



# 人民幣債券投資指南

HSBC  滙豐  
Global Asset Management 環球投資管理

## 重要風險通知

1. 債券乃投資產品。投資決定是由閣下自行作出的，但閣下不應投資在債券，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。
  2. 債券並不相等於定期存款。
  3. 發行人風險－你須依賴發行人的借貸能力。債券表現受發行人的實際和預計借貸能力所影響。就償債責任而言，債券不保證發行人不會拖欠債務。在最壞情況下（如發行者不履行契約），債券持有人可能無法取回債券的利息和本金。
- 「風險聲明」部份將列出其他風險因素，詳情請參閱以下有關部分。

## 風險聲明

1. 投資涉及風險。你應就本身的投資經驗、投資目標、財政資源及其他相關條件，小心衡量自己是否適合參與任何投資項目。
2. 債券主要提供中長期的投資，並不是短線投機的工具。你應準備於整段投資期內將資金投資於有關債券上；若你選擇在到期日之前提早出售債券，可能會損失部份或全部的投資本金。
3. 債券的利息和本金是由發行者償還，債券持有人須承擔發行者的信貸風險。如果發行者不履行契約，債券持有人可能無法取回債券的利息和本金。在此情況下，債券持有人不能向滙豐追討任何賠償，除非滙豐本身為該債券之發行者。
4. 滙豐提供債券的參考價格，其價格可能會及確會波動。影響債券價格的因素包括，但不限於，利率、債券息差及流通性溢價的波動。而孳息率的上落對長年期的債券價格影響一般較大。買賣債券帶有風險，投資者未必能夠賺取利潤，可能會招致損失。
5. 如你打算出售經滙豐代你購入的債券，滙豐可在正常市場下，按市價進行有關交易。但基於市場變動，買入價與原定的賣出價可能不同。
6. 倘若你選擇將債券所支付的付款兌換為本地貨幣，可能須承受匯率波動的風險。
7. 發行人提供的二手市場或不能提供龐大的流通量或按對持有人有利之價格買賣。
8. 如債券被提早贖回而你將該款項轉而投資於其他投資項目，你未必能取得相同回報。

## 關於人民幣產品：

1. 倘若你選擇將債券所支付的人民幣付款兌換為本地貨幣，可能須承受匯率波動的風險。
2. 目前人民幣不能自由兌換並受到監管限制（可不時更改）。香港居民之個人客戶透過香港銀行的人民幣存款戶口來兌換人民幣，每人每日最高上限為人民幣20,000元。若香港居民之個人客戶打算兌換的金額超出此每日上限，必須分階段兌換。適用於香港居民人民幣兌換的限額與規定並不適用於非香港居民。
3. 投資於人民幣債務工具，投資者須承受利率波動風險，這可能影響產品的回報及表現。
4. 人民幣產品可能因所涉及的投資並無活躍的二手市場，而導致較大的買賣差價，投資者需承受較大的流動性風險及可能因此而招致虧損。
5. 若你選擇在到期日之前提早出售人民幣債券，可能會損失部份或全部的投資本金。

# 目錄

## 序言

### 概覽

1.1 人民幣債市簡介	4
1.2 人民幣債市的發展里程	6-7
1.3 在岸和離岸人民幣債市的主要分別	8-9
1.4 零售投資者如何參與有關市場？	10-11
1.5 何謂RQFII？何謂RQFII基金？	12-13
1.6 CNY與CNH是兩種不同貨幣嗎？	15

### 在岸人民幣債市的特點

2.1 市場成份	16
2.2 存續期	17
2.3 孳息率	18
2.4 信貸質素	19

### 離岸人民幣債市的特點

3.1 市場成份	20-21
3.2 存續期	22
3.3 孳息率	23
3.4 信貸質素	24

### 展望

4.1 市場觀點	25-26
4.2 貨幣觀點	27-28
4.3 展望	29



# 序言

人民幣債券市場的發展，是亞洲固定收益投資中最重要發展里程之一。海外投資者只是最近數年才可參與任何種類的人民幣債券，但開放中國債券市場和人民幣國際化，已成為中國改革議程的首要任務。而離岸人民幣債市的成立是推動有關發展的重要一環。

因此，市場衍生了在岸和離岸人民幣債市。雖然兩者均提供「人民幣債券」，但各具獨有的特性。

人民幣債市在近年迅速冒起。對投資者而言，這仍是一個較新的市場，因此了解能影響這個資產類別的因素和風險尤為重要。

本指南的目的是為投資者簡介人民幣債券市場的概況，以及闡述在岸和離岸人民幣債市的主要分別和投資機遇。

## 滙豐環球投資管理的固定收益團隊強勢

- ▶ 於亞洲固定收益市場雄踞領導地位，旗下管理資產達 467 億美元<sup>1</sup>
- ▶ 在 2011 年推出離岸人民幣債券基金，為香港最早推出同類基金的資產管理公司之一
- ▶ 投資團隊分別五年獲選為「最佳亞洲債券投資公司」，實力備受業界肯定<sup>2</sup>

