

【债券深度报告】

从 BBGA 到 WGBI，外资买债影响几何 ——机构行为系列专题之八

- ❖ 富时罗素将于9月24日美国收盘时间（北京时间9月25日凌晨4点）公布是否将中国主权债券纳入富时罗素世界国债指数（WGBI），最终结果将对2021年被动资金流入国内债市增量产生较大影响，值得关注。
- ❖ **1、外资对债市增量资金贡献显著，若纳入 WGBI 流入量有望进一步加大**
- ❖ 近年来外资加速进入国内债券市场，外资托管总量接近3万亿，从单月托管增量看外资占比最高可达15%。由于此前弱势领域得到针对性改善，9月中国国债纳入WGBI可能性较高，若顺利纳入，2021年起或带来总量近1.2万亿元、单月600亿元的被动管理资金流入；若纳入失败，2021年我国被动管理型外资流入或明显减少，但预计长期外资流入量加大趋势不变。
- ❖ **2、外资配置偏好、管理风格差异或对债市产生结构性影响**
- ❖ **（1）外资进出或推动短期债市行情转变。** 外资流入对市场增量资金贡献较大时，带动短期市场行情走强效应更为明显；增加非利率债品种配置力度较大时，外资流入对债市情绪带动作用或趋弱；外资撤离在配置力量和情绪层面也会对债市产生负面影响。
- ❖ **（2）外资配债券种和期限偏好变化或对债市产生结构性影响。** 由于BBGA将政金债与国债一并纳入，叠加政金债免税政策阶段性实施，纳入BBGA后外资配置偏好由国债向政金债转移，且中短期券种占比上升，因此，短期外资入市或继续边际利好国开及中短久期利率债品种；中期，国债若顺利纳入富时罗素WGBI，考虑到其以各国国债为主要构成券种，纳入后可能导致外资加大对国内债券配置。
- ❖ **（3）外资主动与被动管理的偏好差异或对债市影响不一。** 通过跟踪海外中国债市主题基金分析被动型和主动型资金在境内投资的配置偏好。数据显示国债及政金债为外资配置基本盘，被动型资金或更偏向于配置中长期品种，主动型资金下沉信用意愿或更为强烈。目前被动资金仍是外资进入债市的主要方式，随着跟踪指数性质改变，外资配置策略或随之调整。若中国信用债指数持续发展，且主动型基金进入规模进一步扩增，或对信用债市场形成一定利好。
- ❖ **3、四层保障下外资或继续利好债市，但需关注结构差别**
- ❖ **（1）基础设施不断完善：**政策或推动债市持续对外开放趋势不改；**（2）外因难改向好趋势，**外部摩擦对外资流入扰动或较为有限；**（3）先决条件较为契合，**中美利差和汇率或推动外资平稳流入；**（4）乘借东风继续破浪，**纳入富时罗素WGBI或将利好国债品种。
- ❖ **债市策略：**随着今年我国债市对外开放持续推进，本次国债纳入WGBI指数可能性较大，若顺利纳入或接棒BBGA和GBI-EM GD，成为外资买债新动能；若本次纳入指数再次搁浅，则今年12月开始被动资金流入国内债市增量或有所减少，可能对国内债市情绪造成不利影响。长期而言，在四层保障下外资或继续利好债市，但需关注结构差别。此外，若中国信用债指数持续发展，且主动管理型基金进入规模进一步扩增，或对信用债市场形成一定利好。
- ❖ **风险提示：**国债未能纳入WGBI，外资进场速度边际放缓

华创证券研究所

证券分析师：周冠南

电话：010-66500918

邮箱：zhouguannan@hcyjs.com

执业编号：S0360517090002

联系人：陈静

电话：010-66500862

邮箱：chenjing1@hcyjs.com

相关研究报告

《【华创固收】震荡市场中的边际变化与预期差——债券秋季策略观点》

2020-08-31

《【华创固收】跨季需求下的资金面风险仍在——9月流动性月报 20200901》

2020-09-01

《【华创固收】美联储将如何落实货币政策新框架——8月海外月度观察》

2020-09-03

《【华创固收】盈利修复，拥抱业绩确定性——可转债8月月报 20200904》

2020-09-04

《【华创固收】低利率时代，“固收+”市场全景扫描——“固收+”系列报告专题一》

2020-09-09

投资主题

报告亮点

报告的与众不同或创新之处：紧扣时事热点，临近富时罗素宣布中国主权债券是否会被纳入世界国债指数（WGBI）时点，本文通过历史梳理和资金测算分析纳入指数与否对债市后续走势影响。特别的，报告对当前海外市场中国债券主题产品进行跟踪分析，以实际案例说明外资配置行为的特征及变化趋势，为投资者提供参考。

投资逻辑

本篇报告的主要逻辑框架：近年来外资对债市增量贡献显著，纳入 WGBI 与否或对短期外资流入增量形成一定影响，进而对债市形成扰动。应关注外资配置偏好及管理风格差异对债市产生的结构性影响，不同期限和券种表现或有分化。

目 录

一、外资对债市增量资金贡献显著，关注 WGBI 的纳入结果	6
（一）外资进场速度加快，对债市增量资金贡献更为显著	6
（二）国债纳入 WGBI 可能性增强，或带来 1.2 万亿外资流入	7
（三）若纳入失败，短期对债市利好作用或减弱，预计长期外资流入量加大趋势不变	10
二、外资规模及配置偏好变化或对债市产生总量及结构上的影响	11
（一）外资进出或推动短期债市行情转变	11
（二）外资配债券种和期限偏好变化或对债市产生结构性影响	12
（三）外资主动与被动管理的偏好差异或对债市影响不一	14
三、四层保障下外资或继续利好债市，但需关注结构差别	20
（一）基础设施不断完善：政策或推动债市持续对外开放趋势不改	20
（二）外困难改向好趋势：外部摩擦或对外资流入扰动有限	21
（三）先决条件较为契合：中美利差和汇率或推动外资平稳流入	23
（四）乘借东风继续破浪：纳入富时罗素 WGBI 或更利好国债品种	24
四、风险提示	25

图表目录

图表 1	外资中债托管量连续 21 个月持续增加	6
图表 2	境外机构债券持有占比上升至 3% 左右	7
图表 3	增量资金中外资占比逐步提升，最高可达 15%	7
图表 4	债券纳入富时罗素世界国债指数（WGBI）的最低标准	7
图表 5	富时罗素关于固定收益国家分类框架的评级体系	8
图表 6	纳入三大指数增量资金估算	9
图表 7	WGBI 涵盖各国家比例按市场规模加权，中国国债纳入后规模可达 7.04%	9
图表 8	本次中国国债能否纳入 WGBI，短期对外资被动资金流入规模影响较大	10
图表 9	增量资金外资占比大时市场行情走强更为明显	12
图表 10	外资增配同业存单和信用债，债市情绪趋弱	12
图表 11	2020 年 3 月 iShares UCITS ETF 持有政金债期限分布	12
图表 12	2020 年 3 月 iShares UCITS ETF 持有国债期限分布	12
图表 13	外资配置国债和政金债为主	13
图表 14	政金债规模增速增长已经显著超过国债	13
图表 15	近期增量规模上政金债已可与国债持平	13
图表 16	2018Q4 后政金债增量中外资占比显著提高	13
图表 17	iShares UCITS ETF 增加 3-5 年期政金债权重	14
图表 18	iShares UCITS ETF 持有国债期限趋于均衡	14
图表 19	外资流入增量资金中被动资金占绝大部分	14
图表 20	2018 年后中国债市主题基金大量成立	15
图表 21	支数各占半壁江山，被动型产品平均规模较大	15
图表 22	主动型中债主题基金资产配置分布	16
图表 23	被动型中债主题基金资产配置分布	16
图表 24	头部主动 Eurizon 基金偏好配置政金债与中票	16
图表 25	头部被动 iShares 基金专注配置国债和政金债	16
图表 26	主动型中债主题基金久期分布	17
图表 27	被动型中债主题基金久期分布	17
图表 28	头部主动 Eurizon 基金超 10 年品种配置较少	17
图表 29	头部被动 iShares 基金趋向增配 10 年以上品种	17
图表 30	50 支中国债市主题基金明细	17
图表 31	国内债市对外开放政策不断推进	20
图表 32	近期中美摩擦明显加剧	22
图表 33	中印摩擦也同样频繁发生	22

图表 34 我国利用外资规模趋势性增加，在边境冲突较为密集阶段也不例外	23
图表 35 1997 年我国外商直接投资大部分来源于亚洲	23
图表 36 97 年以来，受中国香港地区投入量减少，我国外商直接净投资量降低	23
图表 37 外资托管量与利率平价下的外资流入正相关	24
图表 38 外资托管量与理论外资流入水平的回归表现	24
图表 39 纳入 WGBI 后单月增量仍能回到高位	25
图表 40 是否纳入 WGBI，21 年底或有 7200 亿资金差距	25

富时罗素将于9月24日美国收盘时间（北京时间9月25日凌晨4点）公布是否将中国主权债券纳入富时罗素世界国债指数（WGBI），决定了在另外两大国际债券指数即将完成纳入的关键节点，WGBI能否接力成为推动外资进场的新动能。本篇专题我们将通过梳理中国债券纳入BBGA、GBI-EM后外资流入增量和配置行为变化，分析纳入WGBI后主动和被动管理资金流入结构变化及可能对国内债市造成的影响。

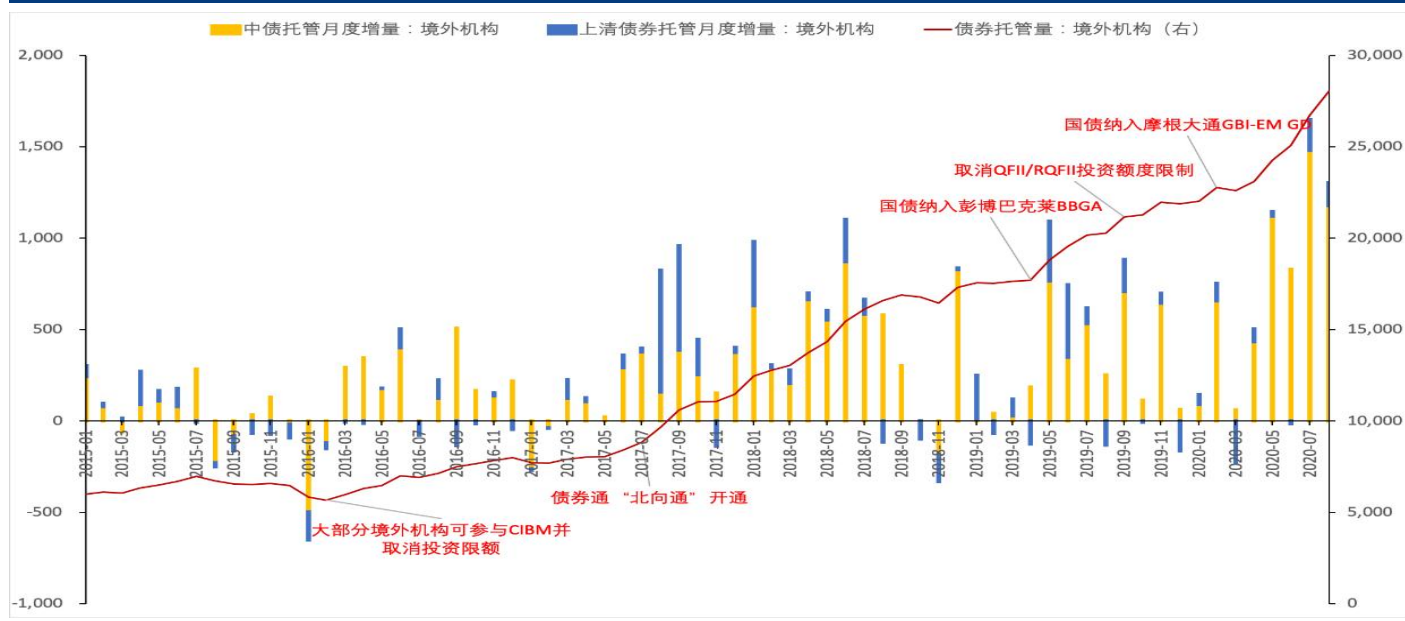
一、外资对债市增量资金贡献显著，关注WGBI的纳入结果

（一）外资进场速度加快，对债市增量资金贡献更为显著

2018年以来外资持续流入，债券托管总量已接近3万亿。随着我国债券市场对外开放进程不断推进，外资可通过合格境外机构投资者（QFII）/人民币合格境外机构投资者（RQFII）、银行间债券市场直投模式（CIBM Direct）和债券通（Bond Connect）等多种渠道参与境内债市市场投资，自2018年12月起境外机构中债托管量（主要为国债和政金债）已连续21个月增加，截至2020年8月境外机构债券托管总规模为2.8万亿，相较于2018年底增加了1万亿，增幅加大。

