



Active Is:
Thinking without limits

有關中國債券市場的 9件事

過往，許多外國投資者未有充份參與中國債券市場，但情況正在發生變化。逐步的改革、日益國際化的貨幣，加上吸引的收益率帶動資金流入增加。以下這九個小貼士，助您了解投資中國定息收益市場的要點。

1 投資中國債券市場的三個主要途徑

中國的定息收益市場並不單一，其規模龐大，單單在岸人民幣債券市場的規模就超越法國、德國及英國市場的總和（見圖1）。

圖1：三個不同的中國債券可投資市場

在岸人民幣債券市場	離岸人民幣債券市場	離岸美元債券市場（中國）
市場規模：15.5萬億美元 （全球第二大的債券市場） ¹	市場規模：170億美元 ²	市場規模：6,080 億美元 （中國佔亞洲整體美元債券市場的超過50%） ³
主要是「利率」債券（來自政府及政策銀行的債券）	大部分是企業發行人	主要是企業發行人
以「在岸」人民幣計價和交易	以「離岸」人民幣計價和交易，大多在香港進行買賣（也稱為「點心」債券市場）	國際投資者參與
過往的准入限制阻止了外國投資者買賣在岸債券，但監管改革開放了中國的資本市場	為非中國內地投資者提供投資於人民幣計價債券的渠道	中國企業能發行以美元及人民幣計價的債券，美元債券市場的流動性更佳及交投較活躍
現時，國際投資者看好在岸人民幣債券，預期該市場的外資參與將持續上升	市值一直在萎縮，對於希望投資於人民幣計價項目的投資者而言，其重要性亦有所下降	

2 中國的貨幣有數個名稱，但「人民幣」對債券投資者來說較為重要

在亞洲以外，中國貨幣通常稱為「元」。然而，「人民幣」（縮寫：RMB）是中國貨幣的官方法定名稱，亦是中國及整個亞洲最常使用的叫法。債券投資者應留意金融交易中使用的兩種人民幣（見圖2）。

– 在「在岸」中國（有時稱為中國內地），交易使用在岸交易的人民幣（縮寫：CNY），這就是「在岸人民幣」債券名稱的由來。

– 在「離岸」地區（中國內地以外地區），交易使用離岸交易的人民幣（簡稱：CNH），這就是「離岸人民幣」債券名稱的由來。

中國監管機構有意使在岸人民幣更加「國際化」——類似於世界各地使用美元進行交易的方式，這令在岸人民幣債券市場變得愈來愈重要。

圖2：定息收益投資者需留意有關人民幣的主要事項

為何使用人民幣而非元？	<ul style="list-style-type: none">– 人民幣是中國貨幣的正式名稱，也是亞洲最常使用的叫法– 元主要是亞洲以外使用的名稱，但本質上仍然是指人民幣
什麼是在岸及離岸人民幣？	<ul style="list-style-type: none">– 在岸人民幣：在中國內地（即「在岸」）流通（和用於交易）的人民幣– 離岸人民幣：在中國內地以外（即「離岸」）流通（和用於交易）的人民幣
在岸及離岸人民幣有不同的價格嗎？	<p>在岸和離岸人民幣的價格通常非常接近，但有時會有所差異。</p> <ul style="list-style-type: none">– 人民幣的價值由中國人民銀行設定，美元兌人民幣現貨在「每日定盤價」±2%範圍內交易– 離岸人民幣的價值由進行交易的離岸投資者決定 <p>最終結果是，雖然中國只有一種貨幣（人民幣），但它有兩個價格（在岸和離岸）。</p>

