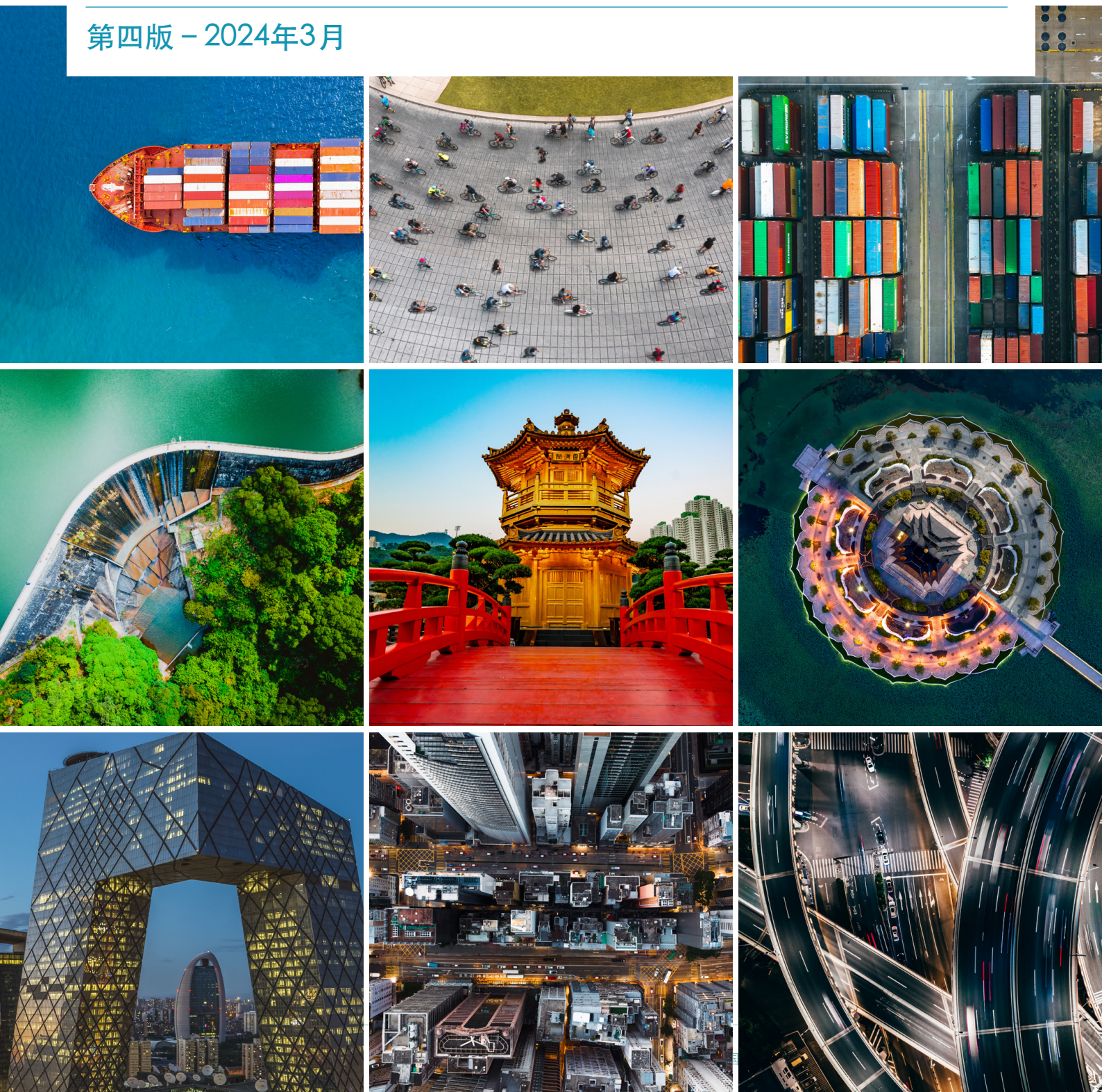


亚洲国际债券市场： 发展与趋势

第四版 – 2024年3月



研究人员及作者：国际资本市场协会（ICMA）的Alex Tsang及Mushtaq Kapasi针对一级市场; Andy Hill针对二级市场。

数据分析人员：国际资本市场协会（ICMA）的Alex Tsang及Mushtaq Kapasi针对一级市场; Andy Hill针对二级市场。

本报告内容基于与市场参与者的大量访谈。ICMA谨此特别感谢彭博、CGIF、法国东方汇理银行、Global X Mirae、香港交易及结算所有限公司、汇丰银行、工银亚洲、平安保险、标普全球及渣打银行（以公司英文名称首个英文字母的顺序排列）对本年度报告做出的重要贡献，同时也感谢曾为本报告前几版提供灼见的各方。ICMA谨此感谢彭博、Covalent Capital、Dealogic、EquiLend、IHS Markit和MarketAxess提供本报告中使用的数据和分析。如果英文版本与中文版本之间存在任何不一致或歧义，以英文版本为准。



HONG KONG MONETARY AUTHORITY
香港金融管理局

得到香港金融管理局支持

本报告仅供参考之用，不可视其为法律、金融或其他专业意见。尽管本报告所含信息来自被认为可靠的来源，ICMA并无对该等信息的准确性或完整性作出声明或保证；ICMA及其员工一概不会就使用本出版物或其内容所引致或与之相关的任何责任负责。同样，本报告所用信息的数据提供者亦一概不会就该等数据的准确性或完整性作出声明或保证；并不会就使用本出版物或其内容引起的或与之相关的任何责任负责。

© 国际资本市场协会（International Capital Market Association – ICMA），苏黎世，2024年。版权所有，侵权必究。未经ICMA许可，不得以任何方式复制或传播本出版物的任何部分。

Table of contents

摘要	4
引言	5
为何编制本报告？	5
范围和方法	5
关于国际资本市场协会（ICMA）	5
一级市场	6
宏观经济发展	6
全球和亚洲的国际债券	6
安排	8
上市	9
发行人主要经营地点	10
首次发行	17
绿色债券、社会责任债券、可持续发展债券和可持续发展挂钩债券	19
投资者与分销	27
币种与年期	27
数字化与科技	29
二级市场	30
市场情况	30
中国	36
电子交易	38
回购市场	39
信用违约掉期	41
2024年展望	43

摘要

2023年，亚洲国际债券市场继续面临多方面的挑战，尤其是全球利率高企、地缘政治局势紧张和中国个别行业的信用事件。尽管面对多重挑战，市场上也不乏一些较明显的发展趋势。

亚洲发行人的国际债券年发行量由2022年的约3,710亿美元稍微回升至2023年的约3,800亿美元，主要受日本、南韩和香港¹国际债券发行量增加所推动。中国的国际债券发行量同比下降约12%，从2022年的1220亿美元和2021年的2300亿美元降至2023年的1080亿美元。尽管如此，中国仍然位居国际债券发行前列位置，占整体发行总量29%，仅次于日本的1,150亿美元。然而，由于2022年和2023年期间亚洲发行人出于成本效益考虑更倾向于发行本币债券，2023年的亚洲发行总量仍低于2021年达到创纪录水平的6,200多亿美元。

亚洲国际债券在一级市场安排方面，经亚洲发行债券所占份额由2006年的约10%上升至过去四年的30%至40%。香港继续是安排蝉联亚洲国际债券发行的主要枢纽。然而，2023年经香港安排的国际债券发行量仅次于美国，主要原因是由于中国的国际发行量有所减少。从上市地点来看，新加坡和香港延续了自2011年以来的趋势，在2023年仍然是亚洲国际债券在区内上市的两大热门选择。

2021年，亚洲发行人的国际可持续债券发行量长足增长，逼近1,000亿美元水平，2022年和2023年发行量则企稳在约800亿美元水平。2023年，中国发行人的国际可持续债券发行量保持在领先地位，占发行总量约26%。日韩两国亦步趋，2019年至2023年期间合计占年均发行量40%。2023年香港发行量同样显著增加，按年翻倍至约160亿美元。

发行货币方面，G3货币依然是2023年亚洲发行人进行国际债券发行的首选币种，发行总额中约70%以美元计价，人民币和欧元计价分别占11%和9%。日元计价仅占1%左右。

2023年，推动亚洲债券市场数字化和创新技术的努力取得成果。这些措施旨在提高效率和优化市场基础设施，使交易运作更加顺畅。

与一级市场一样，二级市场活动和交易量于2020年至2022年中稳步上扬，但其后开始出现跌势并持续到2023年，其中以非金融发行人的收缩尤为明显。部分原因为市况不稳、收益率高企和信用息差扩大所致。然而，归根究底，这还是由于一级债券发行与二级债券交投存在显著相关性。受访者认为，其他原因亦包括中资发行人的国际债券发行规模相对缩减，以及债市震盪蔓延至其他亚洲市场所致，而二级市场上带中国国家风险的债券交投亦明显减少。

中国离岸市场继续为整体亚洲国际市场定调，尽管其市场占比有所下降，但房地产行业困境令债市息差和流动性受压，幸在中国人民银行的支持下，在2023年收官之时似乎为市场带来喘息机会。

受访者指出，市场上持续推动从语音(或信息)的传统交易模式走向场内交易，情况以交易规模较小和流动性较高的信用产品以算法定价和对盘尤为明显。“平台上询价”(“RFQ”)仍然是市场上最常用的电子交易工具，但受访者表示，包括“多对多”(“A2A”)和“投资组合交易”(“PT”)在内的其他工具也开始崛起。

受访者认为，随着亚洲国际债券回购市场流动性持续深化、贷款机构相继进场、交易商特定发行人盘源持续扩大，加上息口走高、息差和市场波幅扩大、短仓的平仓买盘增加，为贷款机构创造更多机会。尽管整体回购和贷款市场依然活跃，但其表现在2023年相关市场拖累下亦录得下降。

尽管近年面临重重挑战，亚洲国际债市的一级发行和二级交投有所缩减，但受访者认为，国际债市已初见曙光，对2024年普遍持乐观态度。而市场亦希望中国人民银行能稳住房地产市场局面同时刺激经济增长。美债收益率回落也可能为更多亚洲企业重返国际市场带来契机。

¹ 仅为本次研究之目的：(1) “香港”系指“中华人民共和国香港特别行政区”；(2) “中国”、“中国大陆”或“境内”系指中华人民共和国，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区；及(3) “境外”系指“非中国”。

