

2016年3月21日

發展規劃部總經理 張朝陽
高級經濟研究員 應 堅

點心債與熊貓債的同生共榮

內容提要

周小川行長在人大記者會上回應香港記者有關點心債和熊貓債問題時強調，隨著人民幣國際化發展，熊貓債和點心債都有相當不錯的發展空間，不必太擔心誰吃掉誰的問題。一種國際貨幣的境內和境外國際債發展，已有很多先例，如美國洋基債和歐洲美元債，日本武士債和歐洲日元債。經過幾十年發展，各市場之間沒有出現相互取代趨勢，主要是由於不同債券市場都有自己的特點及優勢，能為發債體提供不同的融資選擇。因此，只要點心債和熊貓債找準各自的市場定位，形成互為補充、互為推動的關係，都有機會獲得很大的發展空間，成為促進人民幣國際化加快的重要動力。

點心債市場經過幾年快速發展，去年進入調整階段，至今未見反彈跡象。與此同時，境內債券市場趨於活躍，熊貓債市場亦重新啟動，境外到境內發行熊貓債興趣上升。有市場人士認為，境內債券市場的復蘇將對離岸市場形成一定的擠出效應，尤其是熊貓債會直接挑戰點心債。本文結合歐美國際債發展歷程，對點心債和熊貓債的發展前景進行分析。

一、美元、日元國際債發展的啟示

根據 BIS 的定義，除了發行人在本國市場發行國內債，其他債券發行均屬於國際債。按幣種劃分，美元債券可分為美元國內債和國際債，美元國際債又分為非居民在美國境內市場發行的洋基債（又稱美元外國債）及全球發行人在

美國以外市場發行的歐洲美元債。日元債券可分為日元國內債、武士債及歐洲日元債。

回顧美元、日元國際債發展史，洋基債與歐洲美元債、武士債與歐洲日元債的關係比較複雜，既互為推動、互為補充，又互相競爭，為矛盾對立體。當然，境內外不同市場各具優勢及特點，撐起各自長期發展的空間，誰也沒有被對方取代。這可從政策因素、制度因素、市場因素及金融基建等幾個方面來觀察：

1、**政策因素**。國際債是一國資本項目開放的產物，政策因素在其發展過程中（尤其是初期）至關重要。二戰後，美國成為歐洲主要債權人，對境外發行人在境內發債較為支持。隨著美元大量流出、國際收支惡化，政府態度發生變化，引入利息平衡稅¹（Interest Equalization Tax），洋基債由盛轉衰，而歐洲美元債則趁勢而起。70年代後美國放鬆了跨境資金管制，取消利息平衡稅、優化債券發行登記、改善二級市場流動性，促成洋基債的復蘇。目前境外發債體在美國發行美元債餘額超過1.3萬億美元。日本於80年代加快推進武士債，部份原因是貿易盈餘激增，部份是迫於美國壓力，態度並不十分積極。它用了十多年逐步降低門檻，直到90年代末才取消最低評級要求、允許境外商業銀行發債。政策支持力度不足，加上境外投資者參與不多，武士債發展慢於洋基債。相反，沒有政策限制的歐洲日元債則獲得了較大發展空間。

2、**制度因素**。洋基債與歐洲美元債、武士債與歐洲日元債在發行制度上存在很大差別，令發債體及投資者有不同選擇。這是兩種不同類型國際債在相互競爭中能長期並存的根本原因。最大區別是監管制度不同。境內市場發行的洋基債和武士債受到境內監管機構監管，監管標準與國內債相同。發行洋基債須向美國證監會註冊（File）及持續披露信息（Continuous Disclosure），而武士債由日本證券交易委員會負責管理，儘管兩國都優化了註冊程序，引入了暫擱註冊²（Shelf Registration），但註冊環節是必經的一關。在境外市場發行的歐洲美元債和日元債則無須註冊，屬於市場自律發行，成本低、效率高。另一方面，預提稅³（Withholding Tax）亦有一定影響。離岸市場發行債券一般不徵收預提稅，但境內發行的外國債未必都有同等待遇。美國近年取消洋基債預提稅，但日本及其他一些國家仍然保留。因此，武士債的吸引力不如歐洲日元債。

¹ 利息平衡稅（Interest Equalization Tax）為美國於1963至1974年對居民購買外國債的利息收入征收的稅項，提高外國債發行成本約1%。

² 暫擱註冊（Shelf Registration）是指美國於2005年實施的預先註冊制度，發債體可提前3年為所有可預期的債券發行預先到SEC辦理註冊，並自主決定發行時間。

