

研究報告

开放环境对股市与债市跨市场风险传导的影响

何勇 张运才

资本市场研究所

目录

一、中国资本市场开放发展的历程与新趋势.....	2
(一) 起步探索期：1992年—2001年.....	3
(二) 加速开放期：2001年—2013年.....	4
(三) “一带一路”新阶段：2013年至今.....	5
二、开放环境对股市与债市跨市场风险传导的影响.....	7
(一) 从关键外部变量看，汇率及外汇管理制度对跨市场风险传导的影响力将不断增强.....	8
(二) 从资金组成结构看，境外资金对跨市场风险的影响力也将不断提升.....	9
(三) 从风险传导链条看，跨市场风险传导自我演进且国际影响力不断提升.....	10
三、开放环境下防控股市与债市跨市场风险传导的建议.....	12
(一) 加强监测，紧密跟踪跨境资本流动与市场波动.....	12
(二) 做好预警，构建开放环境下跨市场风险传导预警.....	12
(三) 稳步开放，做好市场监管与货币、外管政策的协调.....	13

开放环境对股市与债市跨市场风险传导的影响^①

当前，中国资本市场开放发展已经迈上了新的台阶。尤其是在习总书记在 2013 年提出“一带一路”倡议以来，资本市场先后迎来了“沪港通”、“深港通”、“基金互认”、“A 股正式纳入 MSCI 指数”、“债券通”等具有标志性的里程碑事件。在资本市场开放大门加速打开的同时，股市与债市跨市场风险传导也会因此出现一些新的变化。有基于此，本报告立足当下、展望未来，分析资本市场不断开放的新环境对股市与债市跨市场风险传导的影响，为认识和防范新时代债市与股市跨市场风险传导提供一些启发。

一、中国资本市场开放发展的历程与新趋势

自 20 世纪 90 年代以来，中国资本市场在货币没有实现完全可自由兑换、资本项目尚未完全放开的前提下，逐渐摸索出了一条踌躇向前、反复探索、成效显著的开放发展之路。在国家开放发展的大格局下，资本市场牢牢守住不发生系统性风险的底线，推出了一个又一个新产品、探索了一个又一个新机制，树起了一个又一个新的里程碑，成为国家开放发展的有生力量。总体来看，中国资本市场的开放历程，可以划分成三个阶段。

^① 本文仅代表研究人员个人观点，与所在机构无关。

图 1：中国资本市场的开放发展历程（1992 年至今）



来源：作者绘制

（一）起步探索期：1992 年—2001 年

1992 年是中国改革开放发展的关键一年。当年 1 月 18 日至 2 月 21 日，邓小平同志南巡武昌、深圳、珠海和上海等地，沿途发表了重要谈话，极大地推动了我国改革开放进程，也为资本市场开放发展奠定了基础^②。1992 年到 2001 年，是资本市场开放发展的起步期和探索期，资本市场在全国改革开放的大背景下“摸着石头过河”，取得了一些初步的成果。

在这期间，沪深两市建立的“B 股市场”是资本市场开放发展的代表。1992 年，沪深两大证券交易所建立起 B 股市场，这是资本市场对外开放的一次重要探索。B 股的正式名称是人民币特种股票，它以人民币标明面值，以外币认购和买卖，在沪深两大证券交易所上市交易。在 2001 年 2 月 19 日前，B 股市场仅限外国投资者买卖，在 2001

^② 1992 年 1 月，邓小平在南巡讲话中指出：“证券、股市，这些东西究竟好不好，有没有危险，是不是资本主义独有的东西，社会主义能不能用？允许看，但要坚决地试”。

年2月19日之后，B股市场也对国内投资者开放。虽然直到今天，B股市场的规模仍然比较小，在整个中国资本市场中所处的地位和代表性已大不如前，但其对于中国资本市场开放发展的探索意义仍然是巨大的，是不容小觑的。

（二）加速开放期：2001年—2013年

2001年11月，中国正式加入世界贸易组织，资本市场也随之加快了对外开放和国际化发展的步伐。从2001年到2013年，资本市场进入了开放发展的加速期，资本市场坚持开放发展理念，不断拓展开放深度，逐步建立起一批跨境业务、跨境产品、跨境制度，大大提升了中国资本市场的开放水平。在这个阶段，资本市场开放发展在三个方面取得了突破性进展。

一是极具代表性的QFII和QDII制度先后启动。2002年，《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》（QFII制度）出台，允许合格的境外机构投资者有条件地通过中国的证券交易所购买中国股票。为了进一步开放资本账户并鼓励国内更多企业走出国门，我国又于2006年启动了合格境内机构投资者（QDII）机制：中国人民银行、中国银行业监督管理委员会和国家外汇管理局于共同发布了《商业银行开办代客境外理财业务管理暂行办法》，允许境内机构和居民个人委托境内商业银行在境外进行债券等金融产品投资，这就是QDII^③。虽然QDII启动时间晚于QFII，但投资限额高于后者。

二是资本市场开放发展制度体系不断完善。2004年1月底，国

^③ 2006年11月，国内首只公募QDII基金——华安国际配置基金正式向中国内地投资者公开发行。

务院出台《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(俗称“国九条”),明确提出“认真总结经验,积极稳妥地推进对外开放”,包括:履行我国加入世贸组织关于证券服务业对外开放的承诺;支持境内企业、金融机构和人员积极利用境外资本市场;加强与香港、澳门、相关国际组织及境外证券监管机构的合作交流等。2011年12月,证监会、央行、外管局联合发布《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》,允许符合条件的基金公司、证券公司香港子公司作为试点机构开展 RQFII 业务^④,并对 RQFII 放开股市投资,进一步扩大了证券市场开放发展的步伐。

三是一批跨境人民币债券产品试点落地。2005年10月,亚洲开发银行(ADB)在我国银行间债券市场分别发行了总值10亿元的10年期人民币债券,发行票面利率为3.34%,这是中国第一批“熊猫债券”。当年,国际金融公司(IFC)也在我国银行间债券市场发行11.3亿元的人民币债券,固定年利率为3.4%。2007年6月,首支人民币债券登陆香港,此后内地多家银行先后多次在香港推行两年或三年期的人民币债券。

(三)“一带一路”新阶段:2013年至今

2013年,习总书记提出“一带一路倡议,也带动我国资本市场步入新的开放格局。从2013年至今,资本市场开放发展迎来了一个发展的高潮期:一大批金融机构积极响应“一带一路”倡议^⑤,加强与“一

^④ 该业务初期试点额度约人民币200亿元,试点机构投资于股票及股票类基金的资金不超过募集规模的20%。

^⑤ 2016年发布的《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》将“资金融通”作为“一带一路”建设的合作重点之一。

带一路”沿线国家的金融合作，国际市场对中国资本市场也给予了更多的支持，为资本市场开放发展树立起新的里程碑。

一是境内 A 股市场对外开放实现历史性突破。2014 年 11 月，“沪港通”正式启动，第一次实现了境内资本市场与境外资本市场的互联互通。在“沪港通”试点取得经验的基础上，又于 2016 年 12 月正式启动了“深港通”，这意味着我国境内两大股票交易市场均与香港资本市场实现了互联互通，人民币计价证券资产将得到更多境外资本的注入。2017 年 6 月，MSCI 宣布将 A 股纳入其新兴市场指数和全球指数，实现了具有历史性的突破，这意味着一大批跟踪 MSCI 指数的全球资金将流入以人民币计价的 A 股市场，也将大大增加 A 股市场中的境外投资者规模。

