

# 人民币离岸债券市场现状与前景分析\*

裴长洪 余颖丰

**[摘要]**在应对国际金融危机冲击的过程中,人民币国际化进程加速。跨境贸易与投资的人民币结算业务已经开展和试点。但目前我国资本账户尚未完全开放,人民币不能自由兑换,成为人民币国际化最大的绊脚石。而离岸债券市场的建设,将是极佳的策略选择。因为,债券市场的建设,是一国货币的投资职能向储蓄职能转变过程中最重要的一环。而人民币离岸市场的建设,将为资本账户未放开的中国提供缓冲地带,缓释人民币国际化进程中的风险。本文首先对人民币离岸债券市场的发展历程进行了回顾,分析其现状及特点,并探讨点心债券、合成型债券与熊猫债券的区别和联系,最后对人民币离岸债券市场的收益前景进行了估量。

**关键词:**人民币国际化 离岸市场 债券 市场前景

**JEL 分类号:** F30 F33 F37

虽然中国已超过日本成为世界第二大经济体,但在国际贸易与投资方面,仍一直以美元为主导,致使中国和中国的企业过度承受了美元的汇率风险。要摆脱美元的汇率风险,最终的选择是人民币走向国际化。尽管这条道路将是曲折而漫长,但机遇与挑战并存。在这个过程中,人民币离岸债券市场的建设将扮演极其重要的角色。

## 一、人民币国际化进程不断提速

目前的主流观点认为,人民币走向境外的基本条件已日趋成熟,但对于人民币国际化的定义和进程,各界人士持有不同的观点。谢涌海(2010)认为,人民币国际化需隔离在岸和离岸市场,充分利用离岸市场作为平台,四管齐下,大力发展以人民币计价的股市、债市、贵金属期货交易和外汇市场。陈道富等(2010)认为,人民币国际化可采用以下路径:一是人民币成为区域内的贸易结算货币;二是培养区域化的人民币债券作为区域内的储蓄及投资货币;三是扩展离岸人民币市场的深度和广度,配合国内资本账户的完全开放,最终成为区域主导货币;四是利用人民币的区域化推进人民币的全球国际化。关于离岸人民币资本市场的发展,陈道富等总结为:先长期,后短期;先债市,后股市;先发行市场,后交易市场。陈炳才等(2010)认为,人民币不一定必须要先区域后国际,同时中国资本项目的未开放也未必会限制人民币的国际化道路,理由是中国资本账户共43项,其中11项已施行可兑换,11项为较少限制,15项为较多限制,仅有6项因涉及国家安全和军事机密而严格管制,总体而言开放程度已属颇高,目前国内商业银行与国外商业银行间无法建立银行授信<sup>①</sup>,反倒可能是制约人民币成为区域乃至国际结算货币的桎梏所在。他认为,中国可以对不同国家实行不同的管理制度,对于那些发展中国家、非中国的储蓄货币国家,大可以开放国内债、股及人民币拆借市场。

香港金管局总裁陈德霖(2010)认为,香港作为人民币的离岸市场是人民币国际化最重要的基础性平台,可在这个平台之上,再利用贸易投融资平台,在控制金融风险的前提下,逐步实现人民币国际化。

\* 裴长洪,中国社会科学院经济研究所所长,博士生导师;余颖丰,中国社会科学院研究生院,博士研究生。

<sup>①</sup> 目前,国内采取的是银行业务代理制度。

香港联交所行政总裁李小加(2010)针对增加人民币在港存量以及人民币有效回流内地市场的问题,提出了多项建议,其中大力发展熊猫债券以及离岸人民币股票,被认为是有效的回流通道。中央银行对其建议给与了积极的回应。目前,首支离岸人民币计价股票<sup>①</sup>正在酝酿中,有报道称今年年中就会推出。

Guonan and McCauley(2010)与 He and McCauley(2010)等人从货币与金融稳定的角度,分析和讨论了美国与日本的例子,并讨论了新兴市场国家发展离岸市场的问题。他们认为,新兴市场国家如能充分认识到其中的风险,建立离岸金融市场,可以对本国货币国际化有帮助,并能提升国际认可度。

综上所述,关于人民币国际化的目标,我们认为可以概括为三步:第一步是成为全球贸易结算货币,第二步是成为全球投资货币,第三步是最终成为全球储蓄货币。

自应对国际金融危机冲击以来,人民币国际化进程不断推进。从2009年4月开始,国务院决定在上海市和广东省广州、深圳、珠海、东莞4城市先行开展跨境贸易人民币结算试点工作,境外地域范围暂定为港澳地区和东盟国家,并要求中国人民银行会同有关部门尽快制定出台《跨境贸易人民币结算试点管理办法》。随后,试点的范围不断扩大。截至2010年7月,中央银行将跨境贸易人民币结算试点扩容到20个省份。试点业务范围包括跨境货物贸易、服务贸易和其他经常项目人民币结算;不再限制境外地域,企业可按市场原则选择使用人民币结算。跨境贸易人民币结算试点的扩大,进一步促进了贸易和投资便利化。

根据中央银行发布的货币政策报告,2010年第四季度,跨境贸易人民币结算数额急剧上升,累计已超过5000亿元,比上个季度大增3000亿元,创2009年7月试点以来新高。根据汇丰银行在东南亚企业中的调查显示,70%以上的企业对使用人民币结算有强烈的兴趣。预计5年之内,可能会有接近1/3的进出口量采用人民币结算。境外人民币结算额高速增长,已经为资本项目开放做好了准备。跨境贸易结算的推广,已经基本实现了人民币国际化三步走中的第一步。

2011年1月13日,中央银行发布了《境外直接投资人民币结算试点管理办法》,明确跨境贸易人民币结算试点地区的银行和企业可开展境外直接投资人民币结算试点,支持国内企业“走出

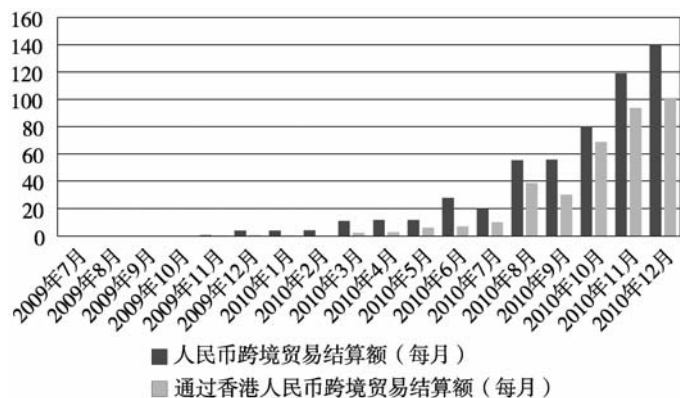


图1 人民币跨境贸易结算总额及通过香港结算的贸易总额比较 (单位:10亿元人民币)

