

债券通：功在通道外

香港是全球最大的离岸人民币债券市场，也是海外机构投资者人民币债券的主要场所，债券通开通之后，可以全面满足境外投资者对境内债券的投资需求。

文 | 孙永苑

今年是香港回归 20 周年，金融部门正在紧锣密鼓地准备一份“厚礼”——债券通。

3 月 15 日，国务院总理李克强在人民大会堂举行记者会时明确表示，今年将在香港和内地试行债券通。随后，港交所宣布进入债券通“备战状态”。继沪港通、深港通之后，内地与香港债券市场的互联互通有望火速落地，预计将进一步打通两地之间的资金互通渠道。

顺应人民币回流需求

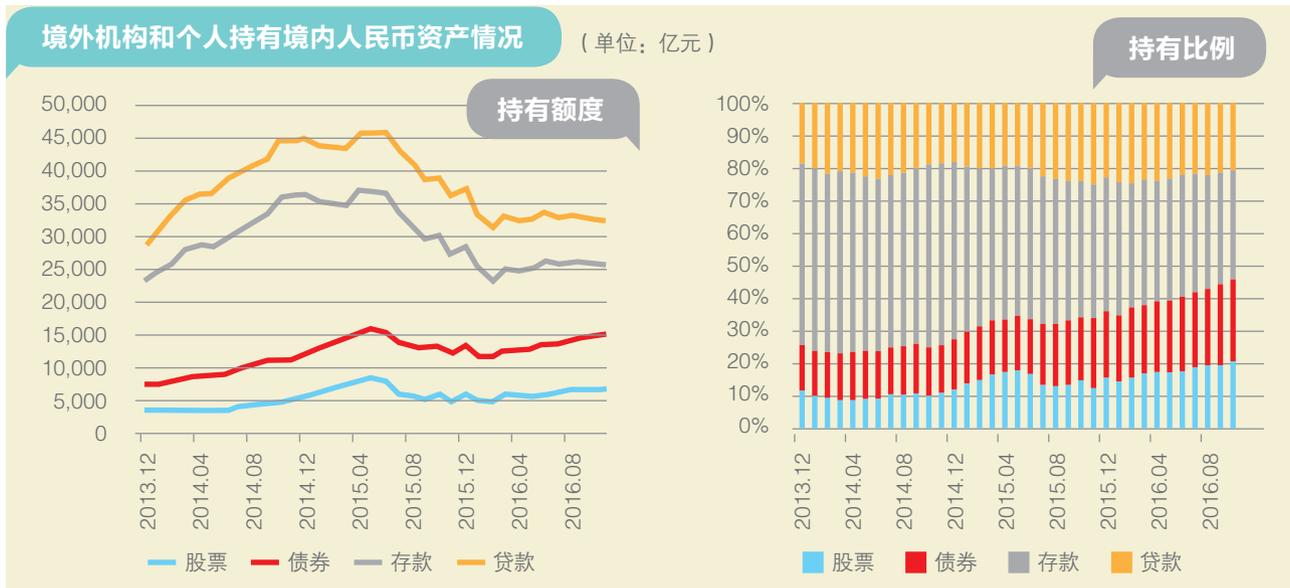
按照港交所行政总裁李小加近日的表态，债券通可能采取“先北后南”的开通路线，即首先开通的是资金“北上”通道，允许香港的资金进入境内债券市场。

我国境内债券市场规模庞大，根据中国人民银行发布的数据，截至 2016 年 11 月，境内债券市场总托管余额达到了 61.6 万亿元，市场规模仅次于美国和日本，在全球位列第三。在境内债市不断扩容的同时，境外投资者对境内债券的投资需求也在不断增加，数据显示，近年来，境外机构和个人持有境内债券的额度和比重都在不断上升，与 2013 年 12 月份相比，2016 年年末境外机构和个人增持了价值 4536 亿元人民币的境内债券，增持幅度高达 114%，同时，境外机构和个人持有境内债券占其所持境内金融资产总额的比例也从 14% 上升到了 28%。

在未来，预计境外投资者对境内债券的需求还将进一步增加，原因有以下几个方面：其一，随着人民币加入国际货币基金组织 SDR，国际投资者对境内债券有被动配置的需求；其二，离岸国债期货、在岸外汇衍生品市场中金融衍生工具的陆续上市，增加了境外投资者风险对冲的能力，境内债券的吸引力有所增加；其三，自 2015 年 8·11 汇改以来，人民币汇率逐渐趋稳，大环境有利于境外投资者配置境内债券。根据招商证券的测算，随着债券市场对外开放的推进，年均吸引国际资本流入的规模可能会达到 1000 亿美元。

然而，当前境外投资者投资境内债券的渠道并不畅通。境内债券市场主要分为银行间市场和交易所市场，其中银行间债市占九成份额，并且已经向大部分境外机构投资者开放，但是个人投资者参与境内债券市场的渠道有限。因为境内外债券零售市场尚处于隔离状态，境外个人投资者只能通过 QFII 和 RQFII 间接地投资于境内债券，或者通过 2015 年推行的“内地与香港基金互认安排”通道，进入境内债券市场。

在这样的背景下，债券通被提上议事日程。从现有资料来看，债券通是一个现货债券市场的互联互通机制，将提供跨境现货债券买卖及交收服务，目标是允许内地及香港投资者（包括个人投资者）直接投资于对方的债券市场。香港一直



数据来源：作者提供

是全球最大的离岸人民币债券市场，也是海外机构投资人民币债券的主要场所，债券通开通之后，预计可以全面满足境外投资者对境内债券的投资需求。

通道并非唯一的问题

债券通对于境内债市来说属于利好消息，在李克强总理明确今年将推行债券通之后，国债期货曾小幅上涨，以示回应。不过，因为两地市场的交易制度、评级、投资理念，对市场运行的要求、信息披露的要求等存在显著差异，债券通要想如期推出，尚有许多技术障碍需要突破。

场内市场与场外市场交易方式的差异，是债券通需要解决的主要问题。当前，内地债券市场交易以场内交易为主，银行间市场和交易所市场都属于场内市场，相比之下，香港债券交易的主流则是场外市场。对此，香港金融发展局建议，就场内和场外两种债券交易方式采取不同的运作

模式：对于场内交易的债券，可大致沿用沪港通中股票市场交易互联互通机制的模式，双方互相进入对方的场内交易债券市场，交易只局限于在两个市场中售予个人投资者的债券，以及在港交所以中央结算系统交收的债券；而对于场外交易，两地个人投资者可通过在指定银行开设债券通账户，买卖对方市场中的债券。

同时，解决了通道问题，并非解决了境外投资者投资境内债券的全部问题。在境外，评级基本上债券是获得投资者认可的唯一有效方式，因此，评级问题也是债券互联互通的关键。现阶段，国际三大评级机构参与境内债券评级的情况还没有出现，造成了境内债券评级缺乏应有的公信力，这会在一定程度上影响境外投资者对国内债券市场的参与热情。未来如何推出具有全球公信力的评级系统，属于债券通推进过程中需要解决的配套问题。E

(作者系国信证券在站博士后)

