



全球投资者调查

投资中国内地在岸债券市场

2016年11月

www.asifma.org

请关注我们: [Twitter](#); [LinkedIn](#)

目录

A. 报告摘要	3
B. 受访者情况说明	5
C. 投资预期	6
D. 目前的准入渠道	7
E. 法律和运营方面的问题	7
F. 资本市场发展	8
G. 信用资讯	8
H. 宏观经济	8
I. 投资偏好	9
附件：调查结果	10

A. 报告摘要

2016年9月，欧洲金融市场协会(AFME)¹、另类投资管理协会(AIMA)²、卢森堡基金行业协会(ALFI)³、亚洲证券业与金融市场协会(ASIFMA)⁴、爱尔兰基金(Irish Funds)⁵、韩国金融投资协会(KOFIA)⁶及证券业和金融市场协会资产管理小组(SIFMA AMG)⁷开展了一项关于投资者对中国内地在岸债券市场兴趣的全球调查，这是迄今为止同类调查中规模最大的一次。调查的目的是向全球（现有和潜在的）投资者了解他们对投资于中国内地债券市场的看法、他们的主要关切，以及他们希望政策有哪些改变和发展。随后，ASIFMA 将于 2017 年初发布一份中国资本市场发展状况白皮书，将根据本次调查的结果提出相关政策和监管建议。

此次调查于 2016 年 9 月 14 日至 10 月 7 日在线进行，收集了来自全球 100 多个受访机构的反馈意见，这些机构管理的全球资产总额超过 21 万亿美元。

调查问卷中设计了一些问题，涉及投资者在考虑投资中国在岸债券市场时关心的专题问题：（i）宏观经济因素；（ii）资本市场发展；（iii）信用资讯；（iv）法律和运营方面的问题。

1-5 分（1 最重要，5 最不重要）	因素	法律和运营	资本市场发展	信用资讯	宏观经济
1.56-2.0	自由将投资资金汇回本国	✓			
	明确的受益所有权规则	✓			
	明确的预扣税和增值税制度	✓			
	二级债券市场流动性		✓		
	政府制定清晰稳定的金融市场政策				✓
	资本跨境自由流动		✓		
	认可净额结算制度	✓			
2.01-2.20	能自由使用与全球市场接轨的交易和结算基础设施	✓			
	国际结算周期	✓			
	能获得对冲工具，如投资于在岸外汇产品、期货、信用违约掉期、人民币利率互换市场		✓		
	企业治理		✓		
	离岸（从资讯提供商）获得中国市场的信用资讯			✓	
	人民币的价值				✓
	获得债券工具层面的国际评级			✓	
2.21-2.46	拥有清晰可行的“了解你的客户”规则，供与对手方建立合作关系	✓			
	评级机构评定的发行人业务覆盖范围			✓	
	加入全球债券指数		✓		
	利率由市场决定		✓		
	中国企业的违约率				✓
	中国企业的杠杆率				✓
	国内不同评级量表之间有所区别			✓	
2.47-3.25	提供代理人账户/综合账户结构（在岸/离岸）人民币供应量	✓			✓
	提供离岸结算	✓			
	实时基准收益曲线		✓		
	可供外国投资者选择的投资产品		✓		
	英文版文件和规章		✓		
	广泛且多样化的投资者基础		✓		
	外国承销商进入一级市场		✓		
	形成“实质出售”回购市场		✓		
	GDP 增速				✓
	房地产市场价格				✓

最重要

最不重要

¹ 网址: <http://www.afme.eu/>

² 网址: <https://www.aima.org/>

³ 网址: <http://www.alfi.lu/>

⁴ 网址: <http://www.asifma.org/>

⁵ 即爱尔兰基金行业协会，网址: <http://www.irishfunds.ie/>

⁶ 网址: <http://eng.kofia.or.kr/index.do>

⁷ 网址: <http://www.sifma.org/>

在过去几年中，中国政府进一步努力吸引更多外国投资，为外国投资者进入中国这个世界第三大债券市场创造了更有利的条件。尽管中国政府放宽了对资本流入的限制，但中国债券市场仍然缺乏深度，外国投资者持有的债券不到中国债券总额的 2%。本调查的结果表明，外国投资者仍然面临着大量障碍，中国政府要实现其“十三五”规划中制定的完全开放其资本市场的目标，需要考虑到这些障碍。事实上，在调查的 32 个因素中，几乎所有的因素都被认为是非常重要的。更具体地说，在 32 个因素中，26 个的得分低于平均分数，即 2.5 分（采用 5 级量表，1 为最重要，5 最不重要）。

