

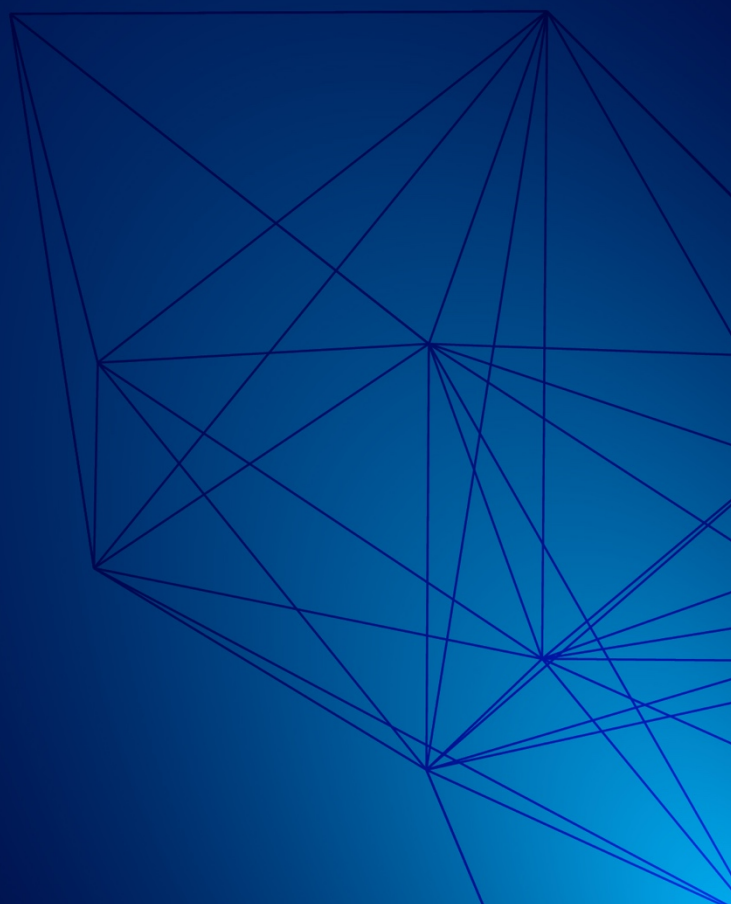


北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2019年第4期 总第15期



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：都闻心（执行） 叶静 曹明明 鞠琳琳 方培豪 朱伟豪

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院 (The HSBC Financial Research Institute at Peking University, 缩写 HFRI) 成立于 2008 年 12 月, 研究院接受汇丰银行慈善基金会资助, 致力于加强国内外著名高校、金融研究机构、以及知名金融学者之间的交流, 构建开放的学术、政策交流平台, 旨在提高中国金融理论与政策的研究水平, 促进学术繁荣与发展, 加强与政府决策部门的联系与合作, 为政府决策提供参考意见, 为国际金融体制改革和中国金融业的发展做出贡献。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授, 执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

中国债券市场加快开放趋势下的观察与思考

【对话主持】

北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松

【特邀嘉宾】

天风国际副行政总裁袁骏

中国刚刚颁布了粤港澳大湾区的发展战略纲要，其中提到的“金融创新”与今天分享的主题不谋而合。这一表明，在国家战略的指导下，金融市场开放在未来进入加速阶段是一个较大概率趋势。

今天，我想讲两部分内容：第一，在金融市场开放的背景下，未来市场开放提速的展望，包括一些可能的制度性突破或安排。第二个是在现在的大背景下，在未来的1-3年，有哪些结构性的或技术性的机会，以及投资者应当用什么投资框架去理解国内的市场、关注哪些类型的债券等等。

一、中国债券市场发展阶段

首先，中国债券市场开放是要放在整个经济体——尤其是金融市场再度深化开放——的大背景下才有意义。中国改革开放40年、加入WTO近20年，一路高歌猛进地快速发展，发生了翻天覆地的变化。

但是，也积累了相当程度的内部问题，同时迎来了全新的外部挑战。

2018 年，各位在市场里也看到来自各个角度的分析，其中势必包括许多悲观的预测，但我属于相对不那么悲观的。通过与国内各行业、各层面的人士的交流，我有一个比较深刻的感受：从顶层到基层，中国既有着对发展的渴求，也有对困境的高度忍耐力和韧性。

经历过去这几年的波折，我认为未来的路径正在逐步清晰。第一，政策制定肯定不会“走回头路”。这不是一个简单的口号，而是在整个社会和市场中日渐形成的共识。第二，要求生存、求发展、实现大国复兴，必须融入国际社会、遵守国际规则，包括在一定程度上与国际市场化的惯例接轨。

