



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

路颖 李明亮 朱蕾 周洪荣

摘要：债券市场开放是完善金融市场建设、推动实体经济发展、促进“一带一路”倡议的重要举措，也是人民币国际化发展的重要支点。通过研究债市开放对货币国际化的影响机制、总结其他经济体债券市场开放的经验，尝试解决为什么债券市场开放可以推进人民币国际化进程、债券市场开放如何支持和促进人民币国际化以及下一阶段如何推进债券市场开放这三个核心问题。

关键词：债券市场开放 人民币国际化 基础设施建设 产品创新

债券市场作为基础金融市场和利率定价市场，是一国发展直接融资的重要抓手，债券市场的开放问题应站在国民经济发展和国家金融战略高度予以考虑。一方面，推进债券市场开放，将为市场引入资金活水、丰富市场投资者群体，并大幅提升本币资产的境外持有比例，提升本国货币的国际地位。另一方面，通过对外开放，可以借鉴国际债券市场在品种结构、期限结构等方面的金融技术，促进国内债券市场制度的改革及人才、技术与信息等金融基础设施的完善，推动国内债券市场更规范、更快速地发展，为国内实体经济的发展提供更有利、更高质量的支持。

债券市场开放对货币国际化的影响机制

国际货币基金组织对国际货币的定义

是“超越了货币发行国的国界，在世界范围内被国际市场接受认可，在全世界被广泛使用的货币”。从货币职能角度，一般认为货币能够在世界范围内执行交易媒介、计价单位、价值储藏这三大职能时，就可以称为国际货币。国内外学者在货币国际化研究方面取得共识，成熟、开放程度较高的金融市场，是货币取得国际化地位的重要条件之一。债券市场开放可以通过促进货币交易媒介功能、提升货币计价单位功能、支持货币价值储藏功能、完善货币回流渠道等四个方面促进货币国际化。

第一，开放的债券市场能够为国际债券投资者提供便捷的债券投资场所，降低投资者持有货币的成本，对该货币的持有意愿增加，进而促进货币的交易职能。第二，债券市场的开放可以保障和推动利率市场化的深化，通过辐射衍生产品、信

路颖，海通证券研究所所长；李明亮，海通证券研究所政策研究首席分析师；朱蕾、周洪荣，海通证券研究所政策研究高级分析师。海通证券研究所政策研究分析师吴一萍、李姝醒、纪尧对此文也有贡献。



贷、股票、外汇等其他金融市场的价格水平，强化货币在国际金融市场的计价单位职能；并会一定程度地影响商品贸易的定价货币选择，间接提升货币在国际贸易市场上的计价单位职能。第三，债券产品与信贷产品、权益产品相比较，兼具一定的流动性与收益，债券产品流动性高、能够实现货币的保值增值，是国际投资者主要的投资标的；通过债券市场的开放，吸引更多的境外投资者持有以本国货币计价的债券产品，从而实现支持本币的价值储藏职能。第四，境内债券市场的开放可以吸引境外投资者投资以人民币债券产品，吸收大量的跨境资金回流至境内资本市场，保持国际贸易收支顺差和币值稳定，巩固货币的国际货币地位。

发达经济体与新兴经济体债券市场开放与货币国际化

总体来说，债券市场开放是本国货币国际化的主要依托，完善统一的债券市场基础设施、多样化的债券市场交易工具能够推动债券市场开放；债券市场开放过程中也需要注重一级市场与二级市场、在岸市场与离岸市场等多层次市场的协调发展。当然，除了债券市场的推动作用外，货币国际化与经济发展水平、国际贸易的规模和结构等宏观因素密切相关。

债券市场开放是本国货币国际化的主要依托

通过对美国、英国、日本以及新兴经济体的发展经验梳理，可以发现债券市

场开放通过促进货币交易媒介功能、提升货币计价单位功能、支持货币价值储藏功能、完善货币回流渠道等基本机制促进本国货币国际化。此外，开放的债券市场也能通过利率定价中枢和流动性发行等机制提升货币国际化程度。一国的债券市场开放度越高、规模越大、参与人数越多，则短期利率越低、交易成本越低，从而货币的国际化程度越高；一国的债券市场开放度越高、规模越大、品种越多，则流动性越高、风险越低，从而外国的投资越多，对该国货币的需求越高，其货币的国际地位越高。

债券市场多样化的交易工具有助于吸引海外投资者

丰富完善、交易活跃的债券市场交易工具，对于降低市场交易结算风险和外汇风险、吸引投资者参与具有重要意义。从美国经验来看，美国债券市场交易品种齐全，流动性好，衍生品丰富，在美债国际化过程中对吸引投资者参与市场交易起到了关键性的作用。美国债券市场主要有政府债券、市政债券、联邦机构债券、企业债券、抵押贷款支持债券和资产支持债券等品种。根据美国证券业与金融市场协会（SIFMA）披露，截至2021年末，国债余额约占美国债券市场的42.8%，是债券市场第一大品种，同时也是流动性最好的债券品种，2021年日均成交额达6 241亿美元。抵押贷款相关证券和公司债的规模和流动性均次于国债，规模占比分别约23.1%、18.8%，日均成交额分别为2 793



亿美元和370亿美元。同时，美国也拥有全球品种最多的金融衍生品，包括外汇期货、抵押债券期货、长期政府债券期货、利率互换期货等，这也成为吸引投资者的重要因素。

完善的债券市场基础设施助力国际化

通过建立完善的债券市场基础设施，市场和托管结算体系的整合使跨市场交易可以顺畅实现，各个交易系统的定价机制得以理顺，充分发挥市场的作用，和国际市场高效衔接，最终实现债券和货币的国际化跨越。在交易发行市场整合方面，英国将三个互相独立、针对不同层次投资者的债券子市场整合在伦敦证券交易所；日本将零散的交易所整合成为日本证券交易集团；美国将债券托管结算体系由分割市场、分离托管结算的局面，整合成统一托管、集中清算的组织架构，并发展成为发达、高效的债券托管结算体系。

金融开放需注重多层次市场的协调

在债券国际化的过程中，金融监管需要注意在不同层次市场的开放节奏，比如一级市场与二级市场、在岸市场与离岸市场要有序协调。一方面，离岸债券市场往往是在岸债券市场产品创新的“试验田”，其产品及制度创新对在岸市场具有重要的借鉴意义，同时也会对在岸市场产品及制度创新形成“倒逼机制”。日本的经验充分说明，过于发展离岸市场可能导致在岸市场“空心化”。本土在岸市场作为基础、离岸市场作为辅助和补充的主次不能颠倒，否则头重脚轻的格局必然会影

响债券市场健康发展。另一方面，一、二级市场要有适宜的联动，以二级市场交易的活跃来促进一级市场的发行，反过来一级市场发行优质债券来带动二级市场的流动性加强。我国债券市场规模庞大，但流动性不高，一、二级市场发展并不协调。

货币国际化与经济发展水平、国际贸易的规模和结构等宏观因素密切相关

产品创新、制度开放、债券市场基础设施建设等措施为货币国际化创造了有利条件，但究其根本，货币国际化的深度和广度，很大程度上取决于一国的国际贸易规模和结构。这一点在英镑和美元的货币化过程中体现得尤为明显，英国的商贸格局以及美国经济在二战后的一枝独秀很大程度上决定了其货币国际化的成功。相反，从日元国际化经验来看，日本单一化的经贸格局最终限制了日元国际化的发展，阻碍了非欧美国家尤其是东亚投资者投资日本债券的动力。类似情况也发生在韩元国际化历程上，经贸格局的纵深不足同样掣肘了韩元的国际化发展。

中国债券市场开放存在的问题

近年来外资流入中国债券市场的速度加快，主要得益于外资进入渠道的放开、国内债券纳入国际债券指数的驱动，以及中国在全球新冠疫情中的稳健发展吸引全球资本“避风港”效应显现。当然，中国债市开放仍然面临比较明显的问题，包括我国债券市场前台统一、后台分割的分割体系，品种吸引力不够、对冲工具不完



善，国内评级机构发展水平参差不齐，以及面临去全球化等潜在风险。

外资持有境内债券比重较低，债市开放程度依然不高

尽管近年来境外投资者的债券托管量在不断增加，境外持有债券规模占比在2016—2021年间增加了约2个百分点，但是从持有比重的绝对数值看，截至2022年12月，债券市场托管余额为144.8万亿元，外资持有3.46万亿元，占比约2.38%，这与中国作为全球第三大债券市场及人民币的国际地位还不匹配^①。

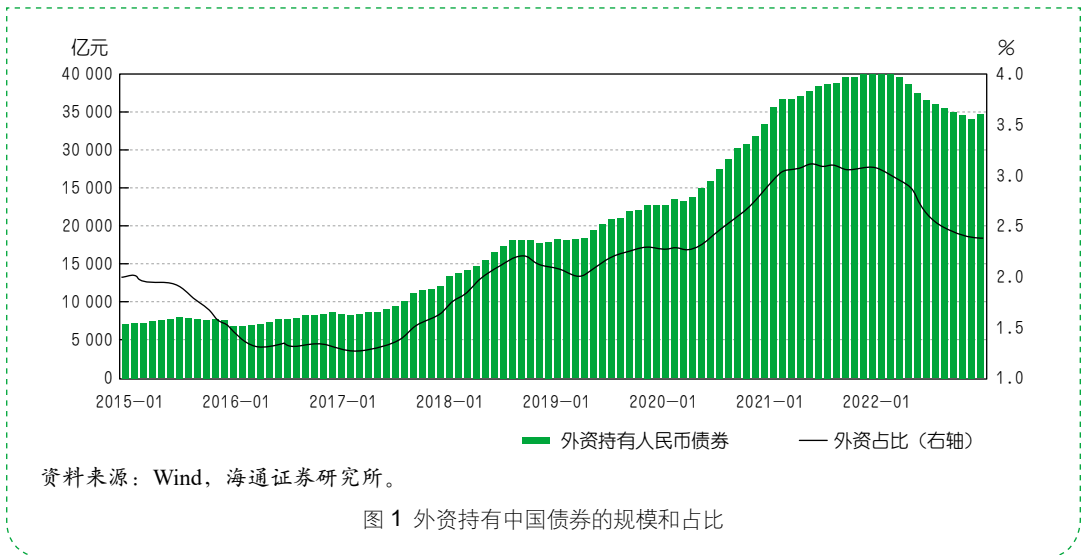
境外机构持有中国债券品种较单一，集中于国债和政策性金融债

根据人民银行公开数据，截至2022年12月末，境外机构的主要托管券种是国

债，托管量为2.29万亿元，占比67.7%；其次是政策性金融债，托管量为0.75万亿元，占比22%；二者合计89.7%，投资品种较为集中。究其原因，一是境外投资者对我国债券的投资策略主要为配置性质，持有到期比重较高，对信用债有一定的回避态度；二是国内评级机构发展水平参差不齐，由于国内评级体系未能与国际规则有效对接，境外投资者对国内信用评级信心不足，信用债持有意愿不强；三是国内对冲信用风险的衍生品发展不佳，境外机构无法利用衍生品来锁定信用风险，在持债时会尽量规避信用品种。

债券市场多个“通道”不统一，存在一定进入壁垒

国内形成了银行间和交易所两个债



① 国际货币基金组织 (IMF) 发布的官方外汇储备货币构成 (COFER) 数据显示，2022 年第一季度，人民币在全球外汇储备中的占比2.88%，在主要储备货币中排名第五。



券市场, 两种交易前台(同业拆借中心和交易所), 三家托管机构后台(中央结算公司、上海清算所和中国结算)的格局。银行间市场和交易所债市由中央结算公司和中国结算分别托管。自2012年以来, 银行间市场的中期票据和短期融资券由中央结算公司转到上海清算所托管。我国债券市场这种前台统一、后台分割的局面有悖于国际市场“前台多元, 后台集中”的趋势, 由此给境外投资者参与多个市场交易带来技术障碍: 一是市场机构同时需要使用和学习几套后台系统和流程; 二是交易时需要预先拟定不同市场的投资金额和意向品种, 投资灵活度低, 客观上也构成外资进入我国债券市场的壁垒。

境外机构在中国债市的交易活跃度远低于其他市场

根据人民银行公开数据, 2022年12月, 境外机构在银行间债券市场的日均交易量约为397亿元, 按照年末3.46万亿元的托管量计算, 12月的日均换手率为1.15%; 而美国国债自2010年以来, 每季度的日均换手率都在2.5%以上。造成交易量不活跃的原因在于: 一是我国国债发行模式与发达国家不同在于新发较多而续发少, 单只国债可交易规模低于欧美, 所以市场中的流通筹码少、交易活跃度受限。二是在境内债券市场投资者中配置型机构居多, 持有到期的策略使得大量债券在发行之后难以进入二级市场流通环节。三是我国债券市场的对冲工具不完善, 境外投资者因参与利率互换的交易者较少而难以找到对手

方, 标准化利率风险对冲和套期保值操作难以开展, 抑制了其交易的积极性。

另外, 去全球化潜在风险可能削弱外资持有人民币债券的意愿。全球步入“后疫情时期”, 虽然人民币汇率上升带来一定“避风港”效应, 但值得注意, 新冠对“去全球化”的影响作用力度及持续度可能导致国际资本回流、减少对人民币债券市场的投资。2008年次贷危机、2010年欧债危机均发生过此类情况, 这对中国债券市场开放和人民币国际化可能存在不利影响。

中国债券市场开放与人民币国际化的融合路径与政策建议

我国债券市场对外开放始于20世纪90年代, 逐步为境外投资者投资人民币债券提供政策便利, 并且放开境内机构境外发行的相关限制, 相关制度框架也不断完善。合格境外投资者(QFII)、人民币合格境外投资者(RQFII)、债券通等开放举措逐渐落地推进, 中国债券市场开放加快; 离岸人民币债券、熊猫债券等发行的稳步推进提升了债券市场的对外开放程度。从目前的规模来看, 我国债券市场投资端的对外开放要远大于发行端的对外开放。

理论和国际经验表明, 债券市场的高水平开放有助于计价货币国际化的实现。当前, 人民币国际化发展迎来重大机遇, 如何通过债券市场开放推动人民币国际化发展, 是问题的核心所在。本文提出以下政策建议。



完善债券市场基础设施

债券市场较明显的分割体系导致债券市场存在交易成本高、效率低、跨市场风险大等问题，影响了债券市场作为金融市场重要组成部分的功能的发挥。建立完善统一的债券市场基础设施，将使跨市场交易可以顺畅实现，各个交易系统的定价机制得以理顺，与国际市场可以高效衔接，最终实现债券和货币的国际化跨越。一方面，加快整合境内债券市场基础设施实现互联互通，完善基础设施作为债券市场对外开放和发展的抓手功能。进一步整合中央结算公司、中国结算及上海清算所的债券托管结算功能，促进债券市场后台一体化，提高交易便利度。前台多元化、后台一体化是国际金融市场发展的趋势，也是金融市场内在规律要求。另一方面，强化我国中央托管结算机构与国际托管结算机构的联系合作，不断推动我国交易清算和托管系统与国际接轨。

发展特色债券品种，激发市场活力

在未来的市场发展，应加大债券市场品种的创新，为各类投资者提供更为丰富和完善的金融投资工具，激发市场活力，增加投资者的投资热情。具体而言，可以引导不同发展阶段、不同类型和特点的企业通过适当方式参与债券市场融资，发展高收益债券市场，完善绿色债券发行与投资，引导低信用等级企业通过私募或其他方式发债，丰富债券市场产品类型和信用层次。

第一，发展高收益债券，拓宽双创

企业融资渠道。相比于传统品种和融资方式，大力发展高收益债券是满足双创企业开辟筹资新渠道的较佳选择。双创企业普遍具有轻资产、高风险、成长性好、前期资金需求大等特点。高收益债券以高于一般投资收益的风险溢价覆盖投资风险，这与科技创新和新兴产业初期风险较高、一旦成功获得高收益的特性相一致。探索高收益债券的发行方式，包括债券要约交换/债券置换、折价发行债券、债务人占有（DIP）模式下的融资等。第二，完善绿色债券发行与投资，共建生态文明。绿色债券作为绿色金融的重要组成部分，不仅能够助力资金进入绿色领域，满足绿色低碳项目的资金需求，还能推动各微观企业进行绿色低碳转型。建议推动国内与国际绿色债券标准趋同，健全绿色债券顶层设计；推进绿色债券模式创新，形成多元化产品体系，调动市场积极性；避免“重发行、轻投资”，加大投资端优惠政策的范围和力度。

完善衍生产品体系，丰富风险管理工具，提高境外投资者参与热情

随着债券市场的对外开放，境外投资者对于利率风险和汇率风险的管理需求将会增加，适时向境外投资者开放利率期权、信用违约互换等衍生产品，有利于境外参与者更好管理自身风险，吸引更多境内外投资者参与中国债券市场。我国国债期货市场的产品结构有待进一步丰富。从我国国债现券市场实际情况来看，现阶段推出超长期或是其他不同期限的国债期货



品种意义重大。从市场主体角度，后续在条件成熟时，建议允许和引导境外投资者积极参与境内利率衍生品市场，推动境内衍生品市场的开放。

构建自贸区离岸债券市场，与在岸市场协同，建设人民币全球债券发行中心

发展自贸区债券发行。债券市场对对外开放和《进一步推进中国（上海）自由贸易试验区金融开放创新试点加快上海国际金融中心建设方案》（简称“金改四十条”）中“建设面向国际的金融市场”政策已为发展自贸区债券市场做好铺垫，基础设施早已积极做好各项准备，但市场至今仍处空转状态。真正发展自贸区债券市场，要处理好两个关键问题：一是简政放权，实行“负面清单”，实行总体额度。要求信用评级，将国内市场评级机构和主承销商的服务延伸到自贸区。二是打通自贸区债券市场与境外离岸市场界限。通过境外合格中央证券托管机构（CSD）引入不在境内直接操作的客户，使境外离岸市场参与者可以买卖自贸区离岸债券。三是在市场开放的基础上，以国内市场足够开放为前提，有序发展人民币全球债券发行，打通在岸、离岸界限。

