

出國報告（出國類別：其他）

「BNP 固定收益訓練研討會」 心得報告

服務機關：中央銀行

姓名：王韻晴(辦事員)

出國地區：法國

出國期間：民國 103 年 10 月 10 日至 10 月 19 日

報告日期：民國 103 年 12 月 22 日

目 錄	頁次
壹、前言	2
貳、人民幣國際化	3
參、境內人民幣債券市場	6
肆、境內人民幣債券投資價值分析	18
伍、結論與建議	27
陸、參考資料	29

壹 前 言

^職奉派於 10 月 10 日至 19 日參加 BNP 於法國巴黎舉辦之「固定收益訓練研討會」。參加者以各國央行、官方機構及勞退基金相關業務人員為主。研習內容包含多種固定收益產品，如：MBS、TIPS、可轉換公司債、證券化產品、與投資組合風險控管之外，BNP 亦提供其觀察到之全球央行外匯存底管理趨勢變化及新興市場投資機會。此次研討會除了上述課程之研習外，透過與其他學員的交談，亦得以交流彼此投資邏輯與對未來趨勢看法，BNP 更與我們分享了其在 2014 年 IMF 會議中，與官員直接對談所獲得之資訊。

在金融風暴後，雖然美元仍是各國央行外匯存底的主要投資幣別。但已有愈來愈多的央行於其外匯存底中納入人民幣資產。隨著中國大陸人民幣國際化腳步的加快、與多國簽定換匯協議並開放境內資本市場，人民幣及其相關之投資產品將逐漸受投資人青睞。

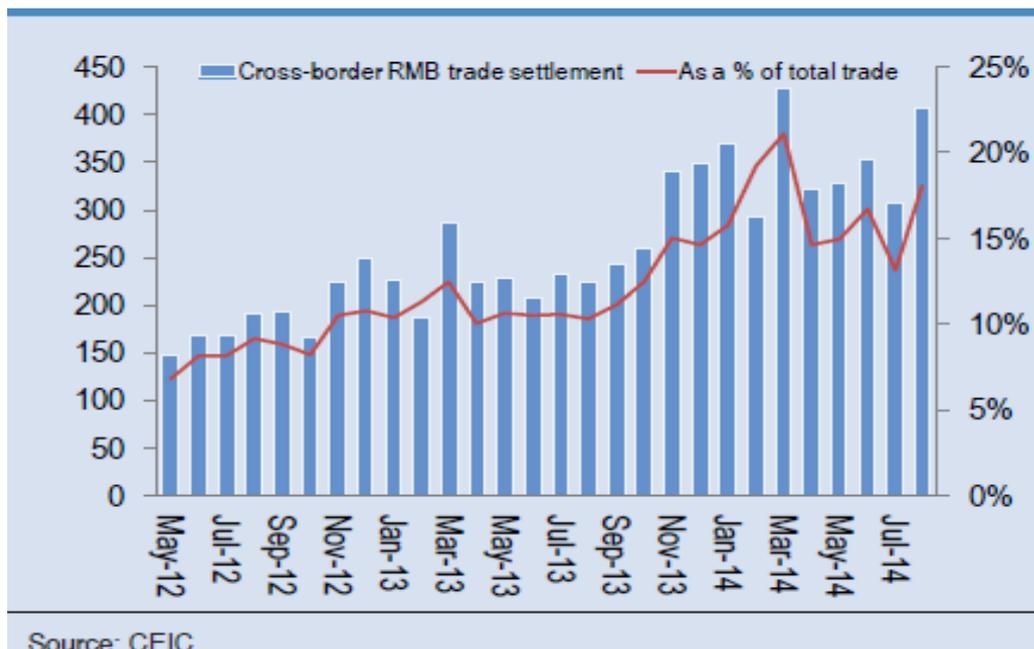
爰此，本篇報告將以境內人民幣債券市場為主題，分析其市場結構、投資人特性及分析其投資價值。

貳 人民幣國際化

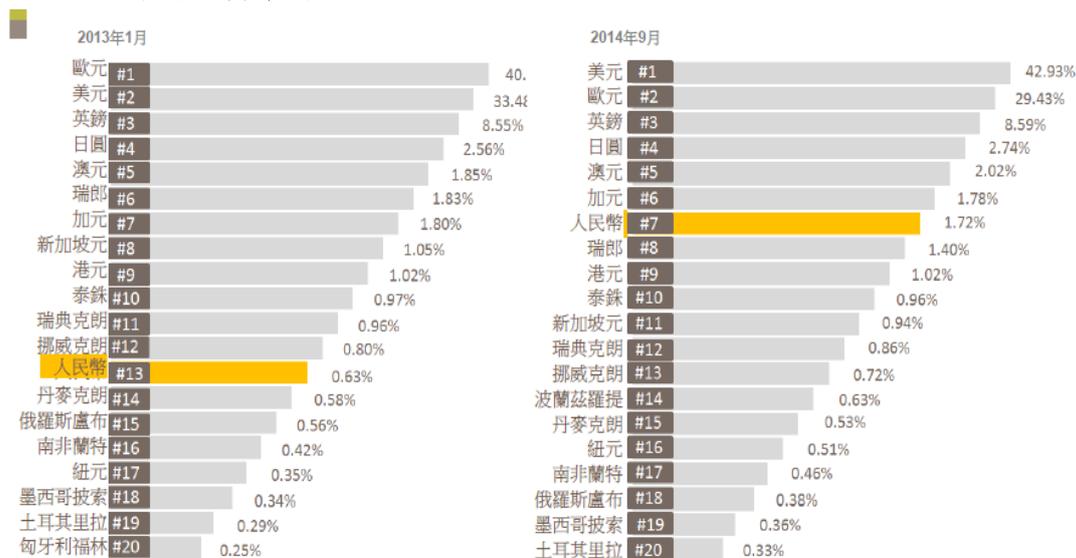
自 2000 年以來，中國大陸經濟規模持續擴增，至 2013 年其 GDP 已達 9.2 兆，躍居世界第二大經濟體。也因中國大陸有龐大的經常帳盈餘及大量的資本流入，促使人民幣有望成為國際貨幣之一。

為促進人民幣國際化，首要步驟為促使人民幣作為貿易結算貨幣，並進一步開放經常帳。現今，採人民幣結算之貿易額占中國大陸總貿易額比重，已從 2012 年之 12% 成長至 2014 年 8 月之 18%（見圖一）。據 SWIFT 統計資料（見圖二），截至 2014 年 10 月，人民幣已是全球第七大結算貨幣(含商品及服務項)，約占全球總付款量之 1.72%，人民幣結算金額成長率達 13.2%，遠高於所有貨幣的平均增幅 8.1%。

圖一 人民幣跨境貿易結算金額與比重



圖二 國際付款貨幣排名

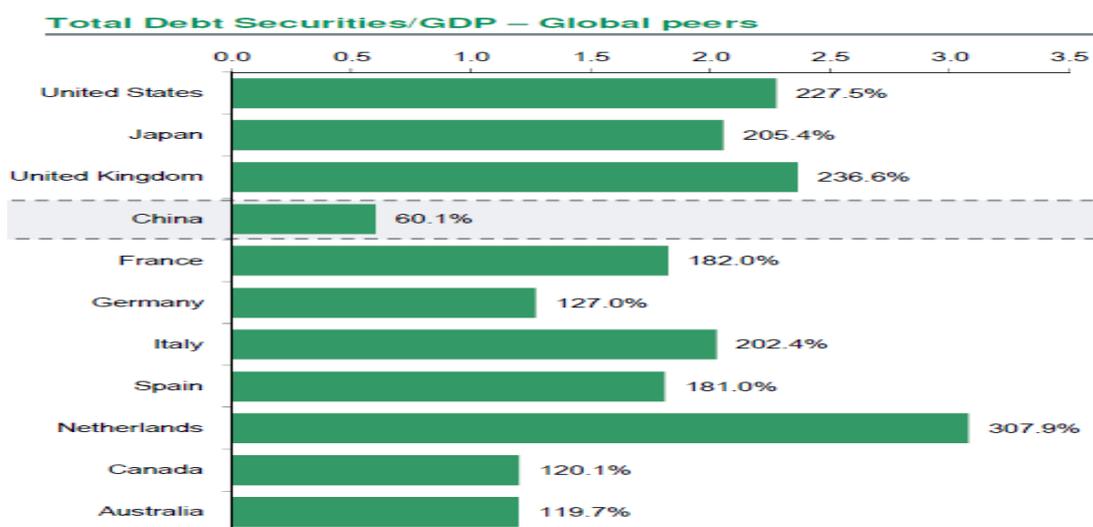


資料來源：SWIFT Watch

國際化的第二步驟是成為投資理財貨幣。隨著人民幣結算的貿易量增多，境外的人民幣資金池逐漸擴大，此時適度的開放境內市場，除讓資金得以建立回流機制外，亦可提升人民幣的投資需求。目前中國大陸透過 QFII、RQFII、三類機構投資額度開放及與各國簽定換匯協議(SWAP)等方式，建立人民幣回流機制。

