

# “债券通”启动 千亿美元资金进场可期

□本报记者 王姣



纳入国际三大主流债券指数将带来被动配置需求

指数	资产管理规模	在岸人民币债券占比	预计流入规模
摩根大通政府债券指数-全球新兴市场多元化指数	2500亿美元	10%	250亿美元
花旗世界国债指数	20000亿美元	4.7%-6.4%	940-1280亿美元
彭博巴克莱全球综合指数	20000亿美元	5.90%	1180亿美元
合计	--		2500亿美元左右

资料来源: Bloomberg 招商证券

制图/王力

7月3日,“债券通”正式启动。这是继“沪港通”、“深港通”之后,内地与香港资本市场之间的又一盛事。市场人士指出,“债券通”启动后,境外投资者投资内地银行间债券市场的模式将由此前的“中介代理”升级为“一点接入”式,这是我国资本账户开放的重要举措,也符合人民币国际化大方向,不仅将有助于完善两地债券市场的国际化进程,也有助于巩固香港国际金融中心的地位。对债券市场而言,“债券通”为国际投资者配置内地债券资产提供了更为便捷的“快车道”,未来有望吸引数千亿美元的国际资金进入内地债市。

## 中国债市 被国际债券指数认可

□本报记者 王姣

“债券通”落地前夕,债市再迎利好。据悉,花旗将于2017年7月起将中国纳入“花旗世界国债指数-扩展市场”。市场人士指出,中国债券市场逐步被国际主流债券指数接纳,是我国推进债券市场对外开放的必然结果。尽管目前来看,全球最主流的三大债券指数仍未将中国债市纳入其中,但“债券通”将有助于加速推动中国债市加入全球核心债券指数,目前各界对于中国债市纳入国际三大债券指数的预期不断升温。

### 多个国际指数伸“橄榄枝”

尽管“花旗世界国债指数-扩展市场”并非花旗最核心的债券指数——全球政府债券指数,但越来越多的国际债券指数将中国债市纳入其中,无疑表明我国债券市场的对外开放正获得各国际债券指数的认可。

今年3月1日,彭博巴克莱推出了全新的名为“全球综合+中国指数”的全球债券指数和“新兴市场本地货币政府+中国指数”,纳入了中国综合指数中的国债和政策性银行债券。随后的3月7日,花旗也宣布计划将中国债市纳入其三大政府债券指数——新兴市场政府债券指数(EMGBI)、亚洲政府债券指数(AGBI)和亚太政府债券指数(APGBI)。摩根大通此前也表示,已将中国债市作为潜在的新兴市场债券指数(GBI-EM)的纳入对象考察,该指数目前包括16个发展中国家债市。

目前,全球三大核心债券指数分别是彭博巴克莱全球综合指数、花旗世界国债指数和摩根大通政府债券指数-全球新兴市场多元化指数。市场人士普遍认为,虽然国际三大核心指数目前均未将中国纳入,但随着债券通的启动以及中国债市对外开放的逐步推进,将有助于加速推动中国债市加入全球核心债券指数。

结合中国债市开放的进程来看,不少机构预计,到2018年中国债市就很可能已被纳入国际核心指数。如高盛预计,将中国债券纳入全球指数的举措可能将在2018年到2020年间分阶段逐步完成。

### 境外机构配置需求料攀升

市场人士认为,从摩根大通、彭博、花旗等相关指数先后向中国债市伸出“橄榄枝”,尤其是从“债券通”正式启动来看,中国债市对外开放已步入“快车道”。一旦中国债券被纳入国际三大核心指数,将带来追随债券指数的基金大量配置需求。

中信建投证券宏观固收首席分析师黄文涛指出,“债券通”将扫除中国债市纳入全球债券指数的障碍,有望引入2500亿美元增量资金。纳入全球债券指数的条件有三个,一是最低市场规模,需超过500亿美元;二是信用状况,国内长期信用评级需要至少为标普A-以及穆迪A3;三是没有进入障碍。如果中国债市纳入这三大债券指数,海外配置规模将被动增加约2500亿美元。

海通证券表示,若中国债券被纳入主流全球债券指数,那些跟踪指数的被动管理基金将有配置中国债券的需求,可给我国债市带来数千亿美元的资金流入。比如在彭博巴克莱“全球综合+中国指数”中,人民币债券的占比为4.9%,目前全球跟踪巴克莱全球综合指数的基金规模估计有3万亿美元,如果人民币债券最终加入该全球综合指数,将会给中国债市带来1470亿美元的资金流入。

另据中金公司测算,如果未来彭博将中国正式纳入全球综合债券指数,预计中国的权重将在5%左右,带来的资金流入在1500亿美元左右;假定中国在花旗世界国债指数中占比5%左右,预计能够带来1000亿美元的资金流入;如果中国被纳入摩根大通新兴市场指数,预计资产占比将在10%,能够带来的资金流入为191亿美元。综合来看,如果中国被纳入全球三大指数,那么将合计带来2700亿美元左右的资金流入,折合人民币1.8万亿元左右。

