

有關內地與香港債券市場交易 互聯互通機制「債券通」的建議



2016年11月

目錄

摘要	1
背景	2
內地的債券市場	2
香港的債券市場	4
內地及香港債券市場的跨境投資	5
建議方案	10
主要議題	10
建議	10
附錄：債券通(內地投資者的南行投資) - 運作模式及執行的建議提案 ...	13

摘要

1. 本文探討內地和香港的零售投資者相互投資對方的債券市場的可行性。由於中國的資本賬尚未完全開放，所以任何有關於跨境活動的資金都必須妥善的可追查，並須在銷售或撤資的時候，正式記錄上報並將相關款項匯回國內的來源地，故此追查內地與香港債券市場所涉及的跨境資本投資成為主要的挑戰。加上兩地對零售投資者在債券市場的投資資格要求各異，所以有需要把這些差異劃一和協調。
2. 本文建議容許內地與香港兩地的零售投資者，在「滬港股票市場交易互聯互通機制」(滬港通)的模式底下，可以互相進入雙方的場內交易債券市場。然而，內地及香港大部分的債券交易都是通過場外市場(OTC)進行的。為了擴大雙方市場的進入，建議容許內地及香港零售投資者，通過在內地及香港的指定銀行開設一個特別的交易戶口，來買賣對方的場外交易債券。這個做法在現時內地對境外定息產品需求急升和人民幣貶值的情勢下，最為有利。
3. 本文建議應同時開通為內地投資者而設的南行投資安排，和為香港投資者而設的北行投資安排。然而，若因技術緣故而須先行開通其中一個方向的投資安排，我們亦表示歡迎。

背景

內地的債券市場

市場規模和結構

4. 內地債券市場在全球排行第三，僅次於美國和日本。於 2016 年 7 月底，其總託管餘額達 8 萬 7 千億美元¹。內地債券市場主要分為 (i) 銀行間債券市場，以及 (ii) 場內交易債券市場。

5. 中國銀行間債券市場(CIBM)是一個場外交易的批發市場，涉及內地債券市場超過 9 成的未償還餘額以及 8 成的交易結算量。參與者主要包括商業銀行、證券公司、保險公司等金融機構，以及一些退休基金、互惠基金和私募股權基金等投資載體。非金融機構可以透過中介結算銀行在中國銀行間債券市場進行交易。

6. 在中國銀行間債券市場交易的主要產品有政策性銀行債券、中央銀行票據、中期票據、國債、企業債券、金融債券、地方政府債券、集體票據、國際開發機構債券、次級債券、混合資本債券、資產抵押證券，以及超短期商業票據。

7. 相反，內地的場內交易債券市場是以零售為主，佔內地整體債券市場少於一成。在上海證券交易所(上交所)和深圳證券交易所(深交所)，都有國債、企業債券、可轉換債券和認股權債券。場內交易的企業債券可以再劃分為「大公募債券」及「小公募債券」。合資格投資者²可以投資於各種企業債券，而零售投資者則只能購買大公募債券。大公募債券須要遵守較嚴格的上市要求：包括在過去三年，沒有任何違債及拖欠，獲 AAA 的信貸評級，以及

¹ 中國人民銀行 2016 年 7 月份金融市場運行情況報告。

² 企業債券的合資格投資者，包括金融機構、金融機構發行的金融產品、淨資產不少於 1 千萬元人民幣的企業投資者、QFII 以及 RQFII，退休基金和慈善基金；擁有金融資產不少於 3 百萬元人民幣的個人投資者，以及被中國證券監督管理委員會認可的其他合資格投資者。

在過去三個財政年度維持每年平均可支配利潤不少於全年債券利息支出的1.5倍。如果企業未能達到這些要求，或企業選擇只將債券售與合資格投資者，可以發售小公募債券。

交易、交收和結算、及中央託管

8. 中國銀行間債券市場的交易是透過一個統一的平台 - 即中國外匯交易中心暨全國銀行間同業拆借中心(CFETS)進行的。大部分的交易是以雙邊協議及點擊成交模式進行。交易數據會輸入CFETS以達致價格透明度的目的。而CFETS亦提供自動交易對盤功能。