國際化的最終目標即是成為儲備貨幣。目前中國大陸市場之資本項目仍未完全開放，要成為儲備貨幣仍有一段路程。不過，中國大陸的經濟規模已是全球第二大，經濟成長率高於已開發國家，債務占 GDP 比重亦較部份已開發國家低（見圖三），頗具發展潛力。

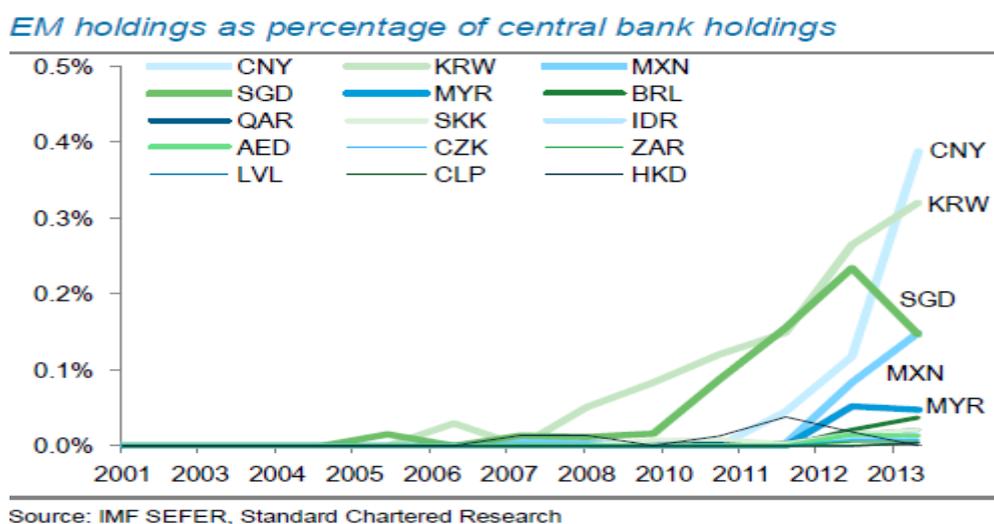
圖三 各國債務占 GDP 比例



資料來源：BNP (2013/12 月)

是故，雖然人民幣要達到完全兌換目標仍需一段時日，但其高收益率及每年經濟成長率平均約 10% 的高成長性，吸引愈來愈多的國家央行，公然表態願意配置部分外匯存底資金於人民幣。由圖四可看出，近年來外匯存底投資於人民幣債券之比例成長快速，為所有新興市場投資中投資比重最高。

圖四 央行外匯存底投資於各新興國家債券之比重



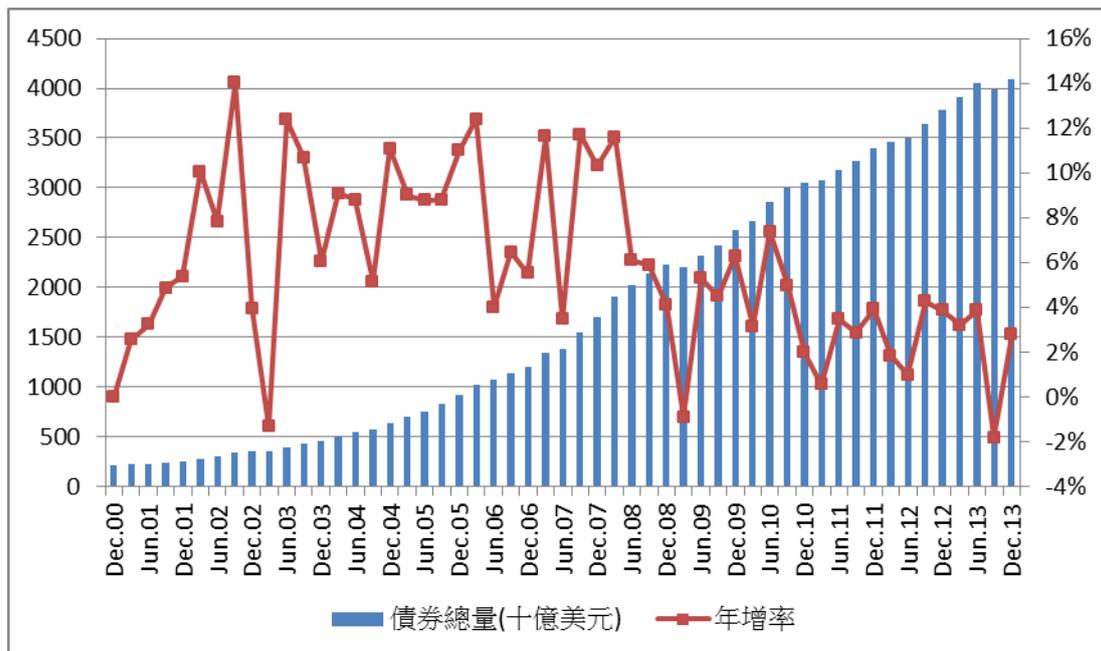
Source: IMF SEFER, Standard Chartered Research

資料來源：Standard Chartered (2014/12 月) “FX strategy 2015”

參 境內人民幣債券市場

人民幣債券市場近年來發展快速。據 BIS 資料顯示（見圖五），截至 2013 年底，人民幣計價債券總發行量達 4.09 兆美元。2000 年至 2013 年間之複合年均增長率高達 25.46%。從市場規模來看，人民幣政府債券市場規模為 1.37 兆，已與德國公債之 1.43 兆相近；公司債規模更與泛歐盟（英國+法國+義大利+德國+西班牙）相近。

圖五 人民幣債券市場規模



資料來源: BIS Debt securities statistics

境內人民幣債券市場，又可依交易系統區分為兩大類。一類為銀行間債券市場，其市場規模約占境內人民幣債券市場之 93%，主要透過中國外匯交易系統(CFETs)進行交易，且以機構投資人為主。而另一類則為交易所債券市場，市場規模僅占 7%，透過上海或深圳交易

所進行交易，可進入此市場交易之投資人範圍較廣泛，除了機構投資人外，一般個人亦可藉由此管道買賣人民幣債券。目前僅有部分公債與企業債同時在銀行間債券市場與交易所市場交易。

由於銀行間債券市場不論就市場規模亦或是流動性，均較交易所市場佳，故本文以下之分析將以銀行間債券市場為分析主軸。

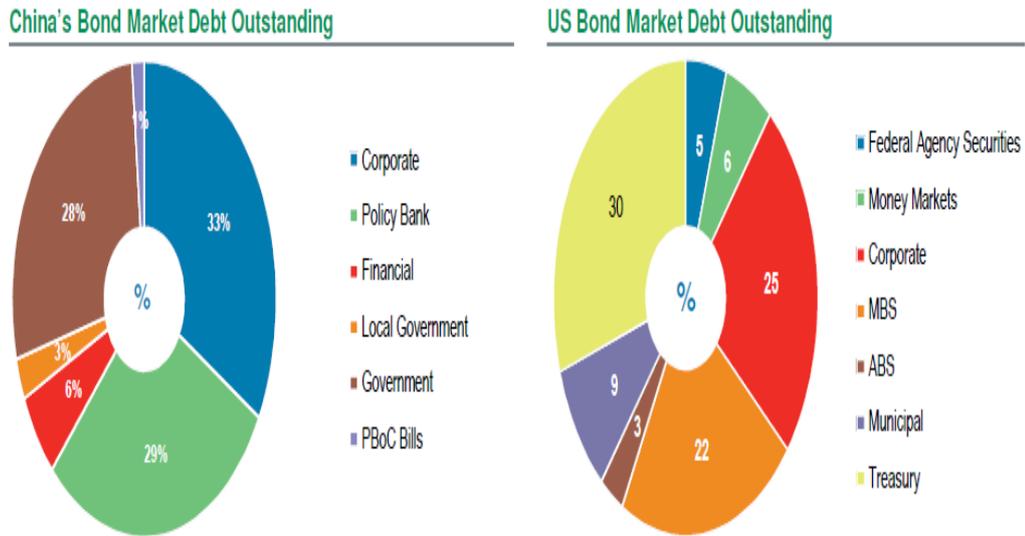
一、 市場結構

(一) 債券類別及期限分佈

境內人民幣債券市場，以政府及相關機構發行之債券為主，合計約占 59.3%。占比最大者為政策性金融債（見圖六），約占 29%（即國家開發銀行、中國農業發展銀行與中國進出口銀行，此三家政府支持金融機構所發行之債券。若銀行持有此類債券，則在計算資本適足率時，風險權重可視為零。）。其次則為公債，約占 28%。