## 里程碑:对外开放步入快车道

7月2日,中国人民银行、香港金融管理局联合公告称,决定批准中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场清算所股份有限公司和香港交易及结算有限公司、香港债务工具中央结算系统(统称“两地基础设施机构”)香港与内地债券市场互联互通合作上线(简称“债券通”)。其中,“北向通”于2017年7月3日上线试运行。

“随着‘沪港通’和‘深港通’的落实,内地与香港股票市场的互联互通已基本实现,而我国债券市场对外开放程度相对较低,境外投资者持有债券占内地债券市场总托管量比重不足2%,‘债券通’的推出有望吸引更多境外资金投资于内地债券市场,可被视为资本账户开放的又一

重要举动。”海通证券姜超表示。中金公司指出,银行间债券市场基于“债券通”所做的降低进入门槛、提高便利度、完善结算托管等基础设施的进一步完善,都将为我国债券市场的进一步对外开放奠定良好基础,也有助于人民币债券市场尽早加入国际债券指数。与此同时,“债券通”的开放也在评级、风险管理、市场投资者多样化等方面促进境内债券市场进一步改善。

平安证券指出,从长期来看,“债券通”启动具有四大重要意义:一是促进债市开放,内地债券市场仍存在着多头监管、信用刚兑、投资者保护欠缺等问题,债券市场开放程度仍然较低;“债券通”的开启将加快推动内地债市与国际制度接

轨,促进内地债券市场的对外开放进程。二是引入增量资金,“债券通”的启动与债市的进一步开放,将有助于推动债券市场加入全球三大债券指数,这在未来可能带来以这些指数为基准的基金投资中国债券市场。三是强化香港金融中心地位,“债券通”的开启将为香港的国际投资者带来更多债券投资标的,同时还将促进两地在监管执法、金融市场基础设施互联互通方面的协作合作,巩固香港的国际金融中心地位。四是助力人民币国际化,人民币加入SDR篮子之后,境外投资者人民币配置需求将逐渐提升;“债券通”增加了境外投资人民币产品的渠道,随着未来人民币汇率贬值预期的消减,将成为助力人民币国际化的重要方式之一。

## 突破点:“一点接入”简单高效

截至目前,有关“债券通”的监管、交易与结算等各个领域的文件和相关规定都已经由相关机构正式发布,市场期待已久的“债券通”的完整框架和技术细节也展示在海内外投资者面前。

总体来看,“债券通”以国际债券市场通行的模式,为境外机构增加了一条可通过境内外基础设施连接便捷入市的新渠道,以提高入市效率。业内人士指出,在目前的金融监管框架下,主要有三条途径供境外投资者进入境内债券市场,分别为合格境外机构投资者(QFII)计划、人民币合格境外机构投资者(RQFII)计划以及三类合格机构直接进入内地银行间债券市场(CIBM)计划。

此前境外投资者参与内地银行间债市,须委托具备国际结算业务能力的银行间债券市场清算代理人完成备案、开户等相关手续,过程复杂,耗时较长,且成本较高。而“债券通”机制下,境外投资者可直接依靠内地与香港的基础设施

互联和多层级托管“一点接入”内地银行间债券市场,境外投资者将无需到内地相关机构办理开户事宜,国际投资者也能够在不改变业务习惯,同时有效遵从内地市场法规制度的前提下,更加便捷地参与内地债券市场,提高入市效率、拓展资金流入规模。

中金公司在最新研报中表示,从“债券通”目前安排来看,相比于QFII、RQFII、CIBM这三种途径而言,“债券通”取消了前期CIBM等耗时较长的结算代理协议,由交易中心/清算代理人等作为备案机构向央行上海总部提交材料,且在3个工作日内回复,流程大大缩减。

该机构分析师指出,“债券通”具备四大优势,一是香港结算行在境内银行间外汇市场平盘头寸,使得人民币购售业务范围从货物贸易、服务贸易和直接投资扩展至包括债券投资,相当于从经常项目扩张到资本项目。二是CIBM等其他进入途径下,要求境外投资者资金先

## 引活水:有望吸引数千亿资金

维护流动性及收益率稳定的护城河。即便外债快速涌入,出于稳定流动性的考虑,央行也会积极用收缩流动性来对冲外债涌入,收益率形成异动的可能性较弱。三是投资者的适应及风险辨识能力培养是个长期过程。