資料來源：1. 滙豐環球投資管理，數據截至2014年3月31日。2. Asia Asset Management成就大獎－最佳亞洲債券投資公司（2008、2009、2010、2012及2013年），數據截至2008、2009、2010、2012及2013年11月30日之基金表現

# 概覽

## 1.1 人民幣債市簡介

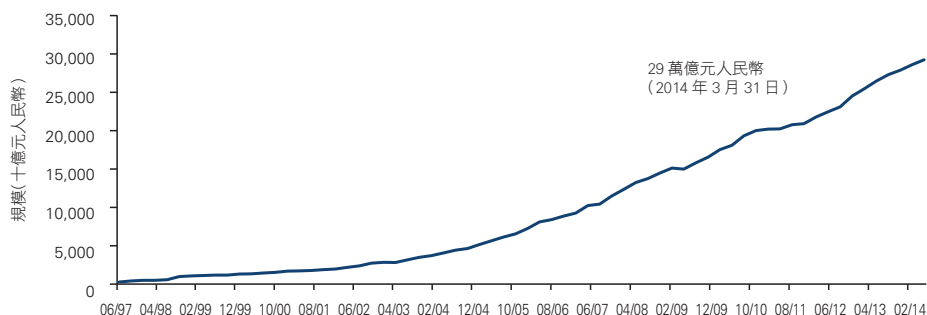
**在岸人民幣債券**是僅在中國大陸境內買賣的人民幣債券。中國的資本市場至今仍未開放予海外投資者參與(取得若干牌照者除外,下文將詳述),但中國政府已表明,開放資本賬戶是經濟和金融改革的重要一環,意味著海外投資者日後可較輕易涉足在岸市場。

**離岸人民幣債券**是在中國大陸境外買賣的人民幣債券。為逐步向海外投資者開放市場,中國政府遂於2007年成立離岸人民幣債市,並在2010年推出重大措施,使有關市場對國際發行機構和投資者更具吸引力。由於離岸人民幣債市首先在香港推出,因此普遍稱為「點心」債市,而香港至今仍然是規模最大的人民幣債券中心。然而,隨著新加坡、倫敦和台灣成為離岸人民幣債券中心,企業現時已可在香港以外地區發行離岸人民幣債券。

### 人民幣債市的發展<sup>#</sup>

在岸人民幣債市是全球規模最大的債市之一,並且持續高速增長。自2000年以來,在岸人民幣債市的市值增長驚人,由超過1.3萬億元人民幣增至超過29萬億元人民幣,現時的規模是14年前的22倍左右。離岸人民幣債市自2010年推出以來亦大幅增長,但規模僅是在岸市場的一小部分,只有6,920億元人民幣。

