风景这边可好？境外机构债券持仓的推拉因素

谭力丹　谢洁玉

摘　要　境外机构对我国债券的持仓在2022年前后发生一些变化，引起广泛关注。本文基于2018年1月至2023年6月境外机构月度债券持仓数据，采用ARDL-ECM模型分析影响境外机构持仓变化的因素。实证结果表明，影响境外机构持仓长期趋势和短期波动的因素不同：短期因素是我国债券收益率和全球金融风险水平；长期因素是我国经济基本面和全球金融周期；人民币汇率的影响较弱。本文为理解境外机构债券投资及汇率、利率在跨境资金流动中的作用提供一个经验证据。

关键词　境外机构　银行间债券市场　中美利差　协整检验

一、引言

自2005年我国债券市场对外开放以来，境外投资者加快投资银行间债券市场，特别是2017年“债券通”上线和2018年我国债券纳入国际债券指数后，境外机构持有我国债券规模大幅增长。然而2022年境外机构的债券持仓规模有所下降，一度引发较大关注。从数据出发，分析境外机构减持的原因，梳理境外机构投资我国债券的主要影响因素，对于促进我国债券市场高质量对外开放具有重要意义。

近年来我国金融市场双向开放提速，境外机构投资境内债券市场是跨境资本流动的重要构成（谭小芬和张珂珂，2023），具有鲜明的市场特征，然而既有文献着墨不多，且以定性研究居多。基于2018—2023年机构持仓的月度数据，本文试图回答两个问题。一是境外机构投资我国债券主要受哪些因素驱动？二是在这些因素中，哪些是决定了境外机构持仓趋势性变化的长期因素，哪些是影响持仓波动的短期因素？本文从经典的影响跨境资本流动的推拉因素框架出发，梳理了潜在影响外资投资决策的因素：债券收益率、经济基本面、全球金融周期、汇率预期和风险水平，通过ARDL-ECM模型（Autoregressive Distributed Lag - Error Correction Model，自回归分布滞后误差修正模型）将这些因素归类为长期或短期影响因素加以验证，并区分持仓券种对影响机制予以解释。实证研究发现，我国经济基本面和全球金融周期是决定境外机构持仓的基石，显著决定了境外机构持仓的

谭力丹，中国外汇交易中心博士后科研工作站；谢洁玉，中国外汇交易中心。本文系个人观点，与所在机构无关。

长期走势，我国债券收益率和全球金融风险波动则在短期内会对境外机构持仓产生影响。

二、文献综述

学术界围绕跨境资本流动的影响因素有诸多讨论。一些影响因素已经得到广泛认可，例如汇率预期、境内外利差、资产价格、经济增长、全球风险程度和危机等，但对于各因素在不同国家、不同时期是否为主要因素，是属于推动因素（Pushing Factor）还是拉动因素（Pulling Factor）需要辩证看待（Forbe & Warnock，2011）。Carvo et al.（1993）和 Fernandez-Arias（1996）较早提出对一国金融市场的投资会受到该国国内环境的拉动和国际环境的推动作用，自此之后推拉模型成为经典分析框架。[①] 其中，拉动因素主要包括该国经济增长率、汇率、金融市场开放程度等国别层面因素；推动因素主要有全球风险情绪、全球主要经济体货币政策和金融周期等全球层面因素。推拉之争是跨境资本流动影响因素研究的焦点。例如，Ghosh et al.（2014）认为推动因素是主因，Baek & Song（2016）和 Calderon & Kubota（2019）认为在新兴经济体中，拉动因素更为重要，但其影响力有下降趋势。BIS（2021）对此做了详细梳理。

国内学者对影响我国跨境资本流动的因素也做了大量研究。例如，吴丽华 等（2014）发现汇率与国际资本流动有相互促进关系，人民币汇率升值使得资本流入增加，资本流入增加又会进一步导致汇率升值。陈创练 等（2017）探究利率、汇率和跨境资本流动的互动关系，发现人民币汇率升值能够吸引资本流入，但利率对资本流入的影响有限。欧明刚 等（2023）梳理了国际资本流动研究的最新进展。

作为我国跨境资本流动的重要构成，境外机构投资境内债券市场的影响因素值得探索。然而，既有文献对境外机构在债券市场投资着墨不多，较为侧重境外机构在股票市场的行为（赵进文 等，2013；钟凯 等，2018）。张继强 等（2020）较为全面地阐述了债券市场对外开放程度加深、人民币国际化进程加快、中美利差、美元指数等因素对境外机构增持债券的影响，但此类文献多侧重于阐述这些因素与境外机构购债的定性关系，较少从实证模型的角度开展定量分析。例如，2022 年美联储大幅快速加息背景下中美利差转负（路先锋和张明，2022），该因素是否导致了境外机构减持我国债券，回答该问题不能仅从两者走势上判断，而需要严谨的实证检验。