³ 預提稅（Withholding Tax）又稱預提所得稅，是對非居民在境內取得源自境內的利潤、利息（包括債券利息）、租金等所得征收的所得稅。

3、市場因素。對債券市場影響較大的該貨幣的利率走勢，如果境內與境外存在息差，發債體會選擇融資成本較低的市場。美元國際債的發展顯示了其與資金及利率的關係。布雷頓森林體系建立之初，美國黃金儲備充足，境內資金充裕，資金成本較低，缺乏資金的歐洲發債體一般前往美國融資，洋基債進入了一個黃金期；60年代後，美國經濟不景、通脹高企，加上Q條例的弊端，美元從美國流向歐洲，石油美元亦在歐洲離岸市場大量沉澱，形成歐洲美元市場。境外美元利率低於境內市場，歐洲美元債首次超過洋基債。美國取消資本流動管制後，兩地利率水平拉齊，洋基債再度復蘇。再看武士債，80年代日本開放金融市場時境內利率較低，有利於武士債發展。不過，歐洲日元債流動性更強，通過SWAP轉換其他貨幣十分方便，境外發債的實際融資成本更低。這也是歐洲日元債超過武士債的原因之一。

4、金融基建。跨境清算系統在國際債發展中發揮了很重要的作用。早期洋基債採取記名制方式發行，以國內清算系統清算，境外投資者購買並不方便。歐洲美元債市場建立及發展，與歐洲跨境清算支付系統建立及發展同步，並得到這個系統的有力支持。歐洲美元債採取不記名制（Bearer），交易完成後交割及利息支付較為麻煩，並有一定風險。採取集中清算及託管可最大限度降低甚至消除交易過程產生的風險。六、七十年代歐洲成立了兩大跨境債券清算系統——Euroclear和Clearstream，將歐洲市場連為一體。歐洲美元債發行必選兩個清算系統中的一個，實現了跨境投資電子化，成為歐洲美元債市場發展的堅實後盾。Euroclear及Clearstream又與包括美國CHIPS在內的其他國家支付清算系統聯結，進一步將國際債市場推向高速發展道路。

通過比較可發現，洋基債和武士債是有管理的國際債，登記程序複雜，不僅耗費時間，還會增加額外費用，而歐洲美元債及日元債市場化程度較高，具有一些明顯優勢。這是否意味著境外國際債一定更有發展，筆者認為並不能簡單地這麼說：

一、一種貨幣國內債市場肯定是主板市場，而國際債只是從屬市場。境內發行的外國債與國內債基本相同，屬於主板債券。由於是本幣發行，資金規模遠大於境外市場，並且擁有定價權。境內無風險基準利率及完善的債券孳息率曲線可引導境外國際債的定價方向；

二，境外發債體在境內市場發行外國債並不只是為了融資，還可實現多元化戰略目標。儘管首次登記成本較高，但一旦進入境內市場，持續發行的成本並不高，而且有利於進入更廣闊的境內資本及資金市場，如存款證、票據及私募，若計畫發行股票，亦比直接從境外申請更為有利。此外，可成為進入相關業務領域的“敲門磚”；

三，更有利於避免流動性風險。央行是境內流動性的管理者，一旦發生市場波動或金融危機，須承擔最後貸款人責任。但它不承擔境外流動性管理的責任。歐債危機爆發時，歐元區出現嚴重的美元短缺，儘管五大央行通過互換渡過危機，但離岸流動性風險及利率大幅波動給人留下了深刻印象。

從近年國際債發展情況看，境內外市場出現融合趨勢，兩個市場的邊界也有所模糊。一方面，跨境資金管制不斷減少，全球金融市場更趨一體化，境內外利差及匯差進一步縮小；另一方面，主要國家借鑒境外國際債發行的一些經驗，如美國引入了暫擱註冊制度，取消外國債預提稅。境外公司若不想登記，亦可採取非登記的 144A/RegS⁴ 私募發行。美國於 2012 年修訂 144A 條款，增強私募發行債券的流動性，從而啟動了這個市場。根據 BIS 統計，2010 年底全球國內債發行餘額 55 萬億美元，國際債發行餘額 27 萬億美元。其中，美元、歐元國際債均超 10 萬億美元，日元國際債為 7000 多億美元。

二、點心債與熊貓債可互為補充

與美元及日元國際債對應，熊貓債和點心債是人民幣國際債，分別在境內銀行間債券市場及境外以香港為主的離岸人民幣債券市場發行。

近年來兩個市場一起一落。2005 年熊貓債啟動，國際金融公司及亞開行發行首批 4 期 38.7 億元債券。2014 年戴姆勒發行 5 億元境外企業債。2015 年至今，中銀香港、匯豐、渣打、招商局、加拿大哥倫比亞省及韓國政府相繼發債，實際發行 85 億元，還有一些境外發債體獲批了額度，市場前景看好。點心債於 2007 年推出後，從境內金融機構、企業及財政部，到境外跨國公司、金融機構及外國政府，發債體不斷豐富。2014 年點心債發行 1968 億元，創下了新高，但隨後放緩，去年發行 841 億元。歷年點心債累計發行近 7000 億元。另按 Bloomberg 統計，離岸人民幣債券（含存款證）發行從 2014 年的 4600 億元降至去年的 2900 億元，今年首 2 個月新發行 100 億元，至今未見反彈。

和洋基債及武士債相同，熊貓債依托國內債市場。國內債市場發展對熊貓債發行有直接影響。去年底國內債託管餘額 47.9 萬億元（7.38 萬億美元），僅次於美國（40 萬億美元）和日本（11 萬億美元）。去年人行連續降息，債券孳息率曲線大幅下移，債券指數反彈，債市發行及交易趨於活躍。全年銀行間債券市場發行量同比增長 1.08 倍，日均成交增長 1.16 倍。發行成本下降並低於離岸市場，是境外發債體發行熊貓債的主要動因。政策支持力度也很大，熊貓債適用範圍、資金使用、資金匯出及管理方式都出現重大調整。內地提出支持上海自貿區企業的境外母公司發行熊貓債，進一步提高境外發行人發債的

⁴ 非居民在美國發行債券，可不受美國證監會註冊及信息披露要求限制，但債券只能在私募市場向合格機構認購者 QIB 發行及交易。

興趣。另一方面，銀行間債券市場加快對外開放，自 2010 年境外三類機構獲準投資銀行間債券市場後，去年人行分別取消境外央行等主權類機構以及境外機構投資者投資額度管理，開放程度越來越接近歐美市場。

不過，**熊貓債仍處於起步階段**，表現為：**政策配套還沒有跟上**，除 2005 年 3 月由人行等四部委頒佈的《國際開發機構人民幣債券發行管理暫行辦法》外，至今沒有其他相關政策法規出臺，對來自境外的申請採取個案處理的方式，效率有待提高；**管理體制沒有理順**，呈現多頭管理，令不熟悉中國營商環境的境外機構較難適應；**發行標準、監管手段、信息披露、稅務處理、會計準則等尚未與國際接軌**；市場規模雖大，但成熟度不如歐美市場。例如，**沒有形成做市文化、缺乏足夠流動性**，二級市場持續定價能力較弱，未到期債券交易不活躍。這些對熊貓債進一步擴展形成了一定制約。

相比之下，**點心債與歐洲美元債及日元債市場基本相同**。點心債是在香港離岸市場發行的，無須向本地監管機構登記、註冊。它屬於信用發行，完全採取**市場化定價**：既可向評級公司申請信用評級，並根據評級來選擇定價區間，也可在沒有信用評級下直接發行（包括垃圾債）；經路演後，通過銀行間市場詢價或 CMU 招標等方式，點心債確定最終發行價。債券發行後，主要在銀行間市場交易。部份債券在香港交易所或其他交易所掛牌交易，但成交不活躍。香港債務工具中央結算系統(CMU)負責點心債交割、清算及託管，與歐洲及亞太區的主要中央債券託管系統連結。正因為如此，點心債承銷及交易是全球聯網的。其他地區發行人民幣債券同樣可在香港申購。可見，點心債發行、交易的便利度及靈活性要超過熊貓債。

但是，**點心債市場形成時間不長，也是一個不成熟市場**。首先，市場規模遠小於其他貨幣的離岸國際債。CMU 託管點心債最高峰時為 4400 多億元，相當於歐洲美元債的 1% 左右，今年 2 月託管量進一步降至 3300 多億元；其次，點心債交易不活躍，流動性不足。根據 SWIFT 數據，去年底離岸人民幣債券交易量排在所有貨幣的第 13 位。另據 CMU 數據，點心債交易還在萎縮中，今年 1、2 月成交量僅為去年最多時的五分之一；再者，離岸國債累計發行 1360 億元，雖初步形成基準孳息率曲線，但代表性不足，其他債券孳息率曲線也不完善。另外，去年離岸市場波動加大，出現單邊貶值預期，融資成本高企並與境內形成倒掛，對點心債市場造成相當不利的影響，近幾個月交易淡靜，發行量嚴重萎縮，不如熊貓債市場的表現。

如同美元、日元等國際貨幣的債券市場，**熊貓債和點心債相繼形成，與國內債一起構成完整的人民幣債券市場體系**。根據前面的分析，美元、日元國際債市場各有特色，能長期並存、共同發展，點心債與熊貓債同樣也是相互補充、相互促進的關係。鑒於兩個市場的發債體部份重疊，競爭不可避免。但是，點

心債和熊貓債發展至今，規模很小，在人民幣被納為 SDR 第三大籃子貨幣後，追趕美元及歐元國際債市場的路途十分遙遠。就目前情況，相對於潛在融資量及投資量，兩個市場容量是不夠的，需求難以滿足。因此，要理性看待兩個市場的競爭，同時做大兩個市場才是主要方向。

三、點心債與熊貓債市場發展模式

未來如何更好地推動熊貓債及點心債市場發展？首先要解答一個問題，境內債券市場對外開放達到什麼程度較為適宜？

事實上，不是每個歐美國家都達到美國、歐元區的開放程度，英國、日本、瑞士等對境內債券市場採取了保護措施，與境外市場形成一定隔離。這些國家對境內國際債市場的監管也較為嚴厲，對發債體設立一定的准入門檻、對投資者採取總量控制。採取這些措施的目的是多重的，如能更好地履行對境內投資者保護責任；更好地維持境內金融市場的正常秩序；更好地管理跨境資金流動，甚至在必要時可採取宏觀調控措施，保護實體經濟及金融市場。

人民幣國際化進展雖快於預期，但畢竟時間較短，很難與美元、歐元的國際使用相提並論，境內債券市場的開放不能簡單照抄歐美模式，國際債市場建設宜採取漸次開放的辦法：充分利用點心債市場化發行機制，大力推進點心債市場建設；在加快批准境外發債體發行熊貓債的同時，建立與國際接軌的管理手段。

加快離岸人民幣債券市場建設，特別是鞏固及強化香港作為境外首要的人民幣國際債發行及交易中心地位及功能，具有重要的戰略意義：

一、點心債發行量是人民幣國際化的關鍵性指標之一。美元和歐元國際化程度較高，主要體現在其境外資金規模、國際債規模、外匯交易量及外匯儲備占比等幾個關鍵性指標。境外國際債如歐洲美元債更有代表性。鑒於香港與全球市場是無縫對接的，資金可自由進出，點心債市場進一步發展，可與香港其他人民幣資產負債業務相得益彰，將人民幣國際化推向更高層次；

二，做大做強點心債市場，有利於在香港形成內地金融業對外開放的緩衝帶。811 後離岸市場急劇波動，香港成為多空攻防主陣地。內地成功地將國際炒家狙擊於此並將其驅離。若香港人民幣外匯市場、資金市場、點心債市場及其他資本市場規模更大，交易更活躍，可吸納更多資金，降低被國際炒家操控的空間。內地也可將更多資本項目可兌換試點放在香港，在有效隔離市場風險的前提下加快金融業對外開放；

三，健全點心債市場功能，以形成境內貨幣政策向境外傳導機制。香港點心債市場更加成熟，可形成完善的基準國債孳息率曲線及其他債券孳息率曲線，並增強與境內各條孳息率曲線的相關性。內地調整貨幣政策，先引導境內各條孳息率曲線變化，再影響境外的各條孳息率曲線，將貨幣政策意圖傳導到所有人民幣市場，增強貨幣政策的有效性。

進一步發展點心債市場是具有一定條件的。點心債市場原本就是在內地積極推動下形成的，點心債要得到進一步發展，首先取決於政策因素。促進人民幣資金流出、擴大離岸國債發行規模及允許更多境內發債體到香港融資，都會直接刺激點心債發行，並帶動更多境外發行人發債。市場因素方面，今年春節後內地加強人民幣預期管理，離岸市場匯率趨穩，利率也正在下降，為點心債市場復蘇創造了條件，估計未來幾個月點心債發行可能會增加。

至於熊貓債市場，有望繼續保持上升勢頭，逐漸接近點心債市場規模。

下一步重點是加強熊貓債機制建設及市場培育。發行制度上，可考慮更多地引入符合國際慣例的註冊制度、信息披露、評級方法、會計準則等；市場建設上，有必要改變現行的持有到期投資方式，引導市場參與者的做市意識，形成做市文化，提升債券的流動性；市場結構上，繼續吸引境外央行類主權投資者及各類機構投資者，提高境外投資者在債券交易的占比，促進債券市場的國際化；代理方式上，提高外資代理參與度，批准一些具有投資經驗的境外機構持有甲類、乙類牌照。通過這些努力，盡早令境內國際債及國內債達到歐美債券市場水平，提升人民幣債券市場的國際競爭力，更好地服務於國家整體經濟發展戰略目標。