### 在岸人民幣債市的增長

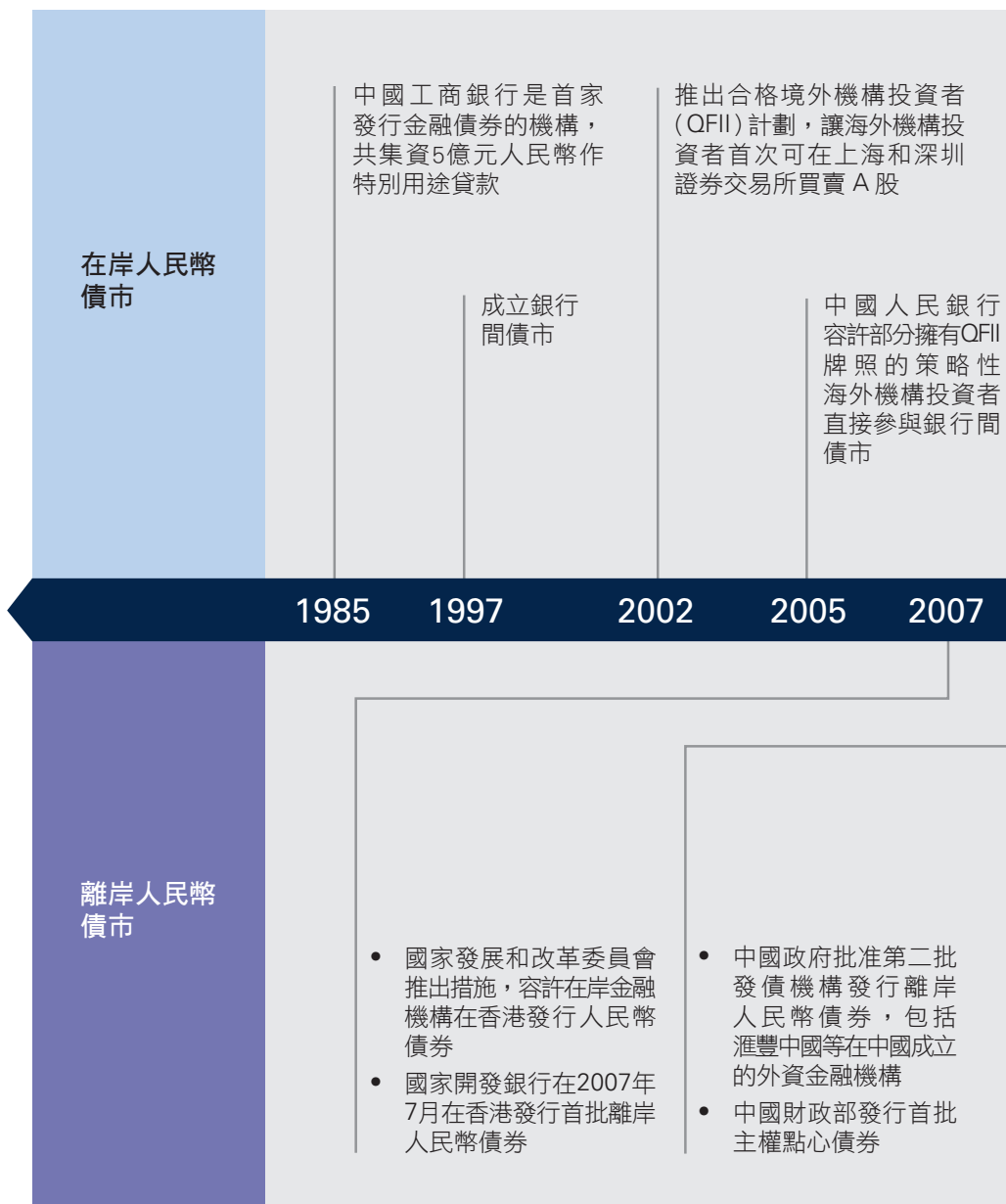


資料來源: Asian Bonds Online, 數據截至2014年3月31日

<sup>#</sup>資料來源: 滙豐, 數據截至2014年3月31日



## 1.2 人民幣債市的發展里程碑





- 推出人民幣合格境外機構投資者（RQFII）計劃，但額度的80%須投資於固定收益資產，而中國A股的投資不得超過20%
- 僅中國基金管理公司及證券公司的香港附屬公司才可申請
- 放寬RQFII的規例，讓更多機構可申請牌照，並取消有關投資限制
- 中國人民銀行容許QFII牌照持有人參與銀行間債市

2009      2010      2011      2012      2013

- 內地企業可在香港發行人民幣債券
- 建立人民幣外商直接投資（FDI）制度

- 合資格發債機構由內地金融機構擴大至包括跨國企業及國際金融機構
- 首批離岸人民幣企業債券面世

國家發展和改革委員會就內地非金融機構發行離岸人民幣債券訂立規範細則



### 1.3 在岸和離岸人民幣債市的主要分別

雖然在岸和離岸市場均提供「人民幣債券」，但事實上兩者各具非常獨特的性質，有關特質將

#### 在岸和離岸人民幣債券的特性概要

	在岸	離岸
這些債券在何處買賣？	中國大陸	香港、新加坡、倫敦和台灣
市場規模	290,000億元人民幣	7,000億元人民幣
合資格投資者	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 在岸機構投資者</li> <li>▶ 離岸機構必須：               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 透過QFII和RQFII額度</li> <li>- 海外央行、金融管理機關、結算及參與銀行和保險公司的特殊額度</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 零售和機構投資者</li> <li>▶ 基金公司、私人銀行、商業銀行、保險公司、企業和央行均為活躍投資者</li> <li>▶ 不受額度限制</li> </ul>
發債機構分佈	主要為中國	中國和香港：~78% 海外企業：~ 22%
發債機構	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 主要為中國政府、中國人民銀行、政策銀行及金融機構</li> <li>▶ 發債機構也包括企業和公司</li> </ul>	主要為私人企業

資料來源：滙豐、Asian Bonds Online，數據截至2014年4月30日



於第二和第三章詳述。

	在岸	離岸
存續期	一般較長，約五至六年	一般較短，約二至三年
孳息率	五年期在岸政府債券孳息率較同類離岸債券高104點子	
評級機構	內地評級機構，例如中國誠信、大公國際和鵬元資信等	國際評級機構，例如穆迪、惠譽和標準普爾
優點	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 由於市場規模龐大，可提供大量投資機會</li> <li>▶ 潛在孳息率高於離岸市場</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 國際投資者較容易參與市場</li> <li>▶ 由於存續期短，對利率的敏感度較低</li> </ul>
風險	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 利率風險較高</li> <li>▶ 地區集中風險較高</li> <li>▶ 所需牌照的相關法例及規例的變動帶來的風險</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 市場規模較小，因此流通性較低</li> <li>▶ 離岸人民幣(CNH)匯率可能較在岸人民幣(CNY)匯率存在溢價或折讓</li> </ul>

