

中证指数研究报告

**香港离岸人民币债券市场  
及相关指数研究**



## 目录

一、发展历程	1
(一) 政策支持	1
(二) 供需旺盛	2
(三) 宏观环境催化	2
二、市场现状	2
(一) 离岸人民币债券市场的特点	2
(二) 离岸人民币债券市场的新近变化	4
三、未来走向和潜在风险	6
(一) 未来发展	6
(二) 潜在风险	9
四、相关产品	9
(一) 基金产品	9
(二) QDII 产品	11
(三) 指数	11

## 图表目录

图 1: 香港人民币存款规模 (单位: 百万元人民币)	2
图 2: 离岸人民币债券发行人结构	3
图 3: 离岸人民币债券到期年限分布	4
图 4: 离岸人民币债券信用级别分布	4
图 5: 离岸人民币债券投资者结构	4
图 6: 国内与香港 3 年期国债利差	6
图 7: NDF 隐含的人民币升值预期	7
图 8: 中银香港人民币离岸债券指数走势	16
表 1: 历年人民币债券和港币债券的发行量	1
表 2: 部分主动型离岸人民币债券基金	10
表 3: 部分离岸人民币指数的剩余期限要求	12
表 4: 部分离岸人民币指数的发行规模要求	12
表 5: 部分离岸人民币指数的息票种类要求	12
表 6: 部分离岸人民币指数的信用评级要求	13
表 7: 部分离岸人民币指数的货币类型要求	13
表 8: 部分离岸人民币指数的样本券类型要求	14
表 9: 部分离岸人民币指数的样本券类型要求	14
表 10: 部分离岸人民币指数的样本调整时间	15
表 11: 部分离岸人民币指数的取价方式	15

表 12: 部分离岸人民币指数的基日 .....	15
表 13: 中银香港人民币离岸债券指数特征 .....	16

# 香港离岸人民币债券市场及相关指数研究

自 2007 年以来，香港离岸人民币债券市场发展迅猛，相关指数逐渐应运而生。本文旨在对香港离岸人民币债券市场的发展历程、市场现状、未来走向和潜在风险进行梳理，介绍现有的离岸人民币债券指数和相关产品，并对编制离岸人民币债券指数的目标、方法和意义进行初步思考。

## 一、发展历程

香港人民币债券市场的发展始于 2007 年，中国人民银行与国家发改委正式批准政策性银行和国内商业银行在港发行以人民币计价的债券<sup>1</sup>，国家开发银行成为首家发行此类债券的金融机构。在经历了最初几年的缓慢前行后，随着政策逐步放开，市场机制和基础设施建设加强，以及香港离岸人民币业务飞速发展，香港人民币债券市场呈现快速增长。

表 1：历年人民币债券和港币债券的发行量（来源：香港金管局）

年份	2007	2008	2009	2010	2011
人民币债券发行量（人民币，元）	100 亿	120 亿	160 亿	360 亿	1700 亿
港币债券发行量（港元，不包含外汇基金票据和债券）	2212 亿	1385 亿	1943 亿	1792 亿	2301 亿

2011 年，在政策环境取得较大进展、基础设施基本完善的背景下，香港人民币债券发行再次提速，市场规模急剧扩容。进入 2012 年，前 7 个月发行总额近 820 亿元，同比增加 90%。发改委关于境内非金融机构赴港发行点心债的相关管理办法出台后，更多非金融企业（华能国际、大唐集团等）已在等待发债，预计今年香港人民币债券的发行规模有望达到 2500-3000 亿元。

香港人民币债券市场的快速发展得益于政策、供需、宏观环境等多方面因素的共同作用。

### （一）政策支持

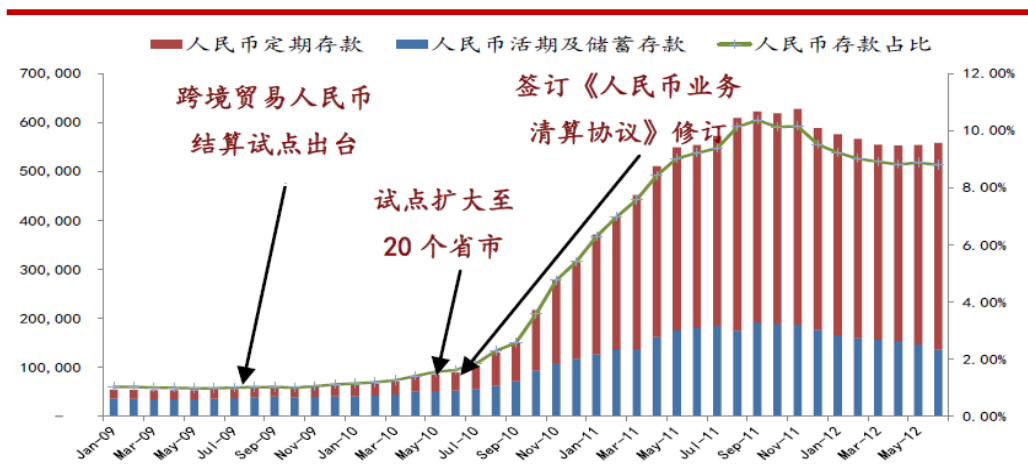
中港两地政府的政策推动是香港人民币债券市场发展的源动力。2008 年 12 月，大陆政府批准在内地拥有大量业务的企业在港发行离岸人民币债券；2010 年 7 月，中国人民银行与香港金融管理局签署了协议备忘录，将人民币交易涵盖的范围从贸易用途扩展至“一般用途”；2012 年 5 月，发改委公布了境内非金

