



从跨境投融资视角 看银行间债券市场对外开放

夏季

摘要：银行间债券市场对外开放持续推进，融资端在监管机构的大力支持下，熊猫债融资规模逐年上升，银行间市场正成为国际机构融资的重要市场；投资端在多项开放政策的推动下，人民币资产的吸引力显著提升，境外机构投资者加速进入银行间市场进行资产配置。跨境投融资为银行间市场带来境内外理念的互融互通。未来应着重提升银行间市场的一级定价公允性与二级市场流动性。通过债券市场对外开放以更好地服务实体经济，助力人民币国际化。

关键词：银行间债券市场 跨境投融资 熊猫债 人民币国际化

债券市场对于国民经济的发展起到举足轻重的作用，其开放程度也是衡量一个国家金融对外开放的重要标尺。目前我国债券市场已成为世界第二大市场，市场托管规模和机构数量均增长迅猛。随着市场广度和深度的提升，中国债券市场对于境外发行人及投资人的吸引力也显著增加，跨境投融资逐渐活跃起来。对于银行间债券市场而言，以熊猫债发行人为代表的跨境融资端和以境外机构投资者为代表的跨境投资端均已成为整个市场不可忽视的力量，有力推动了债券市场开放及人民币国际化向纵深发展。

熊猫债方面，以2005年首批发行为开端，熊猫债逐渐成为银行间债券市场重要品种。在2005年《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》发布以后，监管政策日益完善，特别是2016年以来，在人

民银行、财政部、外汇局、银行间市场交易商协会的顶层设计下，市场进入高速发展时期，政策的演进沿着跨境结算明确、注册审批优化、会计审计规范等各方面有序推进。2022年，人民银行、外汇局发布《关于境外机构境内发行债券资金管理有关事宜的通知》，统一银行间和交易所市场熊猫债资金登记、账户开立、资金汇兑等管理规则，简化熊猫债募集资金账户要求，明确募集资金可于境内或境外使用，这进一步便利了熊猫债发行人的募集资金使用。

境外投资人方面，以2002年《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》发布并引入合格境外机构投资者（QFII）作为起点，针对境外投资人的政策逐步优化。2010年，人民银行发布《关于境外人民币清算行等三类机构运用人

夏季，中国银行投资银行与资产管理部。



民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》，允许境外央行等三类机构进入银行间市场投资。2015年开始，针对引入境外投资人的政策发布明显提速，政策的演进沿着准入放开、机构扩容、渠道完善、交易细节优化等方面有序推进。2017年，人民银行发布《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》，债券通（Bond Connect）中的“北向通”机制正式运行，境外投资人通过“北向通”经由香港与内地之间在交易、托管与结算等方面互联互通，以便利的模式投资于银行间债券市场。此后，银行间债券市场直接投资（CIBM Direct）与债券通（Bond Connect）共同成为境外机构投资银行间市场的主流模式。

在诸多政策的推动下，跨境投融资机构参与境内债券市场的热情持续高涨，为银行间市场带来国际理念。在此背景下，分析当前银行间债券市场对外开放的现状与挑战，为市场开放提供前景展望具有较强的现实意义。

银行间债券市场对外开放进行时：人民币吸引力显著提升，跨境投融资迅速扩容

伴随我国综合国力的提高，境外机构对于人民币使用的广度与深度均有显著提升，这催生了境外发行人发行熊猫债的需求，熊猫债市场规模逐年增长。同时，在人民币纳入特别提款权（SDR）货币篮子后，以境外央行为代表的配置型机构逐步

提升人民币配置力度。银行间债券市场在跨境投融资两端均取得较大突破。

跨境融资端：政策指导持续优化，熊猫债发行量维持高位

熊猫债市场蓬勃发展，银行间市场占据主导地位

自2014年开始，在日趋完善的监管政策支持下，熊猫债市场逐渐兴起。伴随中美利率走势及人民币汇率的变化，熊猫债发行量在近两年显著提升。2021年起，境内市场债券收益率保持稳中有降态势。根据测算，2021年年末，对于国际评级为投资级的发行人，中国境内债券市场的融资成本通过交叉货币掉期（Cross Currency Swap）换算后普遍低于其境外融资成本20bps左右。2022年，由于中美利率走势分化，中国境内债券市场的融资成本在换算后更是低于境外融资成本逾50bps，这一跨境利率对比显著提升了境外发行人发行熊猫债的意愿。