要继续开放、继续接轨，中国接下来要做的事情主要是两个。一个是对外贸易，另一个是资本项下的金融市场开放。在资本项目开放的金融国际化道路上，经历的曲折比经常项目开放所经历的曲折要多得多、进程也慢的多。回归过去发展的历程。从 2002 年 QFII 出台作为起点到今天，大致可分为以下三个阶段。

（一）第一阶段：试点开放

2002 年开始试点 QFII。2005 年，中美战略对话开启、外资行成规模地进入中国内地。这也侧面反映了开放需要一定的外力推动。2005 年，一个标志性事件是国内利率市场化启动、放开同业存款利率。另外一个标志性事件是人民币汇率体制改革，从原来的固定汇率体制转向有管理的浮动汇率。2006 年秋季，SHIBOR 启动。2007 年，

SHIBOR 正式运行。在这短短的几年里，金融市场改革开放进程十分密集。当时，业界预计中国或将在 3-5 年内进入“资本项目基本开放、中外资共同参与金融市场竞争”的格局。但是 2008 年的金融危机让金融市场开放进程阶段性地戛然而止。人民币汇率重回相对固定，饱受金融危机重创的外资投行也纷纷收缩本土以外的业务——部分外资投行甚至完全撤出中国和亚洲市场。所以，其后两年——到 2010 年，都没有进一步的重大的改革措施。

这一阶段的主要成果汇率和利率的市场化改革从此已经深入市场方方面面，对经济的推动作用显而易见。总之，回顾中国从 1978 年以来的早期改革开放历史以及近期的金融市场开放进程，都会发现“开弓没有回头箭”——当全社会和市场体会到了改革的好处，就很难再走回头路。

第一阶段从 02 年到 10 年用了八年的时间，其中六年是快速的改革和开放，两年相对停滞。

(二) 第二阶段：密集快速开放

第二阶段是从 2010 年开始。2010 年，人民币汇率重新由“固定”转为“有管理的浮动”。同年，允许香港发行人民币债券和大额存单，央行同时启动试点“准许境外机构进入国内银行间债券市场”。同时，为了配合当时的国家战略，很多企业，包括央企国企和一些大型民企都在进行对外投资；内保外贷的政策也是从 2010 年开始的。

2011 年，离岸人民币中的 RQFII 启动，随后不断增加额度、扩

大机构类型。2013年，放宽CIBM的市场准入，三类机构逐渐成型。2014年，沪港通启动——这是一次制度性的大胆创新。2015年是大家都记忆犹新的一年，“二次汇改”，人民币由“有管理的浮动”向“更加市场化的浮动”来了一个“惊险一跃”，同时央行将“清洁浮动”定位为未来的目标。同一年，RQFII、香港和内地基金互认相继启动。2016年，人民币正式纳入IMF的SDR货币篮子，成为全球的主要储备货币之一。

第二阶段的开放伴随着资本的大量流出，暴露出过去发展中的很多问题。因此，2016年后未出台过大的改革政策，而是着重于金融整肃、打“大鳄”。直到2018年，情况基本得到控制。2016-2018年，虽然没有更多的制度上的改革，但是市场上的具体推进还在进行（如，2017年A股加入MSCI、债券通开始运行，2018年宣布中国债券纳入彭博巴克莱债券指数），并且都已经在市场上产生了相当的影响。

第二阶段大致也是八年时间，从2010年到2018年，前六年是密集的快速开放，后两年步子又缓下来了。即使如此，市场开放的程度依然在不断的深入、效果也越来越明显。

目前，跨境金融投资通道的制度基本确定，基础设施建设（包括代理、托管、支付、清算、结算）基本完善，而且我们是用“互联互通”这种很有特色的创新机制达到了“既有序管理资本项目进出，又不影响正常的金融投资”的目标。

第二阶段和第一阶段的不同点在于：第一阶段主要偏向顶层设计，属于单向的推动；第二阶段则是由与顶层改革目标相匹配的市场自身需求推动，整个市场的参与度非常的高、响应改革的速度也非常快。

(三) 第三阶段

第三阶段，我认为是从今年（2019 年）开始，这是对第二阶段的自然延续。标志性事件是顶层对于金融开放的战略框架目标得到进一步明确——这一论点在不同的会议、不同文件中都有明确的反映。

随着制度的突破、市场的变革，这些工作的进展是顺水推舟。市场已经完全就绪，只要政策给予支持，就能够很快地启动。未来 1-3 年中，或将是政策突破、密集推出的过程。

未来的开放会有两个重点：

第一，粤港澳大湾区

中国刚刚推出粤港澳大湾区战略纲要，并将其升级为国家级战略规划。其中，又包含了若干要点。(1) 巩固和提升香港的国际金融中心的地位；(2) 支持深圳加快金融改革和金融开放创新。言下之意我个人认为可能是“资本项目开放和新制度突破，较可能会发生在香港和深圳”。