資料來源：滙豐、Asian Bonds Online，數據截至2014年4月30日

## 1.4 零售投資者如何參與有關市場？

理論上，離岸人民幣債券可透過香港、新加坡、倫敦和台灣向所有海外投資者發售，因此零售投資者可直接或透過基金，輕易投資於離岸人民幣債券。但現時已有其他途徑，讓零售投資者可透過互惠基金參與在岸人民幣債券投資。

### 參與離岸人民幣債市的途徑

	優點	缺點
離岸人民幣債券 (直接投資)	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ 可靈活挑選不同債券</li><li>▶ 固定到期日</li><li>▶ 支付固定票息</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ 最低投資金額高</li><li>▶ 信貸風險的集中度非常高</li><li>▶ 流通性較低</li></ul>
離岸人民幣債券基金 (由基金公司管理的滙集投資)	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ 最低投資金額低</li><li>▶ 多元化投資組合</li><li>▶ 每日流通性</li><li>▶ 由專業人士主動管理風險 調整後回報</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ 個人投資者缺乏挑選基金 相關投資的靈活性</li><li>▶ 需支付管理費</li></ul>
人民幣債券ETF (追蹤指數的被動式管理投資 基金)	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ 最低投資金額低</li><li>▶ 多元化投資組合(視乎所 追蹤的基準指數而定)</li><li>▶ 管理費較低</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ 交易所上買賣的市價可能 高於或低於基金的資產淨值 (即存在溢價或折讓)</li><li>▶ 被動式管理，並無酌情權 挑選相關投資</li><li>▶ 由於離岸人民幣債市的 流通性相對較低，基金難以 透過低成本追蹤相關市場 表現</li></ul>

在岸資本市場（包括股票和債券）僅供持有若干牌照的海外投資者參與。部分合資格機構可透過中國證券監督管理委員會（中國證監會）申請QFII（「合格境外機構投資者」）或RQFII（「人民幣合格境外機構投資者」）牌照，然後中國國家外匯管理局（外管局）向有關機構授出特定額度（投資金額）。零售投資者可透過持有QFII或RQFII牌照和額度的機構參與在岸人民幣債市。

### 參與在岸人民幣債市的途徑

	優點	缺點
RQFII基金 (由持有RQFII牌照和額度，可參與在岸資本市場的基金公司管理)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 可以人民幣計價和結算，直接投資人民幣</li> <li>▶ 最低投資金額低</li> <li>▶ 多元化投資組合</li> <li>▶ 每日流通性</li> <li>▶ 主動型管理</li> <li>▶ 透過派息提供定期收入潛力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 所需牌照的相關監管變動風險</li> <li>▶ 需支付管理費</li> </ul>
QFII基金 (由持有QFII牌照和額度，可參與在岸資本市場的基金公司管理)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 最低投資金額低</li> <li>▶ 多元化投資組合</li> <li>▶ 主動型管理</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 大部分QFII基金集中投資於股票</li> <li>▶ 需支付管理費</li> <li>▶ 流通性較低（視乎基金而定）</li> </ul>
RQFII債券ETF (由持有RQFII牌照和額度的基金公司進行被動式管理。有關基金在香港聯交所上市，目標是追蹤相關基準指數)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 最低投資金額低</li> <li>▶ 多元化投資組合（視乎所追蹤的基準指數而定）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 交易所上買賣的市價可能高於或低於基金的資產淨值</li> <li>▶ 被動式管理，並無酌情權挑選相關投資</li> </ul>



### 1.5 何謂RQFII？何謂RQFII基金？

**RQFII (人民幣合格境外機構投資者)**

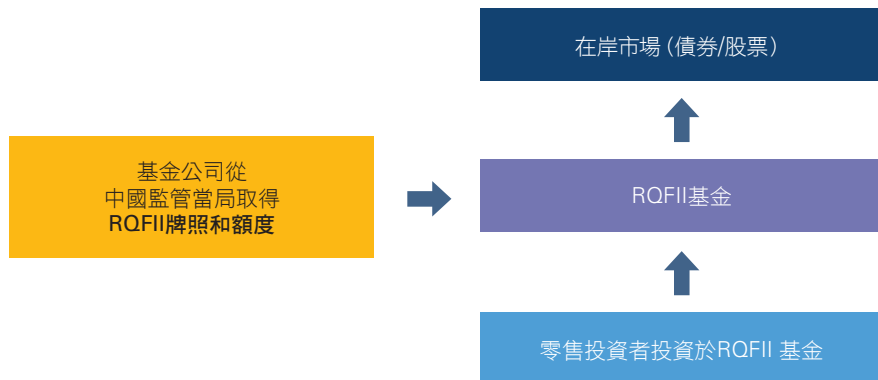
- ▶ 於2011年成立
- ▶ 以人民幣計價和結算
- ▶ 可100%投資於債市

