

# 中国债券市场悄然变化

撰稿人

Hong Xie

指数研究与设计总监

[hong.xie@spdji.com](mailto:hong.xie@spdji.com)

中国早在上世纪五十年代就开始发行政府债券，又在八十年代末引入政府债券的二级市场交易，但因外国投资者入市无门，所以国内债券市场上的外资一直稀少。如今，这种局面将随著中国政府的一系列政策举措而改观，这些举措旨在向国际投资者开放中国资本市场，解除资本市场管制，以及使人民币迈向国际化。2013年3月，合格境外机构投资者(QFII)获准进入银行同业债券市场，而人民币合格境外机构投资者(RQFII)则获准投资于银行同业债券市场上的固定收益产品。由于银行同业市场的现金债券交易量占到总交易量的97%<sup>1</sup>，因此可以说，这些政策变化标志著中国在岸债券市场真正开始向境外投资者开放。

随著近期QFII和RQFII获准进入银行同业债券市场，以及RQFII额度持续扩大，国际投资者对中国在岸债券的兴趣可望显著增长。2014年2月，首只中国债券ETF在香港推出，从此境外散户和机构投资者便可进入一个过去只对少数合格投资者开放的市场。2014年11月，又有多只ETF债券基金在美国上市。

上述发展表明，对于想要进入中国这个全球最大固定收益市场之一的境外投资者而言，中国在岸债券市场无疑是个潜在的机遇。本文将择要介绍中国债券市场及其重要特点，以及投资于中国固定收益的潜在风险和益处，并阐述用于衡量中国在岸债券市场表现的标普中国综合精选债券指数的具体方法。

## 中国债券市场：概览

### 市场规模

截至2014年9月，中国已发行人民币债券总市值达到人民币33.8万亿元(5.5万亿美元)<sup>2</sup>，现为仅次于美国和日本的全球第三大债券市场。由于中国经济总量已居世界第二，并且增速超过大多数发达市场，因此中国债券市场在全球金融市场中的重要性也将日益提升。

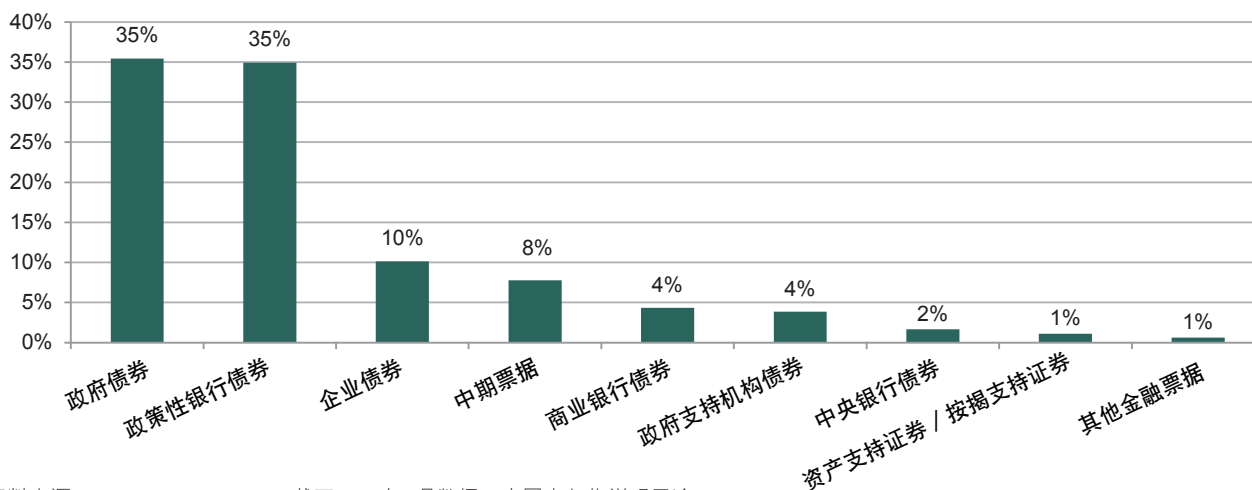
<sup>1</sup>中国中央国债登记结算有限责任公司网站[www.chinabond.cn](http://www.chinabond.cn)

<sup>2</sup>中国人民银行

### 市场构成

人民币债券市场以政府债券和政策性银行债券为主体，截至2014年9月，二者各占整个债券市场的35%（见表1），其余则为企业债券(10%)、中期票据(MTN)(8%)、商业银行债券(4%)、政府支持机构债券(4%)、中央银行债券(2%)、资产支持证券/按揭支持证券(ABS/MBS)(1%)及其他金融票据(1%)。政策性银行债券的发行者是国家开发银行、中国农业发展银行和中国进出口银行，此类债券是三家政策性银行的主要融资来源。

