



谢亚轩：“退出”冲击下的 中国债券市场开放进程



作者：谢亚轩 招商证券研发中心董事总经理

文章首发于《中国外汇》

事件：根据中债登和上清所公布的最新数据，11 月境外机构增持人民币债券 807 亿元，其中增持国债 879 亿元，持有人民币债券存量规模达到 39336 亿元。

核心观点：

美联储“退出”量化宽松货币政策在即，美元指数冲高突破 96，美债收益率最高曾跳升至 1.7760%。参考 2013 年美联储上次“退出”量化宽松货币政策溢出效应的经验，国际投资者投资中国债券市场的行为可能会受到冲击，从而对中国债券市场开放的进程产生一定负面影响。

不过，中国债券市场开放程度较之 2013 已进一步加深，市场的深度和广度也已今非昔比。更为重要的是，我在 2021 年 1 月 18 日的研究报告《美联储缩减 (Taper) 量化宽松不改变美元弱势》中已强调，当前与 2013 年最大的不同是全球金融周期所处的阶段不再是收缩而是扩张，因而“退出”所产生的冲击力和负面影响相对较弱。

预计“退出”冲击不改变中国债券市场开放的进程，借鉴其他国家尤其是发达经济体债券市场开放和发展的经验，未来中国债券市场的开放将通过进一步提升利率和人民币汇率的弹性并开放更多衍生品市场来应对多变的外部冲击，通过债券市场“南向通”等双向开放措施来对冲国际资本

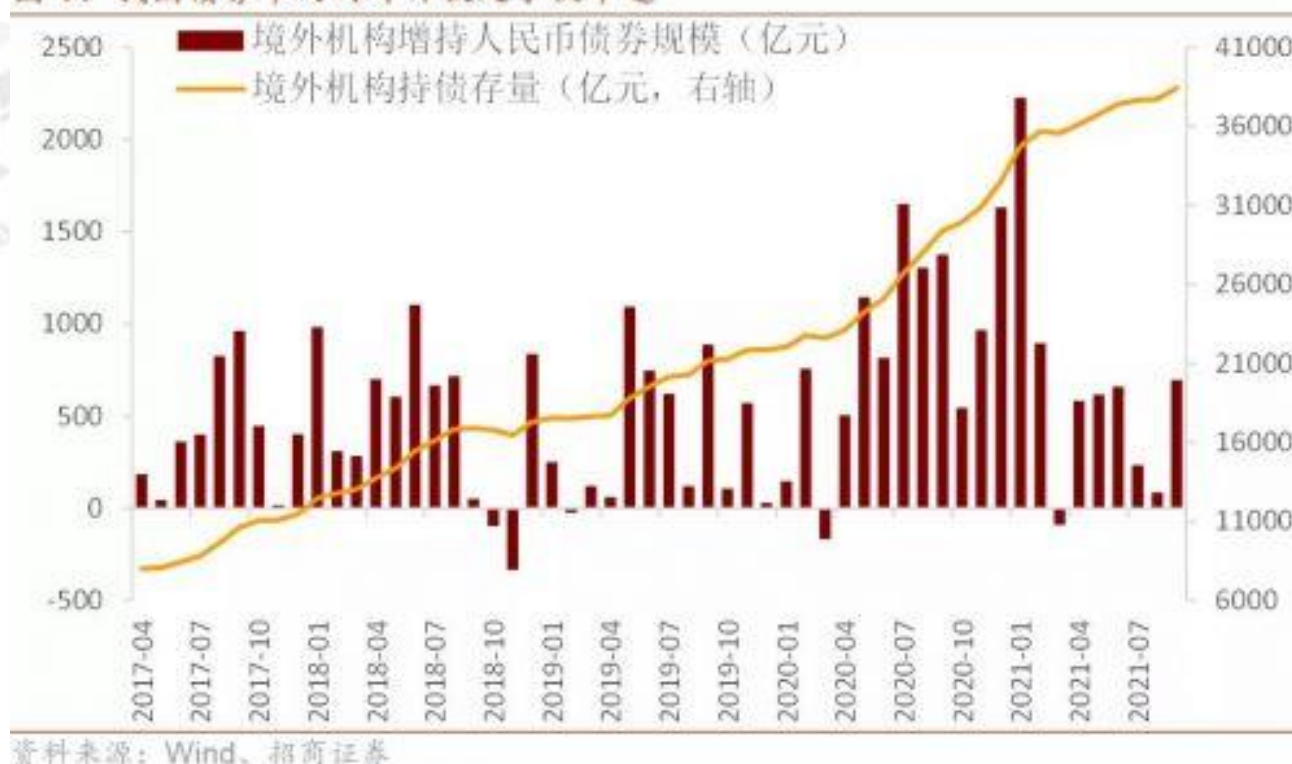
意外涌入和流出的负面影响。

以下为正文内容：

中国债券市场的对外开放肇始于 2005 年，标志性事件是泛亚基金和亚债中国基金投资中国银行间债券市场。进入 2010 年代，尤其是 2016 年以来的 5 年时间，中国债券市场的对外开放可以说进入快车道，取得丰硕的成果。从二级市场层面来看，截至 2021 年 10 月末，国际投资者持有中国债券规模达 3.9 万亿元人民币，较之 2013 年 12 月末的 0.4 万亿扩大近 10 倍。2021 年 10 月 29 日，富时罗素公司正式将中国国债纳入富时世界国债指数（WGBI）。这是继人民币计价的中国国债和政策性银行债 2019 年 4 月被纳入彭博巴克莱全球综合债券指数(BBGA)，中国债券 2020 年 2 月被纳入摩根大通全球新兴市场政府债券指数(GBI-EM)之后，中国债券再次被全球重要的债券指数纳入其中。至此，中国债券市场被全球三大债券指数悉数纳入，体现国际投资者对中国经济长期健康发展、金融持续扩大开放的信心。在 2017 年内地与香港债券市场互联互通“北向通”正式开通并平稳运行四年后，2021 年 9 月 24 日，债券通“南向通”正式开通，便利内地机构“走出去”，高效投资香港及全球债券市场。“南向通”的正式开通，标志着“债券通”实现了双向通车，内地与香港债券市场实现双向联通。此外，国内和国际债券市场投资者还可以通过 QDII、RQDII、QFII、RQFII 和结算代理模式等多个渠道实现债券的对内和对外投资。根据中国人民银行上海总部的统计，截至 10 月末，共有 1000 家境外机构主体

入市，其中 499 家通过直接投资渠道入市，713 家通过“债券通”渠道入市，212 家同时通过两个渠道入市。

图 1：我国债券市场对外开放处于快车道



在一级市场层面，截至 2021 年 10 月 27 日，中国债券市场年内已发行熊猫债 62 只，较去年的 43 只显著增加。其中未到期 54 只，发行规模合计 923 亿元，较去年的 586 亿元同比上涨 58%。熊猫债的发行规模从 2005 年的 20 亿元到目前的近 1000 亿元，17 年间规模扩大近 50 倍。2021 年 10 月 11 日深圳市政府在香港发行离岸人民币债券 50 亿元并于 10 月 20 日在香港交易所挂牌交易。10 月 12 日，广东省政府在澳门特别行政区成功发行 22 亿元离岸人民币地方政府债券。在离岸人民币债券市场上首次出现了内地地方政府债券，丰富了债券品类，拓展了市场的空间。

在肯定成绩的同时，也应看到中国债券市场的对外开放当前仍存在明显的不均衡和不充分现象，突出表现在以下几个方面：一是境外机构在中国债券市场中的占比仍处于较低水平。截至 2021 年 10 月末，境外机构持有银行间市场债券 3.9 万亿元，约占银行间债券市场总托管量的 3.4%。其中，持有国债规模占记账式国债存量的 10% 左右。以上比例虽已快速提升，但较之英美发达国家的水平仍显偏低，仍有提升空间。二是境外机构持有的券种集中于国债和政策性金融债。从券种看，2021 年 10 月末境外机构的国债托管量为 2.3 万亿元，占比 59.8%；政策性金融债托管量为 1.1 万亿元，占比 28.1%，两者合计占 87.9%。三是境外机构持有中国债券的行为变动性较高。根据中国人民银行的统计数据，2014 年 1 月至 2021 年 9 月之间，尽管境外机构持有的中国债券资产余额从 0.4 万亿增长到 3.9 万亿，月度最高增持金额达 2217 亿人民币。但在这 93 个月中，境外机构净减持中国债券资产的月份达到 17 个，从 2015 年以来每年都会出现净减持的月份，可见其高变动性。四是对外债券投资增速相对较慢。根据国家外汇管理局的对外证券投资统计，2020 年末我国对外债券投资余额 2955 亿美元，较之 2018 年末的 2279 亿美元增长 30%。较之境外机构持有国内债券的余额从 2018 年末的 1.79 万人民币增长到 2020 年末 3.33 万亿，增长 86% 的速度而言，相对偏慢。五是熊猫债市场发展比较迟滞。熊猫债本可以成为中国居民对外债券投资的一个重要市场，但其发展受制于以下几点因素：熊猫债债券发行期限结构不够丰富，主要以 3 年和 5 年为主；发行主体范围较集中，较少欧美企业参与；投资者范围较有限，以中国境内

的银行和保险公司为主，公募和私募基金等机构的参与度低；熊猫债二级市场的流动性一般，多数投资者持有债券到期。

图 2：我国对外债券投资增长相对缓慢

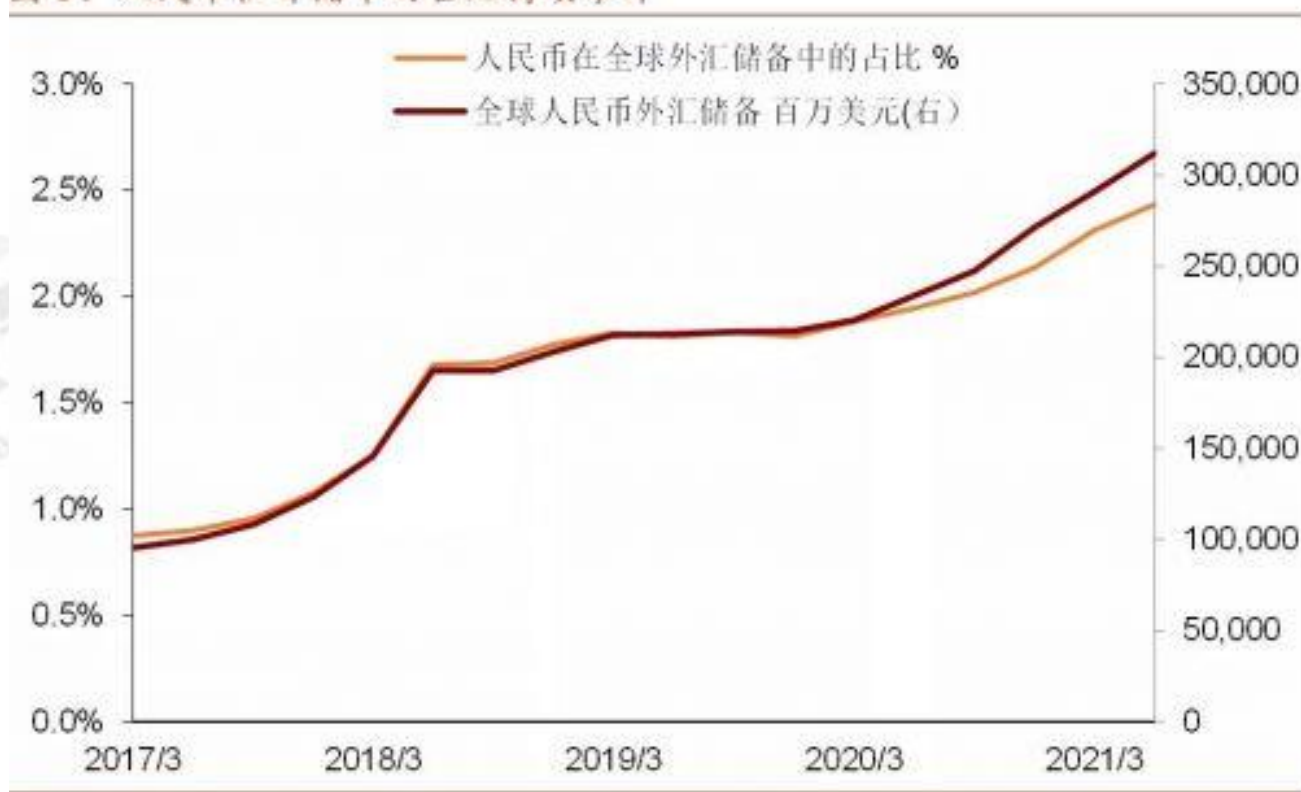


2021 年 11 月初，美联储已在最新一次议息会议上明确给出未来缩减量化宽松货币政策的时间表，加拿大等发达国家央行边际上收紧货币政策的操作也已箭在弦上。双向开放仍然不平衡和不充分的中国债券市场未来如何应对发达国家货币政策收缩带来的溢出效应，行稳致远，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力，是一个亟待借鉴国际经验加以研究和解决的重要问题。

为避免削足适履，在借鉴国际经验来指导中国债券市场对外开放的时

候，有一些前提条件需事先明确。首先，从开放的目的看，以开放促改革，对外开放被视为推动中国实现金融市场的市场化、法治化、国际化发展的强大推动力和重要保障，是进一步提升金融服务实体经济能力和国际竞争力的关键举措，这一点不同于日本和韩国某种程度上的“被动”开放，也不同于马来西亚等国基于吸引外资等带有具体政策目标的开放。其次，如果从 2005 年算起中国债券市场开放已历经 16 年，虽然还难说是“舟至中流”，但开弓没有回头箭，我们要借鉴的已不再是债券市场开放初期的经验，不是要不要开放的问题，而是如何进一步推进好债券市场开放进程的问题。第三，人民币是国际货币。2016 年开始国际货币基金组织已将人民币纳入特别提款权的货币篮子，权重仅次于美元和欧元。2020 年末，人民币在全球外汇储备中的占比达 2.25%，创历史新高。2021 年 9 月末，环球银行金融电信协会（SWIFT）全球支付货币的排名显示，人民币位列全球最活跃交易货币第 5 名，在交易总额中占比 2.19%。这一点决定我们应更重视汲取美国、日本和英国等同样拥有国际货币国家的债券市场开放经验，而不应仅仅聚焦于部分新兴经济体的开放经验。

图 3：人民币在外储中的占比持续攀升



资料来源：Wind、招商证券

针对当前中国债券市场开放面临的问题，主要经济体债券市场开放的经验可以给我们提供以下借鉴和启示：

一是伴随开放进程的加深，债券市场相关的波动性显著提高。这个波动性不仅仅体现在债券市场的利率和相应的国际投资者增持和减持行为，也包括汇率和相关的期货价格波动性的提升。例如，当 2008 年至 2009 年

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31192

