

专题报告

2016年9月27日

韩国债券市场开放的历程及影响

亚洲新兴经济体债券市场开放国别经验系列报告之一

主要预测

%	15	16E
GDP	6.9	6.7
CPI	1.4	2.0
PPI	-5.2	-2.3
社会消费品零售	10.7	10.4
工业增加值	6.1	5.7
出口	-3.3	-5.0
进口	-15.5	-7.3
固定资产投资	10.0	9.70
M2	13.3	13.1
人民币贷款余额	14.3	12.8
1年期存款利率	1.50	1.50
1年期贷款利率	4.35	4.35
人民币汇率	6.49	6.60

最新数据 (8月)

工业	6.3
城镇投资	8.1
零售额	10.6
CPI	1.3
PPI	-0.8

资料来源: Wind、招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
 xieyx@cmschina.com.cn
 S1090511030010

闫玲

86-755-83896863
 yanling@cmschina.com.cn
 S1090513080004

张一平

86-755-82944676
 zhangyiping@cmschina.com.cn
 S1090513080007

刘亚欣 (研究助理)

86-755-83584672
 liuyaxin@cmschina.com.cn

事件:

2016年10月1日人民币加入SDR货币篮子将正式生效,这一“里程碑”事件将进一步促进人民币国际化与我国债券市场开放。在此关键时点,我们对亚洲新兴经济体债券市场开放的国别经验进行梳理,以供投资者参考。

核心观点:

韩国债券市场的开放进程从1981年至1999年,历时近十八年。债券市场开放的方式以逐步放开国际投资者进入韩国不同层次债券市场为主。债券市场开放往往与国内和国际经济与金融环境的剧烈变化有密切关系。

韩国债券市场开放至今,国际投资者在韩国债券市场中占比历经五个阶段的变化。尽管受到次贷危机等因素的显著影响,但其占比从开放初期的不足1%上升到目前的10%左右。

国际投资者持有的韩国债券以国债为主。

国际投资者进入韩国债券市场对短端利率和韩美利差影响不显著,但对长端利率的下行有贡献。债券市场的开放为韩国带来国际资本流入,但在危机期间,国际投资者的撤离带来了债券市场波动率的上升。

一、 韩国债券市场开放的历程

韩国国内债券市场开放的动力不仅来源于国内经济发展，外部力量也扮演了关键角色。韩国国内债券市场乃至整个金融市场的改革开放，屡次受到国际经济和金融因素的显著影响。

1981年，由于国内政局不稳、全球性经济衰退以及经济增长结构性问题暴露，韩国国际收支状况严重恶化，国内高通胀与经济负增长并存，这使韩国政府认识到经济自由化与开放市场的重要性，以放开利率和资本账户为核心的《资本市场国际化计划》应运而生。

进入20世纪90年代，国际收支恶化与通货膨胀再次成为困扰韩国经济的难题，为促进经济发展，韩国资本账户开放加快：1992年引入QFII制度；1993年6月迫于美国压力，公布《开放金融和资本市场三阶段蓝图》，旨在大幅度扩大国际投资者参与韩国资本市场；1994年对国际投资者开放国债、公共债券以及中小企业可转债市场；1997年6月允许国际投资者投资中小企业无担保债券与大型企业无担保可转债。

1997年东南亚金融危机的冲击，使韩国不得不在该年底向IMF申请援助，并被迫接受苛刻的援助条件，其资本市场开放速度进一步加快，特别是短期债券市场被迫提前开放。1999年，国际投资者被允许投资韩国大型企业长期债券。至此，韩国国内债券市场基本实现全面开放。

二、 韩国债券市场开放后所经历的五个阶段

第一阶段（1999年至2006年），韩国债券市场开放初期遇冷。韩国债市开放并未能马上吸引国际投资者，即便是相对美债较高的利差水平也无济于事。截至2006年，国际投资者持有债券存量仅为46178亿韩元，仅占韩国国内债券市场存量的0.78%（而其中又以安全性较高的国债为主，持有量为41871亿韩元，在国际投资者持有的韩国债券资产中占比高达90.67%），反观韩国的股票市场，此时国际投资者占比已达到37.3%。

在实现开放的1999年至2006年间，韩国国内债市对国际投资者缺乏足够吸引力的原因主要有三个：

一是韩国债券市场“刚兑”神话的破灭，其根源实际上是韩国经济发展的结构性问题。韩国长期奉行出口导向战略，其中一个重要的特征便是政府为出口企业提供支持与背书，出口导向战略使韩国在初期获得了高速发展，在前两次危机中（70年代初、80年代初）政府也均成功兜底，但这使韩国屡次错失纠正市场扭曲的机会，政府过度干预市场的弊端日益显现。1997年初韩国爆发企业倒闭潮，起亚、三美等大型企业集团也无法幸免，这给韩国银行业带来巨额呆坏账，叠加东南亚金融危机的冲击，此时韩国政府兜底已有心无力，最终导致其债券市场“刚兑”保障被打破。

二是韩国政府对非居民征收利息税，降低了韩国债券相对较高收益率的吸引力。

三是不断收窄的韩美利差水平，利差在2005年一度为负，2006年底接近于0。

一个有趣的现象是，韩元兑美元在1998-2006年间累计升值80%以上，反观这一期间外国投资者并未因此而大举购买韩国债券，这至少说明汇率因素在国际投资者是否持有一国债券的决定因素中重要但并不是唯一的决定性因素。

第二阶段（2006 年至 2007 年底） 外资涌入韩国债券市场。2006 年下半年开始，韩国较高的债券收益率以及韩国经济强劲的复苏势头，使得国际投资者对韩国债券的配置需求显著提高。2007 年底，国际投资者在韩国债券市场中的占比即飙升至 6.11%，国债市场中国际投资者占比则快速上升至 11.15%。

第三阶段（2008 年至 2009 年中） 全球金融海啸导致国际投资者撤离韩国债券市场。受 2008 年金融危机的冲击，韩国债券市场中国际投资者占比由 11.15% 的高位骤减至 5.18%。

第四阶段（2009 年中至 2011 年底） 外资再次涌入韩国债券市场。但随着 2009 年下半年韩国经济的强劲复苏，以及全球宽松流动性和风险偏好修复的影响，国际投资者开始回流，债市中国际投资者占比逐步上升至 2013 年的 12%。

第五阶段（2012 年至今） 国际投资者在韩国债券市场中的占比缓慢下降。受避险情绪升温与担忧美联储缩表的影响，国际投资者占比有所回落，但至 2016 年 6 月国内债市中国际投资者占比仍有 9.26%，在国债市场中占比则达到 13.71%。补充说明一点，国际投资者在韩国债市的参与度自 2007 年以来显著提高，但该占比水平仍然显著低于韩国股票市场中稳定在 30% 以上的国际投资者占比。

韩国国债是国际投资者的投资首选。 国债在国际投资者持有的韩国债券资产中的占比一般超过 50%，最高曾达到 92% 的高位。不过，在 2007 年中至 2008 年中这一年内，国际投资者持有的国债占比从 92% 的高位大幅下滑至近 40%。表面上看可能是国际投资者购买了更多非国债资产，但考虑到在全球金融海啸时期国际投资者是在大举抛售韩国债券这一事实，更可能的原因也许是因为国债的流动性高，国际投资者容易在市场中脱手。

图 1：韩国债券市场国际投资者参与情况



资料来源：CEIC,招商证券

图 2：国债占比情况



资料来源：WIND,招商证券

三、 韩国债券市场开放的影响

国际投资者占比变化对韩国短期国债收益率影响不显著，但对长期国债收益率会产生一定影响。当然从总体上看，韩国长、短期国债收益率水平更多受到了韩国央行基准利率的引导，且基本上处于下降趋势中。在 2006 年之前，韩国长、短期国债收益率走势基本一致，但国际投资者进入之后，长、短期国债收益率的走势阶段性出现分歧，如在 2010 年年底至 2012 年下半年，随着韩国经济复苏基准利率持续上调，而韩国 10 年期

国债收益率却随着国际投资者占比的提高而出现回落；又如 2013 年年中至 2014 年年中，韩国 10 年期国债收益率同样随着国际投资者占比的降低而上调。仅有长期国债收益率受到影响的原因可能在于，进入韩国等亚洲新兴经济体的国际投资者均以各国央行等中长期投资者为主，该类主体风险偏好较低而又关注投资收益，使得其债券投资以长期国债为主。

图 3：韩国国债收益率



资料来源：CEIC,招商证券

图 4：韩国政策利率



资料来源：CEIC,招商证券

国际投资者占比的提高并未显著影响韩美利差水平。利差变化主要受到韩美两国央行政策利率调整的影响。反而是利差影响国际投资者的行为，持续升高的利差水平吸引更多国际投资者，利差水平的持续走低则伴随着国际投资者占比的回落。

韩国债券市场开放带来国际资本流入。从韩国储备资产的变动情况来看，其变动与债市中国际投资者占比波动具有一定相关性，特别是 2005-2013 年间走势基本一致，从这一角度看，开放国内债券市场吸引国际投资者确实能为本国储备资产积累形成有力支持。

图 5：韩美国债利差



资料来源：CEIC,招商证券

图 6：韩国储备资产变动



资料来源：CEIC,招商证券

危机期间国际投资者可能加剧了国债收益率的波动。从收益率波动¹的情况来看，正常情况下韩国国债收益率波动并未随着国际投资者占比的提升而显著升高。一方面可能因为韩国债券市场中国际投资者占比依然偏低，无法对市场收益率造成显著影响；另一方面则是因为进入韩国等亚洲新兴经济体的国际投资者均以各国央行等中长期投资者为主，该类主体较长的投资期限使得其倾向于持有到期，且其债券配置需求主要基于全球分散化投资而非套利交易，从而有助于稳定相关市场的收益率波动。从下图中我们也可以看到，在08年金融危机期间韩国国债收益率波动显著放大，考虑到此时国际投资者抛售韩国国债，其在债券市场中的占比降低，可以说，国际投资者放大了危机期间韩国国债市场的波动率，起到了外部冲击传导的作用。换句话说，国际投资者在危机期间的快速出逃增大了韩国国债市场的波动，正是由于国际投资者的参与使得韩国国债市场对来自境外的冲击更加敏感，这与IMF发表于2015年的一篇工作论文的结论相同²。

图 7：韩国 10 年期国债收益率波动



资料来源：Bloomberg,招商证券

图 8：韩国 1 年期国债收益率波动



资料来源：Bloomberg,招商证券

¹ 以国债日收益率的标准差来衡量，时间窗口为 10 个交易日。

² Christian Ebeke & Annette Kyobe, 《全球金融外溢对新兴主权债的影响》，2015 年 6 月。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（执行董事），负责宏观经济研究。2013 年获第十一届新财富最佳分析师宏观经济第六名和第七届卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖，2014 年获第十二届新财富最佳分析师宏观经济入围奖。2015 年第四届第一财经最佳分析师评选第五名；第九届卖方分析师水晶球奖第五名；第十三届新财富最佳分析师宏观经济第六名。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

闫 玲：北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士。2011 年加入招商证券研发中心宏观组担任高级分析师。

刘亚欣：美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。