虽然参加调查的受访者认为所有因素都很重要，但我们注意到，与宏观经济障碍（如 GDP 增长或房地产市场价格）相比，参与市场的技术性壁垒（即法律和运营问题）相对更为重要——尽管考虑到当前中国的经济环境。例如，国际投资者优先考虑的事项包括：（i）投资资金自由汇回本国；（ii）明确的受益所有权规则；（iii）明确预扣税和增值税制度。虽然接受调查的机构都是长期投资者，但是他们最关心的问题仍是能否便捷地将投资资金汇回本国；应该通过消除 QFII 和 RQFII 锁定期、汇款上限等限制解决此问题。

在资本市场发展方面，调查结果显示，二级债券市场的流动性和资本跨境自由流动也是投资者非常关心的问题。此外，国际投资者非常看重相关规则的清晰性、透明度和稳定性，无论是预扣税规则还是较为一般的金融市场政策，都是如此。

需要强调的是，调查中涉及的许多因素是相互关联的。例如，受访者认为二级债券市场的流动性对其非常重要；但要提高二级债券市场的流动性，离不开其它因素，如建立传统的实质出售回购市场、让外国承销商进入一级市场、建立广泛且多样化的投资者基础等。因此，中国政府在考虑政策优先事项、决定资本市场改革议程顺序时，应以全盘视角予以考虑。

我们按照投资者所处的不同地域、管理的资产规模及投资者的类型比较了他们的反馈，结果并无实质性差异。受访者所关心的因素大致相同，只是关切程度略有差异。

在投资偏好方面，国际投资者普遍倾向于投资评级最高的产品（或信用质量最高的金融工具），这是意料之内的结果，因为投资者需要首先对一国充满信心，然后才会将较大部分资产投入到该国评级稍低的金融工具。

B. 受访者情况说明

我们收集了来自全球 100 多个投资者的回复，这些投资者的数量占美国 50 强的 36%，欧洲 100 强的 20% 和亚洲 100 强的 27%。大多数回复来自资产管理企业（65%），其次来自银行（12%）。

大多数受访者位于亚洲（70%），21% 的受访者位于欧洲。32% 的受访者总部设在亚洲，39% 设在欧洲，25% 设在北美（见图 1 和图 2）。

就资产管理规模而言，受访者的采样具有代表性：23% 的受访者资产管理额低于 100 亿美元；18% 为 100-1000 亿美元；32% 为 1000-5000 亿美元；27% 超过 5000 亿美元（参见图 3）。

图1：您在哪个地区工作？

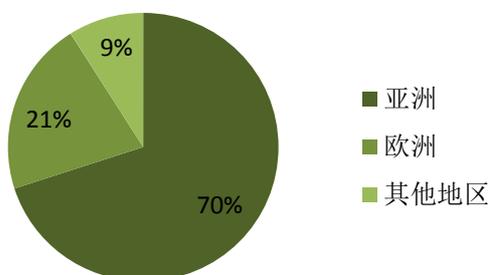


图2：贵公司的总部位于哪个区域？

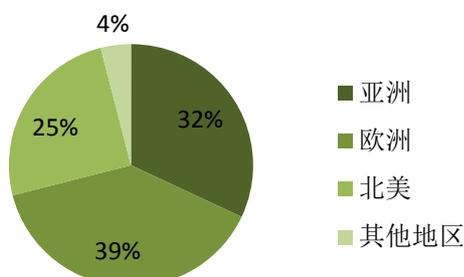
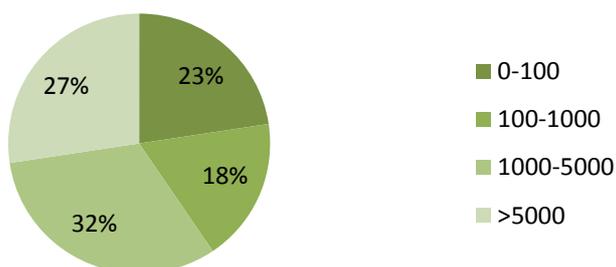