相較於其他成熟債券市場，如：美國，中國大陸相關之資產證券化產品（如：MBS 與 ABS）發展則較為落後，此類產品在中國大陸債券市場中所占比重僅占 1%。

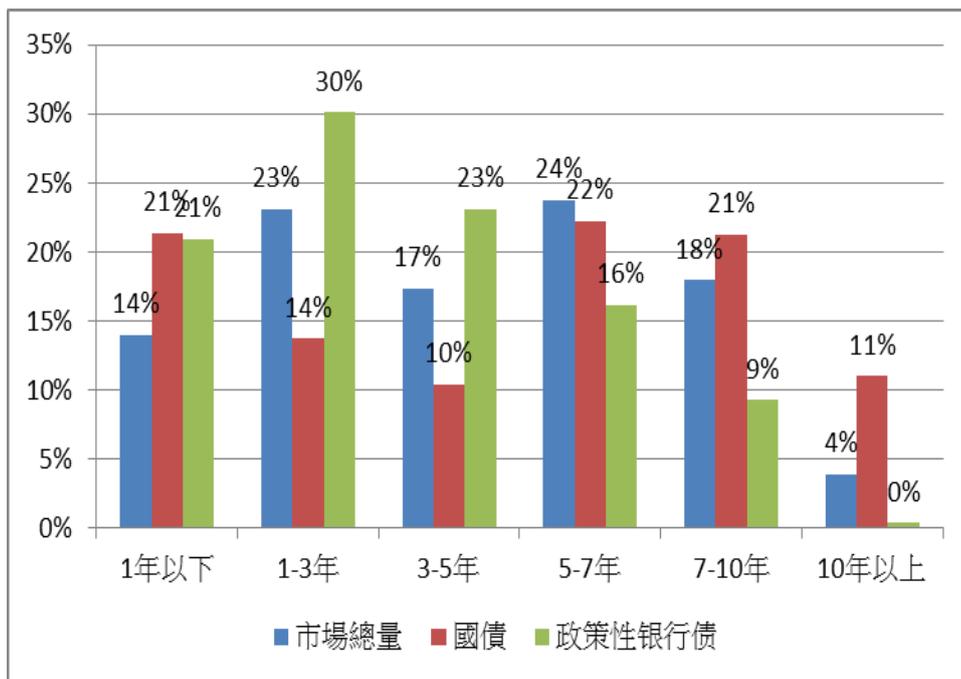
圖六 各類債券流通在外餘額占市場總量之比重



資料來源：BNP（2014/9月）

從發行期限來看，整體市場偏好發行年限為5~7年期（見圖七）。政府公債亦集中在5~10年，而政策性金融債發行年限更短，以1~3年為主。

圖七 2014年1~10月發行債券年限分佈

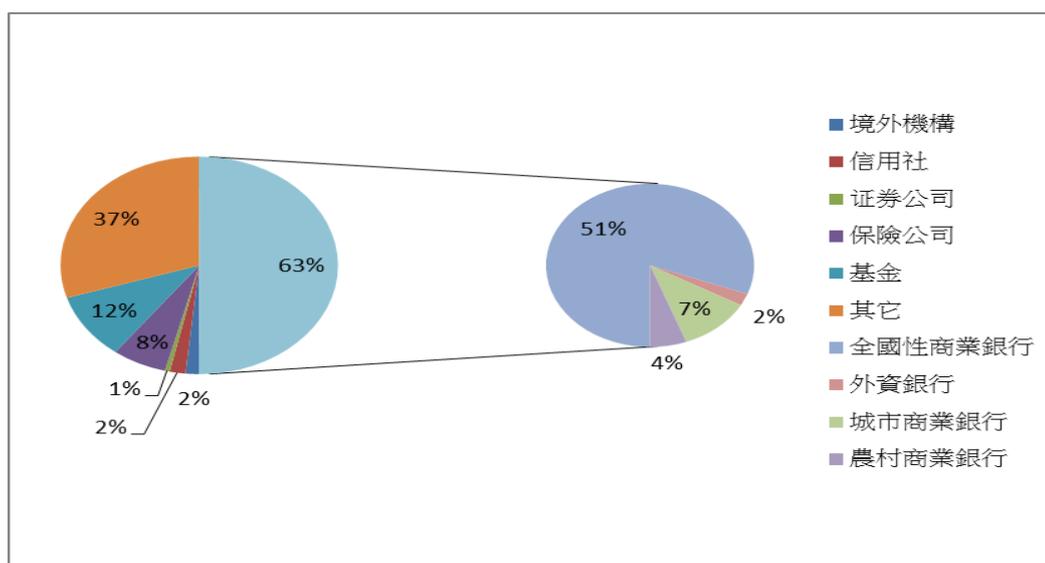


資料來源：中國債券諮詢網

(二) 投資人結構

由圖八可知，境內人民幣債券市場以商業銀行(約占 63%)、基金(占 12%)及保險公司(占 8%)為主要投資人，外國投資人參與程度仍不高，約僅持有 2%。

圖八 境內人民幣債券投資人結構



資料來源:中國債券諮詢網 (2014/10 月)

以下將就主要投資人之投資特性分別加以說明。

1. 商業銀行：

(1) 利率產品配置主要受資本監管要求與資產負債存續

期間配置所影響，因而偏好投資年限為 3~5 年期。目前銀行持有政策性金融債發行總額之 78%，公債發行總額之 70%，二者合計占銀行投資組合比重高達 86.5% (見圖九)

- (2) 對具信用風險之債券，要求之最低評等為 AAA，且佔總債券投資組合比重上限為 20%
- (3) 偏好免稅產品
- (4) 投資傾向持有至到期，約只有其中之 1/3 會在市場上交易

2. 基金：

- (1) 偏好具流動性之產品，以隨時應付贖回需求。中期票券投資約占投資組合 27.3%（見圖九）
- (2) 偏好高收益率債券，以期獲取較佳績效排名。是故，其投資公債比重僅 3.2%，投資主要集中在具信用風險之債券（約占投資組合 36.6%）及政策性銀行債（約占投資組合 32.9%）
- (3) 對免稅與否較不敏感
- (4) 投資傾向交易目的，賺取資本利得，而非持有至到期

3. 保險公司：

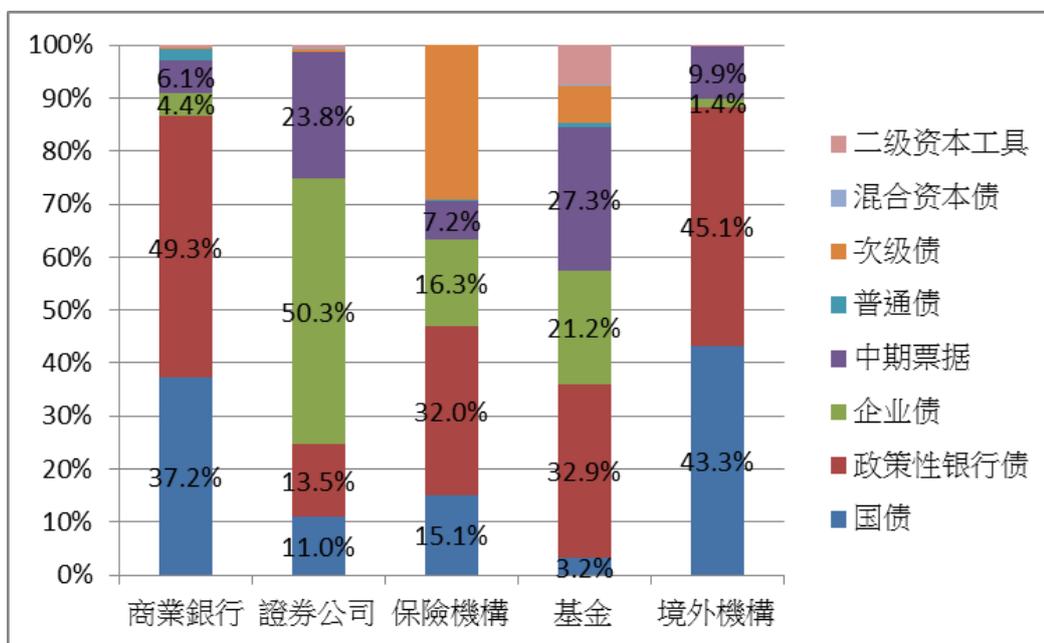
- (1) 壽險公司偏好長期債券(約 7~15 年)，因較無流動性需求。流通在外之 10 年期以上公債，約有 9%被保險公司持有。

