2020 年 11 月 24 日

证券研究报告•宏观专题报告

宏观评论

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 拥抱全球资本，国债前路坦途


## 摘要

资本市场高水平开放是构建双循环发展新格局的内在要求，债券市场开放是推动我国资本市场发展与开放的重要一环，而国债的信誉度高、流动性更强而且具有宏观调控作用，国债的开放在债券市场开放乃至资本市场开放进程中具有特殊意义。

- **拥抱全球，债券市场开放顺应大趋势。**中国债券市场已成长为仅次于美国的第二大债券市场，是全球投资人不容忽视的一个重要市场。市场规模不容小觑，但开放程度相较其他国家来说仍然较低。虽然自 2008 年金融危机之后，我国债券市场规模逐渐扩大，境外投资者参与比例也在逐渐加大，但我国债券市场开放尚有很大空间。中国债券市场对外开放不仅为外国投资者提供更多投资机会，而且有利于提升我国债市的效率，培育直接融资的资本市场，避免经济金融风险过度集中于银行体系，同时也有利于加快人民币国际化进程，对中国经济长远发展具有重要战略意义。近年来我国债券市场开放节节推进，国家也出台了一系列政策和措施。通过互联互通、政策措施、纳入国际指数等多种方式，债市的开放程度逐渐加深。

- **潜力巨大的国债市场。**自 2017 年 9 月至 2020 年 4 月期间，我国国债发行规模占比相对稳定，由于疫情影响国债发行占比自 2020 年 4 月后上升，直至 8 月有下降的趋势。截至 2020 年 9 月，国债月平均发行额为 5278.54 亿元，较去年平均发行 3309.94 亿元增长 59.47%。我国国债市场潜力巨大。与其他主要经济体相比，我国国债的发行规模相对较低，但收益率更高。

- **基于三方面，长期看好国债。**永煤事件是继去年包商银行因严重信用风险被接管后，又一次打破“刚兑”。本次永煤事件在短期对国债市场构成暂时扰动，这主要是由于市场担心信用危机会产生流动性问题，但从经济基本面、情绪面和资金面三方面，看好国债的长期表现。从基本面看，目前我国经济复苏稳定，是支持国债长期走势的基础。其次，通胀水平下降，同样支撑了国债价格。经济指标中，PMI 和 PPI 与 10 年国债收益率的相关程度较高，且都可看作是 10 年国债收益率的前瞻指标；从资金面来看，债市资本开放可能会进一步加强境外投资者对于中国国债市场的投资。除此之外，人民币升值的环境也是吸引境外投资者的一大因素；从情绪面来看，有两方面的因素利好国债，首先，国债具有比较强的避险属性且与其他资产类别的相关性较低，其次，近期信用违约风险扩大，对利率债也有利多的效果。

- **资本市场开放层层推进，把握多元资产配置。**债券市场的开放进程逐步推进，国债或将迎来它的高光时刻。在当下时点，国债是债市中唯一被纳入三大国际指数的产品，从市场潜力和稳定性的角度看，国债在多元资产配置中的价值凸显。

- **风险提示：**疫情出现反复、货币政策超预期变化。



**西南证券研究发展中心**

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangrm@swsc.com.cn


**相关研究**

1. 下沉消费开启，物价走势渐稳 (2020-11-20)
2. 地方债解局，2021 会有何不同？ (2020-11-18)
3. 经济复苏走稳，哪些领域走强在即？ (2020-11-16)
4. 互联网野蛮生长时代落幕 (2020-11-13)
5. 社融仍高，经济活跃度上升进行时 (2020-11-12)
6. 终于吃得起猪肉了——10 月通胀数据点评 (2020-11-10)
7. 结构变化了，出口超预期还能持续多久？ (2020-11-08)
8. 他赢了，美国赢了吗？ (2020-11-08)
9. 彼岸政局：乱花渐欲迷人眼 (2020-11-06)
10. 行稳致远 治之有为——“十四五”规划建议稿详解 (2020-11-04)