表1：中国债券市场的构成

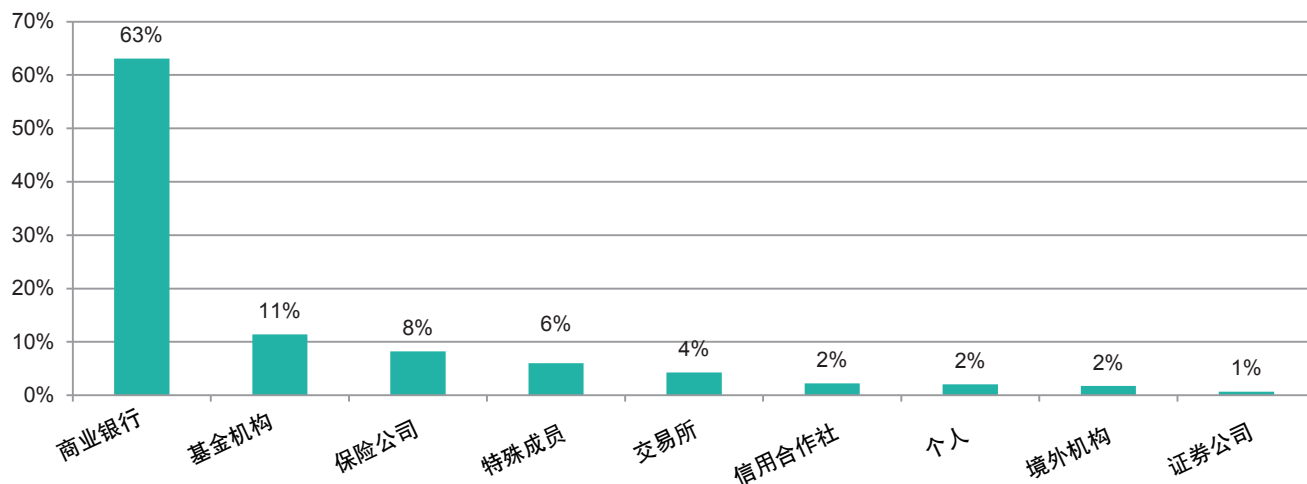


资料来源：www.chinabond.cn。截至2014年9月数据。本图表仅作说明用途。

### 投资者群体

中国的商业银行向来是国内债券的最大买家。随著其他类别投资者获准参与债券市场，商业银行的市场份额不断下降，但目前仍持有63%的已发行债券。基金机构和保险公司分别持有11%和8%的国内债券(见表2)。值得一提的是，外资的持有比例依然很低，仅占2%。

