

外资缘何持续大幅增持中国债券

——兼论债市开放中存在的问题

方溯源 方雄鹰

摘要: 随着国内新冠肺炎疫情基本得到控制、经济基本面稳健复苏、金融业对外开放加速,叠加全球流动性宽松,外资在中国债市的布局也在加速推进。一方面,相较于欧盟、美国、日本,中国债券收益率相对较高;另一方面,中国债市不断深化与国际接轨,且信用较好,较适合作为流动性的储备资产。因此,外资进入中国债市是大势所趋。但从整体看,我国债市对外开放程度还相对较低。如何进一步加大对外开放力度,增强境外资金入场的动力,强化债券市场的风险管理,是我国债券市场开放过程中面临的重大课题。

关键词: 债市开放;外资增持;前景;问题及思考
中图分类号: F832.51 **文献标识码:** A

一、境外投资机构持续进入中国债市

截至2020年7月末,中国债券市场余额为109.4万亿元人民币,债券规模仅次于美国,位居世界第二。近几年,外资所持有中国债券的年均增速约为40%。目前,在中国债券余额中,外资持有占比为2.4%;在国债余额中,外资占比达9%。截

至2020年上半年,来自全球60多个国家和地区的近900家境外法人机构进入中国银行间债券市场,持有人民币债券的规模约2.6万亿元。

来自中债登公司的数据显示,截至2020年8月末,外资持有的中国债券余额达24619.55亿元,较2019年同期增长42.82%;较2020年7月增加1178.31亿元,月环比增速达5.03%。这是自2018年12月份以来连续第21个月增加。

来自债券通的交易数据也充分印证了境外机构增持中国债券的意愿显著增强。近两年,债券通参与机构数量和日均交易量屡创新高,成为境外投资者进入中国资本市场的重要通道。从参与债券通境外投资者的数量看,截至2020年上半年,共有来自全球33个国家和地区的2012家机构,是2017年7月的14倍。其中,完成备案入市的72家资产管理公司均位列全球排名前100位。从债券通的投资交易额看,2020年上半年,债券通交易量达2.331万亿元,日均交易量为199亿元,是2017年7月至2018年5月末债券通日均交易量的近8倍。2020年8月,债券通共计成交5086笔,总成交量4093亿元。

作者简介: 方溯源,湖北经济学院金融学院;方雄鹰,中国人民银行合肥中心支行高级经济师。

二、五大因素共同支撑外资增持中国债券

（一）我国债券市场对外开放政策持续发力，外资进入中国债券市场更加畅通

2019年以来，我国债券市场对外开放力度不断加大。国务院金融稳定发展委员会于2019年7月发布的11项金融业对外开放措施中有3项债券市场方面的开放措施。其中，关于国内债券评级进一步对外开放和外资机构可以获得中国银行间债券市场A类主承销牌照等方面的开放措施尤为引人注目。在中国人民银行和国家外汇管理局于2020年5月发布的《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》中，明确了取消QFII与RQFII的投资额度限制、实施本外币一体化管理等进一步便利境外投资者投资我国债券市场的措施。2020年9月2日，中国债市再迎利好，《中国人民银行中国证监会国家外汇管理局关于境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜的公告（征求意见稿）》发布，其中，改革措施进一步优化了入市流程：境外机构通过直接进入渠道及债券通渠道进入银行间债券市场，不需要经过重复申请，即可直接或通过银行间债券市场和证券交易所债券市场连接通道互联互通进入交易所债券市场。由此，外资准入标准得到进一步统一，中国债市对外开放的系统性、整体性、协同性进一步加强。

（二）中国越来越受全球投资者青睐

2020年9月16日，亚太经合组织发布了《经济展望中期报告》，将全球2020年GDP下滑速度修正为-4.5%。报告进一步指出，按照目前的经济和新冠肺炎疫情态势，中国将是2020年二十国集团中唯一实现正增长的经济体。2020年10月6日，世界贸易组织（WTO）发布的《全球贸易数据与展望》预计，2020年全球货物贸易量将下滑9.2%；2020年10月13日，国际货币基金组织（IMF）发布最新一期《世界经济展望报告》，受新冠肺炎疫情影响，预计2020年美国经济增长将下降4.3%，欧元区经济增长下降8.3%，英国经济增长下降9.8%。新兴市场和发展中经济体经济增长将下降3.3%，其中，印度经济将萎缩10.3%。中国经济基本面复苏逐步向