- (2) 產險公司偏好短期票券(約 1 年)及商業本票，要求較佳的流動性
- (3) 具信用風險之債券，占總債券投資組合比重上限為 50%。截至 2014 年 10 月底為止，保險公司持有信用風險性債券約 45.8%
- (4) 偏好免稅產品，追求絕對收益
- (5) 投資傾向持有至到期

4. 境外機構：

投資組合集中在政府公債、中期票據及政策性金融債等低風險標的，占投資組合比重高達 98.2%。

圖九 主要投資人投資組合分配情形

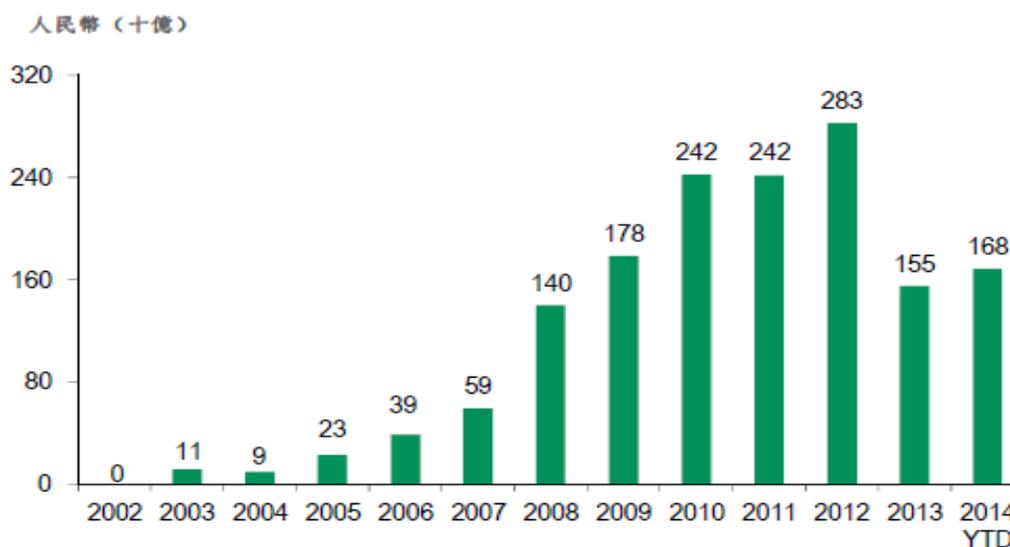


資料來源:中國債券諮詢網

(三) 流動性

至 2014 年 10 月止，銀行間債券市場總託管量達到 32.36 兆人民幣，平均每日成交量亦達 1680 億人民幣，買賣價差約為 4~7 bps。據中央國債登記結算公司資料顯示，2014 年 7 月，整體銀行間債券市場日均週轉率約 6.99%，而政府債券日均週轉率約 5.31%。

圖十 銀行間債券市場日均成交量

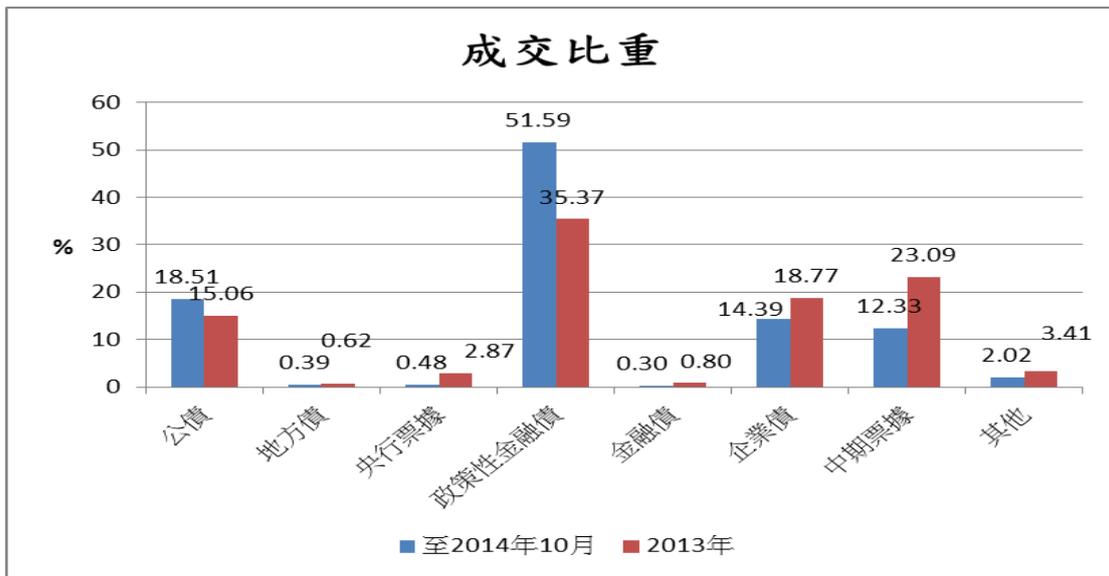


資料來源：BNP

從產品別來看（見圖十一），流動性最佳者為政策性金融債，相較與去年成交量而言，成長幅度亦最高。流動性次佳者則為公債，二者在次級市場之買賣價差均約為 4bps。不過，雖然銀行投資政策性金融債與國債同樣享有零風險權重，但因銀行投資政策性金融債仍有授信限制，信用評等差異、流動性差異及稅負差異

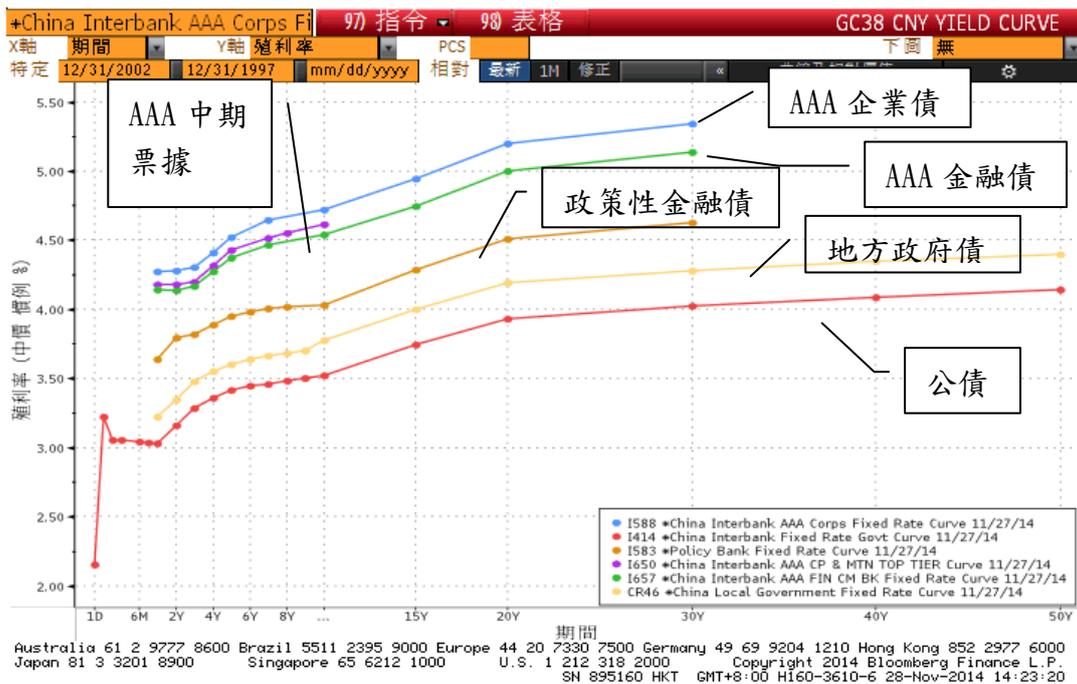
(政策性金融債之利息收入需多負擔 10%~25%的所得稅) 等因素，致使政策性金融債收益率通常會較公債高，依過去資料顯示，二者利差平均約有 71 bp。各類債券間之利差情形如圖十二。

圖十一 各產品於銀行間債券市場成交情形



資料來源:中國債券諮詢網

圖十二 各主要產品殖利率曲線



資料來源:Bloomberg

(四) 課稅規定

對境外投資人而言，除了投資於公債及地方政府債之票息收入部分確定免課所得稅外，其他如：政策性金融債、企業債之票息收入、股票之股利收入、資本利得等適用之所得稅率（見表一），均尚未公布課徵準則。換句話說，境外投資者尚無合法的途徑將相關之投資收益匯回本國。現行依各託管行做法不同，而提撥約 10% 不等之利息所得稅與資本利得稅。最新發展為有兩家香港 R-QFII 基金，已獲批毋須計提資本利得稅，但其他 QFII 或 R-QFII 是否也能比照辦理則仍無法得知。

