

大陸債市發展

與其對台灣之影響

文 / 王儷容

一、前言

大陸近年來穩步推進金融市場對外開放。隨著人民幣將於2016年10月1日加入SDR貨幣籃子，全球機構投資人對人民幣資產的投資需求也日益增加。

以本文關注之大陸債市為例，由於台灣許多銀行擁有人民幣資金來源，如人民幣存款等，且已為大陸離岸人民幣參行，故已可投資中國大陸銀行間債券市場。而且，人民幣債市之整體利率比台灣債市高，對本土金融機構而言，可賺取更高利息，故吸引力不小。

事實上，近來大陸債券市場火爆，2016年8月初，大陸10年期國債以2.74%的發行利率創下2004年以來的最低水準；而30年期國債發行利率也屢創新低¹。超夯的債市反映大陸當前資產風險偏好度偏低，大量活錢投入作為避險資產的債券。但市場不免擔心，債市究竟是牛市衝天？還是末日狂歡？大陸債市之發展，對於台灣之影響究竟為何？以下本文試論之。

二、大陸債市發展鳥瞰

中國大陸的債券市場開始主要由國債市場構成。自1981年恢復國債發行以來，國債市場得到了迅速發展。經過近二十年的努力，國債發行市場最大的成績就是國債的投資價值被廣大投資者認可。2004年

以後，與中國大陸大力發展資本市場的形式相呼應，債券市場改革創新進入了一個新的高潮，中國大陸債券市場從此駛入了發展的快車道，獲得了迅猛的發展。

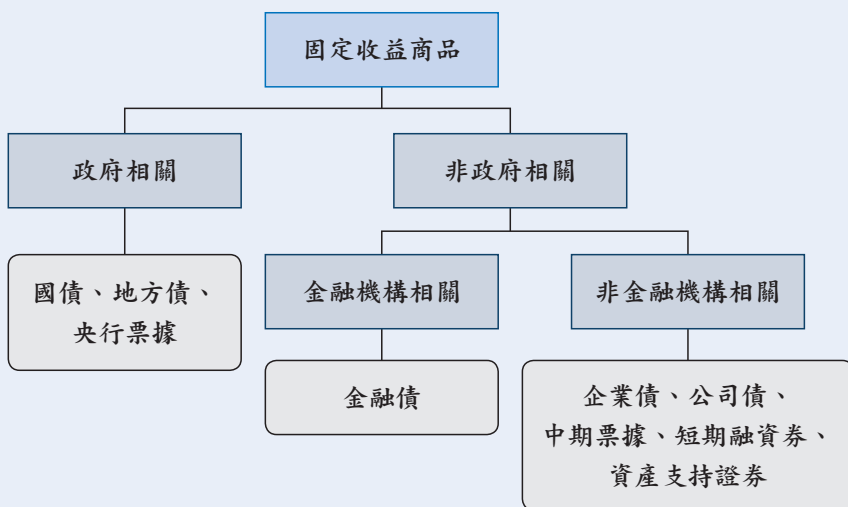
中國大陸債券市場發展過程中，參與主體隊伍日益擴大，類型更加多樣。以銀行間市場債券發行主體為例，近年來，除原有的大陸財政部、政策性銀行等發行人之外，國有商業銀行、股份制商銀、城市商銀、證券公司、非金融企業、國際開發機構等都已經開始在銀行間債券市場發行債券。同時，市場投資主體更加豐富，機構投資者表現活躍。除銀行業金融機構外，基金公司、財務公司和保險公司等非銀行金融機構和企業等非金融機構、眾多證券投資基金、企業年金、信託產品等集合型基金也作為機構投資者參與到債券市場，債券市場影響與日俱增²。

最後，在債市商品方面，則如圖1所示。債券屬於固定收益商品。大陸固定收益市場商品主要區分為政府相關商品和非政府相關商品，而非政府相關商品又可分為金融機構相關商品和非金融機構相關商品。

三、我金融機構參與大陸債市面面觀

有關人民幣回流管道，王儷容、李紹璋、與林士傑（2013）⁴盤點台灣人民幣回流大陸相關管道，主要包括七大管道。其中，與投資大陸債市較有相關者

【圖1】 固定收益商品分類圖



資料來源：沈中華、黃玉麗、林育暉、蔡岳志（2015）³。

為：參加行投資中國大陸銀行間債券市場，及購買人民幣金融商品（即債券）。

（一）在銀行方面

2010年8月，中國大陸人民銀行發佈「關於境外人民幣清算行等三類機構運用人民幣投資銀行間債券市場試點有關事宜的通知」（銀發〔2010〕217號），批准境外三類機構可運用人民幣投資「銀行間債券市場」：即中央銀行、跨境貿易人民幣結算境外參加銀行及港澳人民幣清算行。在我國部分，金管會於2011年10月26日修正「商業銀行投資有價證券之種類及限額規定」，銀行投資大陸地區政府及公司發行有價證券之限制始鬆綁，銀行之人民幣資金運用管道遂轉為更多元。