截至2022年12月末，全市场熊猫债发行量为6 262.06亿元。发行人于银行间市场发行4 745亿元，占比为76%，于交易所市场发行1 517.06亿元，占比24%。自2017年以来，银行间市场已成为熊猫债发行的最主要场所，2017—2022年，银行间市场发行占比为86%，银行间市场占据绝对主导地位。2019年，交易商协会发布《境外非金融企业债务融资工具业务指引（试行）》，对熊猫债信息披露、发行、托管与结算等方面进行规范明确。2020年，交易商协会发布《境外非金融企业债务融资

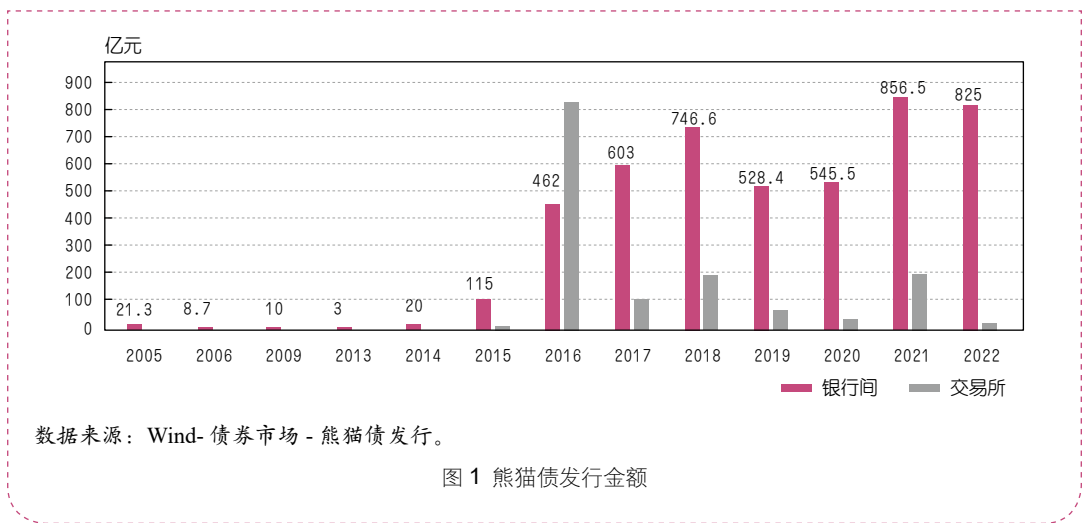
工具分层分类管理细则》，将发行人划分为成熟层和基础层进行分类管理。为境外成熟层企业在统一注册、承销商选择、预评沟通等方面提供便利。上述文件的发布为银行间市场发行人提供清晰指导，2021年及2022年，银行间市场熊猫债年发行规模连续两年超800亿元。

定价体系日趋完善，投资者认可度显著提升

2016年，牵头主承销商及簿记管理人在加拿大不列颠哥伦比亚省的熊猫债发行中首次创造了利率加点模式作为一级市场的定价参考。对于政府机构、国际开发机构和金融机构类别的发行人，根据发行主体的国际评级划分，在同期限国开债收益率基准上，加入流动性利差、信用利差及新发行利差；对于工商企业类别的发行人，根据发行主体的评级划分，在同期限中债中短期票据收益率基准上，加入流动性利差、信用利差及新发行利差。目前境外发行人均已广泛采用这

一定价模式，这为熊猫债投资者提供了明确的一级市场价格引导，相关定价模式也推广应用在银行资本补充工具等其他品种上，境内外投融资机构对于银行间市场定价体系认可度显著提升。

目前境内银行类机构（自营及理财）为熊猫债的主要投资者，其他参与者还包括基金专户、券商资管、保险专户等。从2017年初到2020年末，考虑境内外利率水平及交叉货币掉期价格（Cross Currency Swap），中国境内债券市场收益率相较境外市场利率水平显著较高，境外投资人参与中国境内债券市场的意愿明显提升。由于熊猫债发行人多为国际市场上的活跃发行人，境外投资人对于熊猫债发行人普遍较为熟悉，信评准入及授信申请流程便利，因而在熊猫债一级发行中境外投资人认购占比明显提升，多只新发项目中境外投资人获配占比均超过50%（如菲律宾首笔发行、加拿大不列颠哥伦比亚省第二笔