外资进入中国债券市场速度加快，单月新增规模连创新高。2016年，在境外央行、国际金融组织、主权财富基金以及商业类机构等大部分境外机构可直接参与银行间债券市场并取消投资限额后，外资单月新增规模突破500亿；2017年，随着债券通北向通的开通，外资单月新增规模突破1000亿；2019年4月起国债和证金债分20个月纳入彭博巴克莱综合指数、2020年2月起国债分10个月纳入摩根大通GBI-EM GD指数，外资单月新增配债规模再创新高突破1500亿。

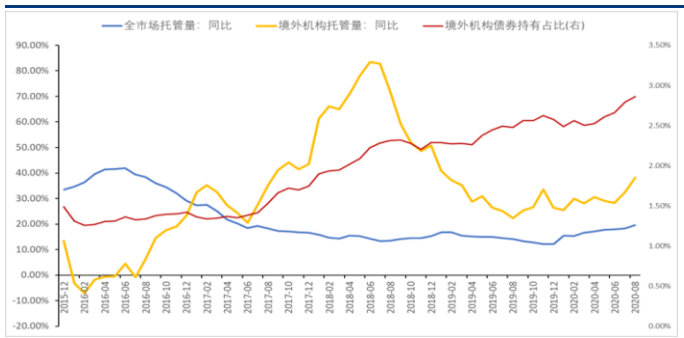
图表1 外资中债托管量连续21个月持续增加



资料来源：Wind，华创证券

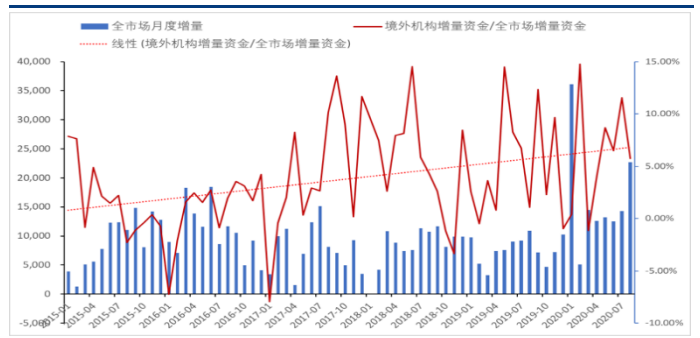
债券托管总量中外资持有占比稳步抬升至3%左右，增量资金中外资占比同样逐步提升，最高达15%。总量方面，2017年以来，我国债市规模增速稳定在10%-15%增长区间，但外资在债券通开通后加速流入，使得外资托管量占我国债市托管量比重稳步提升；增量方面，单月外资托管增量在债市托管总增量中占比贡献可观，高峰时期月度托管增量资金中外资占比可达15%，从趋势来看，境外机构增量资金/全市场增量资金的比例中枢也在稳步提升。

图表 2 境外机构债券持有占比上升至 3% 左右



资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 增量资金中外资占比逐步提升, 最高可达 15%



资料来源: Wind, 华创证券

注: 剔除了 2018 年 1 月的异常极端值

(二) 国债纳入 WGBI 可能性增强, 或带来 1.2 万亿外资流入

富时罗素世界国债指数 (FTSE World Government Bond Index, WGBI) 是全球主流债券指数之一, 自 1986 年起编制迄今已有逾 30 年的历史, 用于衡量固息本币投资级主权债券 (各国国债) 的表现, 目前覆盖超过 20 个国家。截至 2020 年 7 月, WGBI 由 1062 支债券构成, 面额总计可达 21.29 万亿美元。

中国国债此前未满足纳入 WGBI 的最低标准, 但一直处于观察名单中。国债纳入 WGBI 需至少满足富时罗素关于市场规模、信用评级、市场准入等级的最低标准, 其中中国已在大多数方面达到要求, 但市场准入等级 Level 2 是纳入指数的必要条件, 中国仍未满足。具体而言, 2019 年 3 月起富时罗素开始建立固定收益国家分类框架, 根据市场规模、信用等级、资产类型、市场发达程度、市场准入程度等方面, 从 4 个维度 17 个指标将国家划分为 Level 0、Level 1 和 Level 2 三个市场准入等级, 并将等级可能发生变动的国家列入观察名单。根据 WGBI 的编制标准与计算方法, 中国国债因市场准入等级为 Level 1, 尚未满足纳入 WGBI 的最低标准, 但富时罗素自 2019 年 3 月以来一直将中国国债列入观察名单, 并标注等级有从 Level 1 提升至 Level 2 的潜在可能性, 表示中国国债已接近纳入标准。

图表 4 债券纳入富时罗素世界国债指数 (WGBI) 的最低标准

类别	最低标准	中国	是否满足
到期年限	至少一年	/	满足
最低单券面额	因市场而异	/	满足
市场规模	纳入标准: 至少 500 亿美元, 400 亿欧元, 5 兆日圆 剔除标准: 未达 250 亿美元, 200 亿欧元, 2.5 兆日圆	1.53 万亿美元	满足
信用评级	纳入标准: 标普评级达 A-, 且穆迪评级达 A3 剔除标准: 标普评级未达 BBB-, 且穆迪评级未达 Baa3	A+ (标普) / A1 (穆迪)	满足
市场进入壁垒	指数仅纳入对境外投资者开放的债券市场	对境外投资者开放	满足
市场准入等级	Level 2	Level 1	不满足

资料来源: FTSE, 标普, 穆迪, 华创证券

注: 市场规模为富时罗素截至 2020 年 6 月统计值

由于债券市场流动性与外汇市场交易灵活性不足，去年国债纳入 WGBI 暂时搁置。2019 年 9 月，富时罗素更新了固定收益市场纳入观察名单，中国继续保留在 Level 1。富时罗素表示，尽管中国在可获得更多人民币准入、取消 QFII 和 RQFII 投资额度限制、允许同一境外主体在 QFII/RQFII 和直接入市渠道下的资金账户之间可以直接划转、将债券交易结算周期延长至 T+3 等方面的改进措施极大推动了市场准入等级的进一步提高，但指数用户认为债券二级市场的流动性、外汇结算和交易结算的灵活性仍需进一步改善。

前期中国债市弱势领域得到针对性改善，今年 9 月公告国债纳入 WGBI 可能性较高。2020 年 3 月富时罗素对中国债市重新进行评价，其中境外机构投资者可与中国境内银行直接开展外汇衍生品交易、可选择更长的结算周期、国债期货市场投资者的扩容、循环结算功能对结算失败处理能力的提高使得中国债市的准入程度有所提高。此外，富时罗素指出中国财政部 2020 年国债发行计划表显示国债发行方式多为续发（新发全年仅为 11 只），现券二级市场流动性得到大幅改善。因此，前期中国债市关于二级市场流动性、外汇结算与交易清算的灵活性等需要改进的弱势领域得到了针对性改善，今年 9 月中国国债纳入 WGBI 可能性较高。

图表 5 富时罗素关于固定收益国家分类框架的评级体系

四个维度	17 个指标（2019 年 9 月评价）	2020 年 3 月评价
市场，宏观经济和监管环境	投资限制；可持续发行和债务管理方式；健全的监管环境；外汇政策与交流；税收制度；境外投资者注册程序	
外汇市场结构	外汇流动性和可投资性；货币可兑换；货币可对冲	外汇流动性和可投资性、货币可对冲：境外机构者最多可与三家银行进行外汇衍生品交易
债券市场结构	债券流动性；交易成本；交易与清算；债券惯例；债券定价	债券流动性：扩大国债期货投资者范围、财政部增发老券 交易与清算：处理债券交易失败能力增强、可选择较长结算周期
全球结算和托管	全球结算；是否采用 DvP 结算模式；竞争性托管市场	

资料来源：FTSE，华创证券

注：红色表示 2019 年 9 月富时罗素提到需要改进的地方，绿色表示关注到的改善

若本次成功通过富时罗素评估，中国国债或从 2021 年开始分阶段纳入 WGBI。针对纳入节奏，富时罗素称国家重新分类后会与实施时间表一起以公告形式公布，参考 BBGA 和 GBI-EM GD 两大债券指数纳入国内债券情况，中国国债或同样采取分阶段的形式纳入 WGBI 指数。如果富时罗素 9 月公告中国国债允许纳入 WGBI，且连续三个月符合所有要求，则中国国债或将在接下来的三个月结束时，于 2021 年开始分阶段纳入 WGBI。

中国国债纳入 WGBI 占比可达 7%，或带来总量近 1.2 万亿元（1760 亿美元）、单月 600 亿元的资金流入。由于 WGBI 涵盖各国家比例按市场规模加权，根据富时罗素的统计结果，中国国债纳入后规模可达 7.04%，而目前跟踪 WGBI 的平均资产规模约为 2.5 万亿美元，因此纳入后或可带来总量近 1760 亿美元、折合人民币 1.2 万亿元的资金流入。由于 WGBI 与 BBGA 都是全球债券指数，且跟踪资产规模较为相近，可假设 WGBI 按照与 BBGA 类似的节奏分 20 个月纳入中国国债，则从 2021 年开始，WGBI 或带来单月近 600 亿元的资金流入，届时我国债市被动资金总流入量或达 865 亿，外资单月新增购债规模依旧较大。

图表 6 纳入三大指数增量资金估算

指数	纳入券种	纳入进程	跟踪资产规模(美元)	纳入占比	完成进度	预计带来增量资金(美元/人民币)	月增量(人民币)
彭博巴克莱 BBGA	国债、政金债	2019 年 4 月起纳入, 分 20 个月到 2020 年 11 月完成	2-2.5 万亿	6.54%	91%	1500 亿美元/1 万亿元	500 亿
摩根大通 GBI-EM GD	政府债券	2020 年 2 月 28 日起纳入, 10 个月内分步完成	2020 亿	10%	70%	202 亿美元/1350 亿元	135 亿
富时罗素 WGBI	国债	保留在观察名单上, 将在 2020 年 9 月进行评估后发布更进一步的信息。假设分 20 个月纳入。	2.5 万亿	7.04%	0%	1760 亿美元/1.2 万亿元	600 亿

资料来源: Bloomberg, JP Morgan, FTSE, HSBC 《Inclusion of onshore China bonds in Bloomberg Barclays Global Aggregate Index》, 华创证券预测

注: BBGA 计划纳入占比和完成进度按 9 月 18 日数据算得, 本文选择 GBI-EM GD 是由于其跟踪规模占 GBI-EM 系列近 90%, 纳入占比存在 10% 上限, 估算较为确定且具有代表性