對境內投資者而言，票息收入部分，除投資於公債及地方政府債部分亦為免稅外，政策性金融債、企業債之票息收入與股票之股利收入則需課徵 25% 所得稅。就資本利得部分，亦需繳納 25% 的資本利得稅。除了利息所得稅與資本利得稅外，投資人尚需負擔相關之 5% 營業稅。

也因相關的課稅規定不同，除了流動性貼水及信用貼水外，國債因享有免稅優惠，而使得殖利率可較其他產品為低。此外，高票息之國債市場需求亦相對較高。因其票息部分免稅，溢價發行又產生資本損失，可充抵所得稅。

表一 各投資標的稅率規定

投資標的	稅別	境外投資人		境內投資人	
		利息收入	資本利得	利息收入	資本利得
公債	所得稅	免稅	10%(待明確)	-	25%
	營業稅	-	-	5%	5%
政策性金融債及企業債等	所得稅	10%(待明確)	10%(待明確)	25%	25%
	營業稅	-	-	5%	5%

資料來源:Deutsche Bank

二、 貨幣市場工具

中央銀行為調控市場流動性，以達到刺激或降溫經濟活動目的，除了傳統貨幣政策工具外，亦可透過公開市場操作，直接調控市場資金鬆緊，並間接影響相關利率產品價格。因而，要投資相關利率產品，必須了解貨幣市場。貨幣市場資金鬆緊，不僅直接影響融資成本，亦會間接影響殖利率走勢。

目前人民銀行調控貨幣市場之相關政策工具如下：

1. 存貸款政策基準利率：自 2013 年起，人民幣貸款利率已完全開放，但人民幣存款利率仍受限制。人民銀行於 2014 年 10 月 21 日即採不對稱降息，以引導融資成本下行。其將一年期貸款基準利率下調 40bp 至 5.6%、一年期存款基準利率下調 25bp 至 2.75%，並放寬人民幣存款利率浮動區間，由 1.1 倍擴大至 1.2 倍。

2. 法定存款準備金率：藉由控制存款準備金率來調控銀行貸款增長幅度。目前大型商業銀行之法定存款準備金率較高，約20%、中小銀行為18%。人行亦於今年4月定向降準，分別下調農村商業銀行與農村合作銀行之法定存款準備金率2%與0.5%至16%及14%，針對性地導引資金流向農村。
3. 再貼現利率：銀行可向人行進行再貼現商業票據，以取得資金。不過，近幾年此類工具運用頻率不高。
4. 公開市場操作（OMO）：公開市場操作工具較多樣化，包含正／逆回購、流動性調節工具（Short-term liquidity operations, SLO）、國庫定存標售、發行央票與直接買賣債券。其中正／逆回購乃是由人行於每週二和週四公告利率後，由主要交易商依本身資金需求投標，並以合格之債券作為抵押品。另SLO乃是由人行於2013年3月起推出之短期流動性管理工具（期限通常為7天以內），主要在補足逆回購無法滿足短於7天之短期資金需求。SLO是由12家符合資格之商業銀行依自身資金需求，提供合格之債券作為抵押品，自行與人行協商借款利率與額度，通常使用結果會於一個月後公佈。自推出此工具以來，SLO之使用情形可見表二。

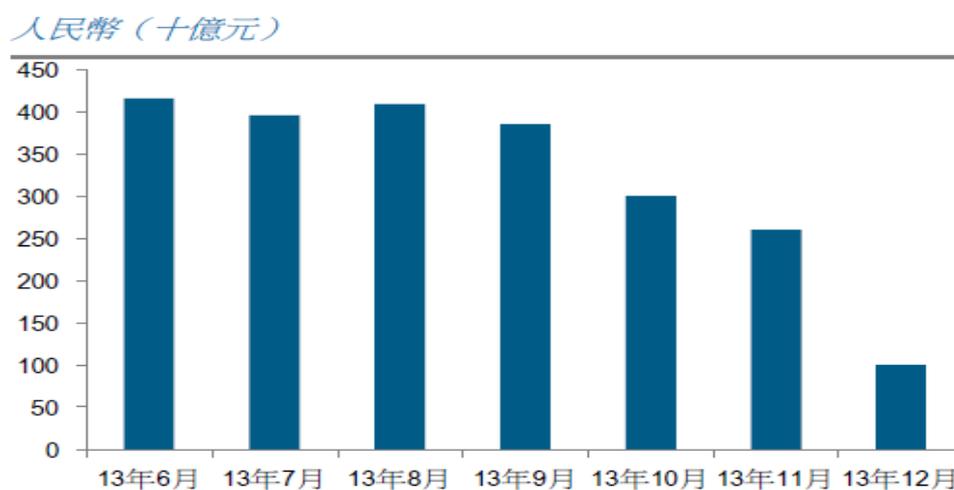
表二 SLO 使用情形

使用日期	操作方向	期限	數額 (十億人民幣)	利率
2/27/2014	回收流動性	5天	100	3.40%
12/31/2013	注入流動性	2天	100	3.00%
12/30/2013	注入流動性	3天	150	3.00%
12/24/2013	注入流動性	1天	30	4.20%
		3天	103	4.30%
12/23/2013	注入流動性	3天	180	5.00%
12/20/2013	注入流動性	4天	150	4.70%
12/19/2013	注入流動性	4天	60	4.70%
12/18/2013	注入流動性	2天	100	4.20%
11/18/2013	注入流動性	3天	70	4.70%
10/28/2013	注入流動性	2天	41	4.50%
10/30/2013	注入流動性	2天	18	4.50%

來源：中國人民銀行，渣打銀行全球研究部

5. 常備借貸便利 (Standing lending facility, SLF)：不同於 SLO 旨在提供短天期資金，SLF 主要提供 1~3 個月之融資需求，其貸款利率通常會高於貨幣市場次級利率。符合資格之銀行可以政府公債或頂級信用債等為抵押品，與人行協商借款利率與額度。近期 SLF 放貸之金額有減少之趨勢（見圖十三）。

圖十三 SLF 借款金額



來源：中國人民銀行，渣打銀行全球研究部

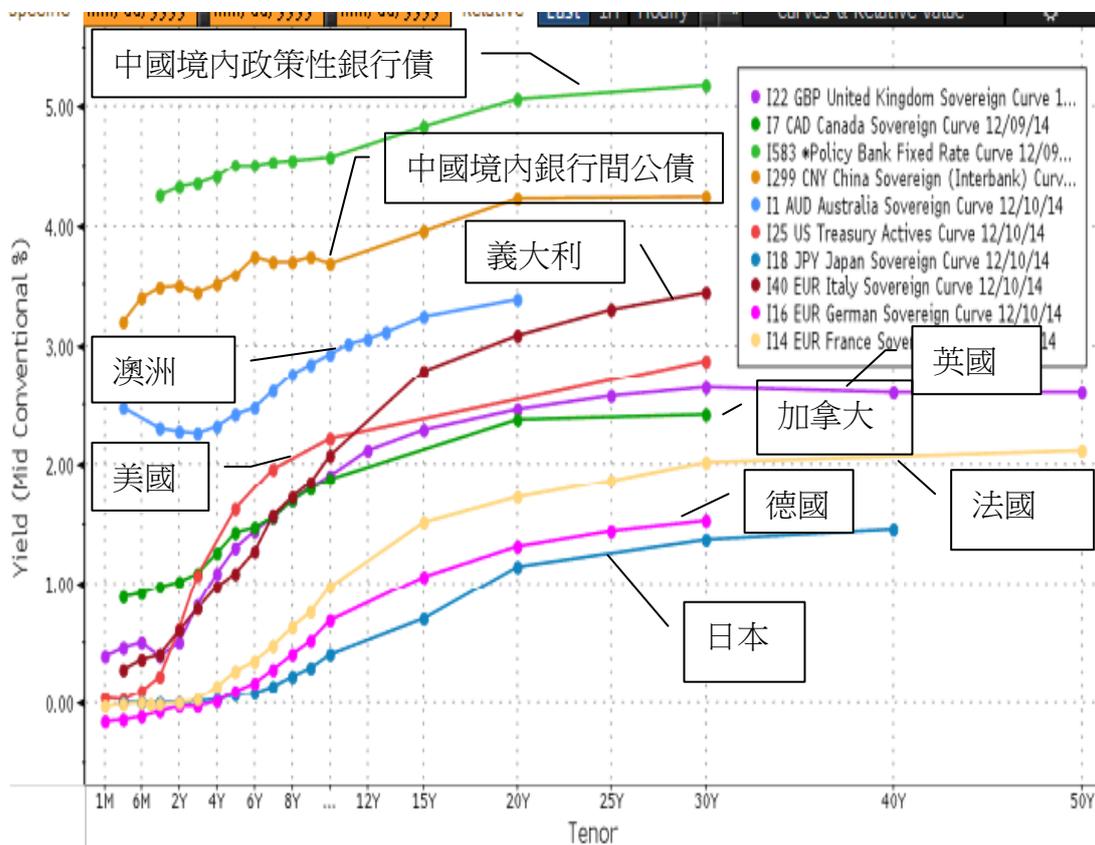
肆 境內人民幣債券投資價值分析

隨著中國大陸逐漸對國際投資人開放其境內人民幣債券市場，從投資人的角度而言，是否應進入此市場？對其投資組合之收益與風險效果為何？以及在眾多境內人民幣債券市場投資標的下，究竟何者較具投資價值？以下將分別從收益面、投資組合面、籌碼面與投資風險性來加以評估。