RQFII是在接近2011年底推出的一項相對嶄新的計劃，目的是讓海外機構投資者，把外國資金引入中國大陸進行投資。像QFII計劃一樣，RQFII亦專為機構投資者而設，而零售投資者可透過互惠基金參與有關投資。

RQFII計劃與最初推出的QFII計劃的不同之處，在於前者以人民幣作資金，而後者則以外幣作資金。此外，RQFII額度容許機構投資高達100%於在岸人民幣債券，而現時大部分的QFII計劃著重投資股票。

在香港註冊的投資管理公司，並已得到中國監管當局發出的RQFII牌照，可為投資者成立RQFII基金，有關計劃已擴展至容許其他國家的基金公司參與，例如英國、新加坡和台灣，有助提供更多投資選擇，並推出更多基金讓世界各地的投資者參與在岸人民幣債市。RQFII亦可投資於其他資產類別，例如ETF和股票。

RQFII基金是透過RQFII額度，為客戶把資金投資於在岸市場的基金。現時，RQFII牌照已發展至更具彈性，讓基金公司可把最高100%的額度投資於債市或中國A股市場。



CNH



CNY





## 1.6 CNY與CNH是兩種不同貨幣嗎？

除了在岸和離岸人民幣債市的分別外，市場亦會區分在境內和境外交易的中國貨幣。「CNY」和「CNH」並不具有官方地位，是市場分別用作代表在岸和離岸人民幣的稱號。由於人民幣在兩個不同的市場運作，因此在每個市場的匯價亦略有差異。

隨著中國和環球其他國家之間的金融邊界拆除，更多參與者可在這兩個市場運作，從而使套戥的機會增加。因此，在岸和離岸匯率現時已非常接近。

隨著人民幣國際化，CNY和CNH的差異最終將會消失。

### 在岸和離岸人民幣匯率



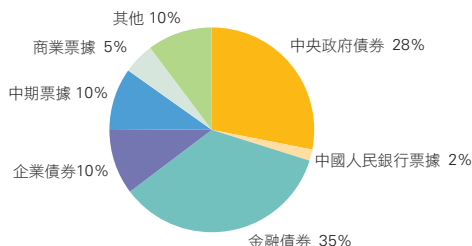
# 在岸人民幣債市的特點

## 2.1 市場成份

在岸人民幣債市以中央政府債券、中國人民銀行票據及金融債券為主，截至2014年3月底，該等債券佔該市場的已發行債券65%。然而，企業債券的比例在近年迅速增加，使這個市場更趨多元化和均衡。由於銀行去中介化(Bank disintermediation)已成為當局的主要目標之一，預料企業債券的重要性將不斷提升。

目前，於在岸人民幣債市上交易的固定收益工具主要分為六大類別：

1. 中央政府債券
2. 中國人民銀行票據
3. 金融債券
4. 企業債券
5. 中期票據
6. 商業票據



### 冷知識

- ▶ **金融債券**是由政策銀行或金融機構發行的債券。中國共有三家政策銀行：國家開發銀行、中國農業發展銀行和中國進出口銀行
- ▶ **企業債券、中期票據和商業票據**是由非金融機構（包括國有企業）發行的債券。這些債券的發行程序和年期各有不同

資料來源：中國債券信息網、WIND，數據截至2014年3月31日

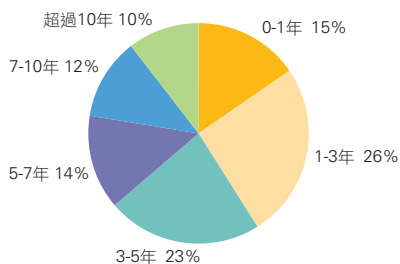


## 2.2 存續期

截至2014年3月底，在岸人民幣債市的存續期（量度利率敏感度的標準）為5.45年。有關市場的存續期並不短，原因是在岸市場主要由政府債券組成，而政府債券一般年期較長。