第二，有序的推进金融市场的互联互通。

即开放不会是全面的打开，不会像其他国家那样实现完全的、自由进出的资本项目开放，而是采用过去已经行之有效的“互联互通”的方式。因此，建议大家在思考未来的整体方向时，围绕类似“互联

互通”的一系列制度展开。

其中围绕债券市场所做的改革是最重要的内容之一。展望未来的具体开放制度，有以下几个方面：

第一，现有机制的提升和扩充。目前，进入国内市场主要有两套并行机制。其一是资本项目的闭环参与方式，如深沪港通和债券通；其好处是整个市场的广泛参与、不需要审批审核等要求，而且因为形成了资本闭环、使得资金进出和流通更加自由。其二是基于额度审批制的 QFII、RQFII 和国内向外的 QDII、RQDII 等等。

深沪港通主要是股票通，而债券通则是“CIBM 通”。未来，两地交易所的标的（包括股票、债券、指数期货、商品期货等等）都会逐步的开通，且可能性越来越大，港交所和很多市场参与者一直都在酝酿和期待中。

QFII 和 RQFII 的改革也在征求意见中（证监会在相关领域已经发出了明确的征求意见稿），可能成为更快地开放国内各种可交易工具的渠道，值得大家继续关注。

从二次汇改之后，海外资产配置已经成为国内居民和企业的需求之一。“堵不如疏”，在中国已经基本管住了非法流出之后，应当逐步开始考虑开放合法合理通道，满足企业和居民的正常需求。要实现这样的突破性创举，不可能缺少顶层的认可。大湾区战略纲要正是让我们看到了一个很有远见、充满信心的战略，这一系列的举措毫无疑问会加速资本市场开放。

粤港澳大湾区的政策试点和优惠条件包括：（1）允许大湾区内银行能够开展跨境人民币拆借、人民币相关衍生品交易、结构化产品交易以及理财产品的交叉代理销售等业务。（2）大湾区内的企业可以跨境发行人民币债券。（3）香港和大湾区的内地居民可以跨境投资于基金、保险等金融产品。

李克强总理在 2019 年 2 月份的国务院常务会议上也提到了，要推动外资机构购买中国债券。央行潘功胜副行长也公开支持中国债券市场开放，在北京召开的国际论坛上向外国投资者大力推荐中国的债券；港交所李小加总裁也在论坛上做了一个主题演讲，表示“人民币资产国际化的未来，是在于国际机构都把中国债券作为资产配置中必须的一部分”。

因此，综合来看，这一次的开放从上至下、从政府到市场的方方面面都已经形成共识，即“要迅速的实现突破”。

在深沪港通启动之后，互联互通机制也产生了很明显的成效。数据表明，在 2014 年和 2016 年分别开通深、沪港通后，双向（南向和北向）的累计交易额已超过 14 万亿人民币，2018 年的累计净流入规模超过 2000 亿人民币。从 2017 年开通债券通后，累计交易额近 1 万亿人民币、累计净流入 1700 多亿人民币。据统计，海外机构持有的境内金融资产中，股票占比和债券占比在 2014 年分别约为 85%和 15%，2018 年则分别约为 65%和 35%。考虑到这一变化发生在 A 股已经纳入了 MCSI、而债券尚未纳入国际指数的时期。因此，当债券纳入国际

指数后，海外机构进一步加大中国债券配置的趋势或将更加明显。

相信我们在未来 5 到 10 年回头看时，2019 年会是第三阶段里程碑式的元年，再度开启中国金融市场开放的新阶段。

二、中国债券市场展望

话题回到债券市场。在开放大背景下，在未来 1-3 年中，无论是买方或是卖方，在做投资和交易的时候，面对加速开放的、庞大的国内债券市场，需要考虑以下几个方面的基本假设的改变。

第一，价差。传统境内外分割的市场上，汇率、利率和信用利差上有很大的差异。导致这一现象的核心原因是资本管制下没有足够的量去抹平利差。资金的流通不畅造成市场的价格信号不准确，也部分导致信用的传导机制不畅。在未来加快开放的进程中，汇率、利率产品的跨境交易将更加便利，抹平价差的难度会降低。这一趋势在近年的外汇利率上已经得到明显的体现。未来，海外投资者能够更加便利地基于两地价格使用衍生品做套利，将进一步抹平价差。债券市场方面，有很多同一发行主体同时在两地分别发行本地债和美元债，也会进一步压低信用利差。因此，在对市场价格进行解读时，应当加强境内外的比较分析。随着两地的传导速度加快，对市场交易者和投资者的价格敏感度要求也会相应提高。