# 目 录

**1 拥抱全球，中国债券市场开放顺应大趋势 ..... 1**

**2 潜力巨大的国债市场 ..... 3**

**3 基于三方面，长期看好国债 ..... 4**

3.1 基本面：经济复苏稳定，国债价格有支撑 ..... 4

3.2 资金面：外资进场构成重大利好 ..... 6

3.3 情绪面：两方面利多因素 ..... 7

**4 资本市场开放层层推进，把握多元资产配置 ..... 8**

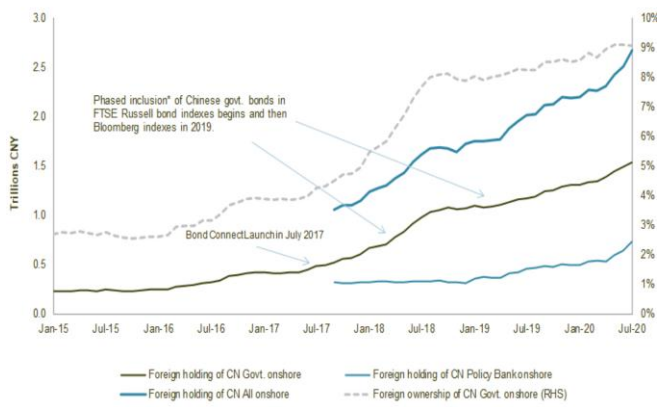
近期，以永城煤电控股集团有限公司违约为代表的风险事件搅动市场，多只信用债异常下跌，市场甚至称债券价格打折力度超过“双 11”，“信用债危机”也成为最近的热点词。但利率债与信用债逻辑不同，在上一篇专题《地方债解局，2021 有何不同？》中，我们预计 2021 年专项债使用的规范性将进一步提升，仍将严控资金流向与房地产相关领域，同时加强对传统基建和新基建的投入，地方政府要对其债务杠杆的规模和安全性负责。本篇专题将集中于国债市场，探讨资本市场开放对于我国国债的配置意义以及国债后续的走势。基于我国国债本身的特点以及基本面、资金面和情绪面的分析，我们认为随着疫情常态化、我国资本市场开放程度逐渐加深，国债的配置价值将愈发凸显。资本市场开放是丰富我国市场投资者结构、提高市场有效性的必经之路，长远来看我国仍将继续积极稳妥推进资本市场开放。

# 1 拥抱全球，中国债券市场开放顺应大趋势

**近年我国债券市场蓬勃发展，但从开放程度来看还有很大空间。**中国债券市场已成长为仅次于美国的第二大债券市场，是全球投资人不容忽视的一个重要市场。截至 2020 年 9 月，我国债券市场托管余额达到 113.8 万亿元，其中国债托管余额为 18.6 万亿元，占国内债券市场约 16%。市场规模不容小觑，但开放程度相较其他国家来说仍然较低。横向对比来看，我国国债的境外投资者占比较低。根据上海清算所的数据，截至 2020 年 8 月，我国在岸债券市场中境外投资者占比不足 10%，国债中境外投资者占比约 5%；对比英国国债（金边债券），境外投资者占比约 30%，同处东亚的日本韩国的国债市场外资占比平均约为 20%，许多新兴市场国家如南非等，外资持有其国债占比也明显更高，达到 30%。虽然自 2008 年金融危机之后，我国债券市场规模逐渐扩大，境外投资者参与比例也在逐渐加大，但我国债券市场开放尚有很大空间。

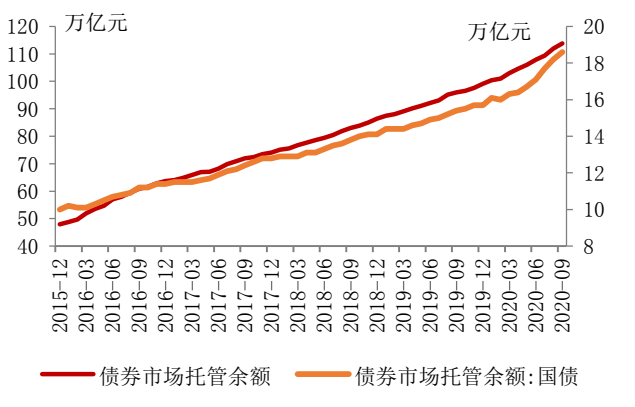
资本市场高水平开放是构建双循环发展新格局的内在要求，债券市场开放是推动我国资本市场发展与开放的重要一环，而国债的信誉度高、流动性更强而且具有宏观调控作用，国债的开放在债券市场开放乃至资本市场开放进程中具有特殊意义。一般情况下，发达经济体拥有银行体系和资本市场两大互补的融资渠道，当银行体系出现问题，资本市场可引导储蓄资金直接为实体经济服务；而当资本市场风险显现，银行体系可发挥主要融资作用。中国债券市场对外开放不仅为外国投资者提供更多投资机会，而且有利于提升我国债市的效率，培育直接融资的资本市场，避免经济金融风险过度集中于银行体系，同时也有利于加快人民币国际化进程，对中国经济长远发展具有重要战略意义。

**图 1：中国债券市场外资占比**




*数据来源：上海清算所、富时罗素、西南证券整理*

**图 2：我国债券市场规模逐渐扩大**




*数据来源：Wind、西南证券整理*

近年来我国债券市场开放节节推进，国家也出台了一系列政策和措施。通过互联互通、政策措施、纳入国际指数等多种方式，债市的开放程度逐渐加深。互联互通方面，2018 年，中国大陆与香港债券市场互联互通合作即“债券通” 就于 7 月 3 日正式上线运行，受到国际资本市场的追捧，很大程度上促进了我国与国际资本市场之间的联系，也反映出国际资本对中国经济的高度认可；政策措施方面，今年国务院金融办公室、央行、证监会、国家外汇管理局等陆续发布了多项措施（详见表 1）推动债券市场对外开放，允许更多的境外投资者进入中国债券市场，投资品种也在不断地丰富；纳入国际指数方面，截至 2020 年 11 月，我国国债或高流动性政府债券被纳入到彭博巴克莱综合指数、摩根大通新兴市场政府债券指数和富时罗素全球政府债券指数，集齐国际三大债券指数。根据债券通公司的数据，截至 2020 年 10 月末，境外机构累计持有银行间市场债券约 3 万亿元人民币，较 9 月末增加 545 亿元人民币。今年 4 月以来，境外机构连续 7 个月净增持中国债券，三季度单月净增持规模均超千亿元。预计随着中国资本市场继续深化对外开放，我国债券市场主要指数和全球投资组合中代表性不足的问题将逐步解决，流入国内债券市场的外资规模有望逐步扩大.