好，2020年下半年GDP增速将进一步提高，人民币资产的安全性较高，全球大量资金加速流入中国市场避险顺理成章。

（三）境内外利差成为吸引国际资本流入的重要因素

新冠肺炎疫情暴发后，美联储紧急将政策利率大幅下调150个基点，重返零利率水平，并再次启动无限量QE政策，美债收益率随之创下历史新低。在美联储的带动下，全球其他央行也跟随“大放水”，各国债券收益率快速走低，全球负收益率国债比重进一步上升。而中国货币政策稳健灵活，中国国债收益率相较美国、日本、欧盟等世界主要发达经济体具有明显的相对优势。例如，2020年9月3日，中国10年期国债收益率报3.138%，而10年期美债收益率仅为0.6689%，中美10年期国债的利差扩至247个BP，处于历史高位。持续的高利差提高了国际资本对我国债券市场的投资热情。

（四）中国债券纳入全球主要债券指数和人民币国际化程度的提升，增强了境外投资者对中国债券的配置需求

2019年4月起，中国债券首次纳入国际主流债券指数，彭博正式在20个月内逐步把以人民币计价的国债和政策性银行债纳入彭博巴克莱全球综合指数（BBGAI）。此举2019年已给中国债券市场带来跟踪配置资金约550亿美元，2020年有望带来670亿美元。2020年2月，9只流动性较高的中国国债正式纳入摩根大通全球新兴市场政府债券指数。此举预计将给国内债市带来额外250亿美元的资金流入。2020年9月25日，富时罗素宣布中国国债将被纳入富时世界国债指数（WGBI），预计将给中国债市带来指数追踪资金约1500亿美元。摩根大通全球指数团队的研究数据显示，中国债券先后被纳入全球三大主要固定收益基准指数，将给中国债券市场带来高达2500亿到3000亿美元的流入资金。

此外，人民币加入国际货币基金组织SDR货币篮子后，人民币国际化程度显著提升，外资对人民币资产的配置需求和风险对冲需求，在中长期也会迎来一个提升的过程。

(五)美元指数持续走弱,人民币汇率走强,为外资流入中国债市创造了必要的汇率条件

由于美联储无限量供应流动性,导致美元指数在5个月内下滑了近10%,其中,2020年7月,美元指数跌幅达到了4%,创下2010年9月以来的最大跌幅。美元走弱导致美元资产遭到各国抛售,对非美货币汇率形成支撑,有助于海外资本进入新兴市场。随着美元走弱,加上中国经济复苏态势良好,人民币汇率开始不断上涨。数据显示,2020年6月以来,人民币汇率呈现出12年来最强的单季走势,截至2020年10月8日,在岸人民币升幅达3.8%,离岸人民币升幅逾4%。国庆节后首个交易日,在岸人民币兑美元汇率盘中飙升逾1000点,最高升至6.7089,创下2019年4月24日以来新高;离岸人民币也升破6.70关口,较前日收盘价大涨400个基点,创下2019年4月19日以来新高。人民币汇率持续大幅走强,促使外资持有人民币的意愿进一步提高,中国债市的吸引力大大增强。

三、境外机构增持中国债券趋势有望持续

当前,新冠肺炎疫情仍在全球蔓延,预计美、欧、日将在相当长的时期内维持目前的财政和货币“双宽松”政策,资金大幅撤离新兴市场的可能性不大。因此,外资机构增持中国债券的势头还会延续。

从中国债市本身因素看,外资增持中国债券的动力不断增强。一是中国债券与境外债券的利差依然保持高位。受新冠肺炎疫情的影响,在较长的时期内,全球主要经济体预计将保持超低利率;但中国新冠肺炎疫情防控与经济修复领先全球,这就决定了中国货币政策不会跟随欧美搞无限量宽松。因此,在全球主要经济体中,中国国债收益率将保持在一个较高的水平,“洼地效应”是国外资金流入中国债市的主要支撑动力。二是随着中国金融开放程度不断加深,国内债市管理简化及操作流程便利化持续提升,外资入市的便利性会不断增强。三是长期来看,人民币依旧是强势货币,人民币汇率长期向好会增强包括中国债券在内的人民币资产的吸引力。四是中国债券逐渐被全球主流债券指数所接

纳,不断与国际接轨的中国债市将会吸引国际投资者源源不断地进入。五是作为全球第二大债券市场,目前,外资在中国债市的配置比重依旧处于较低水平,中国债券市场开放的提升空间还很大。预计未来涌入中国债市的境外机构投资者不仅数量上会稳步增长,类型也将更加多元化,从而使中国债市在进一步扩张的同时,迎来海外资金配置比例的大幅提升。这必将持续提升中国债券的国际化水平,并推动人民币国际化。

四、债市开放中的主要问题

(一)境外投资者对利率债和信用债的增持呈现冰火两重天的现象

截至2020年6月,中债登统计的2.2万亿元境外机构债券托管规模中,国债的托管余额为1.5万亿元,占外资债券持仓余额的68%;政策性银行债债托管余额约为6400亿元,占比约30%,二者合计占比高达98%。境外投资者偏好于投资政策性金融债、国债、同业存单等,主要是因为利率债有国家主权信用担保,违约风险极低且流动性好。而信用债在违约处置回收方面仍然缺乏完备有效的法律制度,处理方式各异。此外,国内信用债评级难以区分信用风险等级,风险定价不准,信用利差过窄。这些因素均增加了境外投资者投资我国信用债的顾虑。

(二)相较于世界主要经济体的成熟市场,我国债券的外资配置比重仍然不高

截至2020年6月末,外资投资中国债券余额达2.61万亿元,外资持债规模占我国债券总量的比重为2.4%,持有国债规模占比达9%,相比发达国家和其他新兴市场,差距依然较大。美国债券市场的境外投资占比达到29%;德国和法国的债券市场,外资投资占比更高达60%,日本也达8%。在主要新兴经济体的债券市场中,境外投资者在其债券市场投资的平均占比也在10%以上。

(三)中国债券市场对冲工具短缺,相对抑制了境外投资者的投资需求

一是利率、汇率等衍生品发展较不充分。例如,

利率互换工具的可操作性不强。具体表现为国内参与利率互换交易的投资者较少，境外机构想利用利率互换工具却在境内难以找到交易对手。再例如，在国债期货交易方面，境外投资者受到很大限制无法参与。二是回购交易方面，在银行间市场只有境外的人民币结算银行和央行类机构才能参与，一些境外对冲基金和资产管理公司无法参与。这些成熟债券市场所需的风险对冲工具的缺乏或发展不完善，很大程度上也抑制了境外投资者对中国债券的配置需求。

（四）债券市场体制方面还存在一定缺陷

一是债券的发行、监管政出多门，管理繁琐。中国债券市场主要包括银行间市场和交易所市场，债券品种繁多，而且不同的债券品种的发行条件、审批机构和监管部门并不相同，其中，人民银行或银保监会主管的券种，在银行间市场发行流通；证监会的在交易所市场；其他机构的则两个市场都有。二是中国债券发行所要求的会计、审计、信息披露规则和评级体系与国际通行规则不一致，导致中国信用债的公信力不足，从而增加了境外投资者投资中国债券的担忧。三是对境外投资者投资中国债券的利息税收管理缺乏长远制度性安排。为推动债券市场对外开放，中国在2018年11月7日—2021年11月6日对外资投资境内债券市场取得的债券利息收入免征三年增值税和企业所得税。时间已经过去大半，而对后续税收安排尚无明确规定。四是我国评级机构的评级水平远远落后于穆迪、标准普尔和惠誉等国际机构，因此，国内评级机构对国内债券的评级难以获得外国投资者的信任。目前，国内评级机构发展水平参差不齐，国内评级体系与国际规则也未能有效对接，主要表现为，相较于国际标准，国内评级机构对企业债券的信用评级总体偏高；同时，信用级别区分度不够（集中在AA、AA+和AAA），各级别债券的信用利差水平过平，不能较好地反映企业间的信用状况差别，因而难以获得境外投资者的信任。

（五）境外资金频繁进出中国债市，可能给中国金融市场带来一定的冲击

一是在中国债市利率水平高于全球主要国家的

时候，海外流动性宽松会引发大量热钱涌入中国债市。在债市衍生品市场开放的助力下，热钱获利后套现迅速撤离，会给中国债市带来非理性的大幅波动，对国内金融市场和金融稳定产生强大冲击。二是对境外机构而言，中国债券市场的开放是投融资双向开放。一方面，境外机构可以通过增持中国债进行投资；另一方面，它们也可以在中国境内发“熊猫债”进行融资。债市的双向开放使国内外金融市场联系得更加紧密，境外市场的汇率波动、利率波动和信用违约风险，很容易通过频繁的跨境资本流动传导至国内市场，对人民币汇率、国内利率和货币政策制定产生较大压力，甚至危及中国宏观经济稳定。

五、持续提升中国债市开放水平的政策建议

（一）按国际上通行标准推动国内债券市场管理制度与国际成熟市场接轨

一是按照国际规则改革现行的托管结算安排模式，实施多级托管制度，简化入市流程，允许境外机构自行选择到境内金融基础设施或通过托管银行开立债券账户，按照“全球托管行+本地托管行”的模式进入债市。二是借鉴银行间债券市场对境外机构投资者开放和“债券通”等的开放经验，制定相关政策和具体落实方案，完善和发展交易所债券市场，让更多的境外机构能够进入交易所债券市场投资。三是逐步按程序批准外资银行加入地方政府债券承销团，提升地方政府债券的外资配置比例。四是推动债券信息披露制度、会计与审计制度与国际标准对接，使之符合境外投资者的投资惯例，满足投资需求。五是继续与彭博、摩根大通和富时罗素等公司密切接触，建设性地强化与对方的合作，推动中国债券市场深度融入全球资本市场和国际金融体系。

（二）大力提升金融基础设施的服务水平，更好地对接服务国际投资者

一是加强境内金融基础设施的规划与建设，统筹监管，推动各类金融基础设施互联互通；同时，

加强国际合作，推动境内金融基础设施与世界主要国家和经济体的金融基础设施实现互联互通。二是疏通包括 QFII 与 RQFII、银行间债券市场直投模式 (CIBM Direct) 和债券通 (Bond Connect) 等境外投资者参与中国债券市场的各种渠道，统一结算管理，使境外投资资金汇出入更加便利化。三是继续推进债券通改革，包括适当延长交易服务平台的服务时间、进一步降低交易成本、与新的境外交易平台对接拓宽债券通服务的覆盖范围、进一步完善一级市场的服务质量等。

(三) 推进改革，满足境外投资者对流动性管理的需求

一是统一债券市场和外汇市场的监管规则，进一步便利境外投资者通过外汇兑换等手段投资债市，提供更多外汇对冲渠道。二是改革债券回购交易机制，允许境外机构参与境内债券回购业务，拓宽国债期货交易对象，允许境外机构参与国债期货交易。三是大力推进利率互换等人民币衍生品市场的发展，逐步满足债券市场对冲风险的需求。四是完善债券担保品管理平台，扩大担保品的范围，促进担保品跨境互认，为境内外市场参与者提供个性化的增值服务。五是进一步完善人民币债券借贷机制，满足境内外投资者的流动性需求。

(四) 完善市场化、法治化的债券违约处置机制，充分保护债券投资者的合法权益

一是建立合适的违约债券交易市场，引导高收益债投资基金等专业投资者参与违约债券交易市场，探索出适合我国国情的违约债券处置转让交易新模式，最大限度地分散信用风险。二是创建违约债券证券化、违约债券折价回购等工具，充分挖掘市场各方对债券违约事件的风险分散能力。三是全面梳理现有的债券违约处理法律规定，建立一套完整的、权威的有关债券违约处置的法律法规体系，从法律层面明确债券在发行、销售和违约各个环节、各市场参与方应尽的责任和义务，明确债券持有人有向过错方追究赔偿责任的权力。四是对少数欺诈发行债券的企业重拳打击；对一些债券违约个案，管理部门要适当开展债券违约司法救济，尽最大可

能保护投资者的利益。

(五) 进一步优化完善债市风险管理体系

一是监管部门要基于内部及外部的数据积累，构建发债企业及其关联网络的数据信息系统，运用大数据和人工智能技术，挖掘、分析、处理信用债的风险。二是清理、整合国内债券评级机构，引入外资评级机构参与我国债券市场，相互借鉴、相互竞争，以此提升我国评级机构的评级质量和国际认可度，有效发挥评级机构的债券信用风险揭示功能。三是中国人民银行、国家外汇管理局、证监会要按照统一化、整体化和标准化的监管标准，实现信息与数据互通共享，堵住监管漏洞，提高整体监管效率。四是加强与国外金融监管部门的沟通联系，在跨境债券发行人的资质审查、风险监管和违约处罚工作方面，加强合作与协调。五是构建跨境资本流动的宏观审慎管理体系。随着债市、股市的加速开放，未来我国跨境资本流动受利率、汇率、国内外货币政策及避险情绪等因素的影响会越来越大，跨境资金流入将更加频繁。对此，应进一步完善本外币一体化的跨境资本流动监测预警机制，创新对跨境资本流动进行宏观审慎管理的工具，防范跨境资本异常流动对国内宏观经济和金融稳定带来的冲击。

参考文献：

- [1] 费兆奇、杨成元：我国债券市场深化开放面临的主要问题与政策建议 [EB/OL]. 国家金融与发展实验室官网，2018-10-31
- [2] 国务院金融稳定发展委员会办公室：关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措 [N]. 上海证券报，2019-07-20
- [3] 罗晗：开通三年来债券通参与机构和日均交易量屡创新高 [N]. 经济日报，2020-07-14
- [4] 李瑞勇：基础设施联通促债市开放 [J]. 中国金融，2017 (23): 61-63
- [5] 姚进：中债登数据显示：上半年境外机构净增持超三千元中国债券 [N]. 中国证券报，2020-07-02
- [6] 陈果静：中国债券纳入彭博巴克莱全球综合指数 [N]. 经济日报，2019-04-01

(责任编辑：冯天真)