9. 交易所買賣的債券主要在上交所及深交所進行買賣。

10. 內地的債券市場主要有三個中央證券登記機構：中央國債登記結算有限責任公司(中央結算公司)；銀行間市場清算所股份有限公司(上海清算所)；以及中國證券登記結算有限責任公司(中國結算)。前兩者，中央結算公司和上海清算所，主要負責中國銀行間債券市場的託管和結算。而上海清算所也負責交收。中國結算則同時負責場內交易債券市場的託管、交收及結算。

11. 內地的零售投資者可以經由三個途徑投資內地的債券市場：(i) 符合資格³的投資者可透過商業銀行(所謂商業銀行的櫃檯業務)投資銀行間債券市場；(ii) 投資於場內交易債券市場；(iii) 透過投資商業銀行的財富管理產品，以間接方式進入中國銀行間債券市場。

³ 擁有淨資產不少於1千萬元人民幣的企業投資者；年收入50萬元人民幣，金融資產達3百萬元人民幣或以上，有兩年以上證券投資經驗的個人投資者；以及符合中國人民銀行其他規定並經櫃檯業務開辦機構認可的企業和個人投資者，都可以投資於已發行國債、地方政府債券、國家開發銀行債券、政策性銀行債券，和發行對象包括櫃檯業務投資者的新發行債券。未能符合上述要求的投資者，只可以投資不低於AAA級別的債券和參與債券回購交易。

香港的債券市場

市場規模和結構

12. 香港債券市場規模超過 4 千億美元⁴，並且對本地及境外發行者和投資者開放。一系列的產品包括政府和企業債券、浮息票據、長期延息抵押擔保票據(corridor notes)、與指數掛鈎的債券、貸款股及外匯基金債券(EFN)。

◦ 企業債券可以：

- 以港幣或外幣發行(常用的外幣主要有美元、歐羅及人民幣)；
- 在香港交易所(港交所)上市或非上市(以上市居多)；
- 售予零售及專業投資者：無論是上市或非上市，發行人可以選擇向零售和專業投資者、或只向專業投資者，推銷債券。一般而言，公開發售(即向零售和專業投資者發售)需要一本較為詳盡的招股書；而私人配售則只需要簡單的發售章程或合約單張就足夠；
- 在場外市場或港交所買賣：大部分在香港買賣的債券(包括上市債券)都在場外市場進行交易。債券在港交所上市的目的，主要是滿足一些互惠基金或單位信託基金，只能購買上市債券的要求。

交收、結算及託管

13. 香港金融管理局(金管局)的債務工具中央結算系統(CMU 系統)：大部分的債券(包括上市的)，都經過 CMU 系統結算和交收。這些債券包括外匯基金票據和債券(EFBNs)，政府債券以及公營及私人機構發出的債券。CMU 系統亦為其會員(即銀行或券商)提供託管服務。

14. 中央結算系統(CCASS)：一些上市的債券是經過 CCASS 進行結算和交收的。CCASS 亦為其參與者提供託管服務。

⁴ 包括在香港以港幣及外幣發行的，以及香港發行者於歐債市場發行的債務證券。

內地及香港債券市場的跨境投資

境外投資者投資內地的債券市場

15. 合格境外機構投資者(QFII)以及人民幣合格境外機構投資者(RQFII)是最先被批准可以於內地的證券交易所和中國銀行間債券市場買賣債券的機構投資者。可是自從 2015 年中國銀行間債券市場開放以後，現在大部分的境外金融機構及機構投資者⁵，都可以在無須預先批核和沒有預設個別額度的情況下，在銀行間債券市場作中長線的投資。

16. 境外的零售投資者，只能間接透過購買 QFII 以及 RQFII 聚焦於內地債券市場的基金，來進入內地的債券市場（包括場內交易債券市場和銀行間債券市場）。在 2015 年中推出的「內地與香港基金互認安排」（基金互認安排），是另一個給予海外投資者參與內地債券市場的新渠道。這個試驗安排可以讓投資者跨境買賣內地和香港登記及營運的「認可」基金。在基金互認安排的初期，為雙邊投資設置 3 千億人民幣（即 480 億美元）的淨額度。基金需要符合一些資格標準，例如最低基金規模、基金註冊及管理地點，以及資產地域分配等，才可參與這安排。截至 2016 年 6 月底，香港證券及期貨事務監察委員會（香港證監會）批准了 37 隻內地基金⁶，其中有 12 隻（包括混合型及淨債券基金⁷）投資於內地債券市場。