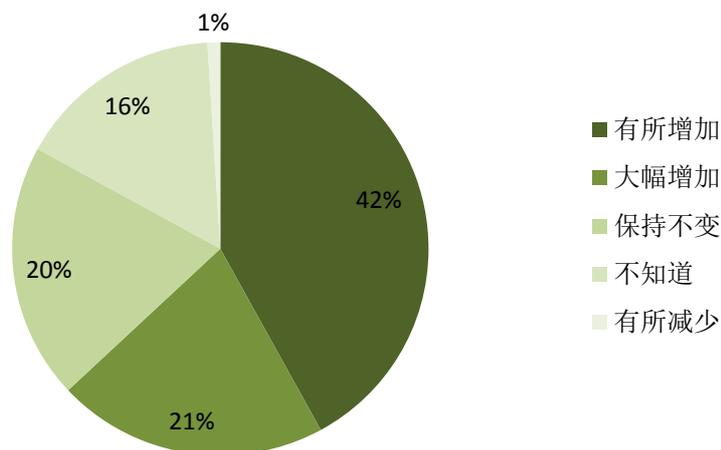
图3：贵公司目前在全球范围内管理的资产有多少？
(单位：亿美元)



C. 投资预期

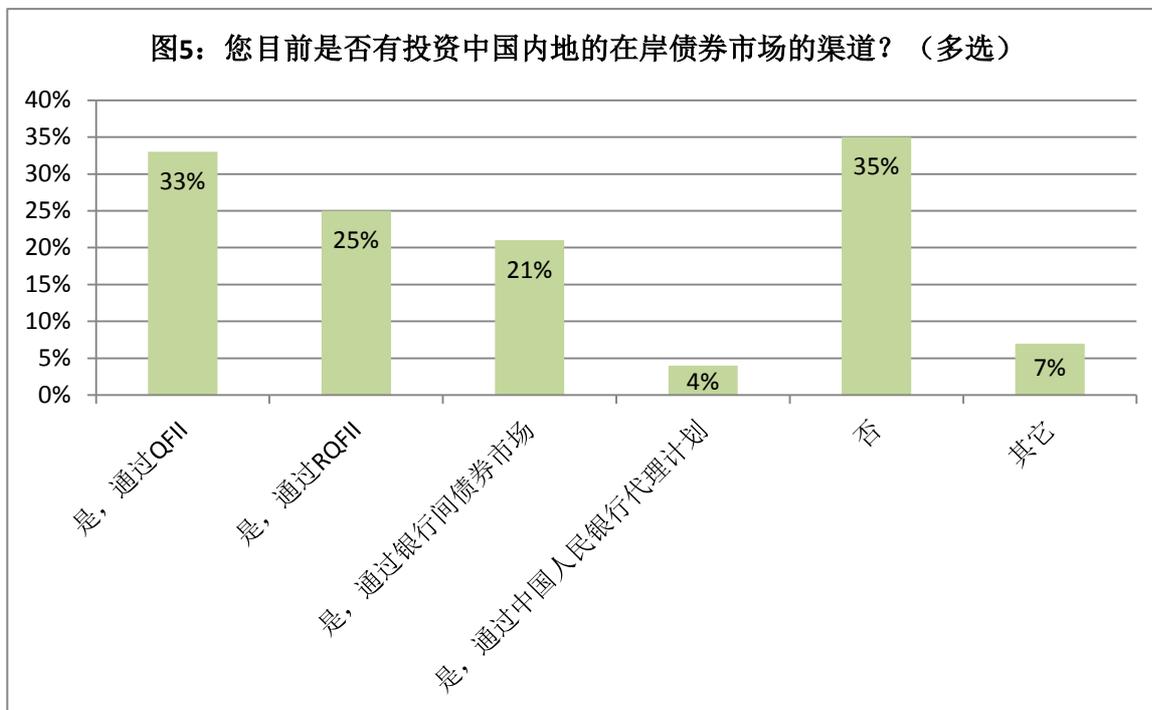
- 大多数（51%）受访者已经在中国的在岸债券市场投资，而 33% 的受访者尚未作出投资，但计划在未来 12 个月内进行投资。只有 15% 的受访者未计划在未来 12 个月内进行投资。
- 调查结果表明，尽管最近投资者担心中国经济放缓、人民币贬值和市场不稳定，但很多企业投资中国的意愿仍非常强烈：63% 的受访者计划在未来 12 个月内扩大投资，20% 维持目前的投资水平，只有 1 家受访者计划减少投资。然而，这些数据可能不完全反应真实情况，因为无意投资中国的投资者可能没有向本调查作出回复（见图 4）。
- 调查显示，受访者的投资预期因区域不同而异，亚洲受访者比欧洲受访者稍显乐观。总部位于美国的受访者似乎最乐观，而总部位于欧洲的受访者似乎不太愿意扩大投资。
- 在投资者类型方面，资产管理企业比银行稍显乐观：68% 的资产管理公司计划扩大投资，相比之下，有此计划的银行占总数的 55%。
- 投资者管理的资金规模越大，投资预期越积极，也许可以反映他们对亚洲地区的重视。