**表 1：中国债券市场开放进程**

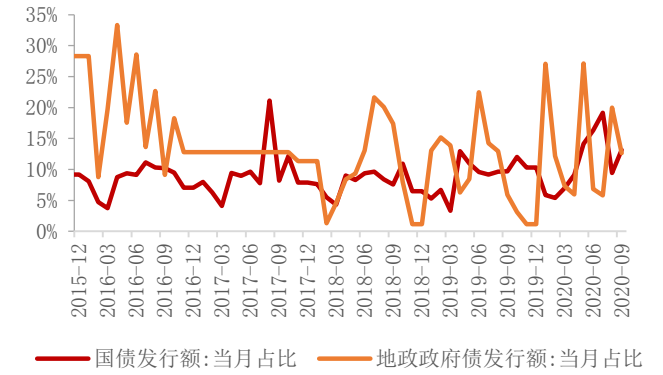
| | |
|---|---|
| 2018/7/3 | **内地与香港债券市场互联互通合作即“债券通”正式上线运行。** |
| 2019/4/1 | 彭博公司将**中国国债和政策性银行债券纳入彭博巴克莱全球综合指数**。 |
| 2020/2/28 | 摩根大通将高流动性**中国政府债券纳入摩根大通新兴市场政府债券指数**。 |
| 2020/5/7 | 央行和外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》并正式落实这一举措。 |
| 2020/5/27 | 国务院金融委办公室发布 11 条金融改革措施也将金融对外开放作为重要内容。 |
| 2020/9/2 | 央行、证监会、国家外汇局发布《关于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）》，明确中国债券市场对外开放的整体性制度安排，统一市场准入管理和资金管理，简化现行结算代理模式入市流程，完善与国际接轨的操作安排等，进一步加强中国债券市场对外开放的系统性、整体性、协同性，同步推进相关市场规则逐步统一。 |
| 2020/9/21 | 央行、国家外汇管理局公布《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)》，旨在统筹境外机构投资者参与中国债券市场投资交易管理，统一债券市场资金管理规则，进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场。 |
| 2020/9/21 | 全球最大的中国纯国债 ETF 在新加坡发行上市,吸引了大量外资的流入,它不仅成为新加坡最大的 ETF，截止 11 月 9 日，由于外资持续流入，该 ETF 目前资产规模已超 10 亿美元，以富时中国国债指数为基准，直接投资于中国在岸债券市场。 |
| 2020/9/25 | 《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》公布，将 QFII、RQFII 规则合二为一，放宽了准入条件，扩大了境外机构投资者的投资范围。 |
| | 富时罗素公司宣布中国国债将于 2021 年 10 月份被纳入**富时罗素全球政府债券指数（WGBI）**，纳入的生效日期将在 2021 年 3 月份最终确认。 |
| 2020/10/31 | 境外机构持有中国债券规模也历史上首次突破 3 万亿元大关。 |
| 2020/11/5 | 彭博公司宣布彭博公司宣布，以人民币计价的中国国债和政策性银行债券纳入彭博巴克莱全球综合指数的工作顺利完成 |
| | 彭博正式宣布推出彭博巴克莱中国高流动性信用债（Liquid China Credit， LCC）指数，是全球首只追踪国际评级中国发行人的信用债指数，主要追踪标的是中国的银行间信用债市场中以人民币计价的具有较高流动性、可交易的债券。 |

*资料来源：中国新闻网、新浪财经等，西南证券整理*

# 2 潜力巨大的国债市场

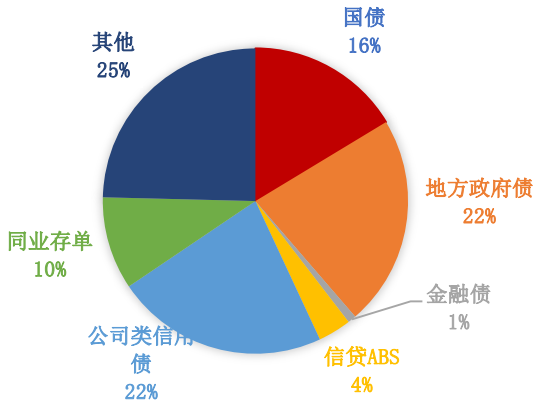
自 2017 年 9 月至 2020 年 4 月期间，我国国债发行规模占比相对稳定，由于疫情影响国债发行占比自 2020 年 4 月后上升，直至 8 月有下降的趋势。2020 年 9 月，债券总发行额为 5.7 万亿元，其中国债发行 7503.7 亿元，占发行额的 13.16%；地方债发行 7205.4 亿元，占 12.64%。今年受疫情影响，财政对于实体经济的支持力度较大，国债和地方债的发行规模都较去年有所增加，截至 2020 年 9 月，国债月平均发行额为 5278.54 亿元，较去年平均发行 3309.94 亿元增长 59.47%。