一、殖利率絕對水準

從絕對殖利率水準來看，中國債券殖利率曲線明顯較其他已開發國家為高（見圖十四），是一不錯的利差交易標的。

圖十四 主要各國殖利率曲線



資料來源: Bloomberg

若只考慮國家長期信用風險，中國大陸主權信評優於加拿大及義大利，但其 10 年公債殖利率卻較高，甚至明顯高於各主要國家之殖利率。

表三 主要各國 Moody 信評與殖利率

國家	Moody 當地貨幣長期信評	10 年債殖利率
中國	Aa3	3.770
澳洲	Aaa	2.857
義大利	Baa2	2.072
美國	Aaa	2.167
英國	Aa1	1.911
加拿大	A1	1.832
法國	Aa1	0.959
德國	Aaa	0.676
日本	A1	0.411

資料來源: Bloomberg

二、 風險分散角度

從投資組合資產配置來看，以 2000/1/3~2014/12/12 各國 10 年期公債每週資料為研究樣本，發現中國大陸境內人民幣債券之走勢與其他各國殖利率相關性極低（見表四）。

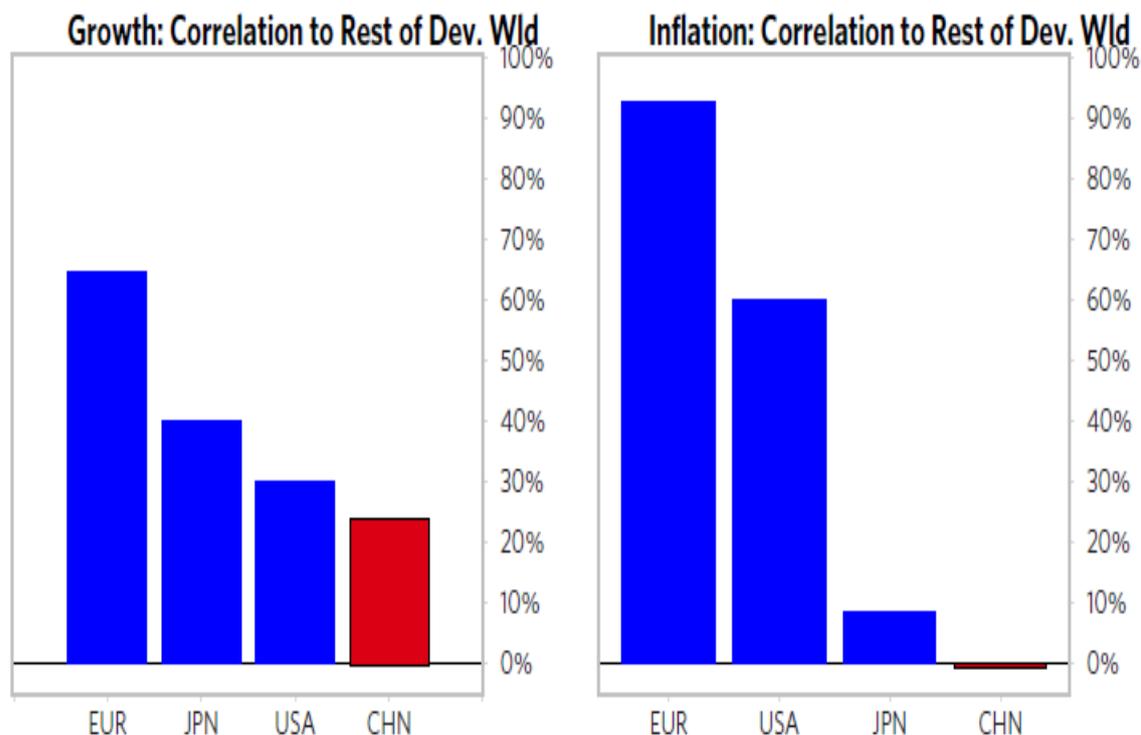
表四 主要各國殖利率相關性

證券	美國	澳洲	加拿大	英國	德國	法國	日本	義大利	中國大陸
美國	1	0.646	0.874	0.768	0.754	0.639	0.363	0.264	0.094
澳洲	0.646	1	0.655	0.615	0.580	0.499	0.394	0.206	0.133
加拿大	0.874	0.655	1	0.779	0.762	0.656	0.370	0.251	0.088
英國	0.768	0.615	0.779	1	0.818	0.693	0.363	0.241	0.145
德國	0.754	0.58	0.762	0.818	1	0.824	0.362	0.252	0.123
法國	0.639	0.499	0.656	0.693	0.824	1	0.332	0.55	0.107
日本	0.363	0.394	0.370	0.363	0.362	0.332	1	0.157	0.066
義大利	0.264	0.206	0.251	0.241	0.252	0.550	0.157	1	0.043
中國大陸	0.094	0.133	0.088	0.145	0.123	0.107	0.066	0.043	1

資料來源: Bloomberg

中國大陸經濟規模雖已成長至世界第二大，但內需市場龐大，對外貿的依賴度不似其他以出口為導向之小國，且其資本帳仍未完全開放。因此，從經濟基本面數據來看，不論是國內經濟成長率或通貨膨脹率與世界其他各國的相關性亦低（見圖十五）。