图4：您对未来12个月在中国在岸债券市场投资规模的预期如何？



D. 目前的准入渠道

在本调查进行之时，65%的受访者已通过 QFII（33%）、RQFII（25%）、中国银行间债券市场（21%）、中国人民银行代理计划（4%）或其它渠道投资于中国在岸债券市场（见图 5）。



E. 法律和运营方面的顾虑

- 总体而言，是否允许投资资金自由汇回本国、具有明确的受益所有权规则、阐明预扣税和增值税制度，是投资者最关心的法律和运营问题，同时也是所有调查指标（宏观经济、资本市场发展、信用资讯、法律和运营）下投资者最关心的问题。
- 与其它区域的受访者相比，总部设在欧洲的受访者更看重清晰的受益所有权规则、对净额结算制度的认可、明确的破产违约机制、清晰可行的“了解你的客户”规则、以及能自由使用与全球市场接轨的交易和结算基础设施。
- 与其它类型的投资者相比，银行更看重对净额结算制度的认可、明确的破产违约机制、清晰可行的“了解你的客户”规则、以及具备代理人账户/综合账户结构，很可能是因为它们在此类关切很普遍的资本市场更积极地充当着中介的角色。

F. 资本市场发展

- 总体而言，二级债券市场的流动性和资本跨境自由流动是受访者最关心的资本市场发展因素，紧随其后的是能否有可供使用的套期保值工具、公司治理以及是否纳入全球债券指数。受访者认为，所有这些因素是接下来发展债券市场必须考虑的重要方面。在受访者眼里，是否建立传统的实质出售回购市场、外国承销商能否进入一级市场，以及是否存在广泛多样化的投资者基础并不那么重要——尽管这些因素相互关联，是发展流动的二级债券市场所不可缺少的。
- 相比起世界其它区域的受访者，位于亚洲或总部设在亚洲的受访者不太在乎相关文件和法规是否有英文版，这也是情理之中的结果。
- 相比起亚洲的受访者，亚洲以外各区域的受访者更看重中国是否加入全球债券指数。
- 欧洲的受访者主要关心是否有可供使用的套期保值工具，以及是否具有英文版的相关文档和法规。
- 公司治理是总部设在美国的受访者最关心的资本市场发展因素。
- 总体而言，银行往往比资产管理企业和其他类型的投资者更重视资本市场发展，可能是因为它们资本市场中充当着中介角色。
- 比起其它类型的投资者，银行更关心是否有可供使用的套期保值工具，因为它们在与客户打交道时往往需要对冲风险。
- 相较于其它类型的投资者，银行更关心中国是否具有了成熟的实质出售回购市场和广泛多样化的投资者基础。同样，这可能是因为银行在资本市场中充当着中介的角色。
- 相比起其它规模的投资者，资产管理规模超过 5000 亿美元的投资者更关心是否有可供使用的套期保值工具。

G. 信用资讯

- 在信用资讯方面，总体而言，受访者最关心的是能否离岸获得相关信用资讯；而对于国内标准不一的评级量表最不看重，可能是因为国际投资者并不依赖国内评级来作出投资决定。
- 相比起世界其它区域的受访者，欧洲受访者更看重国际信用评级机构是否在评定发行人的覆盖范围内，同时也更希望看见债券产品层面的国际评级。
- 总部位于欧洲的受访者比位于其它区域的受访者更希望看见债券产品层面的国际评级。
- 相比起其它规模的投资者，资金管理规模为 100-1000 亿美元的投资者不太看重国际信用评级机构是否在评定发行人的覆盖范围内。

