



中银研究：在双循环新格局中推进离岸人民币债券市场发展





在双循环新格局中推进离岸人民币债券市场发展

世界百年未有之大变局正加速演进，面对新发展形势，中央提出加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，这是基于当前和未来国内外环境变化做出的重大战略部署。实现双循环，既需要实体经济的高质量发展，也需要金融市场的改革创新予以支持。在此过程中，离岸人民币债券市场作为我国金融市场的重要组成部分，是境外以人民币进行融资发行和投资交易的重要阵地，也是金融支持实体经济的重要环节，对扩大金融开放、畅通国内循环、优化国际循环具有深远意义。

下文将探讨离岸人民币债券市场促进双循环的作用机制，分析离岸人民币

债券市场存在的制约因素，并对未来发展提出政策建议。

一、离岸人民币债券市场在波动中发展

从 2007 年首次发行产品至今，离岸人民币债券市场可以划分为曲折前行的四个阶段。

一是 2007-2009 年的“试水”阶段。2007 年 7 月，国家开发银行首次在香港特别行政区发行 50 亿元人民币债券，拉开离岸人民币债券市场的序幕。此后至 2009 年，离岸人民币债券市场初步形成，发展较为谨慎，几乎只有中国内地的发行人，年均发行量在 100 亿-200 亿元人民币之间。

二是 2010-2014 年的初显成效阶段。从 2010 年开始，在人民币对美元升值的背景下，离岸人民币基准利率低于在岸水平，离岸人民币债券发行成本较低，市场迅速发展。2012 年，汇丰银行在伦敦首发 20 亿元人民币债券；2013 年 3 月，台湾中国信托商业银行在台发行 10 亿元人民币债券；同年 6 月，安硕在香港交易所发行亚洲首只离岸人民币债券；2014 年 6 月，汇丰银行和渣打银行在新加坡交易所发行 15 亿元人民币债券。从 2010 年的发行量 414.49 亿元，到 2011 年的近 2000 亿元，再到 2014 年的 5821.83 亿元，离岸人民币债券发行量迅速增加。同时，中国香港、维京群岛和其他地区的发行逐渐活跃。

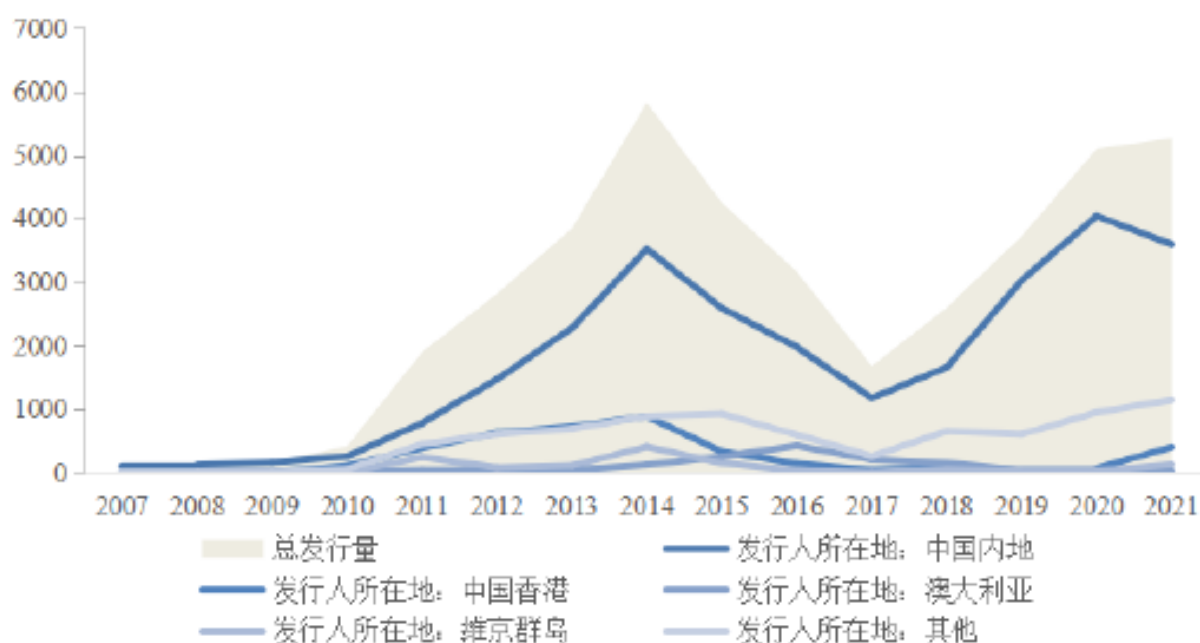
三是 2015-2017 年的市场调整阶段。2015 年“8·11”汇改之后，人民币汇率下跌，叠加美联储退出量化宽松政策并启动加息，中美利差缩窄，

人民币离岸市场利率高于在岸市场利率，离岸人民币债券发行量逐年萎缩，到 2017 年仅为 1676.79 亿元，甚至低于 2011 年的水平。虽然离岸人民币市场活跃度降低，但起到了对冲人民币贬值预期、稳定人民币汇率的作用。与此同时，2016 年 12 月，上海市财政局在中央结算公司上海分公司开立债券发行账户，面向上海自贸区区内及境外机构投资者成功发行 30 亿元地方政府债券，自贸区债券作为在岸的离岸市场债券落地诞生。2015-2017 年间，离岸人民币债券市场经历调整，但通过发行自贸区债券做出了重要创新。

四是 2018 年以来的再度飞跃阶段。随着人民币汇率逐步企稳，离岸与在岸市场利率水平趋于一致。特别是在 2020 年全球疫情背景下，中国经济率先企稳，投资者情绪逐步回暖，离岸人民币市场发展的动能重新积蓄。2018 年 2 月，中国银行澳门分行发行了 40 亿元人民币“莲花债”，这是澳门特区首次发行离岸人民币债券。2018 年 11 月，中国人民银行开始在中国香港常态化发行离岸人民币中央银行票据。2021 年 9 月，债券“南向通”市场开放，更多资金和更丰富的投资者进入离岸市场。2021 年 10 月，深圳市和广东省政府分别在中国香港和中国澳门发行了首笔离岸人民币地方政府债券，实现了交易市场和发行人类型多元化的突破，填补了离岸政府债券的发行空白，是地方政府债券对外融资历史上的重要事件。在深圳市首发的 50 亿元地方政府债券中有 39 亿元为绿色债券，聚焦水治理、清洁交通等项目，是绿色金融支持低碳经济循环的国际化实践，体现了新发展格局下高水平、高质量的对外开放。2022 年 2 月，中国人民银行

通过香港金融管理局债务工具中央结算系统（CMU）债券投标平台招标发行 2022 年第一期和第二期中央银行票据，调节离岸人民币流动性，稳定市场预期。截至 2021 年底，离岸人民币市场债券历年发行总规模达到 4 万亿元（图 1）。自 2007 年首次发行债券至今，离岸人民币债券市场历经曲折前进的 15 年，正进入新发展时期。

图 1：离岸人民币债券发行量走势（亿元）



二、离岸人民币债券市场将成为双循环的重要推动力

通过总结美国和日本的经验发现，两国离岸金融市场都是在本国经济增长到一定阶段，而资本市场尚未完全开放的情况下快速发展的。例如，在 20 世纪 60 年代，伴随着马歇尔计划的实施，欧洲美元市场迅速发展起来。20 世纪 80 年代初，美国为吸引美元回流，增强美国金融机构国际竞

争力，掌握美元利率定价权，于 1981 年 12 月在纽约发起设立美国国际银行设施（International Banking Facilities, IBF），作为美国在岸的离岸金融市场。为了推动东京成为太平洋地区的金融中心，同时将离岸金融市场与国内市场的风险隔离，日本参考 IBF 的经验，于 1986 年 1 月发起设立日本离岸市场（Japan Offshore Market, JOM）。债券融资发行和投资交易规模在美日离岸金融市场中一直占有较高比重，离岸美元债券市场和离岸日元债券市场在两国经济金融发展中都发挥了十分重要的作用。

在新的历史时期，我国将构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局作为经济实现高质量发展的重要战略。中国经济体量越来越大，仅依靠自身资源推进持续增长的动力有限，实行高水平对外开放成为一项重要议题。金融作为实体经济的血脉，其对外开放的本质是更好地进行全球资源配置以支持实体经济，畅通国内循环，优化国际循环。在国内资本市场尚未完全开放的背景下，离岸人民币市场作为境外以人民币进行融资和投资的主要场所，是金融开放的重要阵地。其中，离岸人民币债券市场因其体量大、波动小、可提供丰富的货币政策工具等特征，可在双循环新发展格局下更好地支持实体企业走出去，便利企业充分利用国际国内两种资源、两个市场，多渠道筹集资金，提升直接金融质效，更充分地发挥金融服务实体经济的作用，将在维护宏观审慎的基础上更好地发挥扩大金融市场开放的主导作用，有望成为双循环的重要推动力。

（一）便利投融资，为双循环增加“供血”

从融资端来看，离岸人民币债券市场有助于吸收海外储蓄，降低资本成本。储蓄是支撑资本深化和经济增长的重要要素。2008年以来，受居民储蓄倾向下降、企业增加值下降及劳动者报酬刚性上涨等影响，我国国内储蓄率出现下降，在2018-2020年基本维持在45%左右的水平。在此背景下，发行离岸人民币债券可以为中资企业和地方政府提供离岸融资渠道，吸收部分海外储蓄，增加境外低成本资金输入，作为境内融资市场的补充，为国内企业和地方经济发展提供资金支持。此外，离岸人民币债券在发行时一般都在资金期限和用途等方面具有明确的使用规定，有助于提升资金使用效率和资本收益率。例如，深圳市首发的离岸人民币债券规定发行期限为2年、3年和5年期，其中3年和5年期为绿色债券，募集资金主要用于城市轨道交通和水治理等项目。

从投资端来看，债券市场具有体量大、风险低的特征，可以丰富离岸金融市场产品种类，提供良好的人民币投资渠道，特别是能够满足国际投资者的风险规避需求。在疫情反复的背景下，国际金融市场大幅震荡，欧美发达经济体持续采取超宽松货币政策，多国利率降至零，甚至出现负利率，而我国在严格的防疫政策下，经济金融体系经受住了考验，跨境资本流动有序，外汇市场总体运行平稳，外资机构对人民币债券的资产配置总体呈上升态势，离岸人民币债券市场有助于满足这部分投资需求。

（二）畅通资金循环，为双循环疏通渠道

离岸人民币债券市场作为人民币国际化的重要平台，将人民币的使用

从跨境贸易结算拓展到金融交易，从经常项目拓展到资本项目，是完善人民币回流机制的重要环节。在商品市场，随着人民币国际化的推进，人民币的国际认可度日益提高，人民币国际贸易计价结算职能日益增长。离岸人民币债券作为离岸金融市场的重要工具，与商品市场配套发展，能够促进跨境贸易中闲置资金的流动。

近年来，有关部门出台的政策措施，有助于畅通离岸人民币市场资金循环。根据中国人民银行 2017 年《关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》（银发〔2017〕9 号）的规定，发行债券的企业和金融机构办理备案和相关报送手续后可以根据提款、还款的实际需求为借款主体办理相关的资金结算；开展跨境融资涉及的资金往来，可以采用一般本外币账户办理，也可以采用自由贸易账户办理。在符合规定的范围内，贸易和资本账户的资金可以更畅通地流动起来。此外，债券“南向通”开放后，离岸人民币债券可配合这一部分南下的资金回流，资金往来更加便利，将进一步增强境外人民币市场的流动性，促进国内国际双循环更加畅通。

（三）提升中资金融机构服务竞争力，为双循环提供支持

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42438

