



“我家大门常打开”：人民币债券重获全球青睐

杨刚 温彬 张丽云

摘要 近年来面对错综复杂的外部环境，我国推进债市对外开放的政策步伐坚定、导向清晰，境外机构持有境内人民币债券规模和交易活跃度都在不断提升。新形势下人民币债券重获境外机构青睐与多个因素有关，如经济基本面、票息和汇兑收益、主权债券的流动性、对外开放制度建设、人民币储备货币地位等。当前人民币国际化稳慎扎实推进，建议监管部门从便利境外机构管理债券组合利率和流动性风险、提升债券市场流动性、降低政策不确定性等方面着手，促进债券市场高质量开放和发展水平。

关键词 债券通 人民币债券 人民币国际化 债券流动性

一、中国债券市场开放与投资者特征

根据境外机构投资债券市场的主体范围和投资范围标准划分，中国债券市场开放大致分为三个阶段。

第一阶段是2005—2009年，发行和投资两路并进。2005年中国人民银行批准泛亚债券指数基金进入银行间债券市场，以及熊猫债发行打开了国际机构发行人民币债券的大门，银行间市场境外资金实现了从无到有的突破。

第二阶段是2010—2016年，中国从投资主体和投资市场两个维度逐步开启了境外投资者进入境内债券市场的三个渠道。①中国人民银行陆续发文允许境外央行或货币当局、境外人民币清算和参加行

获得准入资格。②2013年起，合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）可以进入银行间市场开展现券交易，随后，投资额度和产品也逐渐放宽，直到2016年取消投资限额。③金融机构直接进入内地债券市场（银行间债券市场直投模式，CIBM Direct），在直接进入渠道下，境外机构需要选择境内结算代理行来提供入市、交易、结算等相关服务，至此债券二级市场已实质性向境外机构投资者开放。

第三阶段是中国债券市场真正走向制度型开放，以2017年香港和内地债券市场交易流通债券机制（简称“债券通”）的启动为分水岭。2017年7月3日，“债券通”

杨刚（通信作者），中国民生银行博士后工作站，中国民生银行研究院金融市场研究中心，清华大学五道口金融学院，Email: gumpyang09@163.com；温彬，中国民生银行首席经济学家兼研究院院长；张丽云，中国民生银行研究院金融市场研究中心主任。



(连接在岸债券市场和香港特别行政区)正式上线,为希望投资中国债券市场的境外投资者提供了熟悉、便利的渠道,交易的品种为现券买卖,其简洁化的开户流程、多级托管的制度设计^①、券款对付的结算方式,为跨境债券买卖提供了便利(刘津宇和苏治, 2023)。一年后,该计划使境外投资者在银行间市场的持有量增加了70%。2019年以来,中国债券先后被纳入彭博巴克莱、摩根大通、富时罗素三大国际债券指数。目前,全球约有3万亿至5万亿美元资产追踪这三大指数,按指数比例配置中国内地债券。

综上,目前境外投资者通过银行间债券市场直投模式(CIBM Direct)、债券通“北向通”、合格境外机构投资者(QFII/RQFII)等渠道积极布局中国债券市场,成为银行间国债和政策性金融债市场上的重要参与者(表1和图1)。

二、境外投资者对国内债券市场的参与度

截至2023年12月末,共有1124家境外机构主体入市,覆盖70多个国家和地区。境外投资主体包括短期交易者(机构自营交易部门、对冲基金、资管产品等)和中长期投资者(境外央行、主权财富基金、指数被动投资基金等)。前者交易更加活跃,投资策略更加多样,包括基差交易、套息交易等;后者的投资策略较稳定,对