**图 3：我国国债发行与地方债发行占比**




*数据来源：Wind、西南证券整理*

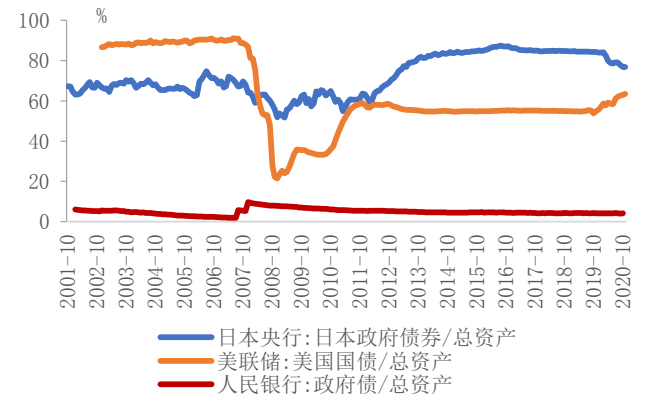
**图 4：目前债券市场托管余额分布**




*数据来源：Wind、西南证券整理*

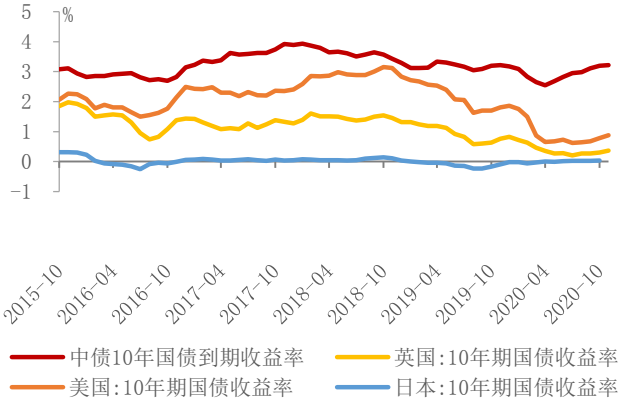
**我国国债市场潜力巨大。**与其他主要经济体相比，我国国债的发行规模相对较低，但收益率更高。以拥有第一大和第三大债券市场的美国和日本为例，最新数据显示，2020 年 10 月美国国债占美联储资产负债表的 63.02%，日本政府债占其央行资产负债表的规模更高，为 76.88%，但我国政府债仅占央行资产负债表的 4.10%。我国国债市场还有很大的成长空间。与其他政府债相比，中国国债的收益率更高，是少见的优质政府债券。2020 年的最新数据显示，10 年期中国国债的收益率为 3.22%，相比之下，10 年期美国国债的收益率仅为 0.88%，去除通胀等因素后美国 10 年期国债实际收益率为-0.82%，英国 10 年期国债收益率为 0.37%，日本 10 年期国债收益率在 2020 年 10 月为 0.03%。我国国债收益率的优势明显。

**图 5：我国国债占央行资产负债表比重较低**




*数据来源：Wind、西南证券整理*

**图 6：各主要经济体十年期国债收益率情况**




*数据来源：Wind、西南证券整理*

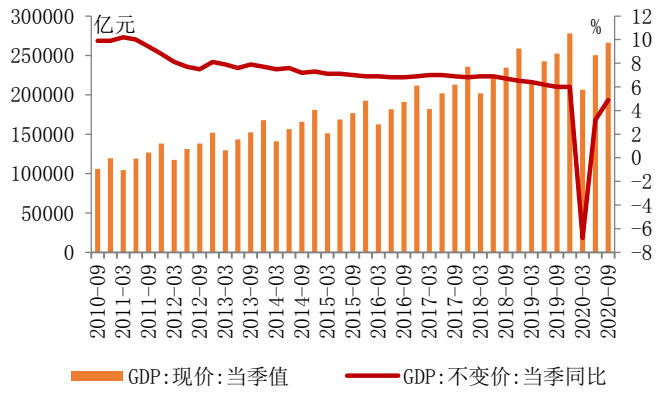
# 3 基于三方面，长期看好国债

因发行人永城煤电流动性紧张，截至兑付日 2020 年 11 月 10 日终，发行人未能按期足额偿付“20 永煤 SCP003”本息，已构成实质性违约。这是继去年包商银行因严重信用风险被接管后，又一次打破“刚兑”。自 2018 年我国出台资管新规、打破“刚性兑付”之后，中国信用债市场违约债券数量和规模都已经呈现了较明显的上升趋势。我们认为本次永煤事件在短期对国债市场构成暂时扰动，这主要是由于市场担心信用危机会产生流动性问题，但从经济基本面、情绪面和资金面三方面，看好国债的长期表现。

