



## 離岸人民幣債券市場新發展

高級經濟研究員 應堅

近年來，在內地出台一系列人民幣跨境使用政策的推動下，離岸人民幣業務出現加快發展的勢頭。作為離岸人民幣市場最重要的業務之一的離岸人民幣債券，也發生了一些新變化。投資者對離岸人民幣債券的興趣越來越濃厚，境外各類機構及個人爭相持有，部分境外央行（貨幣當局）亦開始購入並納為外匯儲備。發債體趨於多元化，從中國財政部、境內金融機構及企業，擴展至國際機構、跨國公司、香港企業、中資企業、各類銀行及外國地方政府。今年10月中旬，英國財政部宣佈，已成功發行20億元人民幣主權債券，成為新的一類發債體，引起境外市場的廣泛關注。本文嘗試從離岸人民幣債券發行及承銷角度，來探討這個市場的特點及發展前景。

### 一、離岸人民幣債券發行地之間的競爭格局

自2007年6月國開行在香港發行首隻人民幣債券以來，離岸人民幣債券市場已有七年發展歷程，大部分時間集中於香港一地發行及交易。但從去年開始，尤其是今年，離岸人民幣債券市場出現了較大變化。

首先，香港離岸人民幣債券發行激增，市場需求有增無減。2011年，香港人民幣債券市場曾出現一輪高潮。發債體從內地擴大到香港和其他境外地區後，當年發行量從358億元猛增至1079億元。之後兩年，香港離岸人民幣債券發行量穩定在1100億元左右。去年第四季，市場再現新高潮，並延續至今年。據香港金管局數據，首三季人民幣點心債發行1636億元，比去年全年發行量還多出四成，全年超過2000億元已非懸念。

在發債體及投資者對人民幣債券興趣大幅上升的帶動下，其他國際金融

中心爭先恐後參與進來，離岸人民幣債券呈現遍地開花格局。如果說，2012年4月滙豐銀行利用倫敦平台發行20億元人民幣債券，是為了配合倫敦提出的發展離岸人民幣中心計劃的話，那麼，去年非香港境外地區發行人民幣債券已從政策推動轉向了政策與市場雙重導向。台灣人民幣清算行成立後，中國信託銀行發行了首隻人民幣“寶島債”，短短幾個月，東元電機、遠東新世紀、德意志銀行及彰化銀行連續發行“寶島債”成功；新加坡人民幣清算行成立後，滙豐及渣打率先發行了“獅城債”，其他銀行也踴躍參與發行及承銷，規模越來越大，如中行新加坡分行發行了30億元人民幣債券。

今年，更多非香港境外地區加入到人民幣債券市場的拓展。德國復興信貸銀行4月在法蘭克福發行10億元人民幣“歌德債”。中國銀行悉尼分行4月在當地發行20億元人民幣“大洋債”，盧森堡分行5月發行15億元人民幣“申根債”，巴黎分行7月發行20億元人民幣“凱旋債”。此外，迪拜出現首隻人民幣“酋長債”，馬來西亞出現首隻人民幣“金虎債”，瑞士亦有了首隻人民幣債券。本月，中行首爾分行發行了首隻人民幣“泡菜債”。據不完全統計，迄今已有11個非香港境外地區曾發行離岸人民幣債券，累計發行或承銷1461億元。

在非香港境外地區，倫敦、新加坡及台灣在競爭中處於領先位置，發行較為活躍，也達到一定規模。新加坡去年和今年分別發行75億元及91.5億元，累計發行166.5億元。今年5月，新加坡參與承銷海航的17億元企業債，推動了發債體多元化。台灣“寶島債”市場迅速起步，繼去年上半年島內銀行、企業及外資銀行發行了39億元債券後，下半年監管機構開放大陸機構赴台發債，中行、交行、建行及農行香港分行發行了67億元債券，令“寶島債”發行數量增至10隻。今年，統一企業、韓國進出口銀行及交行又分別發行“寶島債”，累計發行141億元。台灣有意將大陸機構發行額度從100億元提高至250億元，以進一步推動當地人民幣債券市場發展。

倫敦發行人民幣債券比新加坡、台灣更早，三年累計發行了169億元。然而，去年倫敦隻承銷了20億元，一度處於劣勢，發債體也相對單一。今年，倫敦調整策略，以承銷主權債來促進市場發展。3月以後，世界銀行下屬IFC公司幾次利用倫敦承銷平台發行人民幣債券，至今累計發行42.5億元。倫敦亦成功營銷國開行，與香港聯合承銷20億元人民幣債券。此次倫敦發行人民幣國債，進一步顯示了吸引人民幣主權債發行的策略取向及市場

特色，亦令今年人民幣債券發行量突破 100 億元。此外，倫敦主動發行人民幣國債還有更深層次的意圖。儘管它有心建成歐洲時區首要的離岸人民幣中心，但卻受到來自歐洲大陸競爭對手的挑戰。倫敦僅在人民幣外匯交易保持優勢。若想脫穎而出，必須另闢蹊徑。發行人民幣國債，不僅可借此培育外匯交易之外第二項人民幣業務優勢，還可爭取獲得離岸人民幣債券的定價權，增強人民幣債券市場功能。

不管怎麼說，境外有如此多的地區參與人民幣債券發行，對於離岸人民幣債券市場的長遠發展十分有利，可提升市場的信心，吸引更多發債體及投資者，擴大整體市場基礎，催促市場加快發展及成熟。

## 二、主權債大量發行提升了市場層次

經過幾年發展，離岸人民幣債券市場已建立起一定基礎，儘管市場規模不大，但起點高，有特色，而且幾年來一直能夠保持較高的發行水平。此次英國在相隔十年之後再次啟動非本幣國債發行，選用了人民幣，便顯示了對人民幣債券市場的肯定。

從債券發行結構看，中國財政部已連續第七年在香港發行國債，將此事作為一項長期制度性安排，發行額從 2009 年的 60 億元增到 2013 年的 230 億元，累計發行 800 億元，佔同期香港人民幣債券發行量的 20.5%。今年發行額度進一步增至 280 億元，已發行 160 億元。香港成為離岸人民幣國債的發行平台，亦被公認為是中國離岸主權債市場。除國債之外，主權債發行還分幾個層次。一是內地政策性銀行發行的準主權債，僅今年首三季，國開行、進出口銀行及農發行便在香港發債 175 億元，從 2007 年起累計發行 630 億元；二是國際機構及外國地方政策發行的準主權債，亞洲開發銀行、世界銀行、德國復興銀行及加拿大不列顛哥倫比亞省先後發行人民幣債券；三是外國政府發行的主權債。此次英國發行人民幣國債，令主權債發行結構更加完善。各類主權債佔離岸人民幣債券累計發行量的三成以上，接近美國債券市場的發行結構（過去 10 年，美國國債及政府支持機構債券平均佔比為 37%）。

離岸人民幣主權債種類齊全、佔比較高，可發揮推動其他離岸人民幣業務發展的重要作用。國債及標普 AAA 評級債券是金融市場的優質資產，無論是政府及商業機構都愿意持有，一向被視為流動性較好的抵押品。香港的



商業銀行已將各類人民幣主權債作為同業市場的主要抵押品，金管局及人民幣清算行亦將其作為流動性管理的主要工具，有利於商業銀行在進行產品開發時更好管理風險，促進離岸人民幣市場創新活動。

從定價機制看，各類人民幣主權債發行規模較大，發行年期較長，有利於形成離岸人民幣債券市場的孳息率曲線。香港離岸人民幣債券市場形成的最初幾年，單筆發行規模很小，被市場稱為“點心債”。近年來情況大有改觀。今年5月，人民幣國債通過香港金管局CMU系統招標，單筆發行160億元。國開行及進出口銀行均發行過40億元以上單筆人民幣債券。今年3至9月，世界銀行下屬IFC通過幾次發債，累計發行42.5億元人民幣。發行期限上，人民幣國債已有2、3、5、7、10、15、20及30等不同年期，隨著發行量增多，已延伸成一條完整的基準孳息率曲線。政策性銀行的準主權債的年期去年已延長至15年，也初步形成一條孳息率曲線。國際機構及外國政府發行的人民幣債券則可為市場提供另一種定價參考。

離岸人民幣主權債發行又吸引更多的優質發債體。英國石油、西門子、卡特彼勒、聯合利華、福特汽車、大眾汽車等著名跨國公司；中石油、寶鋼等內地大型國企均有發債，逐漸形成人民幣投資級債券市場，相信未來也會出現一條相關的債券孳息率曲線。加上由低評級或無評級債券組成的非投資級債券孳息率曲線，離岸人民幣債券市場定價機制不斷完善，為離岸人民幣債券市場邁向重要的國際債券市場創造了條件。

從投資者結構看，最初幾年，香港人民幣債券市場的發行對象主要是香港及其他亞洲地區投資者，近年來香港債券承銷機構加強營銷及拓展，已可輻射到大部份歐美市場，故直接來自歐美的投資者需求增多。但總體來說，亞洲投資者佔比較高。據一些投資銀行提供的數據，2010年至2013年，亞洲投資者購買人民幣債券的平均佔比為87%，歐美投資者合計9.5%。隨著越來越多的歐美國家參與債券承銷，投資者分布將更加廣泛。去年11月，加拿大不列顛倫比亞州發行的3年期25億元人民幣債券，主要針對美國和加拿大投資者發行，受到當地市場歡迎。此次英國發行人民幣國債，亞洲及歐洲債券承銷機構都參與了發行，亞洲投資者佔比為57%，歐美投資者佔比為43%，投資者分布較為均衡。

對香港來說，人民幣債券發行延伸到歐美，並不會動搖香港作為最重要離岸人民幣債券市場的地位。國際債券市場基本上是相通的，除了一些因監管要求而不能出售給當地投資者的情況（如美國 114A 規則），定向發行並不多見。離岸人民幣債券發行也是如此，亞洲和歐洲是目前最主要的兩個市場，投資者在哪裏，承銷就要跟到哪裏，故發債體同時選擇亞歐多個承銷平台也是相當普遍的。各個離岸人民幣債券市場的實力取決於多重因素，包括承銷機構與發債體關係、服務能力及客戶覆蓋面，以及人民幣資金池及其他市場配套，以香港離岸人民幣業務的堅實基礎及與內地密切的關係，競爭優勢相當明顯。

### 三、離岸人民幣債市走向成熟有待時日

離岸人民幣債券市場最近出現了一些可喜的進展，但畢竟是一個新成長起來的離岸債券市場，與成熟市場相比差距很大。一是市場規模很小。根據 BIS 數據，今年 6 月底全球國際債（離岸債券）餘額達 23.1 萬億美元，主要集中在歐美市場。美國和英國國際債餘額分別為 3 萬億及 2.9 萬億美元，香港人民幣債券市場隻是一個零頭；二是二手交易不夠活躍。SWIFT 統計數據顯示，今年 9 月份離岸人民幣債券交易為 840 億美元，日均交易不足 30 億美元，排在所有貨幣第 19 位，而同月歐元及美元債券交易分別達到 54 萬億及 22 萬億美元（日均成交 2.5 萬億及 1 萬億美元）。

從近期離岸人民幣債券市場的發展情況看，市場興趣相當濃厚，市場信心更加充足。筆者相信，離岸人民幣債券發行應該保持現有結構及特色。內地已承諾將人民幣國債在香港發行列為長期制度性安排，亦承諾會逐漸擴大國債及其他機構債券發行規模，香港市場上的主權債將會越來越多，為離岸人民幣債券市場保持較高水平提供了最基本保證。世界銀行及英國政府成功發行人民幣主權債，將會起到示範效果，相信會有更多國際機構及外國政府參與進來。當然，離岸人民幣債券市場是否加快發展，更有賴於市場力量的推動，尤其要看香港及其他地區的人民幣債券承銷機構的業務拓展能力。筆者相信，通過境外各地努力並加強相互合作，可不斷擴大發債體及投資者的基礎，從而令離岸人民幣債券市場更加活躍。若如此，離岸人民幣債券市場再上一層樓只是時間問題。

# 主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

<b>一. 本地生產總值 GDP</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014/Q1</b>	<b>2014/Q2</b>
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	19,644	20,372	5,174	5,309
升幅 (%) Change(%)	1.5	2.9	1.8	2.6
<b>二. 對外貿易 External Trade</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014/9</b>	<b>2014/1-9</b>
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	588	544	42	422
轉口 Re-exports	33,755	35,053	3,278	26,603
總出口 Total exports	34,343	35,597	3,320	27,024
進口 Total imports	39,122	40,607	3,824	30,886
貿易差額 Trade balance	-4,778	-5,010	-504	-3,862
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	-10.4	-7.6	-5.5	3.5
轉口 Re-exports	3.2	3.8	4.6	3.9
總出口 Total exports	2.9	3.6	4.5	3.9
進口 Imports	3.9	3.8	6.3	4.1
<b>三. 消費物價 Consumer Price</b>				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	4.1	4.3	6.6	4.2
<b>四. 樓宇買賣 Sale &amp; Purchase of Building Units</b>				
合約宗數 (宗) No. of agreements	115,533	70,503	7,996	59,487
年升幅 (%) Change(%)	6.2	-29.9	56.4	8.6
<b>五. 勞動就業 Employment</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014/6-2014/8</b>	<b>2014/7-2014/9</b>
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	12.45	11.84	13.6	13.3
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.2	3.2	3.3	3.3
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.5	1.4	1.4	1.5
<b>六. 零售市場 Retail Market</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014/8</b>	<b>2014/1-8</b>
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	9.8	11.0	3.4	-1
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	7.2	10.6	2.8	-1
<b>七. 訪港遊客 Visitors</b>				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	4,862	5,430	601	3,991
年升幅 (%) Change(%)	16	11.7	12.2	12.3
<b>八. 金融市場 Financial Market</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014/8</b>	<b>2014/9</b>
港幣匯價 (US\$100=HK\$)	775.05	775.4	775	776.4
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)				
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	22.2	9.7	14.8	13.1
M2	11.1	12.3	15.2	12.2
M3	11	12.4	15.4	12.3
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	9.3	10.6	13.9	11.4
港元存款 In HK\$	11.7	5.1	14.1	9.9
外幣存款 In foreign currency	7	16.2	13.7	12.8
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	9.6	16.0	14.1	12.7
當地放款 use in HK	7.1	13.8	13.5	12.5
海外放款 use outside HK	16.5	21.4	15.3	13.1
貿易有關放款 Trade financing	10.2	43.8	5.5	3.9
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	22,657	23,306	24,742	22,933