图表 7 WGBI 涵盖各国家比例按市场规模加权, 中国国债纳入后规模或可达 7.04%

地区	国家	发达程度	市场准入等级	信用评级	市场规模(亿美元)*	权重(中国债券加入前)	权重(中国债券加入后)
美洲	美国	发达市场	2	AA+	77732	38.48%	35.77%
	加拿大	发达市场	2	AAA	3209	1.59%	1.48%
	墨西哥	发展中市场	2	BBB+	1401	0.69%	0.64%
欧洲、中东及非洲	英国	发达市场	2	AA	9062	4.49%	4.17%
	法国	发达市场	2	AA	15672	7.76%	7.21%
	意大利	发达市场	2	BBB	15057	7.45%	6.93%
	德国	发达市场	2	AAA	11796	5.84%	5.43%
	西班牙	发达市场	2	A	9319	4.61%	4.29%
	比利时	发达市场	2	AA	3893	1.93%	1.79%
	荷兰	发达市场	2	AAA	3035	1.50%	1.40%
	奥地利	发达市场	2	AA+	2392	1.18%	1.10%
	爱尔兰	发达市场	2	AA-	1283	0.64%	0.59%
	芬兰	发达市场	2	AA+	1013	0.50%	0.47%
	丹麦	发达市场	2	AAA	772	0.38%	0.36%
	挪威	发达市场	2	AAA	372	0.18%	0.17%
	瑞典	发达市场	2	AAA	489	0.24%	0.23%
	波兰	发展中市场	2	A	1059	0.52%	0.49%
	以色列	发达市场	2	AA-	597	0.30%	0.27%

亚太区	日本	发达市场	2	A+	38700	19.16%	17.81%
	澳大利亚	发达市场	2	AAA	3469	1.72%	1.60%
	新加坡	发达市场	2	AAA	775	0.38%	0.36%
	马来西亚	发展中市场	2	A	887	0.44%	0.41%
总计					201984	100%	217290
	中国	发展中市场	1	A+	15306	/	7.04%

资料来源：FTSE，华创证券测算

注：市场规模为富时罗素截至2020年6月统计值

（三）若纳入失败，短期对债市利好作用或减弱，预计长期外资流入量加大趋势不变

若本次中国国债未能纳入 WGBI，2021 年外资被动资金单月流入规模或下降至 265 亿左右。2020 年 12 月之前，由于纳入 BBGA 和 GBI-EM GD 对外资入市利好仍在持续，外资流入趋势或延续；今年 12 月，随着以上两大指数均完成纳入，外资被动资金流入或在当月降至 370 亿，拖累外资进场规模。若中国国债未顺利纳入 WGBI，则 2021 年外资被动资金单月流入规模或进一步下降至 265 亿左右。

图表 8 本次中国国债能否纳入 WGBI，短期对外资被动资金流入规模影响较大

日期	BBGA	GBI-EM GD	WGBI	总计（若纳入 WGBI）	总计（若不纳入 WGBI）
2019-04	497			497	497
2019-05	466			466	466
2019-06	481			481	481
2019-07	512			512	512
2019-08	373			373	373
2019-09	512			512	512
2019-10	481			481	481
2019-11	512			512	512
2019-12	605			605	605
2020-01	528			528	528
2020-02	419			419	419
2020-03	621	135		756	756
2020-04	605	135		740	740
2020-05	233	135		368	368
2020-06	481	135		616	616
2020-07	326	135		461	461
2020-08	559	135		694	694
2020-09	326	135		461	461
2020-10	326	135		461	461
2020-11	326	135		461	461
2020-12	0-235	135		0-370	0-370
2021-01	0-235	0-30	600	600-865	0-265

日期	BBGA	GBI-EM GD	WGBI	总计（若纳入 WGBI）	总计（若不纳入 WGBI）
2021-02	0-235	0-30	600	600-865	0-265
2021-03	0-235	0-30	600	600-865	0-265
2021-04	0-235	0-30	600	600-865	0-265
2021-05	0-235	0-30	600	600-865	0-265
2021-06	0-235	0-30	600	600-865	0-265

资料来源：Bloomberg，FTSE，BCG《2020 年全球资产管理报告》，华创证券预测

注：假设 BBGA 按实际纳入权重计算，GBI-EM GD 为纳入区间的平均规模，纳入结束后最高按照 2019 年全球被动产品 28% 的增长率增长，短期按简单平均计算

长期来看，若本次纳入失败，1 年后便可再度评估，随着国内债市进一步对外开放，未来纳入可能性仍较大，叠加全球被动资管产品的持续高速发展，被动型配置资金或仍将持续流入国内市场。一方面，即使本次中国国债纳入 WGBI 指数再度搁浅，2021 年 9 月方可再次评估，随着中国债市制度改革不断推进，国债纳入 WGBI 的可能性在不断攀升，未来或仍可带动较大规模的外资流入，仅进入节奏有所后置；另一方面，外资被动资金的流入速度主要取决于全球被动型产品的规模增速，根据 BCG《2020 年全球资产管理报告》，2019 年全球被动型资管产品资产管理规模增速高达 28%，高于目前我国债市规模增长速度，因此，全球指数化浪潮下外资被动资金流入增速或仍维持高位，利于拉动外资持债占比进一步提高。

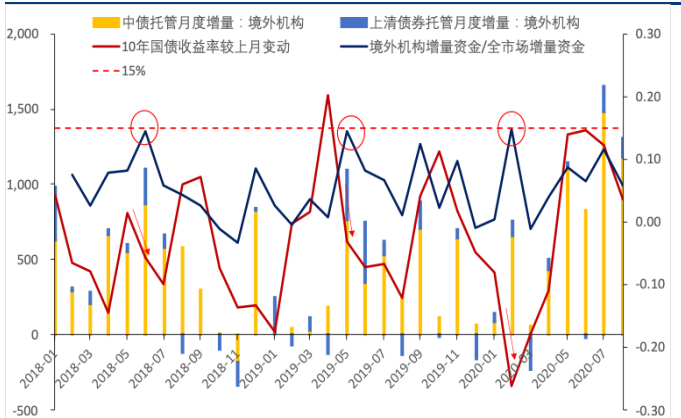
二、外资规模及配置偏好变化或对债市产生总量及结构上的影响

（一）外资进出或推动短期债市行情转变

外资流入对市场增量资金贡献较大时，带动短期市场行情走强效应更为明显。2018 年至今，外资托管增量占当月全市场托管增量比例接近峰值 15% 的三个时点，分别为 2018 年 6 月、2019 年 5 月、2020 年 2 月，10 年国债收益率出现了由上行转下行、或者下行幅度进一步扩大的特征，债市情绪均有所提振。具体而言，2018 年 6 月 10 年国债收益率变动由 5 月的上行 1bp 转变为下行 6bp，2019 年 5 月收益率变动由上行 2bp 转变至下行 3bp，2020 年 2 月收益率变动由下行 8bp 进一步扩大至下行 26bp。因此，短期外资流入对市场增量资金贡献较大时，或成为带动收益率下行的力量。

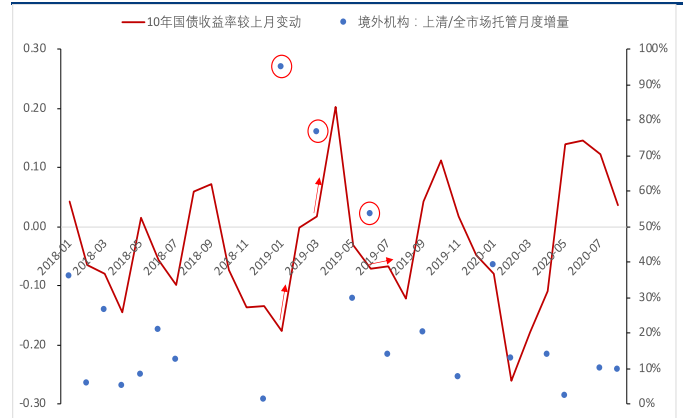
非利率债品种配置力度较大时，外资流入对债市情绪提振作用或减弱。上清所托管债券品种主要是同业存单、公司信用类债券、非银金融债等非利率债品种，其中外资主要倾向于配置同业存单。2018 年以来，外资托管量上清所占全市场月度增量比值超过 50% 的时段，分别为 2019 年 2 月、2019 年 4 月、2019 年 7 月，即外资增持非利率债品种规模超过利率债之后，10 年国债收益率变动出现了下行幅度降低、甚至转为上行的趋势。其中，2019 年 2 月 10 年国债收益率变动由 1 月的下行 18bp 转变至持平，2019 年 4 月收益率变动由上行 2bp 进一步大幅扩大至上行 20bp，2019 年 7 月收益率变动由下行 7.1bp 小幅收缩至下行 6.7bp。因此，外资对其他品种配置增加挤占对利率债的配置力量，外资流入对债市情绪提振作用或减弱。

图表 9 增量资金外资占比大时市场行情走强更为明显



资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 外资增配同业存单和信用债, 债市情绪趋弱

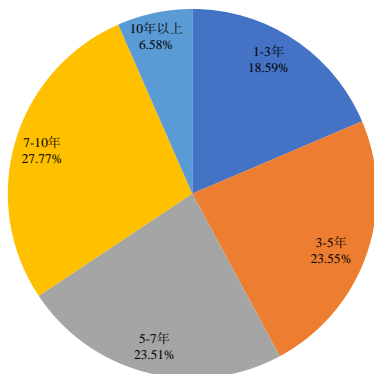


资料来源: Wind, 华创证券

注: 剔除上清托管量月度增量为负的值

外资撤离在配置力量和情绪层面或会对债市产生负面影响。受海外疫情快速扩散影响, 2020 年 3 月中旬美元流动性显著收紧, 大类资产同步下跌, 中国债市 30 年期国债品种出现集中卖出现象, 从被动跟踪 BBGA 的外资产品持仓期限分布看, 外资对超长久期国债品种配置占比较高, 因此, 30 年国债集中遭到卖出或与当时外资从中国债市迅速回撤有关, 当月境外机构减持债券 168 亿。随着外资对债市配置力量减弱、叠加市场对流动性问题的担忧, 债市收益率开始上行调整, 全月下行幅度较 2 月趋缓, 外资撤离或对债市产生负面影响。

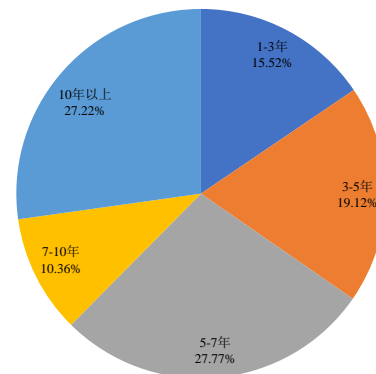
图表 11 2020 年 3 月 iShares UCITS ETF 持有政金债期限分布



资料来源: Bloomberg, 华创证券

注: 以跟踪 BBGA 的被动型基金 iShares UCITS ETF 持仓来表示外资配置偏好

图表 12 2020 年 3 月 iShares UCITS ETF 持有国债期限分布



资料来源: Bloomberg, 华创证券

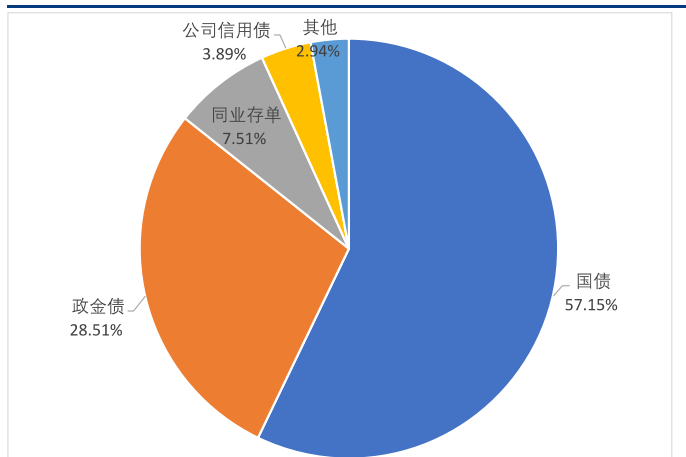
注: 以跟踪 BBGA 的被动型基金 iShares UCITS ETF 持仓来表示外资配置偏好

(二) 外资配债券种和期限偏好变化或对债市产生结构性影响

除了总量上的影响外, 外资在券种和期限方面的配债行为或对债市产生结构性影响。

从券种上来看, 国债和政金债仍是外资主要的配债品种。根据 2020 年 8 月托管量数据, 目前境外机构仍以配置国债 (57.15%) 和政金债 (28.51%) 为主, 同业存单和公司信用债合计占比约为 11.4%, 利率债仍是外资主要的配置品种。一方面, 目前外资增量主要是由国债和政金债纳入国际指数带来的大规模被动资金流入, 而其他债券品种资金来源较少、配置力度较低; 另一方面, 也反映出外资较低的风险偏好, 配置债券对信用主体资质要求较高。

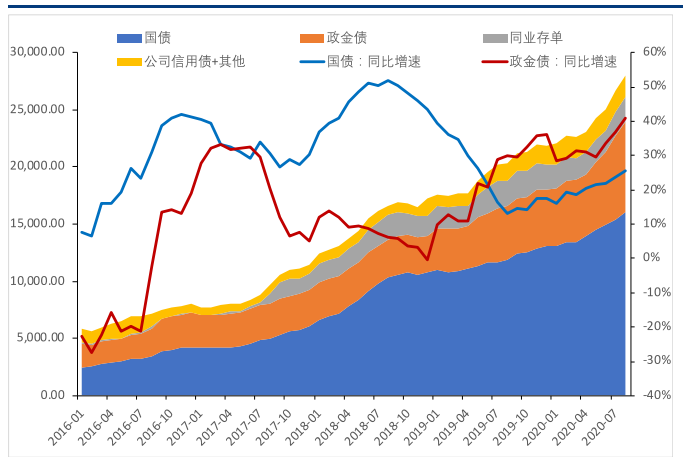
图表 13 外资配置国债和政金债为主



资料来源: Wind, 华创证券

注: 按 2020 年 8 月托管量数据汇总统计

图表 14 政金债规模增速增长已经显著超过国债

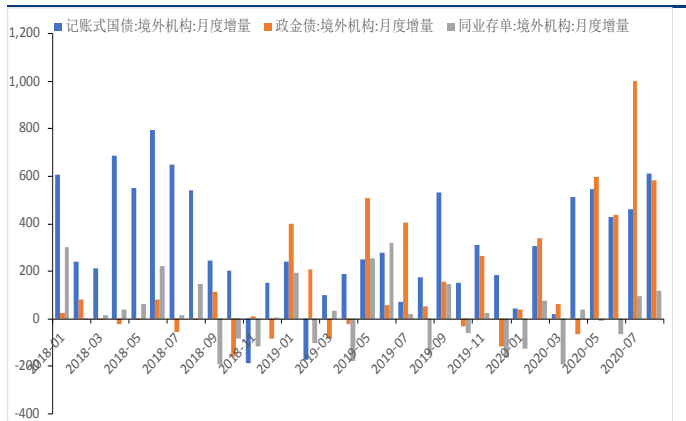


资料来源: Wind, 华创证券

注: 因春节因素扰动剔除一季度数据

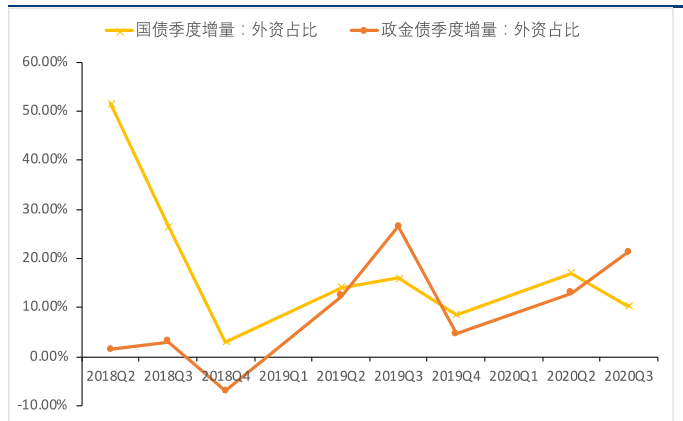
2018 年 Q4 后外资配置政金债规模提速, 且政金债中外资持有占比显著提高, 或与其阶段性的免税政策有关。2018 年 11 月, 财政部与税务总局发布通知称, 为进一步推动债券市场对外开放, 自 2018 年 11 月 7 日起至 2021 年 11 月 6 日止, 对境外机构投资者投资境内债券市场取得的债券利息收入暂免征收企业所得税和增值税。原国债较政金债 20% 所得税减免效应优势不再, 政金债票息吸引力凸显, 外资持券偏好开始从国债逐渐向政金债转移, 2018 年 Q4 后外资配置政金债规模提速, 且政金债中外资持有占比显著提高。

图表 15 近期增量规模上政金债已可与国债持平



资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 2018Q4 后政金债增量中外资占比显著提高



资料来源: Wind, 华创证券

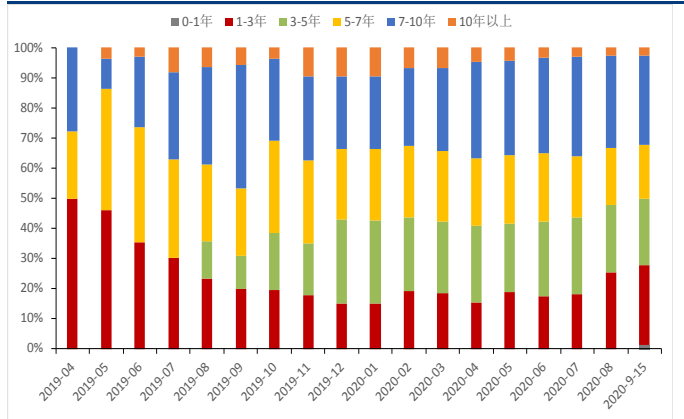
注: 因春节因素扰动剔除一季度数据

BBGA 指数产品可大体反映跟踪指数的外资配置行为特征。中国债券纳入 BBGA 指数是本轮外资流入的主要推动力, 由于彭博尚未披露 BBGA 指数的具体组成, 而以 BBGA 为基准的指数产品可复制指数的组合及表现, 因此本文选择分析 BBGA 指数产品来进行分析。iShares 是贝莱德旗下的 ETF 品牌, 其中 iShares 核心全球综合债券 ETF (iShares UCITS ETF) 主要投资于组成 BBGA 指数的投资组合证券, 旨在通过追踪 BBGA 指数为投资者提供回报。据彭博披露, iShares UCITS ETF 为追踪 BBGA 指数规模最大的被动型基金产品, 资产总额达 41.87 亿美元。

纳入中国债券以来, 外资对 3-5 年期政金债配置力度增大, 国债期限配置从长久期趋于均衡, 整体对中短久期利率债品种配置比重有所上升。政金债方面, 外资对短端 3-5 年品种持仓占比不断上升, 对 5-7 年期政金债配置占比略有下降, 10 年期以上品种配置量较少, 近期外资配置政金债短期品种占比略有回升, 与 8 月以来短期品种表现

好于 10 年期较为一致；国债方面，外资起初偏向于配置 10 年以上、久期较长的国债品种，随着纳入指数的推进，现各期限品种配置趋于均衡。通过横向对比发现，目前外资配置国债和政金债对短端期限偏好差异不大，长端则有所分化，或与纳入指数的债券期限分布情况有关。

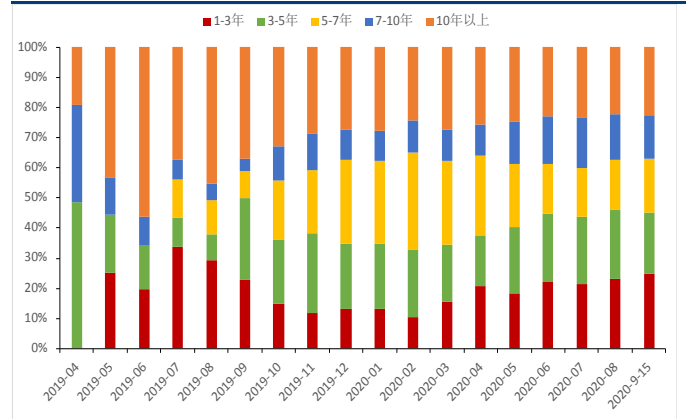
图表 17 iShares UCITS ETF 增加 3-5 年期政金债权重



资料来源：Bloomberg，华创证券

注：数据为当月该产品持有的政金债期限分布

图表 18 iShares UCITS ETF 持有国债期限趋于均衡



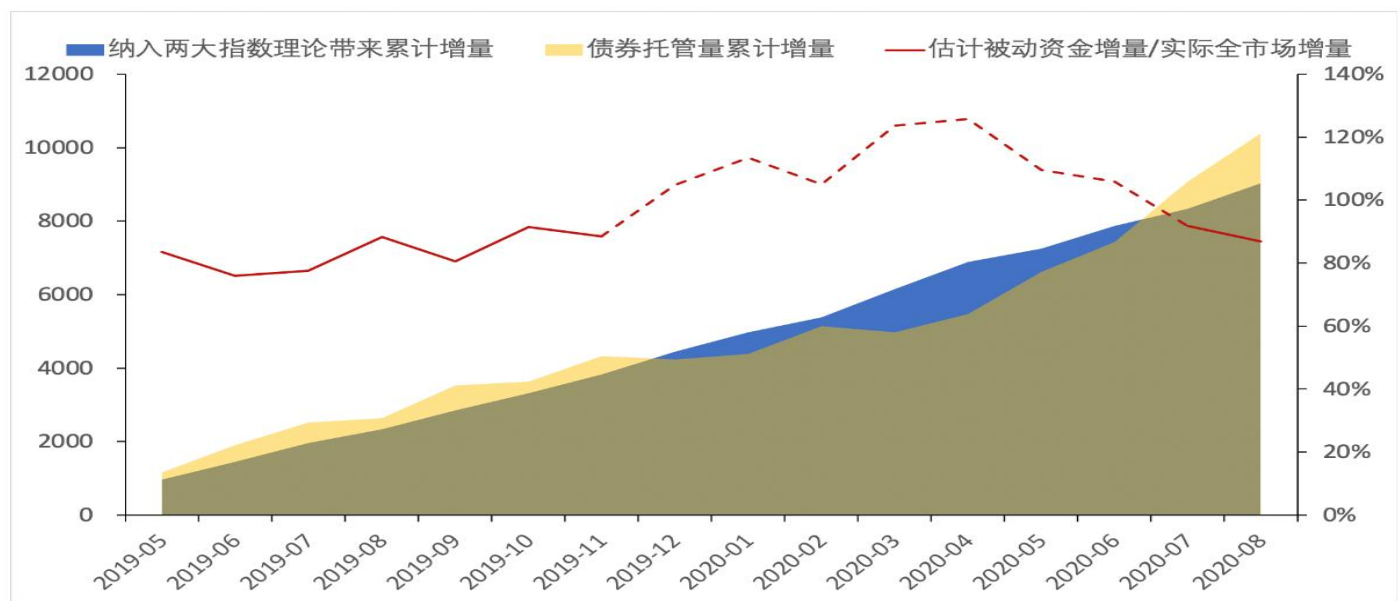
资料来源：Bloomberg，华创证券

注：数据为当月该产品持有的国债期限分布

(三) 外资主动与被动管理的偏好差异或对债市影响不一

外资流入增量资金中被动管理型资金占绝大部分。2019 年 3 月至今，估计中国债券被纳入两大指数带来 0.9 万亿被动资金，而境外机构对中国债券托管量实际增加 1.04 万亿，被动资金占比约为 87%；由于被动型基金跟踪指数存在误差、纳入指数的节奏与估算存在出入、叠加主动型基金托管行为变动干扰，部分月份估计被动资金增量超过实际全市场增量，但在平稳时段占比始终维持在 80%-90% 附近，外资流入资金中被动管理型比例较大。

图表 19 外资流入增量资金中被动资金占绝大部分

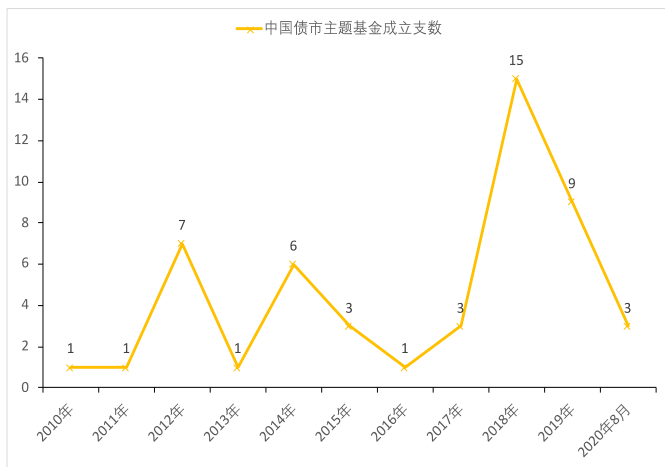


资料来源：Bloomberg，Wind，华创证券

注：均以 2019 年 3 月为基期，BBGA 按实际权重变化估算，GBI-EM GD 假设均匀纳入

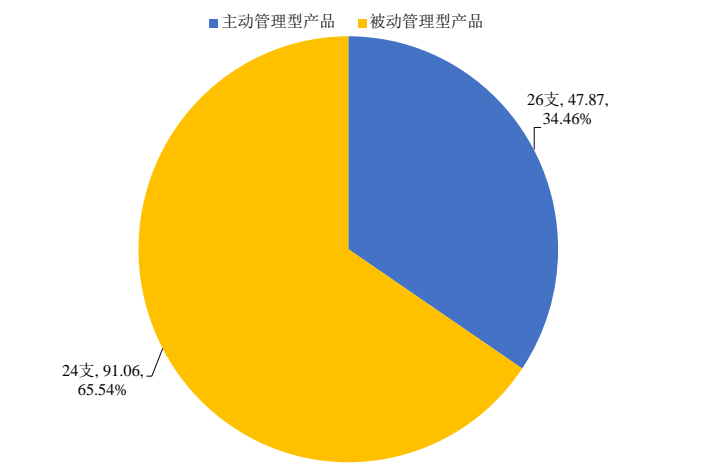
通过跟踪中国债市主题基金可分析被动型基金和主动型基金在境内投资的配置偏好。据彭博统计，截至9月15日，基金招募说明书中提及以中国为地域投资侧重区域的有106支境外固定收益型基金（包括中国香港和台湾地区，下同），但仅从计划书出发判断境外基金是否为中国债市主题基金与实际持仓表现或有出入，且可能存在遗漏。从实际持仓出发，目前以投资中国固收类资产为主、占比超过70%的境外固定收益类型基金存续为50只，资产总值约140亿美元（950亿元），半数以上在2018年后集中成立，其中主动型和被动型产品支数各占半壁江山，被动型产品平均规模较大。具体来看，被动管理型产品24支，资产总值为91.06亿美元（620亿元），规模占比为65.54%；主动管理型产品为26支，资产总值为47.87亿美元（330亿元），规模占比为34.46%。

图表 20 2018年后中国债市主题基金大量成立



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 21 支数各占半壁江山，被动型产品平均规模较大

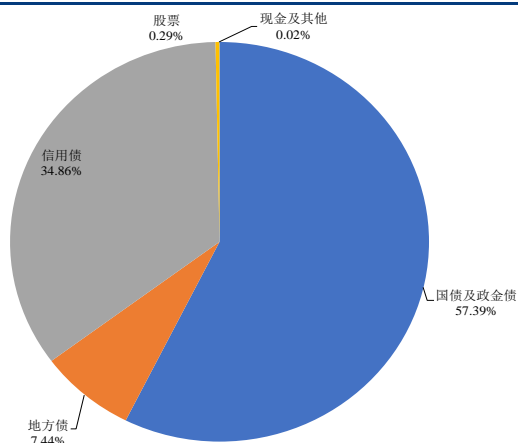


资料来源: Bloomberg, 华创证券

为反映主动型和被动型基金的配置偏好差异，本文将从中国债市主题基金全局及头部基金两个维度进行对比。中国债市主题基金中主动型和被动型的头部基金分别为Eurizon及iShares旗下的产品。Eurizon作为意大利最大银行集团——联合圣保罗银行旗下的资产管理公司，其人民币综合债券基金（Eurizon fund bond Aggregate RMB）力图在中期内实现回报超过BBGA，是规模最大的主动管理式中国债市主题基金，规模为19.14亿美元。iShares China CNY Bond UCITS ETF是iShares旗下跟踪彭博巴克莱中国综合国债指数（Bloomberg Barclays China Aggregate Treasury Index）的ETF产品，旨在复制中国综合指数下国债和政金债的回报表现，是规模最大的被动管理式中国债市主题基金，规模为22.07亿美元。

国债及政金债为外资配置基本盘，主动型基金信用下沉意愿或更为强烈。主动型和被动型中债主题基金资产配置均以国债及政金债为主，在中美利差维持高位和人民币汇率较为稳定的背景下，中国国债及政金债对于境外基金而言具备一定吸引力，仍为外资资产配置的基本盘。由于中国信用债指数发展及接纳程度有待进一步提高，且被动型基金主要追踪彭博巴克莱中国综合国债指数，因此主动和被动基金对中国各券种配置偏好不一，其中，国债及政金债在被动型基金中占比近99%，在主动型基金中占比仅为58%，主动型基金为获取超额回报，下沉信用意愿或更为强烈，配置信用债比例为25%。具体来看，头部被动iShares基金专注配置国债和政金债，并以国债为主，而头部主动Eurizon基金偏好配置政金债与中票，体现出一定的信用下沉策略。

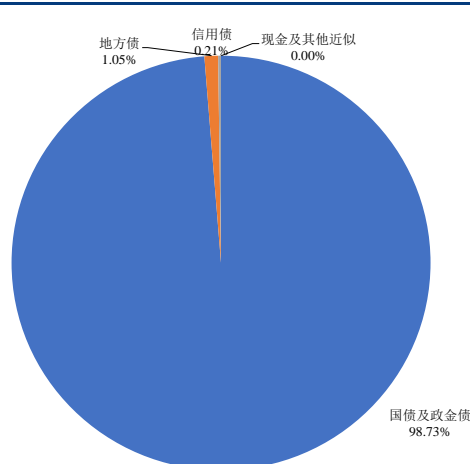
图表 22 主动型中债主题基金资产配置分布



资料来源: Bloomberg, 华创证券

注: 符合筛选标准的 26 支主动管理型产品的中国债券持仓占比

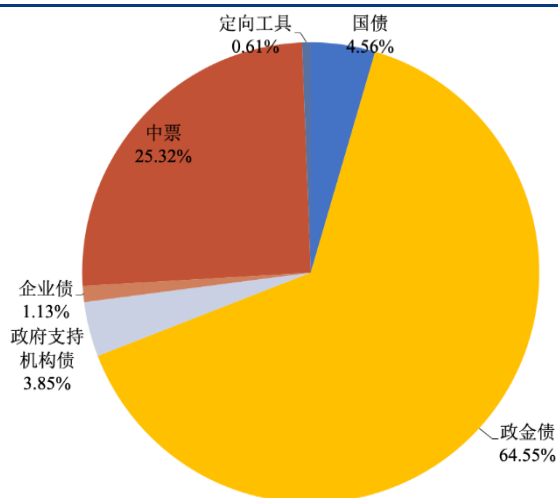
图表 23 被动型中债主题基金资产配置分布



资料来源: Bloomberg, 华创证券

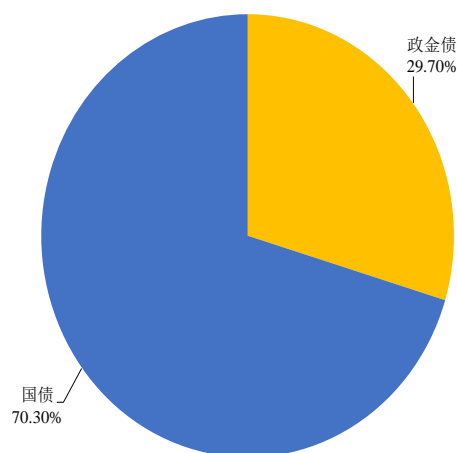
注: 符合筛选标准的 24 支被动管理型产品的中国债券持仓占比

图表 24 头部主动 Eurizon 基金偏好配置政金债与中票



资料来源: Bloomberg, 华创证券

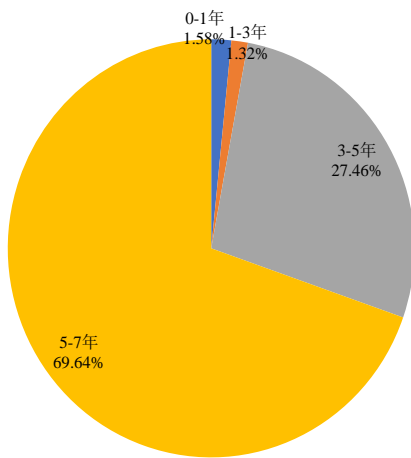
图表 25 头部被动 iShares 基金专注配置国债和政金债



资料来源: Bloomberg, 华创证券

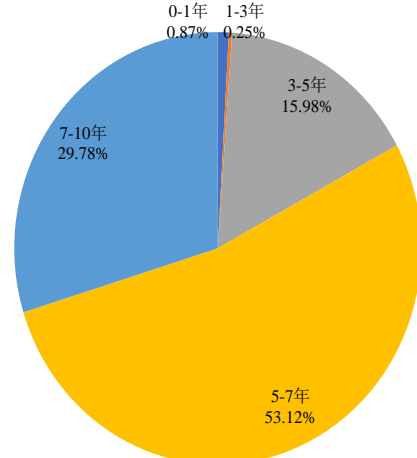
相较主动型基金, 被动型基金或更偏向于配置长久期品种。主动型和被动型中国债券主题基金久期均以 3-5 年及 5-7 年为主, 但主动型基金久期集中分布在 7 年以下, 而有近 30% 的被动型基金久期超过 7 年。具体来看, 头部主动 Eurizon 基金配置 10 年以上品种比例低于 10%, 近一年头部被动 iShares 基金趋向增配 10 年以上品种, 比例从 20% 提高至 30%, 指数期限设计或使被动型基金更偏向于配置长久期品种。