三、境外机构债券持仓的变化

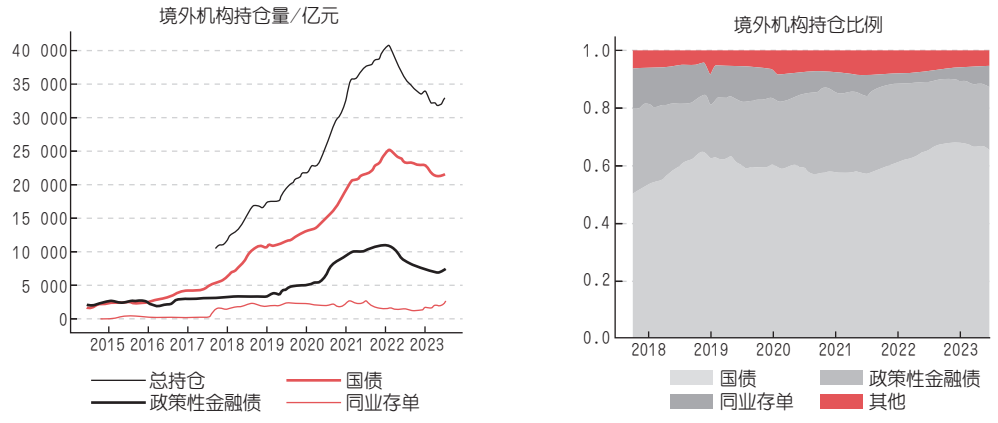
境外机构参与银行间债券市场起步于 2005 年，2016 年之后随着债券市场对外

① 例如，Fernadez-Arias（1996）指出当国内因素比外部因素更能解释资本流入时，就是一个拉动力量占主导的情形，此时资本流入国的政策能够对资本流入可持续性起作用；反之当外部因素更重要时，就是一个推动力量占主导的情形，此时资本流入会更具有波动性，且超越了资本流入国政策的作用力范畴。

开放步伐加速（倪红福和张志达，2023），境外机构持有我国银行间市场债券规模明显上升。境外机构债券持仓规模大致可分为三个阶段。① 2015—2017 年，境外机构主要以结算代理模式参与银行间债券市场投资，参与类型以境外央行类和商业银行类为主，持仓规模平稳增长。② 2017 年 7 月“债券通”上线，显著提升了境外机构参与银行间债券市场便利性，特别是境外资管类机构。2019 年起我国债券相继被纳入三大国际债券指数，此期间境外机构持债规模快速上涨。2022 年 1 月末，境外机构债券持仓量达到高点超 4 万亿元人民币，占我国债券市场托管余额的 3.1%。③自 2022 年 2 月起，境外机构开始减持债券，净卖出债券和所持债券到期共同导致境外机构持仓量下降。2022 年 2—7 月持仓量下降较快，平均每月减少 930 亿元，7 月以后减持有所减缓，至 2022 年 12 月底持仓量为 3.4 万亿元，较年初高点减少近 7 000 亿元。2023 年上半年，境外机构债券持仓量总体窄幅波动，截至 6 月底持仓量为 3.3 万亿元（图 1 左）。

境外机构所持券种结构有所调整。持仓结构上，境外机构持有的政策性金融债比例有所下降，而国债持有比例上升，同业存单比例基本不变。一个可能的原因是国债信用等级高，被纳入三大国际债券指数会吸引指数型基金跟踪配置，且受到境外央行类机构的青睐。同业存单期限较短，符合境外机构短期资金管理需要。2022 年境外机构风险偏好变化，投资趋于保守，降低政策性金融债头寸，更多地投资信用等级更高的国债和期限较短的同业存单。2023 年 6 月末，境外机构的国债、政策性金融债和同业存单持仓分别为 65%、22% 和 7%（图 1 右）。