表2：中国券市的投资者群体

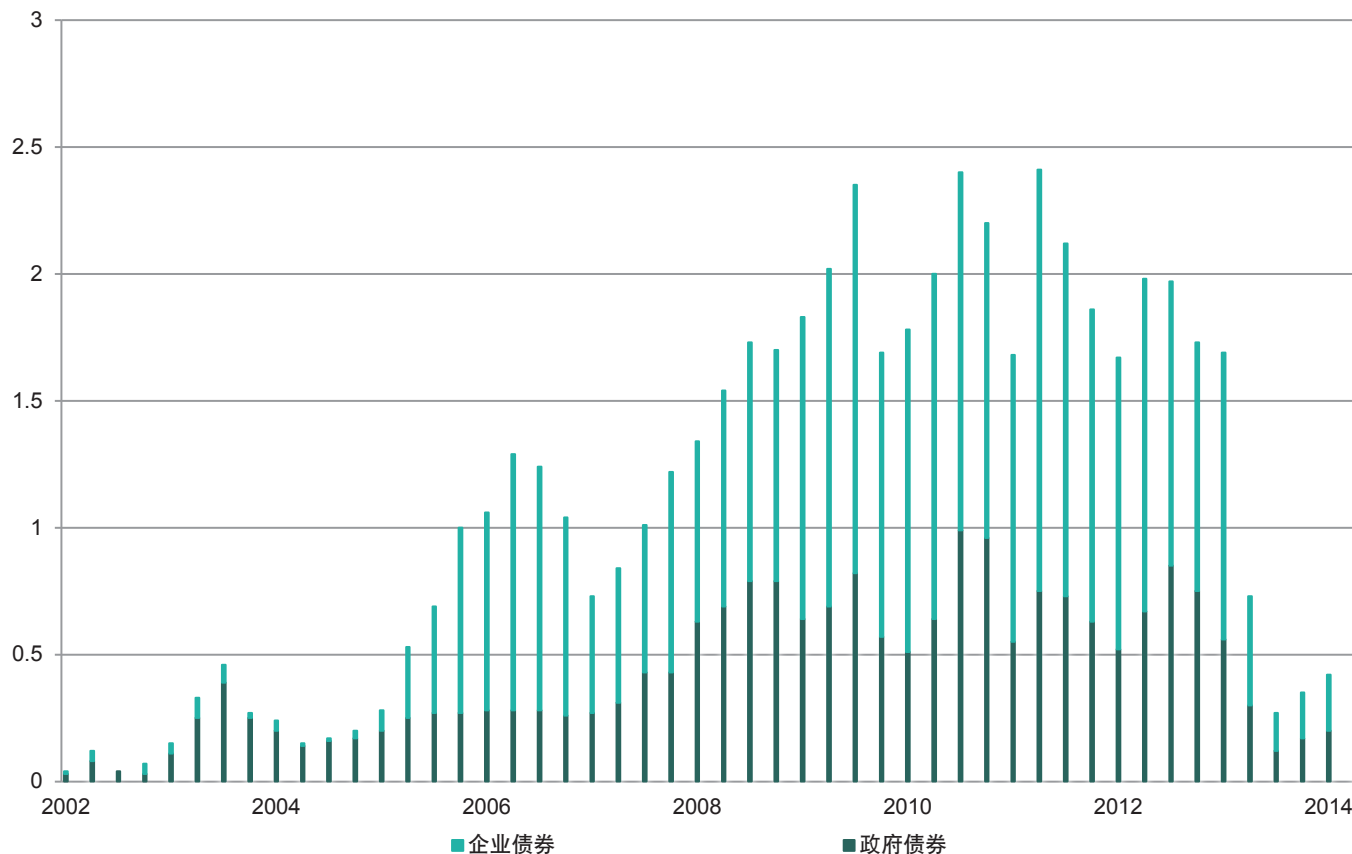


资料来源：www.chinabond.cn。截至2014年9月数据。本图表仅作说明用途。

### 市场流动性

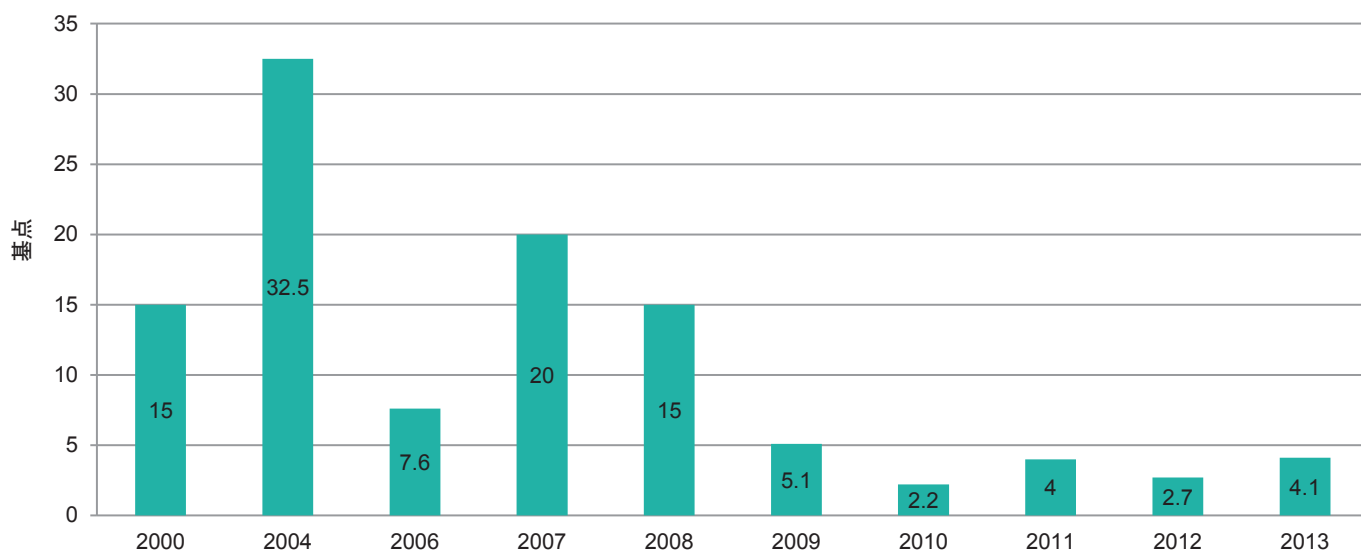
近年来中国债券市场的流动性持续改善，成交额比率(买卖债券金额与已发行债券平均数额之比)从2003年的0.1上升到2010年的1.1(见表3)。根据亚洲开发银行(ADB)相关调查，政府债券买卖差价也呈现下降趋势，从2004年的32基点，下降到2012年和2013年的2-4基点(见表4)。