17. 中國銀行間債券市場對 QFII 和 RQFII 進一步開放：自 2016 年 2 月中中國銀行間債券市場向境外金融機構和機構投資者開放之後，QFII 和 RQFII 再無須取得預先批准便可在該市場投資。在總額度方面，QFII 在申請投資額度時，如申請額度在「基本額度」範圍之內，就只需要向國家外匯管理局（外管局）備案。「基本額度」是以 QFII 的資產規模或管理資產規模計算，並以 50 億美元為上限。如申請額度超出了「基本額度」，則需要另外申請。

⁵ 主要是外國中央銀行、環球金融機構、主權財富基金、商業貸款者、保險公司、證券行和資產管理公司（包括退休基金和慈善基金，但不包括對沖基金）。

⁶ 香港證監會 2016 年 4 月至 6 月的季度報告。

⁷ 基金互認安排下的南下產品名單，經濟通網站。

18. 稅務安排：在香港註冊的 QFII 和 RQFII，以及在基金互認安排下的認可內地基金的投資者，在內地與香港避免雙重徵稅的協議下，必須從債券投資工具所賺取的利息收入中繳付 7% 的預扣稅。倘若內地的債券發行人未能替境外投資者扣起源自內地的利息收入的預扣稅，境外投資者有責任自行上報及支付相關的內地預扣稅款。目前，QFII 和 RQFII 從債券買賣所賺取的資本收益則無須繳付預扣稅。

市場發展現況

19. QFII 和 RQFII 投資者都對內地債券市場不大雀躍。截至 2014 年底，在 QFII 的所有投資組合當中，只有一成投資於內地的債券市場⁸。截至 2016 年 3 月底，香港證監會批准了 65 隻非上市的 RQFII 基金，和 25 隻 RQFII 交易所買賣基金（ETF），其中只有 4 隻是完全投資於內地債券的 ETF。

20. 同樣，截至 2016 年 6 月底，在基金互認安排下的 37 隻獲批的內地基金當中，只有三分之一有投資於內地債券市場，而只有 4 隻是淨債券基金。

21. 近期數據亦顯示，投資於內地債券市場的 4 隻 RQFII ETF 的平均交易量，只相等於所有於港交所上市的 ETF 平均交易量的 1% 而已（表一）。

⁸ 外管局 2014 年中國跨境資金流動監測報告。

表一：在港交所買賣的 RQFII 中國債券 ETF 交易量 (2016 年 5 月份)

交易所買賣基金 (ETF) 名稱	証券代號	交 易 量 (‘000)	今年迄今為止 每日平均交易量 (‘000)
易方達花旗中國國債 5-10 年期 指數 ETF	82808	2,235	24
南方東英中國超短期債券 ETF	83122	45	200
iShares 安碩人民幣債券指數 ETF	83139	-	20
南方東英中國五年期國債 ETF	83199	20,199	979
所有交易所買賣基金 (ETF) 的 平均交易量	-	509,287	28,705

資料來源：港交所

22. 過去海外投資者對內地債券市場投資需求疲弱的主要原因是：

- 在 2015 年之前，中國銀行間債券市場是相對封閉的。在 2013 年之前，QFII 只能投資於場內交易債券。直至 2013 年⁹，他們才獲准在取得中國人民銀行(人民銀行)批准後，投資於中國銀行間債券市場。在過去，QFII 要投資於中國銀行間債券市場是需要申請額度的，而申請過程極其漫長和煩複。舉例而言，麥格理銀行在 2013 年 9 月獲人民銀行批准，是第一個可參與銀行間債券市場的 QFII，距離人民銀行公布允許 QFII 參與中國銀行間債券市場的時間幾乎有 6 個月之久。
- 以往 A、H 股的龐大差價吸引了不少境外投資者的目光，這相對減低了債券市場的吸引力；
- QFII 和 RQFII 可用額度的偏低使用率，反映出市場對於這些產品的需求較低。截至 2016 年 8 月底，QFII 的總投資分配額度只有 815 億美元，只有 2013 年 7 月的 1,500 億美元¹⁰ 額度的一半左右。額度下跌原因在於 2016 年外管局清理未使用的配額所致。此外，