从长期来看,“债券通”会为内地债市带来多少增量资金呢?中信建投证券宏观固收首席分析师黄文涛认为,一方面,随着债市对外开放程度的提升,和人民币认可度的提高,内地经济增速和利率水平在国际上具有吸引力,国债的海外投资者占比必然提升,对利率债构成利好。目前利率债存量规模24.5万亿元,如果达到新兴市场9%的海外投资者占比,则海外配置利率债2.2万亿元,境外投资者利率债持仓仅有7000亿元。因此,对于利率债的海外配置预计提升1.5万亿元,约合2200亿美元。

另据中金公司测算,假设此次“债券通”开通之后的3-5年之内,海外投资者投资内地债市的相对规模达到美国及日本1990年代初的水平,也就是国际收支平衡表内组合投资中债券类投资占GDP的比例达到6%至7%左右,对应地估算,平均每年海外投资者新增投资内地债市的规模可达到约6000亿至1万亿元人民

## 谢亚轩:当前债券 具备明显配置价值

□本报记者 张勤峰

“债券通”3日正式启动,招商证券研究发展中心首席宏观分析师谢亚轩在接受中国证券报记者采访时表示,从沪港通、深港通的实践经验来看,“债券通”的开通将助力在岸人民币债券纳入国际主流债券指数,从而将为我国债券市场带来可观的配置需求。

### 人民币国债配置价值凸显

中国证券报:继内地与香港股票市场实现互联互通之后,内地与香港债券市场互联互通也迎来突破,如何看待“债券通”实施的意义和影响?

谢亚轩:从近期MSCI宣布将A股纳入相关指数的情况来看,沪港通、深港通对境外投资者投资便利性的提升无疑起到重要的推动作用,互联互通机制得到了多方肯定。目前三大国际主流债券指数仍未纳入在岸人民币债券的阻碍,主要在于市场准入以及资本管制方面,“北向通”开通之后,境外机构投资在岸人民币债券的便利性将得到显著提高,自然也可以期待,“债券通”将显著提高国际主流债券指数纳入在岸人民币债券的概率。我们估算,在岸人民币债券一旦成功被纳入三大国际主流债券指数,将可为我国债券市场带来2500亿美元的被动配置需求。

中国证券报:“债券通”正式启动后,境外投资者会积极配置人民币债券吗?

谢亚轩:当前至少有四方面因素可能促使境外投资者购入人民币债券:首先,当前人民币债券(特别是人民币国债)具备明显配置价值。从中美利差的角度来看,目前中美利差水平已处在历史中枢附近,且中国国债收益率水平相较日本、欧洲优势明显,令人民币国债的配置价值凸显。

其次,本币升值或贬值预期并不一定是决定境外投资者买与不买的核心要素。举两个实例:一是韩国债券市场开放的实践经验,韩国债券市场自1999年实现完全开放之后,境外投资者参与程度连续7年未取得实质性进展,即便韩元自2001年至2006年期间大幅升值30%以上,境外机构依然对韩国国债无动于衷,虽然这一现象与当时韩国国内“刚兑”神话破灭以及对非居民征收利息税等因素有关,但这从一个侧面反映出,汇率因素并不是决定境外投资者(至少是对境外央行等配置型机构而言)买不买债的决定性因素。另一个案例则是近期欧洲央行宣布减持一部分美元储备,以购入5亿欧元人民币资产,人民币国债理所应当成为这部分资金的配置重点,这也印证了上述判断。

再次,稳步推进债券市场对外开放以及人民币国际化的趋势明确。我国债券市场对外开放政策继续稳步推进,特别是近两年所积极推动的“流入侧”改革,对吸引境外投资者参与我国债券市场具有重要作用,三大国际主流债券指数此前也对纳入在岸人民币债券多次释放出积极信号。

最后,包括“债券通”在内的制度安排打通了境内外债券市场连接的技术障碍。境内外基础设施的互联互通,使得境外投资者投资在岸人民币债券的便利性得到显著提高。

### 长端利率可能被压低

中国证券报:从长期看,境外投资者的加入将给内地市场利率水平造成哪些影响?

谢亚轩:随着国债市场中境外投资者占比的提高,长端利率可能被压低,这无论在我们的实证研究结果中,还是国际货币基金组织多篇工作论文的研究结果中均得到了证实。

据测算,国债市场境外投资者占比每提高10个百分点,将可能压低长端利率水平63基点左右,并且在区分新兴经济体与发达经济体进行研究的情况下,境外因素的影响效果并没有太大的差异。

根据上述估算结果,如果仅考虑未来在岸人民币债券顺利被纳入三大国际主流债券指数之后所带来的被动配置需求,我国国债市场中境外投资者占比水平大约将上升至8.6%,即国债市场中境外占比水平相较目前上升4.7个百分点(目前约为3.9%),则将压低长端利率中轴30基点左右。假设届时国债市场中境外占比水平上升6.1个百分点至10%(参照日本目前的情况),则长端利率中轴将下降38基点左右。