明确债市开放相关税收优惠，提高税收缴纳便利性

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。建议对现有的实践做法以法律规则的形式进行进一步明确。具体来说，对于转让差

价所得的所得税，明确免税的优惠政策；对于转让差价所得的增值税，将免税的优惠政策实行范围从QFII扩大到其他境外投资者；对于利息所得税，将10%的预提所得税实行范围从QFII扩大到其他境外投资者。对于缴税方式，《关于中国居民企业向QFII支付股息、红利、利息代扣代缴企业所得税有关问题的通知》规定由债券发行人代扣代缴。建议通过中央托管机构进行代扣代缴的集中申报和税收缴纳。

完善债券市场评级体系，掌握人民币资产定价权

债市开放过程中，要谨慎使用国外评级机构的评级。评级牵涉到一个国家的主权，尤其是主权信用评级，关系到人民币国际化过程中对于定价权的掌握。因此，在国内外评级机构对于同一事项评级不同时，需要进一步规定以国内评级机构为主。对于评级机构要加强监管，避免评级机构评级业务与其他业务利益冲突的问题；对于国内评级机构，要改变由发行人付费的制度，改由债券投资人付费或监管部门统一招标；尽快建立债券资信评级方面的有关法律法规，明确评级机构因评级有失公允而损害投资者利益时所应承担的责任。

建立债市开放环境下的风险监测和预警机制

随着债券市场开放，债券市场与其他金融要素（如股票、期货等）市场之间的联动关系会变得更加紧密，对于宏观经济的影响也会变得更加显著。因此，在债市



开放过程中，尤其需要注重防范风险，建立债市风险监测和预警机制。从操作层面上来说，建议基于统一的债券登记托管体系，建立债券市场风险监测平台。现有的分散的债券登记托管体系使得债券市场数据分布在不同的债券登记托管机构中，无

法对整个债券市场进行实时监测。统一的债券登记托管体系可以方便汇总整个债券市场的数据，通过建立债券市场风险监测平台，实时地对债券市场进行风险监测和预警。[N]

学术编辑：曾一巳

参考文献：

- [1] 巴曙松,邵杨楠,陈康洁,廖慧.境外投资者持债动机与提高我国债市开放度的建议[J].经济纵横,2016(11):52-59.
- [2] 巴曙松,赵勇,郭云钊.债券市场改革与人民币国际化的互动[J].西部论丛,2010(9):50-52.
- [3] 陈雨露,王芳,杨明.作为国家竞争战略的货币国际化:美元的经验证据——兼论人民币的国际化问题[J].经济研究,2005(02):35-44.
- [4] 李扬,殷剑峰.我国债券市场发展历程、缺陷和改革建议[J].中国经贸导刊,2006(01):9-10.
- [5] 孙凡婷.人民币国际化背景下对熊猫债发展的若干思考[J].经济师,2020(3):121-122.
- [6] 谭小芬,徐慧伦,耿亚莹.以债券市场发展与开放助推人民币国际化[J].经济参考研究,2018(12):23-25.
- [7] 王莹.债券市场开放对人民币国际化的影响研究[D].上海:上海社会科学院,2019.
- [8] 吴长凤,魏佳.债券市场对外开放的演进与启示[J].中国外汇,2020(12).
- [9] 张艳红,黄泽民.日元作为主要国际交易货币的成因及其启示[J].华东师范大学学报(哲学社会科学版),2019(04).
- [10] 中国人民银行.2020年人民币国际化报告[R/OL].(2020-08-17)[2023-03-30].<http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/3871621/4073241/index.html>.

Has the Bond Market Opening Promoted RMB Internationalization? —An Assessment Based on Infrastructure Development Choices

LU Ying, LI Mingliang, ZHU Lei, ZHOU Hongrong
(Haitong Securities Company Limited)

Abstract The opening up of the bond market is an important component in solidifying improvements in the financial market, promoting the development of the real economy, furthering the Belt and Road Initiative, and leveraging the efforts to internationalize the renminbi. This study examines efforts to open up bond markets in other economies and attempts to address the questions of how bond market liberalization can promote RMB internationalization and set the stage for the next phase of bond market opening.

Keywords Bond Market Opening, RMB Internationalization, Infrastructure Construction, Product Innovation

JEL classification G15 G18 G28