⁹ 中國證券監督管理委員會自 2012 年准許 QFII 投資於中國銀行間債券市場。然而，中國人民銀行只於 2013 年才准許他們參與銀行間債券市場。

¹⁰ 中國證券監督管理委員會新聞，2013 年 7 月 12 日。

自 2014 年，香港共有 2,700 億人民幣的 RQFII 額度，但使用率一直偏低，只於近期才達至 9 成的使用率。

- 雖然內地最近積極開放其債券市場，但不幸地被人民幣貶值所拖累，導致成效不大。緊隨 2005 年人民幣開放改革的一段悠長升值期，在 2014 年初告一段落。而人民幣的跌速在 2015 年中加劇。自此，投資者對人民幣的短期至中期匯價持悲觀態度，因而減低對人民幣相關產品的投資。

內地投資者投資香港的債券市場

23. 現時，內地投資者可以透過 QDII 和 RQDII 計劃下的基金投資香港的債券市場。他們亦可以購買在基金互認安排下在內地發售的香港債券基金（請參考本文第 16 段）。

24. 稅務安排：個人投資者購買在內地銷售的香港認可基金，於 2015 年 12 月 18 日至 2018 年 12 月 17 日的三年期間，可獲豁免內地的基金單位轉讓利潤所得稅；但從基金派息收入則要繳付 20% 的所得稅。可是，企業投資者從轉讓基金單位所產生的利潤以及從香港認可基金賺取的派息收入，均要支付內地的企業所得稅。

市場發展現況

25. 截至 2016 年上半年底，淨債券基金在 QDII 的 900 億美元總額度中只佔不足 3%。因股票在 QDII 推出時有較吸引的回報，故此當時大部分的 QDII 基金投資於股票市場。此外，自 2015 年 4 月開始當局就再沒有發出新的 QDII 額度，但是額度使用率只在今年才達到 9 成以上¹¹。

¹¹ 新浪新聞 2016 年 8 月 25 日。

26. 內地投資者可以投資境外債券市場的渠道仍然不多。在基金互認安排推出一年之後，香港證監會批准了 37 隻認可內地基金；相比，只有 6 隻香港基金在中國證券監督管理委員會首兩輪審核中得到批准，當中只有兩隻有投資於定息產品。

27. 境外債券基金供應不足的情況於近期變得更加明顯，主要是內地投資者在人民幣貶值及 A 股市場疲軟的情況下，對境外債券基金的需求激增。這現象從內地第二大基金公司 - 華夏基金 - 最近在一天之內便完成新推出的海外債券基金的資金募集，可見一斑¹²。

¹² 彭博新聞 2016 年 7 月 26 日。

建議方案

主要議題

28. 由於內地的資本賬仍未完全開放，任何跨境資本投資都必須妥善的可追查，並且在銷售或撤資的時候，正式記錄上報並將相關款項匯回內地的來源地。可是要追查內地與香港兩地債券市場投資涉及的跨境資金活動是一項重大的挑戰。這跟滬港通的股票投資不同。在滬港通的安排下，投資者都以交易所及個別戶口交易，而交易活動都記錄在滬港通的系統之內，追查容易，當交易完成後，資金將會匯返投資者在內地的戶口，這樣就避免了資金流出境外作其他用途的機會。

29. 此外，中國銀行間債券市場和香港的債券市場對零售投資者的要求各有不同。內地的個人投資者，如果他們符合每年收入 50 萬元人民幣及金融資產 3 百萬元人民幣的最低財務要求，並擁有超過兩年證券投資經驗，而企業投資者如果他們擁有淨資產不少於 1 千萬元人民幣的，便可以透過商業銀行的櫃檯業務購買多種政府債券¹³。可是在香港，只要債券發售對象包括零售投資者，無論他們在本地或海外債券市場交易，都沒有這些要求。

建議

沿用滬港通機制的模式，容許內地與香港投資者相互投資於對方的場內交易債券市場

¹³ 包括已發行的國債、地方政府債券、國家開發銀行債券、政策性銀行債券，和發行對象包括櫃檯業務投資者的新發行債券。未能符合上述要求的投資者，只可以投資不低於 AAA 級別的債券和參與債券回購交易。

30. 這個可以按照滬港通的交易機制進行，但只局限於在兩個交易所中那些售予零售投資者的債券，以及在港交所以 CCASS 交收的債券¹⁴。

31. 在滬港通機制下，港交所於上海的子公司是上交所的非會員交易參與者，擔當合資格於滬港通機制下買賣的港交所參與者的經紀人，代表他們在上交所進行買賣。香港中央結算有限公司（HKSCC）是中國結算的參與者，為 CCASS 的參與者直接聯繫中國結算，對相關投資內地市場的買賣，提供結算代理服務。由於上交所實行無紙化，買賣並無收據，所以投資者只能透過經紀行或託管人的記錄持有在上交所買賣的證券。但 HKSCC 才是於上交所掛牌的上市公司的股東。所以，HKSCC 亦為北行交易提供代理人和其他相關的服務。相同的交易及結算機制也適用於南行交易。