第二，可交易标的范围扩大。从最早有限的几个交易品种到几乎国内所有交易标的都能够或直接或间接地交易，海外投资者在做资产配置、交易策略和对冲选择的策略时，选择范围就会变得更大。按照

当下快速推进的进程，这一变化将可能在 1-2 年内发生。抓住开放的时间窗口，在境内外价差和市场认知没有趋同时，应该会有不少的机会，值得大家尽早开始准备。

第三，投资策略框架的改变。过去几年，中国国内债券的传统投资逻辑已经发生了很大的变化。加入到国际市场后，类似于 A 股发生的变化，受全球的投资风向、价值比较体系以及投资风格等因素的影响，值得考虑的境内外因素必将越来越多。

下面，我将基于以上三方面、综合考虑其他因素，分享我个人的观察。

我们现在讲的中国债券市场，我觉得包括了国内的本币债务市场和境外的外币债务市场（即中资美元债）。根据最新的统计，国内的债券市场的存量达到 86.8 万亿人民币、即 12.8 万亿美金，有 4400 个证券发行人，总个券有 4 万多只；境外的市场存量中，中资美元债占有 1600 多个、境外人民币债券 240 多个，发行主体 600 多家，总规模接近 8000 亿美元。相较于境内市场，境外市场在规模、发行人、个券数量等各个方面都相差一个量级，境内市场大概是境外市场的 10 到 20 倍。另一方面，将境内外市场相加，整个中国债券市场的存量已超过 3 万亿美元；按照这一发展速度，中国债券市场将于 2019 年超过日本、成为全球第二大债券市场。

（一）国内的债券分类

按照发行人来看，利率债占比超过一半。利率债包括国债、政策

性银行债（如国开债）和地方政府债，个券数量超过 4000 个，存量约 47.8 万亿——地方政府债占近 20 万亿，平均单券发行金额在 100 亿左右。信用债市场相对较小，个券数量约 23000 个，存量约 28.8 万亿，平均单券发行金额 12 亿。其他的债券类型包括同业存单、ABS 等等。债券市场的剩余期限主要集中在短期。一年内占比约 25%，三年内存量占比超过 50%。每年，国内市场的到期量约 20-30 万亿，新发行量 30-40 万亿，市场的持续再融资需求较大。这一点和发达国家市场存在比较明显的区别。目前海外投资者投资中国债券产品主要是国债、政策性银行债和同业存单，信用债投资比例则随近年来逐渐增加的债券违约而有所减少。

（二）违约方面

中国债券的信用违约从 2014 年开始出现，到今天为止有 105 个违约主体、240 多个债券、涉及的金额接近 2000 亿人民币，不足整个市场的 1%。2018 年是信用违约集中爆发的年份，一共新增 45 个违约主体，市场担心这一情况持续。由于金融严监管叠加政府债务严管，企业的经营和融资受到很大影响，在 2014 年的债券牛市之后的几年间，在整个政策宽松放水的条件之下，部分企业非常激进地进行大量融资、负债扩张。但是这种模式在监管趋严的背景下无法持续，外部环境变化使得企业在债务到期时资金周转困难。

（三）违约主体方面

民企居多、国企比较少。导致这一现象的原因包括：（1）国家背

景和地方支持让国企相对容易渡过难关，即使是僵尸企业往往也能够存活。(2) 供给侧改革多在产业链上游，而国企的经营状况较好。(3) 相对一般的民企，国企的公司治理相对完善。

(四) 违约回收方面

平均偿付时间方面，国企和民企分别是 121 天和 123 天；回收率方面，国企和民企分别为 36%和 37%。总体相差不多，两者都是需要大概 4 个月的时间回收约 1/3 的本金。这一系列数据有助于评级机构等获取更多参照。违约本身并不可怕，债券市场的违约主体、数量和金额占比相对于其他市场来说还是很低的，体现了债券市场健康发展的状态和趋势。我认为以前的“劣币驱逐良币”现象，即信用利差的问题，正在逐步得到纠正。在企业 and 城投中，高等级和低等级的信用利差正在明显的分化中，这不仅有助于市场的健康发展，同时有助于海外投资者进入中国、并有效的分辨投资标的。

(五) 投资框架方面

我觉得这是值得境内外投资者进一步交流的地方。以 2013 年和 2014 年作为分水岭，境内债券分析框架发生了较大的演变。传统的债券分析框架，大多属于基本面分析，关键在于需求端。2013 年之后，整个金融行业的生态变得更为复杂，监管在整套货币政策框架里面的影响也越来越明确，逐渐由传统的数量调控向“数量+价格”调控转变，再加之宏观审慎管理 MPA 的双制度调控框架。因此，在整个市场结构生态发生变化、且央行监管框架发生变化的时候，对于债券

的分析框架也产生了很大的影响。投资者的结构方面。关于配置盘和交易盘的不同力量的对比，让信用利差和流动性溢价也发生很大变化。

从前的投资框架，一般来说分两部分：（1）在总供给的分析上，一般是慢变量，如人口、资本和技术等等；在总需求的分析上，基本都是快变量，如固定资产投资、消费、进出口和库存投资（其中，固定资产投资再分房地产投资、基建投资、制造业投资，消费再分居民消费和政府消费，进出口再分出口和进口，库存投资则分主动库存投资和被动库存投资）。（2）进一步通过产业政策和财政政策去分析固定资产投资和消费等所受的影响。这样就形成了一个传统的投资分析框架。

但是现在的分析框架更多的关注货币政策和监管体系的变化，主要包括三个方面：（1）货币供给体系，主要关注影响货币、基础货币和货币乘数的影响因素。（2）信贷管理，主要关注信贷规模和信贷利率的调控，以及窗口指导。（3）利率体系，在价格型的调控框架下，央行手上有一个丰富的工具箱，包括短期的利率走廊（SLF 和 SLO 等）、中期利率走廊（MLF 等）和偏长期的 PSL。（4）MPA 即宏观审慎监控，包括 7 大方面共计 14 个指标。央行已经在过去几年将这一套管理体系深入到各大银行和主要的金融机构里面。这一系列的指标调控将深刻地改变银行的行为，核心是杠杆管理、资产充足率和资本充足率，关键是广义信贷，同时伴随考核奖惩的措施。

在加入了全球市场之后，在境内外两种不同的投资框架下的投资者肯定要关注融合将怎样发生。海外投资者已经比较习惯于投资中资

美元债。根据过去几年的观察，中资美元债跟新兴市场的相关性超过90%，与中国境内债券的相关度只有40%左右，而与美债的相关度约50%。所以，中资美元债更多地处于美元债的体系中、受到海外的影响相对较多，但同时在一定程度上受到中国因素的影响。由于中债、美债的利率的基准是不同的，且两者的基准利率差异的变动也比较大，所以中资美元债受海外影响的程度较高。

通常来说，同样一个主体，在境内外都会有发债。这些主体的信用风险是相似的，但是境内和境外的信用利差的关联度不高、且利差可能会很大。这里面有几个原因：

(1) 国内的信用利差很大程度上跟流动性溢价有关系，而境内外的流动性是割裂，所以在国内所体现出来的流动性溢价仅能在国内利差上得到体现反映、而无法反映在海外利差上。

(2) 海外和国内对于同一个行业或者主体的观点在过去也经常存在分歧，很大程度是因为信息不透明。境内的投资者通常还是更加了解本国的发行主体、并给予较少的风险溢价，而海外的投资者则不可避免地会给予他更高的风险溢价。

中资美元债还处于比较早期的发展阶段，投资结构在过去几年的变化比较大，越来越多中资机构参与其中。同时，海外市场中，中资美元债的发行量和交易量已经接近亚洲美元债发行量的一半，这表明美元债的亚洲投资者越来越多的关注、并且投资中资美元债市场。在国内债券市场开放之后，我觉得海外投资者可以更多关注于中资美元

债的同一发行人在国内发行的债券，可以与海外形成明确的对标、产生投资机会，例如大型的国企、金融机构、房地产和城投等等。未来，当资金通道打通之后，这些机会可能会逐渐的收敛。

在中国的国内债券投资交易越来越便利之后，我觉得债券市场的概念肯定会逐步由境内和境外两个隔夜市场变成国际通行的考量方式，即本地债和外地债。而在这种情况下，卖方自然可以把本地债打包卖给国际投资者，这是一种对于在非美国家本地债被美元投资者持有的常见产品结构。这种方式还会拉动衍生品的非投机需求，使得衍生品获得更多的对冲功能以及价格发现功能。此外，这种方式还进一步弱化了投机的属性，对于现在市场上的一系列产品都有帮助。

在成熟市场里面，债券利率和外汇衍生品一直都是互相影响、互相补充的。中国市场发展起来后，也同样需要这两条腿一起走。大湾区发展纲要中提到了衍生品的发展和交易，这样的认识让市场受到鼓舞。

三、 中国债券市场投资策略

接下来我再进一步讲一下国内可投资工具中的两个品类：第一个是银行发行的一级市场资本补充的工具，主要是可转债和永续债；第二个是城投债。这两类投资工具，已经逐渐受到国内主流的关注，但海外投资者对其的关注度还不高。