<sup>1</sup>《境内金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券管理暂行办法》规定，发行需获中国人民银行和发改委审批，由发改委颁发配额，债券收益及资金调回需在外汇管理局登记备案。

融机构赴港发行人民币债券的管理办法，加快审批进度，推动了非金融机构的发债热情。历次政策的出台，都对香港人民币债券的发行形成积极刺激。

## （二） 供需旺盛

从需求来看，香港离岸人民币存款构成香港人民币债券市场发展的基础。近年来，随着跨境人民币结算量快速增长，香港人民币资金池迅猛扩张（见下图），而人民币存款利率偏低，形成巨大的投资需求。由于投资渠道相对匮乏，规模庞大的离岸人民币流入债券市场，助推了香港人民币债券市场的快速发展。另一方面，伴随着过去几年的人民币升值周期，投资人民币债券可获取潜在的升值收益。从供给来看，过去几年企业在香港市场发债成本较低、认购相对踊跃，同时也有利于提高其国际知名度，因此企业发债意愿较强。



方面，发展离岸人民币债券市场可以缓解内地人民币存款被动投放造成的国内通胀压力。另一方面，发展香港人民币债券市场可以作为人民币国际化的试验田。因此，香港人民币债券市场的发展得到了内地政府的大力支持。同时，内地的宏观调控政策使部分企业在国内融资的难度增加，寻求境外融资的机会。例如房地产调控促使部分房企借助香港市场融资，解决资金需求。今年以来，相继有瑞安房地产、恒大地产和富力地产等房企在香港市场发债。

## 二、 市场现状

### （一） 离岸人民币债券市场的特点

1、发行主体日益多元化。香港金管局于2010年2月发布《香港人民币业务的监管原则及操作安排的诠释》以后，除国内商业银行和政策性银行外，海外金融机构（如德意志银行）、港资企业、跨国企业（如麦当劳）和国际组织（如世界银行）等也进入香港人民币债券市场发债，国内在港上市企业（如恒大地产）也开始利用债券平台融资。在目前规定下，原则上任何一家公司都可以发行离岸

人民币债券，如果发行主体无需将募集资金及债券收益转入内地，则无需通过香港或国内监管部门专门审批。

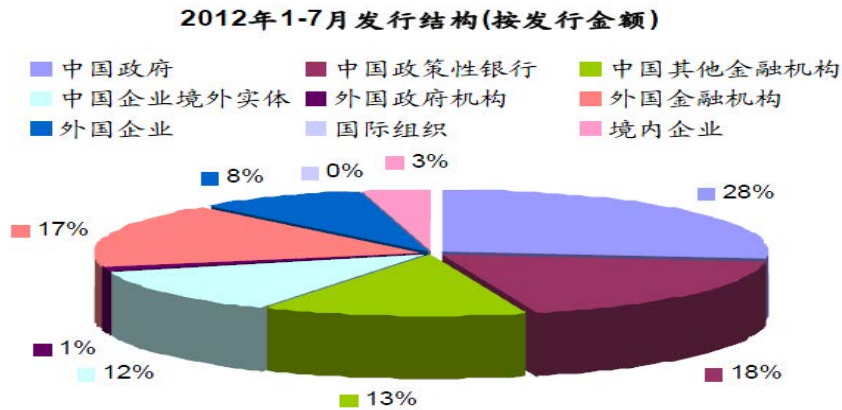


图2：离岸人民币债券发行人结构

**2、两种离岸债券形式并存。**一种是传统的人民币债券，即以人民币为面值计价和结算的债券，这是当前市场的主要组成部分。另一种是以人民币计值但以美元或其他外币结算的债券，被称为合成债券。此类债券相对于传统人民币债券而言，一是可以使发行企业避免汇率风险、锁定借贷成本，二是企业将其募集资金汇入内地时免去了繁杂的政府审批，三是投资者无需持有人民币资金并开设人民币账户，投资自由度更高。

**3、市场中以短期、高等级债券为主。**离岸人民币债券期限多为 2-3 年，存量债券中期限超过 5 年的不到 3%，而内地企业债券市场上 5 年及以上品种发行额占比过半。再从信用等级结构来看，多为 A 或 AA 级等信用评级良好的低收益债券，低信用等级很少的债券很少。