表1 中国境内债券市场四项准入计划的比较

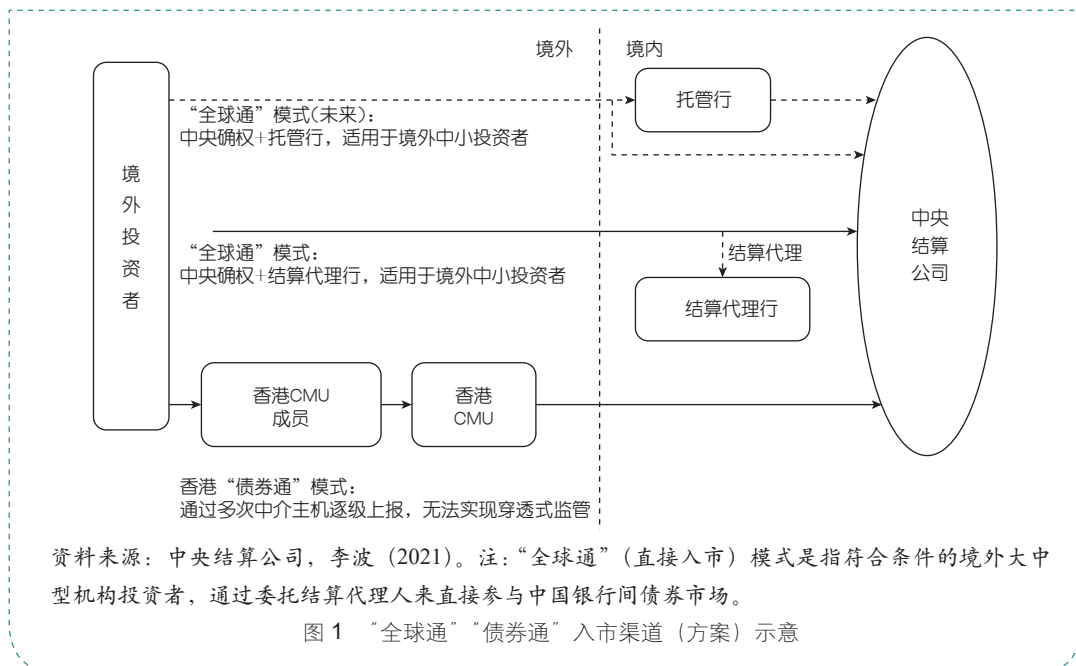
		QFII/ RQFII	CIBM 直投	债券通
要求	审批制与备案制	审批	备案	备案
	额度	是	否	否
	禁售要求	否	否	否
产品 权限	现金债券			
	银行间	✓	✓	✓
	交易所	✓	×	×
	债券回购	×		✓
	债券借贷	×	✓	×
	债券远期	×	✓	✓
	境内外汇			
	即期	✓	✓	✓
	远期	✓	✓	✓
	掉期	✓	✓	✓
	期权	✓	✓	✓
	境内利率衍生产品			
	利率掉期	×	✓	×
	利率互换安排	×	✓	✓
	远期利率协议	×	✓	×
	国债期货	✓	×	×

资料来源:中央结算公司,人民银行,上海清算所。
注:1. CIBM=中国银行间债券市场;QFII=合格境外机构投资者;RQFII=人民币合格境外机构投资者;
2. 合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者是两个独立的计划,有关资格与设置并不相同。但就上述几个方面的要求而言,两个计划并无差别;
3. 境外公共部门投资者、境外参与银行和人民币清算银行在中国银行间债券市场计划下可进入在岸回购市场;私人部门投资者目前无法进入。

短期利率、利差、汇率波动相对不敏感。

上述不同类型外资机构参与中国债市程度方面,从总量上看,中国债券市场存量约为157万亿元,是世界第二大债券市

① 多级托管模式不存在明显风险因素,既能较好解决跨境投资涉及的法律合规、市场规则、语言差异等问题,转型至多级托管模式相关的操作风险也可控。



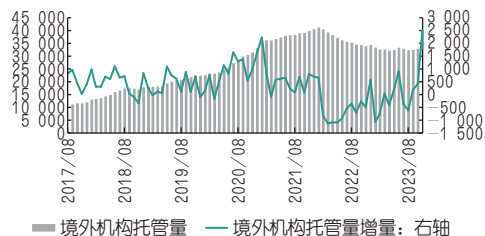
场。2022年1月末, 境外机构持有人民币债券规模超过4万亿元峰值, 随后规模持续下降至最低3.16万亿元, 之后震荡回升, 到2023年12月末托管余额为3.7万亿元, 约占银行间债券市场总托管量的2.7%。从结构上看, 外资持有我国债券的结构主要以国债与政策性金融债为主, 信用债偏少。其中, 截至2023年末, 境外机构国债持有量为2.29万亿元, 占其持仓比例为62.4%, 较2022年末基本持平; 其次是政策性金融债, 托管量为0.80万亿元, 占比21.8%。境外机构利率债累计托管量, 全市场利率债总规模的3.8%^{①②}。此外, 交易所债券市场以企业债、公司债等信用债品

