

# 中国香港点心债市场与境内债市比较分析及发展建议

毕玉升

**摘要:** 本文介绍了中国香港点心债市场目前的发展现状,回顾了离岸美元债券的发展历程,从交易模式、参与机构、资金成本、配套工具等多方面详细对比了中国香港点心债和境内人民币债券市场的差异,提出了对中国香港点心债市场的发展建议。

**关键词:** 离岸人民币;点心债;做市;南向通

**中图分类号:** F832 **文献标识码:** A

人民币国际化离不开离岸市场的支持,中国香港既是离岸人民币业务中心,也是离岸人民币债券(简称“点心债”)最主要的交易中心。随着中国香港国际金融中心建设、中资企业“走出去”和人民币国际化的不断深入,中国香港可以配合国家战略发展,承担起更重要的人民币离岸债券投融资职责,不断优化提升、做大做强点心债市场,提高中国香港点心债市场的活力和竞争力。

## 一、中国香港点心债市场发展状况

### (一) 点心债发展历程

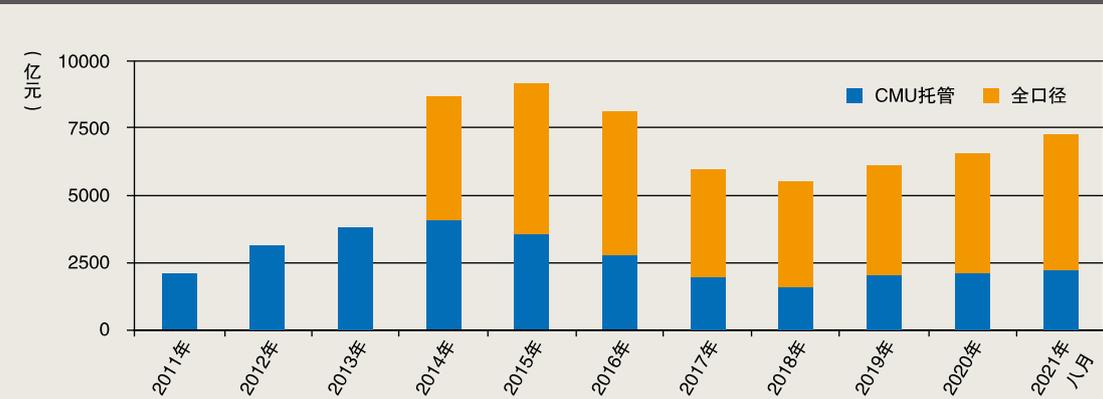
自2007年国家开发银行在港首次发行人民币债券之后,中国香港点心债市场开始逐步发展起

来,与离岸人民币外汇市场相似,也呈现先快后慢的发展趋势。2015年“8·11”汇改前,在岸和离岸人民币汇率均呈现强势的上行走势。根据中国香港金管局统计,同期,中国香港银行业的人民币存款规模也快速增长,一度突破1万亿元。但2015年汇改后,人民币汇率波动加剧,投资者持有人民币的需求有所下降,离岸人民币存量余额下滑,目前维持在7000亿元左右。全口径(包括伦敦、新加坡等地发行)和中国香港本地托管(CMU)的点心债规模与人民币存款规模走势基本相同,也是在2015年达到顶点,之后震荡下降,但基本分别稳定在7000亿元和2500亿元左右(见图1)。

2015年后人民币外汇和债券业务发展有所放缓的主要原因有以下四点。一是汇改后人民币汇率震荡走贬,从2017年开始,人民币快速升值,升值预期导致中资企业境外融入人民币的需求降低,转而融入美元资金,点心债发行量下滑;二是2017年债券通北向开通后,境外人民币投资者开始逐步进入标的更为广泛的境内银行间市场投资,境外点心债的需求受到抑制;三是伦敦和新加坡等海外市场的竞争压力,在伦敦交易所和新加坡交易所挂牌的点心债数目近年也显著增长;四是欧美维持低利率环境,令跨国企业倾向于发行低息货币债券。