H. 宏观经济

- 总体而言，在宏观经济因素方面，固定收益投资者主要关心金融市场和人民币价值的政策是否明确且稳定。因为政策缺乏明确性和稳定性，可能会大大损害其固定收益投资的利润。他们不太关心经济形势、杠杆率和房价。因此，要吸引外国投资者，必须确保人民币价值稳定，制定国际投资者能够理解和信赖的明确稳定的政策。
- 相比起亚洲受访者，亚洲以外的受访者更关心人民币的价值。欧洲受访者最看重人民币的价值稳定性，可能是因为非亚洲投资者更容易受到货币波动的影响。

- 相比起世界其它区域的受访者，位于欧洲的受访者更看重人民币的离岸/在岸供应量，这不足为奇。
- 对于总部设在北美的受访者而言，人民币价值比政府制定清晰稳定的金融市场政策更重要。
- 对于资产管理企业而言，人民币的价值与政府制定清晰稳定的政策同等重要；银行似乎不太关心人民币的价值，也许是因为银行可以通过持有存款更好地获得人民币。
- 对于银行而言，中国企业的杠杆率和人民币的离岸/在岸供应量及明确稳定的政府政策同等重要，而这些因素在资产管理企业看来，并不太重要。
- 对于管理资产规模为 100-5000 亿美元的投资者而言，人民币的价值是最重要的宏观经济因素。对于管理资产规模小于 100 亿美元和超过 5000 亿美元的投资者而言，人民币的价值并不重要。
- 规模较小的投资者更关注中国企业的违约率和杠杆率。

I. 投资偏好

- 在投资偏好方面，国际投资者普遍倾向于投资评级最高的产品或信用质量较高的金融工具，这是情理之中的结果，因为投资者需要首先对一国充满信心，然后才会根据信用曲线在该国逐步作出投资。

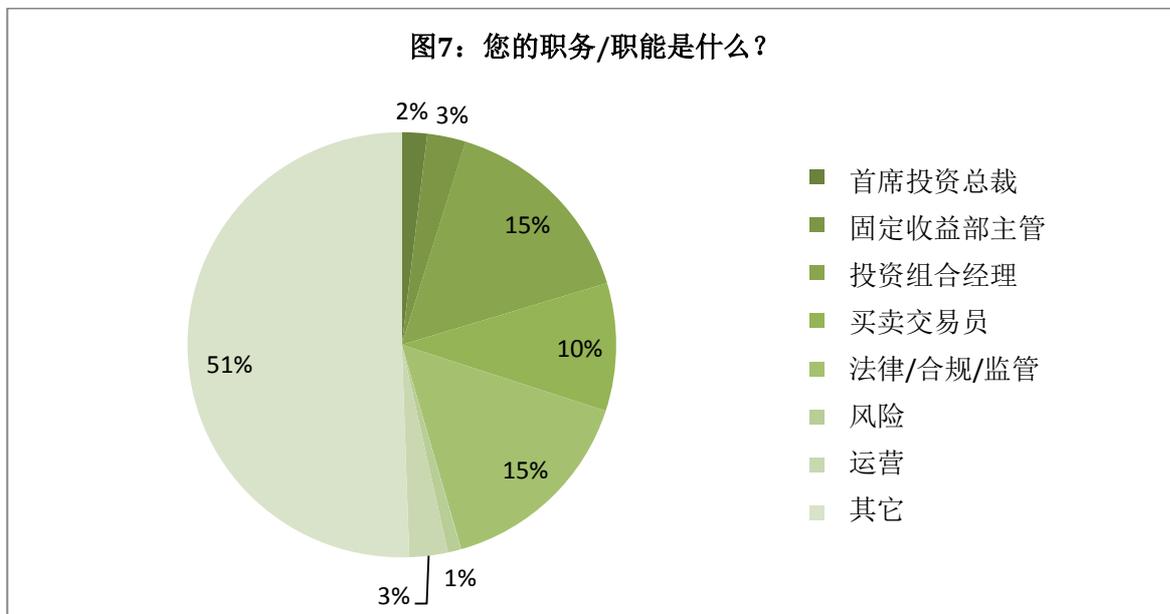
图 6：投资偏好

	投资偏好	得分为 1 至 10 (1 为最偏好, 10 为最不偏好)
1	中央政府证券和中央政府机构	2.06
2	政策性银行	3.47
3	信用质量高但收益率低的企业和金融机构	3.98
4	地方政府证券和地方政府融资平台	4.10
5	熊猫债券	5.85
6	信用质量低但收益率高的企业和金融机构	5.97
7	指数基金	6.15
8	绿色债券	7.45
9	项目和基础设施融资	7.79
10	结构化信用产品（包括资产担保证券等）	8.18

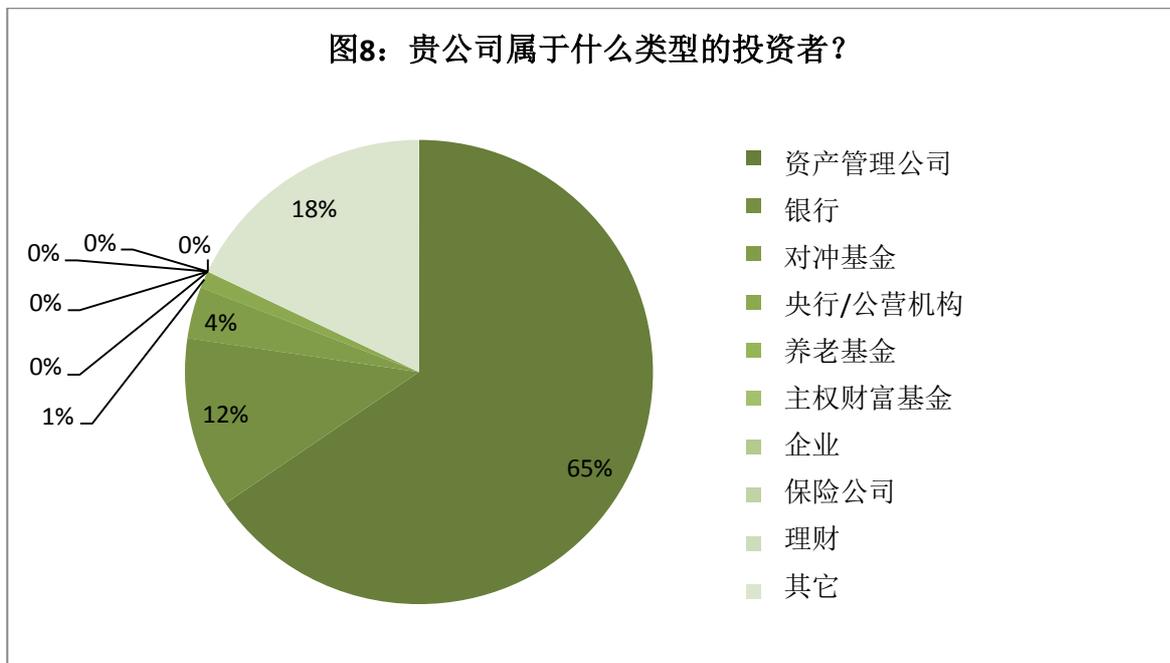
- 总体而言，投资者的前三大投资偏好是：中央政府证券/机构、政策性银行和企业、信用质量高的金融机构。在偏好排名中垫底的三类投资工具分别是：结构化信用产品、项目和基础设施融资、绿色债券。
- 熊猫债券得分相对较低，也许意味着外国投资者更愿意投资于无法通过其它渠道接触到的国内发行人（主要是主权债券发行人）。熊猫债券可能对国内投资者更有吸引力。
- 位于欧洲或总部设在欧洲的受访者也有兴趣投资于地方政府证券和地方政府融资平台。
- 与小型投资者相比，最大型投资者（管理资产超过 5,000 亿美元）更倾向于投资政策性银行。