台資銀行多是透過上述二項條款，以OBU或香港分行進入大陸銀行間債券市場。目前台資銀行在大陸享有一些QFII額度，但額度很小，大部分銀行一拿到就差不多已做滿。各國央行、台資銀行在香港分行（申請額度一次）、參加行、OBU，幾年前額度僅兩億人民幣，近年有放寬，2014年申請額度為10億人民幣，可自由在大陸境內做買賣（用參加行名義）。

截止至，截至2015年5月底止，已有21家本國銀行獲准投資，額度高達332億元人民幣。

（二）在保險公司方面

大陸人行於2012年5月起准許境外保險機構申請進入銀行間債券市場投資，國內保險公司可透過人民幣保單做為申請載體，並於獲得投資額度後發行接近銀行間債市利率之人民幣保單。之後，人行及保監會於2015年1月22日發布〔2015〕第3號

公告，允許保險公司在銀行間債券市場發行資本補充債券。是類債券係指保險公司發行用於補充資本，期限在5年以上，清償順序列於保單責任和其他普通負債之後，先於保險公司股權資本的債券。此舉有利保險公司拓展資本補充管道，並擴大銀行間債券市場發行主體，增加市場投資種類。

（三）在證券與投信公司方面

大陸於2013年7月開始批准具QFII資格之投資者投資銀行間債券市場，惟此一管道係以美元匯往大陸進行投資，對人民幣資金去化尚無直接助益。目前，台灣券商係透過合格境外機構投資者QFII管道進入大陸證券市場，惟須先經由中國大陸證監會核准的資格，再經由國家外匯管理局批准投資額度。證券公司申請QFII的門檻包含：經營證券業務5年以上、淨資產不少於5億美元、最近一個會計年度管理的資產不少於50億美元。大陸核准台灣總投資額度上限為45億美元，但券商資金進入大陸市場後有一年的鎖定期，大陸政府希望QFII做為長期投資用途，故資金在未來一年內無法自由匯到境外地區。

事實上，在證券與投信業方面，2011年12月16

日大陸證監會發布「關於實施『基金管理公司、證券公司人民幣合格境外機構投資者境內證券投資試點辦法』的規定」，開放具人民幣合格境外機構投資者（RQFII）資格之證券公司及投信公司投資者投資大陸銀行間債券市場，而且RQFII之相關規定較諸QFII寬鬆許多，例如：中國人行和國家外匯管理局於2016/9/5發布「關於人民幣合格境外機構投資者境內證券投資管理有關問題的通知」，進一步放寬RQFII准入條件，對於符合一定條件的外資得採「備案制」管理。亦即，外資在取得RQFII資格後，可通過備案形式，獲取不超過其資產規模或其管理的證券資產規模一定比例的投資額度；超過基礎額度的投資額度申請，則需經大陸國家外管局批准；但境外主權基金、央行和貨幣當局等機構的投資額度不受資產規模比例限制。

此外，上述「通知」還將本金鎖定期由1年縮短至3個月，鎖定期內RQFII不得將投資本金匯出境外。本金鎖定期的起始日期也有所調整，由RQFII匯入足額資本金之日，變為累計匯入投資本金達到人民幣

1億元之日。據大陸央行統計，從2011年底推出至今，RQFII試點已從香港擴大到包括美國、法國等在內的17個國家或地區，總額度達人民幣1兆4,600億元。

然而，因我國目前尚未正式取得RQFII額度，國內相關業者尚無法以此管道進行投資。不過，部分證券公司之香港子公司已取得RQFII額度，其他亦有銀行於OBU引入香港RQFII基金產品，屬於間接利用RQFII管道投資大陸市場。

四、大陸債市開放節奏停不下來

2013年底，習李體制正式上路後首次的全國黨代表大會—18屆三中全會，以「市場化、自由化」為主軸目標，金融主管機關依此推動重要改革措施，包括減少市場准入管制、健全金融市場體系、利率及匯率市場化、推展人民幣資本項目可兌換、完善金融監管等。其中，為了完善金融市場體系，大陸國務院於2014年5月發布「關於進一步促進資本市場健康發展的若干意見」，俗稱「新國九條」，擬以市場化、

法制化、國際化為資本市場改革目標，全面規範資本市場改革與發展，就債券市場部分，提出「積極發展債券市場」、「強化債券市場信用約束」、「深化債券市場互聯互通」、「加強債券市場監管協調」等四點要求。

後來，銀監會、證監會及人民銀行分別於



倫敦交易所2015年3月25日推出中小投資者以當地貨幣投資中國債券市場產品。

2014年11月及2015年4月將資產證券化業務由審批制改為備案註冊制，銀行間及交易所兩大市場證券化商品告別審批制；2015年1月初大陸證監會發布「公司債券發行與交易管理辦法」，以完善公司債券的公開發行制度，發展適合不同投資者群體的多樣化債券種類。2016年2月，大陸持續開放銀行間債券市場，引入更多符合條件的境外機構中長期投資者，並取消額度限制。

不過，在自由化與市場化改革趨勢下，相關投資之風險也跟著增加。有關大陸債券市場改革及變化，便成為我方不論是民間或官方皆須審慎掌握之訊息。

五、大陸企業債務違約續增引發全球緊張

大陸債市雖然持續開放，但麻煩的是，在大陸總體經濟下行趨勢尚未明顯止步，以及多年來累積的一些不符市場經濟常規之問題，如剛性兌付等，卻令全球投資人對大陸債市又愛又怕。

尤其是，今年初以來，全球企業債務違約已經達到金融危機時期以來最高水準。自2014年超日債成為中國大陸第一起公募債券違約，市場篤信的剛性兌付鐵律宣告破滅，也揭開後續一連串大陸企業發生債券違約的負面信用事件。近3年來共有38家企業違約，合計金額高達376億人民幣（下同），尤其是今年1到7月月違約金額達248億元，遠超過去年全年違約規模的兩倍。據統計，中國大陸境內債券市場下半年將有2.72兆人民幣債券到期，是否會再有大規模的違約事件，甚至產生系統性風險，成為近期債市投資人最關心的議題⁵。

大陸債務總額與國內生產總值（GDP）的比例在今年一季度上升至創紀錄的237%。國際清算銀行（BIS）去年第三季度的資料顯示，全球整個新興市場債務與GDP的比例只有175%，而大陸債務與GDP的比例則為249%，此與已開發國家如歐元區的270%和美國的248%，大致相當，著實令人擔憂⁶。

瑞士信貸首席陶冬在微博撰文《貸款墜崖是貨幣政策之過？》指出，大陸政府的經濟政策始終以貨幣政策為主打，財政擴張幾乎消失，這是造成實體經濟

需求不足，企業投資意願下滑，資金脫實向虛的主因。借貸需求虛弱，人行再「灌水」，也是流向金融資產，而非實體經濟，反而製造潛在的金融風險。大陸華創證券亦指出，債市收益率下行的空間已經不大，並提醒投資者，在獲利盤豐厚的背景下，高位的觀望情緒預示著市場的脆弱，一旦利空出現，拋盤恐將成為壓垮市場的最後一根稻草。

此外，人民幣緩慢貶值之可能性，亦為我業者投資大陸債市所需注意之風險。2016年9月10日大陸人行貨幣政策委員會委員樊綱表示，當前美國處於升息周期，美元長期看漲，人民幣不應該跟著美元漲；儘管資本外流，大陸官方會適度控制匯率走勢，允許人民幣緩慢貶值。

最後必須指出，展望未來假若大陸出現以下情形，即須留意其系統性危機之爆發：(1)大陸利率上升、(2)大陸房地產出現崩盤、(3)信用違約爆發連鎖效應。其中，假若利率向上（如風險貼水上升），必將引發大陸此一高槓桿社會之全面崩潰，提醒我金融機構及投資人對此密切注意。🌀

（本文作者中華經濟研究院研究員）

- 1 戴瑞芬，「兩岸牛市衝天？末日狂歡？債市火熱 利率再創低」，A10版，經濟日報，2016-08-20。
- 2 王儼容、沈中華、與敬永康，《大陸債券市場改革與我國金融業因應策略》，行政院金融監督管理委員會104年度委託研究計畫，中華經濟研究院，2015年12月。
- 3 沈中華、黃玉麗、林育暉、蔡岳志（2015），在兩岸特色金融計畫下探討我國固定收益商品市場未來發展方向—如何深化台灣金融改革強化直接金融競爭力，臺灣集中保管結算所股份有限公司。
- 4 王儼容、李紹璋、與林士傑，「臺灣金融（銀行）業服務貿易開放、輸出與障礙之現況與探討—以兩岸為觀點與政策建議（上篇）」，《臺灣經濟金融月刊》，No.583，2013年8月20日。
- 5 毛宗毅，「陸債市風波 應落實風險等級」，A12版/財經要聞，聯合報，2016/9/5。
- 6 王儼容，「國銀大陸放款踩雷及因應」，台灣銀行家雜誌，台灣金融研訓院，2016/6/13。