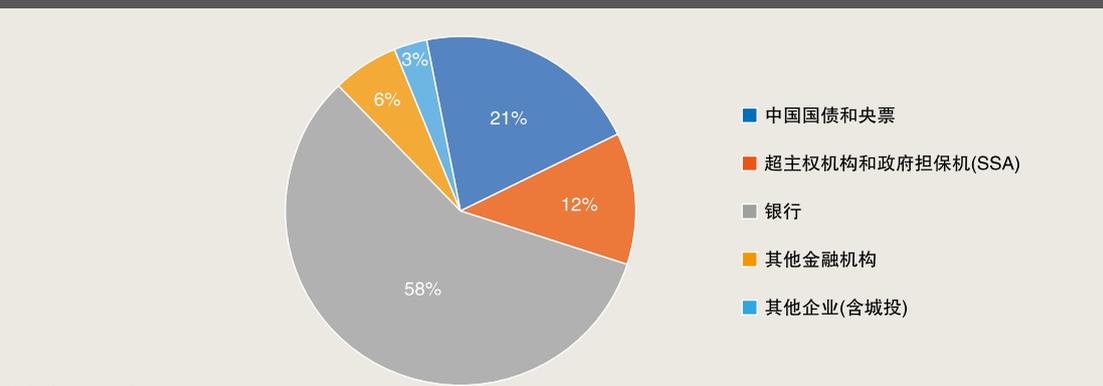
作者简介:毕玉升,上海浦东发展银行总行金融市场部。

图1 全口径离岸人民币债券和CMU托管点心债存量金额



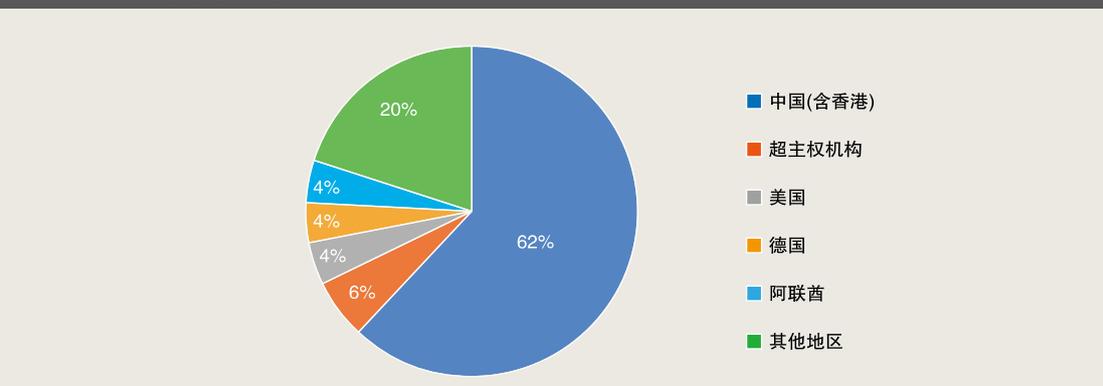
资料来源：中国香港金管局、彭博

图2 点心债发行人类型及其占比



资料来源：彭博

图3 发行人国别结构



资料来源：彭博

(二) 点心债发行人和投资者结构

截至2021年9月，全口径的点心债存量余额约为6000亿元（含银行CD）。发行人主要包括中国财政部和中国人民银行、商业银行、超主权机构和企业（包括房地产和企业）（见图2）。其中，银行占比最高，而非金融企业占比较低。发行人国别

大多数为中资机构（见图3）。

出现这种结构的主要原因是需求带动供给。离岸人民币资金主要来源是央行货币互换和贸易项下的资金逐步积累，因此绝大多数长期限的离岸人民币资金持有人是海外央行、主权机构以及商业银行，资管类机构持有量较少（境外债券属于OTC市场，

