

IMF 支招中国债市开放：收益率优势凸显，未来如何增强软实力？

11月10日，国际货币基金组织（IMF）中国办公室、上海交通大学上海高级金融学院（SAIF）、第一财经研究院联合主办《世界经济展望》及《中国债券市场的未来》新书发布会。会上，IMF就流动性、税收制度、监管等多个方面对中国债市提出了全面建议，旨在助力其提升“软实力”。上海高级金融学院金融学教授、执行院长张春，清华大学国家金融研究院院长朱民，国际货币基金组织（IMF）驻华首席代表席睿德（Alfred Schipke），IMF驻华副代表张龙梅，上海高级金融学院金融学教授、学术副院长严弘，国泰君安首席经济学家花长春，《第一财经日报》副总编辑、第一财经研究院院长杨燕青等学者出席会议。

随着彭博巴克莱、摩根大通等国际指数相继将中国债市纳入，外资加速涌入，中国债市的发展前景备受关注。

11月10日，国际货币基金组织（IMF）中国办公室、上海交通大学上海高级金融学院（SAIF）、第一财经研究院联合主办《世界经济展望》及《中国债券市场的未来》新书发布会。会上，IMF就流动性、税收制度、监管等多个方面对中国债市提出了全面建议，旨在助力其提升“软实力”。

上海高级金融学院金融学教授、执行院长张春为活动致欢迎辞。清华大学国家金融研究院院长朱民致开幕辞。国际货币基金组织（IMF）驻华首席代表席睿德（Alfred Schipke）、IMF驻华副代表张龙梅发表主题演讲，上海高级金融学院金融学教授、学术副院长严弘，国泰君安首席经济学家花长春分别进行了点评。与会嘉宾最后还展开了圆桌讨论和问答环节。《第一财经日报》副总编辑、第一财经研究院院长杨燕青担任主持。

清华大学国家金融研究院院长、IMF 原副总裁朱民表示，世界正在进入“日本式衰退”，即低利率、低通胀、低增长，其中特别是负利率引发关注，现时全球有 16 万亿美元规模的债券都是负利率。而在这一背景下，中国的利率水平相对较高，这也强化了中国债市的吸引力。

IMF 驻华副代表张龙梅则认为，随着债市开放的加速，尤其是当外资在中国国债市场的占比已达 10% 之际，中国就需要在改善债市各项制度方面“精耕细作”，这有助于加速外资的投资决策。例如，明确税制和一系列不同的准入要求，完善评级体系和相应的监管要求，提升债市流动性等。

全球低利率，负利率债券规模陡增

10 月 15 日，IMF 发布最新《世界经济展望》报告，下调 2019 年全球经济增速预测至 3%，创金融危机后的最低点，主要的拖累因素是贸易不确定性以及全球制造业活动的大幅放缓。

全球经济放缓主要因为制造业活动和贸易的恶化，更高的关税和悬而未决的贸易政策不确定性打击了投资积极性，也抑制了各界对资本、货物的需求。此外，汽车行业也在萎缩，这缘于一系列因素，例如欧元区新尾气排放标准的影响等。”IMF 驻华首席代表席睿德在发布会上表示，IMF 预计全球经济增速在 2020 年后温和复苏，但这取决于 2019 年面临困境的新兴市场国家能否恢复。而发达经济体增速预计将放缓至潜在增速水平。同时，下行风险仍然不少，例如金融市场情绪可能趋于恶化，导致风险规避状态重启等。

正是在这一全球大背景下，今年以来，全球央行进入宽松周期，美联储连续三次降息，将联邦基金利率降至 1.5%~1.75%，并停止缩表，为了缓解回购市场的流动性压力，

10 月美联储还重新“扩表”；欧洲央行更是在 9 月宣布重启 QE，并采取“分级利率”来刺激经济。

一方面是经济下行压力，另一方面是过剩的全球流动性，加之资金对于长期避险资产的需求旺盛，这也导致全球债券收益率被不断压低，在 8 月避险情绪达到极端水平之时，彭博巴克莱全球综合指数负收益率债券的规模达 16 万亿美元，创下历史纪录，该指数涵盖了全球政府债券、企业债券和证券化债券。

中国债券收益率优势凸显

相较之下，中国央行更倾向于坚持“以我为主”的政策取向，中美利差也开始不断走扩，目前利差稳定在 130~150bp 的水平。截至北京时间 11 月 11 日午间，美国 10 年期国债收益率报 1.945%，中国 10 年期国债收益率报 3.289%。

面对中国“高利率”的优势，外资不断涌入中国债市，过去两年，随着债市开放不断深入，境外投资者在中国国债方面的比重已近 10%。张龙梅提及，外资对中国同业存单、政策性金融债（国开债）的持有量也维持在较高水平，但对信用债的布局较少。

在汇率预期企稳后，中债登 11 月 4 日公布的 10 月债券托管量数据显示，截至 10 月末，中债登为境外机构托管债券面额达 18061.30 亿元，同比增 19.82%，较上年末增 19.85%，月度环比增 0.65%，自 2018 年 12 月以来，已连续 11 个月增长，不断刷新历史纪录。

多家外资机构人士此前也对记者表示，从之前只能通过 QFII（合格境外机构投资者）投资中国债市，再到此后银行间债券市场（CIBM）对符合条件的外资开放，再到债券通“通车”，投资者层次不断丰富，从最早的海外央行与商业银行，到此后的保险、资

管、养老金等投资者，在债券通开通后，灵活的入市流程吸引更多丰富的机构类型开始布局中国债市。

张龙梅表示，预计当人民币被完全纳入全球三大债券指数后，外资的净流入量起码将高达 3000 亿美元。

支招中国债市提升“软实力”

但要看到的是，中国债市仍有极大的提升空间，债市整体的流动性仍有待提高，且外资在信用债的占比仍低于 1%。

那么究竟如何改善？张龙梅表示，“我们写这本书期间也发现，有时境外投资人面临的障碍并不一定需要宏观政策来解决，其实从行政管理方面做一些小小的决策，就可以对境外投资人的投资决策产生重大影响，比如改善税制，改善中国债券市场流动性，目前流动性不仅相较发达经济体偏低，而且相对于亚洲其他地区也是偏低的。”

就税收问题，财政部 2018 年 11 月 22 日明确，自 2018 年 11 月 7 日起至 2021 年 11 月 6 日止，对境外机构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。此前，税收优惠较为模糊，例如财税 36 号文规定 QFII 的买卖价差不需要征收增值税，但没有对 RQFII 做出规定；财税 70 号文对此进行了补充，指出 RQFII 在债券市场的买卖价差也不需要征收增值税，但没有明确利息是否征收增值税。由于两个文件都没有对境外机构豁免增值税，因此此前市场的理解是需要对非国债和地方债的债券票息缴纳 6% 的增值税。

尽管目前免税明确，但外资机构仍希望

中国对国债和政策性金融债三年免税的细节进一步明确，尤其是期满后如何安排？这对长线投资人至关重要。

此外，就流动性不足的问题，此前多家外资机构基金经理在接受记者采访时提及，如果要切实提升中国债市流动性，一是要通过财政部来增加国债续发频率和规模，二是要提高境内机构做市的积极性。鉴于国开债的流动性和敏感度更高，财政部今年已开始增加债券续发的数量，旨在让活跃券保持更久的时间，同时增加了每只债券的规模，以确保在其变成老券后仍能有充足的流动性。做市商也至关重要。目前券商主导做市角色，银行持仓债券量最大，做市却并不积极。

张龙梅还认为，要推动外资配置中国信用债市场，需做更多功课。目前，中国 95% 的信用债评级都在 A 以上，而美国只有 6%，这就会给外资机构造成困惑。除了评级机构的问题，监管因素也造成了当前的状况。

一直以来，监管机构以外部评级为依据做了很多业务指引，也使得发行人执着于“3A”。例如，交易所债市推出的储架发行，仍然要求发行人的外部评级达到 AAA 或 AA+ 的评级标准。同时，有业内人士对记者提及，银保监会对不同级别债券计算不同的偿付能力监管指标，AA- 及以下的债券在计算偿付能力监管指标时会受到很大影响，因而形成了事实上的 AA 级投资要求。上述问题都可能导致评级虚高，或致 AA+ 以下的企业被拒在债市大门之外，这变相造成了评级区分度不够的问题。