图表 26 主动型中债主题基金久期分布



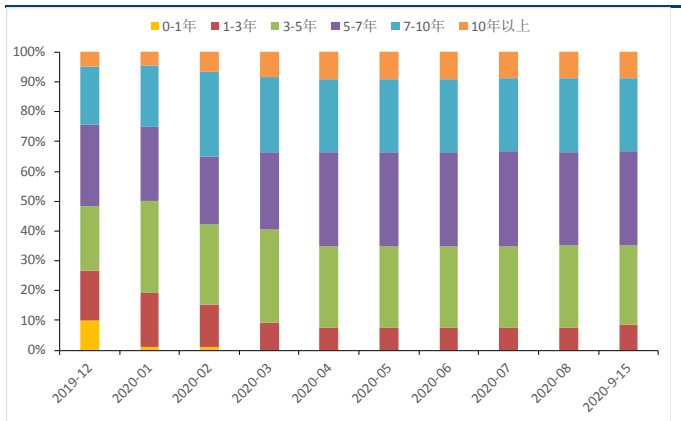
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 27 被动型中债主题基金久期分布



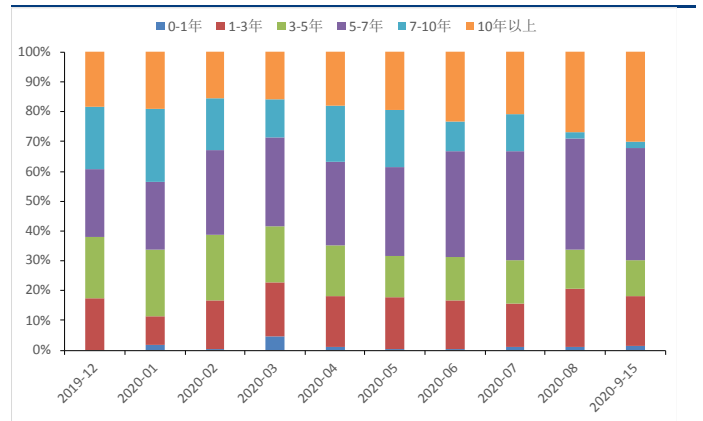
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 28 头部主动 Eurizon 基金超 10 年品种配置较少



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 29 头部被动 iShares 基金趋向增配 10 年以上品种



资料来源: Bloomberg, 华创证券

总结来看,目前被动资金流入仍是外资进入国内债市的主要方式,随着跟踪指数性质改变,外资配置策略或随之调整。由于目前 BBGA 纳入政金债和中短期利率债的占比提高,短期内或对国开债、中短久期利率债品种形成利好;中期国债若顺利纳入富时罗素 WGBI,或更利好中长期久期国债品种。此外,若中国信用债指数持续发展,且主动管理型基金进入规模进一步扩增,或对信用债市场形成一定利好。

图表 30 50 支中国债市主题基金明细

代码	国家/地区	是否为主动管理型	成立日期	久期(年)	总资产(亿美元)	国债及政金债(%)	信用债(%)	现金(%)	地方债(%)	股票(%)
CNYB NA Equity	爱尔兰	否	2019/7/29	5.65	22.07	100		0		
EURBARZ LX Equity	卢森堡	是	2018/2/23	5.51	19.14	60	31	9		
00744B TT Equity	中国台湾	否	2018/8/3	7.20	14.20	98		2		
00747B TT Equity	中国台湾	否	2018/8/23	6.46	14.19	99		1		

代码	国家/地区	是否为主动管理型	成立日期	久期(年)	总资产(亿美元)	国债及政金债(%)	信用债(%)	现金(%)	地方债(%)	股票(%)
	湾									
00748B TT Equity	中国台湾	否	2018/9/5	5.34	8.67	99		1		
00774B TT Equity	中国台湾	否	2019/1/25	7.58	7.73	97		3		
00718B TT Equity	中国台湾	否	2018/1/19	4.41	7.52	98		2		
00721B TT Equity	中国台湾	否	2018/1/19	3.58	6.88	100				
UBCFUQA LX Equity	卢森堡	是	2018/3/14	-	6.47	69	26	5		
00794B TT Equity	中国台湾	否	2019/3/31	7.84	5.04	100		0		
PIPRUIA LX Equity	卢森堡	是	2014/6/20	-	4.44	72	13	15		
PCLCZRM LX Equity	卢森堡	是	2015/3/3	3.84	4.03	30	56	11	3	
CSCEBPU LX Equity	卢森堡	是	2017/8/16	3.57	3.90	28	69	3		
SCHFIEA LX Equity	卢森堡	是	2012/11/7	-	1.66	86	10	5		
PBRMBCL LX Equity	卢森堡	是	2016/11/28	-	1.44	96	4	0		
00796B TT Equity	中国台湾	否	2019/4/1	6.97	1.42	99		1		
ABCOAAU LX Equity	卢森堡	是	2018/5/31	-	1.22	64	29	6		
EAICBEU LX Equity	卢森堡	是	2019/12/16	5.34	1.16	57	39	4		
CHIIRHA LX Equity	卢森堡	是	2017/12/20	-	0.85		124	-24		
CBND LN Equity	爱尔兰	否	2019/10/24	5.68	0.83	100		0		
CGB GR Equity	卢森堡	否	2015/7/14	5.06	0.78	99		1		
00732 TT Equity	中国台湾	否	2018/5/4	0.47	0.60	98		2		
IPRB2AD HK Equity	中国香港	是	2014/7/2	5.33	0.46	68	22	9		
HACBSAU LX Equity	卢森堡	是	2018/2/9	6.28	0.40	38	59	3		
MAREBAA KY Equity	开曼群岛	是	2010/11/22	3.15	0.33	65	27	8		
HTCRIIA HK Equity	中国香港	是	2012/2/20	1.53	0.30	15	74	11		
ARFIH2 LX Equity	卢森堡	是	2011/6/10	5.19	0.27	65	32	3		
CAMSRMB HK Equity	中国香港	是	2012/2/21	0.64	0.26		93	7		
ERBCIIA AV Equity	奥地利	是	2019/6/14	-	0.25	99		1		
BOCCHBC HK Equity	中国香港	是	2013/2/15	-	0.24	62	33	5		

代码	国家 / 地区	是否 为 主动 管理 型	成立日期	久 期 (年)	总 资 产 (亿美元)	国 债 及 政 金 债 (%)	信 用 债 (%)	现 金 (%)	地 方 债 (%)	股 票 (%)
	港									
CSOPSA HK Equity	中国香港	是	2012/2/22	0.61	0.24		99	1		
83199 HK Equity	中国香港	否	2014/2/19	5.65	0.23	97		2		1
ABSCBSA LX Equity	卢森堡	是	2017/4/20	5.89	0.22	98		2		
NAMCOBF SP Equity	新加坡	是	2014/9/10	4.18	0.20	26	63	10		
NOCNBTS TT Equity	中国台湾	是	2018/7/18	5.40	0.15	82	15	3		
NREHYBP LX Equity	卢森堡	是	2015/5/5	4.83	0.14	51	44	4		
KCNY US Equity	美国	否	2014/12/3	0.27	0.13	0	95	5		
CBON US Equity	美国	否	2014/11/11	2.85	0.11	19	60	21		
83079 HK Equity	中国香港	否	2018/12/12	2.64	0.11	97		3		
JC11 GR Equity	卢森堡	否	2020/4/23	4.22	0.11	100		0		
00838B TT Equity	中国台湾	否	2019/5/14	7.03	0.08	100				
00843B TT Equity	中国台湾	否	2019/6/4	7.09	0.08	98		2		
SHWRMBI HK Equity	中国香港	是	2012/3/1	2.33	0.07	41	58	1		
KBND LN Equity	爱尔兰	否	2020/5/26	6.04	0.06	97		3		
82813 HK Equity	中国香港	否	2018/6/6	6.08	0.06	83		17		
00745B TT Equity	中国台湾	否	2018/8/1	0.43	0.05	97		3		
00871B TT Equity	中国台湾	否	2020/2/14	6.60	0.04	100				
00765B TT Equity	中国台湾	否	2018/12/5	4.28	0.04	98		2		
DCCHRFI HK Equity	中国香港	是	2012/2/20	1.73	0.04	9	95	-22		19
CMSCHOF HK Equity	中国香港	是	2012/3/9	1.16	0.00	18	55	28		

资料来源: Bloomberg, 华创证券

注: 现金负值表示加杠杆买资产, 均出现于主动型基金之中

三、四层保障下外资或继续利好债市，但需关注结构差别

(一) 基础设施不断完善：政策或推动债市持续对外开放趋势不改

过去一年，国内债市对外开放政策仍在不断推进。借鉴富时罗素对国家固收类市场的评价体系，过去一年国内政策推动债市在宏观环境、外汇市场结构、债券市场结构、全球结算托管四大维度均取得一定进展。QFII/RQFII 额度限制的放开、不同债券投资渠道间便捷的资金划转与资产过户是债市宏观环境方面的主要改进，大大降低了境外投资者注册程序复杂度以及投资限制；参与外汇衍生品交易渠道的明确利于境外投资者管理外汇风险；各托管机构关于循环结算服务和灵活结算周期的安排，提高了结算成功率、满足了机构多样化结算周期的诉求，叠加国债期货交易者扩容利于提高市场流动性，债市市场结构大幅改善；“全球托管行+本地托管行”入市投资模式获准，债券名义持有和多层托管制度有望落地实施。综合来看，政策推动下中国债市的对外开放程度在不断提高。

外资投资债市迎来统一监管标准，入市流程优化下进场步伐或继续加速。2020 年 9 月 2 日，央行、证监会、外管局颁布《境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜的公告（征求意见稿）》（以下简称公告），文件指出将统一准入标准、统一资金管理，对过去一年债市开放政策再次进行确认，并且将完善国际接轨的操作安排作为起草思路之一，加速推动债市纳入全球指数或也在监管考量范围之内。9 月 21 日，央行、外管局进一步发布《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定（征求意见稿）》作为公告的配套细则，对外资的登记、资金划转、币种匹配、风险管理等因素进行了优化。综上，监管政策以优化境外机构入市流程、完善市场环境为导向性目标，未来外资进场步伐或继续加速。

图表 31 国内债市对外开放政策不断推进

维度	时间	部门	文件	具体内容	9 月 2 日《公告》
市场、宏观经济和监管环境	2019/9/10	外汇管理局	取消合格境外投资者投资额度限制，扩大金融市场对外开放	取消 QFII 和 RQFII 投资额度限制；明确不再对单家合格境外投资者的投资额度进行备案和审批；此次取消合格境外投资者投资额度限制时，RQFII 试点国家和地区限制也一并取消。	统一准入标准，优化入市流程；通过直接入市渠道及债券通渠道进入银行间债券市场的境外机构无需重复申请，可直接或通过互联互通投资交易所债券市场；允许同一境外机构将其在 QFII/RQFII 项下的债券在境内进行双向非交易过户；境外机构不再以产品名义提交申请，无需逐只产品入市。
	2019/10/16	央行、外汇管理局	《关于进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》	同一境外机构投资者 QFII/RQFII 债券账户中所持有的银行间市场债券可以进行双向非交易过户；托管账户内资金与直接投资资金账户内资金可以在境内直接双向划转。	
	2020/5/7	央行	《明确并简化境外机构投资者境内证券投资资金管理要求》	一是落实取消 QFII/RQFII 境内证券投资额度管理要求。二是实施本外币一体化管理，允许合格投资者自主选择汇入资金币种和时机。三是大幅简化合格投资者境内证券投资收益汇出手续，四是取消托管人数量限制，五是完善合格投资者境内证券投资外汇风险及投资风险监管要求。六是加强事中事后监管。	
外汇市场结构	2020/1/13	外汇管理局	《关于完善银行间债券市场境外机构投资者外汇风险管理有关问题的通知》	境外银行类投资者可以选择三种渠道开展外汇衍生品交易；境外非银行类投资者可以选择两种渠道开展外汇衍生品交易，作为客户与境内银行直接交易的应不超过 3 家境内银行。	统一境外机构投资中国债券市场资金收付、汇兑、外汇风险管理等，进一步优化和便利投资资金汇出入，完善资金汇兑和外汇风险管理操作。
	2020/9/21	央行、外汇管理局	《关于境外机构投资者投资中国债券市场	统一在资本项目信息系统办理登记；可通过具有结售汇业务资格的其他金融机构办理即期结	