附件：调查结果

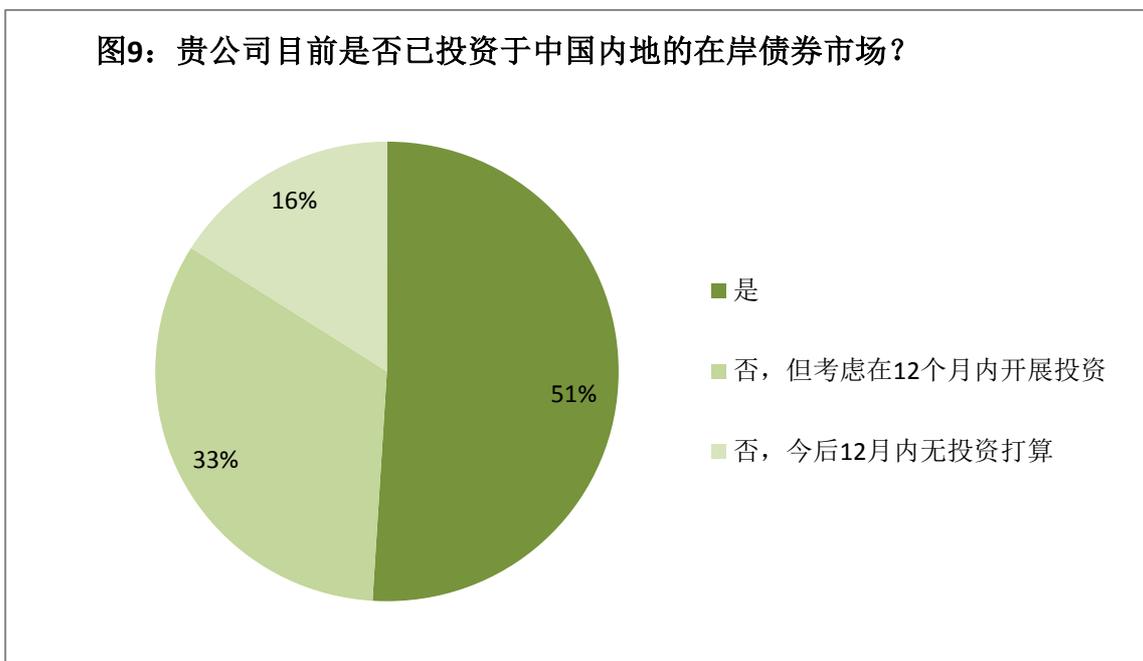
1. 您的职务/职能是什么？



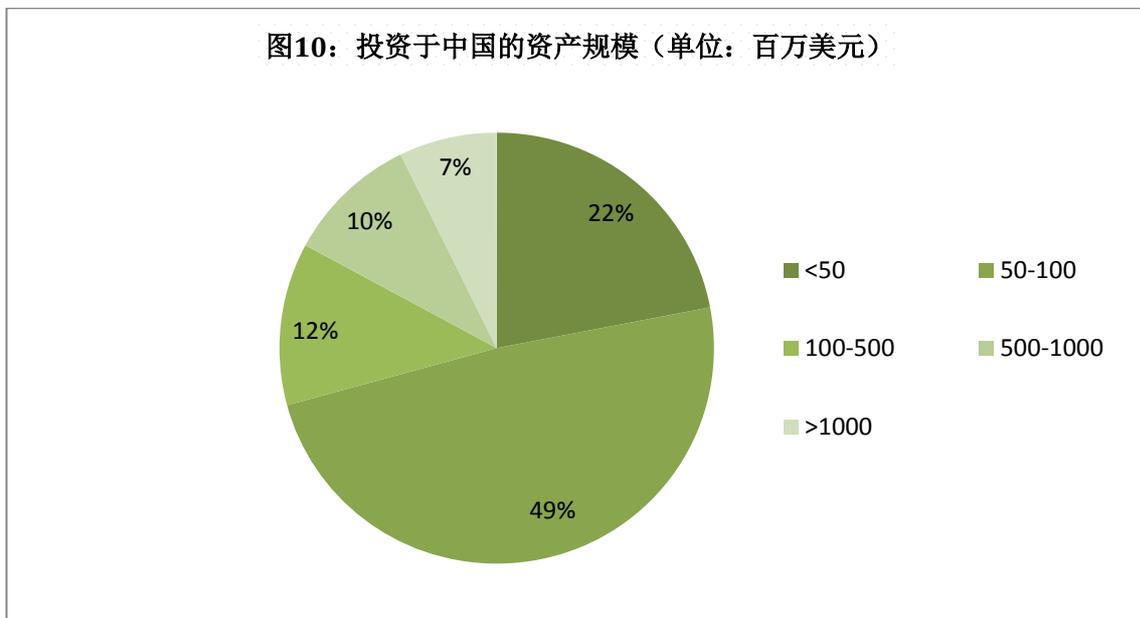
2. 贵公司是什么类型的投资者？



3. 贵公司目前是否已投资于中国内地的在岸债券市场？



4. 投资于中国的资产规模（单位：百万美元）



5. 当您考虑投资中国在岸债券市场时，以下宏观经济问题的重要性如何？（1为最重要，5为最不重要）

备选答案	1	2	3	4	5	不知道
人民币价值	32%	32%	24%	4%	3%	5%
中国企业的违约率	23%	33%	20%	15%	3%	7%
中国企业的杠杆率	15%	41%	27%	7%	4%	7%
（离岸/在岸）人民币供应量	27%	20%	33%	9%	4%	7%
GDP 增速	9%	17%	37%	21%	7%	8%
清晰稳定的金融市场政策	36%	39%	17%	3%	0%	5%
房地产市场价格	7%	16%	29%	27%	13%	8%

6. 当您考虑投资中国在岸债券市场时，以下资本市场发展要素的重要性如何？（1为最重要，5为最不重要）

备选答案	1	2	3	4	5	不知道
纳入全球债券指数	27%	34%	26%	5%	4%	4%
可供使用的套期保值工具，例如在岸外汇远期、期货、信用违约掉期和利率掉期市场	26%	39%	26%	3%	1%	5%
企业治理	28%	38%	20%	5%	3%	5%
资本跨境自由流动	36%	36%	20%	3%	0%	4%
二级债券市场流动性	41%	34%	18%	3%	1%	4%
现行基准收益曲线	4%	46%	42%	1%	1%	5%
市场化利率	12%	45%	34%	3%	1%	5%
外国承销商进入一级市场	5%	32%	39%	14%	4%	5%
建立传统的“实质出售”回购市场	5%	31%	38%	11%	8%	7%
广泛且多元化的投资者基础	11%	26%	41%	14%	4%	5%