表3：中国债券成交额比率



资料来源：亚洲开发银行。截至2014年6月30日数据。本图表仅作说明用途。

表4：中国政府债券的买卖差价



资料来源：亚洲开发银行。截至2013年12月31日数据。本图表仅作说明用途。

## 多层次债券交易市场

在岸债券有两个主要交易市场：银行同业债券市场和交易所交易市场(即上海证券交易所和深圳证券交易所)。2013年有97%的二级债券交易均在银行同业债券市场进行。

## 市场准入

境外投资者可通过QFII和RQFII进入中国债券市场。过去境外投资者只能通过QFII涉足在岸债券市场，而且仅限于交易所市场，这使他们只能投资于少数几类债券，且市场流动性差。从2013年起当局改变了对境外投资者的准入限制，允许QFII和RQFII投资于银行同业债券市场。如今，RQFII的额度不断提高，覆盖范围从香港扩大到新加坡、伦敦、巴黎和台湾，再加上RQFII在资金汇回上的优势，这些都激发了投资者的浓厚兴趣。

## 投资于中国债券的潜在益处

中国经济的规模及其资本市场的逐步开放，对于想要分享中国经济增长成果的投资者来说，无疑是难得的投资机遇。中国在岸债券市场尤其具有吸引力，表现为收益率更高、货币稳定且与发达债券市场的相关度较低。

## 与发达债券市场的相关度较低

中国债券市场主要反映国内宏观经济周期和供需状况变化，与发达固定收益市场的相关度相对较低(见表5)，因此为国际投资者提供分散风险的好处。

**表5：与中国债券的相关度**

指数	说明	贝塔值	相关度	回报 (%)	风险 (%)	风险回报率
标普中国债券指数	在岸中国债券	1.0	1.0	4.15	2.68	1.6
标普全球发达主权债券指数(美元)	本地货币计值的主权债券	0.3	0.1	3.47	6.78	0.5
标普美国债券BMI	美国广泛的投资级固定收益市场	0.1	0.0	4.69	3.61	1.3

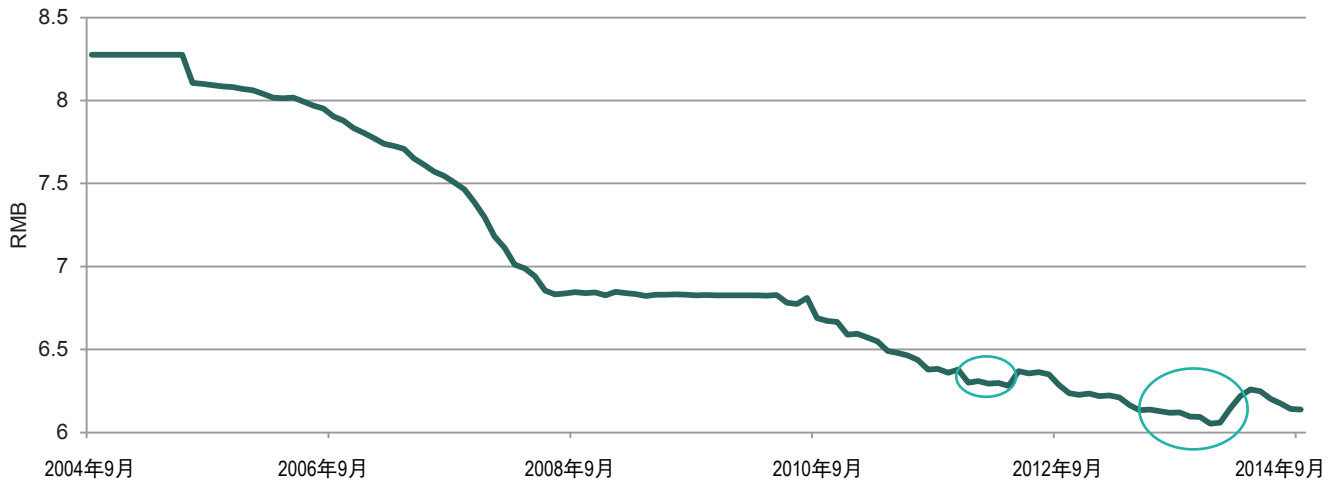
资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。2007年9月至2014年9月数据。本图表仅作说明用途。过往表现不能保证未来业绩。

## 受惠于强势货币

人民币自2005年以来持续升值。关于人民币的价值是否已经充分体现，还是会进一步升值，目前尚无定论。中国拥有雄厚的外汇储备(截至2014年9月达3.9万亿美元)，完全有能力避免货币市场波动，这一点足以令市场参与者安心。

在最近的金融动荡和全球金融危机中，人民币保持了相对稳定，成为新兴市场的一大亮点，亦是其他亚洲货币的“定心丸”。自2005年以来，人民币的升值趋势只中断过两次，一次是2012年中期欧元区主权债务危机达到顶峰时，人民币曾贬值2%。另一次则是2014年上半年贬值3.7%，这在一定程度上归因于中国人民银行扩大币值波动，为正式放宽货币交易区间做准备(见表6)。