**4、投资主体趋于多样化。**以往在离岸人民币债券一级市场中，批发银行占到认购量的 70%。随着政策的放松，基金、保险以及证券经纪人积极参与，占投资主体的 48%，而批发银行占比降至 36%。值得注意的是，国外中央银行也可认购人民币债券作为外汇储备。

**5、相关信息服务逐步发展。**随着离岸人民币债券市场规模不断扩大、新品种不断涌现，相关信息服务也渐渐萌芽。财政部在港发行离岸人民币主权债以来，形成了首条在境外建立的、基于人民币的主权收益率曲线。目前，离岸人民币债券尚未纳入任何国际债券指数之中，但独立的离岸人民币债券指数已层出不穷。

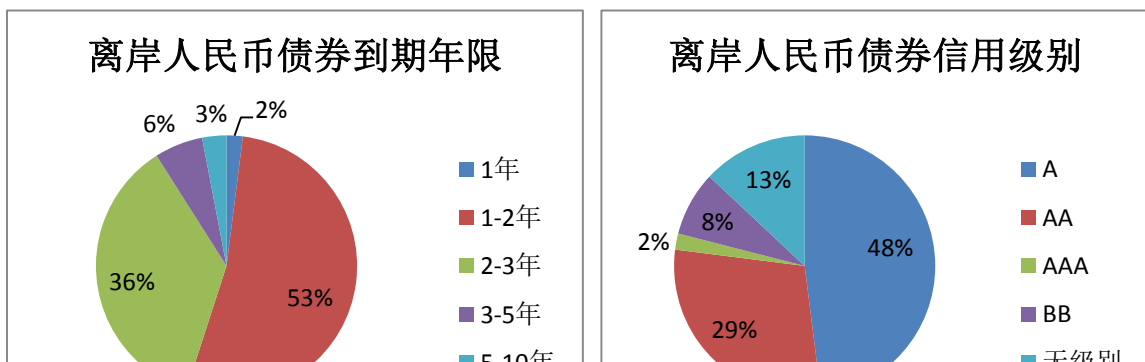
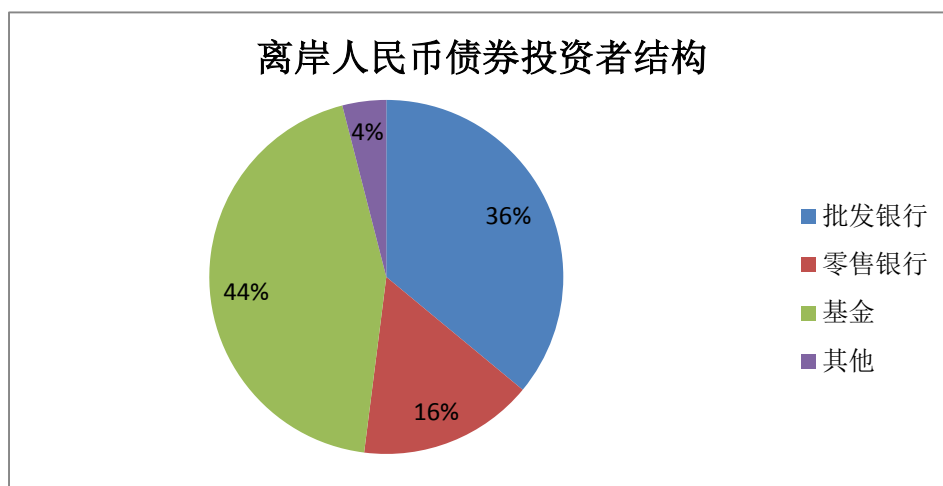


图 3、图 4：离岸人民币债券到期年限和信用级别分布（来源：招商证券）



## （二） 离岸人民币债券市场的新近变化

伴随国内外经济形势的不断变化，离岸人民币债券市场在今年上半年也经历了一些波折。从去年年末到今年 5 月，市场扩张速度有所放缓，6 月以后又明显提速，主要有以下影响因素：

**1、汇率走向。**过去几年离岸人民币债券获得投资者青睐的一个重要原因是，人民币处于升值周期，且投资者对人民币具有强烈的升值预期。在这一背景下，持有人民币债券不仅可以获得债券自身收益，还能享受货币升值收益，因此离岸人民币债券对于希望拥有人民币敞口的投资者而言颇具吸引力。

然而，自去年下半年以来，欧债危机催生风险厌恶情绪，导致部分投资者选择了结所持有的全部非美元头寸，离岸人民币市场也出现了抛售人民币资产的情况。此外，随着汇率改革不断推进，人民币趋势性单向升值已进入尾声，汇率双向波动的特征逐渐显现。截止今年 7 月 31 日，人民币兑美元在岸即期汇率(CNY)较年初贬值 0.96%，离岸即期汇率(CNH)贬值 0.5%。这些因素对人民币债券的投资价值有所影响，使得离岸人民币债券需求产生了一些波动。