外国投资者可投资的产品范围	15%	32%	41%	3%	5%	4%
英文版的相关文件和法规	22%	31%	26%	5%	11%	5%

7. 当您考虑投资中国的在岸债券市场时，以下信用资讯的重要性如何？（1为最重要，5为最不重要）

备选答案	1	2	3	4	5	不知道
国际信用评级机构在评定发行人的覆盖范围内	26%	41%	22%	1%	5%	4%
能看见债券产品层面的国际评级	29%	36%	25%	3%	4%	4%
国内不同评级量表之间标准不一	14%	38%	30%	5%	3%	10%
能离岸（如，从资讯提供商处）获得有关中国市场的信用资讯	29%	41%	18%	4%	4%	4%

8. 当您考虑投资中国的在岸债券市场时，以下法律和运营要素的重要性如何？（1 为最重要，5 为最不重要）

备选答案	1	2	3	4	5	不知道
出台明确的预扣税和增值税制度	46%	32%	14%	1%	1%	4%
可自由向本国汇回投资基金	55%	28%	13%	0%	0%	4%
国际结算周期	27%	38%	27%	4%	0%	4%
明确的受益所有权规则	48%	28%	18%	1%	0%	4%
认可净额结算制度并制定明确的破产违约机制	32%	38%	18%	4%	0%	7%
清晰可行的“了解你的客户”规则，以便与对手方建立合作关系	24%	39%	25%	6%	0%	6%
能自由使用与全球市场接轨的交易和结算基础设施	30%	41%	24%	1%	0%	4%
可离岸结算	15%	34%	34%	10%	3%	4%
具备代理人账户/综合账户结构	20%	30%	32%	7%	3%	8%

9. 在上述 4 个问题中列出的因素中，请按照 1 到 4（1 为最重要，2 为第二重要，3 为第三重要，4 为最不重要）的评分标准对下列这些方面进行评分

备选答案	1	2	3	4
宏观经济	27%	18%	26%	29%
资本市场发展	31%	32%	24%	13%
信用资讯	15%	19%	39%	27%
法律和运营事项	27%	31%	11%	31%