表6：人民币兑美元汇率

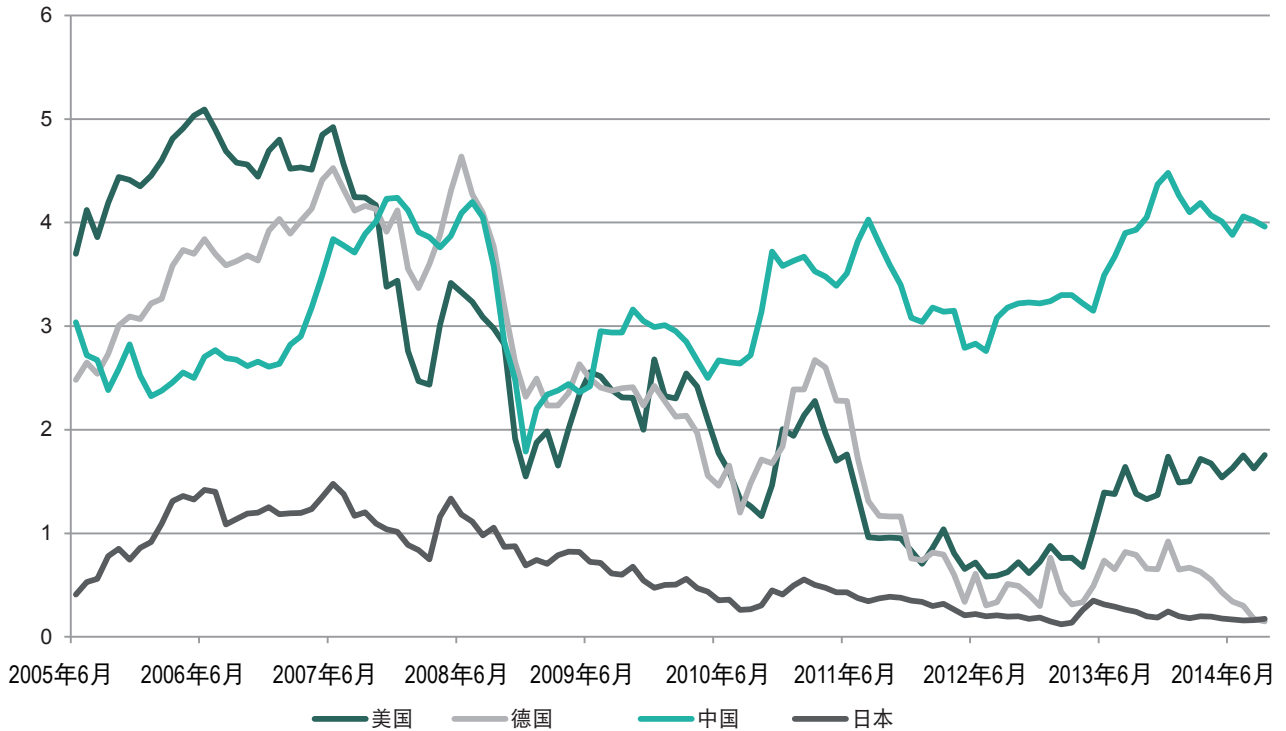


资料来源：彭博资讯。截至2014年9月数据。本图表仅作说明用途。过往表现不能保证未来业绩。圆圈处为贬值时期。

收益率高于发达市场

因币值相对稳定，中国的债券收益率比发达市场更具吸引力。截至2014年9月五年期政府债券收益率为3.96%，而美国、德国和日本政府债券则不到2%（见表7）。

表7：五年期政府债券收益率



资料来源：彭博资讯。截至2014年9月数据。本图表仅作说明用途。过往表现不能保证未来业绩。

### 结构性改革

在新一届政府的领导下，中国经济正展开新一轮的结构性改革。近期当局下调存款利率，为政策性宽松及进一步刺激措施埋下伏笔，而目标经济增长率也可能随之下调。为了消化上次经济泡沫中形成的过剩产能，并为结构性改革做好准备，中国需要容忍较近年来更低的经济增速(尽管如此，中国的经济增长仍比大多数发达经济体快得多)。由于国内通胀低企(不到2%)，宏观经济的发展为中国债券提供了基本面的支持。

诚如上文所述，中国经济的规模和资本市场的开放，为投资者带来了获取高收益和分散投资的潜在机遇。不过，在评价中国在岸债券的投资策略时，我们既要看到潜在的益处，也不能忽视可能的风险。境外投资者投资于中国债券，难免面临利率风险、信贷风险及外汇风险，这对所有固定收益策略来说都是如此。此外，通过QFII/RQFII进入中国债券市场的境外投资者还会遇到监管风险，例如在资金汇回的税务问题上，目前还缺乏透明。而信贷债券投资者则需要注意司法管辖风险，包括破产制度和公司治理等问题。

### 标普中国综合精选债券指数

标普中国综合精选债券指数旨在满足投资界需要，提供一个基准来反映在中国内地银行同业和交易所市场买卖的具合理流动性优质债券的表现。该指数可跟踪以人民币(CNY)计值的中国主权债券、机构(政策性银行)债券和中央企业(央企)债券的表现。