种为主, 当前境外投资者在交易所的持债规模较小。

面对错综复杂的外部环境, 2023年以来, 境外机构在中国债券市场的活跃度进一步提升。2023年全年, 境外机构累计增持人民币债券约2 817亿元, 债券通“北向通”交易量同比增长25%, 新增入市境外机构47家, 同业存单上的交易量大幅增长且持有量达历史新高, 为推动境内债券市场对外开放划上了殊为不易的年度句号。从资金流动看, 受境外主要经济体快速加息引发全球资本流动转向、人民币汇率阶段性承压等因素影响, 2023年外资持有境内债券的余额一度下滑(管涛和殷高

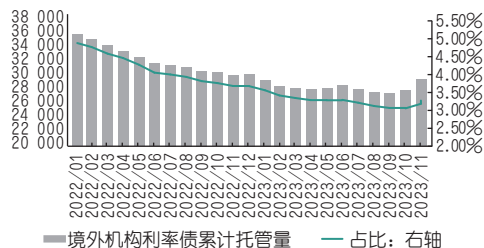
① 利率债此处指: 国债、地方政府债和政策性金融债。

② 对标国际, 以外国投资者持有本国债券市场份额这一指标衡量, 德国为68%、法国64%、澳大利亚46%、英国41%、意大利39%、加拿大38%、美国29%、俄罗斯13%及日本8%, 中国债市对外开放程度仍低。



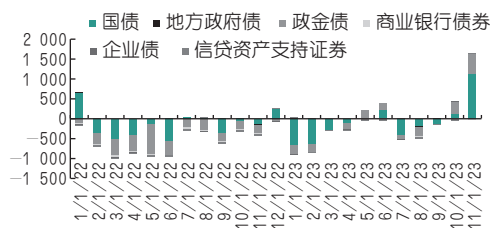
资料来源：债券通公司官网。

图2 境外投资者债券托管量及其增量（亿元）



资料来源：中央结算公司，人民银行，上海清算所。

图3 境外机构利率债累计托管量及其占比（亿元）



资料来源：中央结算公司，人民银行，上海清算所。

图4 境外投资者持有境内债券规模变化：当月
值（亿元）



资料来源：中央结算公司，人民银行，上海清算所。

图5 外资债券托管规模变化与人民币汇率变化
（亿元）

峰，2023）。2023年一季度，外资从中国债券市场流出1800亿元，到三季度又流出900亿元。从2023年9月开始，外资每月均增持中国境内债券，总增持额达4900亿元，特别是2023年11月2510亿元的外资债券购买量比10月增加了近六倍，净增持规模为历史最高值，2023年12月进一步净增持1800亿元（图2~4）。

三、我国债券市场再获全球吸引力

第一，境外投资者对人民币债券最基本的一个考虑是经济基本面。一方面，中美关系初现缓和，实际利率已接近经济增长的限制性水平，叠加我国国内稳增长政

策加码提振市场预期改善，外资投资中国市场和配置人民币资产意愿稳步提升。另一方面，从外部经济因素来看，目前主要经济体加息周期已接近尾声、美国经济软着陆预期等多重因素推动下，人民币汇率走势将继续保持稳步回升、温和走强，并在合理均衡水平上保持基本稳定。截至2023年年底，人民币兑美元即期汇率（指境内银行间外汇市场下午四点半交易价）较2023年8月底升值2.1%，继续有效提升人民币资产的竞争力和吸引力（图5）。

第二，从收益率角度看，“票息+汇兑”的综合收益成为提升人民币配置价值、



促使境外机构持续增持的关键。鉴于中国境内短期投资工具（国债、政策性金融债及同业存单）的收益率相对于境内外汇掉期大幅上升，大多数外资流入可能来自国债资产掉期（ASW）。境外机构在国内外汇市场进行美元对人民币的远期汇率对冲后，持有1年期中国国债的实际收益率超过了同期限美国国债，从息差交易的角度来看颇具吸引力。

