

相关研究

《银行自营债券配置行为分析——机构行为系列研究之二（2023年版）》
2023.7.12

《保险机构债券配置行为分析——机构行为系列研究之一（2023年版）》
2023.2.10

境外机构债券配置行为分析 ——机构行为系列研究之三（2023年版）

投资要点：

- **核心结论：**①随着对外开放进程推进，境外机构在我国债市参与度提升，券种结构方面更为偏好国债和政金债，久期方面有缩短趋势。②长期来看，外资占比提升和券种多样化空间仍大；短期来看，考虑外汇对冲成本后的中美利差仍处历史较高水平，且中美名义利差倒挂程度有望缩窄，外资购债具有韧性。
- **对外开放进程推进，境外机构购债活跃。**17-21年境外机构持债规模和占比稳步提升，22年后受全球加息周期影响有所回落，今年5-6月再度转为增持。从外资持仓券种结构来看，持仓占比从大到小依次为国债、政金债、同业存单、信用债。从久期来看，境外机构多为我国债市的中长期投资者，但近两年投资久期有缩短趋势。从入市渠道来看，债券通模式在法人数量和交易量方面都已经明显超过了结算代理模式。
- **长期来看，外资占比提升和券种多样化空间仍大。**横向对比其他国家来看，目前我国境外机构持有国债占比仅8.2%，较美国和韩国差距较大，且信用债占比整体更低，发展空间仍大。我国的主权信用风险相比其他新兴市场国家明显更低，且具有免税优势，债券“性价比”对于外资有长期吸引力。
- **短期来看，汇兑成本和中美利差是影响外资投资收益的关键因素。**当前，考虑外汇对冲成本后的中美利差仍处历史较高水平，外资购债具有韧性；美国加息周期已处于尾声，中美利差倒挂幅度有望逐渐缩窄。
- **三大国际债券指数中，仅WGBI对我国债券仍在纳入过程中。**基于跟踪该指数的约2.5万亿美元管理资金，或吸引1300亿美元的被动资金流入我国债市，平均每月约为36亿美元。
- **风险提示：**基本面变化、政策不及预期、信用风险、数据统计存在遗漏或偏差。

分析师:孙丽萍

Tel:(021)23185648

Email:slp13219@haitong.com

证书:S0850522080001

联系人:藏多

Tel:(021)23185647

Email:zd14683@haitong.com

目 录

1. 对外开放进程推进，境外机构购债活跃.....	5
1.1 境外机构参与我国债市程度不断加深	5
1.2 外资持仓结构：偏好国债和政金债、久期有缩短趋势.....	7
1.3 债市对外开放不断推进，债券通成为更主要的入市渠道.....	9
2. 对未来境外机构持仓提升空间的探讨	12
2.1 长期视角：外资占比提升和券种多样化空间仍大.....	12
2.2 短期视角：扣除外汇对冲成本后的中美利差仍较高.....	14
2.3 被动资金流入：三大国际债券指数均已纳入	15
3. 总结与展望	16

图目录

图 1	境外机构持债规模和占比先升后降（截至 23 年 6 月）	5
图 2	22 年 10 月以来境外机构（及其他）购债积极（亿元，截至 7 月 28 日）	6
图 3	今年以来各机构银行间二级现券净买入情况（亿元）	6
图 4	各券种中外资持仓占比走势	6
图 5	各券种中外资持仓占比（截至 23 年 6 月）	6
图 6	外资持有四类主要债券规模变化情况（亿元）	7
图 7	外资持仓四类主要债券的相对比例	7
图 8	17 年 10 月以来，存单在外资持仓中的占比先升后降	8
图 9	外资购买境内债券中各类境外机构占比情况	8
图 10	境外机构投资我国债券待偿期分布（占比，%）	9
图 11	银行间市场境外机构分别通过结算代理模式和债券通的交易量（亿元）	9
图 12	债券通日均交易量平稳提升	11
图 13	境外机构持有韩国国债的规模及占比	12
图 14	境外机构持有美国国债的规模及占比	12
图 15	外资对美国企业债券和外国债券的持有金额和占比	12
图 16	外资在利率债各券种中的占比（2023 年 6 月）	13
图 17	外资在信用债各券种中的占比（2023 年 6 月）	13
图 18	扣除外汇对冲成本后的中美利差对外资持仓产生影响	14
图 19	WGBI 指数纳入后，对于外资持仓增量影响有限（亿元）	16

表目录

表 1 我国债券市场的对外开放进程梳理	10
表 2 主要国家债市利率和主权评级情况	13
表 3 部分国家对境内和境外投资者国债利息收入征税的规定	14
表 4 三大国际债券指数纳入过程和被动资金流入测算	15

2023年7月是债券通启动六周年纪念。在六年的时间中，我国债券市场对外开放程度明显提升，境外机构成为了我国债券配置的重要边际力量。展望后续，我国经济长期向好、对外开放机制不断完善，为外资配债提供了广阔空间。在机构行为系列专题（2023年版）的前两篇，我们介绍了保险机构和银行自营的配债行为（《债券专题 20230209：保险机构债券配置行为分析——机构行为系列研究之一（2023年版）》《债券专题 20230712：银行自营债券配置行为分析——机构行为系列研究之二（2023年版）》），本篇报告我们将着眼于境外机构，对其发展历程、配债偏好和后续展望进行分析。

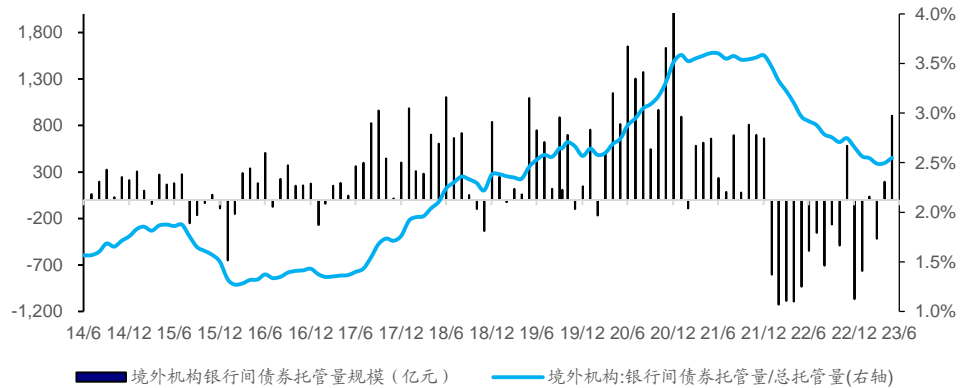
1. 对外开放进程推进，境外机构购债活跃

1.1 境外机构参与我国债市程度不断加深

17-21年境外机构持债规模和占比稳步提升，22年后受全球加息周期影响有所回落，今年5-6月再度转为增持。2017年7月债券通“北向通”的正式实施为境外机构进入国内债券市场提供了较大便利，外资持债规模和占比均开始稳步提升。17年7月至21年12月期间，境外机构银行间债券托管量由0.88万亿元提升至4万亿元，占总托管量的比重由1.4%提升至3.6%。与其他国家/地区相比，17年至22Q3我国吸收债券投资增量累计近4300亿美元，仅低于美国、日本等，在全球位居第六位，与其他新兴经济体总和相当¹。

进入22年，美欧快速大幅加息带动全球债券市场多跌、跨境证券投资萎缩，境外机构持仓量转为净流出。但我国经济基本面稳步复苏对于外资仍有吸引力。今年5-6月境外机构分别净增持194、906亿元。截至23年6月，境外机构银行间债券总托管量为3.28万亿元，占比2.5%。

图1 境外机构持债规模和占比先升后降（截至23年6月）



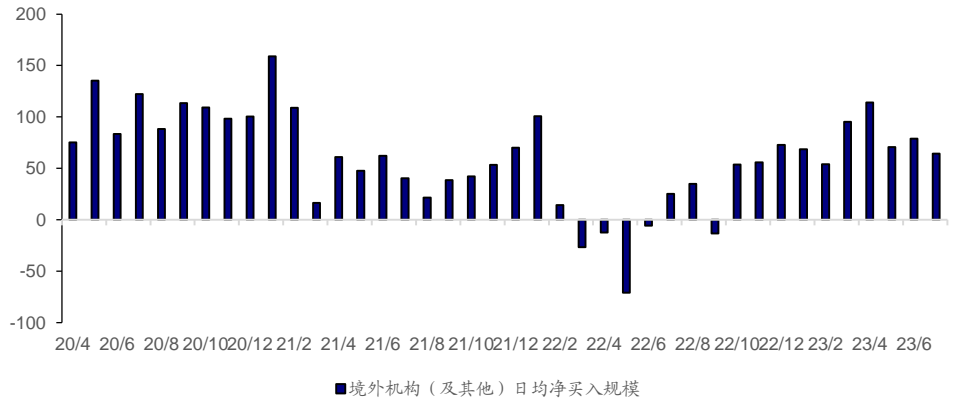
资料来源：Wind、中债登、上清所，海通证券研究所

从银行间二级现券净买入情况来看，22年10月以来境外机构（及其他）购债积极。22年10月~23年7月（截至7月28日）境外机构（及其他）日均净买入规模保持在50亿元以上，平均为73亿元。其中，今年3-4月为净买入高峰。与其他机构对比来看，22年10月以来农商行和基金为前两大净买入机构，境外机构（及其他）位居第三名。

¹ 国家外汇管理局国际收支分析小组《2022年中国国际收支报告》

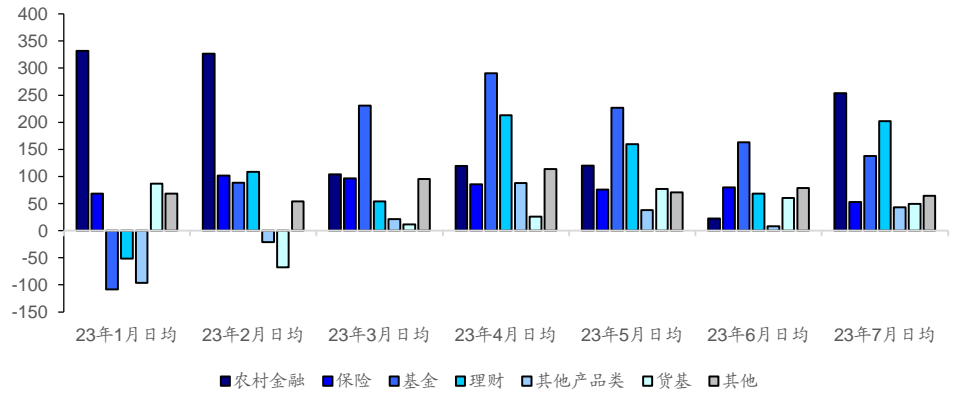
<https://www.safe.gov.cn/safe/file/file/20230403/aa5f164c6974487db06e3ab9e199fcc6.pdf?n=2022%E5%B9%B4%E4%B8%AD%E5%9B%BD%E5%9B%BD%E9%99%85%E6%94%B6%E6%94%AF%E6%8A%A5%E5%91%8A>

图2 22年10月以来境外机构（及其他）购债积极（亿元，截至7月28日）



资料来源：CFETs，海通证券研究所

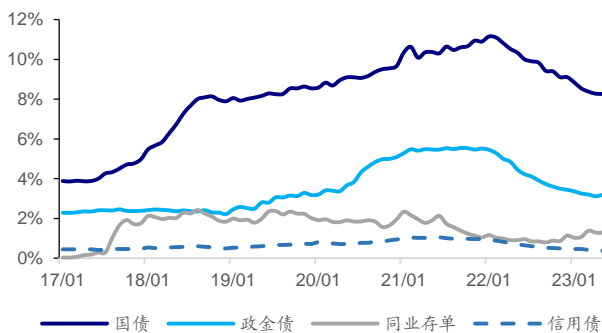
图3 今年以来各机构银行间二级现券净买入情况（亿元）



资料来源：CFETs，海通证券研究所，截至7月28日

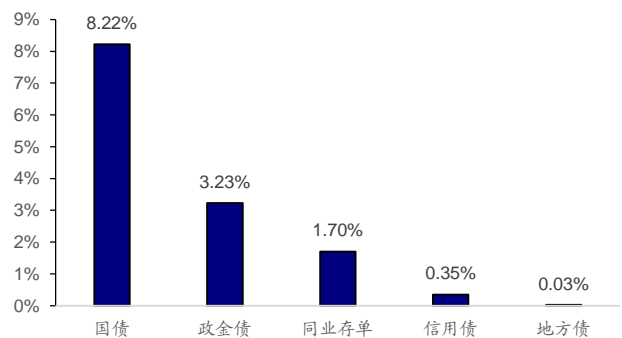
境外机构的影响力在国债和政金债方面表现更为明显。17年初至21年末，境外机构买入国债总增量的17%、买入政金债总增量的11%。截至21年末，外资持有国债占我国国债总规模的10.9%、政金债为5.5%。22年以来至23年5月，外资净减持国债、政金债3075亿元、3676亿元，占比分别下降至8.2%、3.2%，但仍是各券种中外资占比最高的两类。

图4 各券种中外资持仓占比走势



资料来源：Wind，中债登，上清所，海通证券研究所

图5 各券种中外资持仓占比（截至23年6月）



资料来源：Wind，中债登，上清所，海通证券研究所

1.2 外资持仓结构：偏好国债和政金债、久期有缩短趋势

外资持仓券种结构来看，持仓占比从大到小依次为国债、政金债、同业存单、信用债。

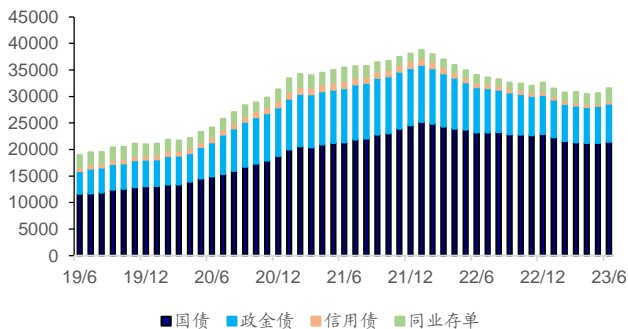
1) 截至今年6月(下同)，外资持仓结构中政金债占比为22%。2018年11月，财政部、国税总局发文明确了3年内对境外机构投资境内债市取得的债券利息收入暂免征收企业所得税和增值税(具体实行时间为2018年11月7日-2021年11月6日)，21年又延长了这一税收优惠政策时间至25年底。此外，2019年4月起我国国债和政金债被纳入BBGA指数。受此影响，政金债配置比例自18年下半年以来呈上升趋势，在21年达到近30%的高点，此后逐渐回落至22%附近。

2) 国债占比为65%。国债作为最具安全性的品种，自17年以来占比始终在50%以上。从变动趋势来看，政金债免税后收益率的相对优势使得国债占比在19年附近曾出现明显下降，但20年之后我国国债相继被纳入GBI-EM GD指数和WGBI指数，叠加外资风险偏好的下降，共同带动了国债占比的持续提升。截至今年6月，国债在外资持仓中的占比从21年6月的57%升至65%附近。

3) 存单占比为7%。2017年8月外资增持同业存单638亿元，带动持仓中存单比重迅速提升。这一方面源于7月债券通开启带来大量境外资金进入我国债市，另一方面得益于当时存单相对于国债利差的大幅走阔，人民币的升值也会使得存单这一具有短期流动性优势的品种更易受到外资青睐。此后利差呈收窄趋势，存单占比也从17年10月14%的高位回落至22年9月3.4%的低点。22年10月以来，存单和国债的利差再度走阔，存单占比有所回升。

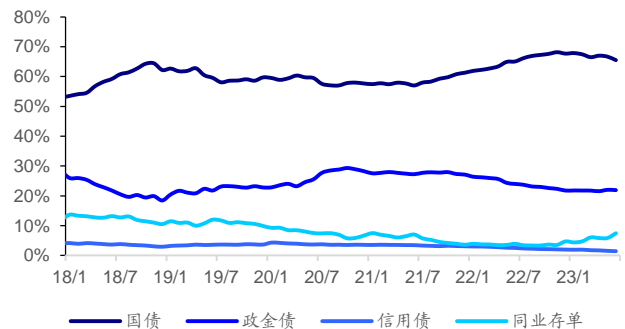
4) 信用债占比为1%。外资对于信用债的配置比例稳中趋降，逐渐由17年初的6%降至今年6月的1%。一方面，我国国内信用评级体系仍待进一步与国际接轨，另一方面，近年来信用债刚兑概念逐渐被打破，而目前进入国内债券市场的境外机构风险偏好相对较低。

图6 外资持有四类主要债券规模变化情况(亿元)



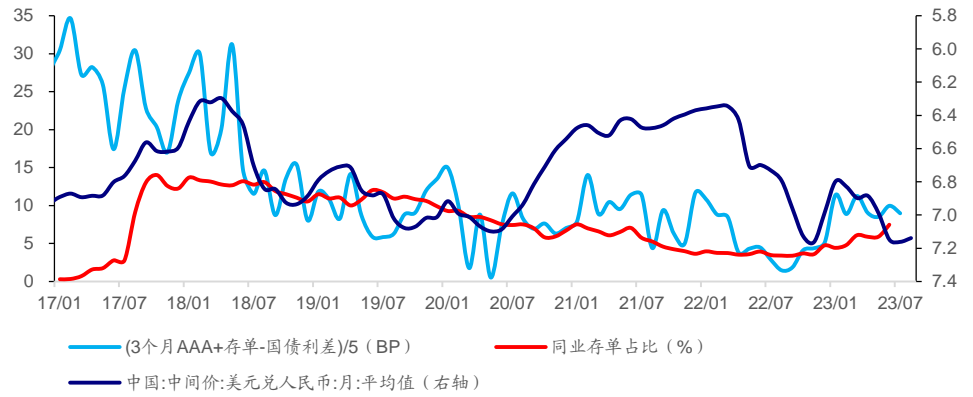
资料来源: Wind、中债登、上清所, 海通证券研究所

图7 外资持仓四类主要债券的相对比例



资料来源: Wind、中债登、上清所, 海通证券研究所

图8 17年10月以来，存单在外资持仓中的占比先升后降



资料来源：上清所，WIND，海通证券研究所

久期方面，境外机构多为我国债市的中长期投资者，但近两年投资久期有缩短趋势。我国债市对外开放进程推进中，政策导向一直鼓励境外机构投资者作为中长期投资者投资我国债券市场²。据国家外汇管理局国际收支分析小组《2022年中国国际收支报告》，在我国购债的境外机构中，投资行为稳健的境外央行类机构和银行占比达七八成。这一投资者结构使得外资购债的久期整体较长。根据外汇交易中心发布的银行间市场境外业务运行状况报告，22年4月以前，境外机构投资我国债券的待偿期以3-10Y为主，占比基本保持在50%以上。

而近两年来久期呈现缩短趋势，0-1Y债券占比从21年的20%多明显上升至23年以来的40%以上，今年6月境外机构投资我国债券中46%的待偿期在0-1Y，24%的待偿期在7-10Y。一方面，海外进入加息周期，中美利差收窄，另一方面跨境证券投资避险情绪升温，我国长久期债券对于外资的吸引力有所下降。

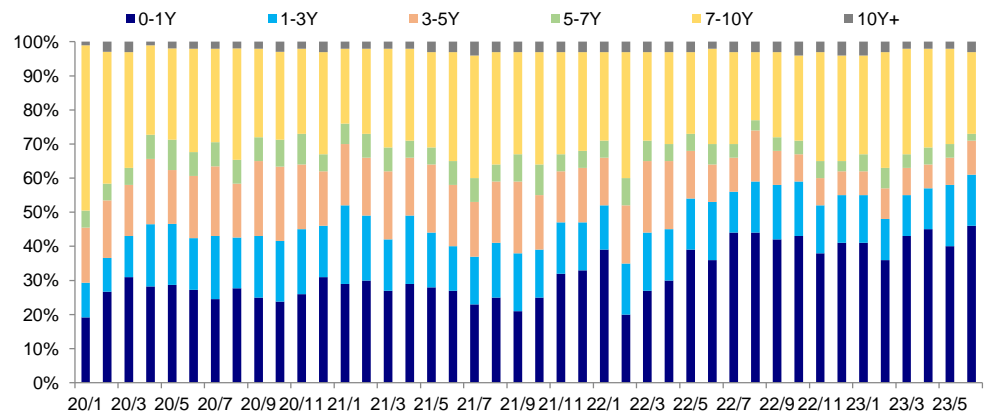
图9 外资购买境内债券中各类境外机构占比情况



资料来源：国家外汇管理局³，中国政府网。海通证券研究所

² <https://www.safe.gov.cn/safe/2022/0527/21019.html>

³ 《2022年中国国际收支报告》图 C5-3, https://www.gov.cn/lianbo/2023-04/01/content_5749629.htm

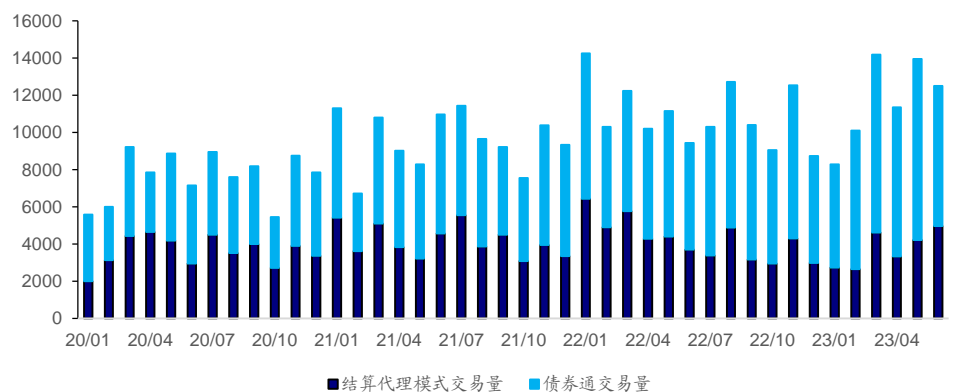
图10 境外机构投资我国债券待偿期分布（占比，%）


资料来源：CfetsOnline 发布公众号，海通证券研究所

1.3 债市对外开放不断推进，债券通成为更主要的入市渠道

外资购债活跃度的提升离不开我国对于债市对外开放的政策支持。我国债券市场对外开放自 2002 年起正式起步。经过数年发展之后，目前我国共形成了三种境外机构投资渠道，即合格境外投资者（2020 年由 QFII 和 RQFII 合二为一）、CIBM（境外机构直接进入内地银行间债券市场）计划以及债券通中的“北向通”等。

不管是从法人数量还是交易量来看，债券通模式都已经明显超过了结算代理模式，成为外资入市的更主要渠道。据中国外汇交易中心 CfetsOnline 官方公众号数据，截至 23 年 6 月底，以法人为统计口径，通过结算代理模式、债券通模式入市的境外机构投资者数量分别为 536 家、802 家。6 月，境外机构投资者买入债券 6896 亿元，卖出债券 5612 亿元，净买入 1283 元。其中，通过结算代理模式达成 4975 亿元（代理交易 4726 亿元、直接交易 249 亿元），净买入 980 亿元；通过债券通模式达成 7533 亿元，净买入 303 亿元。

图11 银行间市场境外机构分别通过结算代理模式和债券通的交易量（亿元）


资料来源：CfetsOnline 发布公众号，海通证券研究所

1) QFII/RQFII

2002-2013 年是 QFII 和 RQFII 进入我国交易所和银行间债券市场的探索阶段。2002 年 11 月《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法⁴》发布，合格投资者（QFII）在经批准的投资额度内，可投资在交易所挂牌交易的国债、可转换债券和企业债券。2011 年 12 月发布的《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

⁴ https://www.gov.cn/gongbao/content/2003/content_62244.htm

点办法⁵》允许 RQFII 试点机构进行交易所和银行间市场债券交易。2013 年 3 月 QFII 可以申请进入银行间债券市场⁶。在这一阶段，央行仍然在积极探索中国债市对外开放的可行性，投资额度、合格投资者认定等方面仍存在着较多限制。

2018 年及以后，合格境外投资者投资限制加速放松。2018 年 6 月放宽了 QFII/RQFII 投资的一些限制。例如取消 QFII 每月资金汇出不得超过上年末境内总资产 20% 的限制；取消 QFII 投资 3 个月锁定期、RQFII 非开放式基金投资 3 个月锁定期；同时明确了合格机构投资者外汇风险管理政策，允许 QFII、RQFII 对其境内投资进行外汇套保等。2019 年 9 月，国家外汇管理局宣布，取消 QFII 和 RQFII 的投资额度限制。同时，RQFII 试点国家和地区限制也一并取消。

2020 年 9 月《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》发布，QFII、RQFII 资格和制度规则合二为一。该规定取消了申请合格境外机构投资者时的资产规模等条件要求，中国证监会自受理申请文件之日起 10 个工作日内对申请材料进行审核。在投资范围方面，合格境外机构投资者可以参与债券发行、资产支持证券发行，可以参与证券交易所融资融券、转融通证券出借交易等。

各项限制的逐渐放松对于外资入市形成持续吸引力。截至 23 年 6 月，经证监会批准的合格境外投资者已超过 770 家⁷。

表 1 我国债券市场的对外开放进程梳理

时间	文件	内容
2010/8	《中国人民银行关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》	允许三类机构进入中国银行间债券市场：外国中央银行或货币当局、我国港澳地区人民币业务清算行、跨境贸易人民币结算境外参加银行
2011/12	《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》	RQFII 正式启动，允许 RQFII 试点机构可进行银行间债券市场交易、交易所债券市场交易。
2012/7	《关于实施〈合格境外机构投资者境内证券投资管理办法〉有关问题的规定》	明确 QFII 投资范围包括：在证券交易所交易或转让的股票、债券和权证；在银行间债券市场交易的固定收益产品。
2013/3	《关于合格境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》	获得中国证监会资格批准、外汇管理局额度批准的 QFII 投资者申请进入中国银行间债券市场
2013/3	《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》	允许获得中国证监会资格批准、外汇管理局额度批准的 RQFII 投资者申请进入中国银行间债券市场
2015/5	《关于境外人民币业务清算行、境外参加银行开展银行间债券市场债券回购业务的通知》	允许已获准进入银行间债券市场的清算行和参加债券质押式回购交易和债券买断式回购交易，且回购资金可调出境外使用。
2015/7	《中国人民银行关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事项的通知》	境外央行、国际金融组织、主权财富基金三类机构通过备案后可投资中国银行间债券市场
2016/5	《境外机构投资者投资银行间债券市场备案管理实施细则》	符合条件的境外机构投资者均可填写投资备案表通过银行间市场结算代理人提交至人民银行上海总部，并可自主决定投资规模，没有投资额度限制。
2018/3	《银行间债券市场信用评级机构注册评价规则》	允许符合条件的境外信用评级机构在中国境内开展债券信用评级业务
2018/6	《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》	取消 QFII 资金汇出 20% 比例要求，QFII 可委托托管人办理相关资金汇出；取消 QFII、RQFII 本金锁定期要求，QFII、RQFII 可根据投资情况汇出本金；允许 QFII、RQFII 开展外汇套期保值，对冲境内投资的汇率风险。
2018/8	《关于境外机构投资者投资境内债券市场企业所得税 增值税政策的通知》	对境外机构投资者境内债市取得的债券利息收入暂免征收企业所得税和增值税，政策期限暂定 3 年
2019/9	国家外汇管理局公告	取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制。同时，RQFII 试点国家和地区限制也一并取消。
2020/9	《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》	将 QFII、RQFII 两项制度合二为一，放宽准入条件，扩大投资范围。

⁵ <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c106256/c1653823/content.shtml>

⁶ <http://www.pbc.gov.cn/jinrongshichangsi/147160/147171/147358/147400/2866147/index.html>

⁷ <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101900/c1029652/content.shtml>

法》		
2021/11	《关于延续境外机构投资者投资境内债券市场企业所得税、增值税政策的公告》	自 2021 年 11 月 7 日起至 2025 年 12 月 31 日止，对境外机构投资者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。
2022/5	《关于进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜》	境外机构投资者以法人身份入市。对于拟备案机构及已备案机构的新增产品，无需再逐只产品备案。入市的境外机构投资者，可以持相关备案证明文件等材料申请开立证券账户后直接投资交易所债券市场，也可以通过互联互通方式投资交易所债券市场。两种方式均无需另行办理备案或审批手续。
2022/11	《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定》	统一规范境外机构投资者投资中国债券市场所涉及的资金账户、资金收付和汇兑、统计监测等管理规则；允许境外机构投资者通过结算代理人以外的第三方金融机构办理；进一步扩大境外机构投资者外汇套保渠道，并取消柜台交易的对手方数量限制。
2023/5	《内地与香港利率互换市场互联互通合作管理暂行办法》	境内外投资者通过香港与内地基础设施机构连接，参与香港金融衍生品市场和内地银行间金融衍生品市场。

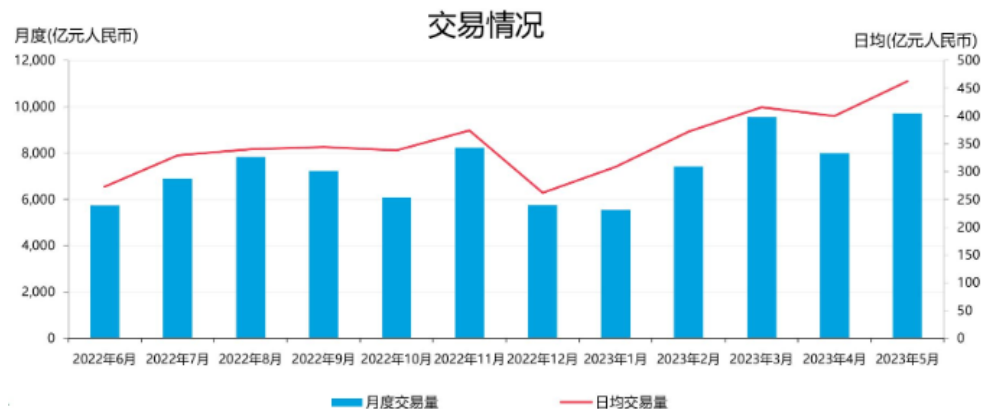
资料来源：人民银行、外汇交易中心、中国银行间市场交易商协会、中国政府网、国家税务总局、国家外汇管理局、中债登、新华社，海通证券研究所整理

2) 债券通

除了 QFII/RQFII 之外，债券通的开启成为境外机构进入我国债券市场的另一个重要途径，且不断更新和发展交易手段和技术支持。债券通采用互联互通“一点接入”模式，可直接依靠内地与中国香港的基础设施互联和多级托管来“一点接入”内地银行间债券市场，国际投资者可以基本不改变原有交易结算制度安排和习惯，不须委托具备国际结算业务能力的银行间债券市场结算代理人，并且交易流程更加简化。2018 年 8 月，债券通全面实施券款对付(DVP)结算模式，进一步便利境外投资者的交易需求，提升了交易效率。2019-2020 年，债券通推出 E-Filing 系统，辅助境外机构投资者在线办理入市，上线批量交易功能，境外数据接口稳步拓展。23 年 6 月，“北向通”交易结算失败一站式线上报备服务上线，有助于大幅提升结算失败报备的效率和便利度。

债券通开通以来，入市机构数量和交易量增长十分强劲。根据债券通公司官网公布的数据⁸，截至 2023 年 5 月末，债券通已经吸引了来自全球超过 30 个国家和地区的 798 家境外机构投资者入市，全球排名前 100 的资产管理机构中的 80 家已顺利通过债券通进入中国银行间债券市场。交易方面，债券通日均交易量达到 463 亿人民币，与刚上线比较增加逾 30 倍。债券通成交数据的快速增长也体现出我国债券市场的开放对海外投资者的吸引力之大。

图12 债券通日均交易量平稳提升



资料来源：债券通，海通证券研究所

除了各个渠道的限制不断放宽，各渠道间的联通性和一致性也在加强。2019 年 9 月人民银行会同外汇局制定了《关于进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》，允许同一境外主体 QFII/RQFII 和直接入市渠道（CIBM）下的债券进行非交易过户，资金账户之间可以直接划转，同时同一境外主体通过上述渠道入市只需备案一次。境外机构投资者不同渠道投资银行间市场的政策原则上基本趋同。

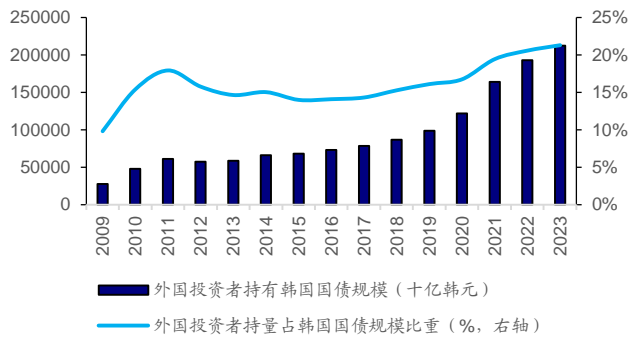
⁸ <https://www.chinabondconnect.com/sc/Newsroom/News-Release/Bond-Connect-Celebrates-6th-Anniversary.html>

2. 对未来境外机构持仓提升空间的探讨

2.1 长期视角：外资占比提升和券种多样化空间仍大

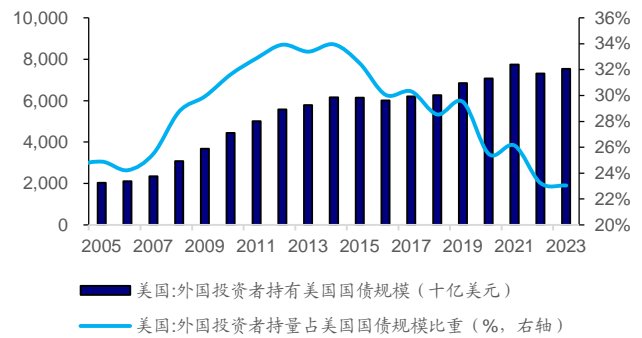
横向对比其他国家来看，目前我国国债市场中外资的占比依然较低。截至 2023 年 6 月，境外机构持仓韩国债券量总计 242.8 万亿韩元，占韩国上市债券总数的 10%，其中境外机构持仓韩国国债规模约为 212.5 万亿韩元（占外资持有总量的 88%），占韩国国债余额的 21% 左右。截至 2023 年 5 月，境外机构持有美国国债的规模为 7.53 万亿美元，占美国国债总规模的 23% 左右。而我国境外机构持有国债占比仅 8.2%、所有券种持仓总量占比仅 2.5%，随着我国债市开放力度的加大，境外机构在国债市场中的占比还有很大的上升空间。

图13 境外机构持有韩国国债的规模及占比



资料来源：Wind，韩国金融监管服务局，海通证券研究所，23 年数据截至 23 年 6 月

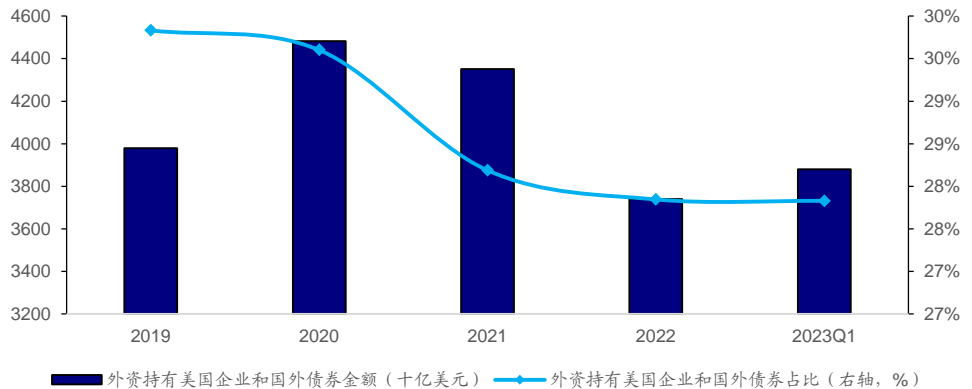
图14 境外机构持有美国国债的规模及占比



资料来源：WIND，海通证券研究所，23 年数据截至 23 年 5 月

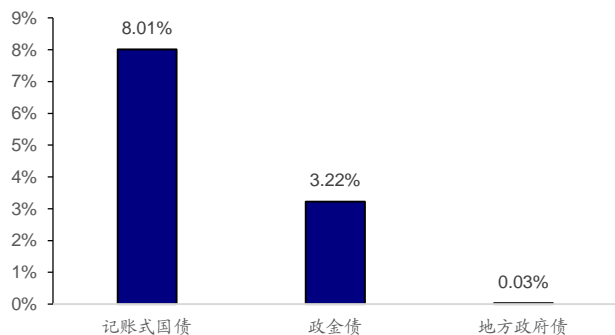
外资投资券种的多样化空间仍大。参照信用债发展体系较为完善的美国，根据 2023 年 6 月美国联邦储备委员会公布的美国金融账户数据，截至 2023 年 1 季度，外国投资者约持有美国企业债券和外国债券⁹的 27.8%。而当前境外机构对我国信用债等持有还较少。截至今年 6 月，外资持有我国国债占比在 8% 以上，但地方政府债的外资占比尤其低；此外，相比于利率债，信用债外资占比整体也偏低，均在 1.9% 以下，其中企业债、中票、公司债、短融超短融占比更低，均在 0.5% 以下。

图15 外资对美国企业债券和外国债券的持有金额和占比

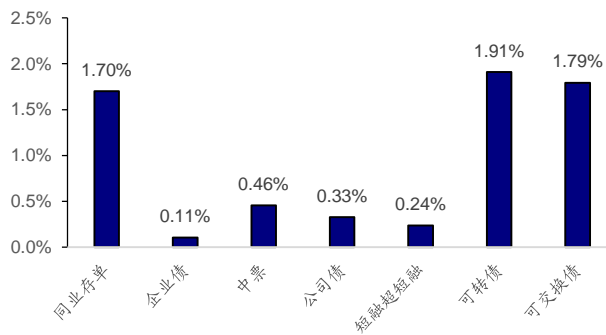


资料来源：Federal Reserve Board，海通证券研究所

⁹ 该数据将美国的“Corporate Bond”和“Foreign Bond”合并进行统计和披露

图16 外资在利率债各券种中的占比（2023年6月）


资料来源：中债登、上清所、上交所、深交所，WIND，海通证券研究所

图17 外资在信用债各券种中的占比（2023年6月）


资料来源：中债登、上清所、上交所、深交所，WIND，海通证券研究所

我国亦正在进一步完善信用债市场的规范建设。2020年5月金融委办公室发布11条金融改革措施，允许符合条件的国际评级机构和民营评级机构在我国开展债券信用评级业务¹⁰。随着我国逐渐开放评级市场，与国际评级体系接轨，且参与债券投资的境外机构也将更加多样化，外资的债券配置也可能不仅限于利率债，还会拓展到信用债等其他领域。

我国的主权信用风险相比其他新兴市场国家明显更低，且具有免税优势，债券“性价比”对于外资有长期吸引力。尽管新兴市场中印尼、印度、墨西哥等国家国债收益率较高，但标普和穆迪对其的评级均分别在BBB及以下、Baa2及以下；相比之下，我国作为全球第二大经济体，经济具有充足韧性，外汇储备基本保持在3万亿美元以上，主权风险相对较低。目前两家评级机构对我国的主权评级分别是AA+和Aaa，明显高于其他新兴市场国家。

表2 主要国家债市利率和主权评级情况¹¹

	1Y国债利率 (%)	10Y国债利率 (%)	标普主权评级	穆迪主权评级
德国	3.39	2.52	AAA	Aaa
法国	3.68	3.03	AA	Aa2
日本	-0.09	0.61	A+	A1
英国	5.17	4.29	AA	Aa3
新加坡	3.73	3.05	AAA	Aaa
韩国	3.57	3.68	AA	Aa2
美国	5.37	3.97	AA+	Aaa
中国	1.81	2.66	A+	A1
俄罗斯	10.89	11.50	CC	Ca
印尼	5.80	6.27	BBB	Baa2
印度	6.90	7.17	BBB-	Baa3
墨西哥	11.22	-	BBB	Baa2

资料来源：WIND，Countryeconomy，海通证券研究所，更新至23年7月31日

此外其他国家如俄罗斯对外资机构投资者的联邦贷款债券、地方债券、公司债等票息收入征收15-20%不等的税。而我国2018年11月起对境外机构投资我国各类债券利息收入免收增值税和所得税，2021年延续这一政策的有效期至2025年末，也进一步增大了对外资的吸引力。

¹⁰ <https://www.safe.gov.cn/safe/2020/0527/16303.html>
¹¹ <https://countryeconomy.com/ratings>

表 3 部分国家对境内和境外投资者国债利息收入征税的规定

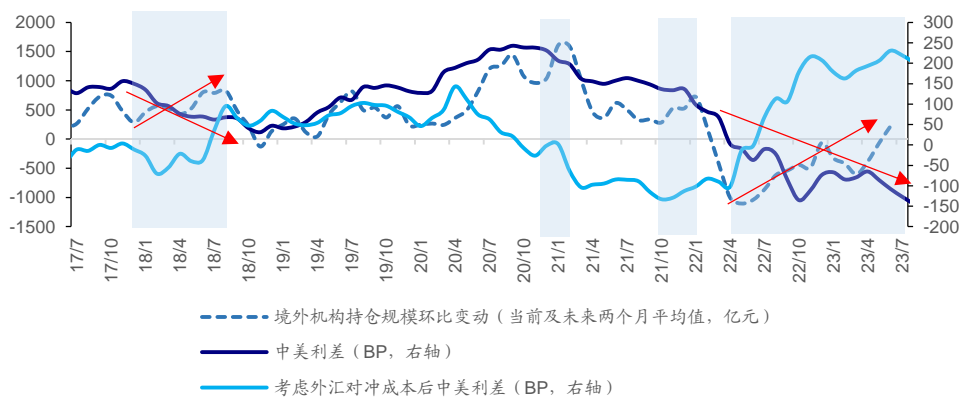
	境外投资者	本土投资者
日本	一定条件下免税或给予税收优惠 ¹²	公司不免税，居民不免税（残疾人等特殊群体除外）
英国	免税	公司不免税，个人投资者不免税（通过 ISA 账户购买或所持证券数额在一定数额以内的除外）
韩国	根据与各国的具体条款而定	15.4%
美国	免税	征收联邦税，免交州税和地方税
中国	免税	免税
俄罗斯	机构 15%，个人免税	13%

资料来源：中国政府网，Investopedia，英国债务管理办公室，日本财政部，KPMG, proccpio，海通证券研究所

2.2 短期视角：扣除外汇对冲成本后的中美利差仍较高

尽管中美利差与外资持仓具有很强相关性，但是，**单纯的利差有时并不能很好解释外资增减持人民币债券的行为**。如 2018 年上半年、20 年末-21 年初、21 年末-22 年初、22 年 4 月以来，中美利差呈下降态势但境外机构持仓环比多增。

实际上，**汇兑成本也是影响外资投资收益的关键因素**。由于是跨币种投资，机构大多需要进行汇率风险的对冲，常用的工具是 1 年期的外汇掉期。如果对冲成本较高，可能会蚕食名义利差带来的收益。因此，可以通过构建扣除外汇对冲成本后的中美利差来分析“实际”利差与外资买债行为间的关系。可以发现，在以上四个时期中，外汇持仓变化虽然和中美利差走势相反，但和扣除外汇对冲成本后的利差走势接近。

图 18 扣除外汇对冲成本后的中美利差对外资持仓产生影响


资料来源：Wind，海通证券研究所

当前，**考虑外汇对冲成本后的中美利差仍处历史较高水平，外资购债具有韧性**。去年 4 月以来，中美货币政策错位带动美债利率飙升，中美名义利差快速下降至倒挂区间，理论上将带动外资撤离我国债市。但考虑到外汇对冲成本来看，截至 8 月 4 日，美元兑人民币即期汇率、1Y 远期汇率分别为 7.18 和 6.92，形成了远期结汇收益，也显示了外资对于人民币长期币值稳定的信心；考虑外汇对冲成本后的中美利差由去年 4 月的 -102BP 上行至今年 7 月的 219BP，处于历史偏高位。

此外，**目前美债虽面临短期扰动，但中美利差倒挂程度有望逐渐缩窄**。8 月以来，受美国信用评级下调、美国财政部加大债券发行规模以及 ADP 就业数据超预期等共同因素扰动，10Y 美债利率再度上行至 4% 以上的高位，但美国非农数据已低于预期、通胀压力放缓、市场预期美国加息周期已处于尾声（截至 8 月 8 日，CME “美联储观察”预计美联储 9 月、11 月维持利率不变的概率分别为 85.5% 和 71.7%），美债利率有望呈

¹² 与境外投资者的国家有税收协定情况下按对方国家的税收来交，对于在日本有常设机构的境外公司，可用国债的税抵扣公司所得税

下行趋势并带动中美名义利差倒挂程度收窄，进一步增强国内债市对于外资的吸引力。

2.3 被动资金流入：三大国际债券指数均已纳入

彭博巴克莱全球综合债券指数（BBGA）、摩根大通全球新兴市场多元化政府债券指数（GBI-EM GD）和富时罗素世界国债指数（WGBI）并称为三大国际债券指数。当前，前两者已完成对我国债券的纳入，仅 WGBI 仍在纳入过程中。

BBGA: 19 年 4 月起被纳入，纳入过程分 20 个月。2020 年 11 月，中国国债和政策性银行债已经完全纳入彭博巴克莱全球综合债券指数 BBGA（Bloomberg Barclays Global Aggregate Index）。目前，中国债券在该指数权重约为 6%，人民币在该指数中成为继美元、欧元和日元之后的第四大计价货币。根据 BBGA 的跟踪资金规模约 2.5 万亿美元计算，人民币债券纳入完成带来的外资跟踪资金约 1500 亿美元。此外，除了全球综合指数外，人民币计价的债券还被纳入全球财政部和新兴市场本币政府指数中。

GBI-EM GD: 20 年 2 月起被纳入，纳入过程分 10 个月。2019 年 9 月，JP Morgan 宣布将于 2020 年 2 月 28 日开始在摩根全球新兴市场政府债券指数系列中纳入人民币计价的高流动性中国政府债券，包括全球新兴市场多元化政府债券指数（GBI-EM GD）、全球新兴市场政府债券指数（GBI-EM Global）、新兴市场政府债券指数（狭义）（GBI-EM (Narrow)）及新兴市场多元化政府债券指数（狭义）（GMI-EM (Narrow) Diversified），其中以 GBI-EM GD 的影响力最大。GBI-EM GD 纳入过程分为 10 个月。完全纳入后，中国债券在该指数中的权重将升至 10%。估计该指数跟踪资金规模约为 3000 亿美元，因此预计该项纳入带来 300 亿美元外资流入。

WGBI: 21 年 10 月起被纳入，纳入过程分为 36 个月。2020 年 9 月 25 日，英国富时罗素公司宣布¹³“中国国债将于 2021 年 10 月份被纳入富时世界国债指数（WGBI）”，纳入过程分为 36 个月，即明年 10 月即将完成。纳入后我国国债权重为 5.25%，基于跟踪该指数的约 2.5 万亿美元管理资金，或吸引 1300 亿美元的被动资金流入我国债市，平均每月约为 36 亿美元。

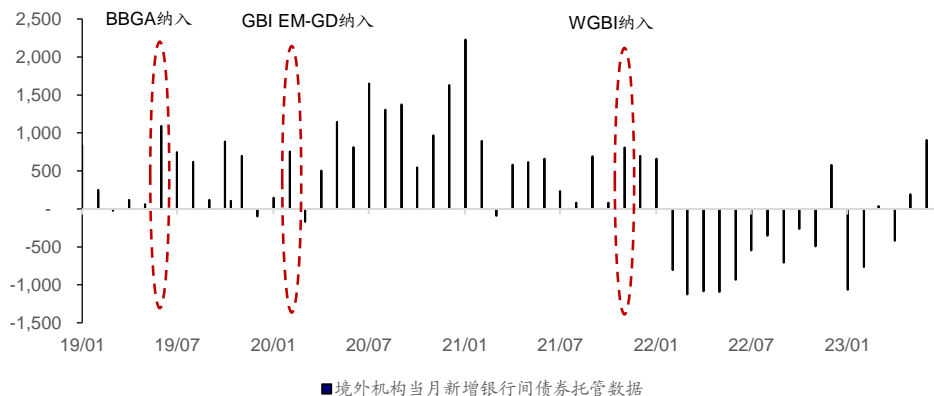
表 4 三大国际债券指数纳入过程和被动资金流入测算

指数	纳入过程	跟踪资金规模	纳入后占该指数比例	被动资金流入估计
彭博巴克莱全球综合债券指数 (BBGA)	2019 年 4 月起纳入，分为 20 个月，每月递增 5%	约 2.5 万亿美元	6%	约 1500 亿美元
摩根大通全球新兴市场多元化政府债券指数 (GBI-EM GD)	2020 年 2 月 28 日开始，纳入过程分为 10 个月	约 3000 亿美元	10%	约 300 亿美元
富时罗素世界国债指数 (WGBI)	2021 年 10 月 29 日开始，在 36 个月内分阶段完成	约 2.5 万亿美元	5.25%	1300 亿美元

资料来源：Bloomberg, Brandywine, 上海证券报, 中国政府网, 证券时报, 海通证券研究所

从实际表现来看，纳入 WGBI 提供的增量资金对外资配债趋势影响有限。2021 年 1 月至 10 月期间，境外机构平均每月托管规模增量为 598 亿元，但 21 年 11 月被纳入 WGBI 指数以来，中美货币政策错位、海外风险事件演绎等因素对于外资购债行为产生更为主导性的影响，外资平均每月托管规模增量反而为 -288 亿元。由此可见，平均每月 36 亿美元的新增被动资金流入对于外资持仓的边际影响有限，趋势性判断更应关注中美利差等方面。

¹³ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1678885150395748424&wfr=spider&for=pc>

图19 WGBI 指数纳入后，对于外资持仓增量影响有限（亿元）


资料来源：中债登、上清所，海通证券研究所

3. 总结与展望

综合来看我们认为未来境外机构持有我国债券的提升空间仍大。

长期来看，外资持债在我国债券市场所占的份额和券种多样性有待提高。对比韩国、美国等，外资持有量占我国债券的份额仍低，即使是持有最多的国债也是如此，仅有 8.2%，而韩、美分别为 21%、23%，且持仓的券种多样性有待提升，信用债外资占比整体偏低，均在 1.9% 以下，其中企业债、中票、公司债、短融超短融占比更低，均在 0.5% 以下，未来配置范围可能从利率债为主逐步向信用债等其他领域扩展。此外，我国的主权信用风险相比其他新兴市场国家明显更低，且具有免税优势，债券“性价比”对于外资有长期吸引力。

短期来看，影响外资配债的因素除了收益率外还有外汇对冲成本，从历史经验来看，2018 年上半年、20 年末-21 年初、21 年末-22 年初、22 年 4 月以来四个时期中，外汇持仓变化虽然和中美利差走势相反，但和扣除外汇对冲成本后的利差走势接近。当前，中美利差虽仍为倒挂，但考虑外汇对冲成本后的中美利差仍处历史较高水平，外资购债具有韧性。此外，目前美债虽面临短期扰动，但随着美国通胀压力放缓、加息周期处于尾声，中美利差倒挂程度有望逐渐缩窄。

最后，三大国际债券指数中，仅 WGBI 对我国债券仍在纳入过程中。我国债券自 21 年 10 月起被纳入 WGBI 指数，纳入过程分为 36 个月，或吸引 1300 亿美元的被动资金流入我国债市，平均每月约为 36 亿美元。从纳入后实际表现来看，21 年 11 月以来外资平均每月托管规模增量反而为 -288 亿元，更应关注利差和汇率等因素影响。

风险提示： 基本面变化、政策不及预期、信用风险、数据统计存在遗漏或偏差。

信息披露

分析师声明

孙丽萍 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
 (021)23185717 luying@haitong.com

 邓勇 副所长
 (021)23185718 dengyong@haitong.com

 荀玉根 副所长
 (021)23185715 xyg6052@haitong.com

 涂力磊 所长助理
 (021)23219747 tll5535@haitong.com

 余文心 所长助理
 (0755)82780398 ywx9461@haitong.com

 汪立亭 所长助理
 (021)23219399 wanglt@haitong.com

 孙婷 所长助理
 (010)50949926 st9998@haitong.com

宏观经济研究团队

 梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
 应稼娟(021)23185645 yjx12725@haitong.com
 李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
 侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
 联系人
 李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
 王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
 贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

 冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
 罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
 袁浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
 袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
 黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
 张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
 联系人
 郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
 曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
 卓伊萱 zyx15314@haitong.com
 马毓婕 myj15669@haitong.com
 付欣郁 fxy15672@haitong.com

金融产品研究团队

 倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
 唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
 谭宏实(021)23185676 tsh12355@haitong.com
 江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
 张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
 吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
 滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com
 章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
 联系人
 陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
 魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
 舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

 姜珺珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
 王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
 孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
 张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com
 联系人
 王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
 方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com
 藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
 高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
 吴信坤(021)23154147 wxk12750@haitong.com
 杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
 余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
 王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
 联系人
 刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
 陈菲 cf15315@haitong.com

中小市值团队

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
 潘莹莹(021)23185635 pyl10297@haitong.com
 王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

 李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
 吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
 朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
 周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
 李妹醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
 联系人
 纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

石油化工行业

 邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
 胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
 联系人
 张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
 朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com
 孟陆(010)56760096 ml13172@haitong.com
 周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
 联系人
 彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com
 肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
 张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

汽车行业

 王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
 房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
 张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
 刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com
 联系人
 石佳艺 sjy15440@haitong.com

公用事业

 吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
 傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
 联系人
 余玫翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com
 阎石(021)23185741 ys14098@haitong.com
 胡鸿程 hhc15605@haitong.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
 李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
 高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com
 曹蕾娜 cln13796@haitong.com
 联系人
 张冰清(021)23185703 zbzq14692@haitong.com
 李艺冰 lyb15410@haitong.com
 王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网及传媒

 毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
 康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
 联系人
 崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

 陈先龙(021)23219406 cxl15082@haitong.com
 陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com
 甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
 联系人
 张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com
 梁琳 ll15685@haitong.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
 谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
 联系人
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com
 陈昭颖 czy15598@haitong.com

电子行业 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com 文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com 联系人 酆奕滢 lyy15347@haitong.com 张 幸 zx15429@haitong.com	煤炭行业 李 焱(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com	电力设备及新能源行业 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 马天一 02123219171 mty15264@haitong.com 胡惠民 hhm15487@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com 马菁菁(021)23185627 mj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com 罗 青 lq15535@haitong.com 孔淑媛 ksy15683@haitong.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com 夏思寒 xsh15310@haitong.com 杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 于一铭 yym15547@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 联系人 肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com	纺织服装行业 梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23185640 wt114693@haitong.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com	机械行业 赵玥玮(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com 毛冠锦 mgj15551@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
建筑工程行业 张欣勋 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	农林牧渔行业 李 焱(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com 冯 鹤 fh15342@haitong.com 联系人 蔡子慕 czm15689@haitong.com	食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com 苗 欣 mx15565@haitong.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com 李雨泉 lyq15646@haitong.com	银行行业 林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23185687 wj13985@haitong.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com 联系人 吕浦源 lpy15307@haitong.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gq13820@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com	环保行业 戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com 联系人 杨寅琛 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com