引言

为何编制本报告？

国际资本市场协会(ICMA)在2021年3月出版了第一版报告《亚洲国际债券市场：发展与趋势》([The Asian International Bond Markets: Development and Trends](#))，并分别在2022年和2023年发布了 [第二版](#) 和 [第三版](#)。本报告作为第四版报告，旨在向全球市场参与者介绍截至2023年末亚洲国际债券市场的最新市场动态概况，并对重要市场事件做出分析。

范围和方法

本报告聚焦于亚洲²的国际债券市场，即亚洲发行人所在司法管辖区以外一级市场所发行的债务证券，可以是欧洲、全球或海外市场，而不一定取决于债券是否在国际中央证券存管机构上清算。本报告研究范围不仅覆盖近年来国际债券一级市场发行的趋势，也涵盖二级市场的结构与趋势。

在本报告中，ICMA将可以获得的数据定量分析与部分市场参与者提供的定性反馈相结合。定量的数据取自多个来源，相关数据来源已标注在图文中。定性的资料则来自与不同投资银行、投资机构、交易平台及市场基础设施（在鸣谢部分列出了部分参与机构）进行的访谈和整合后得出。有关访谈于2024年1月至3月进行。ICMA衷心感谢香港金融管理局对定量数据收集与分析的倾力支持以及对本报告整体主题的指导意见。

关于国际资本市场协会 (ICMA)

过去50多年来，ICMA及其成员一直致力促进国际资本和证券市场发展，其率先制定的规则、原则和建议为其成功运作奠定基础。为了实现目标，ICMA通过地区和板块成员委员会，汇聚所有细分批发和零售债券市场成员，并专注于影响国际市场运作各个方面的广泛市场实践和监管问题。ICMA重点考虑包括一级市场、二级市场、回购和抵押品在内的三个核心固定收益市场领域，横跨可持续金融、金融科技和数字化两大主题。ICMA目前在全球68个司法管辖区拥有超过620名活跃于国际债务资本市场各个领域的会员。其会员包括公私营部门发行人、银行与证券交易商、资产与基金管理公司、保险公司、律师事务所、资本市场基础设施提供商和中央银行等各类机构。ICMA是根据瑞士民法成立的非营利组织（会员性社团组织），总部设于苏黎世，办事处遍布伦敦、巴黎、布鲁塞尔和香港，并在苏黎世商业登记处注册。
www.icmagroup.org

2 对于“亚洲”的定义可能因为是否包括某些前沿市场而有所不同。请查看报告末尾附上的完整定义。

一级市场

宏观经济发展

除了市场动态和地缘政治因素外，全球利率环境对2023年亚洲国际债券市场的影响可谓举足轻重。尤其是在2023年期间，联邦基金利率（上限）由2022年3月的0.25%上调至5.50%，欧洲央行主要再融资利率由2022年6月的0%上调至4.50%，英国央行银行利率由2021年12月的0.1%上调至5.25%³。全球利率（收益曲线全线）全年保持在高位运行，10年期政府债券平均收益率⁴在2023年底保持在约2.70%⁵。在高利率环境下，亚洲发行人在亚洲发行国际债券的借贷成本上升，使转投境内市场其他融资/再融资渠道更具吸引力。另外，中日两国持续采取宽松货币政策，与西方主要发达经济体之间持续存在利率差距，继续左右亚洲发行人发债币种选择的决定。

在需求方面，亚洲的机构和专业投资者在高利率环境下纷纷寻求更高回报的投资工具。然而，在日益复杂的地缘政治局势（包括贸易紧张局势加剧、政治不确定性和地区冲突）下，他们的风险承担意愿偏低，因此相对于高收益债券，他们始终较为偏好投资级债券，以寻求较高的风险调整回报率。中国房地产市场危机尚未解除，加上其经济溢出效应，也使投资者对于在投资组合中增持某些行业的高收益债券持谨慎态度。

尽管如此，亚洲可持续债券（绿色债券、社会责任债券、可持续发展债券和可持续发展挂钩债券）的发行依然保持韧性，数字债券方面亦续见创新。

全球和亚洲的国际债券

对任何司法管辖区而言，国际债券市场通常是在发行人在其境内资本市场取得丰富经验后发展而来。与境内市场的本地货币债券不同，国际债券大多仅面向机构投资者及个人专业投资者。

通过国际债券筹集资金的原因包括但不限于满足外币资金需求、管理资金成本和结构、扩宽融资渠道和投资者基础、以及提高在国际市场上的知名度。对投资者来说，国际债券市场让投资者无需逐一建立进入个别本地市场的途径、无需管理与本地货币相关的外汇风险，即可涉足投资新兴市场信用债；投资国际债券也可有助于实现投资组合多元化和提高收益，尤其是投资亚洲这样的新兴市场。

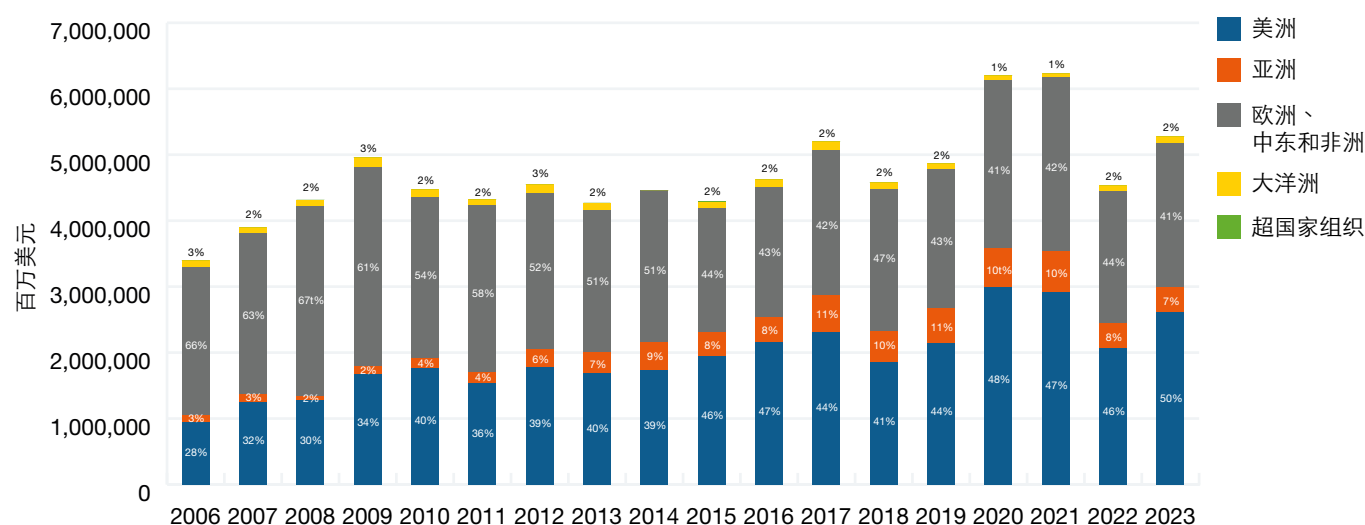
亚洲国际债券市场近年大幅增长。2006年至2021年期间，亚洲发行人的国际债券发行量平均每年增长约11%，高于美洲、欧洲、中东和非洲和大洋洲的数字（图1）。2021年，亚洲发行人的国际债券发行量创下约6,260亿美元的历史新高。尽管2022年和2023年的发行量下降幅度较大，但近两年的平均发行量仍高于2006年至2023年3,340亿美元的平均水平。

³ 彭博数据

⁴ 覆盖国家包括：澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、爱尔兰、意大利、日本、荷兰、葡萄牙、西班牙、瑞典、英国及美国。

⁵ Tradeweb数据

图1：全球国际债券发行 – 按地区（发行人主要经营地点⁶）分类



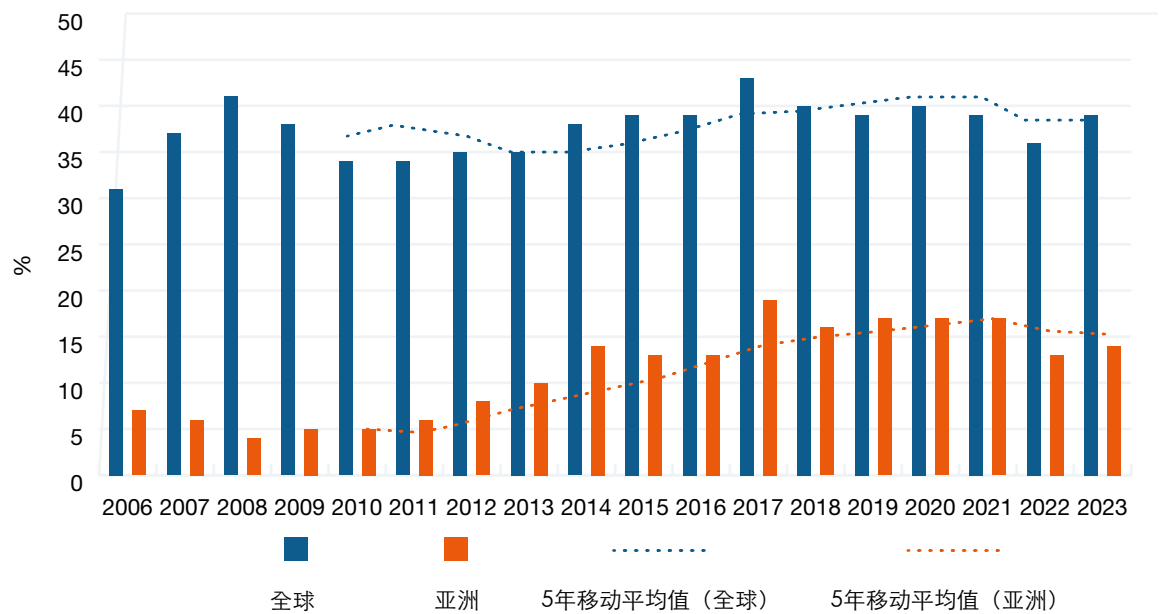
资料来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

纵观全球国际债券市场自2006年以来的表现，美洲和欧洲、中东和非洲发行人的国际债券发行量平均占发行总量约90%。在该两大地区当中，欧洲、中东和非洲发行量所占份额整体呈下行趋势，由约60%以上降至近年近40%，美洲则由30%以下升至目前近50%。尽管亚洲发行量所占份额由2006年的低个位数升至2023年的高个位数，但比例上仍然低于美洲和欧洲、中东和非洲。

在亚洲发行人的所有债券（包括国内和跨境）发行中，国际债券的发行量在2006年占约7%。亚洲发行人的国际债券发行量由2012年开始走高，在2019年至2023年期间占亚洲发行人发行总量的12%至20%，随后在2022年和2023年回落至低双位数（图2）。与最近四年全球平均水平的35%以上相比，亚洲发行人的国际债券发行量在所有债券发行中所占的比例仍然偏低。亚洲发行人通过国际债券市场筹资比例偏低，很大程度上可以解释为亚洲发行人更倾向于通过在岸市场获得融资，而不是通过离岸市场获得融资。

⁶ 根据Dealogic的定义，“发行人主要经营地点”指借款人开展大部分业务的所在地。在整份报告中，除非另有说明，否则“国家”和“地区”的含义与债券发行的发行人主要经营地点相同。

图2：国际债券发行占全球和亚洲发行人发行总额的百分比



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

由于国际债券市场的参与者和运作往往牵涉多个司法管辖区，地域分析可循不同方法进行。本报告旨在多角度研究债券交易发生在“何地”，从而提供更细致的整体区域市场活动概况。分析首先涵盖债券安排的地点，其次是上市地点，然后是发行人的主要营商地点（“发行人主要经营地点”）。

安排

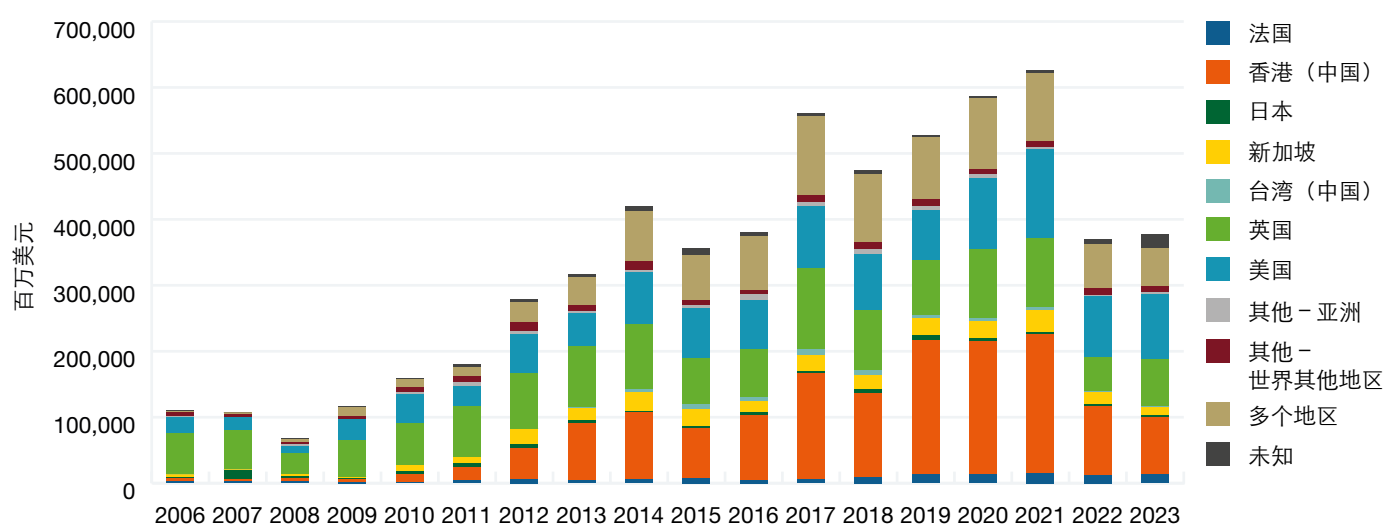
发行债券时，发行人的惯常做法是委任市场中介机构（通常是银行）管理债务融资过程。牵头行协助发行人了解当前市场环境及投资者的踊跃程度，然后进行簿记建档及分配。安排行一般与有能力投资新债且过往一直奉行“买入并长线持有”策略的投资者建立并维持密切的关系。一级市场中的投资者购买债券是为了长期投资而非纯粹短线交易，这对发行人来说尤其重要，有助于发行人建立更紧密的投资者基础，支持未来新融资/再融资活动的进行。总括而言，安排行在确保发行人能够在境内外接触广泛投资者群体、为交易设定最佳定价的能力，对债券发行的成功至关重要。

银行中介机构和安排行会确保发行人能够在境内外接触广泛投资者群体、为交易设定最佳定价。为了发行人的利益，安排行会促进稳定的投资者基础以及用于价格发现的二级流动性。债券安排活动包括发起与债券结构设计、簿记建档、拟备法律和交易文件，以及销售与分销。尽管在何地安排发行债券取决于多项因素（如在执行过程中的法律与营运风险中，金融中心监管体系的可信性、司法独立性，以及合约的可执行性），但主要受获委任管理交易的牵头银行（及其投资银行、交易、法律及营运等专业团队）的所在地影响。

纵观亚洲发行人安排国际债券发行的主要地点⁷，情况由2006年美国 and 英国瓜分近80%以上份额，发展到2023年二国合计占约45%，主要是由于期内亚洲多个金融中心崛起成为国际债券交易中心。更具体而言，经亚洲安排的份额由2006年约10%增长至过去四年的30%至40%（其份额超越美国和英国的总和）。

在2010年以前，亚洲发行人发行国际债券的安排行大多数由英国和美国的银行担任。到2010年以后，亚洲地区的银行（特别是香港的银行）获得更多亚洲国际债券发行份额。经亚洲安排的债券发行项目的增长，很大程度上与香港作为国际离岸人民币业务中心和中国国际债券发行中心的崛起有关。香港银行在国际债券发行方面经验丰富，有能力向全球投资者发行债券，在银行业务往来上被视为与中国内地发行人有更密切的关系。过去十年，香港一直是亚洲发行人安排发行国际债券的首选地点⁸，除了在2023年(市场份额为23%)因中国国际债券发行量有所减少而仅次于美国(26%)。

图3：亚洲（发行人主要经营地点）国际债券发行 – 按主要安排地分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

上市

理论上，债券在交易所上市有助提高知名度并促进在二级市场的交易活动，情况和股票类似。但实际上，债券市场与世界其他地区一样，在交易所上市的亚洲国际债券普遍会在交易所外进行交易。2006年至2023年期间，大部分亚洲发行的国际债券（占平均发行量约74%）为上市债券。尽管亚洲发行人选择将国际债券上市的原因众多，但其中一个主要原因是上市可能提升交易文件透明度较高，要求发行人持续做出披露，上市审批流程提供更高的监管保护，并且可能在交易所二级市场买卖中享有更高流动性，因此比较受国际机构投资者青睐。在债券市场的机构投资者中，一些基金经理获委托管理的基金仅可投资于上市证券。此外，部分投资者只能投资在其所属地区的交易所上市的国际债券。

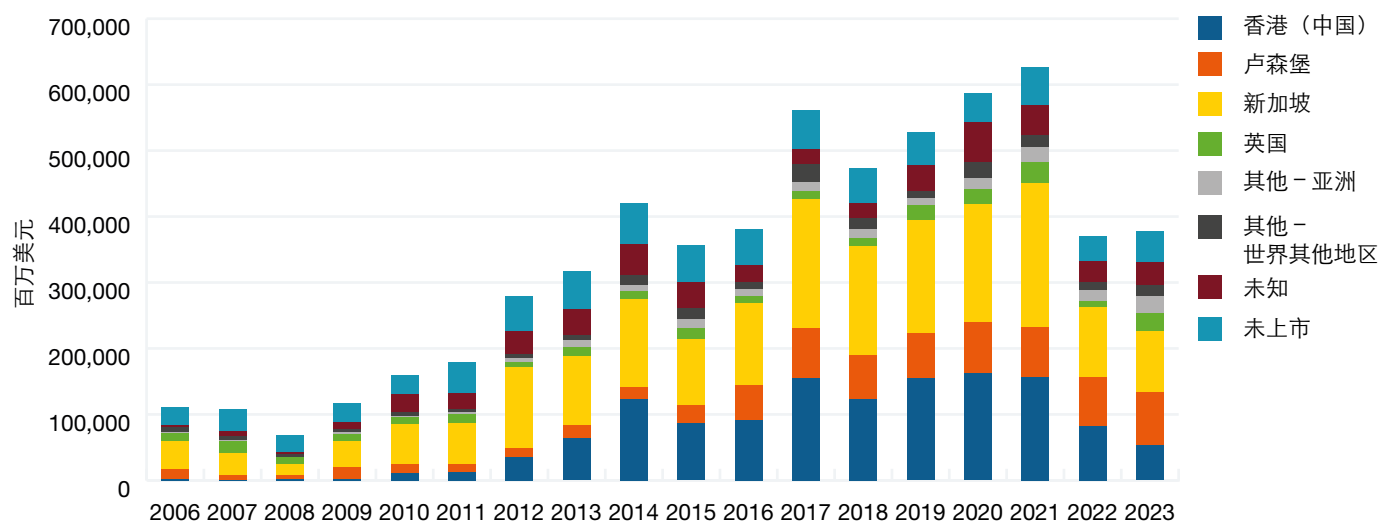
发行人选择上市地点一般取决于目标投资者的要求、监管要求以及上市过程的简单性、效率、可预测性和可负担性。新加坡仍然是亚洲国际债券的首选区内上市地点⁹，占总发行量约四分之一，其次为香港，约占14%。值得注意的是，亚洲发行人面向欧洲市场发行的债券也可能同时在英国和欧洲上市。其中，卢森堡在2022年和2023年包办亚洲发行人五分之一的国际债券上市发行量，其次为英国，占7%（2023年发行量几乎是2022年的三倍）。

⁷ 本分析以大部分安排活动的进行地点作为债券的安排地，即交易中超过50%的牵头银行所在的司法管辖区。如果两个司法管辖区的牵头银行数量相同，则以债券面值平均计算。如牵头银行中，没有任何一个司法管辖区明显占多数，则该等交易会被归类为“多个地区”。值得注意的是，ICMA在分析过程中遵循Dealogic的“牵头银行主要经营地点”分类。

⁸ 按债券发行的面值计算。

⁹ 在多个地点上市的交易，其总面值将除以上市地点数目，以免重复计算。

图4：亚洲（发行人主要经营地点）国际债券发行 – 按上市地点分类



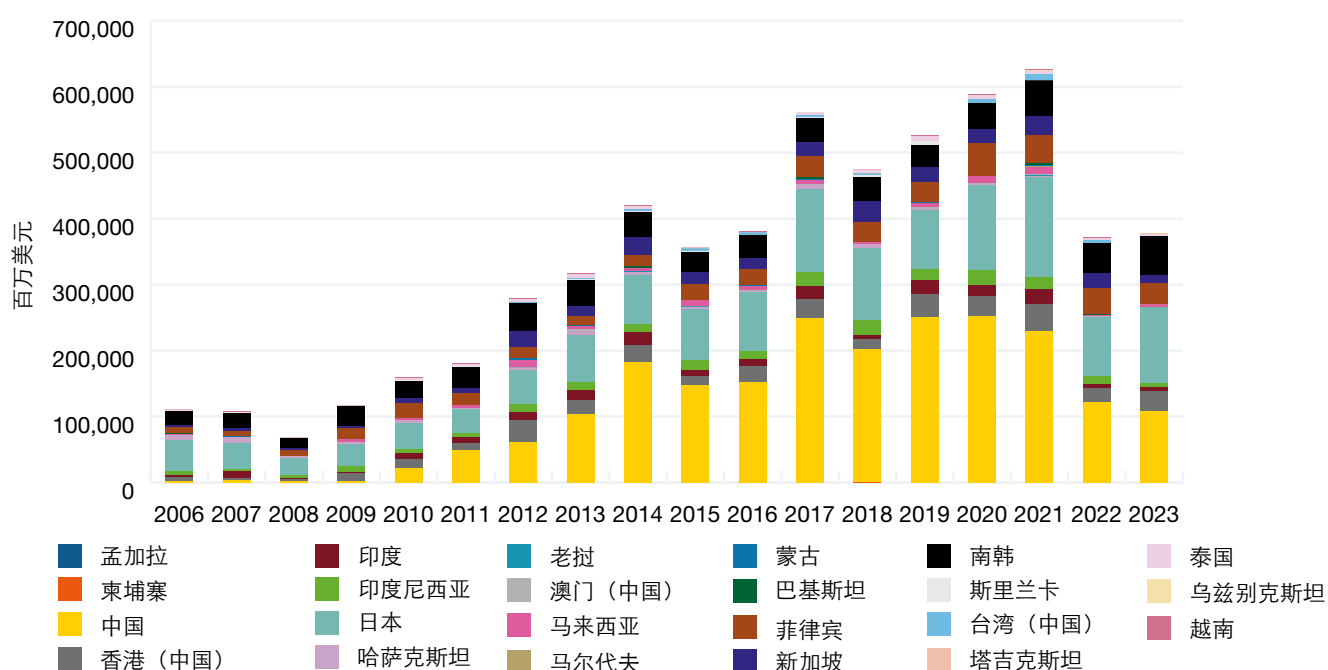
数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

发行人主要经营地点

亚洲发行人的国际债券发行量自2022年锐减后出现企稳。2023年发行总额按年略微上升至约3,800亿美元（图5），主要由于日本、南韩和香港发行量（以绝对值计算）的增幅被中国、新加坡和菲律宾发行量的跌幅部分抵消。

2010年以前，过半数的国际债券发行量由日韩两国发行人包办。2010年以后，中国内地、香港、澳门、东南亚和印度的债券发行量显著增加，2010年后合计一直占国际债券发行量一半以上。然而，自2020年以来，日韩发行人国际发行量占比再次回升，由2019年的不足四分之一增加至2023年的将近一半。

图5 – 亚洲国际债券发行 – 按发行人主要经营地点分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

虽然同比有稳定，但与2017年至2021年期间相比，亚洲发行人的国际债券发行量（按绝对值计算）仍处于较低水平。受持续高息环境影响，加上市场人士对未来利率走向众说纷纭（如期货市场走势所见）、央行前瞻性指引口径不一，未来利率走向未明、对新地缘政治局势、发达经济体和新兴经济体经济增长放缓以及二级市场波动性加剧的阴霾未散，市场情绪持续低迷。某种程度上，对融资或再融资有稳定需求或有所增加的发行人也开始青睐国内债券、贷款、私人信贷市场，而不是国际债券市场。

回顾亚洲国际债券市场在2008年开始十多年间的发展，亚洲发行人在超低利率环境的助力下于国际债券市场大展拳脚，总发行规模由2008年的不足700亿美元增加至2021年的超过6,100亿美元，年增长率约18%。

最近，与全球情况一致，2020年针对新冠疫情的货币和财政政策为G3债券市场注入了大量流动资金，为各类发行人在很长一段时期内创造了非常有利的融资环境，包括主权、超国家组织和政府机构（“SSA”）、企业和金融机构，以开拓融资市场。宽松的货币和财政政策环境最终在各国央行于2022年开始加息和缩表应对高通胀的帷幕下告一段落。加息周期不仅显著增加在一级市场发行G3国际债券的融资成本，也减少投资者对债券的需求（由于收益曲线倒挂，对短债影响较低，长债影响较高）。亚洲国际债券发行人于是转投境内债券市场、银行贷款市场和私人债务市场以满足融资需要，机构投资者对延长投资组合存续期限则变得相当谨慎。上述两个因素很大程度解释了亚洲发行人在2022年至2023年期间的国际债券发行量减少的现状。

受访者指出除了全球利率及交叉货币互换（“CCS”）息差会继续国际债券发行量，也会影响国内市场企业的最终借贷成本

中国¹⁰

2023年，中国发行人的国际债券发行金额按年下跌约12%至1,080亿美元，由于美联储和中国人民银行的货币政策分化，使得在岸本币融资对发行人更具吸引力。点心债发行量由2022年的约180亿美元大幅反弹至2023年的340亿美元¹¹。中国熊猫债市场也有进一步的发展。根据中国银行间市场交易商协会的数据¹²，截至2023年第三季度，外国借款人的熊猫债发行量由去年发行总额约110亿美元升到今年约180亿美元。尽管2023年中国发行人的国际债券发行量低迷，中国仍是亚洲第二大国际债券发行国（仅次于日本），占市场新发行量近30%。

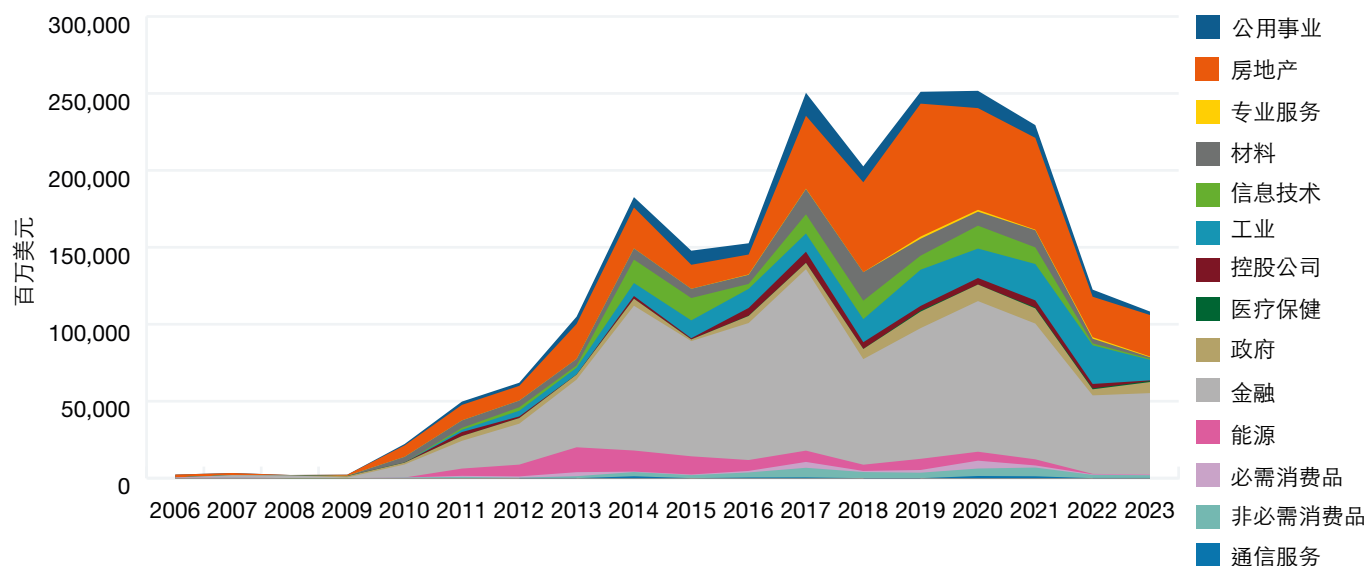
按行业分类分析，金融、房地产、工业和政府等板块继续主导中国国际债券发行走势，合计占2023年国际债券发行量90%以上。四个板块中，金融业仍然是首要的国际债券发行供应源，占四者合计份额的约50%，高于前一年的约42%。

¹⁰ 出于分析目的，报告中的“中国”一律指中国内地。

¹¹ Dealogic数据引用自财资杂志 - <https://www.theasset.com/article/50728/g3-bond-market-shrinks-in-china-in-2023>。

¹² 引用自财资杂志 - <https://www.theasset.com/article/50728/g3-bond-market-shrinks-in-china-in-2023>。