很难精确统计持有人分布)。投资人结构决定了市场偏好以低风险的主权债和金融债为主,企业很难大规模发行(以大型跨国企业为主)。

### (三) 离岸美元债券发展路径对比

虽然点心债市场发展有所放缓,但该市场的发展前景仍非常广阔。这从欧洲美元市场和离岸美元债券市场的发展历程可见一斑。欧洲美元(离岸美元)市场始于20世纪50年代,苏联等国家担心被制裁,将美元资金从美国向欧洲转移,英国银行业借此迅速发展起离岸美元存贷款业务。20世纪70年代,随着石油价格飙升,石油美元开始主导市场。美国的贸易赤字驱使石油输出国积累了大量美元盈余,这些国家将美元大量投入欧洲美元市场,形成资金供给;而非产油国则向欧洲美元市场借债来弥补石油或其他进口贸易形成的赤字,构成需求。欧洲美元市场因此快速发展起来,产品形态也从最初的存贷款业务拓展到了全链条金融市场业务。目前,欧洲美元市场已经成为美元举足轻重的市场,影响力不亚于在岸市场。20世纪80年代,美联储允许美国的银行设立国际业务设施经营境外客户的美元,为外国人提供信贷便利,让在岸和离岸市场通道更加顺畅。在岸机构的参与,让离岸美元市场发展充满活力。离岸美元外汇和债券市场之所以蓬勃发展,一是美元的贸易结算优势;二是美元并非欧洲国家的本币,不会给其本国金融体系带来严重的影响,同时监管相对美国宽松,有利于产品创新;三是没有准备金和利率限制,有利于货币派生,资金规模可以快速扩张。基于欧洲美元市场发展历史路径,从中国促进全球化的意愿、人民币国际化战略的背景出发,点心债市场具备广阔的发展空间。

## 二、对中国香港点心债市场与境内人民币债券市场比较分析

### (一) 市场容量和产品丰富度不同

银行间债券市场是我国本币债券主战场,目前存量余额近120万亿元人民币,规模庞大、产品种

类齐全,涵盖了利率债、央票、金融债、企业债、短融、ABS等,发行体涵盖了几乎所有行业。点心债规模不足境内债市体量1%,发行体数目有限、行业分布离散。如果以目前美国在岸和离岸债券(约占在岸10%~20%)的存量规模作为参照,不管是整体规模还是发行人数量,中国香港点心债市场都有很大增长空间。

### (二) 资金来源和投资者种类不同、资金成本有差异

境内市场依托本币优势,资金来源和投资者种类丰富。整体来看,由于间接融资模式根深蒂固和商业银行在中国金融体系中的重要性,银行类投资者持有债券占比超过60%,非银机构不足40%。借助银行拥有的零售负债渠道便利、资金成本较低,再加上回购市场等通畅的融资渠道,境内债券投资者的资金成本较境外机构有明显的相对优势。

在中国香港离岸人民币市场上,除外国央行拥有货币互换渠道、大型商业银行(中国银行、工商银行、汇丰银行等)拥有一定规模存款外,其他银行和机构无法获取零售负债,投资者以保险、资管、基金、券商、对冲基金等非银机构为主,不管是投资点心债市场还是通过CIBM、债券通、QFII等渠道投资境内债市,其融资渠道均有限,人民币负债严重依赖批发资金,包括客户理财资金、银行借款或外汇掉期(FX Swap)融资等,成本相对较高。此外,中国香港回购市场发展缓慢,非银机构缺少低廉的质押融资工具和杠杆工具,也导致融资成本高企。

### (三) 相关衍生工具配套程度不同

为支持债券投资、交易,配套的回购和利率掉期(IRS)、利率期货、信用违约互换(CDS)等杠杆和对冲工具必不可少。例如,北向通目前缺少套保和回购工具就抑制了境外投资者参与的活跃度。

在配套工具方面,境内人民币债券回购和IRS市场非常发达,以国债、政策性金融债甚至信用债为标的的回购交易和挂钩回购利率的IRS(尤其是X-Repo、X-Swap推出后)流动性非常好,可以为

① 英国和中国香港等地区均没有法定存款准备金要求,离岸人民币的境外清算行在央行(深圳或珠海)的人民币存款也暂时豁免准备金要求。

非银投资者提供便捷的杠杆工具提高收益，上清所等场内净额清算机制也有效降低了资金占用。完善的回购市场有利于货币政策实施，帮助流动性向非银机构顺利传导，减少不利的市场剧烈波动。当然，境内市场也存在缺陷，例如，CDS 等衍生品发展较慢，无法为投资者提供丰富的信用保护工具。

在中国香港市场上，CNH 利率期货、IRS 和 CDS 等无需单独开发，都可以纳入原有的成熟美元和港币市场同步发展，但回购市场发展比较缓慢。如上文所述，非银机构很难通过回购融得成本较低且质押不占用授信的人民币资金，而依赖美元或港币对人民币的外汇掉期融资开展衍生品交易，需占用银行对非银机构的授信，融资规模有限。此外，做市商做空债券、提供报价也依赖回购市场（融券）。因此，回购市场落后会削弱做市商的报价能力，债券交易的流动性会受到抑制。这也是点心债市场流动性较差的一个重要原因。

#### （四）市场监管和运作模式不同

境内监管采取较为审慎的跨境管理策略。早期债券市场发展以境内为主，交易模式上场内外相结合（外汇交易中心模式和交易所债市模式），托管上采取集中托管模式（中债登和上清所）。前期境外投资者进入境内债市依赖 QFII 通道，2015 年启动全球通 CIBM 模式后，境外主权机构和央行陆续进入，2017 年债券通北向通开通后，各类商业机构大规模进入，境外投资者份额和投资范围才开始显著扩大。这些开放渠道相对审慎、并且进行闭环管理，资金在债券市场形成内循环，跨境流动可控。另外，境外投资者熟悉商业托管模式，不完全适应 CIBM 境内集中托管模式，反而债券通的二级托管模式更受欢迎。

中国香港作为国际金融中心，对资金跨境流动始终保持着开放性，债券市场包括点心债市场资产流动限制少，交易、托管等管理模式以及法律体系与欧美差异较小，CMU 托管体系和欧清、明讯等大型托管机构实现实时对接，境外投资者在中国香港投资可以与欧美无缝衔接，较为便利。

#### （五）一级发行和二级交易模式不同

一级发行方面，境内债券市场管理相对严格，

发行人需经不同监管部门审批，募集资金使用管理相对较为严格（一般要求列明项目或用途）；中国香港点心债市场上的中资发行人虽然也需要向发改委、外汇局备案，但也属于满足境内监管要求，本地监管要求相对宽松，在中国香港募集资金的过程和资金使用限制也相对较少。

二级市场交易方面，有以下显著区别。

第一，境内交易模式较多。外汇交易中心提供了集中交易平台且要求线上完成交易，形成了传统的场内交易所集中竞价和做市交易的混合模式，既有场内匿名撮合交易（例如，X-Bond，X-Swap），也有点对点的做市商机制和货币中介撮合机制。货币中介并不只服务于做市商，而是服务于全市场机构，形成了买方卖方矩阵交易模式。目前，境内利率债 X-Bond 平台交易占比较大，货币中介撮合或者点对点做市交易笔数占比已经下降不少（但该类交易单笔量较大、流动性较深）。场内撮合、匿名交易为中小机构、中小金额但交易频繁的需求提供了高效简便的交易渠道，与大额的撮合或做市交易形成有机互补。

第二，中国香港点心债与其他外币债券交易相同，均采用传统的欧美做市商模式（OTC）。市场参与者被分成三大类：投资者（买方）、做市商（卖方）和货币中介。其中，做市商的做市行为以盈利为目的，通过 OTC 市场的信息不对称和价格发现优势，赚取买卖价差；中介机构主要服务于做市商，在做市商机构间为匿名撮合交易提供最核心的流动性，同时保护做市商的头寸私密性和安全性；买方机构主要与做市商交易，很少互相交易。这种经典的三层交易结构既能保障为做市商提供流动性，也能帮助他们获取足够的利润反哺其做市行为，提高其做市意愿，形成较为健康的生态，三方和谐共处。

### 三、点心债市场的发展机遇和潜力

#### （一）发展机遇

作为人民币债券的有机组成部分，中国香港点心债市场承载了人民币国际化的重要职责，不应单单将其视为境内债券市场的竞争者。无论是从法治环境还是管理模式，中国香港市场的独特性都可以

让其成为境内市场的有益互补,发展潜力仍然很大。离岸美元债市的发展经验也表明,监管环境不同,离岸债券往往拥有在岸市场不具备的优势,可以形成人民币离岸外循环,加快人民币国际化步伐。

因此,点心债市场面临很多发展机遇。

一是为人民币国际化提供产品载体,由于目前人民币国际化主要围绕跨境贸易等实体经济需求开展,资本项下的开放相对较慢,点心债市场发展、南向通的开通等能形成资本项下的管理闭环,为人民币国际化提供了有序可控的渠道和载体,意义重大。

二是充分利用独特的国际金融中心地位、法律和会计环境,可吸引更国际化的发行人和投资者,帮助探索离岸债券市场的发展经验。在点心债市场这个相对较小的“离岸池子”里的探索,可以在风险可控的前提下为境内市场进一步开放积累经验。举例来说,境外实体在境内发债,应按照中国会计准则编制报表,成本相对较高,而在中国香港则无此约束。

三是利用离岸环境为中国金融市场开放探索跨境监管、风险管理经验。境内债券市场快速开放势必带来更多的投资者和发行人,带来对资金跨境流动、跨境税收等管理政策的思考,也会带来内幕交易、市场操纵等跨境监管和法律问题,中国香港则可作为最好的试验田,发展点心债市场,以此为在岸市场隔离风险,形成缓冲区。

四是形成货币政策境外传导机制,增强人民币货币政策的有效性。没有离岸点心债的发展,央行和商业银行很难有载体贯彻境内货币政策,传导效率下降。

## (二) 发展潜力

长远看,一方面中国经济发展长期以来依赖银行贷款等间接融资渠道,未来融资模式的改变和市场化改革会促进提高债券、股票等直接融资的比例,无论在岸还是离岸,债券市场都会有大的发展空间;另一方面,中国人民银行也曾表示,人民币国际化和离岸市场发展是一个市场驱动过程,不管是资金池还是其他产品,中国香港仍有领先优势,随着汇率趋于稳定,离岸市场仍会进一步向前发展。按照离岸和在岸美元债券市场进行测算(估计离岸规模占在岸规模的10%~20%),点心债市场规模仍有很大的发展空间。

## 四、总结与建议

为促进点心债市场发展,可以从供应端和需求端着力。

第一,拓宽投资者范围,引入人民币“活水”。没有投资者和资金,点心债市场就是无源之水,不可能发展壮大。因此应开拓思路吸引更多广泛的投资者群体,加快内地的银行、保险、券商等大型金融机构直接参与中国香港点心债市场的步伐,包括但不限于南向通、RQDII等渠道,鼓励更多在岸机构参与离岸债市,打造在岸、离岸人民币的闭环生态圈,防范资金跨境无序流动。按照货币银行学基本理论,整个在岸的央行和商业银行等金融机构体系才是离岸人民币市场的“中央银行”,在岸金融体系无法自由参与离岸市场,离岸人民币会产生漏损效应,货币乘数下降,流通成本和资金成本上升。因此,在闭环管理的架构下,只有更多境内机构参与离岸债市才能有效拓展资金来源,增加活水,解决中国香港离岸人民币融资成本高企的痛点。

第二,增加发行人数量和债券供应量。中国香港法律环境和金融市场运行机制与欧美差异很小,从接受度角度看,它能够吸引更多欧美投资者,尤其是点心债市场。一方面,财政部和中国人民银行、地方政府、政策性和大型国有银行、央企等,应加大在中国香港发行点心债的力度,鼓励中资机构用人民币融资替代美元,以提高国家金融安全度,还可以形成离岸人民币核心利率曲线。另一方面,吸引更多跨国企业来中国香港募集人民币资金。中国是全球最大的出口国,随着人民币贸易结算量的提升,跨国企业必然存在巨大的人民币融资需求,用以支持其购买中国的商品和服务。

### 参考文献:

- [1] 卢之旺. 人民币离岸市场与人民币国际化发展探析[J]. 国际金融, 2020(6): 49-52
- [2] 陆嘉伟. 彭博中国债券团队. 点心债市场的发展现状及未来展望[J]. 债券, 2012(10): 58-62
- [3] 张婷婷、林丰源. 离岸人民币债券市场的发展对人民币国际化的影响[J]. 经济研究导刊, 2019(12): 67-68

(责任编辑:周宇)