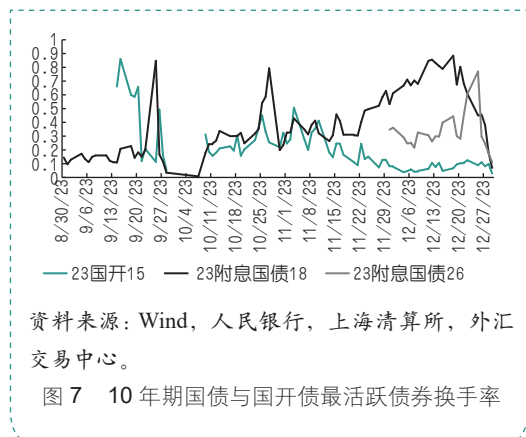
当前较为常见的交易策略是，在境内的外汇掉期市场换为人民币并锁定汇率风险后，投资于半年或1年期同业存单（NCD）并持有到期，由于美元/在岸人民币掉期点深度贴水，1年期人民币融资的综合成本相当于掉期点隐含在约1.3%的水平，这使得投资境内NCD收益和成本的利差扩大至100bps以上。2023年外资持有的NCD余额同比大增270%至约4340亿元

（图6），创下历史最高水平，表明境外机构密切关注中国债券市场的走势，当市场出现较为明确的投资交易机会时，会积极参与交易，为债市带来可观的资金流入。标的资产掉期的资金流入对人民币实时汇率没有直接的影响，但它为中国在岸市场提供了美元流动性，并支持在岸外汇掉期价格，这有助于稳定人民币汇率。

第三，主权债券的流动性也是境外投资者关注的，尤其债券市场活跃券的二级市场流动性是境外投资者投资中国债券的考虑因素。虽然新发行的国债与政策性金融债的新券（on-the-run）已具备不错的流动性，与其他市场相比，新券与次新券（off-the-run）之间的流动性差距很大，中国境内国债的换手率仍较低。例如，出于旧债流动性不足的考虑，一些全球债券指数曾建议在最初阶段仅将当前的中国国债基准债券纳入指数，而当其变成旧债时定期更换成更新的新券（把旧券在指数中移除）。但这种安排会导致投资机构进行频繁的资产组合头寸调整，在其持有的债券成为旧债券时不断换成新发债券，这种频繁的头寸调整做法可能带来投资的损失。

2023年国开债交易热度被国债反超，国债活跃券流动性有很大提高，足够的二级市场流动性是中国国债能有效反映市场对经济活动预期的一个重要前提条件。2023年四季度以来，10年期国债逐步超越国开债成为最活跃债券^①，由此带来国债流

① 从单券总成交量角度看，以国债230018与国开债230210为例，国债活跃券230018的成交笔数与成交规模从2023年10月逐渐赶超国开债活跃券230210，随后在12月国债一举超过国开债。



动性的提升,并且这种提升的效应会逐步向其他期限国债品种蔓延,由此会提升投资者的投资便利、风险对冲能力、回报率和投资意愿(图7)。

第四,从制度建设看,近年来我国债市稳步扩大制度型开放。我国政府不断推动债券市场对外开放,出台了一系列支持措施,为外资进入境内债券市场提供了便利,也是外资对境内债券的持续净增持的原因之一(倪红福和张志达,2023)。2023年,为积极响应市场合理诉求,推出便利投资的一揽子措施,如允许外资行参与中国国债期货,提供一篮子债券交易功能,优化“北向通”结算失败报备流程,新增在华外资机构作为“北向通”做市商,正式上线“互换通”,便利境外投资者参与境内利率衍生品市场,满足境外投资者利率风险管理需求。对外开放制度的不断完善,吸引了更多外资机构参与境内债市的发展。

特别地,“债券通”计划下,多级托管的制度设计,当外资进入中国市场的时候,

他们也难以脱离已有的托管系统来进行中国债券相关的投资,不利于境外投资人对冲境内债券头寸的需要(汪昌云,2022),少部分投资者通过离岸人民币市场进行债券投资相关的换汇和对冲操作,而离岸即期市场资金规模小,流动性不稳定,增加了对冲的难度和成本。2024年1月24日,香港金融管理局宣布将“债券通”北向合作(简称“北向通”)项下的人民币国债、政策性金融债券纳入人民币流动资金安排合格抵押品名单,这是首次在离岸市场确立境内债券的担保品功能,有利于促进和提升境外机构持债意愿,进一步增强中国债券市场的吸引力。香港期货交易所拟于2024年第一季度开始交易10年期中国国债期货合约,香港的国债期货能够便利境外投资者通过香港继续投资于中国在岸的资本市场,也是吸引外资的举措。预计这一产品的推出,将进一步丰富香港离岸人民币产品种类,对于人民币在境外的使用和中国债券市场全球吸引力有正面效应。