图6：中国（发行人主要经营地点）国际债券发行 – 按行业分类



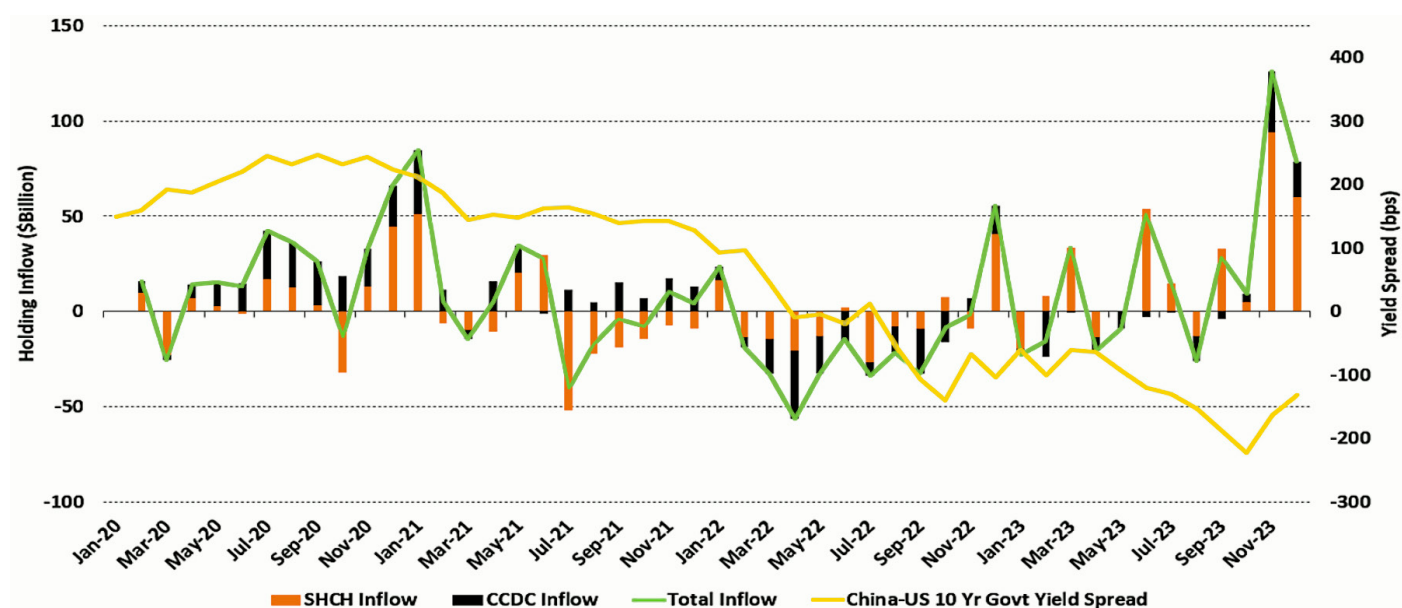
数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

2023年10月，中国国家发展和改革委员会（“发改委”）与金管局签署[谅解备忘录](#)，旨在支持中资企业跨境融资和推动香港债券市场发展。根据谅解备忘录，发改委和金管局同意加强合作，助力中资企业跨境融资¹³。

尽管中国离岸市场的发行尚未恢复到之前的峰值水平，但外国对在岸市场的跨境投资最近有所回升。据彭博社数据，中央国债登记结算有限责任公司（“中央结算公司”）和上海清算所披露，2023年9月至2024年初，海外投资者对境内债券净流入量有大幅增加。

¹³ 谅解备忘录下的主要合作领域包括：(i) 为中资企业在港发债提供政策便利和支持；(ii) 联合举办推广活动，提高市场参与者对相关政策规定的了解；及(iii) 推动香港债券市场，特别是绿色和可持续金融以及点心债市场的多元化发展。

图7：海外投资人持有债券总额预估变动（流入/流出）与中美10年政府殖利率差



来源：彭博

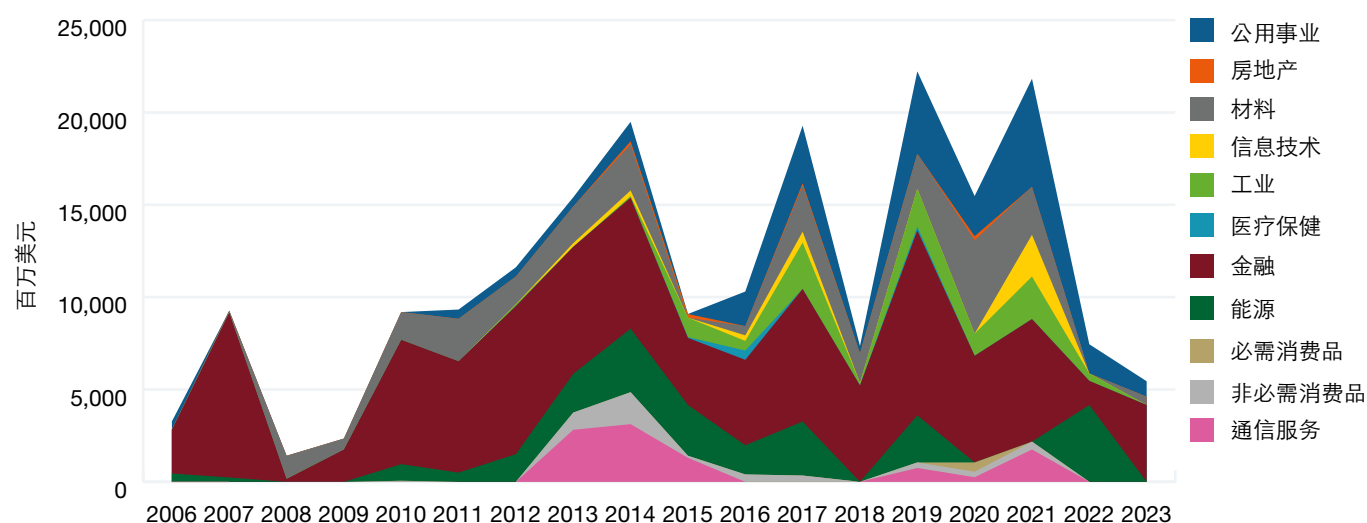
印度

回顾2006年，印度只有银行和仅少数大型企业发行人涉足国际债券市场。2011年，国有企业和准政府机构开始考虑在国际债券市场上以G3货币融资。2017年，印度发行人的国际债券发行金额一度逼近到200亿美元的水平，之后随着2018年国内市场信用事件的发生，2018年的发行量下滑至约70亿美元。然而，其后一年发行活动大幅反弹，发行量创下自2006年以来220亿美元的近期新高，并连续两年企稳在150亿美元以上水平，可惜其后在2023年跌至约50亿美元，创14年新低。根据市场观察，以美元进行发行对冲卢比的成本高于国内借款，因此，印度发行人更倾向于在当地借款。据路透社报道，有部分印度公司甚至借入本国货币回购部分海外债务的情况。LSEG Workplace的数据显示¹⁴，2023年印度企业借入的外币贷款超过220亿美元，创2014年以来的新高。

按行业分类分析（图8），印度的主要国际债券发行人以金融机构为主，占2023年发行总量的76%，与去年的情况形成鲜明对比，去年能源公司的发行占发行总量的一半以上，其次是金融公司，占发行总量的约18%。

14 引用自路透社 - <https://www.reuters.com/world/india/indian-firms-dollar-debt-issuance-hit-14-yr-low-amid-global-yield-pressures-2023-12-20/>。

图8：印度（发行人主要经营地点）国际债券发行－按行业分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

东盟

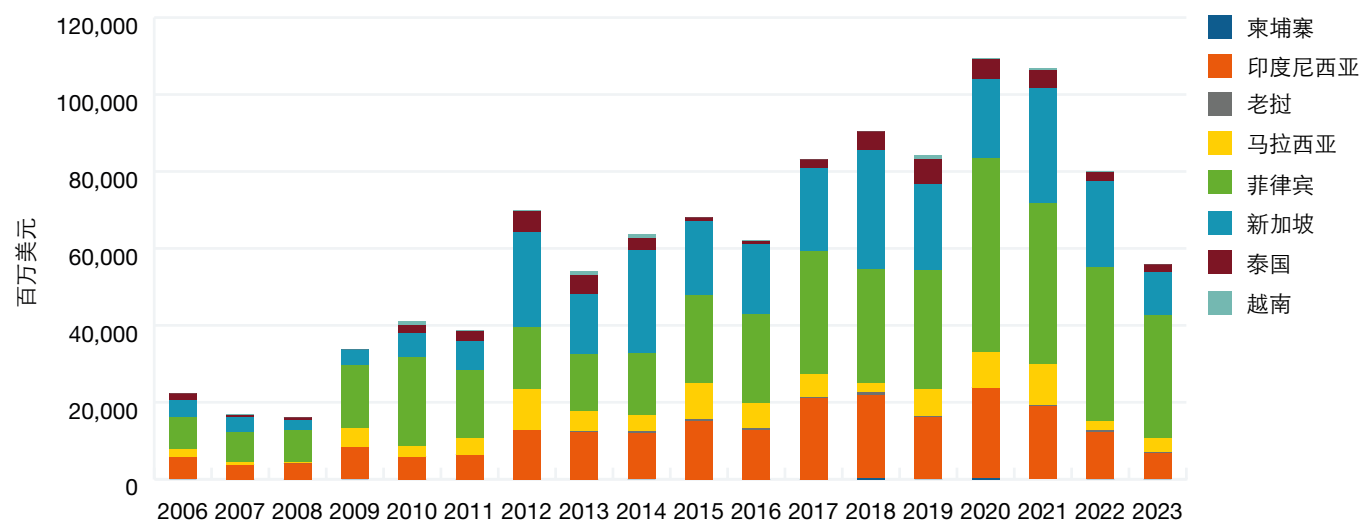
东盟发行人的国际债券发行量¹⁵自1997-1998年亚洲金融危机以来逐步发展，近年跟随全球和亚洲的总体趋势，在2020年和2021年突破1,000亿美元水平，随后在2022年和2023年分别降至约800亿美元和560亿美元。根据访问，发行量减少的主要原因，是更多发行人改以国内借款为其海外国际债券再融资。

尽管国内资本市场发展向好，但结构性因素限制了东盟国际债券市场的增长。首先，东盟国家国内市场的商业银行资本相对充裕，长久以来，银行贷款一直是相对债券市场融资一个更低成本的选择。另一个因素是，东盟企业的市场规模在全球范围内普遍较小，因此，与当地债券和贷款市场的融资水平相比，东盟发行人在发行国际债券时一般需要支付相对较高的发行溢价

自2006年以来，主要东盟国际发行国一直是菲律宾、新加坡和印度尼西亚，合计占发行总量至少75%。在三个国家中，菲律宾独占东盟2023年发行总量一半以上，主要来自金融业和主权、超国家组织和政府机构发行。以绝对发行量计算，马来西亚是东南亚唯一在2023年出现增长的国家，发行量按年增长52%至40亿美元，主要受金融业的发行量所推动。

¹⁵ 东盟发行人来自柬埔寨、印度尼西亚、老挝、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国和越南。