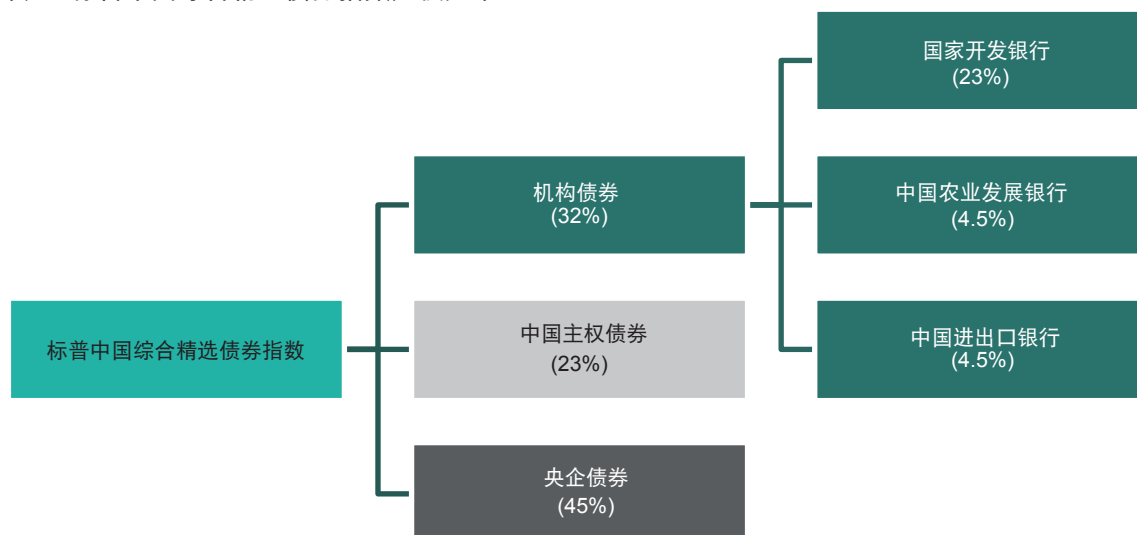
该指数代表了中国约27%的国内债券市场，市值达人民币8.88万亿元。

### 指数撮要

每月重新调整

该指数采用经修正的市值加权方案进行计算。表8为指数权重标准。每月重新调整时，每个债券类别中的成分债券均进行市值加权处理，每个企业发行人的上限为4%。

表8：标普中国综合精选债券指数加权方案



资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。截至2014年11月数据。本图表仅作参考用途。每名发行人上限为4%。“央企”即中央企业。

## 成分债券的选择

- **国家**— 证券须在中国发行及在中国债券市场买卖(上海证券交易所、深圳证券交易所及中国银行同业市场)。
- **货币**— 证券须以人民币(CNY)计值。
- **年期**— 自重新调整日期算起, 每只债券的年期须长于或等于一年, 但短于或等于七年。指数不包含到期债券。
- **发行人**— 证券须为中国政府发行的主权债券, 或中国三大政策性银行(国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行)发行的政府机构债券, 亦可为中央企业(央企)发行的企业债券。
- **票面利率类别**— 证券须为固定利率非零息债券。
- **不予纳入的证券**— 以下类别的债券不予纳入指数:
  - STRIPS/零息债券
  - 通胀挂钩证券
  - 浮动利率票据
  - 可回售债券
  - 可提前赎回债券
- **发行人已发行债券总额**— 于每次重新调整时, 发行人已发行债券总额不低于10亿美元。
- **规模**— 已发行债券合资格面额的标准取决于债券类别, 分别是:
  - 主权债券: 人民币200亿元
  - 机构债券: 人民币150亿元
  - 央企债券: 人民币10亿元
- **评级**— 央企须获至少一家中国评级机构(中诚信国际信用评级有限责任公司、中国联合资信评估有限公司、中国大公国际资信评估有限公司、上海新世纪资信评估投资服务有限公司)“AAA”评级。政府或机构债券不设评级要求。

**表9：风险回报特点**

指数	1年回报 (%)	1年风险 (%)	1年贝塔值	1年相关度
标普中国综合精选债券指数	7.39	2.90	1.00	1.00
标普全球发达主权债券指数(美元)	-2.17	4.59	0.60	0.38
标普美国债券BMI	3.57	2.29	0.50	0.64

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。截至2014年10月31日数据。本图表仅作参考用途。过往表现不能保证未来业绩。本图表可能反映假设过往表现。有关回溯测算表现固有局限性的更多资料，请参阅本文件结尾处的“表现披露”。

**表10：标普中国综合精选债券指数的特点**

债券数目	414
市值	人民币8.86万亿元
加权票面利率	4.45
加权修正久期	3.16
加权价格	100.87
加权剩余年限	3.61
加权到期收益率	4.18

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。截至2014年10月31日数据。本图表仅作说明用途。过往表现不能保证未来业绩。本图表可能反映假设过往表现。有关回溯测算表现固有局限性的更多资料，请参阅本文件结尾处的“表现披露”。

## 结语

随著当局继续推进人民币国际化的各项政策举措，中国在岸债券市场正前所未有地向境外散户及机构投资者敞开大门。这个规模庞大、流动性日益提高的固定收益市场为投资者带来了高收益和分散投资的机遇，但是和任何固定收益市场一样，中国市场也蕴藏风险。对于打算进入中国在岸债券市场的投资者来说，利率风险、信贷风险和外汇风险均是隐忧所在。与此同时，有意投资于企业债券的投资者，还需留意监管风险、破产制度和公司治理方面的问题。标普中国综合精选债券指数能够跟踪市场上高质素债券的表现。



## 标准普尔道琼斯指数简介

标普道琼斯指数有限责任公司隶属于McGraw Hill Financial, Inc.，为基于指数的概念、数据及研究提供全世界最大的环球资源。作为标普500(S&P 500®)和道琼斯工业平均指数(Dow Jones Industrial Average™)等标志性金融市场指数的提供者，标普道琼斯指数有限责任公司拥有逾115年构建创新透明解决方案，以满足机构和散户投资者需求的经验。基于本公司指数的投资产品吸引到的资产投资超过全世界其他任何公司。标普道琼斯指数有限责任公司在全球范围内拥有涵盖广泛资产类别的逾1,000,000个指数，为投资者界定一种衡量市场和实施交易的方式。欲了解本公司的更多信息，请访问[www.spdji.com](http://www.spdji.com)。

## 表现披露

标普中国综合精选债券指数的发布日期为2014年9月30日，起值日为2013年8月30日。发布日前呈报的所有资料均为回溯试算。回溯试算的表现并非实际表现，而是假设表现。回溯试算所根据的方法论与发布日期生效的方法论相同。完整的指数方法论详情请浏览[www.spdji.com](http://www.spdji.com)。

标普道琼斯指数对不同的日期做出区分，以便协助我们的客户清楚了解自己的产品。起值日是规定指数设定计算价值(当前价值或回溯试算价值)的首日。基准日是计算目的而设定指数固定价值的日期。发布日期是指数价值首次被视为生效的日期；凡在指数发布日前的任何日期或时期提供的指数价值将视为回溯试算价值。标普道琼斯指数界定了发布日期，即知晓已向公众发布(例如通过公司的公共网站或其向外部的资料传送途径发布)指数价值的日期。对于2013年5月31日前推出的道琼斯品牌指数，将把发布日期(在2013年5月31日前，称为“推出日”)定为禁止对指数方法论做出进一步变更的日期，而该日期可能先于指数的公开发布日期。

指数的过往表现不代表将来的业绩。前瞻性应用构建指数所采用的方法论可能会导致表现与所示回溯试算的回报不相符。回溯试算时期不一定对应指数的整个可查阅历史。有关指数的更多详情(包括调整方法、调整时间、成分股增减准则以及所有的指数计算)，请浏览[www.spdji.com](http://www.spdji.com)，参阅指数的方法论部分。

回溯试算假设资料还有另一个局限性，即通常在做出回溯试算时已获知以往事件。回溯试算资料反映了在获知以往事件的情形下对指数方法论的运用和对成分股的挑选。任何假设的计算都不能完全反映实际交易时金融风险的影响。例如，与股票(或固定收益或商品)市场相关的众多因素在编写所列指数资料时通常不能、也从未被纳入考虑，但这些因素都会影响实际表现。

此外，不可能直接投资于指数。列示的指数回报并不代表可投资资产/证券的实际交易结果。标普道琼斯指数有限责任公司负责维护指数，并计算所列示或讨论的指数的点位及表现，但并不管理实际资产。指数回报并不反映所付的任何销售费用，或投资者为购买指数相关证券或旨在跟踪指数表现的投资基金时可能支付的费用。征收这些费用及收费，会造成证券/基金的实际和回溯试算表现逊于所示指数表现。举个例子，如果100,000美元的投资在12个月期间获得10%的指数回报(或10,000美元)，且除应计利息外，在期末还对投资征收了1.5%的实际资产费用(或1,650美元)，则当年净回报将是8.35%(或8,350美元)。在三年期内，假设年回报为10%，年末征收1.5%的年费，则累积总回报为33.10%，总费用为5,375美元，累积净回报为27.2%(或27,200美元)。