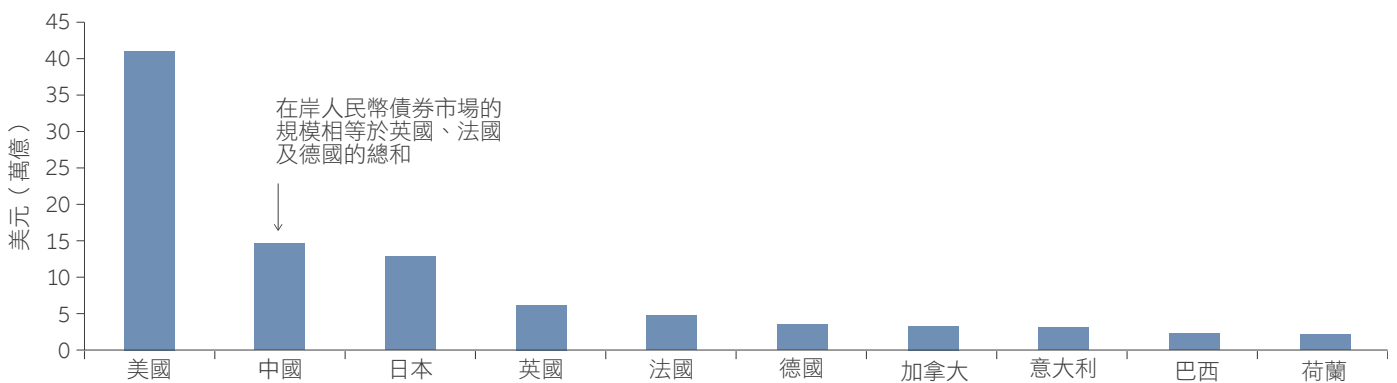
3 中國在岸人民幣債券市場規模龐大且不斷增長

截至2020年底，中國在岸人民幣債券市場的總規模達到15.5萬億美元，許多市場參與者均預期未來數年該市場可望大幅增長（見圖3）。

同時，中國在岸人民幣債券市場十分多元化，市場主要分為三個部分：貨幣市場工具、「利率」及「信貸」。

- 利率債券佔在岸人民幣市場的最大部分（截至2020年6月30日為55%）。這類債券主要包括中央政府債券、地方政府債券和政策金融銀行（即中國政府擁有的大型金融機構）的債券。
- 信貸債券包括政府關聯融資實體、國有企業、金融機構（如銀行和保險公司）及私營（非政府）企業發行的債券，這些債券約佔在岸人民幣市場的四分之一。
- 銀行和企業發行的貨幣市場工具則佔在岸人民幣債券市場的其餘部分。

圖3：按市場劃分的未償還債券

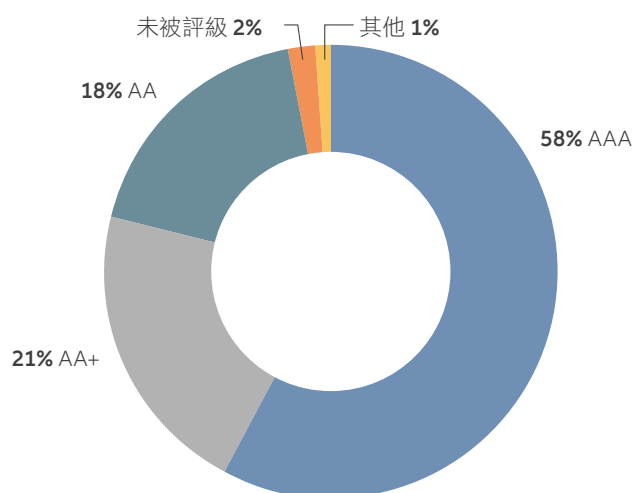


資料來源：Chinabond、Chinaclear、Wind、渣打研究，數據截至2020年6月30日。

4 在岸人民幣債券的信譽度差異很大

在投資在岸人民幣債券市場時，尋求一個能助您評估發行人信譽的夥伴非常重要。地方政府、國有企業和私營企業發行的債券，其信貸質素差異很大。此外，中國的在岸信貸評級系統與國際評級慣例不同，例如，評級為AA+的在岸債券一般在國際被評級為「高收益」（見圖4）。

圖4：在岸人民幣債券分佈（按信貸評級劃分）



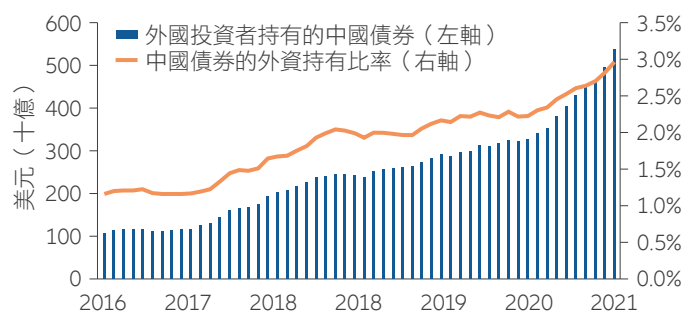
資料來源：Wind、渣打銀行研究，數據截至2020年6月30日。

5 持有人民幣債券的外資比例上升

中國一直在降低非中國內地投資者進入其國內資本市場的難度，這為中國債券納入全球基準指數鋪平了道路——最新的是2021年11月的富時羅素世界政府債券指數，中國亦正努力使人民幣成為更加「國際化」的貨幣。隨著時間，這些因素或有助國際投資者增加持有的人民幣債券。

然而，國際投資者在整個人民幣債券市場的份額仍不足3%（約5,400億美元）（見圖5），這明顯低於其他新興市場國家10%-25%的債券外資持有比例，亦低於中國在全球主要債券指數中的代表性，這顯示未來數年外國投資者對人民幣債券的興趣或會持續增長。

圖5：中國債券的外資持有比例



資料來源：CEIC、Wind、花旗研究，數據截至2021年1月31日。

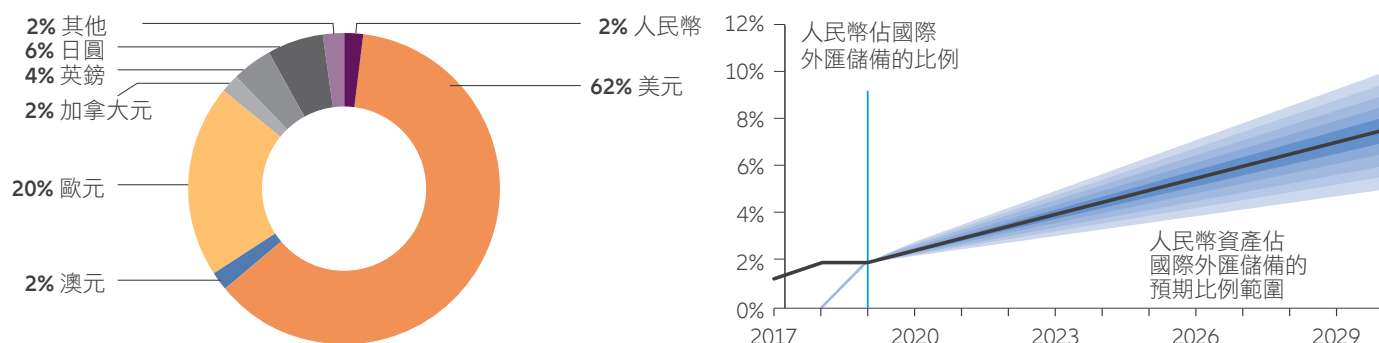
6 對人民幣的需求上升或有助人民幣計價債券隨著時間而升值

近年，政府和企業愈來愈願意使用人民幣進行國際交易（見圖6），這有助這些機構消除貨幣風險，因為不需要進行貨幣兌換——兌換貨幣或會造成價值波動。

人民幣吸引國際投資者的另一個因素是中國央行（即中國人民銀行）在貨幣政策中恢復使用傳統工具（如調整短期利率）。部分投資者認為，其他大型央行正在使用的非常規工具（例如被稱為「量化寬鬆」的大規模買債計劃）的可持續性較差，而且潛在風險亦較大。中國人民銀行採取傳統的措施，加上人民幣，對許多國際投資者來說較具吸引力。

隨著國際社會轉向人民幣，投資者亦對人民幣計價的投資資產有相應的需求。隨著時間，或有助提升人民幣債券的價值，利好已持有這些債券的投資者。

圖6：環球央行儲備（截至2020年第二季）及至2030年人民幣在全球儲備中的預期使用增長

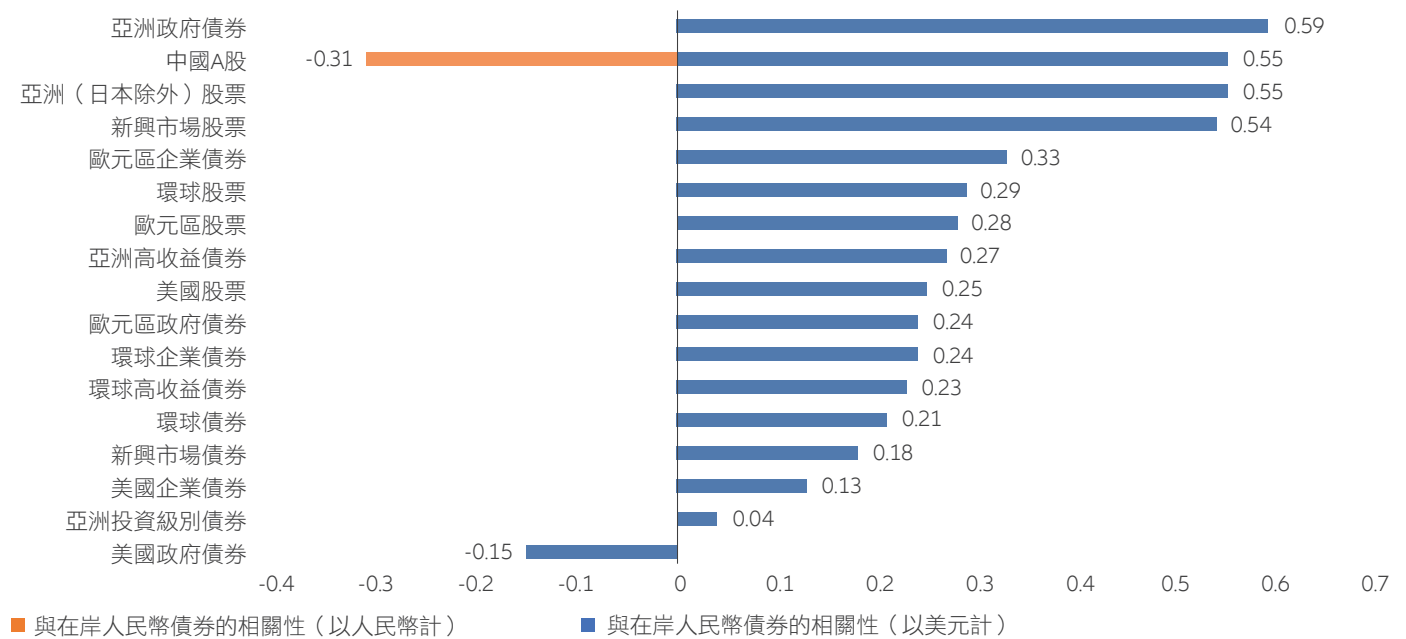


資料來源：環球央行儲備——國際貨幣基金組織、摩根資產管理，數據截至2019年10月31日。人民幣預期增長——摩根士丹利研究、Haver。

7 在岸債券帶來多元化好處

在岸人民幣債券與其他資產類別的相關性較低（見圖7）。舉例而言，在岸人民幣債券與環球債券走勢相同的概率僅為22%。因此，在環球投資組合中持有在岸人民幣債券或可提高整體的多元化程度。

圖7：在岸人民幣債券與其他主要資產類別的3年回報相關性

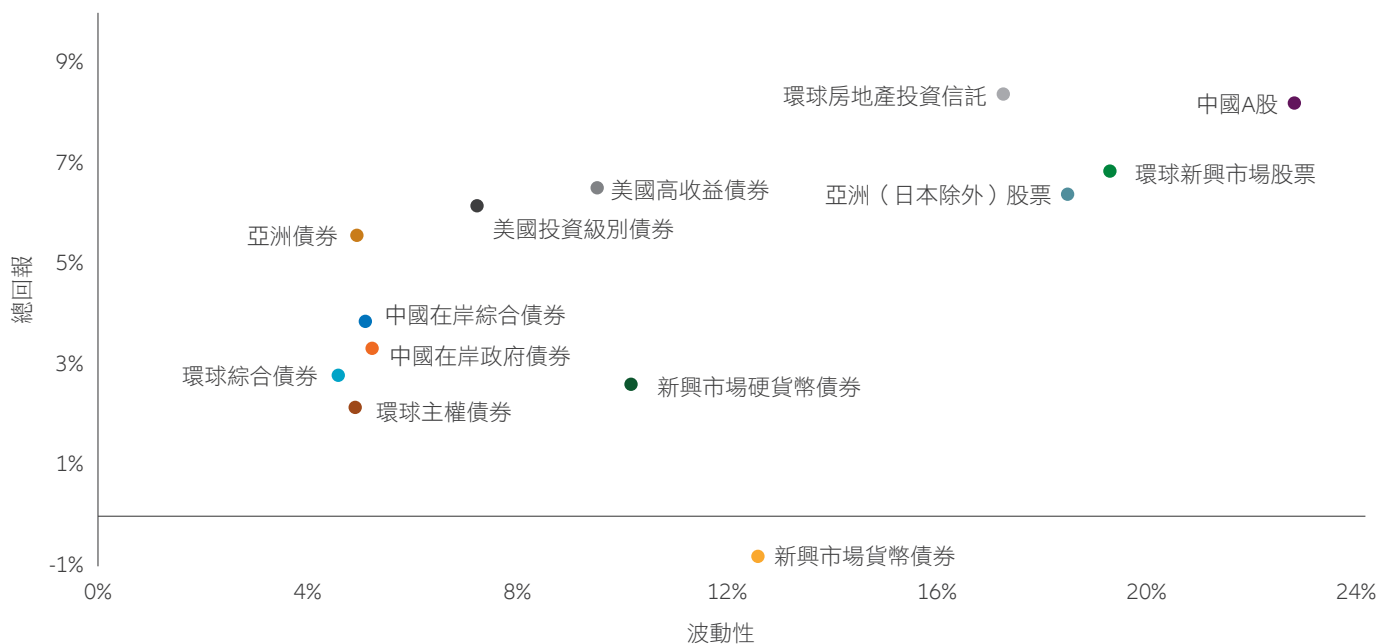


資料來源：彭博，數據截至2020年12月31日。

8 加入在岸人民幣債券或可提高投資組合的風險/回報

過往，在岸人民幣債券的回報穩定，其波動性亦低，這意味著上下大幅波動的情況相對較少。當這兩個指標結合在一起時，它們代表著「風險/回報」概況。如圖8所示，與其他主要資產類別相比，在岸人民幣債券的風險/回報吸引，可補足不同投資組合。