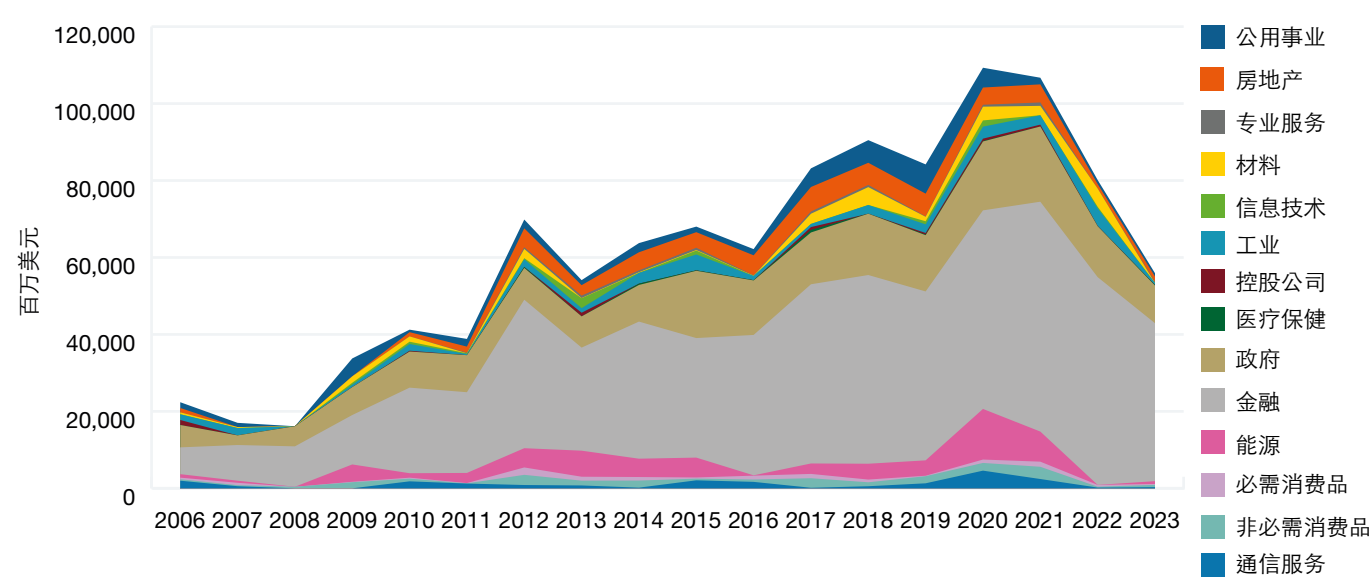
图9：东盟国际债券发行－按发行人主要经营地点分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

按行业分类分析，东盟的主要国际债券发行主体为金融和政府机构，分别占73%和17%（图10）。综观2006年以来的发展，金融机构在2006年至2021年期间的发行量平均占东盟发行总量的一半以上，其所占份额在2022年和2023年更进一步上升，这在亚洲并不罕见。

图10：东盟（发行人主要经营地点）国际债券发行－按行业分类



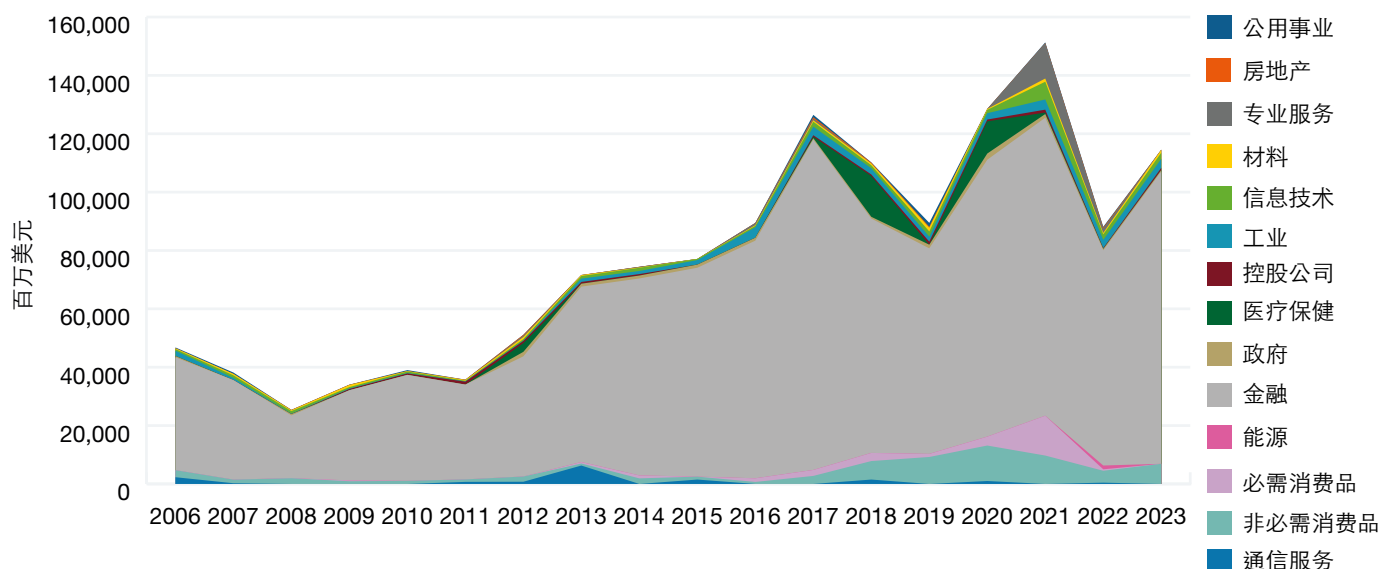
数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

日本

日本发行人的国际债券发行量自2008年全球金融危机后的几年里开始回升。发行量从2008年的250亿美元增至2021年的1,510亿美元，随后在2022年跟随其他亚洲国家/司法管辖区缩减至880亿美元。2023年，由于日本发行人将外币债务换回本币债务的融资成本有利，发行量同比反弹30%至约1150亿美元。

从行业角度分析，与其他亚洲地区的观察结果相同，金融机构一直是国际债券发行的中流砥柱，自2006年以来平均占日本约85%的发行量，特别是2023年达到约88%。

图11：日本（发行人主要经营地点）国际债券发行 – 按行业分类



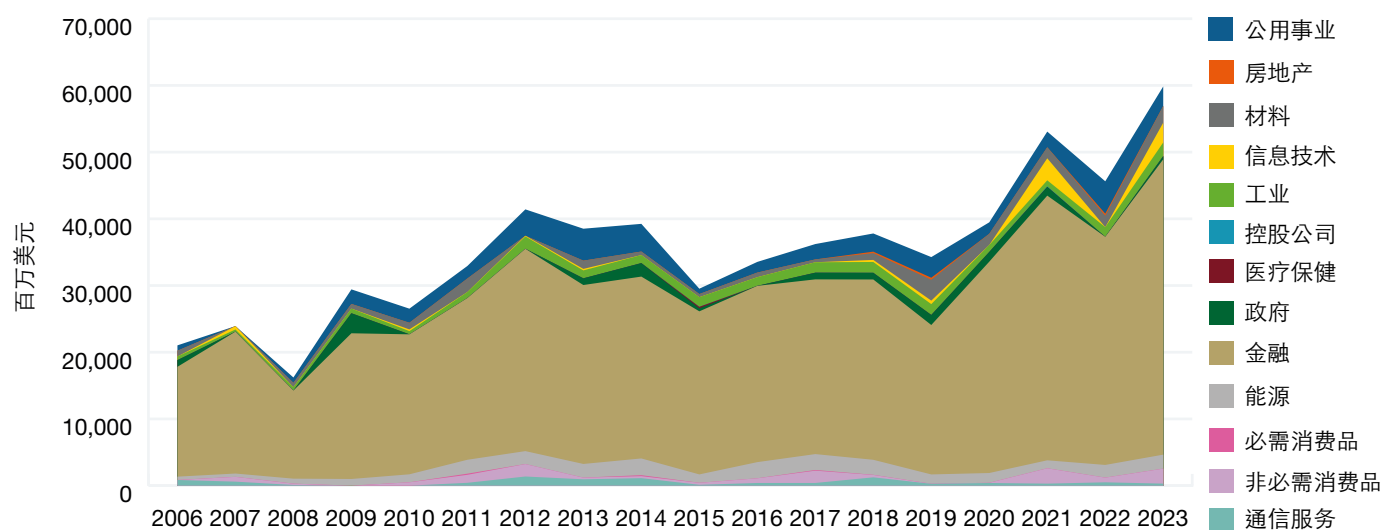
数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

南韩

南韩在国际市场上的发行主要由金融机构（主要是银行）和国有企业主导，与信贷风险相比，这些机构被认为具有良好的基本面和有吸引力的收益率。

与其他亚洲国家相比，南韩近年来的国际债券发行量展现出强大韧性，特别是投资者都在亚洲寻求投资多元化的机会。2022年底，在全球利率走高和融资需求旺盛的背景下，市政当局担保的资产抵押商业票据违对国内投资者信心带来负面影响，导致当地企业债券市场息差扩大。南韩发行人纷纷转投国际债券市场筹资。金融市场稳定措施出台后，金融市场状况明显出现起色。2023年，国际债券发行量同比增长31%，达到约600亿美元，其中金融机构的发行量占发行总量的约74%。借助日本基准利率低企的东风，南韩政府历来首次在日本发行日元债券，筹资规模达到4.75亿美元。

图12：南韩（发行人主要经营地点）国际债券发行 – 按行业分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