## 免责声明

© 2014年标普道琼斯指数有限责任公司(McGraw Hill Financial, Inc.的组成部分)版权所有。保留所有权利。标准普尔(Standard & Poor's<sup>®</sup>)和标普(S&P<sup>®</sup>)是Standard & Poor's Financial Services LLC (“标普”, McGraw Hill Financial的子公司)的注册商标。道琼斯(Dow Jones<sup>®</sup>)是道琼斯商标控股有限责任公司(Dow Jones Trademark Holdings LLC, 简称“道琼斯”)的注册商标。这些商标已授予标普道琼斯指数有限责任公司。未经书面许可, 禁止全部或部分重新分发、复制及/或影印有关内容。本文件不构成标普道琼斯指数有限责任公司、道琼斯、标普或其各自关联公司(统称“标普道琼斯指数”)在未获得所需牌照的司法辖区内提供服务的要约。标普道琼斯指数提供的所有资料均属客观资料, 并非专为满足任何人士、实体或群体的需求而设。标普道琼斯指数就许可第三方使用指数收取报酬。指数的过往表现不能保证未来业绩。

投资者不可能直接投资于指数。对指数所代表的资产类别的投资, 可通过基于该指数的可投资工具来进行。标普道琼斯指数没有发起、认可、销售、推广或管理由第三方提供并试图凭藉任何指数的表现提供投资回报的任何投资基金或其他投资工具。标普道琼斯指数不保证基于指数的投资产品会准确跟踪指数表现或提供正向投资回报。标普道琼斯指数有限责任公司并非投资顾问, 标普道琼斯指数不对投资任何此类投资基金或其他投资工具的适当性做出任何陈述。不应依赖本文件所载声明的任何内容, 做出投资于任何此类投资基金或其他投资工具的决策。建议有意向投资者仅在仔细考虑投资此类基金的相关风险(详情载于投资基金或其他投资工具发行人或其代表编制的发行备忘录或类似文件)之后, 才投资于任何此类投资基金或其他投资工具。标普道琼斯指数有限责任公司并非税务顾问。投资者应咨询税务顾问, 以评估任何免税证券对投资组合的影响以及做出任何特定投资决策的税务后果。将某只证券纳入指数中, 并不表示标普道琼斯指数建议买入、卖出或持有该证券, 也不应视为投资建议。

此等材料仅供参考, 并根据公众一般可获得且相信属可靠来源的资料编制。未经标普道琼斯指数事先书面许可, 此等资料所包含的任何内容(包括指数数据、评级、信用相关分析和数据、模型、软件或其他应用程序或因此而产生的输出数据)或其任何组成部分(统称“有关内容”)概不得以任何手段采用任何形式进行修改、反编译、转载或分发或存储在数据库或检索系统中。有关内容概不得用于任何非法或未经授权用途。标普道琼斯指数及其第三方数据提供商与许可人(统称“标普道琼斯指数各方”)并不保证有关内容的准确性、完整性、时效性或可用性。标普道琼斯指数各方不对因任何因由造成的任何错误或遗漏负责或对使用有关内容的结果负责。有关内容乃“按现状”基准提供。标普道琼斯指数各方否认任何及所有明示或默示保证, 包括(但不限于)就适销性或适合作特定目的或用途做出任何保证、不存在安全漏洞、软件错误或缺陷、有关内容运行不被中断或有关内容将能使用任何软件或硬件配置进行操作。标普道琼斯指数各方概不对任何一方使用有关内容引致的任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应而生的损害、成本、开支、法律费用或损失(包括(但不限于)收入损失或利润和机会成本损失)承担任何责任, 即使在已获知会可能发生该等损害的情况下亦然。

若监管机关出于若干监管目的而允许评级机构在一个司法管辖区确认在另一个司法管辖区发布的评级, 则标准普尔评级服务公司保留随时全权酌情分配、撤销或中止相关确认的权利。标普道琼斯指数(包括标准普尔评级服务公司)概不承担因分配、撤销或中止确认而产生的任何义务, 亦不就声称因此而遭受的任何损害承担任何责任。

标普道琼斯指数有限责任公司的关联公司通常就其评级及若干信用相关分析向证券发行人或包销商或债务人收取报酬。标普道琼斯指数有限责任公司的相关关联公司保留传布其意见和分析的权利。标准普尔评级服务公司的公开评级和分析请浏览其网站[www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)(免费)、[www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com)及[www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com)(订阅), 并可通过标准普尔评级服务公司的出版物和第三方再分发者等其他方式分发。有关我们评级费用的其他资料请浏览[www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees)。

标普道琼斯指数将其业务单元的若干活动相互隔离, 以保持其各自活动的独立性和客观性。因此, 标普道琼斯指数的某些业务单元可能拥有其他业务单元所没有的资料。标普道琼斯指数已制定政策和流程, 确保在每次分析过程中获取的非公开资料得以保密。

此外, 标普道琼斯指数向众多组织(包括证券发行人、投资顾问、经纪自营商、投资银行、其他金融机构及金融中介)提供广泛服务或提供有关这些组织的广泛服务, 因此可能会向这些组织(包括标普道琼斯指数可能会对其证券或服务做出推荐、评级、纳入模型投资组合、评估或以其他方式涉及的组织)收取费用或其他经济利益。