二是境外投资者进入我国债券市场的途径不断拓宽。2015 年 7 月，中国人民银行放宽监管，允许外国央行、超国体和主权财富基金在中国银行间债券市场(CIBM)注册，进入银行间债券市场。2016 年 2 月监管又进一步放松，允许合格境外机构投资者进入该市场。2017 年 7 月，香港与内地债券市场互联互通（简称“债券通”）合作上线，境外投资者投资内地银行间债券市场的模式将由此前的“中介代理”升级为“一点接入”式。加上此前的合格境外机构投资者(QFII)计划、人民币合格境外机构投资者(RQFII)计划，在目前的金融监管框架下，供境外投资者进入境内债券市场的途径已经增加到 4 条。

三是跨境证券产品实现新试点和新进展。2014 年 4 月，汇丰银行在伦敦发行了第一只离岸人民币债券（俗称“点心债”），主要针对

英国及欧洲大陆国家的投资者。2014年5月，国务院发布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，对“扩大资本市场开放”提出了明确要求，包括便利境内外主体跨境投融资、逐步提高证券期货行业对外开放水平、加强跨境监管合作等。2015年7月，内地与香港基金互认^⑥正式实施，截至2017年10月底，香港互认基金在内地累计销售197.27亿元人民币，内地互认基金在香港累计销售5.86亿元人民币，这拓展内地与香港两地投资者跨境投资的品种范围。此外，“熊猫债券”发展速度得到提高，其在2005年至2014年发展较为缓慢，仅有6笔熊猫债发行，发行规模共计60亿元，但在2016年当年就发行1290.4亿元，较2015年增长893%。

四是境内金融机构加强与“一带一路”沿线国家的金融合作。近年来，国开行、中国银行、农业银行、工商银行、建设银行、交通银行等银行纷纷加入服务“一带一路”的行列，渣打等外资银行也利用自身实际经验为境内金融机构参与“一带一路”建设提供支持。上海证券交易所、中国金融期货交易所、上海黄金交易所等通过共建、收购、交流、培训等多种方式加强与“一带一路”沿线交易所合作。此外，还有一大批券商等金融中介服务机构也积极参与“一带一路”建设。

二、开放环境对股市与债市跨市场风险传导的影响

当前，我国股市与债市共同面对的开放环境正在发生改变。我国资本市场开放程度正在逐步提高，境内外投资者类型日益多元，跨境资本进出渠道也有了新的突破，跨境监管国际协调合作也在深入探索。

^⑥ 即允许符合资格的内地与香港基金通过简化程序在对方市场销售。

在这样的外部环境下，股市与债市跨市场风险传导的关键外部变量、资金组成结构、风险格局也在发生深刻变化。

（一）从关键外部变量看，汇率及外汇管理制度对跨市场风险传导的影响力将不断增强

在新的开放环境下，境外资金通过 QFII、RQFII^⑦、沪港通、深港通、CIBM、债券通^⑧等多个渠道进出境内股市和债市。而汇率变化预期是境外资金进入中国股市和债市的重要原因，即：当人民币有较强的升值预期时，境外资金会加速进入中国；而当人民币有贬值预期时，这些资金也会加速外逃。

历史反复证明，当一国汇率有较强的单边升值预期时，境外资金的加速流入会造成流动性过剩局面，使债券收益率下行，期限溢价、风险溢价也会被压缩，进而债市和股市中造成泡沫。日本 80 年代末的泡沫经济、台湾股市的大泡沫均与此有较大关系。中国 2005-2007 年的债券收益率相对较低及股市的膨胀，也与此有一定关系。而一旦汇率预期发生变化，境外资金便会加速出逃，将人民币资产换成其他货币资产，进而引发金融市场的恐慌，香港离岸人民币市场在“8.11 汇改”前后的发展就是一个典型代表。在这个过程中，汇率以及其外汇管理制度对跨市场风险传导的影响将逐渐增强。

此外，由于汇率和利率同为央行的政策目标，导致我国货币政策

^⑦ QFII/RQFII 需要向证监会申请资格并向外管局申请额度，CIBM 亦需向央行报备。

^⑧ “债券通”允许境外投资者使用自有人民币或外汇投资，可通过香港结算行或境外人民币业务参加行办理外汇资金兑换；外汇对冲方面，允许在离岸市场办理“北向通”下的外汇风险对冲业务。“债券通”使用外汇投资，在债券到期或卖出后不再投资的，原则上应兑换回外汇汇出。

还与外汇管理制度存在千丝万缕的联系，而货币政策本身就是跨市场风险传导的关键因素。因此，外汇管理制度将与货币政策一起，共同构成影响跨市场风险传导的关键因素，外汇管理制度将与货币政策相互之间又存在密切关联，于是形成由外汇管理制度、跨市场风险、货币政策组成的新三角关系。

（二）从资金组成结构看，境外资金对跨市场风险的影响力也将不断提升

机构在股市与债市之间的交易行为，是跨市场风险传导的中坚力量。基于上海证券交易所金融创新实验室数据的行为分析显示：在市场流动性收紧等特殊时点，QFII 与基金等机构的行为存在明显差异，交易行为更为稳健，还通过进行在股市与债市的反向交易，减弱跨市场风险传导的影响。但是，由于 QFII 的规模相对较小，对市场的影响力仍十分有限。

但是，随着中国债券市场对外开放的稳步推进，境外投资者对中国债券市场和股票市场的配置资金也不断增加。目前，境外机构投资者持有的我国债券规模已超过万亿元，截止 2017 年 9 月，境外投资者在中债登托管余额达 9213.32 亿元，同比增加约 24%；在上交所托管的债券余额达 1650.31 亿元，同比大增 561%。仅在“债券通”开通前 4 个月，就有超过 200 家境外机构通过“债券通”进入中国银行间债市，日均成交量已由此前的 10 亿元上升至目前的 20 亿元，累计成交额超过 1700 亿元^⑨。Leslie Maasdorp 预测，接下来的 5-7 年，中国的

^⑨ http://www.sohu.com/a/202012149_694776

债券市场将会有数万亿美元的资本流入，也就是说将 5 倍的增长，比起现在的外资参与有 5 倍的增长空间。与此同时，中国 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数和全球基准指数将于 2018 年 6 月正式实施。预计这一次将为中国带来 170 亿美元-180 亿美元左右的新资金；如果中国 A 股在未来完全纳入，资金流入可能达到 3400 亿美元左右^⑩。

此外，在“一带一路”倡议和人民币国际化的双轮驱动下，一批具有创新的人民币产品还将开发出来，引入更多的境外资金。2017 年召开的“第五次全国金融工作会议”明确提出：推进“一带一路”建设金融创新，搞好相关制度设计。十九大报告再次明确“积极促进“一带一路”国际合作，努力实现政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通”。可以预计，随着中国资本市场的持续开放，流入我国股市和债市的境外资金规模还将扩大，境外资金在市场中的影响力也将不断凸显，成为稳定或影响我国跨市场风险传导的新中坚力量。

（三）从风险传导链条看，跨市场风险传导自我演进且国际影响力不断提升

伴随着资本市场的开放发展，跨市场风险传导也在迎来新的开放格局。一个崭新的跨市场风险传导链条正在形成，那就是：“境外机构通过 QFII、RQFII、债券通等——银行间债市——交易所债市~跨市场风险传导~股市——沪港通、深港通、QFII、RQFII、MSCI 跟踪资金等”。尽管一些资金的规模很弱小，但趋势正在形成。目前，“债券通”仅开启了“北向通”，且限于境内的银行间债券市场¹¹，看似与交

^⑩ <http://stock.caijing.com.cn/20170621/4288006.shtml>

¹¹ 债券通与其他准入机制所不同的是，债券通允许债券投资者直接参与一级市场。总体来

交易所债市没有直接联系，但由于债券价格、资金利率以及跨市场投资者行为等的关联，也间接地影响到交易所债市。

在股票市场一侧，沪港通、深港通开启后，实现了我国内地资金与香港资金的互联互通，以及内地资金与国际资金的相互联通，大大提高了 A 股市场对外国投资者的吸引力以及国际影响力。在这个过程中，香港市场的投资风格与 A 股的投资风格在相互融合，甚至出现“港股 A 股化”、“A 股规范化”的声音。随着境内和香港市场的互联互通，市场波动的关联性也比以前有大的提升，A 股市场与香港市场的风险在一定程度上彼此相关。香港市场的大幅波动必然影响在香港市场投资的境内投资者，而 A 股市场的大幅波动也会影响到在 A 股投资的国际投资者。

在债券市场一侧，境外投资者对中国债券市场的投资以国债为主，其次为政策性银行债，再则同业存单，其中，2017 年 7 月后海外投资者大大提高了对同业存单的配置，这与 2017 年 7 月上线试运行的“北向通”有关。可见，境外投资者对中国债券市场的投资除较高的收益率外，流动性是其考虑的极为重要的因素。而境外投资者大多在全球范围内配置其资产，这就意味着如果全球流动性因主要发达国家尤其是美国的货币政策变化而出现紧张时，境外投资者将加快抛售大陆的利率债，从而可能引发中国债券市场乃至整个金融市场流动性的紧张。如果再叠加人民币的贬值预期，境外资金将加快出逃，从而加重流动性风险。同样，在全球流动性过剩的情况下，境外资金也会加速

看，境外投资者不是交易型投资者，而是配置型投资者为主，在配置需求上集中在利率债，尤其是中短期的利率债。

流入中国，从而可能引发中国的流动性过剩局面，引发资产泡沫。

在这样的背景下，境外市场的波动会通过各自的途径分别影响到我国的股票市场和债券市场，进而可能造成跨市场风险传导，提高跨市场风险传导的“国际化水平”。反过来，跨市场风险传导也能影响境内的股市和债市，一旦市场出现大幅波动，也将直接影响到境外投资者的盈亏，从而带动境外资金的流向，这也将凸显我国跨市场风险对境外投资者乃至全球金融市场的影响。

三、开放环境下防控股市与债市跨市场风险传导的建议

在我国资本市场开放发展的大背景下，境内股市和债市正在步入开放发展的新时代。在新的开放发展征程中，防范跨市场风险传导的重要性也更加凸显。为此，必须牢牢坚持防范系统性风险的底线，加强监测、预警跨市场风险，推动两个市场稳步发展、健康发展、开放发展。

（一）加强监测，紧密跟踪跨境资本流动与市场波动

将投资于境内证券市场的境外资本单独统计，加强对跨境资本流进、流出以及在金融子市场之间流动的监测。在发展中更加突出对外汇管理制度的重视，密切跟踪、分析外汇管理制度的变化及影响，注重证券市场建设与外汇管理制度的协调。

（二）做好预警，构建开放环境下跨市场风险传导预警

在现有金融风险监测体系中，增加包括跨境资本流动、境外投资者等开放类指标。在外汇监管体系中，也应加入境外机构持有境内股票总额、债券总额等跨市场风险相关的指标。在条件具体的情况下，

根据开放发展的进程构建开放环境下跨市场风险传导预警指标体系。

（三）稳步开放，做好市场监管与货币、外管政策的协调

在开放发展的征程中，股市和债市既享受到开放发展带来的红利，也承受着开放发展带来的压力和挑战。应注重宏观与微观的结合，在国务院金融稳定发展委员会机制下协调好证券市场监管与货币政策、外汇管理政策之间的关系，避免资金在股市和债市之间异常流窜产生跨市场风险。

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

单 位：上海证券交易所资本市场研究所

微 信：上交所资本市场研究所

微信号：sse_yjs

联系人：浦老师

传 真：021-6880 5057

地 址：上海市浦东南路 528 号南塔 12 楼

二维码：



邮 箱：rypu@sse.com.cn

网 址：www.sse.com.cn

邮 编：200120