從下圖可見，截至2014年3月底，在已發行的債券中，有10%的年期超過十年，而36%以上則超過五年。

### 在岸人民幣債市的發行年期分佈



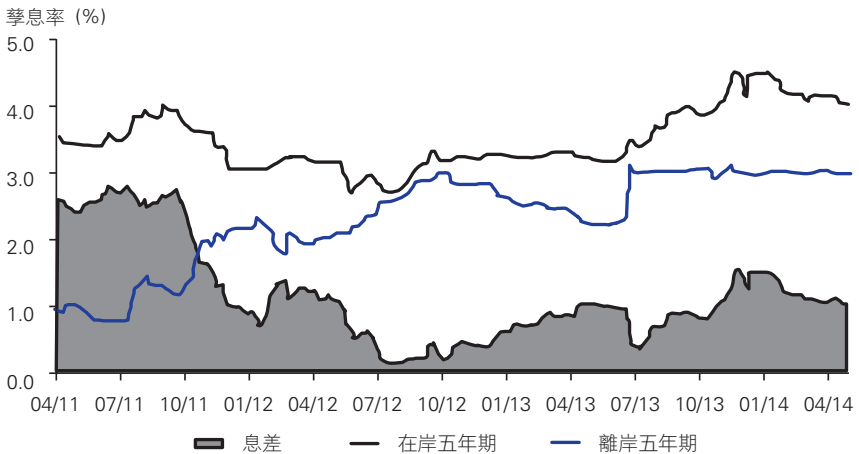
資料來源：中國債券信息網、WIND，數據截至2014年3月31日



### 2.3 孳息率

一般來說，在岸人民幣債市提供的孳息率較離岸人民幣債市為高，截至2014年3月底，其平均孳息率為4.45%。然而，鑑於市場成分和債券類別不同，在岸和離岸市場的平均孳息率難以作公平比較。以五年期政府債券為例，截至2014年4月底，在岸市場的孳息率較離岸市場高104點子。

#### 離岸與在岸中國政府債券的比較

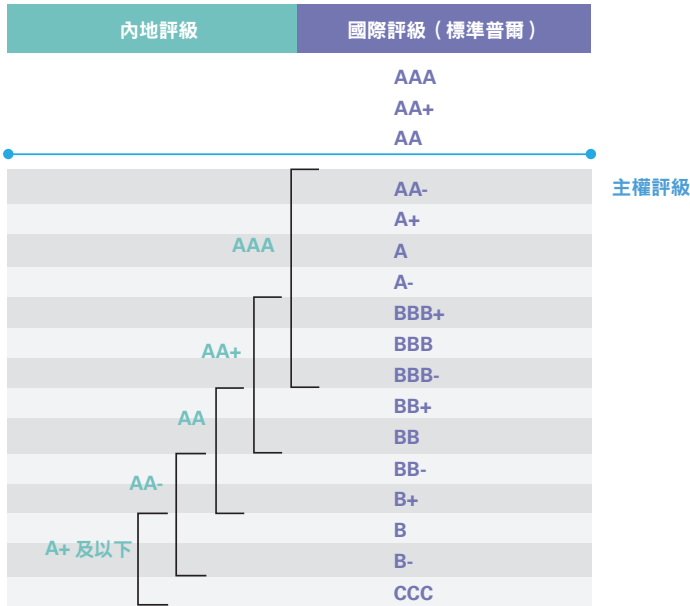


資料來源：滙豐，數據截至2014年4月30日

## 2.4 信貸質素

中國政府的主權信貸評級為AA-(標準普爾)或Aa3(穆迪)，屬於「高」投資級別質素，因此信貸風險(違約的可能性)極低。

然而，在岸市場的其他債券普遍由內地評級機構評級，其評級標準可能與國際信貸評級機構不同。因此，我們難以把在岸和離岸人民幣債市的信貸質素作直接一般比較。



上表僅供討論。並無內地評級與國際評級的官方轉換表。中國內地評級機構採用的評級標準和方法可能有別於具權威性的國際信貸評級機構。因此，中國內地信貸評級系統可能無法提供同等標準，藉以與國際信貸評級機構評級的證券進行比較。



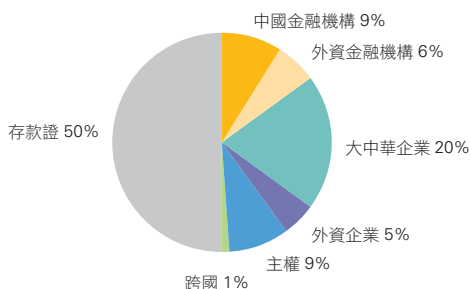
## 離岸人民幣債市的特點

### 3.1 市場成份

離岸人民幣債市主要由企業債券組成。與在岸人民幣債市不同，政府債券僅佔整體市場的9%。

龐大的存款證市場亦被視為離岸人民幣債市的一部分。事實上，截至2014年4月底，存款證佔該市場的50%，是比重最大的資產類別。

#### 離岸債市的分佈 (包括存款證)

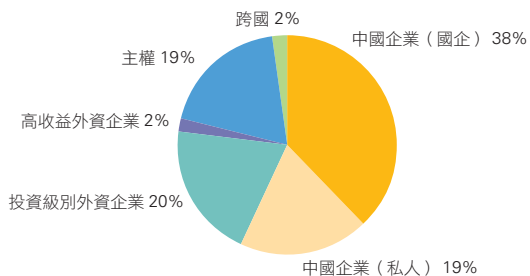


資料來源：滙豐、彭博，數據截至2014年4月30日



雖然投資者往往認為人民幣債券與中國有關，但實際上離岸人民幣債市涉及的地區十分多元化，當中包括不少海外發債機構。以不包括存款證的離岸市場為例，在已發行的債券中，外資公司債券佔22%。

#### 離岸債市的分佈 (不包括存款證)



#### 冷知識

- ▶ **存款證**是由金融機構（主要為大型銀行）發行的可買賣存款，屬於發行實體的優先無抵押債務，年期少於三年，但**大部分年期均為一年或以下**。存款證是大型銀行的標準短期融資工具，其二手市場的交易活躍