## 3.1 基本面：经济复苏稳定，国债价格有支撑

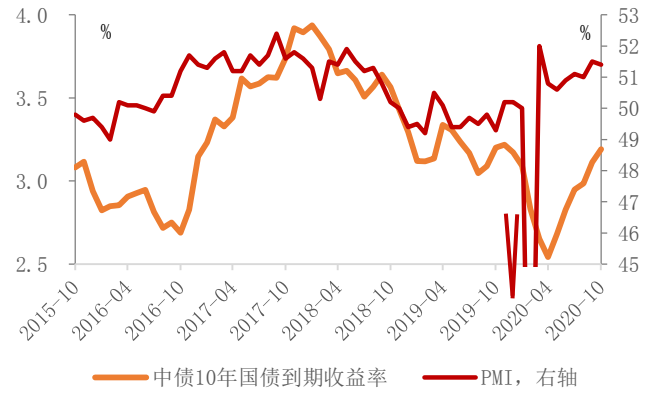
**从基本面看，目前我国经济复苏稳定，是支持国债长期走势的基础。**11 月 18 日，财政部顺利发行 40 亿欧元主权债券。其中，5 年期 7.5 亿欧元，发行收益率为-0.152%；10 年期 20 亿欧元，发行收益率为 0.318%；15 年期 12.5 亿欧元，发行收益率为 0.664%。财政部表示，此次发债是 2019 年重启欧元主权债券发行后连续第二年发行，收益率为截至目前我国境外主权债券发行的最低，其中 5 年期采用溢价发行，票息 0%首次实现负利率发行。从簿记情况看，国际投资者认购踊跃，订单规模达到发行量的 4.5 倍，显示出国际投资者对中国主权信用抱有很高信心，看好中国的经济发展前景。从近几个月的经济数据来看，我国经济持续复苏。三季度，国内 GDP 同比增速为 4.9%，虽然仍然低于去年同期，但是呈现持续复苏的态势。不仅如此，从分项指标来看，投资、消费、进出口均持续回暖。10 月制造业 PMI 为 51.4%，服务业 PMI 为 55.5%，连续 8 个月在荣枯线以上。贸易数据也持续向好，以美元计，1-10 月出口同比增速 0.5%，年内增速首次转正。相较海外，国内企业复苏更加强劲，拉动出口数据持续回升。随着国内经济逐渐摆脱疫情的影响，市场的信心有所恢复，风险偏好开始上升。国内经济的持续复苏对于国债价格形成支撑。

**图 7：我国经济复苏稳定**




*数据来源：Wind、西南证券整理*

**图 8：制造业 PMI 回升态势明显**

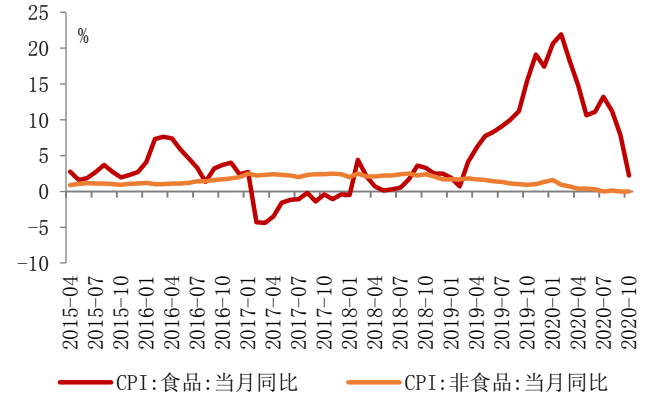



*数据来源：Wind、西南证券整理*

其次，通胀水平下降，同样支撑了国债价格。目前通胀水平处于低位，10 月国内消费者物价指数(CPI)同比上升 0.5%，为 2019 年 2 月以来的新低。通胀水平的持续下滑使得市场对于收益率要求下降，有助于支撑国债价格上升。继 9 月 CPI 同比进入“1”时代，10 月 CPI 同比超预期下滑。主要是受到去年同期对比基数较高、翘尾因素减少以及猪肉价格由升转降的影响，预计年内随着基数抬升下行仍将持续。10 月，PPI 同比下降 2.1%，自 2 月新冠疫情暴发以来一直为负值。11 月，我国经济复苏稳定，国内供需进一步恢复，疫苗研制进

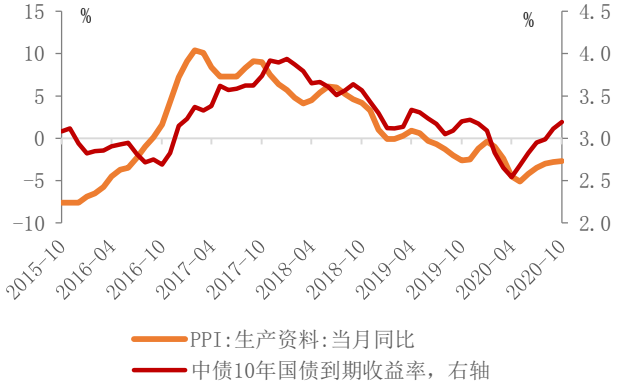
展显著，避险情绪回落，预计 PPI 在 11 月份将更加平稳。经济指标中，PMI 和 PPI 与 10 年国债收益率的相关程度较高，且都可看作是 10 年国债收益率的前瞻指标。PMI 和 PPI 近几个月稳步回升，10 年期国债收益率上升明显，随着后续我国经济复苏更加稳定，预计制造业 PMI 将稳定在荣枯线以上，PPI 也将更加平稳，10 年期国债收益率不会似前几个月那样大幅增长。

