

出國報告(出國類別：其他)

## 大陸債券市場業務探討

服務機關：臺灣銀行股份有限公司財務部

姓名職稱：陶克柔 高級襄理

派赴國家：中國大陸

出國時間：104年10月19日至104年10月22日

報告日期：105年1月4日

## 內容摘要

本報告是以大陸銀行間債券市場為主軸，做一系列相關議題的彙整，從對銀行間債券市場發展概況介紹、債券投資市況，到地方政府城投債與債務置換，及中國銀行人民幣債券交易指數等投資面與交易面的內容，最後則描述大陸銀行間債券市場保管機構與稅賦制度，本報告進行了大陸銀行間債券市場完整的簡析。

大陸銀行間債券市場為大陸境內債券主要交易市場，截至 2015 年第三季，交易量已為全球 OTC 市場第三大。大陸財政部因應城投債的高槓桿風險而推出的地方政府債務置換方案則相當於政府在背後的隱性支持，未來城投債將走入歷史，取而代之的為新市政債。新債發行的利率將會貼近市場利率，不再是一個高收益債券，市場將此債務置換方案視為「中國大陸式量化寬鬆（QE）」的方法之一，亦讓市場不對稱的利率水準趨於一致平衡。

另外，中國銀行建立的『中國銀行人民幣債券交易指數』，未來可作為直接交易的指數，成為一種金融產品標的物。最後，則介紹大陸銀行間債券市場的主要保管機構則為中央國債登記結算有限責任公司(簡稱中債登)，市佔率達 80%，並就外資稅賦問題進行研究說明。

# 目 錄

壹、目的	1
貳、過程	2
參、內容	3
一、大陸銀行間債券市場發展概況	3
二、銀行間債券市場交易規模與債券品種	4
三、城投債與地方政府債務置換	6
四、中國銀行人民幣債券交易指數	9
五、大陸銀行間債券市場保管機構	13
六、大陸銀行間債券市場賦稅制度	14
肆、心得與建議	15
伍、資料來源	16

## 壹、目的

本行繼2012年以三類投資機構(境外人民幣清算參加行)申請大陸銀行間債券市場投資額度獲准後，於2015年7月再申請獲准QFII投資額度，投資大陸境內股票及交易所債券市場，經考量大陸境內債券市場交易主要為銀行間債券市場，因此再向中國人民銀行申請銀行間債券市場投資額度，亦於同年10月獲准，未來將視市況伺機進入大陸市場，以持續掌握大陸未來降息降準契機。

中國人民銀行邀請本行派員前往北京親取核准函，並就本行銀行間債券市場投資策略進行說明。職謹奉總經理核准於2015年10月19日~10月22日赴北京取得核准函，並經中銀國際證券股份有限公司(上海及北京)與中國銀行臺北分行安排拜會中國大陸財政部、中國銀行總行、中銀國際證券股份有限公司、中央國債登記結算有限責任公司(中國大陸境內債券保管機構)等，除可對中國大陸境內債券投資及保管做更進一步的了解外，亦與金融同業對大陸未來投資市況及兩岸債券市場規模與制度進行交流。

## 貳、過程

兩岸主管機關陸續開放人民幣相關業務，特別在資本市場的發行及投資債券方面積極鬆綁，在中國人民銀行多次降息降準實施貨幣寬鬆政策後，對大陸境內債券市場的投資策略與QFII 額度項下銀行間債券市場投資、稅賦等均為本次行程安排的重點，本次北京行程安排為 4 天 3 夜，行程表如下：

奉派人員職級姓名		財務部 高級襄理兼科長陶克柔		
出國事由		赴北京拜訪中國人民銀行有關本行投資大陸銀行間債券市場事宜及參訪金融同業		
日期	出國地點	任 務	停留天數	備註
10/19	飛機/北京	飛行(下午抵達北京)。	1	
10/20	北京	拜訪中國人民銀行及中國銀行總行。	1	
10/21	北京	拜訪中國大陸財政部、中央國債登記結算有限責任公司	1	
10/22	北京/飛機	拜訪中銀國際證券股份有限公司 飛行(下午 23:00 抵達桃園機場)。	1	
合計			4	

## 參、內容

### 一、大陸銀行間債券市場發展概況

自 19 世紀大陸僅有國債市場，至目前隨著大陸金融市場的逐步完善以及直接融資的開放，與人民幣國際化的背景下，債券市場逐漸建立了成熟的市場架構。債券發行機構包括財政部、地方政府、政策性銀行、商業銀行、非銀行金融機構、國際開發機構和非金融企業等各類市場參與發行，債券投資者包括商業銀行、非銀行金融機構、證券公司、保險機構、基金、非金融機構、境外機構等，債券種類日趨多樣化，近年的城投債與地方債務置換更是債券市場的創新。

大陸境內債券市場交易區分為於交易所掛牌之債券交易與銀行間債券市場交易，銀行間債券市場為境內債券主要交易市場，交易券種多、流動性高，2010 年 8 月，中國人民銀行發布「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」，允許境外機構，包括境外中央銀行、香港、澳門地區人民幣業務清算行（港澳人民幣清算行）、跨境貿易人民幣結算境外參加銀行（境外參加銀行），在核准的額度內從事銀行間債券市場投資業務，自此，外資開始正式進入中國大陸銀行間債券市場交易，開啟了中國大陸債券市場對國際市場開放的大門。

2011年8月17日，大陸國務院副總理李克強表示，將允許以人民幣境外合格機構投資者方式（RQFII）投資境內證券市場，初步金額為人民幣200億元。2012年4月3日，為進一步推展境內證券市場對外開放，拓寬境外人民幣投資管道，滿足境外投資

者對境內證券市場的投資需求，試點機構可以在託管及結算代理銀行開立三類專用存款帳戶，分別用於銀行間債券市場交易、交易所債券市場交易和股票市場交易的資金結算。

2013 年，中國人民銀行發布「關於合格境外機構投資者投資銀行間債券市場有關事項的通知」，允許獲得中國證監會核發合格投資者資格及國家外匯管理局核批投資額度的合格投資者可以向中國人民銀行申請進入銀行間債券市場，合格投資者可以在獲批的額度內投資銀行間債券市場。從此銀行間債券市場加快了對外開放的步伐，投資者結構日益多元化。

根據中國人民銀行《2014 年金融市場運行情況》，截至 2014 年末，共有 211 家境外中央銀行或貨幣當局、國際金融機構、主權財富基金、人民幣業務清算行、跨境貿易人民幣結算境外參加行、境外保險機構、RQFII 和 QFII 等在內的境外機構獲准進入銀行間債券市場，其中已有 180 家境外機構入市交易，持有債券 5,720.4 億元。2015 年 7 月，中國人民銀行進一步開放境外主權類機構投資銀行間債券市場。

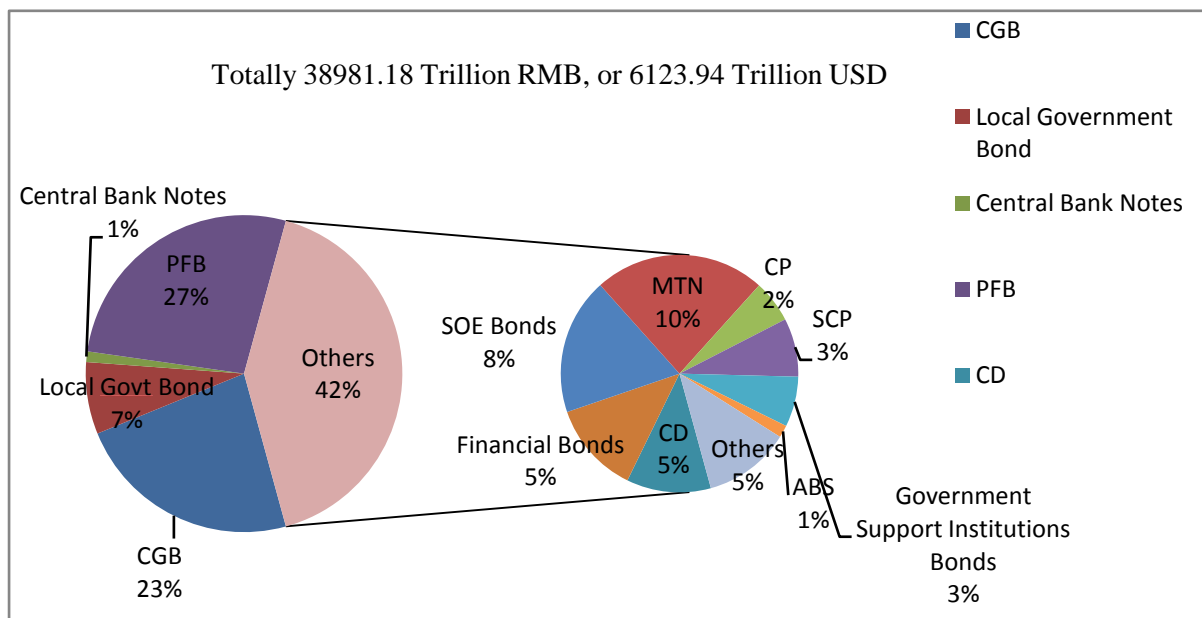
## 二、 銀行間債券市場交易規模與債券品種

目前大陸銀行間債券市場交易量達人民幣 38,981.18 兆，已為全球 OTC 市場第三大，但依據彭博估算，年交易額相對於存量的比例只有 1.1%，美國債券市場比例則為 4.7%，主要原因仍然在於中國大陸資本管制與其部分券種交易的不透明，且相對流動性不足所致。整體而言，在流動性方面，由於中國大陸四大行資金充沛，因此國

債與政策性金融債持券主力集中在四大行，為去化資金，均以持有至到期為主要投資策略，這也是造成流動性差的原因之一，此一部分與臺灣公債市場狀況類似，持券集中度高，致流動性缺乏。

截至 2015 年 9 月底，中國大陸債券市場的債券託管總額達 44.11 兆，其中，銀行間債券市場的債券託管總額為 40.47 兆，占比 91.75%。國債餘額 9.16 兆，國開行債餘額 6.06 兆，進出口銀行債餘額 1.81 兆，農發行債餘額 2.43 兆。2014 年，銀行間債券市場累計發行人民幣債券 12.20 兆，其中國債發行 1.77 兆，國開行債 1.14 兆，進出口銀行債 0.50 兆，農發行債 0.66 兆。

大陸銀行間債券市場主要交易債券種類以國債、政策性金融債券、地方政府債及央票等利率型債券為主，信用類債券(企業債)亦在積極快速成長中。目前外資金融機構進入銀行間債市的投資標的仍以國債及政策性金融債券為主。



資料提供：中國銀行

CGB：國債；Local Government Bond：地方政府債；Central Bank Notes：短票；PFB：政策性金融債券  
CD：定存單



### 三、 城投債與地方政府債務置換

城投債(亦為企業債的一種)簡單來說就是透過地方政府融資平台發行的市政債，地方政府融資的方式除了向銀行貸款借錢，另一個方式就是發債，資金主要用於地方政府基礎建設，過去幾年地方政府城投債蓬勃發展，收益率驚人，達到 10%以上，因此也成為大陸理財信託商品投資的主要標的，以提升商品價值增加收益率，普遍投資人瘋狂追逐高收益率產品，忽略背後隱藏的高收益高風險的觀念，地方債務的急劇膨脹，以債養債，高槓桿模式造成利息負擔日益加重，泡沫化愈來愈嚴重，終究陸續爆發違約事件，但由於銷售理財商品的為商業銀行，因此最後均由銀行採取剛性兌付，並未造成實際違約情事。此外，以往城投債可充當質押擔保品，2014 年中國證券登記結算有限公司(以下稱中證登)修改了對企業債在交易所的質押規定，修改為債券發行人評級需在 AA 以上、債券評級在 AAA 才可為質押擔保品，這也形成對城投債市場的衝擊之一。

依據大陸全國人民代表大會對地方政府債務的分析，2014 年全國地方政府債務(政府負有償還責任的債務)餘額 15.4 兆，2015 年地方政府債務餘額限額為 16 兆，從債務期限看，2015 年到期 3.1 兆，占 20%；2016 年到期 2.8 兆，占 18%；2017 年到期 2.4 兆，占 16%；2018 年及以後年度到期 6.2 兆，占 40%；以前年度逾期債務 0.9 兆，占 6%。

地方政府債務的問題大概可歸納為下列幾點：

1、**存量規模大，債務增長快**。2014 年地方政府債務餘額 15.4 萬億元，比 2013 年 6 月底淨增 4.5 萬億元，增幅達到 41%左右。2014 年末地方政府債務餘額是 2014 年地方一般公共預算收入的 1.2 倍，約為 2014 年地方一般公共預算支出、政府性基金預算支出和國有資本經營預算支出決算匯總數的 86.3%。

2、**對新增債務需求仍然較大**。中西部地區要加快發展，融資需求仍然較大，包括在建專案在內都需要持續投入建設資金，希望中央對地方舉債能夠理解和支持，加強債務管理也應考慮地方經濟發展需要，在今後的新增債務限額分配上給予適當協助。

3、**變相融資**。有些地方採取地方財政與銀行、國有企業等合作成立基金的形式，支持城市建設和產業發展，這類基金運作中行政色彩較多，投資風險控制機制不完善，未來可能會在現行法律和政策框架外出現“變相債務”。

4、**現行財政體制下地方政府財力普遍不足**。各級地方財政在扣除促發展、保民生以及中央各類政策、項目配套資金等支出後，能夠安排用於還債的資金極為有限。

5、**地方存量債務利率普遍較高**，大多在 7%以上，有些項目利息甚至高達 20%以上。據估算各級地方每年利息支出就達近兆元，有的地方甚至連債務利息也無力償還，有的地方已經連續幾年出現逾期債務。

6、**國家決定對地方政府債務餘額實行限額管理，但對如何確定限額僅有原則性表述。**

如何科學界定地方政府債務限額，將債務規模控制在合理水準，與經濟社會發展水準相適應，還需要深入研究提出明確意見。

7、**舉債機制存在隱患。**現行管理規定賦予省級政府適度的舉債權限，市縣級政府確需舉借之債務，由省級政府代為舉借。這種舉債融資機制造成上級政府實質上需要對下級政府的負債背書，而市縣等基層政府作為債券資金的使用者和責任人，又沒有獲得足夠的舉債融資許可權，舉債權利與還債責任脫節可能帶來一定的債務風險。

8、**或有債務風險。**除已經統計的融資平臺等或有負債外，社會保險欠帳、國有企業歷史遺留問題等也可能轉化為政府債務，調研中還發現個別地方甚至通過舉債來發放養老金。

9、**問責機制沒有有效建立。**缺少具體可操作的落實機制，至今也沒有一個地方或個人因為違規舉債被問責。

10、調研發現，由於置換債務的期限大都在 5 年以上，一些地方對債務償還問題尚沒有緊迫感，只希望能夠將全部存量債務進行置換，甚至出現了“地方債務已不是問題”的思想傾向。