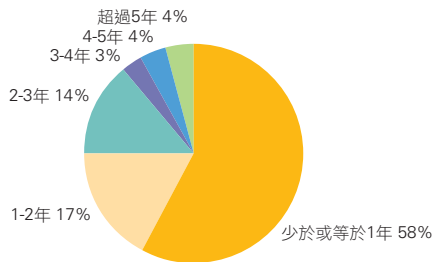
資料來源：滙豐、彭博，數據截至2014年4月30日



### 3.2 存續期

離岸人民幣債市的存續期相對較短，截至2014年3月底為2.65年，意味著投資者受利率上升的影響較少。存款證的年期和存續期非常短，並佔離岸市場的比重達50%，這可解釋為何整體市場的存續期極短。事實上，離岸市場中有58%的債券距離到期日少於一年。

#### 剩餘年期 (包括存款證)



資料來源：滙豐、彭博，數據截至2014年4月30日



### 3.3 孳息率

截至2014年3月底，離岸人民幣債市的平均孳息率為4.36%。與其他主要環球信貸組別比較，離岸人民幣債市提供的存續期調整後孳息率非常吸引。離岸人民幣債券的每單位存續期孳息比率為1.6，而亞洲為0.95，美國和歐洲信貸則處於0.4的水平。

#### 歷史孳息率（經存續期調整）



資料來源：滙豐、彭博，數據截至2014年3月31日



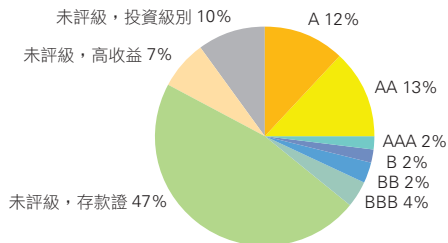


### 3.4 信貸質素

離岸人民幣債券的信貸質素普遍優秀，部分可歸因於其市場分佈。市場的評級分佈一直穩定，並以高評級債券為主。滙豐環球研究估計在離岸人民幣債市中，有88%的證券（包括未評級但被視為具備投資級別質素的債券及未評級存款證）具投資級別質素。

此外，在離岸人民幣市場發行存款證的銀行一般為非常大型、信貸評級甚高的中資或環球銀行。因此，存款證佔離岸市場顯著比重亦可解釋為何該市場的整體信貸質素優秀。

#### 信貸質素分佈



資料來源：滙豐環球研究內部預測、彭博，數據截至2014年4月30日

# 展望

## 4.1 市場觀點

雖然在岸和離岸人民幣債市目前具有不少特色的區別，但我們不應視之為在長遠將會獨立發展和維持其獨有特質的獨立市場。本指南對這兩個市場作出區分，只為描述兩者的獨有特質。然而，設立離岸市場的目的最終是為了開放中國整體債市作準備，鑑於離岸和在岸市場均為中國金融體制現代化的重要部分，我們認為兩者的性質接近。

在岸和離岸人民幣債市在近年迅速增長和發展，而目前仍有許多因素，相信可支持這個趨勢延續下去。中國政府致力加快改革步伐，並強調**開放資本市場**和促進**人民幣國際化**。為實現這兩個目標，人民幣在環球市場的使用將自然增加，而債市發展是推動有關增長的重要一環。

這發展過程將受供求因素所影響。以下為推動人民幣債市發展的部分因素。

### **供應將會增長，因為...**

- ▶ **銀行去中介化**：長久以來，傳統銀行借貸在中國經濟中具主導地位，但隨著這個地位逐步消失，公司將開始透過發債在資本市場集資
- ▶ **海外資金來源**：隨著中國債市日趨成熟，更多外資公司將透過中國債市進行集資
- ▶ **環球對人民幣借貸的需求**：環球對人民幣的使用增加，例如作交易結算，意味借入人民幣的需求將會增加

## **需求將會增加，因為...**

- ▶ **需要較長存續期的資產對沖負債：**中國退休金市場、社會保障基金和保險產品的發展，將增加市場對主要為債券等長存續期資產的需求
- ▶ **各央行需要人民幣作為儲備資產：**各央行對人民幣的需求將會增加，以使資產更多元化。債券是具備足夠流通性，可滿足這些需求的少數可投資資產之一
- ▶ **人民幣收入的可支配需求：**隨著有關市場逐步開放，環球投資者對人民幣資產的需求亦可能上升

在2014年初，在岸人民幣債市出現近年（自1995年以來）首宗企業債券違約，觸發投資者的憂慮，部分原因是這反映可能會出現更多違約事件，但同時亦因為市場過往一直認為政府會為投資產品提供隱含的擔保。相反，我們認為事件正好反映政府已改變立場，藉此消除市場對政府提供隱含擔保的不切實際期望。事實上，這彰顯政府對發展債市的決心，因為讓公司違約可促使定價更有效反映信貸風險，從而發展一個更成熟的債券市場。