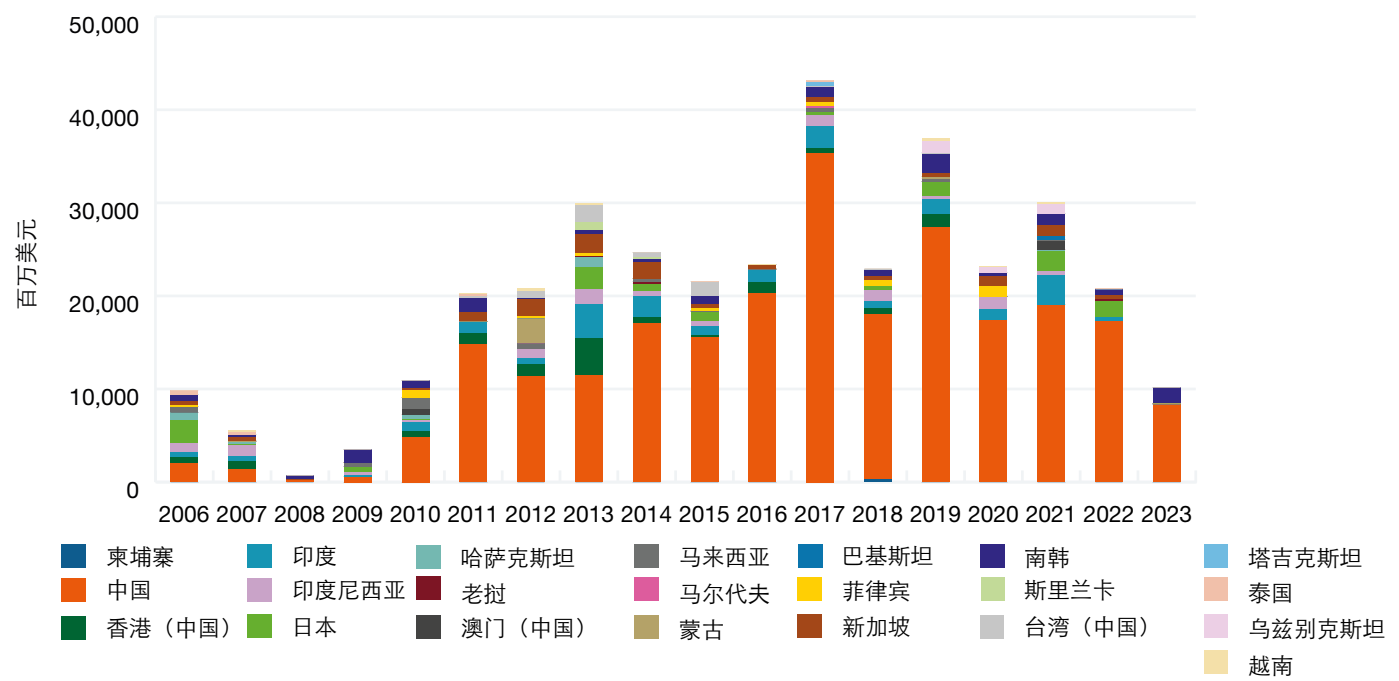
首次发行

亚洲国际债券市场的增长，部分得益于有新的发行人¹⁶进入市场。于2006年至2023年期间，亚洲首次国际债券的发行量占全年发行总额在1%至11%之间波动

按发行人主要经营地点划分，中国发行人一直是国际债券市场首次发行的主要来源，近年来一直占据首次发行的大部分（自2014年以来占发行量的64%至87%）。

¹⁶ 在本报告中，首次发行指的是一个集团下的首次国际债券发行。

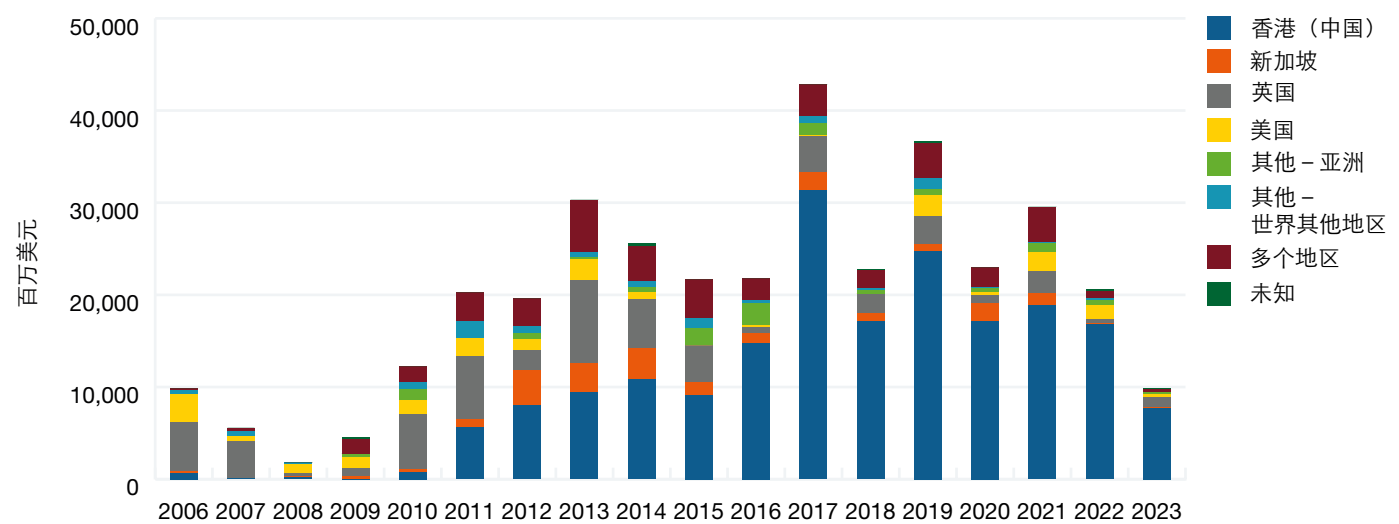
图13：亚洲的首次国际债券发行 – 按发行人主要经营地点分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

按发行量计算，超过 60% 的亚洲发行人首次国际债券发行都是在香港进行的，其中2022年和2023年的市场份额分别达到约82%和78%。

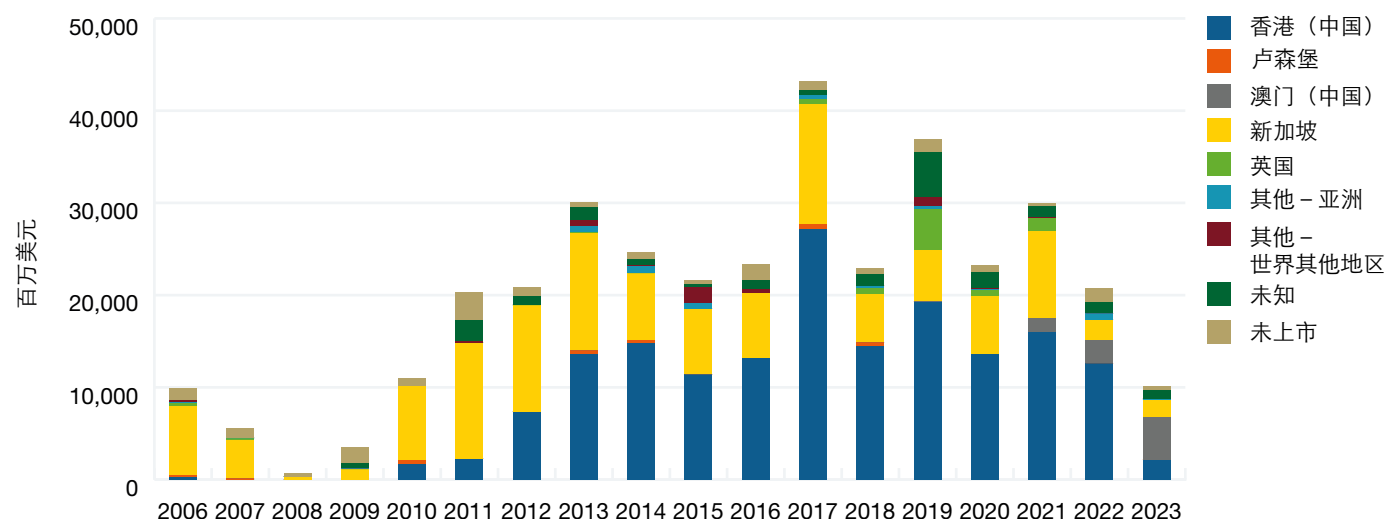
图14：亚洲（发行人主要经营地点）的首次国际债券发行 – 按主要安排地点分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

首次亚洲发行人一般倾向于将其发行的国际债券上市，以接触到广泛的潜在投资者群体，并在国际债券市场上留下正面印象。于2017年至2021年期间，按发行量计算，超过95%以上亚洲发行人首次发行的国际债券是有上市。于2013年至2022年期间，按发行量计算，香港为首选上市地点。澳门自成立中华（澳门）金融资产交易所（“MOX”）后建立起势头，按发行量计算，2023年过半数首次国际债券发行在当地上市，其中大部分是2023年上半年自贸区（“FTZ”）的债券上市项目。

图15：亚洲（发行人主要经营地点）的首次国际债券发行 – 按上市地点分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

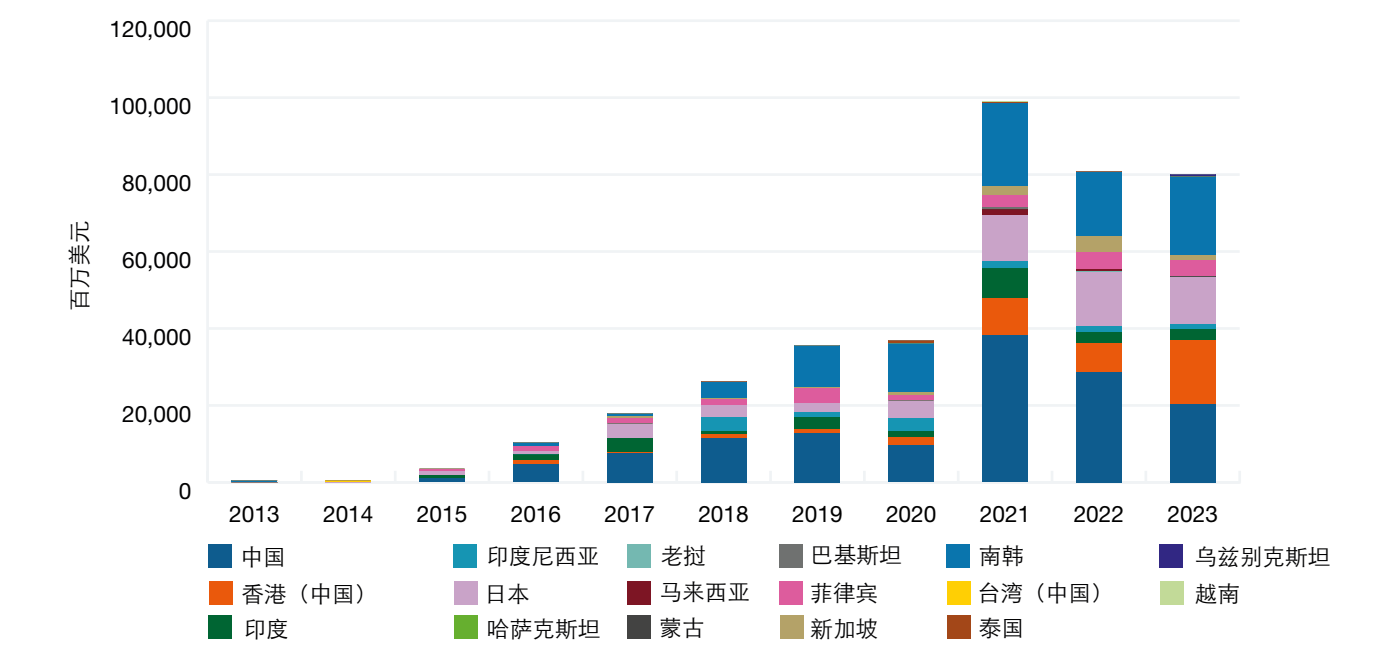
绿色债券、社会责任债券、可持续发展债券和可持续发展挂钩债券

绿色债券、社会责任债券、可持续发展债券和可持续发展挂钩债券（统称为“可持续债券”或“GSSS债券”）近年来迅速增长，成为了亚洲国际债券市场的一个重要组成部分。自《绿色债券原则》（“GBP”）于2014年出台以来，可持续债券的类型已从绿色债券扩展到社会责任债券、可持续发展债券和可持续发展挂钩债券（其募集所得款项用途并非债券分类的决定性因素，并可拟作一般用途）。