全國地方政府債務處理地方債務問題的日趨重要，為避免地方政府舉債過高，違約機率高升，大陸又宣布新的政策，自 2016 年起只能通過省級政府發行地方政府債

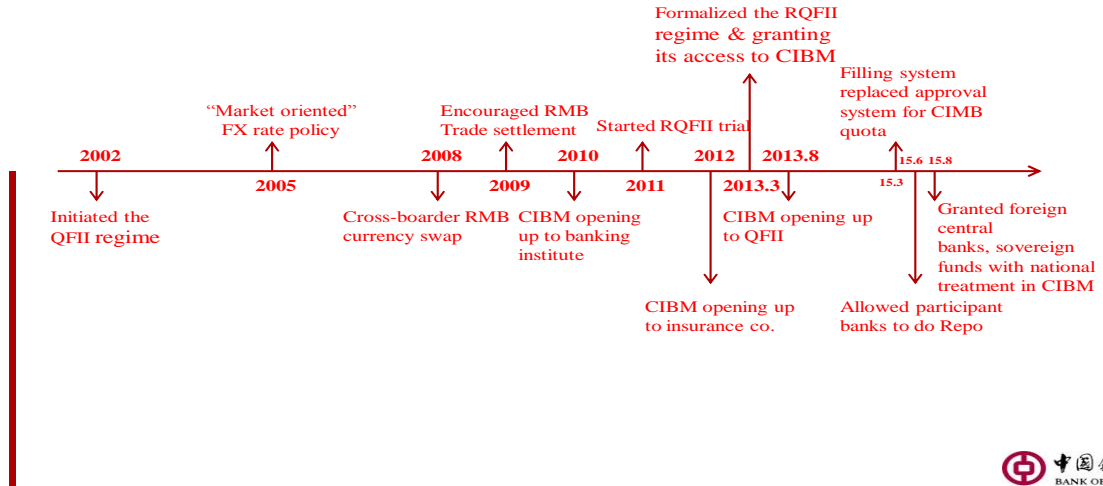
券方式舉借政府債務，地方政府被正式賦予舉債的權利，平臺代替地方政府融資的時代即將過去，地方政府債務將進入“市政債”時代。在政策的引導之下，大陸地方債會逐步透明化，未來城投債將逐步退出歷史舞臺，取而代之的是地方政府直接發債的市政債模式，根據性質和還款來源不同，地方的一般性債務利率會更加接近與利率債水準。

今年初中國大陸財政部提出地方債務置換方案，只允許用於置換高成本的影子銀行和銀行借貸，預計 3 年加碼換置 14.7 兆元人民幣，在明後兩年內置換完畢。地方政府債券是以當地政府稅收能力為擔保的債務憑證，債務置換則是政府延長債務到期支付的時間，債務置換方案提出後，地方政府城投債的信用相當於政府在背後的隱性支持，因此，再度發生違約的機率大幅降低。透過發行新的債券替換之前地方債券持有者手中即將到期的舊債券，地方政府可以緩解短期內的償還壓力，但是債務終究要償還的，只是以新債還舊債，而且新債發行的利率將會貼近市場利率，不再是一個高收益債券，市場將此債務置換方案視為「中國大陸式量化寬鬆（QE）」的方法之一，亦讓市場不對稱的利率水準趨於一致平衡。

#### 四、 中國銀行人民幣債券交易指數

此次北京之行，職巧遇中國銀行人民幣債券交易指數於大陸、新加坡、倫敦同步首發發表會，見證了人民幣債券市場另一個創舉，中國銀行除介紹人民幣國際化的進程，並表示對資本市場國際化的開放投入新商品做出貢獻。下表為中國銀行提供之人民幣國際化進程時序表：

## The arrow of RMB internationalization



### (一) 中國銀行人民幣債券交易指數編製背景

近年來，在大陸政策引導下，銀行間債券市場加快對外開放，同時伴隨著金融創新，銀行間市場的債券品種也不斷豐富，債券交易日益活躍，銀行間債券市場已經成為中國大陸金融市場乃至全球金融市場上重要的組成部分。截至2015年8月底，191家境外機構（不含主權類機構）已進入銀行間債券市場，包括107家清算行和參加行，57家RQFII和27家QFII。其中中國銀行代理客戶數量為57家（共68個帳戶），占市場比重約為30%。