## 4.2 貨幣觀點

人民幣是中國整體債市不可或缺的一部分。自2005年以來，人民幣兌美元大幅升值，而市場亦預期這個趨勢將會持續，很可能成為投資者對人民幣債券需求的主要動力。但在2014年初，人民幣兌美元出現較過往顯著的貶值，自此市場不再「確定」其必然只升不跌的趨勢。

隨著中國持續推行改革，包括開放資本市場和促進人民幣國際化，預料人民幣的雙向波幅將會增加，尤其是中國人民銀行已在2014年初把人民幣的交易區間由1%擴大至2%。然而，其(兌美元)波幅仍遠低於其他主要貨幣。儘管人民幣的波幅增加，但我們相信若干因素仍然利好人民幣長遠逐步升值。

### 冷知識

- ▶ 中國人民銀行每日為人民幣制訂匯率。貨幣交易區間是有關貨幣可偏離央行所訂水平的區間

## 利好人民幣的宏觀經濟因素

### 外債偏低

- ▶ 嚴重外債負擔或會增加貨幣貶值壓力，因為貨幣貶值會自動促使外債規模增加
- ▶ 中國的外債（以外幣計算的債務）相對過往、亞洲和其他國家的水平偏低

### 經常賬盈餘穩健

- ▶ 中國的經常賬盈餘穩健，意味著人民幣作貿易用途的需求將維持不變，因而對該貨幣帶來支持
- ▶ 另一方面，美國現時錄得經常賬赤字

### 龐大外匯儲備

- ▶ 中國擁有全球最龐大的外匯儲備，規模接近四萬億美元
- ▶ 如有需要，中國人民銀行可利用這些資產買入本身的貨幣，從而支持其價值

### 利率差距

- ▶ 中國的利率較西方國家為高。
- ▶ 這使人民幣兌美元等貨幣有較大升值空間
- ▶ 我們認為即使中國人民銀行開始放寬貨幣政策，這個差距在短期內仍會持續

### 以貨幣貶值作政策工具的機會不大

- ▶ 鑑於人民幣自2005年以來大幅升值，輕微貶值不會對推動其競爭力帶來太大幫助
- ▶ 中國仍有不少其他對策支持經濟增長，貨幣貶值應只是最後手段

除利好的宏觀經濟基調外，我們亦相信人民幣的環球需求將維持強勁。中國當局已開始容許更多人民幣在境外作不同用途，包括貿易結算和投資於離岸人民幣債市。我們相信當局的最終目標是讓人民幣完全自由兌換。屆時，人民幣應會成為環球貿易、投資和儲備方面的一項主要貨幣。然而，這個是中至長線的過程。

### 4.3 展望

如前文所述，我們不應視兩個人民幣債市為在長遠將會分別發展和維持獨有特質的市場。畢竟，離岸市場的設立旨在促進中國的整體債券市場開放，而離岸和在岸市場的特性最終將會融合。

同時，我們認為部分發債機構將適合繼續於在岸市場發債，而其他則適合於離岸市場發債。因此，人民幣債市的最終模式，可能是像美國債市般設立本土和歐洲美元市場。對環球投資者來說，兩者並無太大的分別，而基準指數亦將同時涵蓋兩個市場，以提供最廣泛的機會組合。

環球投資者應注意，在不久將來，投資人民幣債券將會是一項必需選擇。現時人民幣債市的規模已在全球數一數二，若其最終向海外投資者全面開放，勢將成為最重要的資產類別之一。我們面對的風險不是這個情況會否出現或太遲出現，而是會否較預期提早出現，因此投資者應為此作好準備。

投資者亦應注意此市場的潛在風險：

#### **在岸人民幣債市**

- ▶ 較高利率風險
- ▶ 投資區域較為集中
- ▶ 有關必需的資格政策變動風險

#### **離岸人民幣債市**

- ▶ 由於市場規模較小，流動性較低
- ▶ CNH匯率可能較CNY匯率出現溢價或折讓

投資附帶風險。過去的業績並不代表將來的表現。

本文件只提供一般性資料，文件內所載的觀點，在任何情況下均不應被視為 HSBC Global Asset Management (Hong Kong) Limited 滙豐環球投資管理（香港）有限公司（「滙豐環球投資」）的促銷或建議。滙豐環球投資及滙豐集團對任何依賴本文而引致的損失概不負責。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。本文件內的資料乃取自滙豐環球投資合理地相信可靠的來源。然而，無論明示或暗示，滙豐環球投資不保證、擔保或代表本文件內該等資料的準確性、有效性或完整性。

由 HSBC Global Asset Management (Hong Kong) Limited 滙豐環球投資管理（香港）有限公司於2014年7月中刊發  
[www.assetmanagement.hsbc.com/hk](http://www.assetmanagement.hsbc.com/hk)