

2016年5月9日

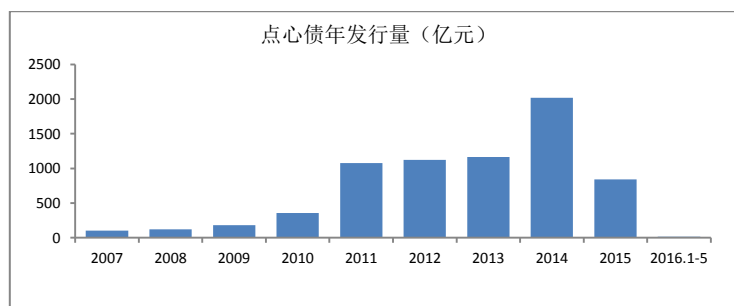
高級經濟研究員 應堅

點心債市場緣何走不出發行底谷？

內容提要

點心債市場是香港離岸人民幣中心的重要組成部分，但從去年開始便陷於低迷，發行量大幅萎縮。其實，點心債市場化運作機制沒有改變，之所以發債體遠離這個市場，就是因為當前市場條件不配合，而發債體又有境內債券市場和境外美元市場可作選擇。隨著離岸人民幣市場保持穩定，點心債融資成本不斷下降，走出發行底谷是完全有可能的。

去年香港人民幣點心債市場進入調整階段，發行嚴重滑坡。今年又過去三分之一時間，儘管離岸人民幣市場波動趨于平靜，但點心債發行仍未見起色，市場較少傳出新增發行的消息。值得探討的是，當前期一些影響點心債發行的不利因素有所消化之際，為什麼發債體還是對點心債市場不感興趣？進一步要分析的是，點心債在什麼條件下才有望重新啟動？



一、點心債市場不容樂觀

2014年，點心債市場經歷了一個黃金發展期，全年發行2018億元，是之前三年平均發行量的兩倍。境內外各類機構對發行點心債的興趣濃厚。二級市場交易也很活躍。香港債務工具中央結算系統CMU的點心債月均成

交 612 億元，創下歷年新高。

然而，2015 年點心債市場卻出人意料發生逆轉。全年新發行點心債 841 億元（香港金管局統計 1 至 11 月發行 687 億元點心債），不僅比 2014 年下降近六成，而且也沒有達到 2011 至 13 年年發行 1025 至 1116 億元的水平。更出人意料的是發行幾乎凍結。去年 8 月份以後點心債發行量嚴重萎縮，8 至 11 月累計發行 243 億元，若扣除 10 月份人行在離岸市場發行 50 億元一年期票據，及財政部如期發行 120 億元離岸國債，實際市場發行 74 億元。接下來是連續 4 個月零發行，直到今年 4 月匈牙利政府才發行 10 億元債券和花樣年發行 6 億元優先票據。

發行萎縮帶來連串反應，令點心債市場遭遇了形成以來的首次嚴峻挑戰。首先是存量大幅下降。存放并在 CMU 交易的點心債于 2014 年 5 月達到高峰，未償還餘額為 4432 億元。由於債券到期退出得不到補充，2015 年底點心債餘額降至 3539 億元，今年 3 月底進一步降至 3162 億元（比高峰時下降近三成）。其次是交易量急劇減少。2014 年 CMU 點心債月均成交 612 億元，去年降至 357 億元，今年首季為 249 億元（只相當于 2014 年的四成）。潛在影響包括，加大了金融機構在離岸市場配置人民幣資產的難度、不利于離岸人民幣理財市場發展，而人民幣加入 SDR 后，香港也將無法抓住各國央行增持人民幣外匯儲備的機會。

二、為什麼會出現發行滑坡？

究竟是什麼因素導致 2015 年點心債發行大幅下降？這還要從 2014 年點心債發行能夠創下新高的原因說起。

2011 至 14 年點心債市場漸入佳境，與政策及市場因素都有關，但啟動點心債市場當屬政策因素。2011 年 8 月中央政府提出支持香港發展成為離岸人民幣業務中心的目標，六項具體措施中有兩項與點心債有關。其一是增加在香港發行人民幣債券的境內金融機構主體，允許境內企業在香港發行人民幣債券，擴大在香港發行人民幣債券的規模；其二是中央政府在離岸市場發行人民幣國債將作為一項長期的制度安排，逐漸擴大發行規模，促進香港人民幣債券市場的發展和完善。當年發行人民幣國債 200 億元，同比增加 1.5 倍。

市場因素也很重要。金融海嘯后歐美實施量化寬松，直接導致債券孳息下跌，令全球債券市場進入一個持續時間較長的反彈周期。2012 年亞太區 G3 貨幣債券發行量首次突破 3000 億美元，并于 2014 年達到 4000 億美元的峰值（2008 年之前幾年發行量約 1000 億美元左右）。點心債市場建立

后，受益于全球債券市場的良好氣氛，債券發行供求兩旺。隨著人民幣國際使用不斷擴展，投資者對人民幣資產需求進一步上升，而離岸市場人民幣資金供應充足，亦令點心債發行成本處于較低水平，提升了發行人的發債興趣。

具體而言，點心債發行增加主要獲得以下幾個動力的支持：

離岸人民幣國債：國債發行穩定增加，2011 年發行了 200 億元，2012-13 年年發行了 230 億元，2014-15 年年發行了 280 億元。發行年期從 3 個增加到 7 個，從最長 10 年期延長至 30 年期，令香港初步形成基準點心債孳息率曲線。

境內機構點心債：國家開發銀行、中國進出口銀行及中國農業發展銀行等政策性銀行債券發行較多，2012 年和 14 年分別達到 180 億及 165 億元；內地批准寶鋼及廣核電等國有企業赴境外發債，帶動一輪國企點心債融資熱潮，2013、14 年國有企業發債規模均超過百億元。國有商業銀行及其境外機構發行點心債（包括人民幣存款證）規模更大。

境外機構點心債：跨國企業發行點心債熱情上升，聯合利華、卡特彼勒、英國石油、博世西門子、阿爾斯通、百勝餐飲、福特汽車及大眾汽車均成為了點心債發行人，世界銀行等多邊國際組織及一批跨國銀行發債量也較穩定。

境內房企點心債：內地房地產開發商成為點心債市場重要參與者，2013 年發行量超過 200 億元，2014 年突破 300 億元，發行票息普遍在 6 至 10 厘，帶動離岸高孳息債券市場的發展。

然而，點心債市場在進入 2015 年後便失去了發行動力。除了國債發行量仍維持原定計劃外，其他境內外機構（包括境內房企）都不願意發債。對點心債發行影響較大的因素包括：

1、**市場替代效應。**點心債市場並非獨立存在，境外有美元債市場，境內有人民幣債券市場，相互形成競爭關係。對境內發債體來說，2015 年後出現三大變化，降低了對點心債市場的興趣。一是境內連續減息，令境內孳息率大幅下降，回境內發債成本更低。以 5 年期國債孳息率為例，2014 年底境內外大致相同，2015 年境內再減息 5 次，到年底形成近 1 厘的倒掛；二是 2014 年美元中長期債息見頂回落（年內 10 年期國債孳息下降約 1 厘），點心債孳息則有所上升，而人民幣匯率還在上升，刺激中國企業更多發行美元債；三是境內債券市場對更多類型企業開放，信用債市場又出現

反彈，信用利差大幅收窄。一些原本只在境外發債的房企及其他民企轉回境內市場，融資成本甚至低於境外市場。2015 年政策性銀行在點心債市場上缺席，而境內房企也只發行了一筆點心債。

2、政策替代效應。 跨國公司涉足點心債市場有各種考慮，一部份確實有人民幣資金需要。如一些中國業務占比較大的公司，在與中國業務相關領域引入人民幣結算，甚至採取人民幣會計。發行點心債，可在境外保持足夠的人民幣頭寸，用於向中國支付貨款。另一部份則是出於財務管理需要，趁點心債融資成本較低，互換為美元使用。然而，人行近年來已著手推動跨國公司跨境資金管理改革，2014 年 2 月上海自貿區率先引入跨境雙向人民幣資金池業務，11 月全國版跨境雙向資金池政策落地，為跨國公司從境內獲得人民幣提供了一條便捷途徑。同時，點心債融資成本上升，無論用於支付還是財務管理需要，都不合算。跨境雙向人民幣資金池業務啟動後，跨國公司從境內成員公司調出資金較多，無須再通過發債融資了（2015 年僅卡特比勒發行了一筆 10 億元點心債）。

3、市場波動的負面影響。 去年 8 月後點心債發行進一步冷卻，與離岸人民幣市場急劇波動有很大關係。一方面，人民幣兌美元大幅貶值，從 6.1 最多跌至 6.75 水準（跌幅超逾一成），市場預期人民幣還會出現更大幅度的貶值，影響境外投資者持有人民幣資產的信心；另一方面，離岸流動性持續抽緊，一再推高離岸資金成本。2015 年 12 月，離岸市場期限較短的 1 個月及 3 個月拆息已高出境內 2.1 至 2.5 厘，而 5 年期國債平均孳息亦高出 0.75 厘。在此情況下，發債體和投資者均採取觀望態度，不敢輕易入市。

三、市場環境朝向哪個方向發展？

儘管點心債市場還處於調整階段，除少數零星發行外，尚未出現一些具有市場影響力的發行個案，但經歷了離岸市場急劇波動後，亦不難尋覓到一些有利於點心債市場復蘇的跡象或因素。

1、離岸人民幣市場趨于平復。 經內地採取積極有力措施應對國際炒家做空人民幣及操控市場情緒，2 月中旬後離岸匯率逐漸穩定下來，並維持了近 3 個月。隨著流動性緊張趨於緩和，離岸資金成本不斷下降。4 月份離岸 3 個月拆息平均高於在岸市場 17 個基點，而 1 個月拆息反而低了 16 基點。4 月份離在岸 5 年期國債息差比 3 月份收窄 40 基點，這對點心債市場是一個好消息。

2、點心債二級市場仍具吸引力。 由於點心債一級市場供應不足，二級

市場需求一直很強，不少投資者轉入二級市場，追逐投資級別較高的點心債尤其是主權類點心債，將債券價格一再推高。2014 及 15 年，FT-中銀香港離岸人民幣債券指數均上升 3%以上，顯示了穩定的投資回報率。在離岸市場出現急劇波動時，債券指數亦會受影響出現調整，如去年 8 月下旬及 12 月 FT-中銀香港離岸人民幣債券指數急跌 2.2%及 1.4%，但近期出現加快反彈跡象，2 月初至今 FT-中銀香港離岸人民幣債券指數曲線變得陡峭，從 113.8 升至 116.9 點，升幅達 2.7%，投資回報率較理想。

3、來自境內市場的壓力有所減輕。2014 年後境內信用債（以中期票據、短期融資券、企業債為主）受到政策鼓勵而迅速崛起，孳息率大幅下降（2014 年 1 年期 AAA 級中票孳息下降 169 基點），信用利差收窄，發行程序簡化，吸引點心債發債體回流。然而，今年內地信用債違約集中爆發，一批中票及短融券未能及時付息或暫停交易，投資者加快出售債券，重新拉闊信用利差。到 4 月底逾百家發行人取消或推遲發行，累計規模近千億元。違約事件主要發生在煤炭、鋼鐵、造船等去產能行業，發行點心債較少，而境內債券發行排隊，在一定程度上減輕點心債回流壓力。當然，信用債違約是否進一步惡化，現暫難作出定論，而能否將更多客戶留在點心債市場亦有待觀察。

另一方面，點心債市場在復蘇進程中，不得不面對一些新挑戰：

1、離岸人民幣資金池萎縮。今年 3 月底，香港人民幣存款餘額 7594 億元，已連續兩個月大幅回落（減少 927 億元）。與 2014 年底高峰（10035 億元）相比，則下降 24%。存款證餘額亦從高峰時的 2400 億元下跌至去年底 1000 億元左右。導致存款下降的主要原因，是貶值預期下香港貿易商在收到歐美貿易商支付的美元貨款後，在香港結匯，再向內地支付人民幣，令人民幣向境內回流。這個過程一般會滯後兩三個月。因春節過後人民幣才逐漸回穩，香港人民幣存款還有進一步減少的空間。香港人民幣資金越來越少，萬一點心債發行啟動，遇到較大發行，必會受到較大制約。何況香港人民幣貸款已達 3000 億元規模，若點心債發行亦恢復 2014 年的 2000 億元發行量，兩種業務就可能爭搶有限的資金，抬升資金成本，嚴重的話會中止資產業務復蘇進程。

2、面臨熊貓債市場的競爭。2014 年底內地重啟熊貓債市場，僅一年多時間，便成功發行了戴姆勒、中銀香港、匯豐、渣打、招商局、加拿大、哥倫比亞省及韓國政府熊貓債，累計發行金額達到 160 億元。目前，熊貓債申請很活躍，而境內監管對境外機構發行熊貓債十分支持，並正修訂熊貓債發行辦法。熊貓債與點心債在發行主體上部份重疊，而迄今已成功發行熊貓債的發行人原本發行點心債較多，轉為發行熊貓債，有可能直接減

少在點心債的融資需求。這是重啟點心債發行必會遇到的一個難題。

3、美元債仍在擠壓點心債。境外美元債和點心債是替代市場，中資企業多發美元債，必減少點心債發行。2015年中資企業發行美元債為1300多億美元，同比增長四成二，成為點心債發行減少的一個原因。去年底今年初，人民幣貶值幅度較大，部份中資企業提前贖回美元債，以減輕還債負擔。但2月份人民幣穩企後，中資企業不再調整資產負債結構，反而重新增加美元債發行量。僅4月中下旬，中石化、京東、進出口銀行、中銀租賃便發行了109億美元債券，形成一個小的發行高潮。由於美國加息步伐放慢，美元偏弱，而美元債息也在回落，中資企業對美元債興趣可能進一步上升，影響到點心債復蘇。

四、何時才能啟動點心債發行？

綜合以上分析，點心債市場迅速由熱轉冷，原因並不複雜，主要是市場條件朝著不利於點心債發行的方向轉變。最基本的市場條件是融資成本因素。2015年發行量大幅減少，主要是因為融資成本不斷上升，令發債體從點心債市場轉向其他市場。

那麼，近期離岸資金成本下降，可否為點心債發行注入動力呢？從目前情況看，還是欠一些火候。比較境內外人民幣國債孳息率曲線作，4月份離岸1年期、2年期、5年期及10年期平均孳息分別為3.52厘、3.55厘、3.62厘及3.74厘，高出在岸國債129、108、100及81基點。點心債融資成本明顯偏高，點心債市場對發債體還是缺乏吸引力。但從發展角度觀察，境內外債券融資成本有望接近。4月份資金市場的表現提升了信心，只要繼續穩定一段時間，資金市場的有利變化遲早會傳導到債券市場。而債息差距一旦收窄，重啟點心債發行就有保證。近日離岸市場已有兩筆點心債發行，5月底還將發行今年首批離岸人民幣國債。國債是通過CMU平臺向機構招標發行的，最終競標所得的票息具有指標意義。如果能定得低於去年11月國債發行時的水平，甚或接近境內國債發行票息，則為點心債走出發行低谷創造條件。如果維持較高票息，點心債市場復蘇有待更長時間，甚至需要政策上推動一把力。

鑒於點心債市場的重要性，以下一些政策舉措是值得探討的，不僅可促使點心債市場儘早復蘇，而且還有助於促進點心債市場的長遠、健康發展。

1、加大離岸人民幣國債的發行規模。過去幾年內地將在香港發行國債作為一項長期制度性因素，取得了明顯效果。離岸人民幣國債也成為了點

心債市場的“定海神針”，幫助點心債市場發展成為高等級的國際債市場。不過，國債年發行量 280 億元規模太小，不僅難以滿足需求，而且對培育點心債市場與歐美國際債抗衡作用有限。開放銀行間債券市場意義重大，但點心債採取市場化、國際化發行，亦有不可取代的功能。做大、做強點心債有利於提升人民幣國際使用。以境內年發行 2 萬多億元國債，將其中一兩千億元拿到境外發行并增加發行批次是值得考慮的。

2、放開境內機構到香港發行點心債。內地在總結前海境外人民幣貸款及上海自貿區分賬核算跨境融資業務基礎上，在全國範圍內實施全口徑跨境融資宏觀審慎管理。未來境內成立的大部分企業和金融機構，基於資本或淨資產約束機制，可自主從境外融入本外幣。一般認為，此項政策是指跨境貸款，但從政策字面理解，跨境融資是指境內機構從非居民融入本外幣的行為，並未限定銀行貸款或債券融資。因此，如果在實施細則中進一步明確適用於債券融資，相當於放開境內機構在香港發行點心債。

3、為境內機構在香港發行點心債提供更多回流便利。廣東、福建和天津自貿區“擴大人民幣跨境使用”政策提出，支持區內金融機構和企業在境外發行人民幣債券，對於所籌集的資金以人民幣形式回流境內使用，回流比率暫定為 1 倍，即可全部回流。重慶跨境人民幣創新業務亦也允許當地企業赴新加坡發行人民幣債券可直接回流。此項規定對促進點心債市場發展可起到很好的推動作用。可考慮向有關方面建議，提高境內機構在香港發行點心債的回流比率，或將適用於自貿區及重慶的回流比率擴大到更廣泛的沿海及中西部地區。

4、條件成熟時推動離岸人民幣資金池擴容。去年 8 月以來內地採取措施應對國際炒家操控市場情緒，令其知難而退。各項政策措施有效性無庸置疑，估計還會穩固一段時間。離岸人民幣市場發展放慢，人民幣資金池出現較大萎縮，並對其他人民幣業務有影響。正如周小川所說的“等市場逐漸回到相對穩定狀態，人民幣國際化還會繼續前進。”近期離岸市場趨穩，下一步可探討促進人民幣跨境流動並有效防範風險的機制，擴大離岸人民幣資金池，保證人民幣國際使用向縱深發展。