资料来源: HKMA、BOCI、Bloomberg。

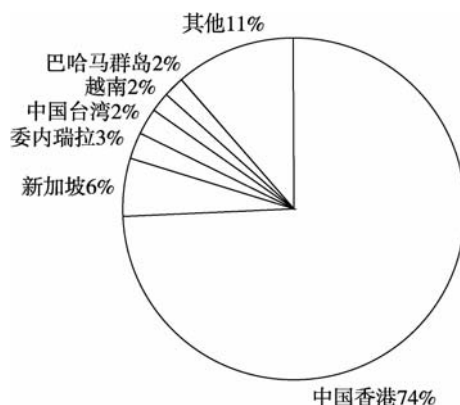


图2 各区域总跨境贸易结算比

资料来源: HKMA、Bloomberg 以及作者整理; 数据截至2010年12月底。

<sup>①</sup> 目前,长江实业(中国)拟拆分中国部分物业资产,于2011年上半年在港发行人民币计价的REITs(房地产信托基金),初步计划募集资金约为100亿元人民币。REITs,属于不动产证券化的一种,即将房地产旗下成熟的商业物业,如办公楼、商铺、酒店等不动产打包上市,然后向投资者发行信托凭证或股票,打包上市资产收入来源主要依靠资产未来租金现金流,并有专业机构进行信托管理。REITs在美国比较流行,并且是一种比较稳定的投资产品。

去”。境外直接投资人民币结算试点的推出,使得人民币国际化实现了贸易层面和资本层面两步并走的格局。2011年初,境外直接投资人民币结算试点的启动,使人民币国际化再迈出实质性一步。

境外直接投资人民币结算试点的启动,为海外市场人民币的供应提供了另一个有效的渠道,由此将进一步推进人民币在海外的运用。这一新的试点将与目前正在开展的跨境贸易人民币结算互相配合,互为促进,从而逐步提高人民币资金在海外的循环使用量。这一试点也将进一步推动中国企业“走出去”。从全球范围来看,中国目前已是对外直接投资的第五大来源地。中国企业境外直接投资的总量将以每年40%~50%的速度增长,在2011~2020年,人民币国际化将获得突破性进展。

一个国家实现货币国际化的必要性主要有三点(Chen,2009;Gao,2009):一是实现其自身经济存量的保值,即在他国货币贬值的情况下,不会因持有过多他国货币为自身储蓄货币而遭受损失,而一国货币成为储蓄货币后,能带来“铸币税”优势;二是促进自身经济增量的再平衡;三是获得国际上更大的政治及经济话语权。而债券市场的发展是一国货币从贸易结算货币向投资货币转型的最重要的一环。其理由是(以人民币为例),海外人民币持有人,若愿意以人民币作为储备货币,势必以固定收益债券作为储备资产的基本形态(而非人民币现金或存款)。储备资产必须具备两个最基本的属性:一是风险尽可能低,二是流动性尽可能高,即在本国遭遇国际支付压力时可随时变现。基于这些约束,发达的国债市场成为必然的选择<sup>①</sup>。目前,也有不少业内人士将人民币国际化的目标仅定义为人民币可自由兑换。基于这种认识,香港离岸人民币市场的建设目标就被定义为人民币全面可兑换的防火墙和试验田。就当前人民币国际化的进程来看,第一步的贸易结算货币国际化和第二步的投资货币国际化是同时在香港进行的。

## 二、人民币离岸债券市场的发展历程与特点

2007年6月8日,中国人民银行和国家发改委联合颁布《境内金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券管理暂行办法》。该条文规定,政策性银行和国内商业银行可在港发行人民币债券,发行需获中国人民银行和发改委审批,并由发改委颁发配额;债券收益及资金调回需在外汇管理局登记备案。国家开发银行作为第一家在离岸人民币市场发行债券的中资银行,于当年发行了市值50亿的人民币债券。从2007年第一支人民币离岸债券登陆香港<sup>②</sup>以来,人民币债券离岸市场发展并不迅速而是十分缓慢,2008年又因受到全球金融危机影响,致使其信用风险和信用利差备受关注。直到2009年人民币国际化问题被提上议程后,香港人民币债券市场才逐步恢复。主要动因来自于2009年和2010年上半年,中国人民银行对人民币跨境贸易结算试点范围的扩大和在港人民币业务(尤其是存款)的快速增加,使离岸人民币债券市场从2010年7月开始进入高速增长阶段。

以人民币为基础的贸易以及商务交易是发展人民币债券市场的实质基础。截至2011年1月,

<sup>①</sup> 当然,根据特里芬的理论,一个国家要走上储蓄货币的道路,就必须大量发行债券,以供国外投资者持有,但随着不断扩大的海外债务,似乎又暗示最终该国将走向巨额赤字的道路,因为该国有货币发行权(铸币税优势),在面对巨额债务时,缺乏自律,自然会通过增发货币,向世界输出通胀税。因此,特里芬认为储蓄货币自身就孕育毁灭的种子。以目前美元和欧元近几年发生的事实来看,似乎更旁证了这种观点。而目前,中国的政府赤字一直控制在较低水平,外资持有国债份额被严格控制(未对外界公布),有报告认为其份额极低。而从历史经验看(以美国、欧盟为例)储蓄货币发行国往往因较大贸易赤字,被逼发行外债,使得储蓄货币发行过易落入“海外融资依赖”陷阱,给该国中长期经济带来相当大的风险。

<sup>②</sup> 香港人民币离岸市场并非新鲜事物。早在1989年我国已开始离岸市场建设的探索。我国离岸市场发展经历了四个阶段:第一阶段(1989~1994)业务主要为存款、贷款、结算;第二阶段(1995~1998)业务迅猛发展,但因业务盲目扩张及管理不善,加之亚洲金融危机,资产质量严重恶化;第三阶段(1999~2002)是清理整顿阶段,1999年1月中央银行叫停离岸业务;第四阶段(2002~至今)是恢复发展阶段,2002年6月,中央银行允许招商银行和深发展恢复离岸业务(巴曙松和郭云钊,2008)。

香港人民币总存款<sup>①</sup>已增至 3700 亿元,占香港银行总存款<sup>②</sup>的 6.23%,占香港货币流通总量(按  $M_2$  口径<sup>③</sup>)的 6.03%(图 3 绘制了截至 2010 年年底,香港人民币总存款分别占香港银行总存款与香港货币流通总量的比例)。在港拥有人民币账户的个人可以利用存款购买人民币债券,并在二级市场通过银行的零售业务交易人民币债券。就机构投资者而言,只要是拥有人民币存款许可证的银行或特定的企业客户,就可以利用持有的人民币认购离岸人民币债券。图 4 描绘了 2004 年至今离岸人民币存款总额和离岸人民币债券发行情况,从中可以看出只有在港人民币基础(尤其是人民币存款和跨境贸易结算额)不断扩大,才能进一步促进离岸人民币债券市场更快更好地发展。

目前,人民币离岸债券市场有以下几个特点:

1. 人民币离岸债券发行规模不断扩大。2010 年全年人民币离岸债券发行规模较 2009 年翻了三番,但离岸市场的海外人民币份额相对于中央银行人民币总存款量而言,仍然微不足道,如同大餐中的一道“点心”。截至 2010 年 12 月底,离岸人民币债券市场发行总额占离岸人民币总存款的 18%,而离岸人民币总存款仅占国内中央银行总存款的 0.69%和国内货币流通总量 ( $M_2$  口径)的 0.43%。图 5 绘制了离岸人民币债券市场总发行额分别占国内中央银行总存款的比例与占国内  $M_2$  货币流通量的比例,从中可见,截至 2010 年 12 月底,两者皆不足 1.4‰,因此目前香港离岸人民币市场被人戏称为“点心市场”。

2. 发行主体不断多元化。在香港金管局于 2010 年 2 月发布《香港人民币业务的监管原则及操作安排的诠释》(下称《诠释》)之前,人民币离岸债券发债主体主要是国内商业银行和政策性银行。在《诠释》发表以后,海外金融机构、跨国企业和跨国组织参与到发债主体中来,同时国内在港上市企业(如红筹股)也开始利用香港人民币离岸债券市场的平台融资发债。简而言之,根据《诠释》来

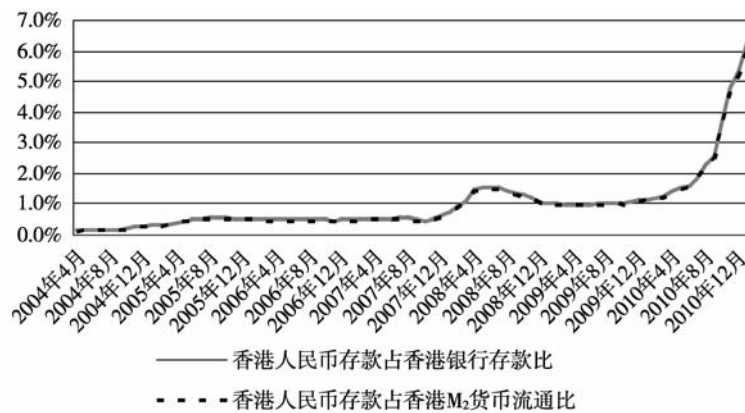


图 3 离岸人民币存款占香港银行总存款以及  $M_2$  的比重

资料来源:香港金管局。

① 按照香港金融统计总则,香港人民币总存款包括在港人民币活期及储蓄存款和在港人民币定期存款。目前,香港聚集人民币存款的三条方式主要是:香港居民个人人民币存款及旅游业务,贸易结算以及中央银行间货币互换(swap)协议。

② 香港银行总存款包括香港执照银行所吸收的活期、定期和储蓄存款。根据香港《银行业条例》,执照银行是香港认可的三类认可机构之一(另外两类是:接受存款公司和有限牌照银行)。持照银行是香港唯一可经营银行业务的机构。在香港,“持照银行”通常与“银行”一词交替使用。

③ 目前,在香港整个经济体系内的货币流通量(货币总量)有三个指标: $M_1$ ,指市民持有的法定货币(包括纸币及硬币)与银行客户的活期存款; $M_2$ ,指货币供应  $M_1$  所包括的项目,再加上银行客户的储蓄及定期存款,以及由银行发行并由非银行持有的可转让存款证; $M_3$ 指  $M_2$  所包括的项目,再加上有限牌照银行及接受存款公司的客户存款,以及由这两类机构发行并由非银行持有的可转让存款证。在这 3 个货币供应指标中,港元货币供应  $M_1$  的数字有明显的季节性变化,广义货币(即港元货币供应  $M_2$  与  $M_3$ )则没有。因此本文选择  $M_2$  口径作为衡量香港货币流通总量的指标。

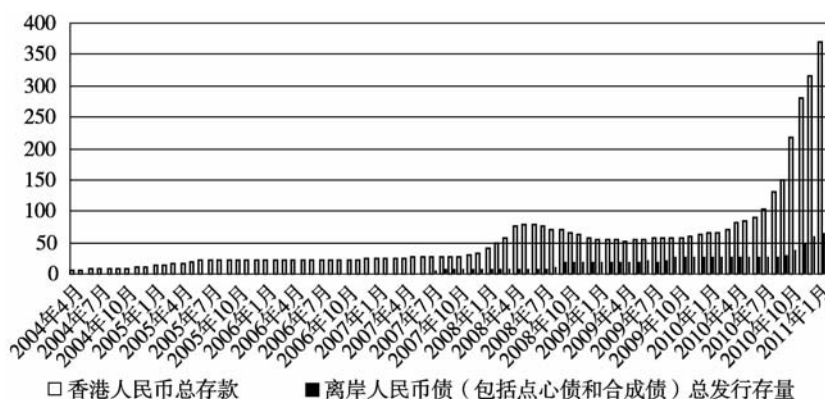


图4 香港离岸人民币债券市场发行存量和离岸人民币在港存款(单位:10 亿元人民币)

资料来源:HKMA、BOCI、Bloomberg。

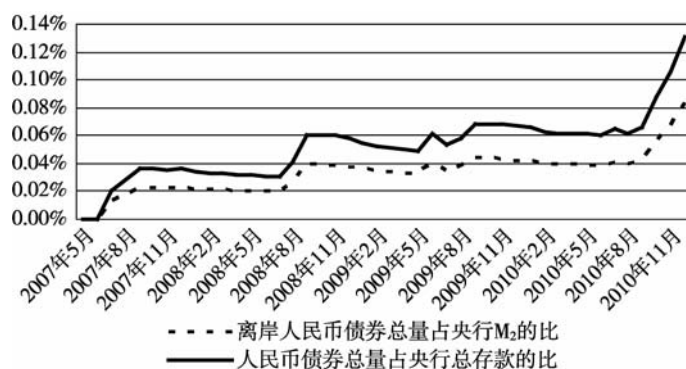


图5 离岸债券市场发行额与国内中央银行总存款和国内 M<sub>2</sub> 的比

资料来源:香港金管局、中银国际、彭博。

看,目前世界上任何一家公司都可以发行离岸人民币债,无需香港或国内监管部门专门审批,除非发行主体需将所募集的资金及债券收益从香港转至内地。

3. 就债券品种而言,目前主要有两种离岸市场:一是以人民币发行,以人民币结算的债券,业内人士称为点心债;二是以人民币发行,以美元或其他外币结算的债券,称为合成型债券。后者是2010年年底在香港出现的新型人民币债券品种,在后面章节有具体介绍。目前,市场仍然以前者为主(参见图6)。

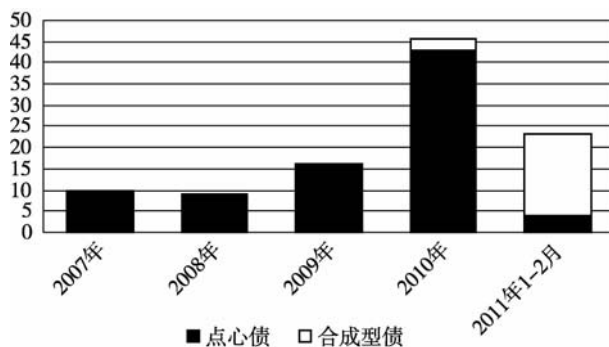


图6 两种不同离岸人民币债发行情况比较

资料来源:香港金管局、中银国际、彭博。

表1 人民币离岸债券市场<sup>①</sup>发行总量与分类统计表

单位:10亿元 RMB		2007年	2008年	2009年	2010年	2011年前两月
点心债券	政府债券类					
	财政部	0	0	6	8	0
	金融债券类					
	政策性银行	7	3	0	10	0
	商业银行	3	6	3	5	2.5
	外国银行或国内设有分行的外资银行	0	0	7	0.2	0.1
	存款证	0	0	0	4.24	0.5
	企业债类 <sup>②</sup>					
	海外或跨国公司	0	0	0	3.78	
	红筹股	0	0	0	6.2	0.3
跨国组织或机构类				5.4	0.65	
合成型债券		-	-	-	3	19.1
离岸债券总额		10	9	16	45.82	23.15
离岸债券数量(笔)		5	4	8	37	18

数据来源:中国人民银行、财政部、香港银监局、中银国际(香港)及作者整理。

4. 市场中以短期债券为主。债券期限多为2~3年,久期仅为1.5年,并且多为A或AA级等信用评级良好的低收益债券。市场流动性稀缺,主要原因是市场目前求大于供,债券期限较短,高收益债不足,故投资者多选择持有至到期,换手率不高(参见图7~图8)。

5. 投资主体趋于多元化。以往批发银行占到认购的70%,随着政策的放松,基金、保险以及证券经纪人参与进来并占到投资主体的48%,而批发银行占比降至36%(见图9)。值得注意的是,国外中央银行(如:马来西亚中央银行)也可认购人民币债券作为外汇储备。

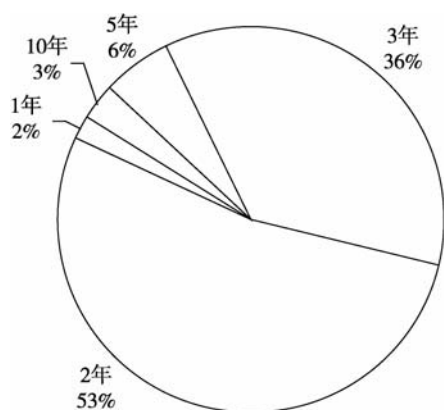


图7 离岸债券到期年限分析

资料来源:香港金管局、彭博。

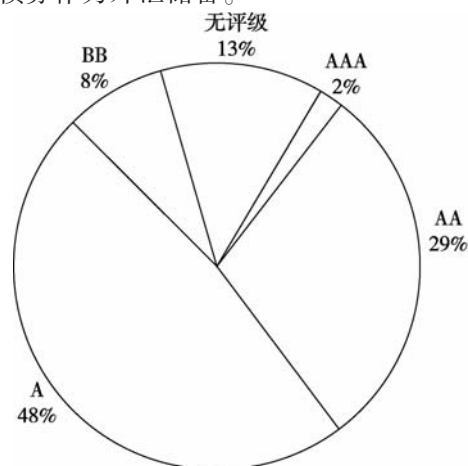


图8 离岸人民币债券市场信用质量分析

资料来源:香港金管局、彭博、标准普尔。

① 国内并无明文规定香港是唯一的离岸市场。目前,已有专家、学者、官员就对在台湾建立人民币离岸市场的可行性方案进行研究。在此表中,统计范围还包括在俄罗斯和新加坡发行的人民币债券。

② 香港金管局英文为 Cooperate Bonds 本文翻译为企业债(有文献译为公司债)。值得注意的是,国内的企业债(一级市场由发改委审批监管,二级市场由证监会与银行间交易商协会监管)与公司债(一级市场由证监会审批,二级市场有证监会与银行间交易商协会监管)在国内是两个不同概念。

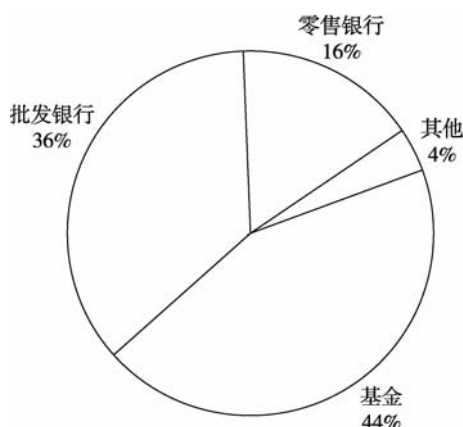


图9 最新债市投资者结构分析

资料来源：香港金管局、彭博、标准普尔。

6. 随着离岸债券市场发行规模不断扩大以及新品种不断涌现,尤其是财政部在港发行的离岸人民币主权债以来,为人民币在境外建立了首条基于人民币的主权债收益率曲线(后有详细讨论),基于离岸收益率曲线和离岸债券信用差的衍生品产品也在逐步浮出水面。目前,人民币离岸债尚未纳入任何国际债券指数当中,但中银香港已于2010年12月31日起,开始编制香港人民币离岸债券指数(见图10)。

### 三、人民币离岸债券与熊猫债券的区别

熊猫债指外资机构以人民币为面值在华(在岸市场)发行,并在华出售的人民币债,属于外国债务,相当于国际上澳大利亚的袋鼠债和日本的武士债。

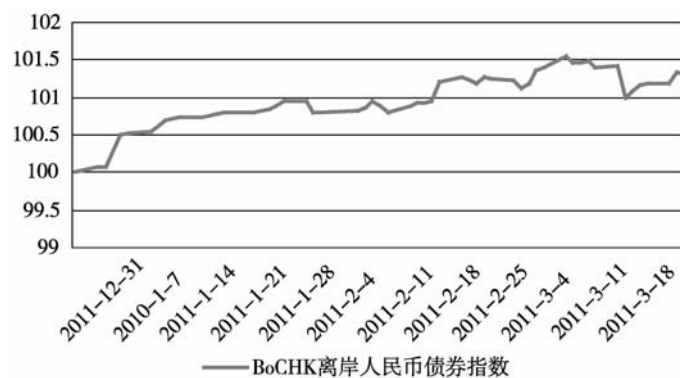


图10 中银(香港)编制的人民币离岸债券指数

资料来源:BoCHK。

关于发展熊猫债的意义,余永定(2010)认为,对于美国政府而言,未来几年国债融资压力巨大,缺少中国的支持,美国国债滚动就很难持续。中国为了规避美元贬值风险,今后可减持以美元计价的美国国债,而提倡美国发行以人民币计价的“熊猫债券”,直接用人民币现金购买中国的商品和服务,国债到期时再直接偿还人民币资金,这样不但可以使中国规避美元汇率风险,也将促进美国经济的发展。

我国的熊猫债首发于2005年,允许国际开发机构(IDO)在华(在岸)发行人民币债,并利用债券收益在内地投资,其主要指引性法律文件为2005年2月18日中国人民银行、财政部、发改委和证监会联合发布的《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》。尽管熊猫债券市场发展的时间较早,但目前的市场规模仍十分小,原因主要是在原有的管理办法下:(1)债券发行方式单一;(2)发债体范围和规模狭小;(3)债券收益始终受限制。目前,仅有世界银行(通过国际金融公司)及亚洲发展银行发行了总额为40亿元人民币的熊猫债券。2010年5月,随着中国内地金融市场对于海外金融机构的进一步放开,熊猫债券相关条款有所修改。就最近三次熊猫债券的发行<sup>①</sup>来看,银监会按中央银行2005年一号文《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》对其进行了审批。目前就审批变化来看,

<sup>①</sup> 2010年5月三菱东京日联UFJ(中国)2年期10亿元人民币金融债,同年,8月日本瑞穗中国(Mizuho)10亿元人民币熊猫债,12月东亚(中国)银行获准发行不超过50亿元人民币熊猫债。

有两个特点,一是审批机关对原 IDO 的定义范围有所扩大,从原来的多边机构扩展到双边和区域开发型金融机构,同时允许除以上机构之外的外资法人银行利用内地债券市场进行融资,发行人民币债券;二是允许熊猫债券收益投入离岸市场。表 2 从监管主体、发行审批、发行市场、上市发行要求、收益限制等 9 个方面对人民币离岸债券与熊猫债券进行了比较。

表 2 熊猫债券市场与离岸人民币债券市场差异比较分析

种类	熊猫债券(panda bond)		离岸人民币债券(offshore RMB bond)	
	IDO 债券	金融债	金融债	非金融债
监管条文	《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》	《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》	《境内金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券管理暂行办法》	香港金管局《关于人民币业务在港监督原则和业务安排诠释》
条文发布时间	2005 年颁布,2010 年修正	2005 年	2007 年	2010 年
监管部门	中央银行、财政部、发改委、证监会	中央银行	中央银行、发改委	香港金融管理局
发行是否需要部门审批	是,需中央银行、财政部、发改委、证监会审批	是,需中央银行审批	是,需中央银行、发改委审批;同时,发行额度由发改委审定,需向外汇管理局登记	否,不对国内企业开放
发行市场	中国内地(在岸)	中国内地(在岸)	香港	香港
交易市场	内地银行间债券市场	内地银行间债券市场	无要求	无要求
收益使用要求	2005 年前,收益只能在内地使用;2010 年在经审批后,收益可划转离岸市场	未明确要求	强制回流在岸市场	需审批,可回流在岸市场
合规发行主体	机构要求:(1)人民币债券信用评级为 AA 级;(2)已为中国境内项目或企业提供的贷款和股本资金在 10 亿美元以上	所以境内金融机构(包括外资银行中国分支机构)且满足核心资本率大于 10%且最近三年持续盈利	国内政策性银行和商业银行(但不包括香港、台湾、澳门)同时满足核心资本率大于 4%,且最近三年持续盈利。	无具体要求
合规投资者	对以下在岸机构投资者开放:商业银行、基金、保险公司、公司或证券公司	对以下在岸机构投资者开放:商业银行、基金、保险公司、公司或证券公司	无限制	无限制

资料来源:作者整理。

#### 四、人民币离岸债券市场最新发展:合成型债券市场

2010 年 12 月,合成型债券(Synthesis Bonds)这一离岸人民币债券新品种进入公众视野。截至 2011 年 2 月 22 日,已有 7 家企业发行了总量为 220 亿元人民币的合成型债券,其中主要以房地产企业为主,2 月开始,第一家高科技企业赛维太阳能利用合成型债券在港募集人民币。合成型债券与前文讨论的人民币离岸债券(以人民币发行并以人民币结算的债券被称为“点心债券”,以便于同“合成债券”相区分)相比,最大的本质区别是:合成型债券以人民币发行,而最终以美元或其他外币结算。合成型债券并非新兴名词,早在 2007 年初,就已经出现在香港市场,只是当时多以可转债形式出现。表 3 对“点心债券”与“合成债券”进行了对比。目前合成型债券受投资者和发行人



追捧的主要原因在于：首先，从投资者的角度来看，合成债券无需持有人民币资金开设人民币账户，从而允许更多投资者参与其中；另一个吸引投资者的原因是，对初始债券投资者而言，投资者初始支付合成型债券人民币的价格（一般而言）按定价日（而非结算日）的美元对人民币汇率<sup>①</sup>计算，而之后投资者持有合成债所获得的利息及最终本金均按定价日的汇率获得美元，也就是说投资者将完全获得未来人民币升值的收益（即：发行人让渡了全部人民币收益）。其次，从发行程序的角度来看，目前合成型债券一般按国际资本市场债券通行发行格式，即按 Reg S 或 114A<sup>②</sup>发行格式，相对于点心债券来说，无需经国内各大监管部门审批，发行成本较低。再次，从发行人的角度来看，如发行点心债券，所募集的人民币往往需要较长时间的政府部门审批，汇入内地较难；而合成型债券最终以美元结算，企业利用美元通过现行外汇管理制度换回人民币（经常项目下），最终使人民币回流在岸市场。虽然，发行人让渡了人民币升值的预期收益（因结算汇率锁定在了定价日），而且目前合成型债券年限长于点心债券，且信用评级风险高于点心债，但合成型债发行仍受追捧，主要原因是，合成型债券将使发行主体（就国内企业而言）获得有保障的较低融资成本。因为目前境外市场对人民币债券的需求非常强劲，离岸利用人民币债券渠道融资的成本低于美元的融资成本，也低于境内的人民币融资成本，从而我们有理由相信，合成型债券将持续受到发行主体的青睐，并将成为国内企业主要的境外融资渠道。

表 3 点心债券与合成型债券比较及差异分析

	点心债券	合成型债券
投资者主体	需在港设立人民币账户，对投资者有严格要求	无需持有人民币基金，对投资者无特殊限制。目前买家主要来自亚洲（占 75%~90%），而其余来自非洲地区
发行主体	（见表 2）	目前多为国内房地产企业或境外上市的国内企业
交易量	10~15 亿元人民币	35 亿元人民币
平均期限	2~3 年	3~5 年
评级	有评级	无评级
流动性（日市场换手率）	<2 亿元人民币	5~10 亿元人民币
发行主体是否可使人民币资金回流？	是，但需一事一议审批	是，因获得本金为美元，利用目前现行结售汇制度，将美元汇入境内即可
汇率影响	因所有支付皆以人民币定价和交割，无汇率影响	因每期利息支付和最终本金交割以定价日（或招债说明书）规定的汇率而非交割日汇率支付，以美元兑人民币汇率为例，若人民币持续升值，投资者获得所有汇率升值收益

资料来源：作者整理。

## 五、对离岸人民币债券市场前景的分析

### （一）关于离岸市场的即期市场与远期市场的思考

从市场机理层面分析，在形成离岸与在岸市场后，因为人民币在岸市场和 CNH 离岸市场存在替代性，市场上自然会出现两种即期汇率和三条远期曲线，具体讨论见表 4。

① 也可按买卖双方协议的汇率计算。

② Reg S 是指面向美国境外投资者的债券，无须向美国证监会注册；114A 既面向美国境内投资者，又面向其境外投资者发行，必须向美国证监会注册。通常 Reg S 要求的文件和会计披露不及 114A 繁复，发行成本相对较低，涵盖了除美国外的欧洲、亚洲和中东等所有主要国际市场，比较适合首次发债或融资规模不大的亚洲企业。一般而言，若一家企业已在债市有发行经验，且所需融资金额巨大，并希望借此进一步提升企业的知名度，则一般选用发行流动性高的 114A 格式。

表4 不同市场中的即期汇率与远期汇率

品种名称	中文	英文缩写	注释
即期汇率(SR)	在岸即期汇率	USD-CNY SR	即传统意义上我们提及的汇率概念
	离岸即期汇率	USD-CNH SR	在离岸市场形成后,因资本限制而形成的新的市场即期汇率
远期汇率	在岸本金交割远期	USD-CNY DF	交易场所在内地,参与者为国内金融机构及国内有外汇收支的企业
	离岸无本金交割远期	USD-CNY NDF	即目前普遍国内文献所简称的NDF市场,1996年已出现在香港、新加坡等地,NDF的交易场所皆在境外。远期的标的物基于在岸即期汇率和在岸利率,因此英文缩写中仍包含CNY字样。
	离岸本金交割远期	USD-CNH DF	是在香港离岸市场形成后出现的新金融衍生品种,理论上其定价应基于离岸即期汇率和离岸人民币利率

离岸与在岸两个市场间存在利率和汇率的差异,造成假借贸易之名进行套利的空间。因此香港金融管理局在2010年12月23日出台了一整套针对离岸人民币的新管理规则<sup>①</sup>,对在香港特别行政区内使用人民币的相关规定进行了技术调整,并要求各家银行加大查伪力度。从稳定金融的角度出发,这套新规将有助于减少离岸人民币市场中的风险。同时,一般而言学者多认为发展离岸无本金交割远期(USD-CNY NDF,以下简称NDF)能对冲汇率风险,减低交易对家风险(Counter-Party Risk),完善汇率形成机制,避免对在岸市场造成冲击(例如Laura, 2005)。因为NDF交易不涉及人民币现金交收,且交易场所在境外(离岸),所以不会导致热钱进出国境。而国内学者关于NDF与汇率的关系研究并不多见,主要计量实证性文章数据多集中取材于2005年中国汇改前后,结论也因为数据尺度选取原因,并不明确。概括起来,国内学者(如黄学军和吴冲锋,2006;王慧和刘宏业,2009)认为,1个月期NDF数据对监管部门有指示作用,1年期NDF境外投资者(或投机者)对人民币升值预期明显,但对NDF与即期汇率的因果关系结论不一。基于目前我们收集的数据(见图11),针对一年期人民币/美元离岸非交割远期率(USD-CNY NDF)与在岸即期人民币/美元汇率(USD-CNY SR)的一些简单计量分析<sup>②</sup>结果表明,1年期NDF的变动由即期人民币汇率引起,同时NDF对于在岸即期人民币汇率有一定对冲能力。当然,随着人民币离岸债券市场的不断发展,基于人民币债券标的(underlying)的金融衍生品势必利用香港的场外(OTC)业务发展起来,同时基于离岸人民币市场的汇率及利率衍生品也势必发展起来,国内金融市场将不可避免地受到离岸金融市场的影响。而从另一个角度看,离岸人民币市场的金融产品必定还是以人民币计价,而且在相当长一个时期,境内金融市场规模远远大于离岸市场。因此我们有理由相信,尽管离岸金融市场的发展会增加政府追求经济政策独立性的难度,但在岸市场的某些经济指标(如即期汇率、利率)还会是离岸市场的“因”而非“果”。

① 此新规概括起来包括以下五个方面:1)凡参与人民币跨境贸易额结算的银行,应首先利用从客户处购买的贸易结算相关人民币满足客户的贸易结算兑换要求,然后才可通过清算行在上海外汇交易中心购买人民币。2)参与行通过上海外汇交易中心购买人民币仅限于为客户提供三个月内所需贸易支付交易(此条例主要是为确保贸易结算途径离开中国大陆的资金可于三月之内回流)。3)为保证香港人民币供应稳定,金管局利用人民银行的货币互换安排,提供200亿人民币作为常设资金池。4)要求参与行的人民币净头寸,不可超过其人民币资产或负债10%。5)关于参加行在清算行的信贷风险敞口问题,原则上将通过安排参加行在清算行设立托管账户方式的途径解决,具体实施细节及法律文件商讨工作,将于2011年初落实。

② 主要利用相关分析和格兰杰因果检验。

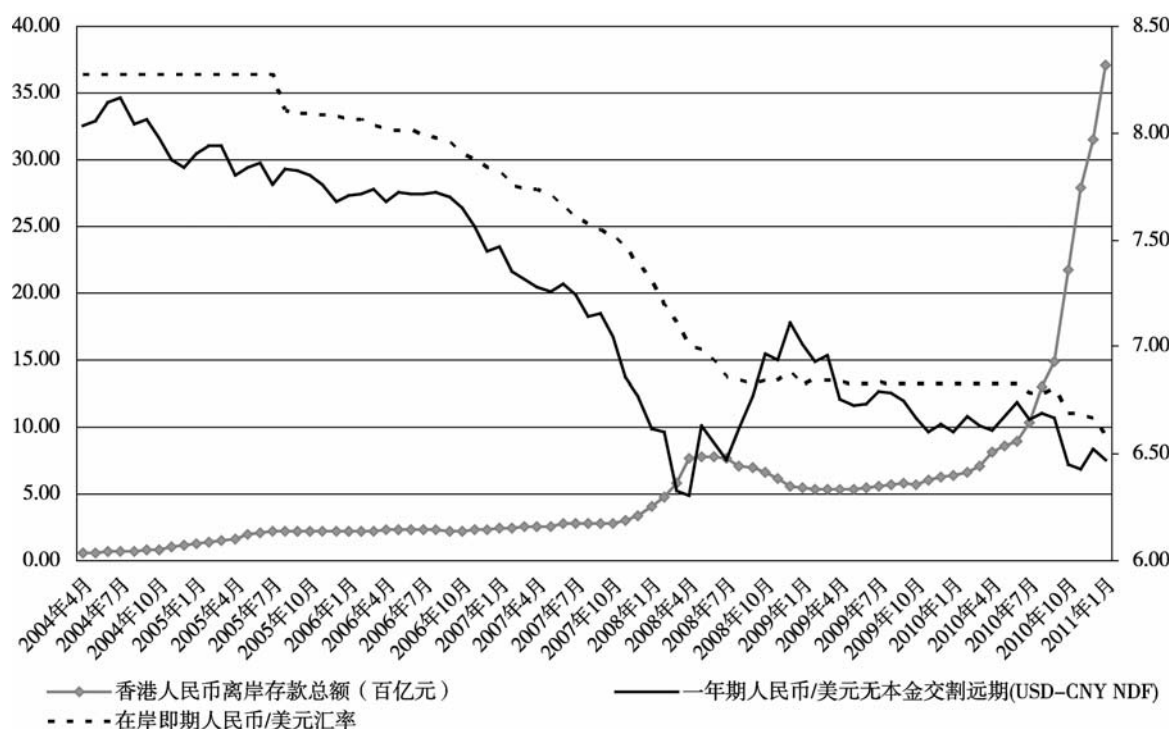


图 11 离岸人民币存款、在岸即期汇率、一年期人民币/美元无本金交割远期数据

数据来源：香港金管局、彭博数据库。

## (二)关于离岸与在岸人民币政府类债券收益率不一致的思考

另一个值得我们深思的问题是,今后在岸与离岸人民币债券市场收益率不一致的问题。随着离岸债券市场的发展,其发行及交易规模与品种的进一步扩大,在离岸市场上,自然会形成根据市场供需关系定价的人民币债券收益率,而在岸债券市场收益率,目前还是受政策影响较为严重,市场化程度不够,这必然导致两个市场收益率不一致的问题。

2009年底财政部首次推出的60亿元人民币离岸债券,获得了10倍的超额认购,表明人民币离岸债券市场需求强劲,市场反应热烈,但更重要的意义在于,财政部在港发行人民币离岸债为人民币在境外建立了首条基于人民币的主权债收益率曲线,这为未来许多人民币债券发行定价提供了极其宝贵的参考依据和基准指引。目前,离岸人民币债券3年期、5年期、7年期和10年期债券收益率均比同期在岸市场债券收益率低(图12),主要原因可能是财政部首次采取荷兰式拍卖(即降价拍卖),虽增加了透明度,但使定价相对偏低。就短期而言,我们无需太过担心投机者利用两个市场收益率不一致进行套利,主要原因在于,国内债券市场仍基本不对境外投资者开放,国内监管部门只允许取得合格境外投资机构(QFII)资格的机构进入,而多数QFII更热衷于投资于股市而非债市。但从中期来看(未来2~5年),收益率不一致是否或会成为一个问题,需要我们认真关注。因为随着未来中国熊猫债券市场对境外机构的放开,同一控制下(同一集团层面)的海外金融机构,可能会利用在岸、离岸市场分别发债的方式,再通过内部公司贷款(inter-company loans)或净资产注入(equity injection)等内部投融资方式在集团层面套利。毕竟国内监管机构不可能监管海外机构(集团层面)内部资金分配及流动情况。纵使国内监管机构强行要求海外金融机构内部设立防火墙以自律,但在实际操作层面,恐也不现实。当然,从长期来看,随着中国资本账户的逐步放开,两个市场的收益率曲线最终会趋于一致,此时这种套利也就不可实现。

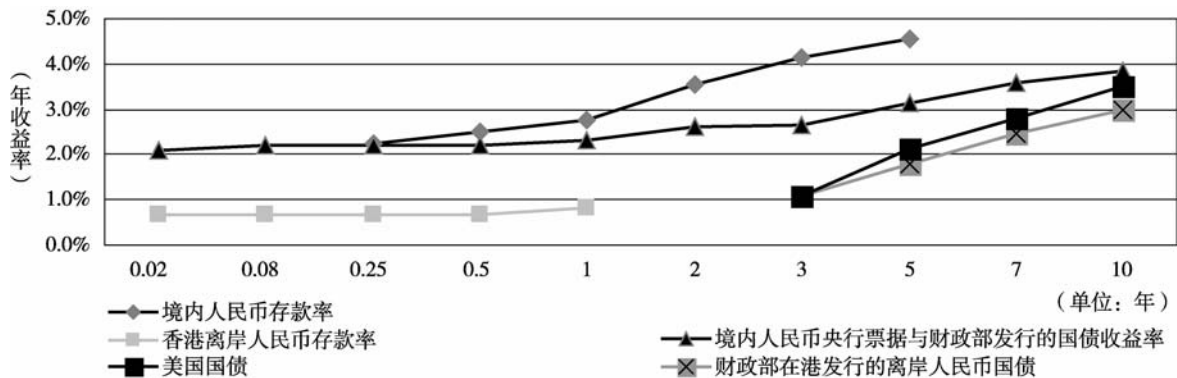


图 12 收益率曲线比较

数据来源: PBoC、BOCI、Bloomberg、作者整理。

我们也对人民币离岸债券和美国国债的收益率进行了比较与思考。目前,人民币离岸债券收益率略低于美国国债,但市场仍追捧人民币离岸债券而非美国国债,主要原因可能是人民币升值预期。综合来看,只要每年人民币升值 3%~4%,人民币离岸债券的综合收益将持续高于美国国债。

关于国内存款利率以及国内国债收益率是否影响离岸政府类债券收益率的问题,我们也有深入思考。从金融工程的角度,任何债券其实都是以利率为标的(underlying)的衍生品。因此,债券的价格对利率的反应十分明显。但就 2009 年 10 月底到 2011 年 2 月的 5 年期离岸人民币国债而言,对国内利率变化的反应并没有想象中明显。虽然国内国债收益率与国内利率变化高度相关,但目前离岸和在岸还是两个彻底分离的市场,相互影响不大。离岸人民币市场利率变化主要动力来自于市场,而在岸市场(内地)人民币利率未市场化,仍受政府监管。我们有理由相信,离岸人民币市场的利率市场化发展,有助于促进我国利率的市场化。

### (三)关于各类离岸人民币类债券相对价值的讨论

我们汇总了截至 2011 年 2 月底香港离岸人民币债券的发行信息(已到期的离岸人民币债券不在统计之列),将离岸人民币债分为<sup>①</sup>五类:政府债券类、金融债券类、企业债券类、跨国组织机构类(前四者为点心债券)和合成型债券,分别根据其到期年限和息票率(coupon rate)进行统计分类,并计算各类债券按到期年限分的权重息票率(weighted coupon rate),再根据权重息票率绘制趋势线,以比较各类债券的相对价值(参见图 13)。由图 13 可见,基本上各类债券的收益率从高到低排是:合成型债券、企业类债、金融债和政府债<sup>②</sup>。这也符合一般市场经验和理论认知。因为,合成型债评级较三者低,因此投资者要求相对较高的收益率。而企业债、金融债风险次之,且两者收益率差别不大。政府债一般无信用风险,视为无风险债券,故收益率在四类中最低。基本上,各类债券的趋势线保持正斜率,表明了债券的时间溢价性。企业债和金融债趋势线略微向上,但基本水平,因该类债券流动性强,故时间溢价性不明显。四类债券中,仅合成型债券权重息票率趋势线呈负斜率,主要原因可能是某些(房地产企业或高科技)企业近期急需人民币资金,发行的合成型债券规模较大,息票率定价较高(最高者高达 10.5%),以吸引投资者,因此抬升了合成型债券 3 年期权重息票率。

<sup>①</sup> 关于离岸人民币债更详细的分类,可参见表 1。

<sup>②</sup> 我们未将跨国组织及机构类债券列入排序的原因是,目前此类债券的发行仅有两只且无二级市场交易价格,虽在图 13 上能画出其趋势线,但实际指导意义不大,故不将其列入排序也不过多讨论。

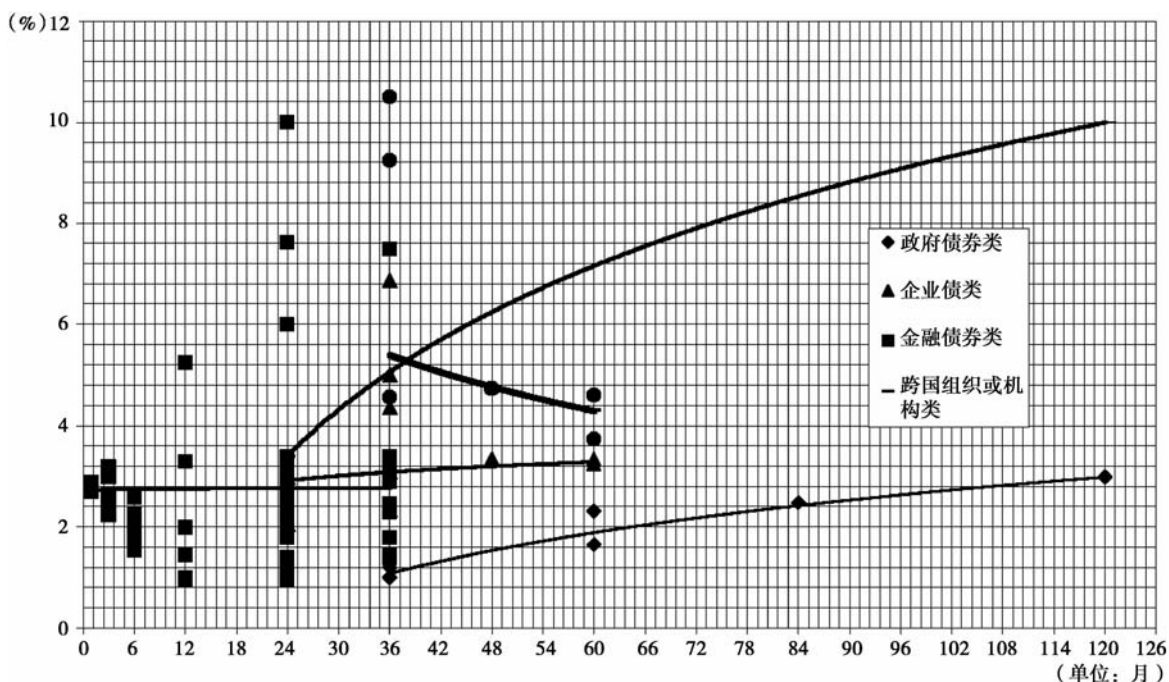


图 13 基于其息票率的在港离岸人民币发行债券相对价值比较

资料来源:BOCI、Bloomberg、作者整理;数据截至 2011 年 2 月底。

## 六、结论

传统的发展债券市场的思路(如 Hyun and Chang, 2008)主要是围绕以下几个方面:发债规模的扩大、发债品种及其期限结构的多样化、二级市场交易额(换手率)的扩大、债券衍生品市场的多元化、投资者的多元化、信用避险金融工具的种类及规模。而在金融市场建设方面,理论上提倡先发展债券市场,后发展股票市场;先多发长债,后多发短债;先发展发行市场,后发展交易市场。

但如果我们只单单追求这些目标而发展人民币离岸市场或债券市场,都将“以偏概全”、“一叶障目”。毕竟一切金融市场的发展和金融制度的创新,都是为了人民币国际化这个大目标服务的,因此,我们必须将其纳入整个人民币国际化进程的视野中来。目前国内普遍认同的观点是人民币国际化进程至少应分三步走:第一步是人民币成为国际贸易结算货币,然后是人民币成为国际投资货币,最终是人民币成为国际储蓄货币。而人民币国际化面临最大的挑战是来自于目前国内资本账户仍未完全放开,人民币不能自由兑换。但若 not 根据中国经济开放程度,盲目放开资本管制,势必会对中国经济和金融安全造成影响。因此离岸债券市场的建设就成了人民币国际化进程中最为重要的策略选择。因为,债券市场的建设能辅助一国货币的投资职能向储蓄职能转换。而人民币离岸市场的建设,又能为资本账户未放开的中国提供缓冲地带,缓释人民币国际化进程中的风险。当然,我们也要认识到,随着离岸人民币市场的发展,发行主体的增多,投资者门槛的降低,人民币资产类、债券类、衍生品类产品(主要包括利率类、汇率类、资产类、信用类)会越来越多,作为缓冲器的香港离岸市场反过来又会对境内市场造成一定冲击,也会对政府实施的经济政策独立性造成一定影响。

面对人民币国际化中进程中的挑战,我们有理由相信中国人民面临的机遇更多,这是这个民族经历了过去 30 多年辉煌经济改革之后,最终将改革深入到主权货币领域的新征程。

参考文献:

- 巴曙松、郭云钊(2008):《离岸金融市场发展研究:国际趋势与中国路径》,北京大学出版社。
- 陈炳才、田青、郑慧(2010):《主权货币结算:终结美元霸权之路》,中国金融出版社。
- 陈道富、梁猛、史晨昱(2010):《人民币国际化应“顺其自然”》(采访人:李彬),《第一财经日报》,11月15日。
- 陈德霖(2010):《香港人民币业务发展理想》,财新网,12月23日。
- 黄学军、吴冲锋(2006):《离岸人民币非交割远期与境内即期汇率的互动:改革前后》,《金融研究》,第11期。
- 李小加(2010):《关于人民币国际化的六个问题》,财经网,9月22日。
- 王慧、刘宏业(2009):《人民币离岸市场与境内市场的信息传递研究——基于NDF汇率和即期汇率的实证分析》,《金融理论与实践》,第3期。
- 谢涌海(2011):《股债金汇四管齐下拓人民币业务》,《第一财经日报》,11月15日。
- 余永定(2010):《见证失衡——双顺差、人民币汇率和美元陷阱》,生活·读书·新知三联书店。
- Chen, S.(2009):“The Potential of the Renminbi as an International Currency”, Presentation at Bank of Korea-BIS Seminar on Currency Internationalization: *Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific*, 19-20, March, Seoul, Korea.
- Gao, Y.(2009):“Internationalization of the Renminbi”, Presentation at Bank of Korea-BIS Seminar on Currency Internationalization: *Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific*, 19-20 March, Seoul, Korea.
- Guonan, M. and R. McCauley (2010): “The Evolving Renminbi Regime and Implications for Asian Currency Stability”, *BIS Working papers*.
- He, D. and R. McCauley (2010): “Offshore Markets for the Domestic Currency: Monetary and Financial Stability Issues”, *BIS Working papers*.
- Hyun, S. and H. Chang (2008): “Bond Market Development in ASIA”, mimeo.
- Lipscomb, L. (2005): “An Overview of Non-Deliverable Foreign Exchange Forward Markets”, Federal Reserve Bank of New York, May.

(责任编辑:赵一新)