（一） 银行可转债和永续债

银行发行可转债和永续债在某种程度上是监管的要求。在国内，

系统性重要的银行——中、农、工、建、交、招——的资本充足率的要求是 11.5%、一级资本充足率 9.5%、核心一级资本充足率要求是 8.5%，非系统性重要银行的标准则都在各个充足率指标要求上少一个点——即分别为 10.5%、9.5%和 7.5%。在国内，以前是没有太多的工具可用于补充一级资本，现在鼓励银行发可转债和永续债。可转债在转股之后会变成核心一级资本，而永续债则是用来补充其他一级资本。

过去两年，在去杠杆和非标回表这一系列的基本要求下，金融机构普遍经历了较大的资本消耗，银行业补充资本的需求日益迫切，但现有资本补充工具比较匮乏，存在着“一级资本比较薄、二级资本比较厚”的情况。所以，优先股和永续债会在未来这一年中成为发展的大方向，整个市场将会持续地发行永续债。这是因为现在国内存在信用传导不畅的情况。在这个时点推出银行的永续债叠加其他的资本工具，实质是宽信用。截止到 2018 年 11 月份，整个商业银行的总资产对净资产的比率是 12.46。假设撬动杠杆的倍数是 12.46 的话，若 2019 年的三季度永续债放量，有望撬动 4 万多亿的信贷增长，而这正是监管和政府希望的、即通过银行发行永续债促进信用的传导。

为了提高银行永续债的流动性，央行在今年的 1 月 24 号就决定创设央行票据互换工具，使得公开市场的一级交易商可以用持有的银行永续债向人民银行换入央行票据，同时这些银行永续债也可以纳入中国人民银行中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、常备借贷便利（SLF）和再贷款的合格担保品范围。该政策提供了人民

银行的背书，实质上提高了银行永续债的潜在信用资质，同时这也传导到二级市场的回购操作上，让永续债成为一个可以使用的抵押品，大大提高了永续债的流动性。因此永续债在国内国外迅速下降 20-30 个 bp、而且始终受到市场的追捧。

（二）城投债

城投债现在已经成为国内固收投资的重要类别之一。境内的 4400 家发行人中，超过 1000 家是城市投资建设平台（简称“城投”）；海外发行人中，城投也已经超过 100 家。

对于海外投资者来说，因为不熟悉中国的国情、人文和地理，较少接触这类债券。但这类债券（城投债）一方面有政府的背景、同时收益率可以比肩公司的信用债，具备独特的投资优势。过去两年，国家开始限制和处罚地方政府违规举债、同时逐渐弱化对地方政府 GDP 的考核，城投债正在逐步规范。

一般来说，城投债的投资方向主要集中在 4 个方面，分别是交通、公用事业、国有资本运营和水务。但是在具体分析时，除了分析财务和运营，还要将地方政府的情况（包括 GDP 增长、财政状况、中央补助、城投对于政府重要性以及行政级别等等）都纳入投资分析框架里面。对于不了解国内市场的海外投资者来说，起步时直接开始做这样的投资分析，肯定是比较头痛的。相对而言，国内的头部研究型券商的研究和分析已经基本完整的覆盖城投、且跟踪分析较为深入，这使得国内投资者能够更加清晰的去分辨城投债。因此，国内的城投平台

已经逐步出现分化，高等级城投（债）和低等级城投（债）的信用利差已经明显被拉开。未来，对于有兴趣的海外投资者来说，可以获取的信息和资源会和国内投资者一样丰富，也能够更有效地抓住成功的理念和想法。

（三）中国债券市场纳入国际指数的影响

未来会有三大指数会纳入中国债券。其一是彭博巴克莱全球综合指数（Global Aggregate），跟踪规模 2 万亿、纳入比例 5%，约能带来 1000 亿美元的流入。其二是花旗富时的全球政府债券指数（WGBI），跟踪规模也超过 2 万亿，纳入比例预计 9-10%，约能带来近 2000 亿美元的流入。其三则是 JP 摩根的全球新兴市场多元化债券指数，跟踪规模大约是 2000 亿美元，纳入比例预计约 10%，约能带来 200 亿美元左右的流入。综上，被动流入合计约 3000 亿美元，而主动发生的流入情况或将与 A 股类似——变得更加活跃。

中国债券纳入国际指数对于境内债市的影响。我们通过对日本、韩国和新加坡来加以分析和理解。日本本地债在 2000 年纳入到全球指数中，韩国和新加坡的本地国债是在 2002 年纳入到全球指数里面。在纳入指数之后，都普遍发生了收益率下行的状况；在海外的投资者流入之后，这些国家国债逐渐成为市场上常见的交易产品。综上，在市场变化的情况下，我们认为：

中国的债券市场与其他国家债券市场存在一定的区别。首先，中国债券市场的容量比肩发达国家第二大市场。其次，中国债券市场具

有较强的本地因素。最后，中国债券市场在市场分类中又常被划入新兴市场。综上，在新兴市场中，中国债券市场的变动及变动因素将与其他市场存在一定差异、且其市场容量能够容纳更多的投资者进入，因此具有一定的多元化配置（diversification）价值。

此外，在中国债券市场内部也存在多元化的投资策略和投资品类，包括地方政府债、城投债、金融机构发行的二级市场次级债、永续债、可转债、大量的企业发行的信用债以及近年来迅速发展的 ABS，都会为投资者提供更多元化的选择，从而带来一系列的 alpha 机会。在进一步开放衍生品交易之后，对于海外 repackage 或 resell 将会存在很多市场机会。数据显示，相关业务的对冲成本已经出现套利机会。例如，购买本地债并对冲汇率风险后，仍然存在收益。这一情况与前几年的情况出现了明显的反转。

综上所述，在诸如投资多元化、市场深度以及衍生品套保成本等方面，投资本地债的优势将进一步凸显。在未来 1-3 年，这一趋势将为投资者，尤其是香港投资者带来巨大的投资机会。

作为金融市场开放新阶段的元年，希望我们能够在 2019 年共勉，一起学习和理解市场未来的发展，为国内金融市场的完善贡献更多力量。

谢谢！

四、 问答环节

Q1: 相对于股票市场的开放，债券市场开放或将引发更多的宏观变量上的变化，对货币政策带来一些挑战。请问，您认为在开放的过程中如何有效的管控风险？债券市场开放对货币政策带来的挑战具体体现在哪些方面？

A1: 针对债券市场开放带来的挑战，首先，是如何把控好债券市场开放的速度和力度。在这方面，即海外资金流入对于国内的货币利率或市场流动性的冲击管理，央行有非常强的把控能力和管理经验。央行外管局在以下几个方面做得非常好：

其一，在境内外流通性与流动性的互相补充和打通方面，已经形成了一系列的工具支持，包括在香港市场发央行票据以及对流动性水龙头的掌控。其二，汇率方面。早期，汇率在一定程度上具有很强的投机属性、同时因为内保外贷等资本流出的原因，需求比较单向。但是在过去两三年中，情况发生了很大的变化：一方面，投机者受到了几次的打击之后，整体的数量和规模明显减少和缩小。另一方面，大部分的海外投机跟随中国基本面，随着中国的改革和发展，海外市场对中国的基本面判断已经发生较大的转变，普遍认同中国不存在尾部风险，且发展速度高于发达国家、安全性高于其他新兴市场；由此，海外市场的投资者的供需两端逐渐趋同。

央行在管理外汇时，一方面是对手减少、力量减弱，另一方面则是自身能力增强、经验更加丰富、多段更加多样，基本上不会放任大

的冲击发生。未来几年，外汇方面出现的情况甚至可能是人民币升值，即在资本进一步流入、外部宏观环境改善、中国经济政策底和市场底相继到来的条件下，市场信心提振，或将推动人民币升值。此外，资本项目的顺差和经常项目的逆差互相抵消，让外汇的管控变得相对容易。

在流动性和外汇管住之后，接下来的工作重点在于非法的流出，例如地下钱庄等问题。现在，国家采取“堵不如疏”的方式，通过大湾区试点来开放两地的互相投资，尽管具体做法还不清楚。在大数据时代，尽管内地居民的海外投资在银行体系里不审批，但都保有明确的基本记录。一般来说，在很多数据管控下，企业和居民的正当合理跨境投资不会造成大的冲击，而且这方面的步骤和力度也都处于中国的管控范围。

综合来说，一个是我们有很强的行政和数据综合的能力、第二是有外汇利率和流动性管理的能力、再加之中国市场较海外市场大近十倍，从总体上看，至少在一定时间内，海外投资者进入国内市场不会带来大的冲击。只需避免跨境工具或具有价格敏感度的工具造成市场恐慌或带来其他不利因素，基本能够完成进一步开放。

