

“双循环”格局下的人民币双向流动与增信业务新机遇

【摘要】面对全球新冠疫情和国际地缘政治军事关系深刻调整等外部变局，习近平总书记提出并多次强调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。双循环与人民币国际化不谋而合，两者相辅相成、相互成就。构建“双循环”新发展格局是中国经济从高速发展向高质量发展的历史选择。人民币国际化是中国经济发展到一定阶段的必然结果，发展开放的人民币债券市场是人民币国际化进程中的重要环节，有助于推动人民币实现国际投融资货币的功能。本文首先回顾了“双循环”发展战略下我国金融业开放的历程，在“双循环”背景下，持续推进金融双向开放也具有了更为深层次的意义。随后，详细阐述了离岸人民币市场是推动人民币国际化和对外循环的重要因素。离岸人民币市场的发展，既是内循环高质量发展的结果，又是促进内循环高质量发展的重要动因；而内循环的高质量发展也给离岸人民币市场建设提供了持续动力。最后，分析我国在岸、离岸人民币债券市场开放的现状、经验、优劣等，并提出信用增进业务在债券市场跨境双向流动中的机遇。

【关键词】双循环 人民币债 双向流动 增信

一、双循环格局下我国金融业的对外开放

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》郑重指出要“推进金融双向开放”，持续推进金融双向开放将是下一阶段我国金融工作的重要任务之一。在党中央作出“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”重大战略部署背景下，持续推进金融双向开放也具有了更为深层次的意义，即充分利用国内国际两个市场、两种资源，为构建双循环新发展格局注入更坚实的力量。

新冠疫情爆发以来，一行两会集中宣布了数十条对外开放措施，包括大幅放宽外资金融机构准入，彻底取消了银行、证券、基金管理、期货、人身险领域的外资持股比例限制，大幅扩大外资金融机构业务范围，降低资产规模、经营年限以及股东资质等方面的限制。稳步推进资本市场双向开放，全面取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制；取消企业征信评级、信用评级、支付清算等领域的准入限制，给予外资国民待遇等。

双循环与人民币国际化不谋而合，两者相辅相成、相互成就。首先，两者均是以循环为重点的对外开放。双循环是在夯实国内经济基础、加强金融体系建设及提升金融风险管理能力的前提下，推动高质量对外开放，提升人民币在全球范围的使用程度，强化其在国际货币中的稳定地位。人民币国际化是货币循环，扩大人民币使用范围，有效进行资源配置，为我国经济内循环提供资金支持，并为外循环提供更多功能。其次，两者可以将“走出去”和“引进来”的资金和投资

者相结合，实现国际合作与共赢的新局面。双循环和人民币国际化体现了中国希望进一步融入全球化及全球经济的意愿，全球各国也可分享中国经济发展和金融市场对外开放的红利。

二、离岸人民币市场是推动人民币国际化和对外循环的重要因素

人民银行近期公布的 2021 年下半年重点工作安排中，再提“发展离岸人民币市场”。站在当前“双循环”的新发展格局下，随着人民币汇率市场化改革的深化以及跨境资金流动的日趋频繁，离岸人民币市场的发展有望再提速。实际上，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，填补了离岸政府债券的发行空白。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两期中央银行票据，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。

离岸人民币市场的发展，既是内循环高质量发展的结果，又是促进内循环高质量发展的重要动因；而内循环的高质量发展也给离岸人民币市场建设提供了持续动力。发展离岸人民币市场也是我国经济外循环发展到一定阶段的主动选择，协助企业充分利用离岸和在岸两个市场、两种资源，有利于对冲汇率风险和降低财务成本，提升企业在全市场的竞争力。

（一）离岸人民币市场促进内循环

离岸人民币市场的发展是人民币国际化的重要一环。国内持续的
市场化经济改革，打通了生产、分配、流通、消费各个环节，形成了
经济新的增长点，畅通了国内大循环，使国内市场需求持续升级，供
给能力不断提升。从理论上讲，一国经济实力的增加，会增加其在贸
易竞争中的优势，从而使其汇率变得稳定而坚挺。长期稳定而坚挺的
汇率是人民币国际化持续发展的重要条件。人民币国际化也会推动我
国金融体系改革，促进市场化的现代化金融体系建立和内循环的高质
量发展，使离岸人民币市场规则更加市场化，制度进一步与国际市场
接轨，为内循环提供制度借鉴。为此，一是要发展出一个具有高度流
动性、规模足够大的国内金融市场。美元之所以能在二战后的数十年
里一直占据国际货币体系的主导地位，除了政治、经济、科技乃至军
事等综合实力强大之外，其高度发达、品种齐全、安全可靠的国债市
场也发挥了重要作用。我国债市近年来发展迅速，已经成为全球第二
大市场，但流动相对不足，难以满足国外投资者对拥有高流动性的
人民币金融资产的需要。二是要推进人民币汇率制度改革，增强汇率弹
性。从长远看，人民币国际化的深度发展要求资本跨境流动的自由化。
而为了避免“三元悖论”影响到货币政策的独立性，央行会持续进行
人民币汇率制度市场化改革，以实现汇率完全由外汇市场供求决定。
三是要促进金融业的持续开放，增强国内金融机构的竞争能力，更好
地为国内实体经济提供全方位的金融服务。四是要提高金融监管能力，
推动国内金融政策更加透明、稳健，并与国际通行做法接轨。

（二）离岸人民币市场促进外循环

第一，离岸人民币市场是我国外循环发展到一定阶段的主动选择。在国际贸易、资本流动和外汇储备过程中过度依赖美元、欧元等货币具有较大风险，因此，人民币国际化战略顺势推出。从我国阶段的金融发展水平出发，跨境贸易人民币结算和离岸人民币市场发展相结合的形式是推进人民币国际化战略较为恰当的选择。第二，离岸人民币市场为企业提供了离岸融资渠道。离岸债券为中资企业提供了离岸市场融资渠道，对境内融资市场形成有效补充，并呈现出一定的替代效应：当境内利率水平、政策或市场受负面情绪影响，导致企业境内融资渠道收窄时，企业可转向境外融资渠道。第三，离岸人民币市场可使企业充分利用两个市场，降低汇率风险和财务成本。离岸人民币市场作为与境内人民币相对应的市场，为企业提供了两个市场中汇率、期权的价格，使企业可以在两个市场选择将自己的实际汇率避险需求与离岸、在岸人民币市场的汇率风险对冲产品有效结合，即企业可以在成本可控的前提下，有效地抵御外汇市场波动所带来的风险，降低财务成本。第四，离岸人民币市场中资金融机构国际化经营的独特优势所在。中资金融机构在境外与当地金融机构相比，无论在客户资源、资金实力、业务拓展能力上都难以形成竞争优势；而开拓当地离岸人民币市场，推广离岸人民币的使用，有利于中资机构在境外的差异化竞争中形成独特优势。

（三）发展壮大离岸人民币债券市场丰富离岸人民币市场内涵

相比于单纯增加离岸市场的人民币流动性供给，未来发展离岸人民币市场的内涵将进一步丰富，深化人民币汇率市场化改革、活跃主

要离岸人民币市场外汇衍生品交易产品、完善离岸人民币清算体系，以及完善人民币跨境资本流动管理框架等均有发展空间，以实现与在岸市场有出有进的内外畅通。要实现人民币内外畅通，关键还是要丰富境外投资人民币资产的品种和渠道，以及人民币汇率形成机制的更加市场化。丰富境外投资人民币资产的品种不仅包括境内的债券、股权等资产，发展壮大离岸人民币债券市场也是重要组成部分。就国内外市场对比而言，大多数时候美元、欧元的绝对利率较低，使得企业通过美元、欧元融资的成本较低，相较而言，离岸人民币的融资成本仍相对较高。进一步提升人民币资金流动性保障，以吸引发行人在离岸人民币市场发债。

三、离岸人民币债券市场发展现状

离岸人民币债券市场始于 2007 年 6 月，国开行在香港发行首支人民币债券，由于早期发行规模较小，1 年仅 100 多亿，因此被称之为点心债券。虽然起点很低，但是离岸人民币债券的规模却在未来几年随着监管的放松迎来了较快的发展，至 2014 年离岸人民币债券市场的发行规模就达到 2394 亿元，但发行规模的波动性较大，2015 年降到 1697.64 亿元，2016 年更是降至 1002.1 亿元，此后发行规模逐步回升，2020 年，离岸市场共发行 374 支人民币债券，较 2019 年增加 89 支，总发行额 2065.2 亿元，较 2019 年增长 15%。就规模而言，离岸人民币债券市场的总量仍然低于离岸人民币存款。

目前离岸人民币债券的发行地点开始呈现了多元化的格局，以香港为全球枢纽，英国、台湾、新加坡、卢森堡等地也相继发行了人民

币债券。上述离岸人民币债券市场的发展，为境外的人民币投资需求提供了新的渠道。

由于目前中国在资本项目下仍然实行部分管制，因此，在全国层面实现人民币国际化的条件尚不具备。而香港“一国两制”的优势，则可以在提升人民币国际化程度方面有所作为。中国香港是全球发展成熟的自贸港，具有国际金融中心地位，同时是人民币主要的离岸金融中心之一。中国香港债券市场已经形成了人民币双循环货币环流路径。外循环路径体现了中国香港债券市场在发行端和投资端的国际化特征，中国香港是亚洲领先的债券枢纽，2019年新发行港元债务工具总额超过4万亿港元，是回归后1998年的10倍。2019年5月，中国香港特区政府在政府绿色债券计划下成功发售首批绿色债券，未来5年累计发行计划超过600亿港元。

内循环路径体现了中国香港与内陆金融市场一体化发展格局：一是“债券通”的货币回流路径。2017年7月，“债券通”适时启动，通过内地和中国香港金融市场基础设施间的联通，使国际投资者投资银行间债券市场所有类型债券。债券通与原有的直接入市及合格的境外机构投资者（简称QFII）、人民币合格境外机构投资者（简称RQFII）等多种渠道并存的开放模式互为补充，较好地满足了境外投资者的需求，推动我国债券市场对外开放进一步高质量发展。二是“点心债”和“中资美元债”的离岸发行。点心债属于离岸人民币债券，发行走势与人民币汇率具有很强的联动性。发行高峰在2014年，2015年“8·11汇改”之后，人民币汇率步入贬值区间，点心债的发行规模

也逐渐萎缩，当前人民币汇率预期总体平稳，点心债的发行量虽然有些许增长趋势，但是所占份额不大。中资美元债在中国香港发行规模较大，从 2015 年开始，中国香港的中资美元债市场开始逐渐扩容，当年的发行量从 129 亿美元增加至 786 亿美元；2017 年进入发行高峰发行量突破 2000 亿美元。三是在货币政策协调方面，2018 年 11 月以来，中国人民银行以相对稳定的频率发行 3 个月、6 个月、1 年等期限品种的央行票据，至今香港人民币央票余额为 800 亿元。2020 年以来，中国人民银行已经在港连续三年发行央票，基本形成了常态化的发行机制。

2020 年 7 月 31 日，广东省地方金融监管局印发《关于贯彻落实金融支持粤港澳大湾区建设意见的实施方案》，着眼推动大湾区金融加速互联互通和金融“五区”的建设。大湾区的重要位置使其成为了人民币离岸和在岸一体化的试验区。《粤港澳大湾区规划纲要》中强调进一步加强香港全球离岸人民币业务的枢纽地位。大湾区债券业务的发展有利于提高广州和深圳的人民币市场份额，利用香港的枢纽功能将境内市场与境外市场打通，使境内发行人具有更多的融资方式选择和更加便宜的成本，得投资者和承销商等中介机构踊跃参与国际债券市场。

四、人民币境内债券市场开放情况

作为人民币国际化进程中的重要一环，开放银行间债券市场，允许境外机构进行融资同样不可或缺。境外机构在中国境内发行的以人民币计价的债券被称为熊猫债券。2005 年国际金融公司和亚洲开发

银行分别发行了 11.3 亿和 10 亿熊猫债，这是熊猫债券的首次试水，但在其诞生后的初期就遭遇了滑铁卢，在 2005 年-2009 年间，仅有 4 只熊猫债券上市，在随后的 5 年间，熊猫债券的发行更是处于停滞状态。它初期的失利源于多种原因：2005 年人民币汇改后人民币对美元升值以及美国在次贷危机后实施低利率政策都在无形中增加了境外融资者在中国发债的成本，此外我国还规定熊猫债券的发行主体必须为国际性开发机构并需将筹集到的人民币用于中国境内建设等等。经历 10 年的沉寂后，德国戴姆勒公司在 2014 年再次发行熊猫债券，此后熊猫债券迎来了更好地发行环境：对于发行主体及资金使用方面的管制措施开始放松、利率市场化改革、人民币汇率实现双向波动、一带一路倡议的提出，都助推了它的发展。2015 年全年共计发行熊猫债券 129.95 亿元，2016 年井喷至 1290.4 亿元。2017 年受中国较高利率水平及人民币升值等因素影响。熊猫债的发行再次缩水，2017 年前三季度熊猫债发行量为 629 亿元，较去年同期下降 20.20%。继熊猫债券之后，由国际复兴开发银行发行的木兰债券(境外机构在中国境内发行的以 SDR 计价、人民币结算的债券于 2016 年 8 月在我国银行间债券市场面世，发行规模累计 20 亿 SDR。2021 年 6 月，欧洲宝马集团在银行间市场以公开发行业务方式募集人民币 35 亿元，成为首家在中国市场公开发行的欧洲企业，也是中国银行间市场上首笔在新规之下完成的外资企业熊猫债发行。熊猫债与木兰债的发行既便于我国银行间债券市场为境外发行机构提供新的融资渠道，同时也为自身引入了优质境外发行人，扩大市场规模与深度。

2021年9月，债券通“南向通”正式上线。“南向通”是内地机构投资者通过内地与香港基础服务机构联接，投资于香港债券市场的机制安排。“南向通”是中国推动金融市场双向开放、资本项目开放和人民币国际化的重要一步。“南向通”的上线料将提高香港债券市场中资债券的流动性，提升发行人发行中资离岸债的积极性。当前香港债券市场中资机构发行债券主体中，金融行业主体债券占据主要地位，存量债券余额占比较高，规模约3487亿美元，占比为47.6%，地产业与工业债券存量规模分别为1022亿美元、1083亿美元，占比分别为13.9%、14.7%。当前香港债券市场中资机构债券发行币种中，以美元计价的债券存量规模最大，为5637亿元，占比76.9%，中资美元债为香港债券市场重要的品种，离岸人民币与港币存量规模分别为966亿元、576亿元，占比分别为13.2%、7.8%，其他如英镑、欧元等货币计价的债券占比较小。在香港债券市场发美元债的一个重要优势在于美元的利率水平长期处于较低水平，对于发行人来说发债成本较低。当前香港债券市场中资机构债券期限结构中，3-5年债券存量规模最大，为3667亿元，占比58.8%，10年及以上的长期限债券存量规模为1628亿元，占比分别为26.1%，其他期限债券占比较小。长期限债券发行规模较大折射出香港债券市场发债成本较低，机构拉长负债久期的意愿较强。

五、信用增进在债券市场跨境双向流动中的机遇

在人民币双向流动持续发展下，在岸、离岸债券市场互联互通日趋成熟，债券一二级市场将逐步与国际接轨，信用增进作为风险分散

分担、风险交易的重要手段将发挥重要作用。

（一）人民币债券市场持续发展，企业债增信需求空间广阔

近年来，离岸人民币债券发行持续强劲，离岸人民币存款稳中有升。2009年以前，离岸人民币债发行主体主要是财政部和境内银行，自2010年开始，随着香港合和公路基建和麦当劳等公司发债，人民币债发行主体开始多元化，境内外企业、跨国公司、境外租赁、信贷公司和国际金融机构等先后发债。随着高质量发行人更多、更常规地发行离岸人民币债，当市场的基准债券供应充足时，市场将进一步向纵深发展，并容纳更多不同类型、不同资质的企业债发行。企业债的等级分化将为债券一级市场打开增信空间。

（二）债券通双向通车，增信填补投资需求

内地和香港债券市场双向互联互通的实现，将推动两地加大跨境监管合作，促进市场监管标准的逐步趋同，进一步提升境内债券市场结算登记、信用评级、信息披露等相关制度的国际化。“北向通”开通前，境外投资者持有我国债券约为8500亿元人民币；截至目前，这一规模已达3.8万亿元人民币，年均增速超过40%。其中，“北向通”的境外投资者持债规模约1.1万亿元人民币，4年来累计成交量为12.3万亿元人民币；全球前100大资产管理机构中，已有78家参与进来。随着投资规模的日益攀升，投资中伴随的风险分散、交易等需求也将显著增多，在信息不对称下由第三方增信提供保障。

（三）自贸区债、自贸港债提供新机遇

2019年，南京东南国资投资集团有限责任公司发行了中国（上

海) 自贸区和境外债券。该笔自贸区债批复额度 28 亿元, 首期发行金额 10 亿元人民币, 5+5 年期, 发行票面利率 4.60%, 较发行人境内可比债券的发行成本有一定优势, 这是企业主体首次发行自贸区和境外债券。近年来自贸区金融服务逐步成。自贸区债作为创新品种, 紧密联动着境内外市场。自贸区离岸债券是上海自贸区推进上海国际金融中心建设的又一创举。相较于以欧洲清算所和国际中央证券存托行明讯银行为主导的传统国际债券清算机制, 自贸区离岸债券以中央结算公司作为自贸区债券的统一登记托管机构, 将进一步推动人民币国际化的进程。

2020 年 5 月, 央行等四部门出台 30 条金融政策支持粤港澳大湾区建设。粤港澳大湾区侧重“跨境投融资创新, 优化金融资源配置, 提高资金融通效率, 提升金融服务质量和效能, 稳步推进人民币国际化”, 考虑到与中国香港地区的联动便利化, 大湾区将是资本账户可兑换的先行试验区。

2021 年 4 月, “一行两会一局”发布了《关于金融支持海南全面深化改革开放的意见》支持海南金融开放的 33 条措施, 为海南打造金融双循环的枢纽创造了条件。借鉴中国香港、新加坡等成功经验, 海南自贸港在未来的发展中将具备人民币离岸金融中心功能, 成为亚洲地区推动人民币国际化的重要支点。

自贸区债是银行间市场和交易所后中国第三个债券市场, 债券在中国境内发行, 适用中国在岸的法律、监管和结算体系, 但投资的资金却来自离岸。自贸区内债券发行和投资向境外主体开放, 一方面为

境外人民币提供了一种新的回流路径,另一方面为境内外机构提供新的融资渠道,对于增强人民币对国际市场参与者的吸引力,促进人民币国际化具有重要的积极作用。

(来源:中债信用增进公司国际业务部)