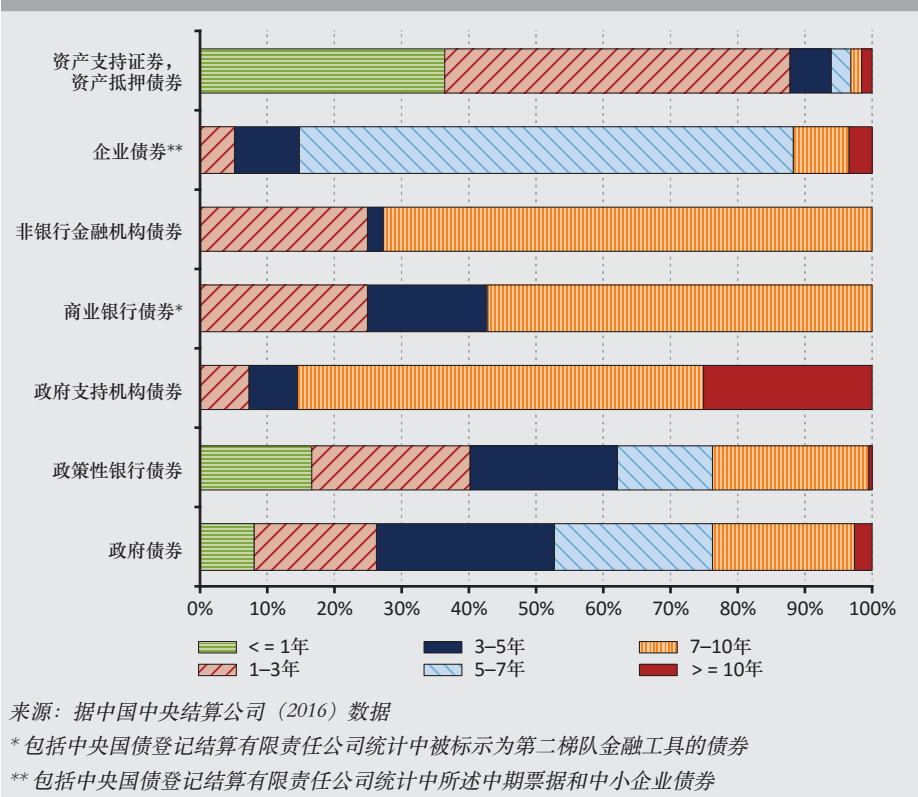
来源：据中国中央结算公司（2016）数据

* 包括中央国债登记结算有限责任公司统计中被标示为第二梯队金融工具的债券

** 包括中央国债登记结算有限责任公司统计中所述中期票据和中小企业债券

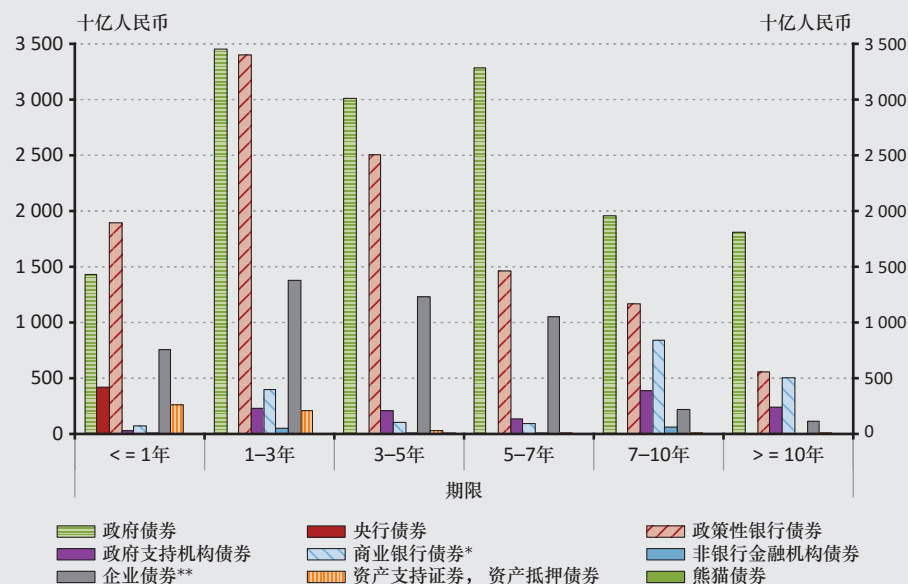
中国政府和各大开发性银行在发展债券市场上起到了重要作用，这些发行人都相当多的发行所有到期债券。根据各债券市场工具的常规到期时间，可以做出如下结论：资产支持证券（ABS）和资产抵押债券（MBS）通常是短期债券（主要是期限最长为3年的）。大多数公司债券提供中期投资（期限为5到7年），而商业银行和其它金融机构通常发行长期债券（期限超过7年）。

图7、
不同债券类的典型期限，2015年在岸债券发行



我们通过研究二级市场上的机会可以看到：1-3 年的债券市场板块是决定性的，而 5-7 年和 3-5 年的债券也很多。这些到期期限的债券当中政府债券和各大国有开发性银行的债券规模最大。就私营部门而言，1-3 年的到期债券最多。对于寻求长期投资的投资者需要指出的是，在 7 年以上期限的类别中，在公共部门之外，商业银行发行的债券可能是最佳投资选择。寻求短期投资（如货币市场基金）的投资者应该注意的是，在二级市场短于 1 年的市场板块中，国有开发性银行发行的债券最多。

图8、
各个到期类债券组合（十亿人民币），2015 年 12 月



来源：据中国中央结算公司（2016）数据

* 包括中央国债登记结算有限责任公司统计中被标示为第二梯队金融工具的债券

** 包括中央国债登记结算有限责任公司统计中所述中期票据和中小企业债券

4.1.1. 公司债券市场

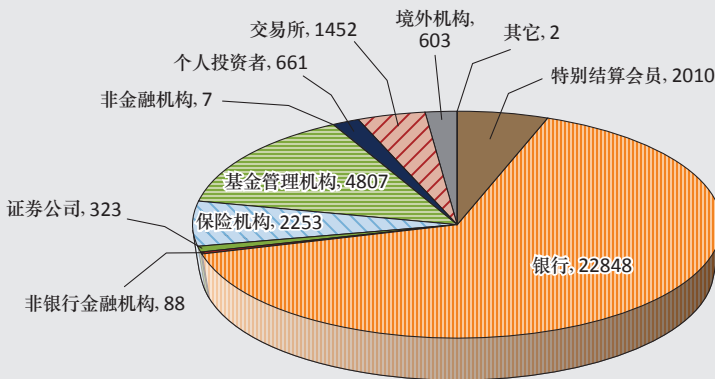
发展中国企业债券市场是中国当局的首要目标之一。目前，在企业融资中银行融资发挥着决定性的作用，但是从债券市场获取资金可能会在银行体系出现问题时（如全系统贷款风险增加，不良贷款率增加）提供一定的保障。

公司债券市场的两大板块是国有企业发行的债券和非国有企业发行的中期票据（MTN）。大部分公司债券是在离岸市场上发行的，而且是以美元计价的（BIS, 2014）。近期，公司债券发行获得了新的增长动力，这可能是因在岸利率下降，与离岸融资相比这意味着公司融资成本更低。在岸企业发行的一个显著特征是发行商必须由中国信用评级机构评级。这些机构的评级惯例较为独特，其设定中的最高评级（AAA+）高于其他市场惯例中的最高 AAA 评级。这个评级授予少数中国大型企业。值得强调的是，当地评级机构对公司债券市场 77% 的发行商给予了 AAA 评级（BNP, 2015a）。

4.2. 投资者

目前在岸债券市场对非中国居民设有准入限制，债券市场的投资者方面也反映了这个情况。目前外商投资比例依然微不足道，只有 1.5-2% 左右，中国在岸债券大部分是商业银行持有的，现有债券投资组合的主要持有者包括中国基金经理公司和保险公司。前者中，货币市场基金在过去 10 年里的作用有所增加，截至 2015 年，投资基金管理的资产中有 35% 被投入了货币市场基金。人民币国际化预计也会引起国际基金管理机构的兴趣，对他们来说，开发性银行发行的债券可能是最具吸引力的，这点与中国同行相似（BNPb，2015）。

图9、
在岸债券市场投资者的市场份额分析图（十一元人民币），2015 年 12 月

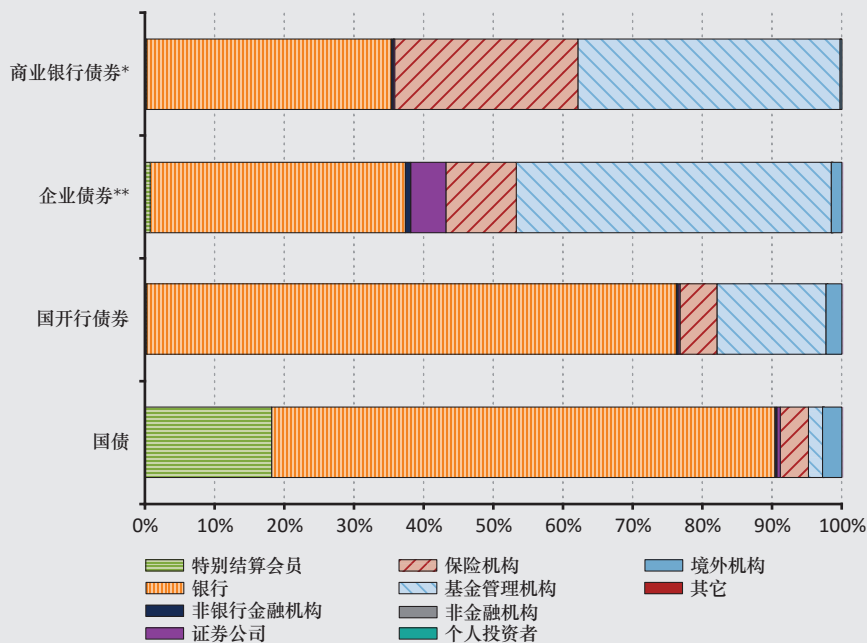


来源：据中国中央结算公司（2016）数据

针对在岸债券市场的市场板块研究表明，银行虽然是所有工具的主要持有者，但它主要持有政府证券和国家开发性银行发行 50% 以上的大部分债券。商业银行在市场上所对政府证券的持有量非常大，几乎挤掉全球第七大政府债券市场的其他参与者。

然而，就私营部门而言，最大的投资者是中国的基金管理机构，他们持有大部分公司债券。此外，他们在商业银行债券市场上的份额与商业银行差不多。经纪商主要是作为较大的投资者出现在公司债券市场上。外国投资者在政府证券市场上的份额是最大的，但相对于市场规模来说，仍然是微不足道。

图10、
主要在岸债券类的投资者，2015 年 12 月



来源：据中国中央结算公司（2016）数据

* 包括中央国债登记结算有限责任公司统计中被标示为第二梯队金融工具的债券

** 包括中央国债登记结算有限责任公司统计中所述中期票据和中小企业债券

4.3. 流动性

由于规模较大，债券发行较多，所以在岸市场比离岸市场更具流动性。尽管如此，不同类型的债券市场有不同的流动性，而且在某些债券类型的情况下，二级市场流动性的增加可能是市场发展的下一步。

二级债券市场上近四分之三的交易量可以与商业银行挂钩。除了这些机构之外，基金管理机构和经纪商的交易也可以看作为主要的活动。

对交易工具的研究表明，开发性银行发行的债券是最具流动性的。这些证券交易量占债券市场交易的 50 % 多。除此之外，政府债券和公司债券是最流动的工具之一。

马和姚（2016 年）的论文指出，开发性银行债券在二级市场上比政府债券拥有较高的流动性主要来源于多种因素。开发性银行债券是准主权债券，而发行人在发行过程中更加重视资本市场的需求。开发性银行发行债券比较频繁，这就会延长通常流动性较高的新券（on-the-run）的购买时效。此外，开发性银行的大部分发行集中在收益率曲线的短线，这也意味着更大的流动性。另外，开发性银行发行的债券比政府债券种类多。最后，作者还以税收因素解释政府债券流动性较低的问题：政府债券的利息收入是免税的，但汇兑收益是要交税的，这会鼓励债券持有国债直至到期日为止。纽约联邦储备银行经济学家（白潔等人，2013 年）在发表的论文中研究了政府债券的二级市场流动性，报告认为：虽然政府债券是每日交易，但交易活动的频率还不是很大，价格发展反映的是最新的市场信息。作者研究对比了债券的某些特征与二级市场流动性之间的关系，发现票面利率越高、债券发行规模越大、期限越长、到期日越短的票据才越有二级市场流动性较高的特点。

政府债券和开发性银行债券在市场上典型的交易规模在一千万到一亿元之间，而典型的买卖差价在1到10个基点之间。一年内的国家债券市场上，平均每日二级市场交易量为100-200亿元人民币，而国债和开发性银行债券市场平均交易量为200-300亿元人民币（刘－皮尔曼，2015 年）。

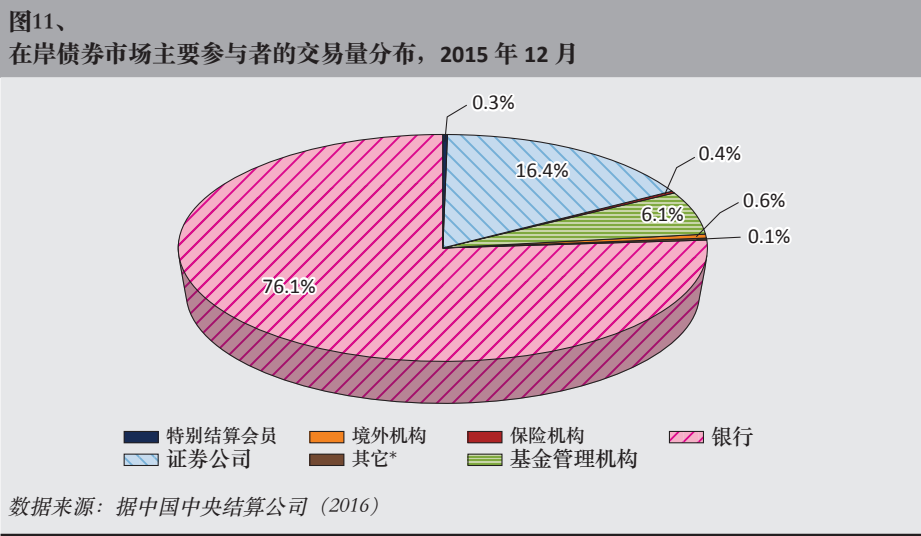
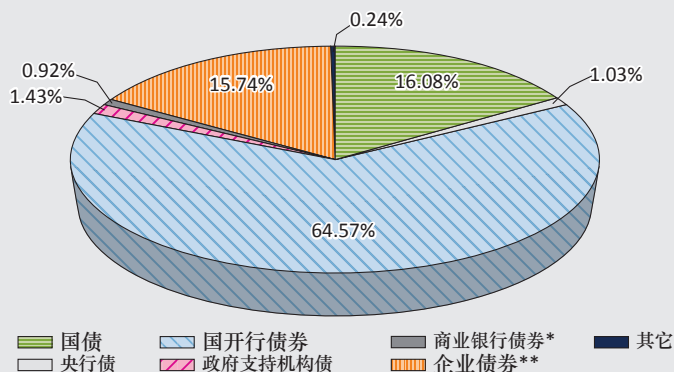


图12、
在岸债券市场交易按债券种类的分布，2015 年 12 月



数据来源：据中国中央结算公司（2016）

* 包括中央国债登记结算有限责任公司统计中被标示为第二梯队金融工具的债券

** 包括中央国债登记结算有限责任公司统计中所述中期票据和中小企业债券

就中国在岸国家证券市场而言，应该指出的是，虽然其规模是全球第七大市场，然而在某些方面落后于全球主要债券市场。一方面，二级市场活动相当低，可能是因为“买入并持有类”投资者在市场上占主导地位（丰收投资管理公司，2014年）。其次，国际投资者比例偏低。人民币国际化的努力有望带来这方面的变化。外国机构投资者在中国境内市场的出现，也可能得益于2016年初中国当局大幅放宽了外国机构投资者进入市场的规定，这可能为匈牙利机构投资者提供更多的机会。

4.4. 市场基础设施和监管

中国居民在岸市场交易不受限制，而外国投资者当中只有中央银行、主权财富基金和超国家机构可在在岸债券市场进行交易。其他希望进入在岸债券市场的参与者面临着各种数量上的限制。因此，外国投资者在在岸市场里相对较新，而且尽管逐步取消限制，但仍然存在一些管理上的要求，所以跟境内机构合作进入市场往往更容易。

在一级市场上，中国债券是在拍卖或簿记建档的框架内出售的。政府债券、中央银行债券和开发性银行债券是在拍卖上发行的，而其余的债券情况下则进行簿记建档（廖，2011）。

中国债券二级市场交易发生在证券交易所和场外市场，后者可以分为两个部分：银行间和场外交易（OTC）市场。“场外交易市场”这一单词有时被用作“银行间市场”的同义词，但是在中国债券市场术语中，“场外交易市场”是

指交易市场中非金融机构参与的部分（二级场外交易市场），而银行间市场是指只能由银行（一级场外交易市场）进入的场外市场。在岸市场的交易在上海和深圳的证券交易所进行。

中国债券交易的绝大部分（90%以上）发生在银行间市场，这个市场很长一段时间只有中国的银行才可以进入。因此，只能进入证券交易市场的金融机构较那些又能进入银行间市场的金融机构相比处于不利条件。准入银行间市场事实表明了债券市场监管的松懈以及债券市场（也就因此是资本账户）的部分开放，这也推动支持人民币国际化工作，因为可以让更广泛的投资者获得更多种人民币债券。

一开始，除了中国投资者之外，中央银行、主权财富基金和超国家机构获准进入银行间市场，其它外国金融机构可以通过获得 QFII（Qualified Foreign Institutional Investor，即合格的境外机构投资者）或 RQFII（人民币合格境外机构投资者）的资格和相关配额进入中国债券市场。（有关 QFII 和 RQFII 资格的更多信息，请参阅第 4.6.2 节）。

1990 年债券市场在上海证券交易所开始交易。1997 年通过禁止商业银行在证券交易所进行债券交易而建立了银行间债券市场。具有 QFII 资格的外国参与者最初也被允许在证券交易所进行债券交易，然后在 2012 年允许他们投资银行间市场。拥有 RQFII 资格的投资者在 2013 年获准进入银行间债券市场（FTSE，2015 年）。

在银行间市场上，允许银行和机构投资者进行交易（包括中央银行、具有 QFII 和 RQFII 配额的机构、主权财富基金和超国家机构），而且除债券之外，还可以进行回购和远期交易。在场外银行同业市场，由商业银行为个人和非金融机构（公司）定政府债券的价格。在证券交易所，银行和私人可进行交易，而除政府和公司债券外，还有回购和债券期货交易（李，2015）。

在岸银行同业分市场的监管由中国人民银行担任。（PBOC）债券交易是通过中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心（CFETS）系统，而债券交易的结算是由中央结算公司（CCDC）或上海结算所（SCH）进行的（李，2015）。证券交易所债券交易由中国证券监督管理委员会监管（CSRC）。这四个监管机构都参与对熊猫债券市场的监管，而熊猫债券只能在银行间市场上获得。

4.5. 中国在岸债券市场在人民币国际化中的作用

人民币作为国际贸易关系中的结算货币，以及被列入特别提款权篮子推动了其国际化工作进展。中国货币的国际化要求尽可能广泛地使用人民币。如果尽可能多的国际参与者持有包括以人民币计价的债券在内的人民币工具，就可以实现这一目标。这可以通过使用离岸或在岸工具做到。因此，2007 年离岸债券市场的建立是向人民币国际化迈出的一步。向更多的非中国投资者

开放在岸债券市场更大部分也可能加强人民币全球性的作用。尽管已采取了这方面的措施，但并非所有细分市场都可由非中国投资者进入。此外，还有数量限制控制非中国投资者的债券市场份额，逐步取消限制和逐步开放市场可能会有助于人民币成为全球货币。

马和姚（2016 年）指出，除了监管之外，货币政策也可以促进中国债券市场支持人民币的国际化。目前，60% 以上的在岸市场债券由商业银行持有。存款准备金率（RRR）能解释银行的债券市场份额和债券需求。为了满足准备金要求，中资银行对中国在岸债券创造着长期的和大量的需求。随着存款准备金（RRR）⁴规定比率的下调，债券市场供应很大部分将会被开放，因为在较低的 RRR 率下，商业银行的债券市场需求也会减弱，这将允许非中国投资者获得活动空间。

中国债券市场能不能支持人民币国际化的进程，不仅取决于中国的监管规定，还取决于影响国际投资者需求的其它因素。这方面（陆、陈，2015）提到了三个主要的，可能会提高外国投资者对中国境内债券市场的需求：近年来，中国的信贷评级显著改善（根据标普，目前为 AA-），中国债券的收益率高于其它大型成熟的债券市场，而且人民币工具与发达国家债券市场的相关性较低。这些都为国际投资组合经理人提供多元化的优势。根据摩根大通分析，2005 年至 2015 年间，基于美国、日本和德国债券市场 10 年期国债收益率计算的相关系数极高，均在 80% 以上。相比之下，中国和美国的长期债券收益率仅为 12%，而中国和德国的 10 年期政府债券收益率为 8%，与日本市场的相关性呈负值（-9%）。

芬兰中央银行研究报告（马、姚，2016）对中国债券市场（主要是政府债券市场）国际化的条件做了研究，并指出了汇率的作用。作者对目前世界第七大政府证券市场在何种条件下会成为全球第三大市场的问题做了分析。这项研究的作者确定，直到 2020 年，赶上美国政府证券市场的规模是不现实的。不过，赶上日本、英国或欧盟的债券市场是一个可实现的目标。假设（中国除外的）10 个最大的政府债券市场的年均增长率为 5%，而中国政府证券市场的年增长率为 10%，以及人民币兑美元每年升值 1.5%，2020 年中国政府证券市场的规模可能比 2015 年翻一番。这可使得政府证券市场位居世界第三，但是根据预测，现有的债券组合将占日本市场的三分之一，而占美国市场的 16%。进一步考虑这项研究报告的主张，问题是人民币走弱的情况下，这些数字会如何变化。自 2015 年底以来，人民币兑美元汇率已经出现大幅度波动，虽然与新引进的 CFETS 指数⁵相比仍然较为稳定，但兑美元大幅减

⁴ RRR 是指存款准备金率，即央行要求的商业银行准备金率。中央银行通过调整存款准备金率的大小，可以调整银行体系中可用的流动性和其他指数。

⁵ 中国政府于 2015 年 12 月份引进的一项指数。在岸人民币的汇率是中国 13 个最大的外贸伙伴的贸易数字上计算的。该指数由中国外汇交易中心（CFETS）以预先未确定的间隔公布。

弱。汇率可能是影响国际投资者对中国债券市场兴趣的一部分风险因素，也可能影响中国货币在国际金融交易中的作用。

然而，这项研究对于中国债券市场的机会并不悲观。作者从国际角度分析债券市场的交易量发现，开发性银行债券在二级市场上的交易量是政府证券交易量的两倍，这可能有助于提高人民币国际作用。同时，作者还指出，政府债券二级市场的发展和流动性的增加应该是一个重要的目标，因为需要一个流动的二级政府证券市场才可以形成可靠的债券市场基准，以支持其它工具的适当定价，从而提高对它们的需求。

4.6. 外国投资者在在岸市场的机会

4.6.1. 各国中央银行

各国中央银行在中国当局享有特殊地位，并且被认为是在岸市场的重要投资者。这是因为政府要推广人民币的一个目标就是使人民币成为各国中央银行储备的全球储备货币。

如果外国央行想要投资在岸市场，有两个选择。一方面它们可以在中国央行填写登记表后直接进入市场；而另一方面可通过国际清算银行（BIS）间接获得中国在岸债券投资资格，这大多对应于为中央银行设立开放式投资基金的形式。截至2015年7月，外国中央银行想进入在岸市场时，需要持有预先批准的配额，但是中国央行取消了这个配额，因而简化了投资程序。外国中央银行可以选择要让中国央行还是要让在中国银行间债券市场上有业务的商业银行担任交易和结算代理人。交易代理人的任务是在交易系统（CFETS）中以委托人名义完成登记交易，然后转移到结算系统（CCDC / SCH）。结算代理人的任务是对所完成交易的细节与交易系统中的数据进行比较，将其登记在清算系统中，并进行货币和证券转移。中央银行在国际清算行投资基金的投资本质上是投资于中国在岸市场上分配给国际清算行的配额。该基金按事先规定的方针用募集的资金进行投资，并且收取服务费用。主要是刚开始熟悉中国债券市场的，但希望能在筹备中有一定投资比率的中央银行采用这个选择。

4.6.2. 国外机构投资者

金融机构可以通过两个不同的计划进入中国境内债券市场。两种计划都可以保障进入证券交易所和银行同业证券市场的途径（包括债券和股票交易）。

进入市场方式是获得QFII或RQFII资格。两种方式的基本区别在于，外国银行或机构投资者（保险公司、经纪公司、基金经理商）可以申请QFII资格，但只有离岸人民币中心（通常是国家）才能获得中国中央银行RQFII计划的框架内配额。希望以投资者身份进入市场的机构可以在这个配额范围内表明投资意愿。从2011年开始，可以通过RQFII配额进入在岸债券市场。鉴于

匈牙利目前拥有RQFII配额，所以 RQFII 资格可为匈牙利金融机构提供进入中国证券市场的新机会。

QFII 配额以美元为主，而RQFII配额以人民币为单位。拥有 QFII 资格的投资者用美元汇入在岸市场，在那里将美元兑换成人民币进行投资。具有R QFII 资格的投资者将其掌握的离岸人民币投资在在岸市场上。后一方案的目标实际上是把离岸市场上积累的人民币重新投入在岸市场，而前者的目的也是创造资本流入，只不过是外汇要在境内市场转换成人民币。在 2015-2016 年年关，由于中国监管机构对于外资撤离的担忧加剧，也为了提高中国债券市场进入国际基准指标以及其后的大型国际基金经理的意愿，导致其当局在 2016 年初，分几个阶段放松了进入在岸债券市场的规则。作为第一步，QFII 资格投资者的最高投资额从 10 亿美元提高到50亿美元，随后中国人民银行让更多的金融机构投资者通过中国商业银行进入银行间债券市场。这时，不仅扩大了投资者的范围，也缓解了行政条件（中国人民银行，2016）。

进入中国在岸证券市场可以通过（在债券市场进行投资时也有清算资质）托管银行进行。这家银行为境外机构投资者办理必要的许可证，并且向中国监管机构完成必要的登记手续。机构投资者进入在岸债券市场之前，需要满足多种条件，比如在在岸市场投资之前三年内，没有因为违反有关债券市场活动或其它规定而被监管当局惩罚过等（中国人民银行，2016）。中央银行对于那些已达标的且申请 QFII 或 RQFII 资格和配额的投资者设定了一个固定的配额。但自 2016 年初以来，基金管理公司不是基于固定的配额，而是给予该公司管理资金一定比例的配额进入中国市场。为此不仅需要中央银行的批准，又需要国家外汇管理局（SAFE）的批准。此外，为了进入股票市场进行交易还必须办理中国证券监督管理委员会（CSRC）许可。当获得必要的许可证后，办理开设账户手续，随后可以通过在债券市场上有权进行交易的商业银行，或通过证券交易所的经纪商开始交易。虽然这个过程起初可能看起来很复杂，但是投资者实际上是通过正确完成的手续范围内，通过适当的商业银行可以进入市场。

5. 总结

本文介绍了中国债券市场在岸和离岸市场板块，详细分析了供求两面、可获得的工具范围、其主要特征、债券市场的监管以及市场的基本特征。我们在优先考虑人民币国际化的中国政策的背景下研究债券市场后的判断，这种政治追求可以促使外国投资者在中国债券市场上占有更高的比例。

参考文献:

- ÁKK (2016): 1,0 milliárd CNY összegű devizakötvény-kibocsátás. ÁKK sajtóközlemény, április 14. <http://www.akk.hu/hu/hirek/1-0-milliard-cny-osszegu-devizakotveny-kibocsatas>, Downloaded: 14 April 2016. 匈牙利国债处理中心股份有限公司（2016年）：《发行价值达10亿元人民币的外币债券，匈牙利国债处理中心股份有限公司4月14日新闻稿》
- Bai, J. – Fleming, M. – Horan, C. (2013): *The Microstructure of China's Government Bond Market*. Staff Report No. 622, Federal Reserve Bank of New York. https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr622.pdf, Downloaded: 23 March 2016. 白潔 - 迈克尔·弗莱明 - 卡西迪·霍兰（2013年）《中国国债市场的微观结构》
- BIS (2014): BIS Quarterly Review: *International banking and financial market development*. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1412.htm. Downloaded: 23 March 2016. 国际清算银行季度回顾（2014）《国际银行业和金融市场发展》
- BNP Paribas (2015a): *All About RMB*. Bank and Investor Handbook v2.0 . <http://securities.bnpparibas.com/files/live/sites/quintessence/files/Hot%20topics%20-%20marketing/Files/RMB-Investor-brochure-ASIA.pdf>, Downloaded: 15 June 2015. 法国巴黎银行（2015a）：《一切关于人民币。银行和投资者手册第2.0版》
- BNP Paribas (2015b): *Expert Eye on China*. 2015 Q4. 法国巴黎银行（2015b）：《专家关注中国，2015年第4季度》
- Brit-Kolumbia tartományi kormányzat hírei: 不列颠哥伦比亚省政府新闻：
<https://news.gov.bc.ca/releases/2016FIN0002-000065>
<https://news.gov.bc.ca/releases/2015FIN0075-002009>
<https://news.gov.bc.ca/stories/bc-welcomes-establishment-of-canadian-rmb-hub>
<https://news.gov.bc.ca/stories/successful-second-renminbi-bond-reinforces-bcs-commitment-to-china>
<https://news.gov.bc.ca/stories/successful-renminbi-bond-signals-new-level-of-china-canada-relations>
Downloaded: 16 February 2016.
- CCDC (2016) statistics: <http://www.chinabond.cn/>. Downloaded: 10 February 2016. 中国中央结算公司（2016年）统计
- Fung, H.-G. – Ko, G. – Yau, Jot (2014): *Dim Sum Bonds: The Offshore Renminbi (RMB) Denominated Bonds*. Fung, Hung-Gay – Ko, Glenn – Yau, Jot （2014年）《点心债券：离岸人民币计价的债券》
- Goldman Sachs Asset Management: FAQ: China's Bond Market, 2015BIS (2015) 高盛资产管理公司：问题集：中国债券市场
- FTSE (2015): FTSE Russel Research Index Series: *The FTSE China Onshore Bond*. Május. <http://www.ftse.com/products/downloads/China-Onshore-Bond-Paper.pdf>. Downloaded: 2 February 2016. 富时罗素研究指数系列：《富时中国在岸债券》5月