Q2:您在刚才的分享当中也间接的提到了一些对今年中国宏观经济，包括债券市场投资的一些看法。能不能请您展开向大家分享？

A2:今年与2018年的主要区别是非常明显的。从市场的角度来说，我们最关心的是预期差。2018年，很多的变量远远超出大家的

原始预期。

第一个是外部的冲击。特朗普使中美贸易摩擦加剧超出大家的预期，以至于大家已经将中美长期对峙作为中国的基本情况。

第二个则是中国境内的情况。由于金融严监管叠加政府严监管，造成企业融资困难、使得企业经营困顿，同时上市公司的债权和股票质押贷款等债务不畅，让国内市场滚雪球般的下跌，也是超出大家的预期的。第三个是供给侧和环保等等的政策。这些政策的初衷其实都是好的，但是在具体执行里面有很多一刀切的情况，扼杀了很多民企生存发展的空间。此外，舆论上的“消灭民企”等言论，导致信心不足。以上几方面叠加，大家对于 2018 年是比较担心和恐慌的。

但是以上情况在 2019 年已经发生明显转变。我们可以说，2018 年对 2017 年，是预期差的恶化，但 2019 年对 2018 年则是预期差的乐观。大家已经把 2018 年和未来长期的悲观情况想得很清楚了。实际上，边际变化和实质改变优于大家的预期：一方面，特朗普在美国国内面临一定的挑战，例如接下来的美国大选，美国重新成为特朗普的关注重点，而战略遏制中国的优先级则略有降低。这一情况或将带来贸易战的缓和。实际上，让步和推延的情况正在发生。外部环境是有可能变好的。另一方面，中国国内的严监管逐渐转向稳杠杆和稳监管，并且支持民企融资、补充市场流动性、同时进一步加强从货币到信用的传导。这些政策都已经在产生效果了，通过社会融资数据已经能够看到明显的提高。尽管这一数据可能包含季节等因素，可是无论

如何，大家都很清楚，在中国的现有体制下，银行也好、官员也好，有没有动力去做事情、有没有动力去做信贷，某种程度上是比较容易由上至下产生改变。换句话说，就是考核的标准、体系以及追责制度，某种程度上都由上至下。2019年，以上因素已经出现变化，包括最近出台的一些文件里面都提到说要放松对民企放贷和不良贷款考核、放松对抵押品的要求等。尽管这些做法是否恰当值得讨论，但是从“自上而下”角度来说，如果不在这些边际上放松一点、还是采取既有“严监管、终身追责”管理方式，对于银行和地方政府官员来说，负面效应是很明显的，所以现在处于政策纠偏的过程。

第三个就是供给侧和环保。“青山绿水就是金山银山”的大方向是存在共识的，但环保不可能是一蹴而就，过去20-30年不顾环境的发展模式不可能在2-3年内得到改变，即使短期内得到改变也会对企业造成剧烈的冲击。因此，环保政策也在纠偏中。

综上，可以看到，2018年造成大家悲观预期差的三个因素在2019年都发生了很大的纠偏。我认为，这一纠偏过程正好是市场发生如此大回升的基础，因为大家看得到政策、也看得到政策正在发生的效果。

最后一点就是企业信心的提振。企业信心提振在某种程度上是相对比较难的，因为它不是从上至下就能够去改变的，和整个国家发展的方向和民企生存的环境都有关系。但是从我和很多民营企业交流来说，我深深地感觉到一点，中国民营企业家的韧性和这种生存力真的是很强。很多民营企业家在过去十年里面积累了巨大的财富，他们

中任何一个人马上退休去海岛上养老都没有问题。但在过去两年的困难环境下，基本上每一个人都是思考怎么样转型、怎么样生存、甚至怎么样进一步发展，即使不发展，也要保全我的企业、保全我的员工、保全我的家族。所以，我认为这一批非常有创业和创新精神的企业家是中国经济未来的活力和动力的源泉。他们大多处于 40-50 岁的年龄段，饱经创业经历的沧桑而富有经验。随着环境的进一步改善，民营企业家在未来的中国有很大的发展的空间。虽然发展速度是在不断的下台阶中，但相对其他国家、中国的发展趋势和增长趋势还是很强劲。中国的行业正在转型，在新兴经济体的中产阶级所具备的一些中小趋势是值得很多企业家去发掘的。因此，企业家的信心会逐步的恢复，中国的经济活力也不会短时间内发生一个巨变。这也是我产生信心的主要原因之一。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“连线华尔街”第一百三十四期（2019年2月19日）内容整理而成，特邀嘉宾为天风国际副行政总裁袁骏先生。

袁骏先生，现任天风国际副行政总裁。北京大学计算机系学士及硕士。袁骏先生曾担任高盛亚洲的大中华区宏观交易负责人、高盛伦敦的亚洲外汇和利率交易主管、摩根士丹利亚洲外汇和利率市场做市商和自营投资。袁骏先生拥有十余年美资投行投资和交易经验，熟悉全球固定收益、外汇和利率衍生品和结构性产品等市场。

【免责声明】

“连线华尔街”为中美金融交流的内部专业高端平台。本期报告由巴曙松教授和牛播坤博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“连线华尔街”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

