

## 中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：钟红 中国银行研究院

电话：010 - 6659 4075

签发人：陈卫东

审稿：钟红 边卫红

联系人：吕昊旻

电话：010 - 6659 4016

\* 对外公开

\*\* 全辖传阅

\*\*\* 内参材料

离岸人民币市场研究系列之二：

## 在双循环新格局中推进离岸人民币 债券市场发展\*

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。离岸人民币债券市场作为我国金融市场建设和金融市场开放的重要组成部分，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循环的重要环节。本文通过回顾离岸人民币债券市场诞生以来的四个发展阶段，探讨离岸人民币债券市场对促进双循环的作用机制，分析离岸人民币债券市场发展面临的主要制约因素，最后对未来发展提出政策建议。

## 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<sup>1</sup>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

---

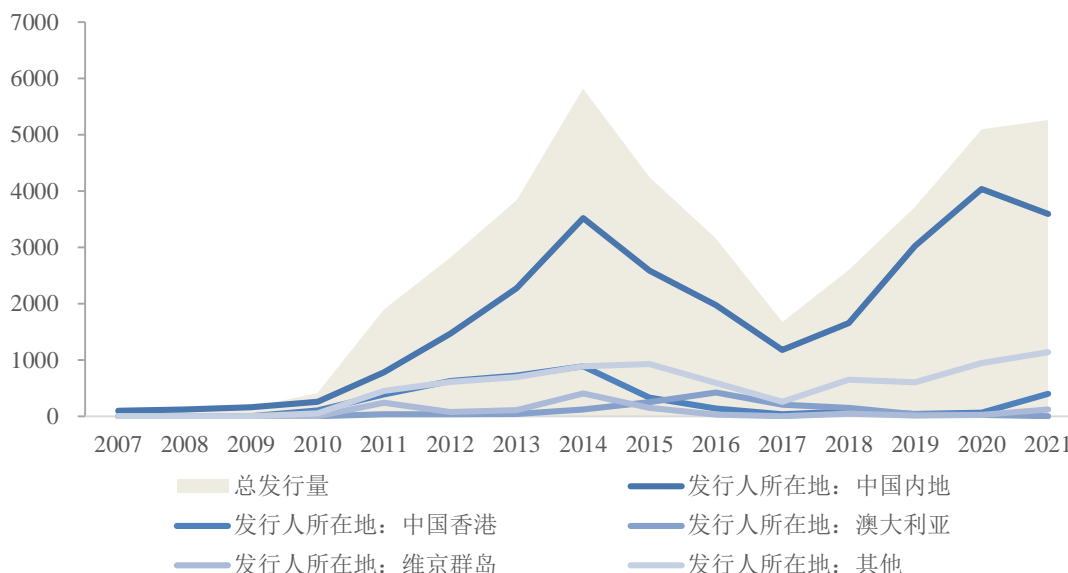
<sup>1</sup> 安硕为全球最大的交易所买卖基金供货商。

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）



资料来源：彭博

## 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

对内，离岸人民币债券市场作为我国金融市场开放的重要组成部分，可通过更多国际投资者带来的竞争压力和制度需求促进国际经验的引入，推动我国境内债券市场改革，建立更加健全、更具流通性的现代化金融体系，提升中资金融机构服务竞争力。离岸市场作为连接境内外的中转站与枢纽中心，能够在兼顾中国国情的基础上借鉴国际经验，成为改革与创新的试验田。

对外，在国际金融市场，发行离岸人民币债券有助于中资金融机构为当地提供差异化服务，从而提升自身竞争力。相比于境内金融机构，目前境外中资金融机构在客户资源、资金实力和业务拓展能力上尚缺乏优势。发行离岸人民币债券，有助于其在开拓离岸人民币金融市场方面形成差异化竞争力。随着人民币国际化的逐步深化，人

人民币使用场景更加广泛，这种竞争力将能够延伸到其他更多业务中，进一步为双循环发展提供更好的国际化金融服务支持。

#### （四）隔离风险，为双循环提供保障

离岸市场相当于建立一条缓冲带或一道防火墙，能够在一定程度上隔离在岸市场资本账户直接开放可能带来的风险。特别是以债券为主导的离岸人民币金融市场体量大、波动小，在应对外部冲击时能够起到较好的缓释作用，可以在开放条件下为经济稳定发展提供保障。其具体作用表现在四个方面：**一是**债券市场存量较大，产品期限以中长期为主，能够消化短期投机资金带来的跨境资本流动风险。**二是**债券为固定收益资产，相对权益资产风险较低。**三是**债券市场以场外交易为主，主要是机构投资者参与，风险承受能力更强。**四是**央行可通过债券市场进行货币政策调节。例如，2019 年，中国人民银行多次发行离岸央票，回笼人民币流动性，扭转了离岸汇率“主导”在岸汇率走势的局面。

### 三、离岸人民币债券市场发展面临的制约因素

**一是**目前离岸人民币债券市场产品相对单一，投融资工具不够齐全。虽然离岸人民币债券实现了交易市场“以香港为发端，全球多点开花”，发行人在以财政部和金融机构为主力军的基础上逐步增加了企业和地方政府，但在丰富产品类型、拓宽资金循环渠道方面仍有很大的发展空间。例如，从期限来看，缺乏 5 年以上的长期券种；从类别来看，仍主要是国债和金融债，离岸债券的衍生品市场也相对是空白，导致资金难以进行充分的期限配置和风险对冲。

**二是**美元的国际货币惯性犹在，人民币发挥职能的部分渠道受到阻碍。虽然在世界多元化格局下人民币优势日益凸显，离岸人民币债券市场在中国香港、中国台湾、新加坡等地迅速发展，但美元在中国周边国家和地区，特别是东亚的商品市场、金融市场和外汇储备中的地位仍难以撼动。大国间的博弈可能阻碍人民币在部分渠道对其他国际货币替代作用的发挥，人民币竞争优势转化为实际竞争力在短期内仍面临较大的挑战。

三是境内在岸债券市场制度有待完善，对提高中资金融机构服务竞争力的支持有效性还需提升。境内机构在离岸市场发行债券需要遵循内地的法律法规，同时，在离岸市场募集的资金如果流回内地使用受到当地监管，内地在岸债券市场制度的不完善会阻碍离岸市场有效运行。**立法层面**，目前尚缺乏集中统一的法律法规保障，在《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）和《中华人民共和国公司法》中有关于债券发行交易的规定，但是各部门制定的规章及规范性文件，包括 2020 年新实施的《证券法》，均未界定银行间债券市场是否适用《证券法》的问题，导致法律缺位问题持续存在。**监管层面**，我国债券市场不同类型的债券分别受不同部门监管，存在职能分割和监管协调不足等问题，不同机构的同类业务和产品存在监管标准不一的情况，带来监管真空和监管套利。**基础设施层面**，在“两市场、三后台”<sup>2</sup>框架下，配套设施分散带来重复建设、成本增加、流程复杂、协同效应低等问题。**评价系统层面**，评级虚高、结果同质化、国际认可度低，对个别低等级企业发债监管不严，这些问题的负面影响在当前主要以高等级债券为主的离岸人民币债券市场还不明显，但会制约未来不同风险的人民币债券品种进入国际市场。

四是国际金融市场波动加剧，外溢影响增加，风险防范压力加大。当前，受疫情反复和地缘风险影响，国际金融市场处于持续波动的高风险期，跨境资金流动、汇率市场波动、新兴经济体债务等风险均呈现加剧态势。发达经济体货币政策调整的外溢风险将逐步加大，中美 10 年期国债利差收窄甚至出现倒挂，这些都将对离岸人民币债券市场形成冲击。

## 四、政策建议

离岸人民币债券市场的发展对于推动双循环经济高质量发展具有重要意义。在新的市场环境下，如何通过离岸人民币债券市场的稳步开放和发展，为中国经济高质量发展提供更大的支持，是迫切需要解决的问题。当前，可考虑重点推进以下几项工作。

---

<sup>2</sup> “两市场”指银行间债券市场和交易所债券市场。“三后台”指中央结算公司、上海清算所和中国结算三家托管结算机构。



一是加强离岸市场产品创新，增加离岸人民币债券的跨境应用场景。可适当增加长期债券的发行，引导中长期资金流入。增加绿色债券的发行，促进全球经济低碳、可持续发展。适当开拓债券衍生品市场，给投资者提供更多对冲风险的工具选择。推动人民币债券成为国际市场通行的合格担保品，进一步发挥人民币的货币锚定效应。

二是发展上海自贸区离岸债券市场，支持上海发展人民币离岸交易、海外融资服务，构建与上海国际金融中心相匹配的离岸金融体系，将上海建设成为国内大循环的中心节点和国内国际双循环的战略链接。**政策方面**，可在自贸区新片区实行进一步的税收优惠，以税收优势促进形成离岸债券市场业务优势。**市场主体方面**，推进更多境内外投资银行、信用机构、会计师事务所和律师事务所等在此设立离岸业务中心，充分释放协同效应和规模效应。**发挥服务功能方面**，利用自贸区独有的自由贸易分账核算单元（FTU）和自由贸易账户（FTA）等，引导境内外企业或金融机构在自贸区发行人民币债券，并允许所筹资金使用场景更加灵活。通过这些便利措施，打开自贸区债券市场开放的突破口，推动资本项目先行先试，在促进上海金融市场服务国内实体经济循环的同时，持续提升上海配置全球金融资源的战略能力。

三是依托粤港澳大湾区战略规划、《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》和“一带一路”建设，深化金融多边区域合作，抓住部分国家去美元化的时机，扩大离岸人民币债券市场辐射范围。通过在港澳地区发行离岸人民币债券，加强粤港澳金融合作。加快澳门债券市场培育，推动其发挥国际金融中心的作用，促进其成为粤港澳大湾区金融圈的重要补充。通过“一带一路”沿线国家扩大离岸人民币债券市场覆盖区域，增强离岸人民币使用的网络外部效应。依托经贸往来，增强这些国家和地区的企业和个人持有、交易人民币的意愿，特别是在美元本位制风险突显的情况下，进一步促进人民币投融资市场的发展。

四是健全在岸债券市场制度建设，促进离岸与在岸债券市场基础设施相统一。在**立法方面**，建议适时出台适用于中国债券市场的上位法，统一债券法制。在**监管方面**，明确各监管主体的职责范围，强调多监管主体在职能上的互补与合作。在**完善基础设施方面**，促进离岸与在岸债券市场基础设施的互联互通与规则统一，实现离岸风险与

在岸风险的统筹管理。在优化评级体系方面，加强对事前和事中的监管，注重发挥评级对交易对手风险控制的作用，揭示风险、实现价值发现，而不仅是将评级结果作为发行和投资的准入门槛。

五是全面实施全口径跨境融资宏观审慎管理，有效防范金融风险。需加强对国际金融市场波动风险的研判和预警，防止热钱无序流动，全力维护我国金融市场稳定。同时，需在主动、渐进、有序的思路下发展离岸人民币债券市场，在实现中国经济高质量发展过程中推动实现中国金融市场的高质量发展。