2022 年前后国内外政治经济形势也发生较大变化：我国债券收益率总体平稳，但受美联储加息影响，中美利差由正转负



数据来源：Wind。

图 1　境外机构持仓量（左图）与持仓比例（右图）

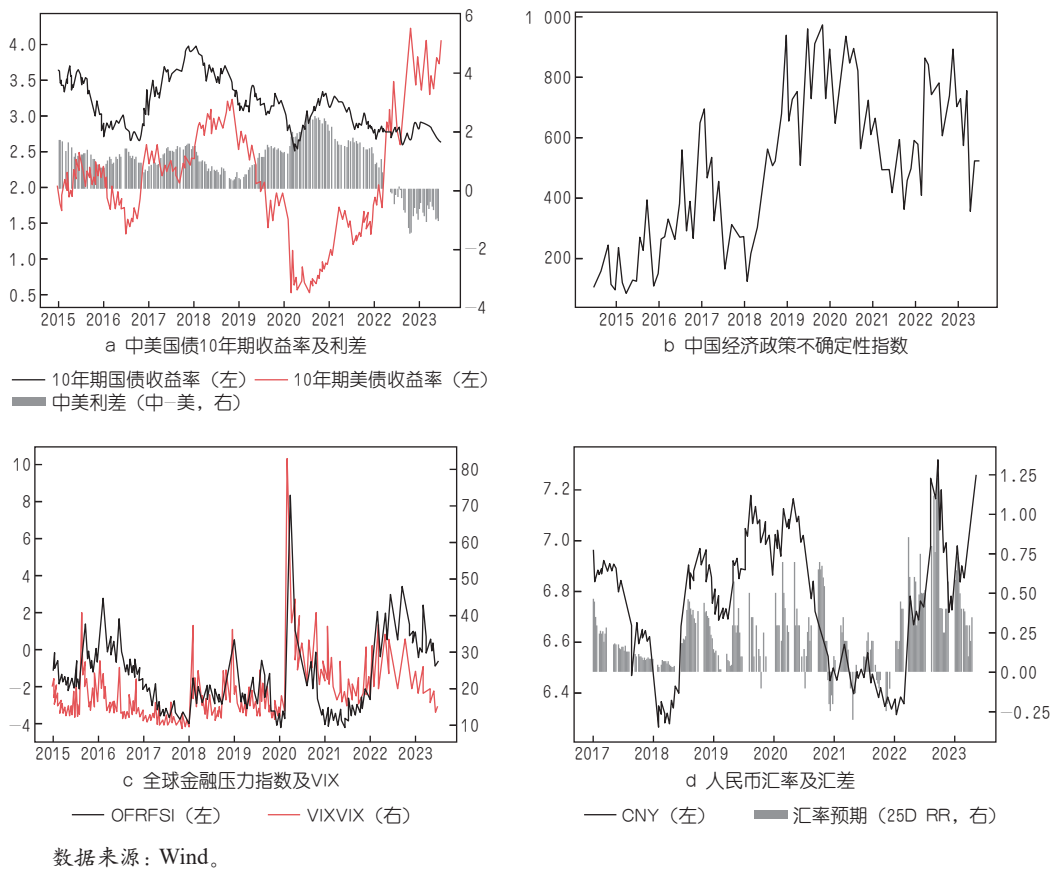
（图 2a）；受疫情等外部冲击，国内经济增速有所放缓，经济基本面不确定性指数上升（图 2b）；由于俄乌冲突、全球通胀高企和美联储加息等原因，全球金融风险上升（图 2c）；期间人民币汇率也有一定贬值压力（图 2d）。那么，这些经典推拉框架中的影响因素，是否以及多大程度上影响境外机构债券持仓，是下文要检验的问题。

四、关于境外机构债券持仓的实证检验

基于前述文献理论、前沿观察和市场讨论热点，境外机构在投资我国债券市场时会考虑境内债券吸引力、资金成本、市场风险等多重因素，为此我们选取了债券收益率、经济基本面、人民币汇率预期、全球金融周期、全球金融风险水平等五个方面来分析境外机构持仓的短期和长期影响因素。前三者属国内拉动因素，后两者属国际的推动因素。表 1 为各变量描述统计，数据来自 Wind。

（一）样本

考虑 2018 年之前境外机构持仓量较



数据来源：Wind。

图 2 国内国际宏观经济相关指标

低且趋势不明显，本文收集 2018 年初至 2023 年 6 月的月度境外机构债券持仓量，样本量为 66 个月。

① 债券收益率。如同任一资产价格变化，境内债券收益率变动能引起投资者两个交易方向的摆布，例如债券收益率上行（债券价格下跌）可能引起投资者卖出止损，也可能引起投资者买入抄底。至于债券收益率变化对境外机构持仓的影响侧重于哪个方向，需要实证检验给出答案。如前所述，境外机构债券持仓中国债占比超 50%，因此本文用 10 年期国债到期收益率月度均值（TB10Y）代表整体债券收益率。在进一步分券种的讨论中，分别用 10 年期国债收益率（TB10Y）、10 年期政策性金融债收益率（PFB10Y）和 1 年期同业存单收益率（NCD1Y）分别表示国债、政策性金融债和同业存单收益率。

② 中国经济基本面。当新兴市场经济基本面企稳向好时，外资会因吸引流入；反之，当一国经济不确定性上升时，境外机构避险情绪增加，会偏向更安全资产转而减少对新兴市场的投资（Bloom，2009；贾玉成 等，2018）。本文选取中国经济政策不确定指数（CEPU）来代表经济基本面。CEPU 指数由 Baker et al.（2016）基于南华早报新闻报道生成，指数越高代表报纸当月新闻报道中涉及中国经济不确定性的比例越高。CEPU 指数被广泛应用于学界，国内已有大量文献研究 CEPU 与中国宏观经济与资产价格的影响，具有一定代表性（胡成春 等，2020；陈选娟 等，2022）。

③ 人民币汇率预期。境外机构多数持有外币资产，汇率变动直接影响持债收益进而影响投资决策（Gabaix X et al.，2015；陈创练 等，2017）。当机构投资者预期人民币汇率有贬值压力时，其持债收益下降，可能会减持债券；反之则增持。常用的代表汇率预期的指标包含 1 年期 NDF，在岸离岸汇差，风险逆转期权等。本文以美元作为外币代表，采用 1 月期 25Delta 美元兑人民币风险逆转期权隐含波动率指标（RR）代表汇率预期。RR 是看涨期权与看跌期权之差，升高代表市场参与者更多看涨美元，人民币有贬值预期，反之人民币有升值预期。

④ 全球金融周期。Rey（2015）发现，跨境资金流动与美联储货币政策密切相关，即当美联储开启加息周期时，美元利率上升，美国金融市场对全球资本吸引力增强，此时境外机构有动机减少在新兴经济体投资，资金回流美国。此外，发达经济体货币政策周期变化也会通过金融风险、汇率等渠道影响资本流动（Bruno et al.，2015；Miranda-Agreppino et al.，2015）。2022 年以来，美联储快速收紧货币政策驱动全球金融周期进入下行期，而中国的金融周期则相对稳健（潘功胜，2023）。中美利差（SPREAD）指标反映中美金融周期的相对位置，已有文献证实中美利差对我国跨境资本流动有显著影响（陈学彬 等，2007；缪延亮 等，2021）。结合债券市场实际情况，SPREAD 取中美两国 10 年期国债收益率之差，正值代表中国国债收益高于美国。

⑤ 全球金融风险水平。当全球金融

市场风险突然提高时，投资者避险情绪提升，趋于谨慎，此时往往会主动降低杠杆率，投向安全资产（Borio et al.，2011）。本文以全球金融压力指数（FSI）作为全球金融风险水平。FSI 由美国财政部所属金融研究办公室制定并每日公布（Monin，2019），该指数升高代表全球金融风险水平提高。

（二）计量模型

考虑到被解释变量持仓量的时序相关性、解释变量的动态特征，本文构建如下 ARDL-ECM 模型：

$$\Delta Hold_t=\alpha_0+\beta_1 Hold_{t-1}+\boldsymbol{\beta}'\boldsymbol{x}_{t-1}+\sum_{p=1}^{P}\omega_p\Delta Hold_{t-p}+\sum_{i=1}^{5}\sum_{q_i=1}^{Q_i}\lambda_{i,q_i}\Delta x_{i,t-q_i}+\in_t, \quad (1)$$

其中，t 为月份，$Hold_{t-1}$，$\boldsymbol{x}_{t-1}$ 为滞后一期的境外机构持仓量和控制变量向量，$\Delta Hold_{t-p}$，$\Delta x_{i,t-q_i}$ 分别为滞后 p 期的总持仓量一阶差分（即当月持仓量的变化）和滞后 q_i 期的各控制变量一阶差分。P，Q_i 分别为短期持仓量变化和其他解释变量的滞后阶数，由 BIC 选取。在分券种回归中，本文分别将总持仓量替换为国债、政策性金融债和同业存单的月度持仓量，并且为了后续比较，滞后阶数由总持仓量模型估计并延用至分券种模型中。

ARDL-ECM 模型可被看作是 VECM（Vector Error-Correction Model）模型的其中一行。VECM 模型参数较多，在数据样本有限的情况下参数估计的准确性难以保证。由于境外机构的持仓和交易量在银行间债券市场中的比重不算高，不太可能反过来对债券收益率、经济基本面、汇率、全球风险水平等因素造成实质影响，因此在这种情况下对 ECM-ARDL 模型的估计等同于对 VECM 模型的估计，而且保证了模型（1）中各参数估计的精度（Pesaran，2015）。

境外机构持仓量与各解释变量间可能存在长期协整关系。在（1）中，变量的长期协整关系为：

$$\alpha_0+\beta_1 Hold_{t-1}+\boldsymbol{\beta}'\boldsymbol{x}_{t-1}, \quad (2)$$

模型（1）等式右侧的其余部分为短

表 1　主要变量的描述性统计

变量	含义	均值	标准差	最小值	最大值
Hold	境外机构总月度持仓量（亿元）	27 375.14	8 913.51	12 340.72	40 696.57
TBHold	境外机构记账式国债月度持仓量（亿元）	16 828.02	5 741.05	6 670.01	25 188.90
PFBHold	境外机构政策性金融债月度持仓量（亿元）	6 770.36	2 664.43	3 188.54	4 212.17
NCDHold	境外机构同业存单月度持仓量（亿元）	1 887.62	366.07	1 150.69	2 638.12
TB10Y	国债 10 年期收益率，月度均值	3.08	0.33	2.54	3.94
PFB10Y	政策性金融债 10 年期收益率，月度均值	3.49	0.53	2.81	5.02
NCD1Y	同业存单 1 年期收益率，月度均值	2.96	0.68	1.72	2.55
SPREAD	中国 - 美国 10 年期国债到期收益率，月度均值	0.87	1.00	–1.34	2.43
CEPU	中国经济政策不确定性指数	638.95	194.01	122.94	970.83
RR	25Delta 美元兑人民币风险逆转期权隐含波动率（1 月），月度均值	0.25	0.23	–0.18	0.94
FSI	全球金融压力指数，月度均值	–1.41	2.23	–4.01	6.12

期影响。如果存在协整关系，那么境外机构持仓量与解释变量间长期保持稳定关系。Pesaran et al.（2001）提出了适用于ARDL-ECM模型的协整关系的PSS检验方法。原假设为不存在协整关系，即 H_0：$\alpha_0=\beta_1=\boldsymbol{\beta}'=0$。本文采用此方法分别检验境外机构总持仓量以及分券种持仓量与各解释变量的协整关系。若拒绝原假设，即协整关系存在，本文将按照模型（1）同时估计协整关系与短期系数；若没有拒绝原假设，则协整关系不存在，我们将聚焦于境外机构持仓量与各解释变量的短期关系，直接估计ARDL模型（3）：

$$\Delta Hold_t=\alpha_0+\sum_{p=1}^{P}\omega_p\Delta Hold_{t-p}+\sum_{i=1}^{5}\sum_{q_i=1}^{Q_i}\lambda_{i,q_i}x^*_{i,t-q_i}+\epsilon_t, \quad (3)$$

其中，x^*为平稳后变量。这里经ADF（Augmented Dicky-Fuller）[①]检验后，在（3）中对各持仓量、TB10Y、PFB10Y、SPREAD作一阶差分以保证平稳性，其余变量不变。

（三）实证结果

1. 长期影响因素：协整关系估计

本文检验境外机构持仓量与各解释变量的协整关系。我们先估计模型（1），并用PSS检验持仓量与解释变量的协整关系，表2[②]展示了协整估计结果。根据协整检验的常规做法，为便于对长期影响因素加以解释，本文将 β_1 固定为 –1。表2第1列展示了境外机构总持仓量与各解释变量的协整关系，第2~4列分券种展示了境外机构国债、政策性金融债和同业存单持仓量与各解释变量的协整关系。PSS检验展示了协整关系检验的 p 值，若 p 值小于0.05，则认为协整关系至少在5%水平下显著。

检验结果显示，境外机构的总持仓量、国债和政策性金融债持仓均与其他解释变量存在协整关系，而同业存单持仓与解释变量无协整关系。协整关系表明，从长期看：① 境外机构总持仓量与中美利差、经济不确定性指数存在显著协整关系。当中国国债债券收益率高于美国国债收益率时，或中国经济平稳性增强时，境外机构总持仓量增加，反之减小。② 中国债券收益率、人民币汇率以及全球金融风险水平都不是显著影响境外机构持仓的长期因素，三个变量的系数在协整关系中均不显著（除政策性金融债之外）。③ 在政策性金融债持仓中，当债券收益率上升时，境外机构会减持政策性金融债，即收益率每上升1bp，境外机构减少持仓57.3亿元政策性金融债，这与政策性金融债更强的交易属性有关；而且当全球金融风险上升时，境外机构倾向减持政策性金融债，即全球金融风险水平每上升1个点会导致境外机构减持451亿元债券，这与我们从数据中观察到2022年境外机构持仓结构变化一致。

2. 短期影响因素：ARDL估计

除了长期关系，我们也关注短期内境外机构债券持仓受到哪些因素影响。短期关系的估计结果如表3所示。前缀D表示对变量作一阶差分，L表示滞后期，例如

① 受篇幅限制，ADF检验结果省略，留存备索。

② 表2、表3，以及稳健性检验相关表格，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

L1 代表滞后 1 期。与表 2 类似，表 3 第 1 列展示了境外机构总持仓量与各解释变量的短期关系，第 2~4 列分券种展示了境外机构国债、政策性金融债和同业存单持仓与各解释变量的短期关系。其中，如表 2 第 4 列所示，由于同业存单持仓量与各变量无协整关系，我们采用模型（3）估计同业存单持仓量与各变量的短期关系，估计结果如表 3 第 4 列所示。

回归结果显示，从短期看：① 全球金融风险水平会显著影响境外机构的债券持仓。无论持有何种类型债券，当全球金融风险水平上升时，例如地缘政治冲突爆发，境外机构对各券种均有减持倾向。② 短期内债券收益率上行（价格下跌）会影响境外机构持仓，特别是当持仓中占比较高的国债收益率上升时，境外机构会减持。该现象在政策性金融债和同业存单持仓中不显著。③ 人民币汇率贬值预期对境外机构持仓影响较弱，仅在 10% 水平下对境外机构总持仓有显著影响，在分券种回归中虽系数为负，但统计上均无显著影响。④ 短期内中美利差和中国经济不确定性指数均不是主要影响因素。分券种看，短期内中美利差扩大会促使境外机构增持国债，而利差对政策性金融债和同业存单持仓无显著影响。中国经济不确定性指数仅对政策性金融债持仓在 10% 水平上显著，而对其他券种无显著影响。

3. 稳健性检验

本文通过替换解释变量和提高数据频率。两种方法进行稳健性检验。

第一，替换解释变量。首先，考虑到代表汇率和汇率预期指标的多样性，本文将人民币汇率变量分别替换成离岸在岸汇差和美元兑人民币即期汇率；其次，将全球金融风险指标 FSI 替换成 VIX 指数；接下来，重新估计模型（1）和（3），结果均与前文一致。

第二，提高数据频率。考虑到公开数据为月频数据，数据量较小可能会对估计结果造成影响，本文将月度数据替换成周度或日度债券净买卖数据（数据来源于中国外汇交易中心），样本期为 2018 年初至 2022 年底，共 1 822 个交易日。采用高频数据重新估计上述模型，结果仍然与前文一致。

五、对实证结果的现实解释

总结实证检验结果：短期影响境外机构持仓量的因素是我国债券收益率和全球金融风险水平，长期影响因素是中国经济基本面和全球金融周期，人民币汇率影响较弱。以下将分别阐述五类因素的影响。

第一，短期内债券收益率调整会影响境外机构持仓，长期内影响不显著。短期关系估计结果显示，如果债券收益率上行的话，境外机构短期内减持债券，下行则增持。平均而言，债券收益率每上升 1bp，境外机构减持 17.95 亿元。这体现境外机构短期交易策略上“趋势投资”超过“价值投资”，即在债券价格下跌时卖出，在债券价格上行时买入。从长期看，我国 10 年期国债收益率总体维持在 2%~4% 区间，标准差为 0.33，较为稳定，并不是显著影响境外机构债券持仓量的长期因素。

第二，短期经济基本面对境外机构持仓影响不大，但长期内经济基本面是主导因素。如果着眼于短期经济基本面，其变

化程度较小、趋势不明显，不会对境外机构投资者决策产生影响。然而协整关系显示，长期内经济不确定性指数会影响境外投资者持仓。2021 年经济不确定性指数均值为 508.90，2022 年均值为 716.92，较 2021 年上升 41%，一定程度上能够解释了 2022 年境外机构的减持。

第三，人民币汇率预期短期或对境外机构持仓造成影响，长期影响较弱。境外机构持债的总收益率包括债券回报率和人民币汇率变动程度。当人民币汇率存在一定贬值压力时，境外机构对汇率的反应有所差异：以外币为融资货币的境外商业类机构会出于汇率考虑减持人民币债券，而本就持有人民币的境外央行类机构则影响不大，此外境外机构也会使用外汇掉期等工具锁汇套保。因此人民币汇率预期短期内或会影响境外机构特别是境外商业类机构的债券持仓，但长期内该影响不显著。

第四，全球金融周期对境外机构持仓有长期趋势性影响，短期影响较弱。投资者在两国债券市场的套息交易并非如教科书公式般流畅，是存在着交易成本约束的，短期内中美利差的短期波动不会对境外机构债券持仓有显著影响。而从长期看，中美利差反映了两个金融周期相对位置的趋势性变化，会影响境外机构的中长期配置策略。回归结果显示，长期内中国 10 年期国债收益率高出美国国债收益率 1bp，境外机构持仓增加 88.04 亿元。我们看到，2021 年中美利差均值为 160bp，2022 年为 –19bp，同时境外机构持仓出现较为明显下降，但 2023 年 6 月末中美利差进一步转至 –140bp，境外机构债券持仓却没有大幅下行。这说明单从中美利差与境外机构购债的走势难以得出因果关系判断，本文从实证角度揭示了两者的短期与长期关系。

第五，全球金融风险变化短期内显著影响机构持仓决策。当全球金融风险上升时，境外机构避险情绪上升，风险偏好发生变化，对新兴市场投资趋于谨慎。实证结果显示，短期内当全球金融压力指数上升 1 点，境外机构平均减持债券 160.05 亿元。长期内，全球金融风险水平也是境外机构持仓的影响因素，但是影响程度不如短期关系显著，而且对境外机构持有中国国债是正向影响，即当全球金融风险水平整体抬升时，境外机构会增持我国国债来作为分散投资的选项之一，侧面反映了我国国债具有一定的避险属性。

六、结论和建议

本文定量分析了我国债券收益率、经济基本面、人民币汇率预期、全球金融周期和全球金融风险水平等五类因素对境外机构债券持仓的影响，区分了哪些是长期力量，哪些是短期扰动。短期因素主要是我国债券收益率和全球金融风险水平，即当我国债券收益率上行或全球金融风险水平上升时，境外机构会在短期内降低债券持仓规模；长期因素主要为中国经济基本面和中美利差，汇率变动对境外机构持仓影响较小。我国经济长期向好，具有较强的发展韧性和潜力（余永定，2023），这是吸引境外机构长期投资我国债券的主要因素；以中美利差为代表的全球金融周期也在长期内主导着境外机构的投资策略；尽管汇率变动会直接影响境外机构持债收

益，但考虑境外机构类型和境外机构债券投资时的汇率套保效应后该影响不显著。鉴于此，在分析境外机构持仓规模变动原因或预测时，需要厘清时间范畴，同时要综合考虑多重因素的共同作用，不能以偏概全。根据本文所发现的短期因素和长期因素，提出相关建议。

一是持续提高境外机构参与我国境内金融市场的便利性。如本文发现，短期内我国债券收益率大幅上行或全球金融风险水平上升会导致境外机构减持我国债券，那么丰富境外机构利率风险管理工具、提高境外机构参与衍生品市场的便利性，能一定程度上帮助境外机构更好地管理利率风险。例如，2023 年 5 月 15 日“互换通”上线，境外机构能够更加便利地参与银行间利率互换市场，开展投资境内债券市场相关利率风险管理。进一步地，要持续深化境内债券市场供给侧结构性改革，丰富交易机制，提高债券流动性水平，创新面向境外机构的产品服务机制，拓展境内外金融市场互联互通，促进债券市场高质量发展。

二是坚持稳预期、稳增长，不断巩固经济基本面稳中向好的基础，提高我国资产对境外机构的长期吸引力。长期内境外机构投资我国债券市场受到国内经济基本面和全球金融周期的影响。外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，需要依靠改革开放增强发展内生动力，统筹推进深层次改革和高水平开放（黄益平，2022），增强信心和底气，改善社会预期。我国发展面临的有利条件强于不利因素，经济回升向好、长期向好的基本趋势没有改变。保持定力，增强信心，集中精力办好自己的事情，是应对各种风险挑战的关键。N

学术编辑：曾一已

参考文献

[1] 陈创练,姚树洁,郑挺国,等.利率市场化、汇率改制与国际资本流动的关系研究[J].经济研究,2017,52(04):64-77.
[2] 陈选娟,杨刚,贾志敏.经济政策不确定性、展期风险与债券利差[J].国际金融研究,2022(09):77-86.
[3] 陈学彬,余辰俊,孙婧芳.中国国际资本流入的影响因素实证分析[J].国际金融研究,2007(12):53-60.
[4] 胡成春,陈迅.经济政策不确定性、宏观经济与资产价格波动——基于TVAR模型及溢出指数的实证分析[J].中国管理科学,2020,28(11):61-70.
[5] 黄益平.新发展格局下的金融开放与稳定[J].金融市场研究,2022(01):1-9.
[6] 贾玉成,张诚.经济周期、经济政策不确定性与跨国并购:基于中国企业跨国并购的研究[J].世界经济研究,2018(05):65-79+136.
[7] 路先锋,张明.美联储加息:历史周期、内外影响和经验启示[J].金融市场研究,2022(12):48-55.
[8] 缪延亮,郝阳,贾璇.利差、美元指数与跨境资本流动[J].金融研究,2021(08):1-21.
[9] 倪红福,张志达.以制度型开放促进金融业高水平对外开放[J].金融市场研究,2023(04):1-10.
[10] 欧明刚,杨佩玮.国际资本流动研究新进展[J].经济学动态,2023(06):132-148.
[11] 潘功胜.实现中国债券市场的高质量发展——写在“债券通”开通五周年之际[J].中国金融,2022(13):9-10.
[12] 谭小芬,张珂珂.跨境资本流动：特点、趋势与影响[J].金融市场研究,2023(05):1-12.
[13] 吴丽华,傅广敏.人民币汇率、短期资本与股价互动[J].经济研究,2014,49(11):72-86.
[14] 余永定.中国的增长前景和挑战[J].金融市场研究,2023(02):1-14.
[15] 赵进文,张敬思.人民币汇率、短期国际资本流动与股票价格——基于汇改后数据的再检验[J].金融研究,2013(01):9-23.
[16] 张继强,张亮.外资买债详解[J].中国外资,2020(09):14-25.

[17] 钟凯,孙昌玲,王永妍等.资本市场对外开放与股价异质性波动——来自“沪港通”的经验证据[J].金融研究,2018(07):174-192.
[18] Baek, S. G., & Song, C. Y. On the determinants of surges and stops in foreign loans: An empirical investigation[J]. Open Economies Review, 2016(27), 405-445.
[19] Baker S R, Bloom N, Davis S J. Measuring economic policy uncertainty[J]. The quarterly journal of economics, 2016, 131(4):1593-1636.
[20] BIS. Changing paterns of capital flows[R]. CGFS Papers, No.66, 2021.
[21] Bloom N. The impact of uncertainty shocks[J]. Econometrica, 2009, 77(3): 623-685.
[22] Borio,C.& P.Disyatat. Global imbalances and the financial crisis:Link or no link?[R] BIS Working Papers, No.346,2011.
[23] Bruno V, Shin H S. Cross-border banking and global liquidity[J].The Review of Economic Studies,2015, 82(2): 535-564.
[24] Calderón, C.& M.Kubota."Ride the wild surf:An investigation of the drivers of surges in capital inflows"[J]. Journal of International Money and Finance,2019,92(C):112-136.
[25] Calvo, G. A. Capital flows and capital-market crises: the simple economics of sudden stops[J]. Journal of applied Economics, 1998, 1(1), 35-54.
[26] Fernandez-Arias, E. The new wave of private capital inflows: push or pull?[J]. Journal of development economics, 1996, 48(2), 389-418.
[27] Forbes, K.J. & F.E. Warnock. Capital flow waves: surges, stops, flight, and retrenchment[J]. Journal of International Economics, 2011, 96: 76-97.
[28] Gabaix X, Maggiori M. International liquidity and exchange rate dynamics[J].The Quarterly Journal of Economics, 2015, 130(3): 1369-1420.
[29] Ghosh, A.R.et al. Surges[J]. Journal of International Economics, 2014, 92(2):266-285.
[30] Miranda-Agrippino S, Rey H. US monetary policy and the global financial cycle[J].The Review of Economic Studies, 2020, 87(6): 2754-2776.
[31] Monin P J. The OFR financial stress index[J]. Risks, 2019, 7(1): 25.
[32] Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. Bounds testing approaches to the analysis of level relationships[J]. Journal of Applied Econometrics, 2001, 16(3), 289-326.
[33] Pesaran, M. H. Time series and panel data econometrics[M]. Oxford:Oxford University Press, 2015.
[34] Rey H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence[R].National Bureau of Economic Research, 2015.

Beyond Compare? Push–pulling Factors Affecting Foreign Institutional Bond Holdings

TAN Lidan XIE Jieyu

(China Foreign Exchange Trade System)

Abstract In 2022, a decline in holdings of domestic Chinese bonds by foreign institutions attracted widespread attention. Using an error-correction form of the ARDL model and based on data on different types of bonds held by foreign institutions between January 2018 and June 2023, this paper analyzes the factors affecting foreign institutions' bond holdings.The research reveals that the factors affecting long-term trends in bond holdings of foreign investors are different from those affecting short-term fluctuations. China's economic fundamentals and the global financial cycle significantly explain long-term changes, while bond prices and global financial risks are key factors in short-term fluctuations. The impact of the renminbi exchange rate on foreign holdings is limited. This paper provides theoretical support for understanding the investment behavior of foreign institutions, and provides guidance for attracting foreign investment in bonds and promoting development of the bond market.

Keywords Foreign Institution, Inter-Bank Bond Market, Interest Rate Spread, Co-integration Test

JEL Classification C32 E32 G32