**2、人民币资金池规模。**香港人民币存款是人民币债券市场发展的基石，存款规模越大，寻觅投资渠道的需求就越旺盛，对债券市场的推动力量也就越强。过去几年香港人民币存款规模基本呈单调上升的趋势，但从去年年底至今年 4

月，香港人民币存款连续五个月出现下跌，4月底人民币资金池为5524亿元，已降至去年6月底的水平。人民币资金池规模的萎缩，也导致了离岸人民币债券市场增速趋缓。

人民币资金池规模萎缩，一方面是因为人民币回流国内的渠道增加，速度加快。目前境外人民币资金回流境内，主要有五大途径：①人民币外商直接投资（FDI）；②RQFII业务；③经审批的离岸人民币债券募集资金；④三类境外投资者进入银行间债券市场交易。⑤人民币贷款。其中RQFII业务的开展和境外机构进入银行间债券市场，为人民币回流开辟了新的通道。

另一方面，市场对人民币升值预期产生变化，境内外人民币汇率价差的缩小也抑制了香港人民币存款的进一步扩大。人民币升值周期内，离岸人民币相对境内存在溢价，不少国内企业利用溢价将售汇需求转至境外市场完成。在CNY市场波动性和灵活度提高的情况下，与境外CNH市场的套利空间趋于缩小，使得流入香港的人民币趋于减少。

**3、两岸市场收益率差异。**过去几年，离岸人民币债券发行利率明显低于国内。举例而言，2011年3月28日联合利华在港发行了三年期人民币债券，发行利率1.5%。内地同日发行的同期限AAA级中票，发行利率为4.88%，二者发行利差达338BP。两地利差的形成主要有两个原因：第一，离岸市场中可投资的人民币品种较少，人民币债券供不应求，压低了发行利率；第二，作为债券利率参考基准的离岸人民币存款利率远低于内地存款利率。以2011年2月为例，香港一年期人民币存款利率为0.75%，而内地一年期定存利率为3%。

今年以来，两岸债券收益率利差呈现大幅收窄态势。以香港的3年期人民币国债为例，收益率从去年9月份的0.7%迅速上升至春节前后的2%，而同期境内3年期国债收益率则从3.9%下降至2.9%，两者的利差从过去的300bp以上缩小至100bp以内。此外，部分品种（如5年期政策性金融债）的收益率水平在两个市场已基本趋同，高等级信用债的离岸收益率甚至高于在岸收益率。两岸利差收窄主要有三个原因：第一，人民币升值预期下降，离岸市场要求更高的收益率作为补偿；第二，香港人民币存款利率大幅上升，一年期利率已达到2.8%--3%，相应抬升了债券收益率；第三，人民币债券供求趋于平衡，主要表现为人民币资金池的扩张速度低于债券发行量增速。

离岸和在岸市场发行利差收窄的结果是，离岸市场的融资成本优势相应下降，一定程度上影响了境内发行人的发行热情，引发离岸人民币债券供给的减速。



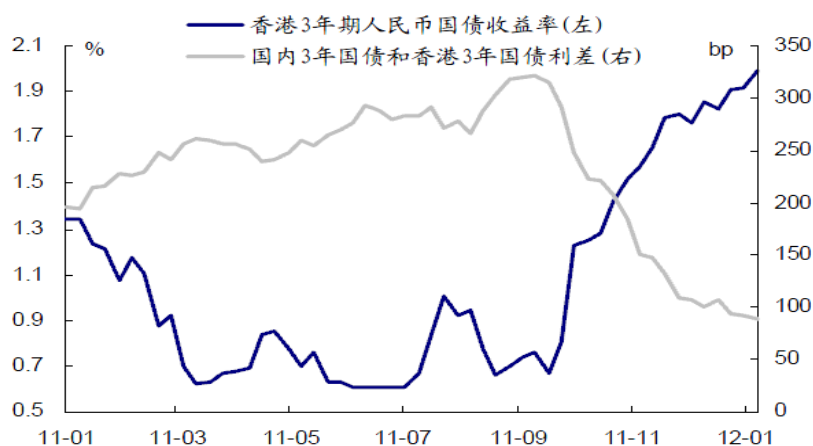


图6: 国内与香港3年期国债利差

### 三、 未来走向和潜在风险

香港人民币债券市场具有重要的战略意义,不仅有助于香港离岸市场的建设,而且有助于推动内地市场的开放程度,加快人民币国际化和利率市场化进程,因此政府层面对建设香港人民币债券市场高度重视,各种支持政策也频频出台。应该看到,尽管目前在发行审批、资金回流等方面仍存在一些政策限制,也有一些客观因素不时形成市场扰动,但从中长期看,总体政策导向和市场氛围仍有利于人民币债券市场发展。因此,持续发展可望成为未来几年香港人民币债券市场的基本方向。同时,市场发展中蕴含的潜在风险也需要引起积极关注和充分认识。

#### (一) 未来发展

1、人民币汇率和境外市场影响。离岸人民币债券市场与境内本币债券市场的最大差异在于,离岸人民币债券不仅具备传统固定收益产品的共有特征,还与汇率预期因素和境外市场状态具有较强的相关性。

人民币汇率预期是决定离岸人民币债券走势的重要因素,其变动领先于债券收益率的变动,并且呈反向变化。央行于今年4月出台两项汇率改革措施,扩大境内人民币即期汇率交易区间,并对银行结售汇综合头寸实行正负区间管理。此举显著提高了市场对人民币汇率的定价权,并向市场传递重要信息,即人民币汇率已经接近均衡水平,预计未来一段时间内很难出现单边升值或贬值的情况。因此,预测人民币汇率的中长期走势已非常困难。从中短期看,美国经济逐步复苏,中国经济形势则相对严峻,部分资本出于避险目的回流美国,导致我国外汇占款增速下降甚至负增长,人民币资产的吸引力呈下降趋势,NDF隐含的人民币升值预期自3月以来始终处于负值区域,近期内难改弱势。综上,近几年以强烈升值预期为发展动力的高速增长可能难以重现。

离岸人民币债券的走势变化和市场发展还与其他海外市场的动向密切相关。

例如对境外投资者而言，美元债券和人民币债券具有一定替代关系，美元债券收益率的变化可能影响持有人民币债券的机会成本，引发离岸人民币债券市场的波动。在美联储长期维持低利率水平的背景下，人民币国债收益率显著高于美元国债收益率，即使升值预期不再持续，人民币债券仍对境外投资者有较强的吸引力。

图7：NDF隐含的人民币升值预期

**2、人民币资金池规模可望回升。**经历了一段时期的萎缩后，香港人民币存款规模开始止跌回升，6月份存款规模约5577亿，环比上升0.7%，总体而言仍处于动态平衡状态。人民币资金池规模受人民币汇率、人民币回流速度等因素影响，短期内存在波动属正常现象，而从建设人民币离岸中心的战略角度考量，长远而言政策倾向仍是促进人民币资金池不断扩大。

例如，近期香港银行公会下属的人民币工作小组推出多项放宽兑换限制的举措，包括提高本地居民每日人民币兑换上限、对银行放开非居民人民币业务等，均意在为人民币资金池扩容。在政策推动下，香港银行开始了一轮提高存款利率吸引人民币的举动，若此举成为常态，不但能吸引更多国际投资者手中的人民币资金，甚至可能令可观的境内人民币资金进入香港。

人民币回流渠道的拓宽虽然可能对人民币资金池的规模产生一定影响，但RQFII、境外投资者参与银行间债券市场等业务毕竟尚处于起步阶段，参与额度和规模有限，短期内很难对人民币债券市场形成替代效应。

**3、人民币国际化稳步推进。**在人民币升值预期逐渐退去后，如何寻找新的增长动力，推动人民币的外部需求成为保证香港人民币债券市场继续发展的根本问题。从长远看，外部需求的推动最终需要通过跨境贸易人民币结算、大宗商品人民币定价以及人民币成为储备货币等方式实现，而实现的基础是资本项目的开放和人民币的可自由兑换。因此，人民币国际化的进程对香港人民币债券市场的繁荣具有决定性的作用。

**4、境内企业获准发债增加离岸人民币债券供给。**从供给角度看，两岸债券收益率利差的整体走势趋于收窄，可能对人民币债券供给产生抑制。然而，5月

份发改委放行境内非金融企业赴香港发行人民币债券，大幅度拓宽离岸人民币债券的发行主体范围，有望为香港人民币债券市场注入新的活力，有效提升供给。

发改委在通知中规定发行人“资信情况良好”且“具有较强的盈利能力”，预计首批发行人应以高评级企业（尤其是大型央企）为主。高评级发行人在港发行人民币债券仍具有一定的成本优势，主要原因是海外市场中美元高评级债券的收益率较低，从而带动高评级人民币债券收益率也处于低位。此外，高评级非金融企业在香港发债，还可在一定程度上提升企业的国际声誉以及国际资本市场的认可度，便于拓展国际业务。相对而言，地方企业或民营企业目前发行离岸人民币债券的可能性较低。

## （二） 潜在风险

**1、市场流动性较低。**当前在香港债券市场上，除了外汇基金债券和票据外，包括人民币债券在内的其余债券流动性均不理想。一般在上市初期两周后，债券基本已流转至最终投资者的手中，流动性丧失。目前，香港市场上主要的人民币债券需求方为银行（拥有大量的人民币存款）及富裕的私人客户，而二者都不会积极买卖相对短缺的债券，从而导致市场上流动性不足。这又使得部分基于流动性设计投资策略的机构（如对冲基金）不再积极参与该市场，形成恶性循环，令流动性状况难以改善。

**2、部分发行人存在偿债风险。**如前所述，当前不少国内房企投向香港债券市场进行融资，这些企业的评级相对较低，发行利率较高，一般达到 10% 以上，远高于其他一般类企业的发债成本。如果国内房地产调控政策进一步趋严，则有可能对企业的到期偿付带来一定风险。

**3、人民币回流风险。**香港人民币债券市场建设的一个重要考虑是构造人民币蓄水池，将人民币的海外需求维持在离岸市场，如果在香港募集的人民币资金轻易回流到国内市场，则可能加剧国内的通胀压力。虽然当前监管部门对于香港人民币债券资金回流进行了较为严格的审核，但是这种回流风险也应引起关注。

**4、国际信用评级缺失。**在人民币升值预期下降的情况下，投资者的关注点已逐渐转向企业的信用资质。海外投资者对中国企业熟悉度较低，而大部分离岸人民币债券缺乏国际评级机构的信用评级，导致发行人获认可难度较大。信用评级缺失造成两个后果：其一，信用资质较低的企业无人问津，发行人民币债券非常困难；其二，即使信用资质较高的企业，在国际评级缺失的情况下也难以避免发行利率的上升，这导致不少大型国企开始转向发行利率更低、流动性更好的美元债，如中海油、中石油香港、中信泰富、招商国际等今年都发行了美元债，对人民币债券供给形成分流。

## 四、相关产品

### (一) 基金产品

随着离岸人民币债券市场的高速发展，2010年下半年至2011年期间，香港及境外金融机构密集发行了一批人民币债券基金，主要投资于境外发行的人民币固定收益产品，包括离岸人民币债券、银行存款证、银行商业票据等。相对而言，被动型产品的发展比较滞后。

#### 1、主动型基金

表2：部分主动型离岸人民币债券基金（来源：招商证券）

基金名称	成立日期	入场费	每股资产净值	2012年表现 (%)	年化回报率 (%)
中银香港高收益人民币债券基金	2011/8/1	100万港币	110.47港币	12.93	22.37
南方东英资管人民币债券基金	2011/3/8	20万美元	95.03	12.21	21.12
Nikko人民币债券基金	2010/11/29	50万人民币	66.95	5.11	8.84
富敦人民币定息基金	2011/1/3	5万人民币	104.06	4.32	7.47
富达中国人民币债券基金	2011/12/7	-	104.07	3.55	6.14
景顺人民币定息基金	2011/1/12	100万美元	10.34美元	3.4	5.88
平安人民币债券基金	2011/4/28	1万港币	96.36	3.17	5.48
海通环球人民币收益基金	2010/8/30	1万人民币	98.22	2.85	4.93
恒生人民币债券基金	2010/10/29	1.75万人民币	9.65	2.72	4.71
工银亚洲环球人民币定息基金	2011/1/31	2万人民币	9.65	2.67	4.62
法巴中国人民币债券基金	2011/2/28	1万人民币	9988.39	2.53	4.38
汇丰人民币债券基金	2011/1/28	45万人民币	9.92	2.38	4.12
瑞银人民币多元化基金	2010/11/26	10万美元	90.51	2.3	3.98
AMUNDI SIF人民币加强债券基金	2011/2/1	12.5万欧元	10.48美元	2.04	3.53
施罗德人民币定息基金	2010/11/5	25万人民币	99.94	1.62	2.80
建银国际人民币收益基金	2011/3/25	1万人民币	98.06	1.15	1.99
巴克莱人民币债券基金	2011/5/11	-	0.99	1.1	1.90
INCOME PARTNER人民币信用基金	2010/12/15	100万马来西亚币	97.75	0.9	1.56

PINEBRIDGE 人民币债券基金	2011/9/8	-	9.90 美元	-0.4	-0.69
--------------------	----------	---	---------	------	-------

## 2、ETF 产品

与主动型基金相比，离岸人民币债券的被动型产品起步较晚，香港市场中尚未出现相关指数基金，主要原因可能是离岸人民币债券指数的长期缺位，即使 2011 年以来不少金融机构陆续推出离岸人民币债券指数，市场对这些指数的权威性和适用性仍有一个判断和接受的过程。而在美国市场，2011 年 9 月以来已有 3 只 ETF 产品在纽约交易所高增长板市场（NYSE Arca）上市。

(1) PowerShares Chinese Yuan Dim Sum Bond。于 2011 年 9 月上市，纽交所代码为 DSUM，以花旗银行点心债指数为标的指数。该基金目前共持有 66 只债券，总规模 1550 万美元，组合久期 2.66 年，投资重点为国际组织（74%）和主权债券（21%）。

(2) Guggenheim Yuan Bond。于 2011 年 9 月上市，纽交所代码为 RMB，以 AlphaShares 的人民币债券指数为标的指数。该基金目前共持有 23 只债券，总规模约 497 万美元，组合久期 2.02 年，投资重点为企业债（83%）和政府债券（17%）。

(3) Market Vectors Renminbi Bond ETF。由 Van Eck 于 2011 年 10 月发行上市，纽交所代码为 CHLC，以 Van Eck 自编的 Market Vectors 人民币债券指数为标的指数。该基金目前共持有 24 只债券，总规模约 509 万美元，组合久期 1.93 年，投资重点为企业债（75%）和现金等价物（17%）。

## （二） QDII 产品

目前的 QDII 产品以股票型产品为主，债券基金仅 2010 年发行的富国全球债券基金和 2012 年发行的华夏基金海外收益债券型基金 2 只，且这两只产品均未以离岸人民币债券为投资标的。无论从收益率角度还是货币汇率角度，国内基金的 QDII 产品均缺乏投资离岸人民币债券的明确动机。

## （三） 指数

在离岸人民币债券市场快速发展的背景下，从 2011 年起，以银行和券商为主的金融机构纷纷推出离岸人民币债券指数，包括中银香港、花旗银行、汇丰银行、德意志银行、巴克莱资本、永丰金证券、富邦证券等等。虽然离岸人民币债券指数编制起步较晚，但其活跃程度已远远超过香港市场上传统的港币或美元计价债券，形成香港债券市场指数编制最为活跃的领域。

现有离岸人民币债券指数多为综合指数，编制规则大同小异，现将部分公开信息指数的编制规则总结如下。

1、**剩余期限。**成份券剩余期限一般要求 6 个月或一年以上。

表 3：部分离岸人民币指数的剩余期限要求

花旗	1 年以上
中银香港	6 个月以上
汇丰银行	1 年以上
永丰金证券	1 年以上
富邦光华	6 个月以上
Market Vectors	6 个月以上
AlphaShares	1 年以上

2、**发行规模。**成份券发行规模一般要求 5 亿元人民币以上。

表 4：部分离岸人民币指数的发行规模要求

花旗	未偿还面值 10 亿元人民币以上
中银香港	未偿还面值 5 亿元人民币以上
汇丰银行	未偿还面值 5 亿元人民币以上
永丰金证券	未偿还面值 5 亿元人民币以上
富邦光华	未偿还面值 5 亿元人民币以上
Market Vectors	未偿还面值 7.5 亿元人民币以上
AlphaShares	内地发行主体：未偿还面值 10 亿元人民币以上； 海外发行主体：无要求

3、**息票种类。**绝大部分指数规定成份券为固定利率债券(不包含零息债券)。

表 5：部分离岸人民币指数的息票种类要求

花旗	固定利率
中银香港	固定利率、浮动利率
汇丰银行	固定利率
永丰金证券	固定利率
富邦光华	固定利率
Market Vectors	固定利率

AlphaShares	固定利率，不包含一次还本债券
-------------	----------------

4、**信用等级**。港台金融机构编制的指数一般对信用评级无要求，而两家美国金融机构的指数则有较明确的信用评级要求。

表 6：部分离岸人民币指数的信用评级要求

花旗	不要求评级；如债项无评级但发行主体有评级，则使用主体评级作为债项评级
中银香港	无评级要求
汇丰银行	无评级要求
富邦光华	无评级要求
Market Vectors	债项评级或主体评级在投资级以上（三大国际评级机构或本地评级机构有一家即可）
AlphaShares	债项评级或主体评级在投资级以上（Moody’ s: Baa3；S&P: BBB-；Fitch: BBB-）

5、**货币类型**。所有指数均要求成分券以人民币计价，部分指数不要求成分券以人民币结算。

表 7：部分离岸人民币指数的货币类型要求

花旗	人民币计价，人民币结算
中银香港	人民币计价，不要求人民币结算
汇丰银行	人民币计价，人民币结算
富邦光华	人民币计价，人民币结算
Market Vectors	人民币计价，不要求人民币结算
AlphaShares	人民币计价，不要求人民币结算

6、**样本券类型**。各家指数对样本券类型的选择差异较大，例如存款证、可回售债券、分期偿还本金债券等，各指数的处理方式有所差别。值得注意的是，部分指数对成分券价格来源的稳定性提出了一定要求。

表 8：部分离岸人民币指数的样本券类型要求

花旗	不包含合成债券、可转债、零售债券、存款证
中银香港	不包含可转债、零售债券、存款证及没有稳定可靠报价来源的

	债券
汇丰银行	不包含合成债券、可转债、零售债券、分期偿还本金债券
富邦光华	中国中央政府在香港发行的人民币国债，且在 Bloomberg 平台中，需在连续 20 个交易日内至少有 10 日以上存在报价信息，且每日至少有 5 家以上报价商提供价格信息。
AlphaShares	不包含可转债、可回售债券及中国内地非金融企业发行的债券

**7、加权方式。**绝大部分指数均采用市值加权，个别指数对单个成分券或某一类别成分券的权重设定上限。

表 9：部分离岸人民币指数的样本券类型要求

花旗	市值加权
中银香港	市值加权
汇丰银行	市值加权
富邦光华	市值加权
Market Vectors	市值加权，单个成分券权重不得超过 22.5%，超过部分按比例分配至其他成分券
AlphaShares	预先设定权重 <sup>2</sup>

**8、样本调整。**一般新加入成分券和拟剔除成分券均是在下个样本调整日进行新增或剔除操作。

表 10：部分离岸人民币指数的样本调整时间

花旗	每月最后一个交易日闭市后
中银香港	每月第一个工作日
汇丰银行	每月第一个工作日

<sup>2</sup> 成分券共分为四类：中国政府债券、中国政府部门债券、国内银行债券、剩余类别债券，前三类目标权重均为 22.5%，第四类目标权重 32.5%；前三类债券中，每一类别均最多选择 5 只券（根据未偿还本金排序，未偿还本金相同的选择久期较长的），每只券权重均等；第四类根据其中每只债券的未偿还本金，按比例分配权重，单支券上限为 4.5%。



富邦光华	每月最后一个交易日闭市后
Market Vectors	每月最后一个交易日闭市后
AlphaShares	每月最后一个交易日闭市后

9、**计算频率。**各指数均为每个工作日计算更新。

10、**取价方式。**成分券的价格，银行多采用本行交易部门提供的价格，其他机构则多使用外部机构的报价。

表 11：部分离岸人民币指数的取价方式

花旗	花旗交易部门报价；IDC 提供的价格
中银香港	由中银香港交易部门提供
汇丰银行	汇丰交易部门收市时上报价格
富邦光华	由 Bloomberg 提供每日收盘价格，如当日无价格，则取最近有价格工作日的收盘
AlphaShares	由独立第三方机构计算

11、**基日。**

表 12：部分离岸人民币指数的基日

花旗	2010 年 12 月 31 日
中银香港	2010 年 12 月 31 日
汇丰银行	2010 年 12 月 31 日
富邦光华	2011 年 8 月 23 日

现有的人民币离岸债券指数以综合性指数为主，同质性较强。相对而言，中银香港人民币离岸债券指数和北大光华富邦中国政府点心债指数在产品个性化上颇具特色。

中银香港人民币离岸债券指数。该指数的主要特点是打破了人民币离岸债券指数单一化的局面，陆续推出中国主权债券指数（中央政府+政策性银行）、投资级别债券指数（主权+香港特区政府+投资级以上金融机构和企业）、一至三年期政府债券指数（期限一至三年的国债）三个子指数，对成分券的类别和期限进行了一定区分，形成指数族，实现对市场更为细致的刻画。

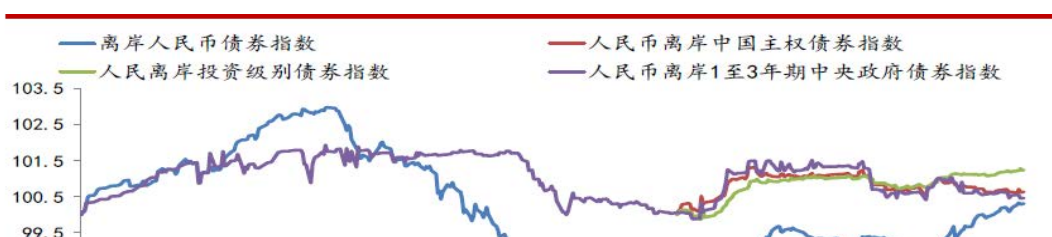


图8：中银香港人民币离岸债券指数走势

表 13：中银香港人民币离岸债券指数特征

指数	平均票面利率	平均修正久期	平均剩余期限	平均净价	总市值
中银香港人民币离岸债券指数	3.75%	2.53	2.85	98.10	2072 亿
中国主权债券指数	2.30%	3.28	3.71	98.84	720 亿
投资级别债券指数	2.60%	2.96	3.3	99.16	1194 亿
一至三年期政府债券指数	1.61%	1.96	2.02	98.99	269 亿

北大光华富邦中国政府点心债指数。该指数的主要特点是对成分券的价格稳定性和来源提出明确要求，仅纳入具有高度流动性和价格透明度的离岸人民币国债。离岸人民币国债走势与离岸人民币汇率高度相关，在屏蔽了波动性较大的企业债后，该指数可以更清晰地表现离岸人民币国债的变化情况，进而反映离岸人民币汇率的未来趋势，不仅适用于基金产品的投资标的，也可作为投资者观察离岸人民币趋势的参考指标。