

债券市场对外开放提高了市场流动性吗？

——基于债券通的实证经验

何佳 胡杏 陈卓

目录

附录 I 潜在同期政策讨论.....	1
附录 II 不同境外机构入市情况.....	4
附录 III 附表.....	5

附录 I 潜在同期政策讨论

债券通开通附近的时间段内，可能同时存在其他政策变化或外部因素影响了两市场债券流动性的相对水平，进而导致银行间市场国债流动性的改善并不是由债券通引起的。因此我们系统梳理和讨论了 2016-2018 年的相关政策，并排除其可能产生的影响。人民银行每年发布中国货币政策大事记^①，与境外投资者和债券市场最为相关的政策整理如下：

表 I 1 2016-2018 年主要政策

日期	货币政策
2016 年 2 月 24 日	发布中国人民银行公告〔2016〕第 3 号，引入更多符合条件的境外机构投资者投资银行间债券市场，取消投资额度限制，简化管理流程。
2016 年 9 月 30 日	财政部会同人民银行联合发布了《建立国债做市支持机制有关事宜的公告》和《关于印发〈国债做市支持操作规则〉的通知》，建立国债做市支持机制。该机制明确财政部在银行间债券市场运用随买、随卖等工具，支持银行间债券市场做市商对新发关键期限国债做市，以提高国债二级市场流动性，进一步完善国债收益率曲线。
2017 年 12 月 29 日	中国人民银行、银监会、证监会和保监会联合印发《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》（银发〔2017〕302 号），督促各类市场参与者加强内部控制与风险管理，规范债券交易行为。
2018 年 3 月 30 日	中国人民银行发布《公开市场业务公告》（2018）第 2 号，调整完善公开市场业务一级交易商考评指标体系。
2018 年 5 月 16 日	印发《中国人民银行办公厅关于进一步完善跨境资金流动管理支持金融市场开放有关事宜的通知》（银办发〔2018〕96 号），进一步完善跨境资金流动管理，推进金融市场开放。
2018 年 6 月 11 日	为规范人民币合格境外机构投资者境内证券投资管理，发布《中国人民银行 国家外汇管理局关于人民币合格境外机构投资者境内证券投资管理有关问题的通知》（银发〔2018〕157 号）。
2018 年 9 月 4 日	中国人民银行、中国证券监督管理委员会联合发布〔2018〕第 14 号公告，加强对信用评级行业统一监管，推进债券互联互通。

接下来一一对这些潜在的混淆性政策进行讨论：

(1) 2016 年 2 月 24 日引入更多符合条件的境外机构投资者（人民银行认可的中长期机构投资者），投资银行间债券市场。^②为排除这一影响，保留 2016 年 2 月前后各一年半的数据进行类似的双重差分估计，结果如下表 I 2，可见成交规模指标在银行间市场相对显

^① 2016 年：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3265736/index.html>；

2017 年：<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125963/3491684/index.html>；

2018 年：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3776718/index.html>

^② https://www.gov.cn/xinwen/2016-02/24/content_5045786.htm

著上升，但是交易频率和交易成本指标则没有显著改善。这可能是因为中长期投资者的交易风格并不十分活跃，相关政策不足以导致本文的主要结果。

表 12 保留 2016 年 2 月前后一年半的双重差分估计

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>trade_vol</i>	<i>turnover</i>	<i>zdays</i>	<i>Roll</i>	<i>highlow</i>
<i>ib</i> × <i>post2016</i>	0.081	0.123**	-0.016	0.103	0.018
	(1.321)	(2.129)	(-0.247)	(1.093)	(0.179)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Month FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	12816	12816	12816	3587	3559
R ²	0.138	0.157	0.260	0.163	0.160

注：*、**、***分别代表10%、5%和1%的统计显著性水平，债券聚类标准误计算出的t统计量列在括号中。保留2016年2月前后18个月的样本，其余设置均与表3相同。

(2) 2016 年 9 月 30 日支持银行间债券市场做市商对新发关键期限国债做市的政策，可能对银行间市场的国债流动性存在影响。为了避免上述政策影响，原文的双重差分估计中已经加入了是否为新发债券、债券期限作为控制变量。

(3) 2017 年 12 月 29 日规范债券交易行为的主要落脚点是控制机构的债券交易杠杆。其监管对象为投资机构及其交易行为，同时适用于银行间债券市场和交易所债券市场，因此政策影响的维度是两个市场，而不是某一个市场，对我们结果的影响应当不大。

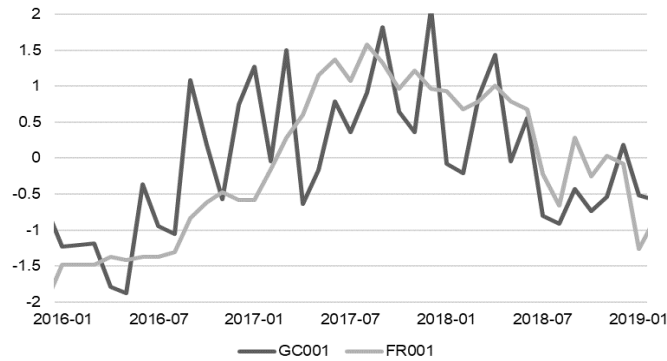


图 11 标准化后的交易所市场 GC001 和银行间市场 FR001 利率

债券市场上常用的加杠杆方式是以现券作为质押物进行质押式回购融资，我们获取了交易所市场 GC001 和银行间市场 FR001 利率的月度均值，由于银行间市场和交易所市场上的资金成本水平和波动性本身就存在一定的差异，为了观察债券通开通附近两利率水平的相对变化，我们在样本区间内（2016 年 1 月-2018 年 12 月）将其标准化为均值为 0、标准差为 1 的序列，发现两者的变化趋势并没有显著差异，因此从这个角度上讲，监管方面对

于债券杠杆的限制对两市场资金成本的相对变化比较有限。

(4) 2018年3月30日完善公开市场业务一级交易商考评指标体系。在公开市场业务公告[2004]第2号中,一级交易商考评调整涉及参与公开市场业务情况、债券一级市场情况、债券二级市场情况以及执行和传导货币政策情况。^①[2018]第2号文件将考评指标体系调整为传导货币政策、发挥市场稳定器作用、市场活跃度及影响力、依法合规稳健经营、流动性管理能力、操作实务、配合操作室有关工作等七个方面。^②其中“流动性管理能力”包括流动性缺口管理情况和央行资金依存度两个二级指标,而非本文考察的市场流动性问题。其余相关指标并未发生关键变化。

(5) 2018年5月16日完善跨境资金流动管理、推进金融市场开放,主要影响人民币清算和沪深港通资金汇兑等业务,并不直接影响境外投资者的境内交易。^③

(6) 2018年6月11日国家外汇局进一步完善QFII/RQFII外汇管理,涉及额度管理、资金汇出比例限制、本金锁定期、外汇套机保值等方面。^④由于QFII/RQFII既可以投资银行间市场,也可以投资交易所市场,因此不足以带来本文的结果;同时在稳健性检验中,原文使用债券开通前后一年的数据(即2016年7月-2018年6月)进行检验,即不包括上述政策冲击的时间段,仍然能得到银行间市场债券流动性相对显著改善的结果。

(7) 2018年9月4日,加强对信用评级行业统一监管,推进债券互联互通,这一措施主要影响境外投资者对于信用债券的潜在交易行为。

^① <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125469/2887690/index.html>

^② <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125469/3510301/index.html>

^③ https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2018-12/31/content_5433066.htm

^④ https://www.gov.cn/gongbao/content/2018/content_5341405.htm

附录 II 不同境外机构入市情况

境外投资者既包括境外央行、主权基金等央行类机构，也包括境外商业银行、证券公司等投资者。不同境外机构投资者的主要交易渠道和交易风格不同。债券通开通前，直接投资和 QFII/RQFII 两种境外机构投资境内债券市场的方式更适用于规模大、实力强的境外投资者；债券通渠道则尤其为中小机构投资者提供了投资便利和政策优惠，如引入了多级托管机制、债券投资税务宽免、不设定资金锁定期等。中国外汇交易中心（CFETS）数据显示，2023 年 12 月，境外央行类机构主要集中在结算代理模式，而境外资产管理机构则主要通过债券通渠道入市。

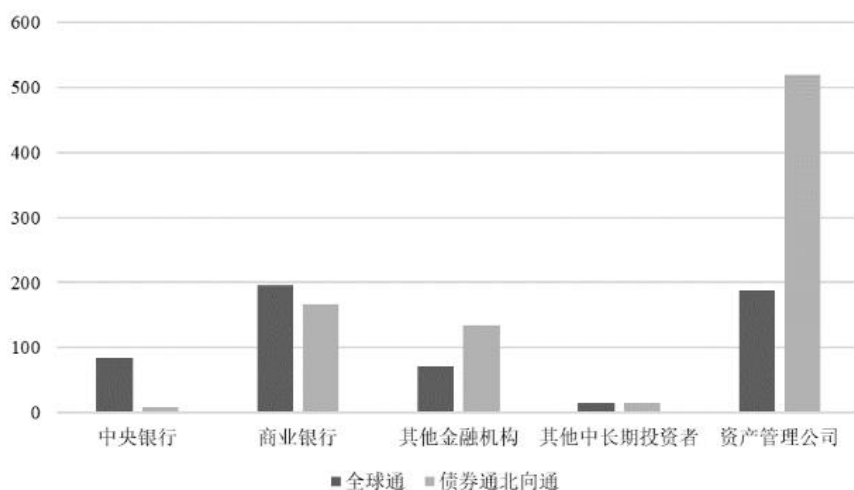


图 II 1 2023 年 12 月境外机构入市情况

附录 III 附表

表 A1 稳健性检验

Panel A: 改变样本的时间范围					
样本范围	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>trade_vol</i>	<i>turnover</i>	<i>zdays</i>	<i>Roll</i>	<i>highlow</i>
前后两年半 (201501-201912)	0.331*** (4.308)	0.396*** (6.376)	-0.386*** (-5.671)	-0.167** (-2.135)	-0.245*** (-3.108)
前后两年 (201507-201906)	0.276*** (3.777)	0.341*** (6.092)	-0.325*** (-4.993)	-0.210*** (-3.017)	-0.270*** (-3.188)
基准回归结果 (201601-201812)	0.235*** (3.678)	0.309*** (6.221)	-0.254*** (-4.292)	-0.191** (-2.186)	-0.240** (-2.486)
前后一年 (201607-201806)	0.127* (1.793)	0.171*** (3.766)	-0.108* (-1.915)	-0.221** (-2.432)	-0.256** (-2.341)
Panel B: 合成唯一的流动性指标					
指标构造方法	(1)	(2)	(3)	(4)	
	流动性指标均值		提取第一主成分		
<i>ib×post</i>	-0.296*** (-3.019)	-0.330*** (-3.335)	-0.319** (-2.566)	-0.362*** (-2.949)	
Controls	No	Yes	No	Yes	
Month FE	Yes	Yes	Yes	Yes	
Observations	4152	4152	4152	4152	
R ²	0.025	0.21	0.019	0.221	

注：*、**、***分别代表10%、5%和1%的统计显著性水平，债券聚类标准误计算出的t统计量列在括号中。Panel A中，每一列使用不同流动性指标作为被解释变量，每一行使用不同的样本时间范围，其余设置均与表 3相同。Panel B中，前两列将流动性指标取均值作为被解释变量，后两列回归使用主成分分析的方法提炼了五种流动性指标的第一主成分作为被解释变量。

注：该附录是期刊所发表论文的组成部分，同样视为作者公开发表的内容。如研究中使用该附录中的内容，请务必在研究成果上注明附录下载出处。