发行、匈牙利首笔发行、亚洲基础设施投资银行首笔发行等)。

融资主体丰富，债券品种创新显著

目前银行间市场熊猫债发行人已达68家^①，融资主体日益丰富，从地域分布到发行人国际市场影响力均有显著提升，涵盖政府机构、工商企业等全部类别。

2016年以来，熊猫债市场屡见创新。一是融资主体发行绿色熊猫债。2016年新开发银行发行首笔绿色熊猫债，2021年匈牙利共和国发行首笔绿色主权熊猫债，2022年奔驰财务发行该集团首笔欧洲地区以外的绿色债券。二是融资主体将熊猫债与债券通结合。2017年匈牙利共和国首次在熊猫债发行文件中纳入债券通模版，便利境外投资人通过债券通模式在一级市场认购，此后多数境外发行人均沿用此种模式发行债券。三是融资主体募集资金使用符合政策导向。2020年亚洲基础设施投资银行发行疫情防控熊猫债，2021—2022年多家融资主体发行碳中和、可持续发展、社会责任等主题熊猫债。除熊猫债外，在资产证券化跨境融资领域也有创新^②。

跨境投资端：入市机构逐年增长，二级利率债认购成为主流

人民币资产日益受到青睐，国债与政金债为境外投资人主要持仓品种

与融资端不同，跨境投资端受市场利

率波动的影响更为直接。2022年，受中美利差倒挂的影响，境外投资人持仓规模有所下降。截至2022年12月末，境外投资人持仓银行间市场债券近3.4万亿元，占银行间市场托管量的2.7%，持仓规模较2021年末下降逾6 000亿元。尽管持仓规模有所下降，但这一规模已经是2017年的3.4倍，人民币债券仍是最受国际投资者青睐的资产之一。

从债券品种来看，境外投资人的主要持仓品种为国债，持仓为2.29万亿元，占比68%；第二为政策性金融债，持仓为0.74万亿元，占比22%。第三为同业存单，持仓为0.16万亿元，占比5%。信用类品种占比不高，仅为5%。截至2022年12月底，境外入市机构已突破千家。累计有1 071家境外机构主体入市，其中526家通过直接投资渠道(CIBM Direct)入市，

表 1 境外机构持仓情况

境外机构持仓品种	2022年12月末(亿元)	较2021年年末变化(亿元)
国债	22 926	-1 605
政策性银行债	7 366	-3 483
同业存单	1 607	+152
工商企业信用债	713	-576
金融债	449	-291
熊猫债	289	-90
资产证券化	211	-178
地方政府债	73	-43

数据来源：Wind。

① 发行人所在地包含中国香港、中国澳门、新加坡、日本、韩国、菲律宾、马来西亚、阿联酋、德国、法国、荷兰、意大利、葡萄牙、匈牙利、波兰、加拿大等多个国家和地区。

② 2022年，广州周大福金融中心发行100亿元绿色定向资产支持票据(CMBN)，该笔发行为银行间市场首笔也是发行规模最大的绿色CMBN，由香港周大福企业作为跨境差额补足方，具有市场创新标杆意义。



784家通过债券通（Bond Connect）渠道入市，239家同时通过两个渠道入市。

基础设施完善，政策贴合投资者需求

境外投资人的入市带来了全新的投资理念与交易习惯，也助推了监管机构逐步完善市场基础设施建设。免税政策的明确增加了境外投资人投资境内债券市场的税后收益，提升了境内市场对于境外投资人的吸引力。债券通南北向的开通促进了交易、托管与结算等方面的联通。交易商协会完善北金所簿记建档系统并推出英文版标准化分销协议，外汇交易中心在优化交易系统的同时推出了面向一级市场的iDeal系统，全面对接境外机构的一二级市场投资需求。

2019年之后公布的诸多政策进一步贴合境外投资人需求。一是对持仓管理的整合，允许同一境外机构投资者对不同渠道投资的债券进行账户的统一管理^①。二是延长交易时段（北京时间20:00）并放宽交割期限（T+N）^②。三是增加货币市场、衍生品市场的配套便利性^③。四是明确资金汇入汇出要求，明确中长期投资者可自主选择汇入币种投资境内市场^④。

跟踪指数的投资机构陆续建仓，认购方式以二级交易为主

债券指数的纳入以及人民币在特别提款权（SDR）权重的上升显著提升了境外配置型机构的投资意愿。2022年，国际货币基金组织（IMF）执行董事会完成了五年一次的特别提款权（SDR）权重审核，将人民币权重从10.92%上调为12.28%。我国国债已被纳入彭博巴克莱全球综合指数、摩根大通全球新兴市场多元化指数、富时世界国债指数等三大国际债券指数。同时，彭博巴克莱中国高流动性信用债指数已经推出，用以追踪银行间市场高流动性信用债。

主流境外机构的认购方式仍以二级市场交易为主，一级市场的参与度并不高。主要原因在于境内一级市场发行定价存在一定的偏离估值因素，而境外投资人对于购买债券的价格公允性有较高的合规要求，无法认购偏离市场估值较多的债券。同时，近年来各类境内机构逐步增加做市报价的投入力度，国有银行、头部券商等纷纷设立专业团队服务境外投资人需求，交易队伍的搭建已能够满足境外投资人的二级买卖需求。

① 2019年，人民银行、外汇局发布《关于进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》，允许同一境外投资者将银行间债券市场直接投资（CIBM Direct）账户和QFII/RQFII账户中所持有的银行间市场债券实施非交易过户，这一举措极大便利了境外机构投资者的账户管理需求。

② 2020年，根据人民银行部署，中国外汇交易中心发布公告，将T+1及以上结算的现券买卖交易时段延长至北京时间20:00，并公告将结算周期延长至T+N。

③ 2020年，外汇局发布《关于完善银行间债券市场境外机构投资者外汇风险管理有关问题的通知》，进一步完善境外机构投资者开展外汇衍生品交易的流程。

④ 2022年，人民银行、外汇局发布《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定》，通过进一步整合外汇管理需求以鼓励中长期投资者投资于银行间市场，明确境外机构可自主选择汇入币种投资，但不得进行跨币种套利。



银行间债券市场对外开放面临的挑战：机构扩容与市场建设仍需持续推进

目前，熊猫债发行人和境外机构投资者参与银行间债券市场的数量仍旧有限，大量优质国际发行人仍未进入银行间债券市场融资，境外投资者的持仓占比也低于其他国际主流债券市场。市场基础设施建设本身也存在一定的优化空间。

市场参与机构仍需扩容，政策的可执行性有待提升

目前境外投融资机构的参与数量仍旧偏少^①。融资端，熊猫债发行人的地域仍旧集中在香港等地区，欧洲、美洲、大洋洲等地区发行人仍旧偏少，RCEP区域发行人数量仍有较大提升空间。投资端，部分具有国际影响力的大型境外投资人仍未入市，相关机构普遍处于内部研讨、合规审批的流程中，投融两端的市场参与机构仍需扩容。

尽管近年来熊猫债注册审批流程有所提速，但由于在审批过程中需要考虑会计审计、发行结构、资金出入境等多方面因素，熊猫债的审批流程较境外离岸债券发行仍旧较长，特别是募集资金出境使用要求仍旧要结合市场环境而定，这增加了发行人注册申请的不确定性。部分发行人因成本、流程等问题在注册前期就不得不放弃发行。对于境外投资人，大型投资机构的内部审批流程普遍较长，特别是资管类

机构，需要就账户开立、产品创设、交易规范等多项问题进行全方位审批，在文本条款、流程细节需要与托管人或结算代理机构进行多轮讨论，因而尽管目前发布的政策已较为完备，但执行起来仍面临一定的不确定性。

一级定价模式仍需改进，信用债二级市场流动性有待增强

境内外信用债一级市场定价方式显著不同。由于熊猫债发行过程中普遍涉及境外发行人、境外投资人，国际机构适应起来较为困难。境外债券中发行人通过定价发行在一定自由度内能够自主决定其发行债券在一级市场配售给哪家机构。而境内一级市场普遍采用荷兰式招标方式，在发行日采取较宽的利率区间进行簿记建档，发行人无法主导配售调整。这使得发行人需要面临较多的定价、配售不确定性，引起部分发行人对于控制其定价风险的担忧。同时，境外债基本为当日定价，簿记当日即可完成簿记建档，而境内信用债多采用两日簿记，境外投资人对于簿记发行节奏也感到不适应。由于近年来一二级市场的价格偏离较大，境外投资人因其内部合规要求难以参与一级市场。

与境外市场相比，境内信用债的二级市场交易不活跃，每日成交规模较少，这使得境外投资人很难在二级市场配置有需求的信用债券。同时，实际成交不足对信用债估值也造成了一定难度，也负反馈

① 由于红筹企业发行量较大，发行人所在地多集中在中国香港地区。



到了融资端，熊猫债发行人在一级定价的过程中较难参考二级成交情况，一级发行利率往往偏离二级估值水平，这也造成了一二级市场定价的割裂。

信用债估值体系仍需调整，稳定的利率环境有待呵护

2022年11月上旬以来，受资金面边际收紧、防疫政策调整、地产政策出台等多方面影响，信用债债券市场出现恐慌情绪，各类债券出现抛售，市场对于理财机构产品赎回担忧加剧，债券收益率持续攀升，1年期、3年期信用债收益率在1个月内上行近100bps，一级市场取消发行频发。信用债市场每日成交笔数很少，具体到个券主体来讲少量成交就能主导估值的变化，在市场走弱的过程中，市场少量抛盘就能导致信用债主体估值出现大幅变化，信用债估值的持续恶化显著影响资管产品的估值表现，造成了资管产品的持续赎回，形成资产与负债端的负反馈机制，加剧了市场波动。

对境外机构来讲，如何对境内债券估值也是个现实问题。境外债券中有多家做市商的双边报价能够参考，而对于银行间市场债券，境外机构只能选择中债估值作为盯市参考。优化信用债估值体系，在信用状况保持稳定的环境下减少信用债本身的暴涨暴跌，将是呵护稳定的市场环境，提升全市场投资人信心的重要举措。

信用评级公信力仍需加强，投资者保护机制有待完善

长期以来银行间市场存在外部评级

虚高的问题，部分评级机构也受到过监管机构的处罚。2021年8月，人民银行和交易商协会分别发文，在试点期间取消强制评级要求。对于境外发行人来讲，获取信用评级是拓展投资人特别是前期没有授信关系投资人的重要手段。城农商行、非银机构需要依赖外部评级机构的报告进行信用评级准入工作，因此熊猫债发行中鲜有无评级发行（无评级发行多集中在国际评级AAA的机构中）。而境外投资人也要依靠评级报告了解境内企业的运营情况，作为研判募集说明书的辅助材料。因此，现阶段跨境投融资机构对于信用评级报告仍有需求。提升信用评级公信力，促进评级行业与国际接轨仍是亟待解决的问题。

投资人保护机制有待完善。包括熊猫债发行在内的境内债券文件列明适用中国法律，但相关法律判决的跨境执行可行性一直是境外机构关心的问题。与境外债券相比，境内债券中保障投资人利益的限制性条款仍旧不够完善，同时债券违约后处置机制的可执行性仍有待检验。

银行间债券市场对外开放的展望：通过政策完善与跨境交流持续提升银行间市场吸引力

未来，国际交流的频率将逐步回归疫情前，境内外机构的交往与融合将进一步升温。在市场建设方面，应靠前发力，通过优化基础设施建设及畅通信息共享机制吸引更多的跨境投融资机构进入银行间市



场，从而助力人民币国际化稳步前行。

完善政策细节，促进债券市场互联互通向纵深发展

应加强不同监管部门的协同配合，持续完善政策细节，提高政策的配套性，在法律、会计、审计、税收、评级等基础设施建设方面深化改革。目前受制于内外部政策限制，保险机构、公募基金仍无法投资大部分熊猫债，这直接导致熊猫债市场发行期限集中于中短久期债券，影响了产品结构的丰富性，削弱了部分主权机构、国际开发机构的发行意愿。应进一步打通堵点，鼓励保险、公募基金投资熊猫债，使得熊猫债成为丰富其资产组合、分散信用风险的重要品种。

借鉴境外成熟的同类型产品经验，从条款设置、信息披露等方面设定精准和完善的措施从而对投资者进行有效保护。促进违约处置机制建设，培育违约处置专业机构。丰富债券衍生品对冲手段，提高中长期衍生品交易的流动性。通过上述相关政策细节的完善，提升人民币资产对于境外投资人的吸引力，促进债券市场互联互通向纵深发展。

提升机构数量，鼓励跨境投融资机构加大交流力度

2022年1月20日，《银行间债券市场与交易所债券市场互联互通业务暂行办法》发布，债券跨市场交易成为可能。应进一步深化跨境基础设施建设相关合作，促进境内外市场互联互通，以更加一体化的市场提升境外投融资机构的参与意愿。

紧跟国际市场趋势，探索引入跨境担保债券、跨境资产证券化债券、TLAC债券等创新品种。

境外投融资机构普遍对于面对面交流有较强需求，部分境外投资人要求配置每笔债券前需要对发行人进行现场调研。全球疫情期间境内外国际交流有所减弱，今后应加强与境外优质投融资机构的面对面交流，通过路演、反路演等机制持续加大银行间市场的宣传力度。

健全市场体系，增强一二级市场规范性建设

健全市场体系，形成可信赖能够被境内外机构广泛接受的收益率曲线。完善一级市场价格信号机制，将过去单一的绝对收益率定价转变为曲线加点的定价模式，减少非市场发行比例。提升簿记效率，推动簿记管理人将簿记定价时间由两天调整为一天，从而更加贴合国际市场习惯，促进境外投资人更多参与境内一级市场投资。增强汇率弹性，充分发挥汇率自动稳定器功能，完善外汇管理手段，关注交叉货币掉期（Cross Currency Swap）换算后的国内外利率环境比较。

增强一二级市场规范性建设，立足外汇交易中心的iDeal系统，为境外投资人提供优质的一级市场基础设施保障，与其目前使用的系统形成一定互补。持续提升二级市场流动性，加强对信用债做市商的考核力度，增强信用债对于境外投资者的吸引力，提高信用债估值准确性，降低熊猫债发行人市场化定价的不确定性。



服务实体经济，助力人民币国际化稳步前行

境外机构主要的资产负债组合集中于直接融资市场，成熟境外机构入市将促进境内机构优化资产负债管理能力。以其他G20国家为例，直接融资占全部融资的70%左右，促进直接融资市场发展，增强要素配置效率，提高直接融资占比，着力提升工商企业信用债的境外投资者持仓比例，通过丰富实体企业的投资人结构，更好地服务实体经济。

随着跨境资金流动，内外部利率关联

性增强，币值波动增大，对我国跨境资金管理要求将进一步提升。长远来看，促进跨境投融资的发展、人民币使用比例的逐渐提高将促使我国减少对于外汇的依赖，有助于优化国际收支管理。未来可面向“一带一路”主要国家，对投融资客户进行全面拓展，鼓励当地主权机构、优质工商企业进入银行间市场发行熊猫债，便利当地央行及优质金融机构进入银行间市场投资，通过债券市场对外开放助力人民币国际化稳步前行。[N]

学术编辑：韦燕春

参考文献：

- [1] 黄思婧.“债券通”项下我国债券市场对外开放最新进展[J].金融市场研究,2019, 79(2):9.
- [2] 刘南希, 赵伟欣. 债券市场开放与货币国际化[J].中国金融, 2018(24):2.
- [3] 夏季.熊猫债市场的沿革与发展[J].国际金融, 2022(8):6.
- [4] Alexander G J, Edwards A K, Ferri M G. The determinants of trading volume of high-yield corporate bonds[J]. Journal of Financial Markets, 2000, 3(2):177-204.
- [5] Mishkin Frederic S. Why We Shouldn't Turn Our Backs on Financial Globalization[J]. IMF Staff Papers, 2009, 56(1):139-170.

Views on China Interbank Bond Market Openness from the Perspective of Cross-border Issuers and Investors

XIA Ji

(Investment Banking Department, Bank of China)

Abstract This article provides review and prospect of China Interbank Bond Market openness. With regard to issuers' side, under the strong support by regulatory institutions, the scale of panda bond issuance has increased year by year. The interbank market is becoming an important market for international institutional financing. On the investors' side, foreign institutional investors have gradually entered the interbank market for asset allocation. Cross-border investment and financing have brought new ideas abroad to the interbank market. In the future, the standing points should be focused on improving the fairness of bond pricing and the liquidity of secondary transactions, through bond market openness to better serve the real economy, help the internationalization of the RMB and "Belt and Road Initiative" move forward steadily.

Keywords China Interbank Bond Market, Cross-Border Issuers and Investors, Panda Bond, The Internationalization of RMB

JEL Classification E44 G15 G24