			有关事宜的公告（征求意见稿）》	售汇；同时汇入“人民币+外币”投资累计汇出外币不得超过累计汇入外币的 1.2 倍（投资清盘汇出除外）；QFII/RQFII 账户与其债券市场投资专户内资金可双向划转；可用境内外汇衍生品、按照套期保值原则管理外汇风险敞口。	
债券市场结构	2019/8/23	中债登、上清所、外汇交易中心	《关于延长境外机构投资者债券交易结算周期的联合通知》	境外机构投资者债券交易的结算周期可选择 T+0、T+1、T+2 或 T+3 日；延长结算周期适用的交易范围：债券交易结算双方中有一方为境外机构投资者即可选择 T+3 的结算周期。	
	2020/2/21	证监会、财政部、央行、银保监会	《关于商业银行、保险机构参与中国金融期货交易所国债期货交易的公告》	允许符合条件的试点商业银行和具备投资管理能力的保险机构，按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，参与中国金融期货交易所国债期货交易。	
	2020/3/24	上清所	《关于向境外机构投资者提供循环结算服务和灵活结算周期安排的通知》	对境外机构投资者达成的现券交易，如结算失败，经交易双方协商一致，可在三个工作日内发起循环结算；为满足境外机构投资者因节假日等特殊场景产生的多样化结算周期诉求，提供 T+10 以内的现券交易结算服务。	
	2020/8/18	外汇交易中心	《关于试运行直投模式下境外机构投资者直接交易服务的通知》	9 月 1 日起试运行 CIBM Direct 直接交易服务，清算方式为全额清算，结算方式为券款对付，清算速度支持 T+0、T+1、T+2 和 T+3；可直接向境内做市机构发送报价并达成现券交易，还可使用交易分仓、一揽子交易等便利性功能。	
	2020/9/16	中债登、上清所、外汇交易中心	提升境外机构投资便利度，积极支持优化 T+N 交易结算服务	为进一步便利境外投资者与对手方协商 T+N 结算周期债券交易，外汇交易中心与第三方电子交易平台通力合作，升级完善系统相关功能，交易双方将无需提交申请即可线上自主选择达成 T+N 交易。	
全球结算和托管					不再要求提交结算代理协议；允许境外机构按照“全球托管行+本地托管行”的模式入市投资；可自行选择到境内金融基础设施或通过托管银行开立债券账户。境内托管银行严格履行实质性独立托管职责。

资料来源：央行，外管局，各托管机构，华创证券

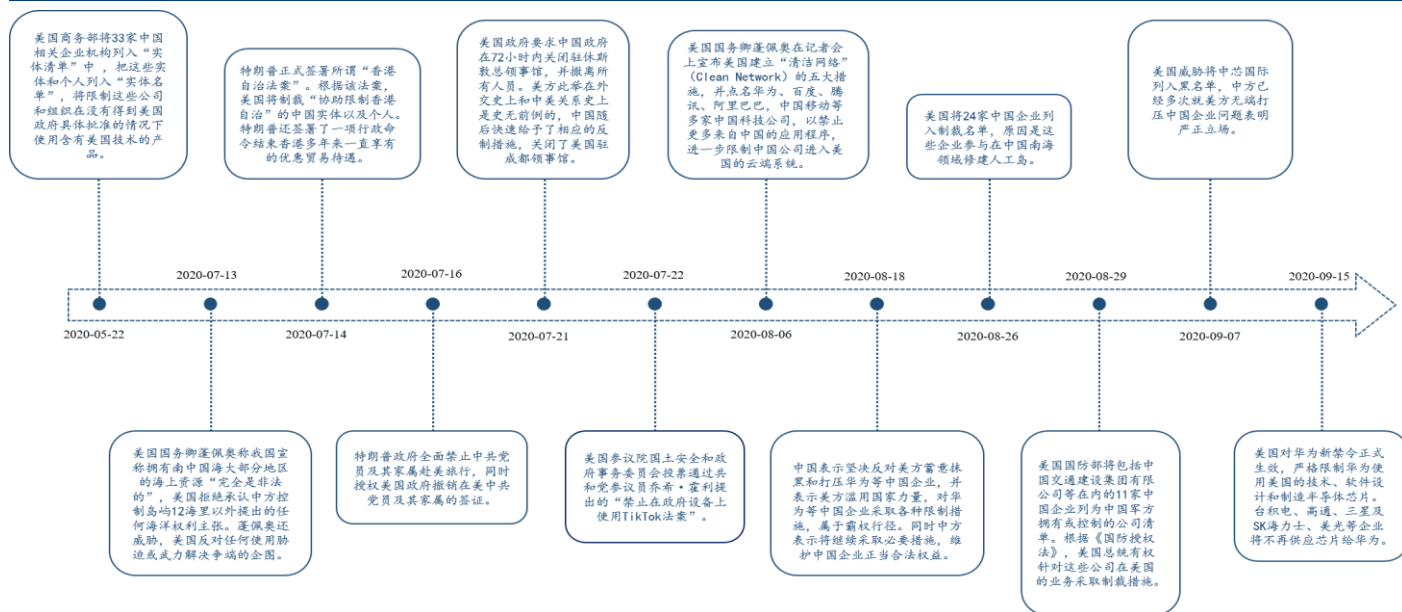
（二）外因难改向好趋势：外部摩擦或对外资流入扰动有限

今年以来，我国与美国、印度等国摩擦加剧，但对外资流入国内债市影响有限。近期，中美摩擦有所升级，同时，我国与印度边境也频现事端。

中美方面，2018 年以来美国对我国发起持续性贸易打压，今年 5 月以来，美国多次将我国企业纳入实体清单，

对我国特定企业进行打击，并关闭我国领事馆，使得中美关系紧张局势持续升级。

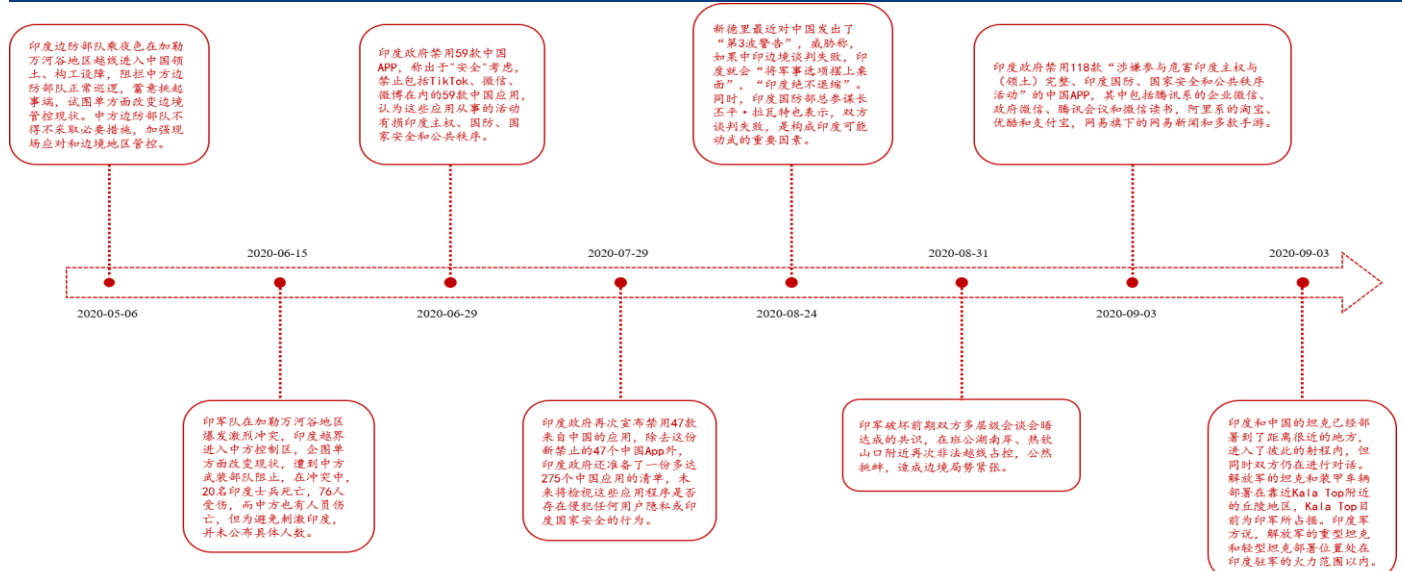
图表 32 近期中美摩擦明显加剧



资料来源: 格隆汇, 华创证券

中印方面，两国边境分别于5月和6月发生武力冲突，随后中印经历4轮谈判，但6月底以来印度多次封禁中国APP，且于8月底再度导致边境局势紧张加剧。

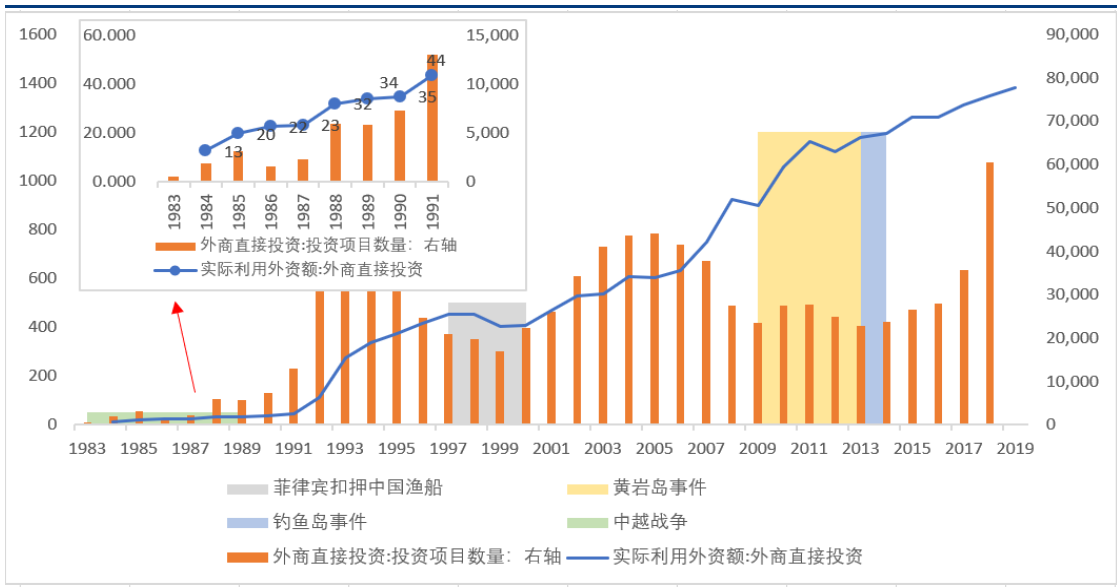
图表 33 中印摩擦也同样频繁发生



资料来源: 格隆汇, 华创证券

市场关注局部摩擦对外资流入国内债市的影响，从过往实际经验来看，局部摩擦对外资流动扰动较为有限。从我国自身情况来看，改革开放以来，我国在个别时段也曾出现局部摩擦，且摩擦延续时间也相对较长，因此，以史为鉴可为判断后续中美、中印冲突持续是否会导致外资减少甚至持续流出国内债市提供参考。由于外资托管量数据从2014年才开始统计，此前外资流入债市数据暂不可得，我们用更广义的外商对国内直接投资来表示资本流入和流出情况，可据此对早期边境冲突时期外资流动进行分析。从历史多次局部摩擦来看，并未对外资流入我国造成较大影响。