圖十五 中國大陸經濟成長率及通膨率與主要各國之相關性

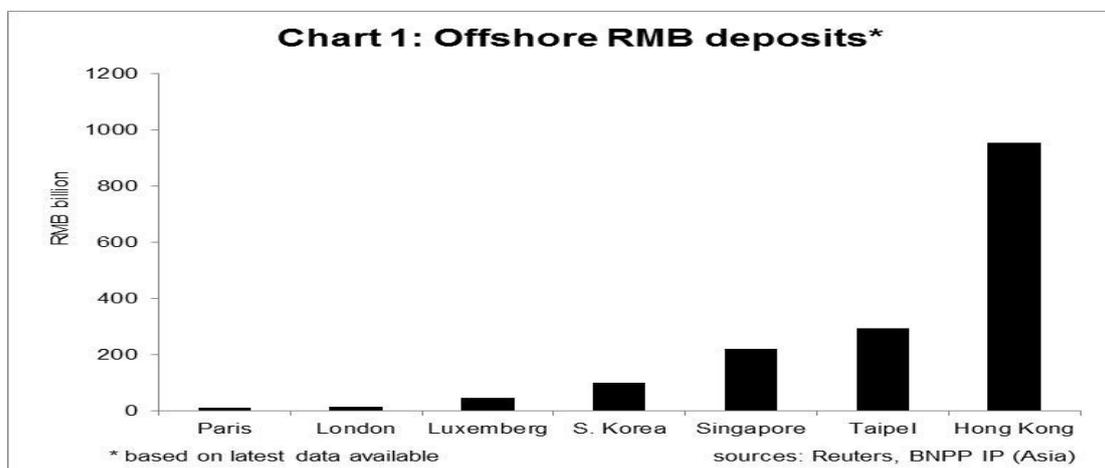


資料來源: Bridgewater daily overervations 11/21/2014

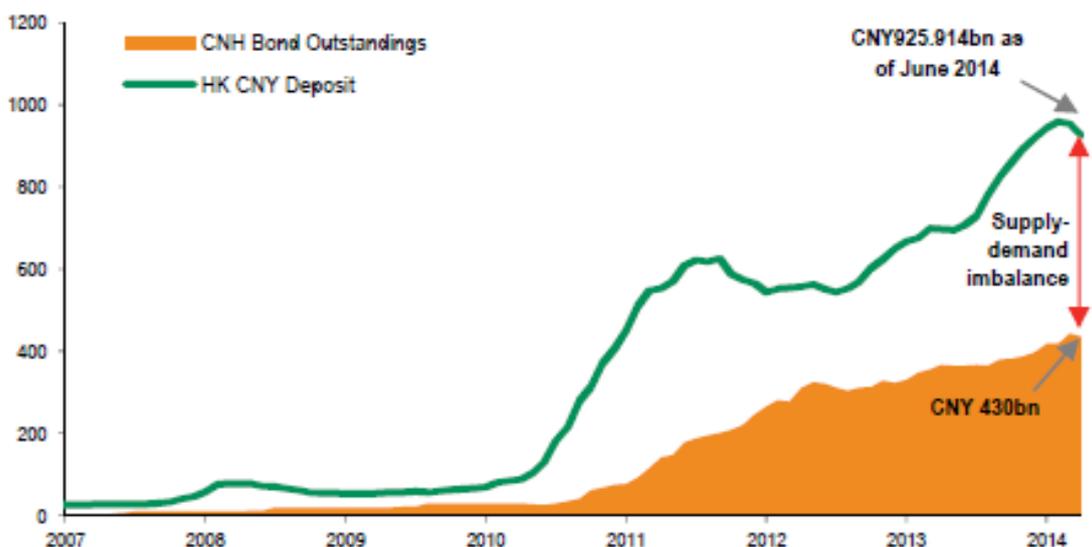
三、 籌碼面因素

(一) 目前海外可供投資的人民幣資產相較於海外人民幣存量仍偏低。海外人民幣持有量第一大之香港（見圖十六），至 2014 年 6 月止，累計人民幣存款共 9254 億，但點心債的發行量僅 4300 億（見圖十七）。而第二大的台灣，至 2014 年 11 月底共有 3006.01 億人民幣存款，寶島債累計發行量僅約 314 億。

圖十六 海外各國人民幣存款餘額



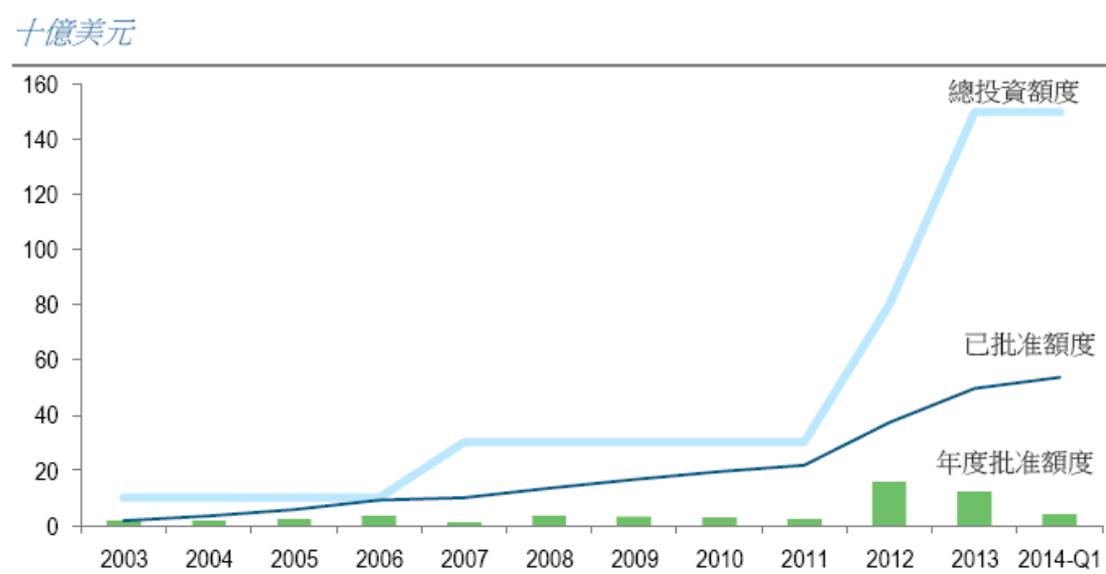
圖十七 香港人民幣存款與點心債發行量



資料來源：BNP

(二) 資金回流管道與額度擴增，有助提升境外投資人持有境內人民幣債券需求。目前海外人民幣資金回流至中國大陸境內，主要有三大管道，分別為 QFII、RQFII 及三類機構投資額度。而截至 2014 年第三季，中國大陸實際批准的額度與可投資總額度上限仍有一段距離（見圖十八與圖十九）。目前海外投資人持有人民幣債券比重僅 2%，據 JP 估計境外投資人進入境內人民幣債券市場的方式如圖二十，其中，至 2014 年 4 月止，境外投資人以國外央行持有境內人民幣債券最多，約 2200 億人民幣；其次則為 RQFII 約 1500 億。JP 預計至 2014 年年底，境外投資人累計持有境內人民幣債券可達 6500 億，且在未來 1~2 年內境外投資人之人民幣債券持有量甚至可能超越巴西及墨西哥債券之持有量（見圖二十一）。