圖8：3年風險/回報概況（美元）

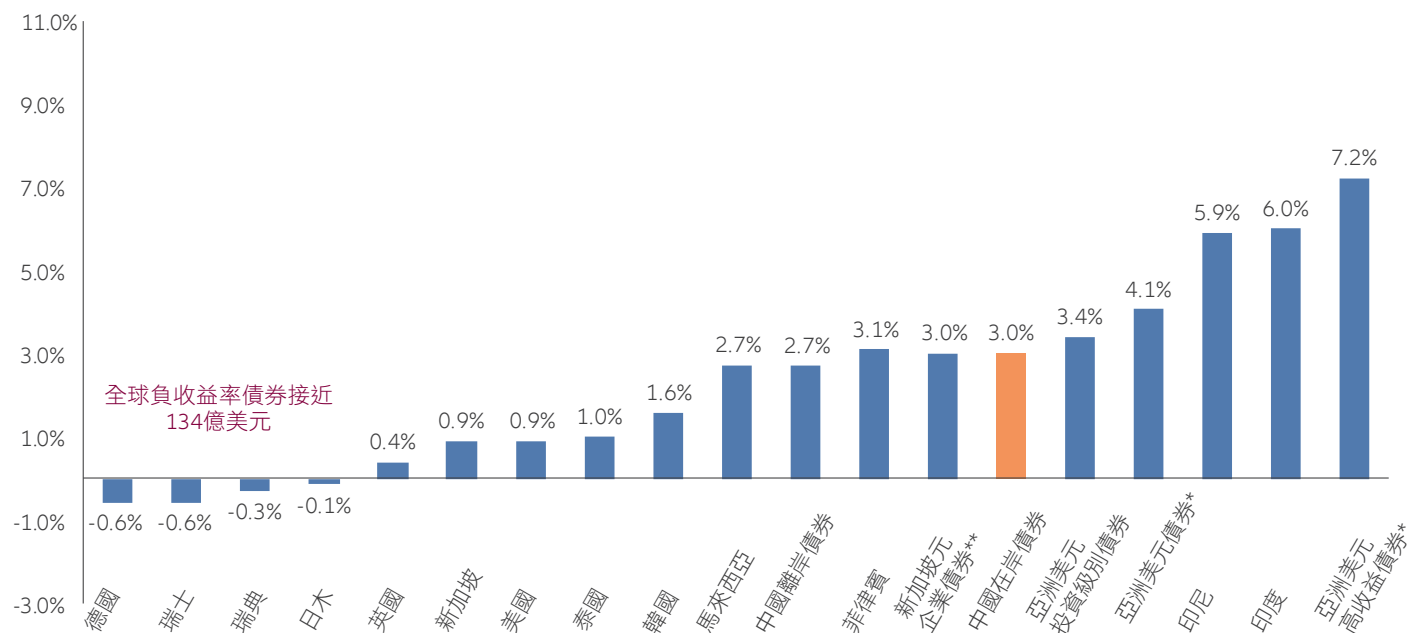


資料來源：彭博、安聯投資，數據截至2021年3月31日。重要指數資料詳見本文件末的披露。

9 中國在岸債券在現時的低收益環境中提供額外的收益潛力

過往一段時間，已發展經濟體的利率一直處於低位甚至負值。如圖所示，多種債券僅能提供低至負數的收益。此外，由於全球經濟環境持續疲弱，我們預期利率在未來一段時間將維持於低水平，投資者尋找足夠的潛在收益來源變得更加重要。在岸人民幣中國政府債券（CGB）的收益率高於大多數已發展市場的政府債券（見圖9），CGB 的平均信貸評級為A+，意味著投資CGB可以為投資者同時提供穩健的信貸質素及吸引的額外收益。

圖9：5年期政府債券名義收益率



資料來源：彭博、Markit iBoxx、摩根大通、安聯投資，數據截至2021年12月31日。

*根據摩根大通亞洲信貸指數，到期收益率。 **根據Markit iBoxx新加坡元企業債券指數，年收益率。

Active is : Allianz Global Investors

著重 因而主動：安聯投資

與我們保持聯繫

hk.allianzgi.com

+852 2238 8000

搜尋

 安聯投資



讚好我們專頁 安聯投資 – 香港



聯繫LinkedIn帳戶 Allianz Global Investors



訂閱YouTube頻道 安聯投資

1. Asian Bonds Online，數據截至2020年12月31日。
2. 富時羅素，數據截至2020年12月31日（每季更新一次）。富時點心債券指數不受管理，代表中國離岸人民幣債券領域。
3. 摩根大通，數據截至 2020 年12月31日。摩根大通亞洲信貸指數不受管理，代表中國美元計價債券領域。

圖8的指數資料：亞洲（日本除外）股票由MSCI綜合亞洲（日本除外）指數代表；亞洲債券由摩根大通亞洲信貸組合總回報指數代表；中國在岸政府債券由Markit iBoxx ALBI中國在岸政府債券（美元未對沖）總回報指數代表；中國在岸綜合債券由彭博巴克萊中國綜合債券總回報指數代表；中國A股由MSCI中國A股在岸總回報美元淨額指數代表；新興市場硬貨幣債券由摩根大通EMBI Plus Composite指數代表；新興市場本地貨幣債券由摩根大通環球新興市場多元化債券組合（美元未對沖）指數代表；美國投資級別債券由美國國際交易所美銀美國企業債券指數代表；美國高收益債券由美國國際交易所美銀美國高收益債券指數代表；環球主權債券由摩根大通環球債券（美元未對沖）指數代表；環球綜合債券由彭博巴克萊環球綜合債券總回報價值（美元未對沖）指數代表；環球股票由MSCI綜合世界指數代表；環球新興市場股票由MSCI新興市場總回報美元指數代表；環球房地產投資信託由MSCI世界房地產總回報美元指數代表。投資者不能直接投資於指數。

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。過往表現並非未來表現的指引。本文並非就內文提及的任何證券提供或邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。

投資涉及風險，尤其是投資於新興及發展中市場所附帶之風險。本文件及網站並未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。發行人為安聯環球投資亞太有限公司。