**图 9：通胀持续走低**




*数据来源：Wind、西南证券整理*

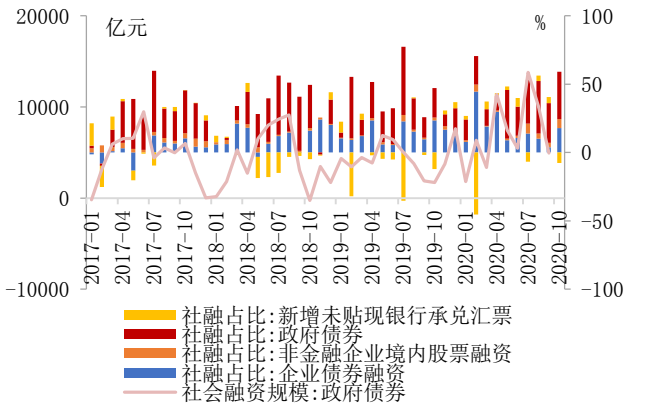
**图 10：PPI 指数与国债收益率相关度高**




*数据来源：Wind、西南证券整理*

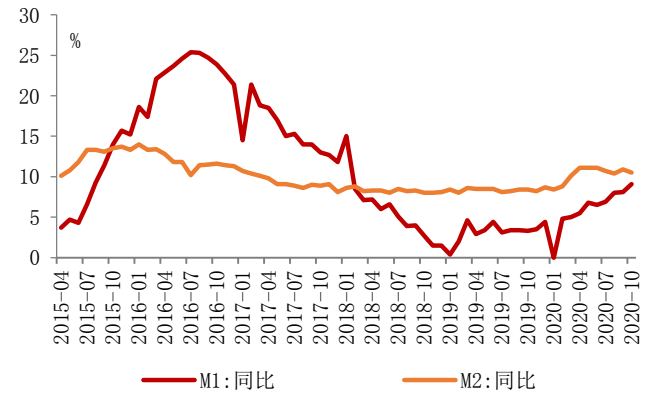
从社融和 M2 来看，长期利好国债。10 月末社会融资规模存量为 281.28 万亿元，同比增长 13.7%。10 月新增社会融资规模为 1.42 万亿元，同比多增 5493 亿元。10 月末，广义货币(M2)余额 214.97 万亿元，同比增长 10.5%，增速比上月末低 0.4 个百分点。对利率而言，其决定因素是资金的供需关系。资金供给改善带来的 M2 增速的上升和利率的下降，但 M2 增速的持续回升依赖于融资需求的恢复，可以用社会融资增速与 M2 增速之差来反映资金的供需变化。如今 M2 增速有所回落，社融增速持续回升，两者的差值在逐渐缩小，资金的供需正逐渐平衡。同时，货币政策的正常化同样会支撑国债价格。一季度，为了对冲疫情对经济的负面影响，央行先后两次宣布降准，并在 3 月 27 日，中央政治局会议明确发行特别国债；6 月 15 日财政部发布通知明确，为筹集财政资金，统筹推进疫情防控和经济社会发展，决定发行 2020 年一万亿元抗疫特别国债，从 6 月中旬开始发行，7 月底前发行完毕。随着我国经济复苏，企业流动性充足，预计未来我国货币政策将逐渐恢复正常化，短期政策利率不再有下调动力；但同时为了支持经济全面复苏，也不会出现“政策悬崖”，短期政策利率上调的概率同样较小，预计我国短期政策利率将继续保持稳定。但长期来看，从通胀和央行持续深化利率改革出发，利率走势下行是未来大趋势，长期利好国债市场。

图 11：今年政府债券发行规模增多



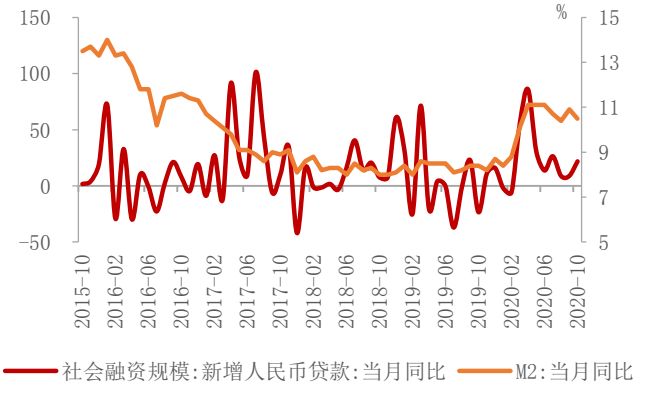

数据来源：Wind、西南证券整理

图 12：M2 增速回落，经济活跃度持续上升



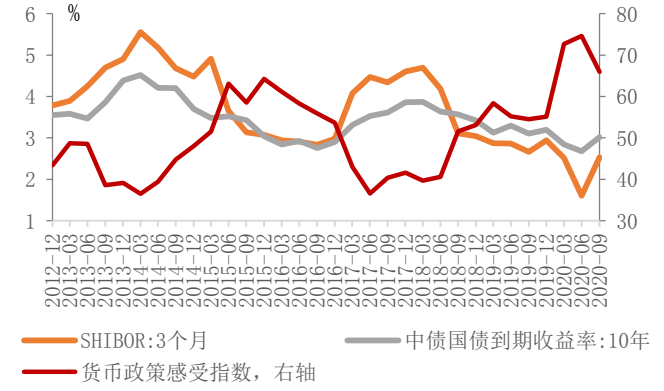

数据来源：Wind、西南证券整理

图 13：社融与 M2 差值持续缩小




数据来源：Wind、西南证券整理

图 14：货币政策与国债收益率



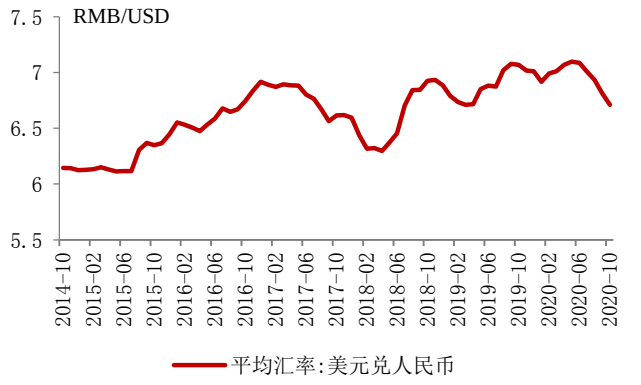

数据来源：Wind、西南证券整理

## 3.2 资金面：外资进场构成重大利好

**从资金面来看，债市资本开放可能会进一步加强境外投资者对于中国国债市场的投资。**2019 年 4 月，彭博公司将中国国债和政策性银行债券纳入彭博巴克莱全球综合指数，中国债券占彭博全球综合债券指数的 5.3%；2020 年 2 月，摩根大通将高流动性中国政府债券纳入摩根大通新兴市场政府债券指数，占 9.4%；2020 年 9 月 25 日，富时罗素公司宣布中国国债将于 2021 年 10 月份被纳入富时罗素全球政府债券指数（WGBI），纳入的生效日期将在 2021 年 3 月份最终确认，此前富时罗素旗下已有一系列中国在岸债券指数，其中包括富时中国国债指数、富时中国国债和政策性银行债券指数、中国宽基债券指数以及富时中国绿色债券指数。中国国债被纳入 WGBI，意味着中国债券已被纳入全球三大主流债券指数，其影响不仅只局限于国债市场，更能体现中国债券市场的国际地位，中国资本市场正迅速融入全球金融体系的主流。WGBI 追踪的资产约 2.5 万亿美元，考虑按指数权重配置的被动管理资金的流入，按照中国国债占其比例的 5.7%测算，国债纳入 WGBI 后将给中国债券市场流入 1400 亿美元的外资，如果分 20 个月实施，每月的流入金额约为 70 亿美元，如果按 WGBI 有 3 万亿美元的资产管理规模算，流入中国债市的将为 1700 亿美元。入富后，中国国债流动性将会大幅改善。

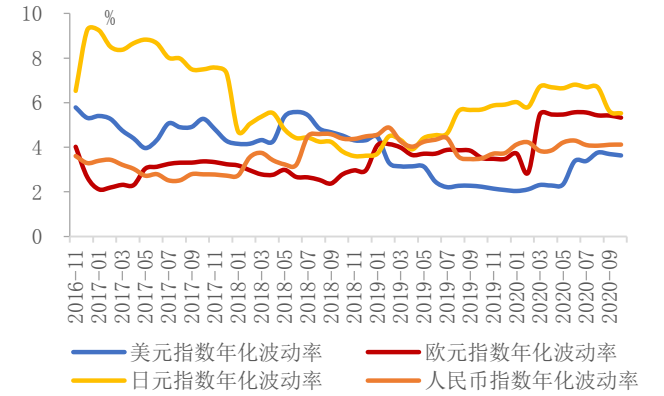
除此之外，人民币升值的环境也是吸引境外投资者的一大因素。今年 5 月份，美元兑人民币的平均汇率为 7.09 人民币/美元，10 月人民币汇率持续升值至 6.71 人民币/美元，这其中一部分原因在于美元的贬值（详见《作为前浪，美元还能掀起波澜吗？》），而另一部分的原因更在于我国经济基本面更加稳定，出口持续回升，本币升值。长期来看，人民币兑美元升值趋势明显，人民币升值让投资者在资产配置中更多的考虑人民币资产，国债作为安全性和流动性都较高的资产，受到广泛关注，而外资流入也反过来作用于人民币汇率升值。在全球债券指数纳入、人民币升值的背景下，预计外资流入的态势将在未来几个季度继续加速。

**图 15：人民币延续升值趋势**




*数据来源：Wind、西南证券整理*

**图 16：人民币汇率波动较小**




*数据来源：Wind、西南证券整理*

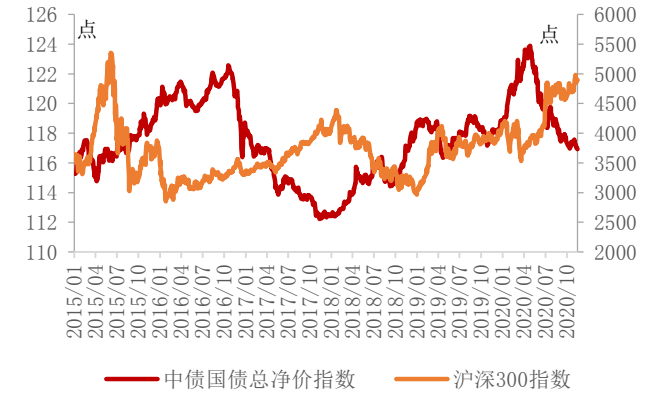
## 3.3 情绪面：两方面利多因素

**从情绪面来看，有两方面的因素利好国债。**首先，国债具有比较强的避险属性且与其他资产类别的相关性较低。由于中国国债中外资占比较低，它在全球资产中的敞口有限，通过数据可以明显看出，中国国债与 G7 债券市场之间的相关性很低，根据 2009 年至 2020 年 7 月之间的收益率数据，中国国债与美国国债的相关性有 0.23，与欧元区政府债相关性仅有 0.14。并且，与公司债、信用债相比，国债为股票投资者提供了更好的避险渠道。根据测算，国债与沪深 300 的相关性为-0.14，与美股的相关性为-0.12。

其次，近期信用违约风险扩大，对利率债也有利多的效果。如果信用风险持续，市场资金可能会从信用债转而选择利率债。近几年，我国信用债的违约数量和违约规模都有所上升。我国信用债存量规模从 2014 年的 14.5 万亿元上升到 2020 年 11 月的 38.2 万亿元，信用债发行规模从 2014 年的 6.78 万亿元上升到 2020 年的 16.7 万亿元。与此同时，我国债券违约规模从 2014 年的 12.6 亿元，上升到 2020 年 11 月的 1330.6 亿元，债券违约只数从 2014 年的 6 只上升至 2020 年的 115 只。11 月 21 日，金融委第四十三次会议强调了规范债券市场发展、维护债券市场稳定。会议指出，党中央、国务院高度重视资本市场健康可持续发展。我国债券市场改革开放不断深化，服务实体经济功能持续增强，市场整体稳健运行。近期违约个案有所增加，是周期性、体制性、行为性因素相互叠加的结果。要坚持稳中求进工作总基调，按照市场化、法制化、国际化原则，处理好促发展与防风险的关系，推动债券市场持续健康发展。近期信用债风险事件在短期内对国债市场形成扰动，使得国债市场小幅下跌，如果信用债风险继续发酵也将在情绪面上利好国债市场。长期来看，信用债违约的风险持续

扩散的可能性比较小，主要因为如今信用扩张叠加企业盈利改善，构成了较为积极的信用环境，我们认为由于经济基本面以及债市开放的逐步推进，利率债的走势会比较稳定。

**图 17：国债与 A 股走势**




*数据来源：Wind、西南证券整理*

**图 18：国债与其他资产的相关性较低**

| Asset class | China Govt, LC | China Corporate, LC | US Treasury, USD | Eurozone Govt, LC | EM Govt, LC | EM Govt, USD | US Corp, USD | US High Yield, USD | FTSE USA (equity), USD |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| China Govt., LC | 1.00 | | | | | | | | |
| China Corp, LC | 0.78 | 1.00 | | | | | | | |
| US Treasury, USD | 0.23 | 0.08 | 1.00 | | | | | | |
| Eurozone Govt., LC | 0.14 | 0.06 | 0.49 | 1.00 | | | | | |
| EM Govt., LC | 0.24 | 0.29 | 0.44 | 0.44 | 1.00 | | | | |
| EM Govt., USD | -0.01 | 0.10 | 0.06 | 0.39 | 0.65 | 1.00 | | | |
| US Corp., USD | 0.02 | 0.06 | 0.39 | 0.53 | 0.56 | 0.73 | 1.00 | | |
| US High Yield, USD | -0.14 | 0.02 | -0.30 | 0.12 | 0.33 | 0.75 | 0.61 | 1.00 | |
| FTSE USA (equity), USD) | 0.12 | 0.06 | -0.43 | -0.01 | 0.19 | 0.53 | 0.31 | 0.75 | 1.00 |

*数据来源：富时罗素、西南证券整理*

# 4 资本市场开放层层推进，把握多元资产配置

债券市场的开放进程逐步推进，国债或将迎来它的高光时刻。对于债市，国债“走出去”后，其他品种如信用债等其他债种也开始了开放的步伐。外资可投资品种将逐渐增多。除了债市外，股市的开放也在推进中。2014 年沪港通开启，2016 年末深港通正式启动，此外修订了 QFII、RQFII、ETF 等制度，深化和完善境内外股票市场互联互通机制。

在推进国内国际双循环，国内经济持续复苏的大背景下，扩大资本市场开放，对于推动资本市场高质量发展、促进形成新发展格局具有重要意义。首先，扩大资本市场开放，有利于促进国内国际循环的顺畅对接。资本市场是经济的晴雨表，价格信号灵敏，能够有效地引导要素跨区域、跨行业流动，促进供给与需求加速实现平衡，推动要素资源全球化配置，从而促进内需和外需、进口和出口，更好发挥国内国际两个市场的叠加优势。其次，扩大资本市场开放，有利于更好地为实体经济服务。中国已经涌现出一批具有国际竞争力、影响力的企业，境外跨国企业在我国也有广泛布局，他们的生产经营与全球产业链供应链深度融合，扩大资本市场开放将为实体企业提供更高质量、更多元化的跨境金融服务。再者，扩大资本市场开放，有利于资本市场自身的高质量发展。金融市场对外开放，短期内可能会对境内金融机构带来一定竞争压力，但长远看，学习借鉴国际同行先进的经营理念等能够推动行业深化内部改革，提升经营管理效率和专业化水平。

随着我国经济持续稳定发展，资本市场开放程度逐渐加深，全球资产配置中中国资产的比重也将增大。在当下时点，国债是债市中唯一被纳入三大国际指数的产品，从市场潜力和稳定性的角度看，国债在多元资产配置中的价值凸显。

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| | |
|---|---|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

**重庆**

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队



| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|---|---|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 刘琦 | 销售经理 | 18612751192 | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| 北京 | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 彭博 | 销售经理 | 13391699339 | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 林芷豌 | 高级销售经理 | 15012585122 | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 谭凌岚 | 销售经理 | 13642362601 | 13642362601 | tll@swsc.com.cn |
| | 郑龑 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |