

No. 2530

研究报告



从“参与者”到“定价者”： 人民币债市国际化如何乘势突 围？

宗良



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

<http://www.imi.org.cn/>

国际货币网

1937

从“参与者”到“定价者”：人民币债市国际化如何乘势突围？¹

一、主要发达经济体债券市场的重要特征

为了实现债券市场的国际化，首先必须明确成熟市场的做法，即审视全球发达经济体和主要债券市场的特征，在对标的基本上辨析中国在相关方面所取得的成就与不足。发达经济体债券市场具有以下几个显著特点：

一是市场规模庞大且流动性充足。欧美发达经济体作为典型样本，其债券市场规模通常为GDP的2至3倍，且市场交易十分活跃；中国债券市场的发行量每年均呈持续增长趋势，目前与美国相当，不过，欧美地区的交易量总体较高。

二是投资者结构多元化且以机构投资者为主。在发达国家债券市场中，机构投资者占比通常稳定在90%以上，构成了稳固的“金字塔型”结构。其中，货币市场基金作为债券市场的基石，依托其高流动性和低风险特性，通过短期资金频繁进出为市场不断注入基础资金；中层的保险及养老资金作为长期稳定资金，对市场的整体稳定起到了关键作用；顶层的对冲基金则凭借其灵活策略和敏锐的信息捕捉能力，引领价值取向，发挥价格发现功能。

三是国际化程度较高。中国与美国在债券市场国际化水平指标上存在较大差距，虽然境外投资者持有我国债券，但与美国相比仍有明显不足。成熟债券市场的国际化通常体现为多维度的开放体系，跨境资本参与度显著，外资持有比例普遍维持在25%至40%区间，并呈现长期稳定增长态势；同时，交易平台和交易清算体系均较为完善，国际化金融产品不断创新，离岸市场发挥了重要作用，离岸债券交易量占比超过45%，充分体现了债券市场国际化对货币国际化的促进作用。

四是评级体系成熟。以标普、穆迪、惠誉等国际评级机构为例，其评级标准均较为严格，尽管各机构标准存在差异，但总体上表现出较高的公平性；虽然实践中亦存在受部分国家因素影响而未能完全实现公平客观评级的情况，例如在欧债危机或希腊事件中出现的问题，但总体而言，发达国家的评级机构体系仍属成熟。

五是交易操作方面实现了预发行、做市商和多级市场制度的有机结合。从相关操作和交易制度设计角度来看，预发行制度、做市商制度和多级市场规定等各项制度均较为完善。我

¹ 作者：宗良 中国银行研究院原首席研究员

国在做市商制度等方面已取得不错的成果，但仍需通过细致比较和学习国际先进经验，使债券市场机制更加适应实际需求。

综上，较为成熟的债券市场一般应具备以下五个特点：国债市场规模大且流动性良好，国债发挥着特殊作用；国际化程度高；制度设计较为完善；在投融资方面可以提供便捷服务；国债作为国际重要储备资产，通常相当部分为各国政府或央行所持有。

二、中国债券市场国际化已取得重要进展

中国债券市场在国际化和开放方面取得了显著进展，展现出若干重要特点。

第一，在债券一级市场方面，随着我国资本项目可兑换进程的推进，境外债券投资已形成多层次的开放格局，国债市场规模持续扩大，在国际债券市场中的地位不断提升。相关数据表明，境外发债规模日益增加；例如，2024年中资境外债一级市场共发行1136只境外债券，发行金额达到1000多亿美元，这些数据充分体现了市场开放程度的不断加深和规模的显著扩大。

第二，在二级市场领域，内地与全球债券市场已实现有序联通。自2002年以来，我国在开放进程中逐步推进了资本流动、人民币跨境渠道建设及相关制度的完善，其中部分措施体现在FDI、金融衍生产品及其他投资领域，但证券投资领域尤为突出，如债券、股权、投资基金等方面均经历了重大变革。在这一对接过程中，一个非常突出的表现是人民币债券被纳入了国际主要债券指数，包括彭博巴克莱全球市场指数、摩根大通全球市场指数及富时罗素世界债指数等。在这些指数中，人民币债券的权重正稳定提升，这种变化既提升了全球投资者对中国债券市场的信心，同时也引导了其在我国债券市场的投资，取得了显著成效。

第三，跨境投融资便利化水平不断提升，国债正逐渐成为多国储备资产，标志着人民币国际化取得了重大进展，其中人民币直接投资取得了显著成效，既包括人民币海外投资，也包括人民币自境外直接投资；同时，全球贸易融资业务也取得了显著进步，曾在2024年7月达到业务量最高时6%的比重，在贸易融资中排名第二，超过欧元。此外，人民币计价国际债券与对外贷款的规模亦不断扩大。

进一步而言，人民币债券已成为全球投资者资产配置的重要选择，外资机构持有人民币债券的规模显著增加。截至2025年2月末，外资持有人民币债券的总资产量达4.2万亿元，约占银行间债券市场总托管量的2.6%，且增速较快；其中，境外持有国债的规模达到2.02万亿元，已有1157家机构进入中国债券市场，涵盖全球70多个国家和地区的投资者，这充

分体现了人民币债券国际化的典型成果。同时，“熊猫债”与“点心债”的持有规模也在不断增长，且发行主体范围不断扩大，整体效果相当显著。

第四，绿色主权债为人民币国际化提供了新的突破口。近年来，国内绿色金融市场发展迅速并取得显著成果。截至 2024 年四季度末，绿色信贷余额达到 36.6 万亿元，同比增长 21.7%，绿色贷款新增金额达到 6.52 万亿元，而发行绿色债券的存量规模约为 2.1 万亿元左右。2025 年 2 月 20 日，《中华人民共和国绿色主权债券框架》正式发布，财政部近期拟在英国伦敦发行人民币绿色主权债券，规模不超过 60 亿元人民币。这是我国首次以主权信用为背书发行绿色主权债券，标志着我国在推进绿色转型与人民币债券国际化进程中迈出了重要一步。

第五，国债在债券市场中的引领作用日益增强。我国在二级市场中进行国债买卖的公开市场操作过程中，持续借鉴国际经验，并结合国情逐步推进相关工作。2023 年中央金融工作会议提出“要充实货币政策工具箱，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”，目前我国国债市场规模已跃居全球第二，其市场深度与流动性的大幅提升为央行在二级市场的操作奠定了坚实基础。尽管随后因市场变化，央行在国债买卖操作方面进行了相应调整，但总体来看，未来该领域的发展前景依然十分广阔。

三、中国债券市场国际化面临的新机遇

第一，中国经济前景光明，为人民币债市国际化奠定了坚实基础。2023 年中国经济增长率达到 5.2%，2024 年增长率为 5.0%，而 2025 年的目标定在 5% 左右；从 2024 年中国拉动全球经济增长的贡献率来看，达 30% 左右，这表明中国经济发展具有稳固基础和光明前景，为人民币债市国际化创造了良好的基础和氛围，从而增强了各方对人民币的信心。近年来人民币汇率波动，而以美元计价的中国 GDP 相较美国呈现一定下降趋势，有人对此表示忧虑，需注意这一问题要从多角度分析。实际上，近几年，受美国加息和高通胀影响，按美元汇率计算，中国 GDP 相对美国有所下降；若采用折算汇率计算，美国大致相当于中国的 1.5 倍。而采用购买力平价比较，中国亦大致相当于美国的 1.5 倍。通过这两个“1.5 倍”的比较，可以从不同角度更清晰地感受到中国经济发展为人民币债市国际化提供了坚实支撑。

第二，金融高水平开放释放了巨大的发展潜力。我国在高水平开放过程中尤为强调制度性开放，并在资本项目开放方面展示出稳健态度。在资本项目开放和自由可兑换问题上，我国坚持服务实体经济和支持中国企业“走出去”的战略方针，而非一味追求资本项目的全面

可兑换。中美在对外资产和对外负债方面存在一定差异，各具特色：在对外负债方面，我国直接投资所占比重较大，其他方面的比例相对较低，表明吸收的直接投资较为稳健；而在对外资产方面，我国的储备资产和外商直接投资比例较高，证券资产比例相对较低，这意味着未来在证券投资及债市国际化领域仍蕴含较大发展空间，这一点尤为突出。

第三，内外形势变化与机遇并存，债市国际化将有序推进。当前，一方面伴随发达经济体加息逐步进入尾声，尽管在加息期间市场推广存在一定难度，但加息结束后市场吸引力明显增强；另一方面，我国可以借助“一带一路”建设以及RCEP区域合作，推动债券市场高水平开放。与此同时，人民币债券市场优势逐步显现。过去，由于中国发债利率居高不下，融资难度较大；目前由于我国利率相较于海外市场更低，从而使融资成本降低，为债市发展提供了良好机遇。在这一过程中，相关政策也在不断完善和推进，中央金融工作会议提出要坚持“引进来”“走出去”并重，扩大金融领域制度型开放，提升跨境投融资领域的便利化。从多个维度来看，债市国际化顶层设计有望进一步加快优化，同时提升沪、港金融中心建设，加强两地协同，也将为债市国际化创造新的机遇。

第四，加快建设金融强国将进一步夯实人民币国际化基础。国家的兴衰与金融息息相关，加快建设金融强国具有重大战略意义。虽然金融强国建设涉及六个重要方面，但从货币、央行以及国际金融中心三个角度来看，债券市场国际化的表现尤为重要。强大的货币体现在债券市场上的地位，以及在投融资领域发挥的重要作用，能够彰显一国货币的实力；强大的央行则表现在国债作为重要标的公开市场操作能力；而强大的国际金融中心更能体现出债券市场国际化的水平。实际上，推动金融强国建设，必然要求我国债券市场进一步推进国际化，这为债市国际化提供了重要的战略机遇。

第五，人民币国际化有序推进也带来了正向的促进作用。近年来，人民币国际化不断取得进展，其在国际支付中的比重逐步提升，最高曾在2024年7月达到4.74%的较高水平。此外，海外离岸市场经历了2015年左右存款量达到最高点后，进入相对平稳阶段，目前仍保持稳定。中国香港在离岸市场中占据主导地位，伦敦亦具有重要地位。例如，绿色主权债在伦敦的发行便得益于伦敦市场中一定规模的人民币，从而使离岸市场中的人民币与本土市场实现了有效互动。

第六，在“去美元化”趋势下，人民币的稳定性与安全性日益凸显。近年来，美元汇率波动显著，加之俄乌冲突、巴以冲突等地缘政治风险不断加剧，各类制裁与资产冻结措施频繁出台，全球许多国家担忧持有美元资产的稳定性，担心一旦与美国发生摩擦可能面临重大不利影响。因此，部分国家开始采取分散投资的策略，如增加黄金储备，以避免将所有资产

集中于美元。此时，人民币凭借币值稳定和较高安全性，成为部分国家和地区重要的资产配置选择，地缘政治风险也促使各国增加人民币资产的持有比例。

四、助推人民币债市国际化的政策选择

未来，中国债券市场将成为全球投融资的重要平台和全球储备资产的重要来源。人民币国际化体现在多个方面，虽然债券并非直接的支付结算工具，但作为备用结算工具也能发挥作用；在投融资领域，债券直接发挥着关键功能；在储备资产方面，债券具有举足轻重的地位。可见，债券市场的国际化在人民币国际化进程中占有极为重要的地位。基于新时期面临的机遇，提出以下政策建议：

一是深化债券市场制度型开放，有序推进债券市场国际化进程。应对标海外先进市场，并结合我国实际情况进行制度设计，提高我国债券市场规范化水平；同时需加强与国际监管机构的合作，在信息披露及相关透明度方面进一步完善。在涉及中国香港、上海等市场时，必须确保各市场之间有效对接，并进一步强化在岸与离岸市场的制度建设。

二是强化国债的引领功能，积极推进债券市场交易机制的完善。建议通过双向操作维持收益率曲线，推动国债形成基本定价机制。过去，美国国债被视为无风险资产，而在当前背景下，中国国债正逐渐成为超低风险或无风险资产，引领良好价格走势。为此，央行应建立常态化的国债买卖机制，依据市场灵活性和流动性调整操作方向与规模，同时加强预期引导，稳定市场信心，增强市场对央行调控措施的理解，充分发挥国债收益率定价基准的作用，并推动国债衍生产品市场的稳健发展。

三是放宽外资准入限制，稳步推进国际机构在我国债券市场中的投融资。完善市场制度体系的核心在于放宽准入，推动国际机构利用人民币债券进行投融资，不论是投资于人民币债市，还是通过该市场获得融资，均有助于吸引更多投融资主体参与，进而不断扩大市场规模。同时，针对有双边货币互换支持的国家和地区，虽然目前货币互换应用尚未广泛普及，但随着国际机构数量的增加，未来有望形成庞大的资金池，协同发挥应有作用。

四是支持离岸人民币市场健康发展，增强在岸与离岸市场之间的良性互动。建议完善离岸流动性供给机制，加强在岸与离岸债券市场的顶层设计，针对性地完善相关规则和监制制度，推动境内外债券市场深化互联互通，并支持国家战略重点领域债券融资的便利化。以加快沪港国际金融中心建设为契机，进一步优化沪港离岸人民币债券市场生态环境，积极推进债券市场规则与国际标准的对接。例如，在香港市场，推动人民币央票的常态化发行；同时，

在跨国投融资项目中，可综合运用多币种方案（如美元、欧元和人民币），实现不同市场的有机结合与统筹，从而为企业提供更为便捷的融资服务。

五是稳步提升中国债券在国际相关指数中的占比权重，增强投资者信心。近年来，人民币债券在三大国际债券指数中的占比持续提高，未来有望进一步提升，不仅能充分展示全球投资者对中国市场的信心，也使各方共享中国改革开放和经济发展所带来的红利。同时，可考虑推出由中资机构主导的具有国际影响力的投融资指数，以进一步发挥引领作用，促进人民币债市国际化。

六是顺应中央银行数字货币（CBDC）发展趋势，引领人民币债券国际化潮流。数字货币正推动跨境支付体系的变革，重塑国际货币体系，同时地缘政治因素也在催生货币体系的调整。在这一新技术背景下，中国央行在相关领域开展了大量研究。展望未来，在推进债市国际化进程中应充分融入数字货币因素，以更好地推动中国债券市场的国际化发展。

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.2529	AI、大数据与区块链：财富管理的未来已来	田力
IMI Report No.2528	传统中国思想精英对货币形态本质特征及其功能的长期追问	何平
IMI Report No.2527	离岸金融视角下沪港国际金融中心协同发展思考	邓志超
IMI Report No.2526	低利率时代金融机构的韧性重塑之路	高昊宇
IMI Report No.2525	人民币汇率波动与美联储政策预期	管涛
IMI Report No.2524	人工智能如何重塑金融业	姜富伟
IMI Report No.2523	新时代全球财政债务管理如何破局?	Anoop Singh
IMI Report No.2522	稳定币的风险、挑战与中国对策	邓建鹏
IMI Report No.2521	现实世界中的货币流动性分析	王剑
IMI Report No.2520	地缘经济风险与全球产业链供应链格局再调整	IMI
IMI Report No.2519	人民币国际化指数（RII）：最新走势与世界货币格局变更	IMI
IMI Report No.2518	地缘经济风险对人民币国际化的深刻影响	IMI
IMI Report No.2517	金融制裁、地缘经济风险与全球支付体系	IMI
IMI Report No.2516	2025 人民币国际化课题成果发布稿：不断深化的地缘风险	IMI
IMI Report No.2515	银行报价基准利率的未来：基于 LIBOR 弃用的反思	IMI
IMI Report No.2514	提振消费如何发力扩内需	王微
IMI Report No.2513	贸易融资为中小企业融入全球供应链赋能	IMI
IMI Report No.2512	中国财富管理机构公募类产品保有规模指数报告 2024	IMI
IMI Report No.2511	《人民币国际化报告 2024》系列九：信息时代的供应链稳定与跨境支付安全性挑战	IMI
IMI Report No.2510	《人民币国际化报告 2024》系列八：跨境支付三“新”举措，有效支持供应链数字化发展	IMI
IMI Report No.2509	《人民币国际化报告 2024》系列七：跨境支付体系变革应对全球供应链变动：逻辑与路径	IMI
IMI Report No.2508	《人民币国际化报告 2024》系列六：资金融通与全球供应链的挑战相对策	IMI
IMI Report No.2507	《人民币国际化报告 2024》系列五：贸易融资如何促进中小企业融入全球供应链?	IMI
IMI Report No.2506	《人民币国际化报告 2024》系列四：对外投资：中国企业国际化的互利共赢之路	IMI
IMI Report No.2505	《人民币国际化报告 2024》系列三：供应链金融助力全球供应链参与度	IMI
IMI Report No.2504	《人民币国际化报告 2024》系列二：外部冲击下金融支持对供应链及全球经济的影响	IMI
IMI Report No.2503	《人民币国际化报告 2024》系列一：国际货币金融体系如何提升全球供应链包容性和韧性?	IMI



中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn