

離岸債券市場的發展趨勢及前景

內容提要

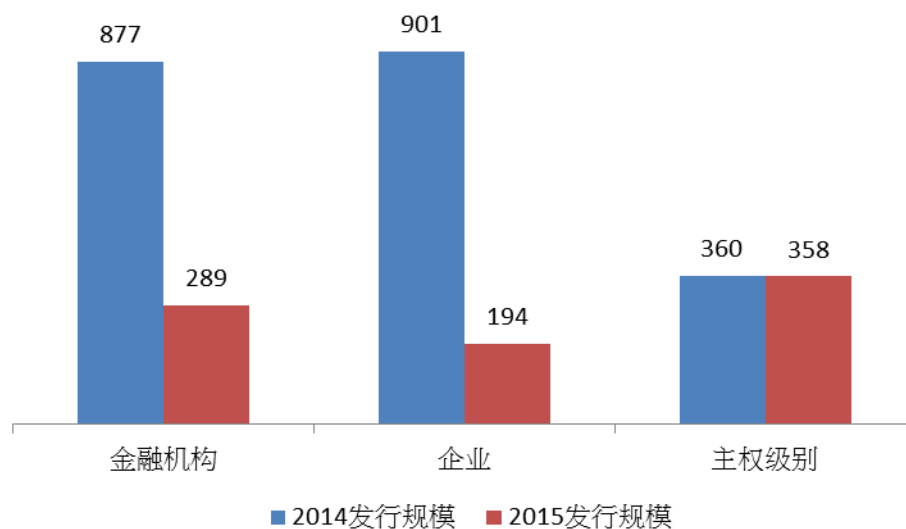
2015年下半年，在人民幣匯率推動中間價市場化改革，美元加息週期重啟等金融環境重大轉變的背景下，離岸市場以人民幣計價債券發行規模出現大幅下降，債券融資活動呈現差異化發展格局。人民幣匯率波動、在岸、離岸債券利差擴大，以及熊貓債等其他融資管道的擴寬，對離岸人民幣債券影響將在一定時間內持續發酵。但長遠而言，隨著企業走出去活動持續進行，人民幣匯率趨於穩定，以及人民幣作為SDR籃子貨幣等基礎性因素作用逐步顯現，離岸債券市場仍將是全球人民幣資產配置體系中的重要組成部分，在協同在岸本幣債券市場，推動人民幣成為真正可自由使用貨幣方面將起到重要作用。

一、2015年下半年離岸市場債券融資呈現差異化趨勢

2015年下半年離岸人民幣債券市場可謂一波三折。隨著人民幣匯率中間價市場化改革後，在岸人民幣匯價波幅明顯擴大，離岸CNH匯率亦跟隨出現波動，離岸人民幣債券以及中國企業的離岸融資活動市場在規模、地區及發行貨幣方面均出現一定分化趨勢。

以人民幣計價的債券發行規模出現大幅下降。2015年全年香港地區點心債累計發行841億元，較2014年2138億元規模大幅減少六成。除人民幣國債發行量與去年持平外，金融機構發行量288億元，較上年減少67%，企業發債大幅減少78%，發行量為194億元。從發行時間分佈看，下半年發行量降幅明顯，其中8月發行量僅為12.5億元，9月份及12月份則陷入冰點。香港點心債融資活動收縮的同時，其他離岸市場亦出現一定程度的停滯。如臺灣寶島債2015年前8個月已發行52筆、298億元人民幣，比去年全年31筆、人民幣208億元的發行量有顯著增加，但9月之後寶島債發行急轉直下出現“急凍”，之後未有新增發行量。

圖表1：2015年金融機構以及企業發行點心債規模出現大幅下滑
(單位：億元人民幣)



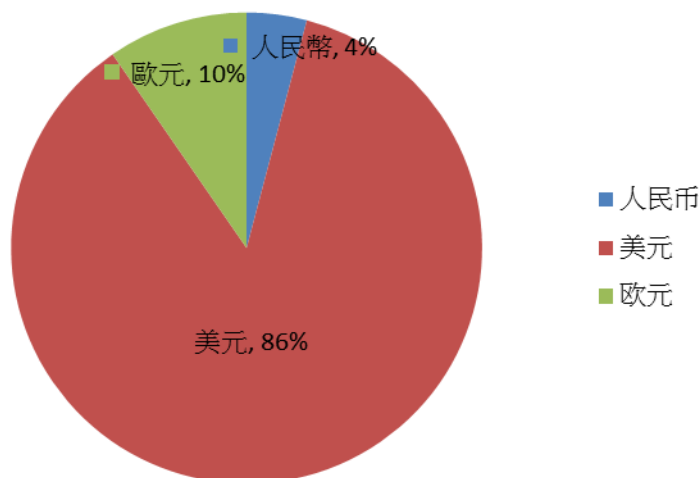
資料來源：Bloomberg, BOCHK

但實際上中國企業在境外發債融資的腳步並沒有放慢。以非人民幣貨幣計價的債券發行計算，2015年以來中國企業的境外融資活動持續擴張。2015年中資企業在境外發行的美元債規模約1092億美元，與去年持平。以歐元計價的債券，2015年中資發行人發行了約111億歐元，其中大部分是來自中國非金融類國有企業，遠高於2014年22億歐元規模。

另外，以境外機構為發行主體的人民幣債券熊貓債發行也出現明顯提速。熊貓債券是境外機構在中國發行的以人民幣計價的債券，與日本的“武士債券”、美國的“揚基債券”類似，屬於外國債券的一種。從2005年起，中國開始引入境外機構到境內發行熊貓債，但發展初期熊貓債整體發行量小。2015年以來，隨著人民幣成功進入特別提款權貨幣籃子，人民幣國際化不斷推進，熊貓債市場加速發展。截至12月末，已有戴姆勒、滙豐銀行、中國銀行、招商局等國際機構發行共計65億元熊貓債，發行規模和支數超過歷史水準。除了規模迅速增加外，發行主體也由國際金融機構進一步擴大企業及主權機構，包括加拿大不列顛哥倫比亞省及韓國政府在內的主權級發行人已在內地銀行間債券市場註冊，預計發行總額為60億及30億元的熊貓債。

圖表2：2015年中資企業發行的各幣種境外債券規模占比

2015年中資企業發行的各幣種境外債券規模占比



資料來源：Bloomberg, BOCHK

二、離岸人民幣債券市場收縮的主要原因：

第一，匯率波動對離岸債券發行影響持續發酵。

8 月中間價改革以後，離岸 CNH 匯率較在岸匯率持續貼水，貶值預期明顯，由人民幣遠期匯率及掉期成本因素決定的境外離岸市場的債券融資利率攀升至 3.55% 以上；而從投資人角度，海外投資者購買人民幣債券，主要考慮獲得債券收益以及人民幣升值收益，在離岸 CNH 匯率出現貶值預期後，也需要較高的債券收益率補償遠期匯率損失，兩者作用之下同時推高離岸人民幣債券收益率，大大降低了企業發行人民幣債券意願。

上述機理同樣是 2015 年中資企業大幅增加歐元外債的主要原因。歐元相對人民幣進一步走弱，歐元掉期融資成本繼續下行，因而吸引很多中資發行人加入發行歐元債券行列，包括常規性離岸市場融資主體中石化，也包括一些首次發行人，如寶鋼和中國船舶工業集團等。而中資企業發行美元債券的趨勢得以持續，也與美元加息幅度緩慢推進，掉期成本保持低位密不可分。

第二，在岸人民幣融資利率趨勢性下降，成為吸引離岸融資主體北移融資的關鍵因素。

在離岸市場受人民幣貶值影響收益率上升的同時，內地貨幣政策

則穩中有松，連續多次降准及降息，流動性充裕，在岸、離岸債券利差逐漸拉闊，同一發行主體融資成本出現較大差異。例如中國銀行離岸人民幣債的收益率為 4.18%，而在境內發行的 2018 年到期債收益率僅為 3.72%。

在在岸融資利率趨勢性下降的背景，點心債發行主體“北移”遷徙現象隱約浮現。以點心債市場上一向活躍的房地產企業為例，2015 年已有近 6 成約 26 家境外房地產企業回流至在岸市場發債融資，同期這些企業的離岸債券發行量由 2014 年的 248 億美元下降至 96 億美元，是 2015 年離岸人民幣發行規模下降的主要原因之一。

第三，在岸權益市場波動對中國企業的境外債券市場形成一定衝擊。

7 月內地股災後中資企業發行的境外人民幣債券收益率持續上行，多隻境內發行人債券收益率上行超過 100BP，且點心債的收益率上行幅度明顯超過外幣債券。點心債整體收益率上行說明市場波動並非由個別發行人或週期性行業信用變化引致，而更多與中國經濟景氣程度及股市融資結構緊密相關。

內地股市波動引發了境外投資人對中國資產負債表期限錯配、資本結構錯配、以及貨幣錯配等結構性風險的擔憂，短期內推升離岸人民幣債券收益率，而 9 月份股市環境緩和後，離岸收益率也逐步下降，在一定程度上反映了在岸權益市場波動與離岸人民幣以及中國企業的外幣債券市場的聯動效應日趨明顯。

第四，熊貓債市場發展迅速，對離岸點心債市場或存一定分流

熊貓債與點心債的發行幣種均為人民幣，且發行人都面向境外機構，兩者在發行主體方面存有一定交集。隨著人民幣國際化及金融市場的進一步開放，目前熊貓債管理辦法已允許熊貓債募集資金可以匯出境外使用，也允許發行人從境外調入人民幣資金還本付息，給融資方提供了將資金轉向境外或將資金轉換為其它貨幣的運作空間。同時，發行人範圍已擴大至包括境外企業和金融機構，因此中資企業的境外公司也可使用回流發債方式受益內地低息融資環境。

在跨境資本使用逐漸放開、境內流動性充裕等因素共同作用下，2015 年熊貓債的替代發行量已占同期境外人民幣企業發行比例的 13%。實際上，2015 年以來發行熊貓債的戴姆勒、招商局等發行人均

是離岸點心債市場活躍的融資主體。2007 年以來發行的點心債中，國際機構或企業發行人占整體規模超過四成，其中大多數為高等級金融機構或主權政府，已基本具備發行熊貓債條件，熊貓債市場的放開對點心債市場有一定程度的分流。

三、離岸人民幣債券市場的發展前景

中長期來看，人民幣匯率走勢、離岸利率波動、熊貓債市場擴容以及中資企業的結構性信用風險問題，將是四大困擾離岸債券市場發展的主要問題。但基於目前資本項目放開以及人民幣國際化的進程，人民幣匯率趨於穩定，人民幣作為 SDR 籃子貨幣等基礎性因素逐步顯現，離岸債券市場仍將是全球人民幣資產配置體系中的重要組成，在協同在岸本幣債券市場，推動人民幣成為真正可自由使用貨幣方面起到積極作用。

第一，人民幣匯率微貶可控有利於人民幣成為國際融資貨幣。

人民幣匯率因素在離岸人民幣債券市場發展中佔據主導地位。新匯改後人民幣匯率出現大幅波動，CNH 與 CNY 價差持續拉闊，香港離岸資金池出現收縮，對離岸點心債市場發行供應端形成較大壓力。不過基本面因素決定了人民幣在中長期內趨於穩定，人民幣貶值速率基本可控。微貶可控的匯率走勢增加了人民幣作為離岸融資貨幣的可能性。

第二，中國企業走出去趨勢明顯，離岸融資需求將持續增加。

中國企業在海外地區的積極擴張必然增加在境外資金市場的融資需求。根據《2014 年中國對外直接投資統計公報》，2014 年中國首次成為對外投資淨流出國。其中對外投資流量（ODI）為 1231.2 億美元，若計入中國企業在國（境）外利潤再投資和通過第三地的投資，則對外投資規模比利用外商投資 FDI 規模（2014 年為 1195 億美元）將多出 200 多億美元。從地區分佈上看，目前企業對外投資已逐漸轉向歐美，特別是歐洲地區，從 2008 年到 2011 年中國在歐洲的直接投資流量的複合年增長率達到了 111.2%。根據普華永道的報告，中資企業在歐洲的海外並購數量在 2014 年同比上漲 30%至 82 宗。

中資企業在歐洲的業務發展及兼併收購需求逐步上升是 2015 年中資發行人歐元債券市場十分活躍的主要原因，而這一勢頭也將隨著“一帶一路”、企業“走出去”等跨國項目的逐步展開在 2016 年持

續推進。

第三，熊貓債與離岸點心債在人民幣國際化中功能定位有本質不同，對離岸債券發行影響有限。

熊貓債解決的是非居民以人民幣融資問題，從國際收支角度體現為中國對外債權，而中國企業在境外發行的點心債則更多反映了中國的對外負債。因此兩者所面對的投資者基礎截然不同。熊貓債主要面向中國境內投資者，點心債則對外國投資者完全開放。在人民幣加入SDR的大背景下，全球投資者和各國央行重新考慮在市場上配置人民幣資產，可以通過直接進入中國在岸銀行間債券市場的方式參與，但受制於內地資本項目管制，不太有機會涉足熊貓債市場。而點心債市場的制度環境、稅收、法律構架更類似於歐洲債券市場，二級市場的交易也相對活躍。

因此，如果境外投資者出於投資便利性的考慮，點心債將是境外機構的主要選擇，而熊貓債的定位則是面向中國境內投資者，為境內龐大的人民幣儲蓄拓寬新的投資目標，它所承擔的功能是助推人民幣“走出去”，成為便利中國機構對外投資的主要通道。

第四，離岸債券市場仍將是國際資本擴大人民幣資產配置的主要場所。

從在岸管道來看，目前內地央行已允許境外機構通過三類管道參與內地銀行間市場：合格境外機構投資者 QFII 管道、“三類機構”（境外央行/人民幣清算行/人民幣業務參加銀行）和人民幣合格境外機構投資者 RQFII。近年來投資規模增長迅速。截止 2015 年 6 月底，QFII 實際使用達 755 億美元。RQFII 實際已使用 3909 億元，加上三類機構，共有 245 家境外機構獲准進入銀行間市場，債券持倉規模占全市場債券存量的 2.5%。

目前境外機構參與境內的可投資領域仍然有限，同時，跨境清算、託管系統等金融基礎設施尚待完善，境外機構對內地監管制度環境、稅收、法律構架仍需時適應。而離岸人民幣債券市場使用的法律體系，評級標準為國際投資者更為熟悉。利用境外市場進行人民幣資產配置，可更好滿足境外投資者的風險控制需求和交易便利性。

從政策放開的可控性來看，離岸市場已經可以通過 QFII, RQFII 直接投資境內債券市場，管道相對通暢，並且風險可控，在週邊經濟波

動較大情況下，可以更好地防範對境內資本市場的衝擊。因此未來一段時間內，離岸債券市場仍然是境外機構投資人民幣債券資產的重要管道。

十三五規劃建議稿提出，擴大金融業雙向開放，有序實現人民幣資本項目可兌換，是後續主要改革方向。作為資本市場的重要組成部分，債券市場的對外開放將從兩個方向展開，一方面有序拓展境外機構參與銀行間債券市場的主體範圍和規模，擴大境內機構去境外發行債券的主體類型和地域範圍，另一方面將放寬境外機構到境內發行人民幣債券限制。這意味著境內熊貓債和境外點心債將是十三五期間共同推動人民幣“請進來”和“走出去”兩個不可或缺的重要組成。