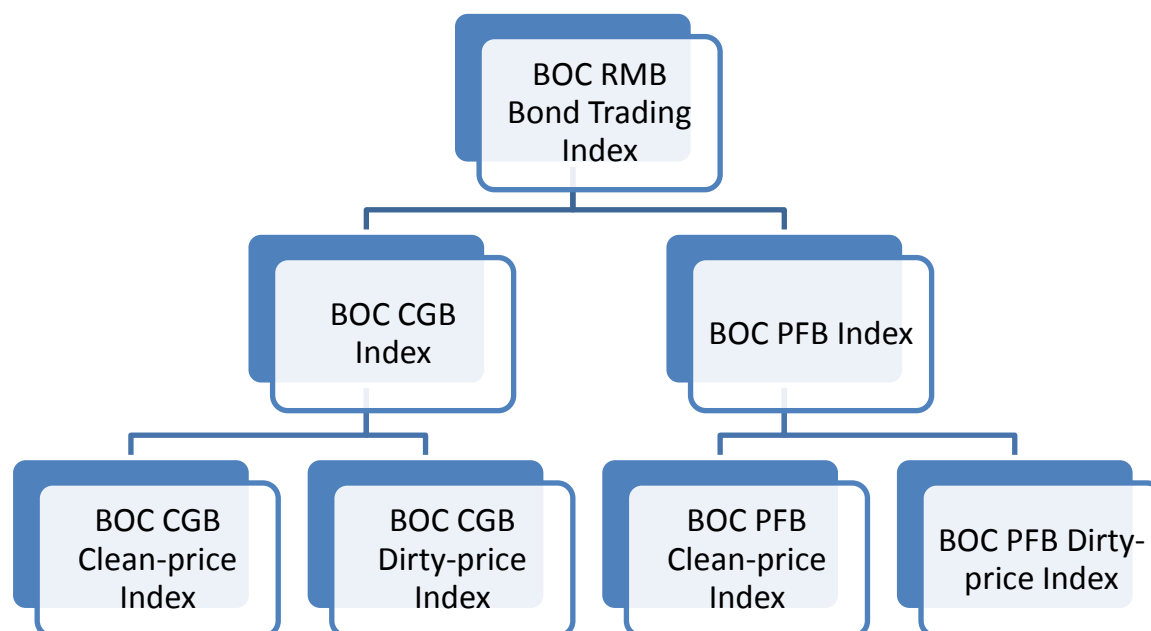
中國銀行建立一個能夠及時反映利率變化趨勢、真實反映銀行間債券市場流動性、能夠快速熟悉銀行間債券市場的債券指數，因而開發了『中國銀行人民幣債券交易指數』。依據該行表示該指數不僅能表現銀行間債券市場走勢，也能夠充分反映銀

行間債券市場的流動性特徵，在未來也能夠作為可直接交易的指數，成為一種金融產品標的物。

## (二) 中國銀行人民幣債券交易指數的介紹

建立的兩個指數分別為：中國銀行人民幣國債交易指數和中國銀行人民幣金融債交易指數，每個指數根據樣本券價格選取淨價或是全價分成淨價指數和全價指數。中國銀行人民幣債券交易指數會在 Bloomberg(彭博資訊)、Thomson Reuters(湯森路透資訊)以及中國銀行官網進行每日更新，同時也會在中國銀行的各類研究報告等平臺以固定頻率發佈。

圖示一：「中國銀行人民幣債券交易指數」分類與組成架構圖：(資料來源:中國銀行)



圖示二：中國銀行人民幣國債交易指數(Bloomberg資訊) (資料來源:中國銀行)



圖示三：中國銀行人民幣國債交易指數(Thomson Reuters資訊) (資料來源:中國銀行)



## 五、大陸銀行間債券市場保管機構

Euroclear 及 Clearstream 為全球兩大國際保管機構，在大陸銀行間債券市場的保管機構則為中央國債登記結算有限責任公司(簡稱中債登)及上海清算所(簡稱上清所)。大陸銀行間債券市場自 1997 年 6 月成立以來，一直由中債登負責債券託管，採用全額、即時、逐筆雙邊清算方式，即“券款同步”制度(DVP, Delivery Versus Payment)結算。自上清所於 2009 年成立後，宣布正式向銀行間市場提供現券交易淨額清算(下稱現券淨額)，即中央對手方(Central Counter Party, 下稱 CCP)清算機制，自此與中債登揭開競爭的序幕，惟以目前的銀行間債券保管市場占有率觀之，中債登擔任銀行間債券市場主要託管機構，為國債、政策性金融債券、企業債、中期票據、資產支持證券等多個券種進行託管，市占率高達 80%。

中債登是經國務院批准設立的大陸境內首家中央登記託管結算機構，屬於國有獨資的中央金融企業，從國債集中託管開始，逐步發展為各類金融資產的中央登記託管結算機構。根據中國大陸財政部頒布的國債託管管理辦法規定，中債登是大陸財政部唯一授權的國債總託管人；根據人民銀行的債券市場相關管理辦法，中債登是指定的銀行間市場債券登記託管結算機構和商業銀行櫃檯記帳式國債交易一級託管人；根據銀監會的安排，中債登亦擔任信託登記系統、理財產品資訊登記系統和信貸資產登記流轉系統等的開發或運作。截至 2014 年底，公司登記託管各類金融資產共計 54.2 兆，較前年底增長 11.4 兆。其中，債券類資產 28.7 兆，商業銀行理財產品 14.8 兆，信託產品 10.7 兆。

此外，中債登依照信用等級及利率種類建立了超過 1,100 條殖利率曲線，每日提



供 7,300 餘張債券的估值及相關風險指標，幾乎囊括了境內債券市場所有可流通債券，於官網公布各類指數編致說明、中英文債券簡評等等。

## 六、大陸銀行間債券市場賦稅制度

目前大陸銀行間債券市場稅賦不完全明確，由於主管機關眾多，例如財政部、發改委、中債登、人民銀行、銀監會等等，規定不盡然一致，稅賦問題仍在模糊地帶，雖然法令規定對於QFII銀行間債券市場之利息收入及營業稅均分別需課徵10%、5%，惟在目前交易實務上並無徵收，即使利息匯出，至今仍不需扣繳任何稅款，惟主管機關仍保留日後徵收追討的權利，這部分尚未釐清，有可能未來大陸為積極推動開放資本市場，而全面進行對外資稅賦制度的檢討。

以下表格及資料來源為中債登提供：

		企業所得稅	營業稅
境外央行、港澳人民幣清算行、境外參加行	利息收入	徵收(稅率 10%)	徵收(稅率 5%)
	買賣價差	不徵收	
QFII、RQFII	利息收入	徵收(稅率 10%)	徵收(稅率 5%)
	買賣價差	不徵收	免徵

- (一) 境外機構投資大陸銀行間債券市場取得之利息收入，大陸有權利按照法律徵稅（目前稅率為10%）；如果收款人是該利息收益所有人，則所徵稅款不應超過利息總額的10%（香港和澳門不應超過7%）。
- (二) 境外機構若為該國政府、中央銀行或是政府所有的金融機構，則可免稅。
- (三) 對美國、日本的境外機構投資大陸銀行間債券市場取得的價差收入，大陸將按照

當地法律徵收所得稅；英國、韓國、香港和澳門的境外機構投資銀行間債券市場取得的價差收入僅在境外機構所在地徵稅。

## 肆、心得與建議

此次參訪大陸金融機構及債券保管機構，見證了大陸積極國際化的步伐，隨著大陸資本市場逐步開放，法規鬆綁，加上大陸經濟前景不佳，2016年續有降息降準機會，投資大陸境內債市仍有利可圖。

惟大陸債券市場無論在發行或投資及稅賦方面都相對其他國家複雜且不開放，政策變數仍多，對於債券發行之主管機關更為多頭馬車，要經過層層審批，發行人向不同主管機關申請發債，會有不同種類的債券名稱，例如可能名稱為中期票據或企業債等不同之區分，債券種類的複雜度、種類之多是外資投資難以理解明白之處，外資投資大陸境內債市，也只能慎選投資標的，考量發行人信用風險、存續期間與收益率等因素，至於債券託管是屬於中債登或是上清所，將交由境內託管機構區分判斷。

本行於2012年即已取得銀行間債券市場的交易額度，由香港分行運用投資，另財務部亦於去(2015)年取得QFII額度項下銀行間債券市場額度，雖然額度不大，但是就資金多元化區域配置、中國大陸未來仍有雙降空間、大陸債券收益率與全球各幣別債券相較仍有利差與熟悉大陸境內債市操作等方面考量，仍應小試水溫，進入銀行間債券市場除可以在次級市場投資，亦可透過當地券商參加初級市場，但未來人民幣匯率貶值的風險猶存，找尋適當的進場時機，並做適當的匯率避險，將是未來QFII進場的重要考量之一。

## 伍、資料來源

- 一、中銀國際證券股份有限公司「地方債務置換報告」。
- 二、中國銀行人民幣債券交易指數介紹。
- 三、中央國債登記結算有限責任公司年報及稅收規定研究。
- 四、中央國債登記結算有限責任公司編制「中債價格指標系編制方法匯編」。