- Horváth, D. – Teremi, M. (2015): *Így nevelde a sárkányodat*. <https://www.mnb.hu/letoltes/horvath-daniel-teremi-marton-igy-neveld-a-sarkanyodat.pdf>, Downloaded: 22 February 2016. 霍尔瓦特·达尼尔-泰赖米·玛尔通（2015年）：《如何训练你的龙》
- IFC (2005): IFC Panda Bond Launch Opens Renminbi Bond Market to International Institutions, 10 October 2005 <http://ifcext.ifc.org/IFCExt/pressroom/IFCPressRoom.nsf/0/91457994C64BE729852570960051DCF3>. 国际金融公司（2005年）《国际金融公司熊猫债券于2005年10月10日向国际机构开设人民币债券市场》
- IMF (2015): *Review of the method of valuation of the SDR*. IMF Policy Paper, november. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/111315.pdf>, Downloaded: 18 January 2016. 国际货币基金组织《评论特别提款权的估值方法》
- Income Partners (2014): *China's Onshore and Offshore RMB Markets*. http://www.incomepartners.com/sites/default/files/China's_Onshore_and_Offshore_Markets_0.pdf, Downloaded: 8 January 2016. 丰收投资管理(香港)有限公司（2014年）《中国在岸和离岸人民币市场》
- Hughes, J. (2015): South Korea „panda” bond five times subscribed, Financial Times, 15 December 2015. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/9d97a2a6-a31a-11e5-bc70-7ff6d4fd203a.html#axzz43pPfxoH>. Downloaded: 8 January 2016. 詹妮弗·休斯（2015年）：《韩国“熊猫”债券五次认购》
- Liao, D. (2011): *China Onshore and Offshore RMB Bond Market – A Foreign Bank Perspective*. Szeptember, HSBC. www.sifma.org. Downloaded: 5 February 2016. 廖宜建（2011年）：《中国在岸和离岸人民币债券市场 - 外资银行视角》
- Li, B. (2015): *Bond Market Evolution*. Budapest Renminbi Initiative Plenary Session, március 26. <http://www.rmbbudapest.hu/letoltes/issuers-and-investor-motivations-to-participate-in-rmb-business-boc-1.pdf>. Downloaded: 23 March 2016. 李冰：《债券市场的演变》
- Liu, B. – Pihlman, J. (2015) *RMB in SDR – A Practical Guide*. Standard Chartered. 刘洁 - 皮尔曼·尤卡（2015年）《人民币在SDR - 实用指南》
- Luk, B. – Chen, P. (2015): *China onshore bond market: Kill two birds with one stone*. Market Bulletin, 13 August. https://www.jpmorganmf.com/GTMA/MI-MB_ChinaOnshore-Bond_20150813.pdf. Downloaded: 23 March 2016. 陆庭伟 – Peggy陈（2015年）《中国在岸债券市场：一箭双雕》
- MNB press release, 27 June 2015: *Renminbi kötvénybefektetésekről és elszámolási mechanizmus létrehozásáról szóló megállapodásokat írt alá a Magyar Nemzeti Bank és a Kínai Népköztársaság jegybankja Bázisban*. <http://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajto-kozlomenyek/2015-evi-sajtokozlomenyek/renminbi-kotvenybefektetesekrol-es-elszamolasi-mechanizmus-letrehozasarol-szolo-megallapodasokat-irt-ala-a-magyar-nemzeti-bank-es-a-kinali-nepkoztarsasag-jegybankja-bazisban>. Downloaded: 27 June 2015.

匈牙利国家银行新闻稿，2015年6月27日：《匈牙利国家银行和中华人民共和国中央银行在巴塞尔签署了关于人民币债券投资和建立解决机制的协议》

People's Bank of China (2016): Public Notice No. 3. <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3037272/index.html>. Download: 23 March 2016. 中国人民银行公告 [2016年] 第3号

Borsuk, R. (2015): CNHTracker – Mongolian government makes its debut in dim sum market, Reuters, 25 June 2015 <http://www.reuters.com/article/markets-offshore-yuan-idUSL3N0Z92C220150625>. Downloaded: 25 June 2015. 理查德·勃尔苏克（2015年）：《CNH信息追踪－蒙古政府在点心市场上首次亮相》

Ma, Guonan – Yao, Wang (2016): *Can the Chinese bond market facilitate a globalizing renminbi?* BOFIT Discussion Papers Nr. 1. Bank of Finland, Institute for Economies in Transition. http://www.suomenpankki.fi/bofit_en/tutkimus/tutkimusjulkaisut/dp/Documents/2016/dp0116.pdf. Downloaded: 23 March 2016. 马国南－姚望（2016年）：《中国债券市场能否促成人民币全球化？》

Wang, M. – Yen, J. – Keung Lai, K (2013): *China's Financial Markets*. RoutledgeTaylor&Francis Group, UK. 王明－颜至宏－黎建强（2013年）《中国的金融市场》

Wilkie, T. (2014): UK's RMB debut sets scene for further sovereign RMB issuance, Global Capital, 16 October 2014 <https://www.globalcapital.com/article/nkvvmzx625mz/uk-debut-boosts-prospects-of-international-rmb-bonds>. Downloaded: 16 October 2014. 特莎·威尔基（2014年）《英国的首次人民币亮相为进一步主权人民币发行奠定了基础》