透過在指定銀行開立及持有一個特別的交易戶口（指定的「債券通」戶口），容許內地與香港零售投資者相互投資於對方的場外交易債券市場

32. 有關開立及營運指定的「債券通」戶口詳情，請參考附錄「運作模式及執行的建議提案」。

33. 在本文第 29 段曾論述對內地投資者透過商業銀行櫃檯業務參與內地銀行間債券市場買賣所受到的資格限制。境外投資者透過於內地與香港兩地均有營運點，而持有中國銀行間債券市場成員資格的指定商業銀行（包括內地銀行和境外銀行）來投資於中國銀行間債券市場，建議內地豁免這些境外投資者跟隨內地投資者所受到的資格限制。

34. 對於有意投資於香港場外交易債券市場的內地投資者，建議當局採用同樣的內地投資者要求，即是符合透過商業銀行櫃檯業務參與內地銀行間債券市場買賣資格的投資者，就可以買賣所有在香港售予零售投資者並在場外交易的債券。若未能符合要求的投資者，只能購買不低於 AAA 級別的債券。

¹⁴ 於港交所買賣的債券有 CCASS 交收的及非 CCASS 交收的。買賣非 CCASS 交收的債券時，雙方需要跟各自的經紀議定結算安排和結算金額。

這將涉及那些在內地有營運點，同時亦是金管局的 CMU 系統成員的指定銀行，來擔當內地投資者的代理人。

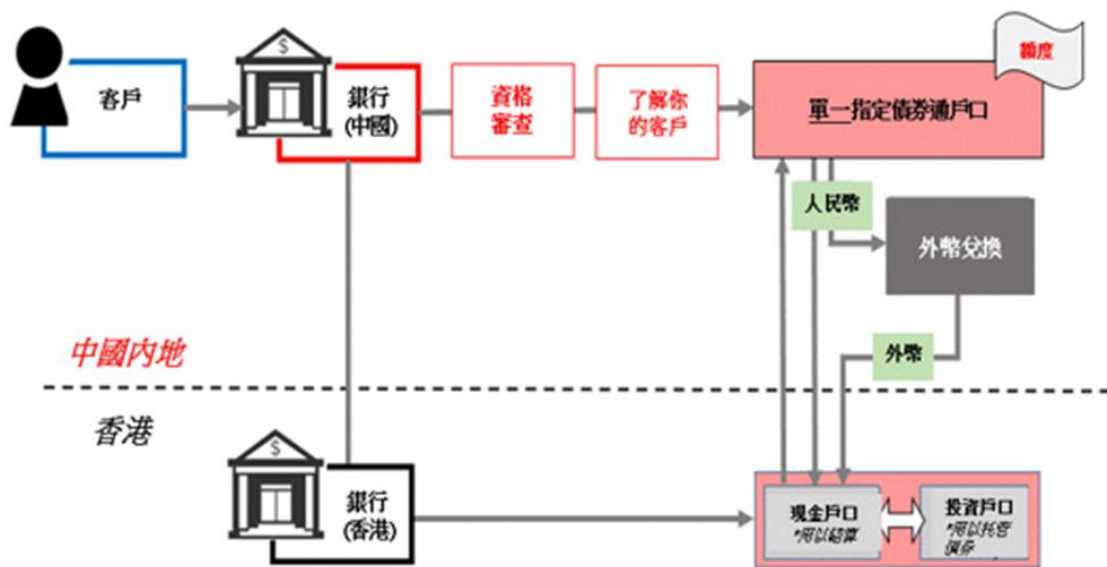
35. 無論是北行交易或南行交易，指定銀行都要負責替客戶落盤、買賣、以及交收和結算。亦要為已交易的債券提供託管服務。這些指定銀行要負責有關其客戶的所有跨境資金活動，包括投資、派息和償還本金等。這樣，所有與投資者相關的兩地雙向資金活動，都可以緊貼追查。

36. 在香港，一般的投資者可以利用全球通用存管證明書（global certificate），將他們持有的債券由一個託管人無限制地轉至另一個託管人。轉換託管人的做法主要是因為不同銀行或經紀人的買賣報價差異所致。可是，這些轉換程序煩複，增加了當局追查債券持有人身份的難度。所以建議在債券通試行的初期，禁止投資者轉換託管人。

附錄：債券通(內地投資者的南行投資) - 運作模式及執行的建議提案

1. 建議運作模式

圖 1：開立戶口及持續流程



1.1 開立戶口

- 1.1.1 內地投資者只能在一間內地的授權銀行開立一個指定戶口，並符合內地監管人對參與者的一系列要求。
- 1.1.2 該授權的指定銀行將要負責進行一個特別為滿足內地和香港兩地開戶要求和條件而度身定造的「資格審查」及「了解你的客戶」程序。
- 1.1.3 當指定的「債券通」戶口一經開立，內地的指定銀行將會把開設戶口的所需文件交予在香港的對口銀行並指示

他們為客戶開立投資戶口用以債券託管，及現金戶口作為結算用途。

1.2 日常運作流程

- 1.2.1 每個合資格客戶的額度是由內地指定銀行監管及執行。客戶要給內地銀行和香港債券通戶口現金匯款的指示。
- 1.2.2 香港的對口銀行直接取得投資者的指示，為他們執行(i) 貨幣兌換；(ii) 債券認購及贖回；(iii) 將現金匯回內地指定的債券通戶口。
- 1.2.3 香港的對口銀行將不會在債券通戶口提供以下的服務：
(i) 債券轉倉；(ii) 將現金匯回內地債券通戶口以外的其他戶口。

2. 執行的相關問題

2.1 戶口結構及維持

- 2.1.1 零售投資者 - 建議規定客戶只能在內地一間授權銀行，開立一個指定的債券通戶口。而該戶口必須在香港的授權銀行有一個對接投資戶口，包括一個用作結算的現金戶口以及用作託管的債券戶口。
- 2.1.2 內地的指定銀行 - 要根據當地法規，將所有有關指定債券通戶口活動等資料發給客戶，包括戶口月結單和賬單，額度用量及記錄，以及條款及細則等等。
- 2.1.3 香港的對口銀行 - 作為金融服務提供者，要根據本地法規，將投資戶口活動，交易記錄和結餘摘要等資料發給客戶，包括戶口月結單和賬單，以及合約內容等等。

2.2 客戶資格及「了解你的客戶」程序

- 2.2.1 零售投資者 - 客戶資格將要視乎債券通監管者的規定。除此之外，雙方的銀行都需要在開戶時執行資料審查和「了解你的客戶」程序，務求合乎本地管轄權下投資服務的法規，包括客戶的資產水平、風險評估、對產品的知識、投資經驗以及信貸記錄等。
- 2.2.2 內地的指定銀行 - 要因應內地與香港兩地的要求，負責進行客戶資格審查及「了解你的客戶」程序。監管者可考慮要求銀行與銀行之間，維持一個完善的程序並可以連繫系統相互確認記錄。
- 2.2.3 香港的對口銀行 - 或需要提升系統或增加指示，來識別指定的債券通戶口。

2.3 產品資格要求

- 2.3.1 為了盡量滿足不同客戶各式各樣的需求，建議把香港所有零售債券市場的產品均列入債券通的買賣範圍，並同樣採用香港的交易條例作監管。這樣亦可以減低合規風險，以及潛在的系統和運作錯誤。
- 2.3.2 合資格的債券必須定期評估，以便加入新的債券及剔除不再合適的債券。

2.4 銷售及分銷

- 2.4.1 應以現行香港債券的銷售及分銷模式為準，整個銷售過程必須遵守合規要求，包括投資目標、合適審查以及交易限制等。

2.5 稅務安排

- 2.5.1 內地與香港均要就債券通機制制訂一套完善的稅務政策，讓投資者可以清楚明白機制中的稅收規則。
- 2.5.2 例如，內地應就境外投資者持有的上市或非上市債券的所收債息設立一個預扣稅制度，以建造一個有效率的合規稅收平台。同樣，香港的稅務條例和稅收規則亦應就香港上市及非上市債券市場的發展，作出相應的檢討和適當的修改。

至於債券通香港投資者北行投資的運作模式，則以南行的流程為藍本但作出對調的做法。