第五,人民币储备货币地位也是影响境外投资者持债动机的重要原因。2023年中央金融工作会议提出“稳慎扎实推进人民币国际化”。目前人民币国际化现已取得积极成效,人民币国际化的热力正在上升、跨境贸易人民币结算的认可度和接受度有所提升(图8)^①。当前广泛开展的双边和多边货币合作使得人民币的国际储备职能、使用场景以及便利性都在不断扩大,人民

① 环球银行金融电讯协会(SWIFT)最新公布的数据显示,2023年12月,人民币在全球支付占比为4.14%。



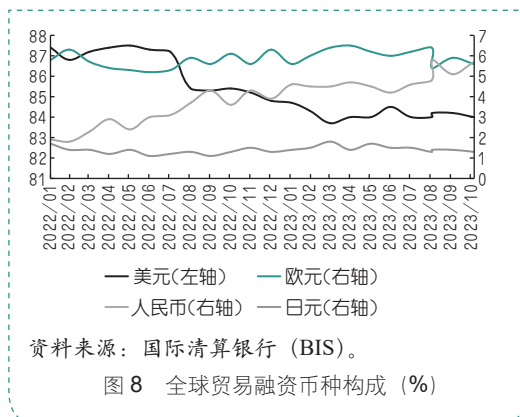
币离岸融资的作用更加突出^①，人民币重回全球前四大最活跃支付货币，人民币贸易交易属性、避险属性、储备属性都在凸显，为外资投资中国债券资产构筑了信心。

四、进一步开放中国债市的政策建议

当前人民币国际化的纵深推进，离不开人民币计价债券成为全球重要的金融资产。为提高债券市场高质量开放和发展水平，进一步提升人民币储备货币地位，提出以下政策建议。

第一，随着境外投资者持债规模扩大，其对冲利率风险和管理流动性风险需求持续增加（李思琪，2021）。衍生品对冲利率风险方面，“互换通”在2023年5月推出之后渐渐受到市场关注，为境外投资者参与金融衍生品市场提供了管理在岸人民币债券利率风险的交易通道，未来进一步允许其进行国债期货交易，使境外投资者能够更加有效地管理长期限债券组合的风险。流动性管理方面，2024年1月24日^②人民银行发布征求意见稿，进入银行间债券市场的境外机构投资者基本可参与债券回购业务^③，未来进一步允许境外投资者银行能通过回购市场向境外投资者贷款，将有助于满足更多境外投资者的流动性管理需求，控制资金成本。

第二，提高市场流动性，增加债券交易需求。应稳步提升债券市场对内对外的



开放程度，丰富投资者类型，降低买入并以持有到期为主要目的的银行与保险机构等投资者的比重，增加交易需求。完善做市机制，提高市场流动性，做市商发展不足与债券市场微观结构、利率市场化改革尚未完成等深层原因有关。

第三，进一步简化开户流程，提高境外机构投资者债券市场的便利性。2023年10月，人民银行行长潘功胜在十四届全国人民代表大会常务委员会第六次会议上作国务院关于金融工作情况的报告时提出，“加强债券市场建设，促进债券市场各类基础设施之间有序互联互通”。对此，建议进一步简化账户开立流程，取消“拟投资额”等不必要的申报要求，实现开户流程的全流程电子化；解决不同账户之间的头寸转换问题，取消不必要的政策限制，允许境外投资者在QFII、RQFII及银行间债券市场债券账户之间自由转换头寸，提升

① 2023年人民币“熊猫债”发行规模1544亿元，远高于2022年全年850.7亿元水平。

② 人民银行就《关于进一步支持境外机构投资者开展银行间债券市场债券回购业务的公告（征求意见稿）》公开征求意见的通知。

③ 此前仅境外央行类机构、境外结算行及参与行被允许进入回购市场。



资金使用效率；允许一户多用，明确允许境外主体通过投资银行间债券市场的账户进行隔夜余额管理，未来允许使用账户资金开展其他合理业务，改善投资者信息可得性。

第四，营造友好便利的制度环境，提供更为便利的税收、会计和审计制度。目前对于境外投资者投资我国债市的相关税收规则并不明确，实践中则是按照股票市场开放的相关税收规定进行操作（路颖等，2023）。中国银行间债券市场投资者均为机构投资者，与股票市场零售投资者相比具备理解不同税收、会计标准的能力。应考虑将美国证券交易监督委员会采纳的主要会计准则（包括通用会计准则）纳入中国银行间市场的认可范围。同时，放宽对审计机构的资质要求，将更多合格审计机构纳入认可范围。明确投资债券市场的税收政策并对外发布，确保规则明确、操作性强且具备细化的扣缴流程。

第五，提升相关政策的连续性和透明度。这有助于降低政策不确定性，稳定市场预期，完善跨境资本流动管理，增强

投资者对中国债券市场的信心（黄益平，2022）。境外投资者投资中国境内债券的主要障碍来自政策解读的困难，而非监管层面的准入和实际操作层面的限制。因此，在相关政策具体规定基础上，应辅以更清晰的指引框架，以增强确定性。在开放市场的同时，全面加强国际金融监管合作，平衡好债券市场发展和宏观审慎管理的关系，不断提高与市场参与者的沟通能力，对金融市场开放以及促进人民币债券作为国际储备资产具有重要作用（陈选娟等，2022）。

我国债券市场与国际金融体系的对接，在引导全球资本流动、向世界传递发展中国家资本市场成长逻辑等方面发挥着重要作用，亦是我国构建多层次、开放型金融市场体系的必然诉求。新形势下我国债券市场发展成绩显著，全球投资者对中国市场和人民币资产的风险偏好、流动性、资金配置均不断提升，债券市场有足够的深度和广度以支撑人民币成为主要储备货币。[N](#)

学术编辑：卢超群

参考文献

- [1] 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(9):77-86.
- [2] 管涛,殷高峰.深化汇率市场化改革与推动高质量发展[J].金融市场研究,2023(01):1-8.
- [3] 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.
- [4] 刘津宇,苏治.债券市场开放的价格效应与境外货币政策传导[J].世界经济,2023,46(12):3-34.
- [5] 路颖,李明亮,朱蕾,周洪荣.债券市场开放促进了人民币国际化吗?——基于路径选择的分析视角[J].金融市场研究,2023(05):13-20.
- [6] 李思琪.债市开放进程中的境外投资者行为分析——日本经验及启示[J].清华金融评论,2021(08):104-106.
- [7] 李波.以主渠道活力推动债券市场对外开放[J].债券,2021(08):72-78.
- [8] 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.
- [9] 汪昌云.债券通:中国债券市场开放的主力军[J].金融市场研究,2022(11):1-6.



Global Investors Show Increasing Appetite for Chinese Bonds

YANG Gang^{1,2,3} WEN Bin² ZHANG Liyun²

(1. China Minsheng Bank Postdoctoral Workstation; 2. China Minsheng Bank Research Institute;
3. PBC School of Finance, Tsinghua University)

Abstract In recent years, despite a complex external environment, China has pursued firm and clear policies that have promoted the opening-up of the nation's bond market. As a result, the scale of foreign institutions holding renminbi bonds and the level of trading activity have risen overall. The renewed interest in renminbi bonds among foreign institutions can be directly attributed to a number of factors, including economic fundamentals, interest rates combined with exchange rate gains, the liquidity of sovereign bonds, progress in opening up the financial system, and the international reserve currency status of the renminbi. Currently, the internationalization of the renminbi is expanding steadily at a prudent pace. This paper makes several policy recommendations aimed at continuing these favorable trends and overcoming the remaining obstacles to a further opening of the domestic bond market. The recommendations include the need for regulatory authorities to focus on facilitating foreign institutions in managing their bond portfolios, address interest rate and liquidity risks, enhancing market liquidity, and reducing policy uncertainty. These efforts will promote high-quality openness of the economy and the development of the bond market.

Keywords Bond Connect, Renminbi Bonds, Renminbi Internationalization, Bond Liquidity

JEL Classification E32 G32 H54