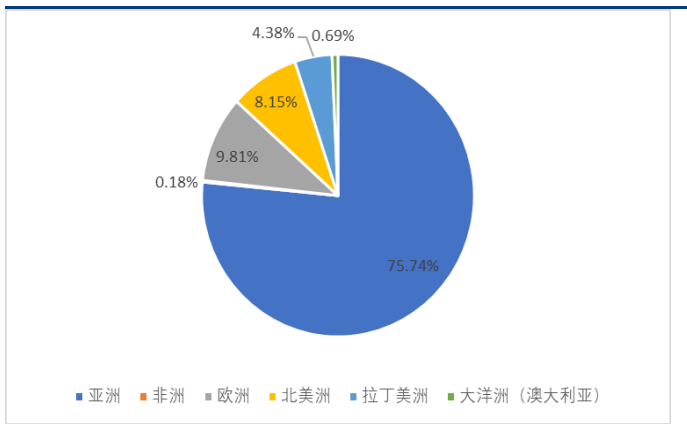
图表 34 我国利用外资规模趋势性增加，在边境冲突较为密集阶段也不例外



资料来源:Wind, 华创证券

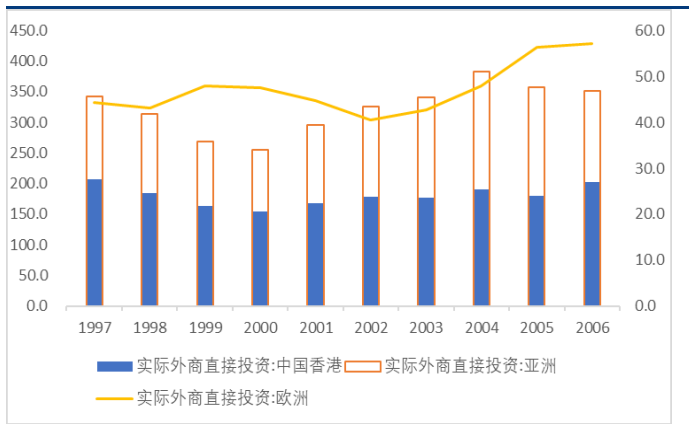
1997-2000 年与菲律宾发生摩擦期间，我国资金流入有所减少，或主要受 1997 年金融危机导致亚洲尤其是中国香港地区流入量明显减少所致。一方面，1997 年我国处于资本开放初级阶段，当时亚洲在我国外商直接投资中占比最大，可达 75%，更进一步，亚洲中绝大部分资金来源于中国香港地区，在 1997 年起源于中国香港地区的亚洲金融危机爆发后，中国香港地区和亚洲其他国家均受到较大冲击，对大陆投资量有所减少，而同时期欧洲地区对我国直接投资仍继续增加。因此，这一阶段我国外商直接投资减少或主要受亚洲金融危机影响。

图表 35 1997 年我国外商直接投资大部分来源于亚洲



资料来源: Wind, 华创证券

图表 36 97 年以来，受中国香港地区投入量减少，我国外商直接净投资量降低



资料来源: Wind, 华创证券

在不发生大规模冲突情况下，我国外资流入趋势或难以逆转。就近年来看，即使在 2018 年以来中美贸易摩擦以及美国对我国特定企业频繁进行打压阶段，随着我国债市对外开放不断推广，外资流入国内债市增量也持续加大。因此，在不发生大规模武力冲突情况下，局部摩擦或难对外资流入国内债市造成影响。

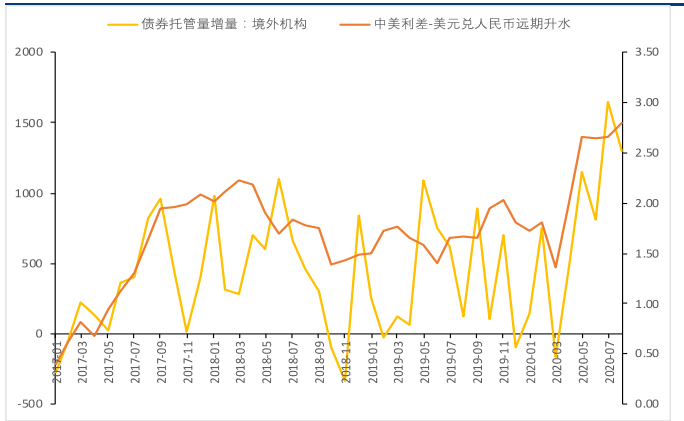
(三) 先决条件较为契合：中美利差和汇率或推动外资平稳流入

根据抛补利率平价 (CRIP) 理论，美元外资流入应与中美利差及人民币汇率有关。外资流入赚取中美利差收益的同时也面临着人民币贬值的风险，若利差收入大于预期人民币贬值幅度，则外资持续流入，反之亦然。在实际操作中，境外机构可通过签订远期外汇合同锁定汇率风险，因此预期人民币贬值幅度可转换为人民币远期升水，在中

美利差大于人民币远期升水时，美元外资或将持续流入国内债券市场，若中美利差小于人民币远期升水幅度，外资或持续流出。

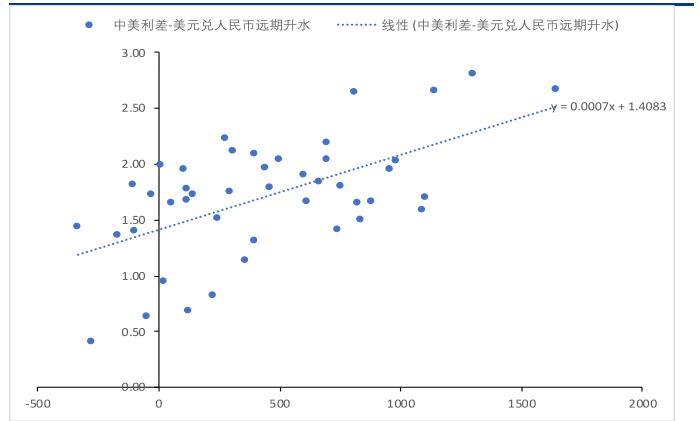
实际外资托管量变化与利率平价下的理论外资流入表现较为正相关，中美利差和人民币汇率或成为关键观察指标。理论上（中美利差-美元兑人民币远期升水）指标可以反映外资流入水平，将抛补利率平价理论下的外资流入同实际外资托管量增量变动做回归分析后发现二者的拟合程度较好，呈正相关关系，说明中美利差和人民币汇率或是影响外资流入的重要变量，因此中长期内中美利差和人民币汇率的变化趋势或决定外资流动变化方向及幅度。

图表 37 外资托管量与利率平价下的外资流入正相关



资料来源：Wind，华创证券

图表 38 外资托管量与理论外资流入水平的回归表现



资料来源：Wind，华创证券

在当前中美利差较高、人民币汇率较稳定情况下，外资或持续平稳流入。9月美联储议息会议公布最新点阵图显示，美联储或维持低利率直至2023年，结合此前美联储将通胀目标调整为允许通胀上行至2%以上的平均通胀目标制，中长期内美联储货币政策或大概率维持宽松，美债收益率上行压力不大；而目前我国经济弱复苏、政策稳中有紧的态势尚未转变，现券收益率或不具备大幅下行基础，中美利差或将维持在历史高位，叠加中国率先全球复苏的基本面对汇率的支撑仍存，人民币汇率或较为稳定，短期外资或仍持续平稳地流入我国债券市场。

（四）乘借东风继续破浪：纳入富时罗素 WGBI 或更利好国债品种

由于 WGBI 与 BBGA 是相同量级的世界债券指数，因此可参考 BBGA 的历史纳入过程，横向对比 WGBI 与 BBGA 在规模及配置偏好的差异，进而分析纳入 WGBI 对债券市场的影响。

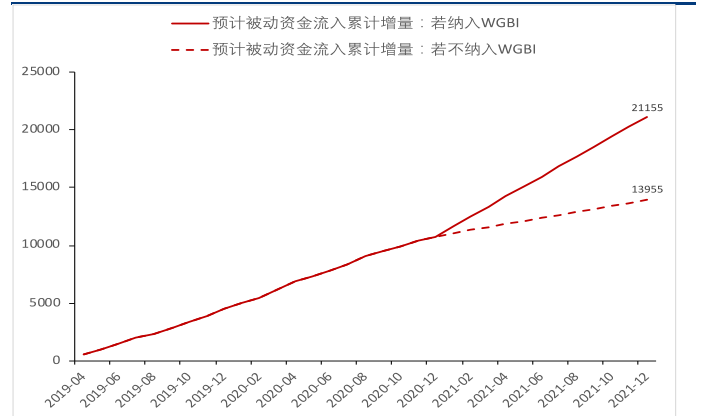
中国国债纳入 WGBI 或可较好地补充由于 BBGA 纳入到期导致的被动性资金增量边际回落，外资带动市场走强动能仍存。由于 BBGA 纳入过程将在 2020 年 11 月结束，而中国国债正式纳入 WGBI 需 9 月通过后再经历 3 个月的考察期，因此 12 月份被动资金单月增量或面临较大幅度的下滑，但若国债纳入 WGBI 成功，2021 年开始外资被动流入单月规模或能重新反弹并维持在 865 亿的高位水平，反之则或下跌至 265 亿附近。假设 WGBI 也按 20 个月分阶段纳入，则纳入成功与否在 2021 年末或导致 7200 亿左右的资金差距，与 BBGA 纳入 1 周年时约带动 7000 亿资金流入的规模较为符合，显示若中国国债纳入 WGBI，则外资带动市场走强的动能仍存。

图表 39 纳入 WGBI 后单月增量仍能回到高位



资料来源: FTSE, 华创证券

图表 40 是否纳入 WGBI, 21 年底或有 7200 亿资金差距



资料来源: FTSE, 华创证券

纳入富时罗素 WGBI 或更利好国债品种, 对政金债利好作用或不及 BBGA。从资产配置券种来看, 由于 BBGA 是包含国债和政金债在内的全球综合债券指数, 而 WGBI 作为为世界国债指数, 纳入 WGBI 带来的外资流入未对政金债品种进行配置, 而更可能是通过改善国债市场情绪间接带动政金债行情走暖, 实际利好作用或不及 BBGA。

债市策略: 随着今年我国债市对外开放持续推进, 本次国债纳入 WGBI 指数可能性较大, 若顺利纳入或接棒 BBGA 和 GBI-EM GD, 成为外资买债新动能; 若本次纳入指数再次搁浅, 则今年 12 月开始被动资金流入国内债市增量或有所减少, 可能对国内债市情绪造成不利影响。长期而言, 在四层保障下外资或继续利好债市, 但需关注结构差别。此外, 若中国信用债指数持续发展, 且主动管理型基金进入规模进一步扩增, 或对信用债市场形成一定利好。

四、风险提示

国债未能纳入 WGBI, 外资进场速度边际放缓。

固定收益组团队介绍

组长、首席分析师：周冠南

中央财经大学经济学硕士。曾任职于中信银行。2015 年加入华创证券研究所。

高级分析师：杜渐

美国福德汉姆大学金融学硕士，CFA。曾任职于联合信用评级有限公司。2019 年加入华创证券研究所。

分析师：梁伟超

北京外国语大学经济学硕士。曾任职于中邮证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：华强强

香港科技大学理学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

研究员：陈静

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：靳晓航

中央财经大学会计硕士。2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500