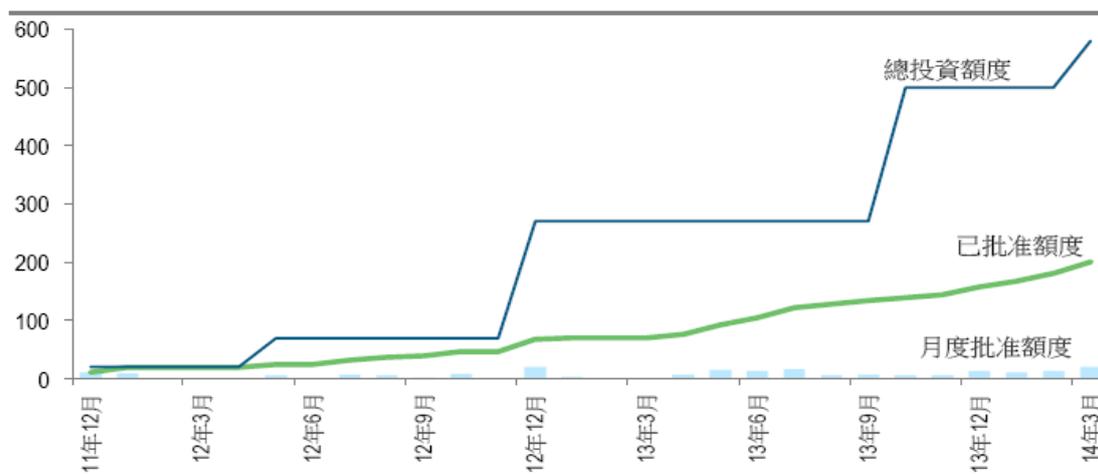
圖十八 QFII 總投資額及已批准額度



來源：環亞經濟資料，國家外匯管理局，渣打銀行全球研究部

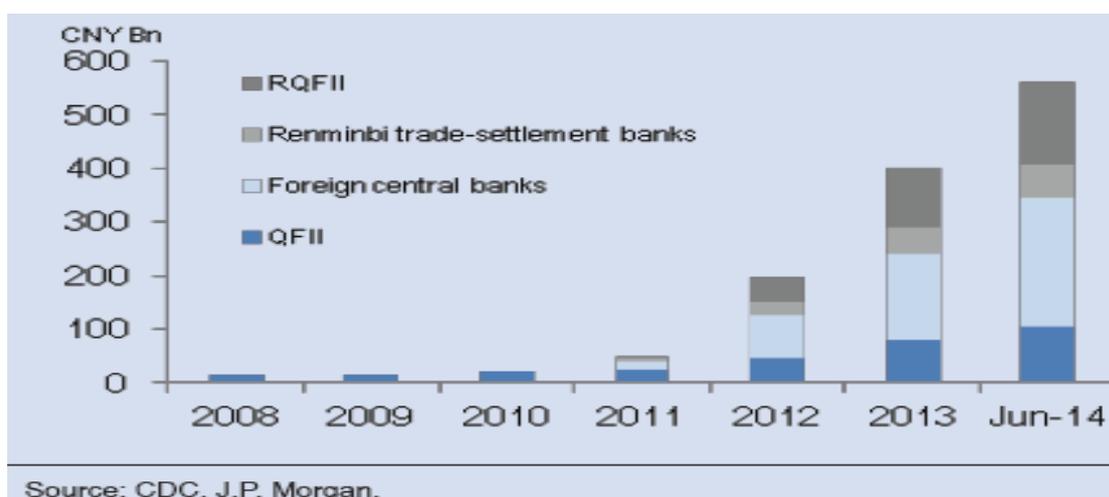
圖十九 RQFII 總投資額及已批准額度

十億元



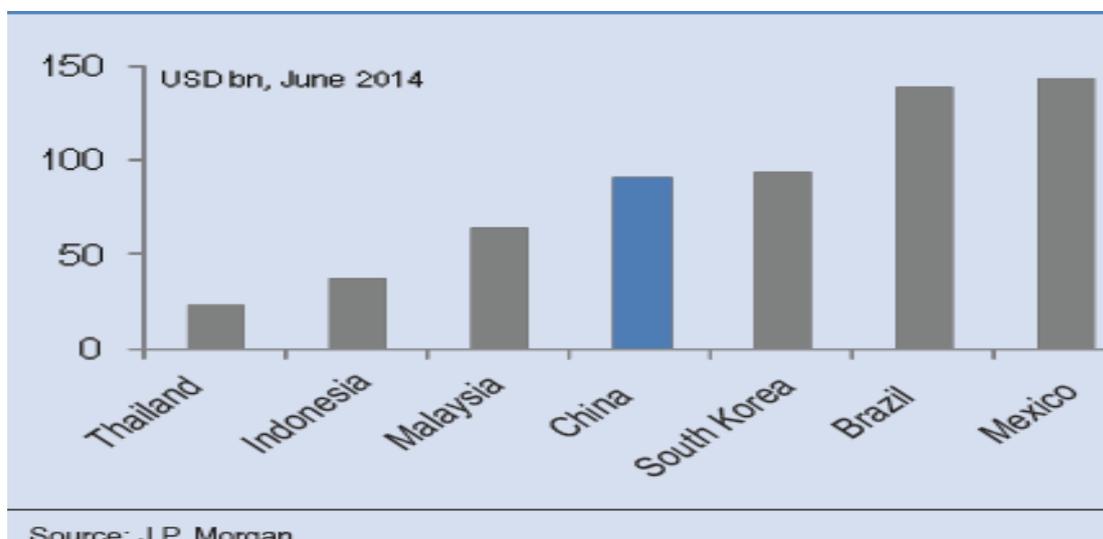
來源：環亞經濟資料，國家外匯管理局，渣打銀行全球研究部

圖二十 境外投資人持有人民幣債券方式



Source: CDC, J.P. Morgan.

圖二十一 各國境外投資人持有債券情形



Source: J.P. Morgan.

四、 投資風險

- (一) **央行貨幣政策透明度低，加劇市場波動性：**人行貨幣政策變動偏好在市場未預期時發佈，與其他已開發國家央行總裁或理事大多會事先透過談話，向市場釋放未來政策訊息有所不同，因而過去幾次意外之升降息，均造成隔日市場之劇幅波動。例如此次的降息，即造成宣布當日盤後 IRS 下跌 25bps，隔日 10 年期公債殖利率開盤下跌 30bps，收盤跌幅為 17bps；A 股開盤跳空開高 1%，收盤上漲 1.89%；人民幣匯率由 6.1249 走弱至 6.1357。
- (二) **市場流動性不如其他各國公債：**境內人民幣公債買賣價差約 4~5bps，與其他已開發主權國家公債平均買賣價差僅 0.1~1bps 相比，仍顯過大。再加上發行後，籌碼約有 70%被銀行與保險公司所持有，且大多採持有至到期方式，僅有約 23%會適時於市場上進行調節。因而，相較於其他各國公債，境內人民幣公債之市場深度仍不足。
- (三) **地方財政改革：**過去各地方政府透過發債或為地方融資平台之借貸，提供隱性信用保證，此類籌資方式合計提供了 25%的地方基礎建資金。據審計署統計，截至 2013 年 6 月，地方政府債務共 17.9 兆，其中地方政府或有債務達 7 兆，相較於中央政府債務共 12.4 兆，或有債務僅 2.6 兆而言，此類或有性債務明顯高出許多。

因而中央政府於今年 8 月修正預算法後，即明定要求各地方政府於 2015 年 1 月 15 日前，統計各地方政府負債餘額，且之後不再允許為地方融資平台提供隱性信用保證。未來各地方政府之借貸亦將朝自發自還方式邁進，預算受各地方議會及中央政府監督，中央政府亦明確表示不會為各地方政府債務提供任何保證。是故，從信用風險角度來看，投資地方政府債之風險較高，再加上地方政府債流動性又較中央政府公債流動性差，發債後約 1 週即幾無任何成交，較不適合對各地方政府財政健全度不熟悉之境外投資人。

五、 其他替代標的

- (一) 政策性金融債亦為不錯之替代標的：由於此三家政策性銀行均直接受政府控制，其發行之債券有強烈的隱性擔保意涵，因而國際信評組織對其所給予之信評，幾與主權評等一致。銀監會亦認可銀行持有政策性金融債與政府公債同享零風險權重。其市場流動性甚至略高於政府公債。即使考慮稅負差異(票息收入需多負擔 10%的所得稅)，投資政策性金融債，71bp 之利差對境外投資人而言，仍具吸引力。

(二) 定期存款：目前中國銀行 5 年期定期存款利率約為 4.08%，較 5 年期政府公債之 3.61% 高。單從利差來看，定存明顯較投資公債為佳。

(三) 小結：相較於定存，投資公債雖有利率變動市場風險，但相對地也提供賺取資本利得機會。且公債市場之規模較大，較符合外匯存底配置金額較龐大與流動性要求之特性。而政策性金融債其利率雖較公債為高，流動性亦不差，但若從外匯存底管理著重安全性的角度來看，投資初期似乎仍以政府公債為較佳之選擇。而從圖二十二亦可看出，境內人民幣政府債券可提供較境外人民幣政府債券更高之利率，市場規模亦較境外市場大，因而隨著境外投資人投資額度許可的擴增，相信其對境內人民幣政府債券之需求亦將會擴大。不過，境內人民幣政府債券殖利率曲線較平坦，長天期債券提供之貼水不若美國，若欲投資則可以 5~7 年期政府公債為主軸。

圖二十二 人民幣境內境外與美債殖利率曲線



資料來源: Bloomberg

伍 結論與建議

中國大陸經濟規模已躍居為世界第二大經濟體，其龐大的經常帳盈餘及大量的資本流入，促使人民幣有望成為國際貨幣之一。相信隨著人民幣國際化腳步的加快、與多國簽定換匯協議並開放境內資本市場，人民幣及其相關之投資產品勢將逐漸受投資人青睞。

雖然在金融風暴後，美元仍是各國央行外匯存底的主要投資幣別。但已有愈來愈多的國家央行於其外匯存底中納入人民幣資產配置。目前已知獲得境內人民幣投資額度的央行有澳洲、瑞士、韓國、南非、泰國、印尼、馬來西亞、新加坡、卡達、斯里蘭卡、白俄羅斯等。其中，澳洲央行明確表明已投入 3% 的外匯存底於人民幣資產；瑞士央行亦表示獲得之 150 億人民幣投資額度，將有助其外匯存底資產組合更為分散。

從外匯存底管理角度而言，由於外匯存底資金龐大，投資標的市場規模深度需夠大，以吸收大量資金的流入，(1) 人民幣政府債券市場規模已與德國公債市場相近，足以吸收大量的資金流入，(2) 由於其為開發中國家，經濟成長率仍高，再加上內需市場龐大且資本帳仍未完全開放，所以不論是從國內經濟成長率或通貨膨脹率來看，其與世界其他各國的相關性均較低，有助降低投資組合風險，(3) 高信評

的要求下，仍可提供高收益率，同時滿足外匯存底管理安全性與收益性之要求。因此，境內人民幣政府債券頗具投資價值。

不過，由於境內人民幣政府債券市場，籌碼大多被銀行與保險公司持有，而不會於市場上流通，買賣價差較高，其流動性相對於其他已開發國家而言仍不足。若要納入外匯存底資產配置，其投資比重仍不宜過高，且投資初期可以 5~7 年期政府債券為標的。

陸 參考資料

1. BNP(2014/9), “Investing RMB in China-China’s Interbank Bond Market” .
2. BNP(2013/11), “All About RMB” .
3. BNP(2014/11), “中國債券市場-波瀾壯闊的 2014” .
4. BNP(2014/10), “Renminbi Gran Turismo : The Rising Yuan in Seoul” .
5. Bridgewater (2014/11), “Daily Observations” .
6. Deutsche Bank(2014/8), “China Bond Market” .
7. JP(2014/10), “Reserves management review” .
8. Standard Chartered (2014/5), “2014 中國境內債券市場投資指南” .
9. Standard Chartered (2014/12), “FX strategy 2015 : Our currency, your problem” .
10. Societe Generale(2014/11), “China : seismic shift on the fiscal horizon” .
11. SWIFT (2014/10), “RMB Tracker” .