ICMA建立了适用于全球的可持续债券产品的自愿性最佳市场实践，并发布《绿色债券原则》、《社会责任债券原则》（“SBP”）、《可持续发展债券指引》（“SBG”）、《可持续发展挂钩债券原则》（“SLBP”）、《气候转型融资手册》和其它相关指引文件。这些原则是全球可持续债券发行的领先框架，也是国际上97%以上可持续债券发行所参考的标准。这些原则支撑着一个存量证券价值超过4万亿美元的市场，这是可用于可持续项目和转型融资的最大债务资本融资来源。全球国际可持续债券市场的发行量从2019年的不足2340亿美元增长到2021年的7800亿美元以上，其中2022年和2023年的发行量下降至6200亿美元左右。

亚洲发行人的可持续债券国际发行量在2021逼近1,000亿美元水平，随后在2022年和2023年分别回落至约800亿美元。自2015年以来，中国发行人在国际可持续发展债券发行占比上一直占据领导位置，2016年占比高见约47%，目前稳定在2023年的26%（近210亿美元），其他发行大国包括日本和南韩，2019年至2023年期间两国合计占年均发行量约40%，其中日本和南韩平均占比分别约为13%和26%。香港的2023年发行量同比翻倍至约160亿美元。

图16：亚洲国际可持续债券发行 – 按发行人主要经营地点分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

国际可持续发展债券在整体国际债券发行量的占比方面，亚洲发行人高于全球发行人，前者分别占2021年、2022年和2023年总发行量的约16%、22%和21%，后者分别占2021年、2022年和2023年总发行量的约13%、14%和12%。

按司法管辖区分析，可持续发展债券发行比例最高的是香港，其中过半数是可持续发展债券，其次是印度（50%）和老挝（43%），符合当地发行人在国际债券市场上更倾向于发行可持续发展债券而非传统债券的取向。受访者表示，在本地或国际发行债券的决定性因素仍然是融资成本、使用所得款项时的货币选择以及形象建立的考量。

表1：可持续发行占国际债券市场发行总量百分比排名前五的亚洲司法管辖区(%)

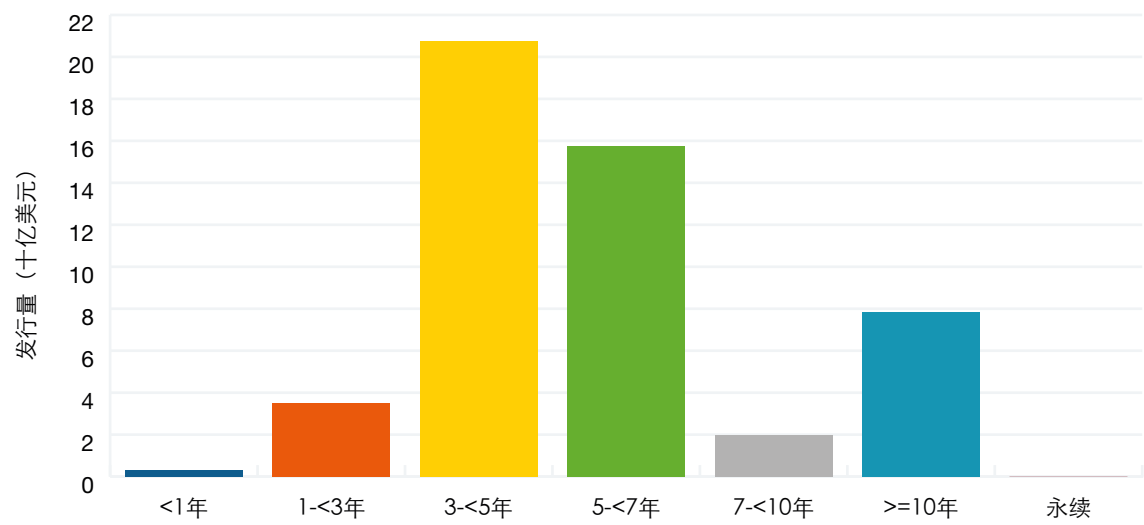
2023年			
亚洲			全球
排名前列的司法管辖区 (按降序排列)		可持续发行量占国际债券市场发行总量的百分比(%)	
1	香港	54	12
2	印度	50	
3	老挝	43	
4	南韩	34	
5	乌兹别克斯坦	31	

数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

我们利用Covalent Capital的数据，对传统的亚洲G3市场和整体亚洲G3可持续市场进行了比较分析。

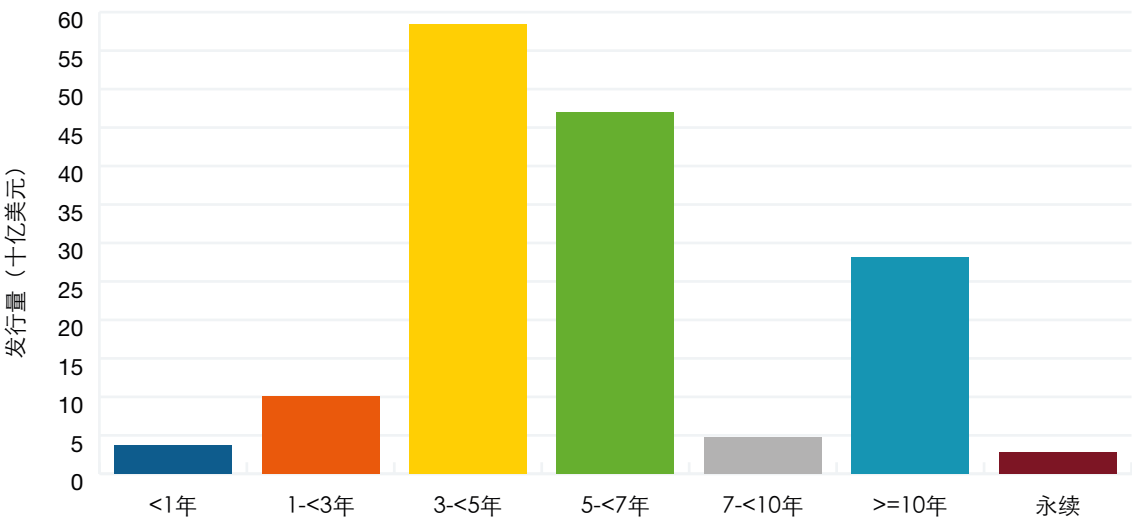
从期限概况来看，可持续债券与整体市场相似，发行期限高峯主要集中于3至7年之间，占2023年发行总量的约70%。

图17：亚洲G3可持续发行 – 期限概况



数据来源：Covalent Capital数据（存取月份2024年3月）

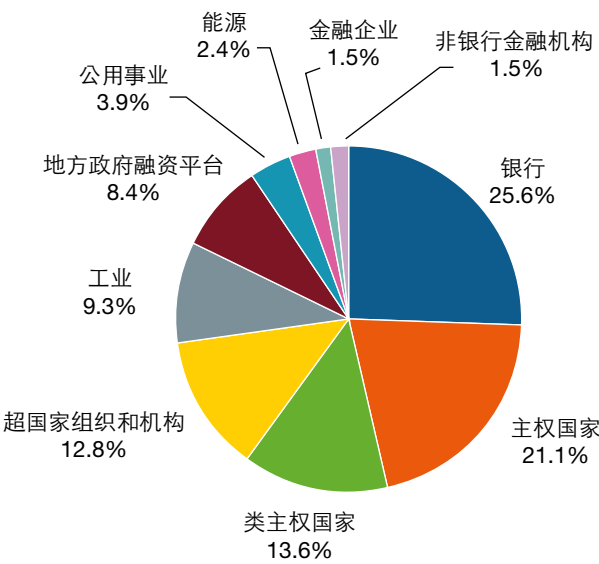
图18：亚洲G3发行 – 期限概况



数据来源：Covalent Capital数据（存取月份2024年3月）

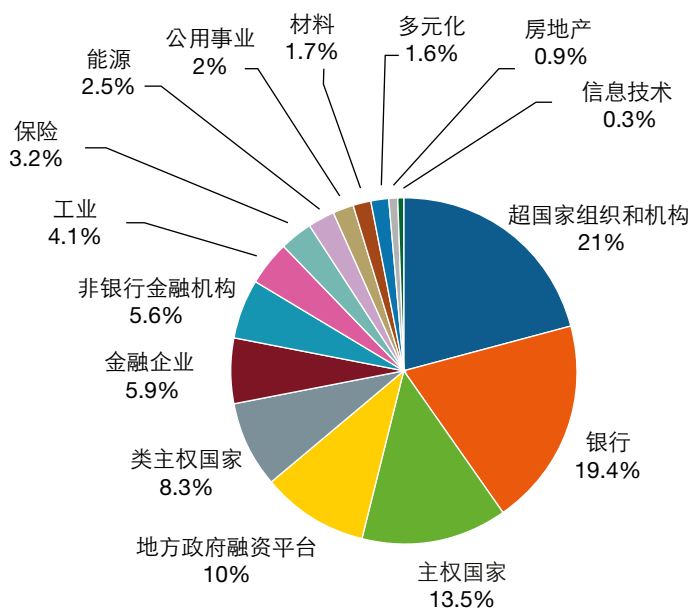
发行人类型方面，在可持续发展领域，超过四分之一的发行量来自银行（约26%），其次是主权发行人（约21%）。相比之下，超国家及机构和银行两者的发行量分别占2023年整体市场发行总量的约20%，且发行人类型渐趋多元化，涵盖材料、多元化业务、房地产、信息技术和医疗保健等行业。

图19：亚洲G3可持续发行的交易统计 – 行业概况



数据来源：Covalent Capital数据（存取月份2024年3月）

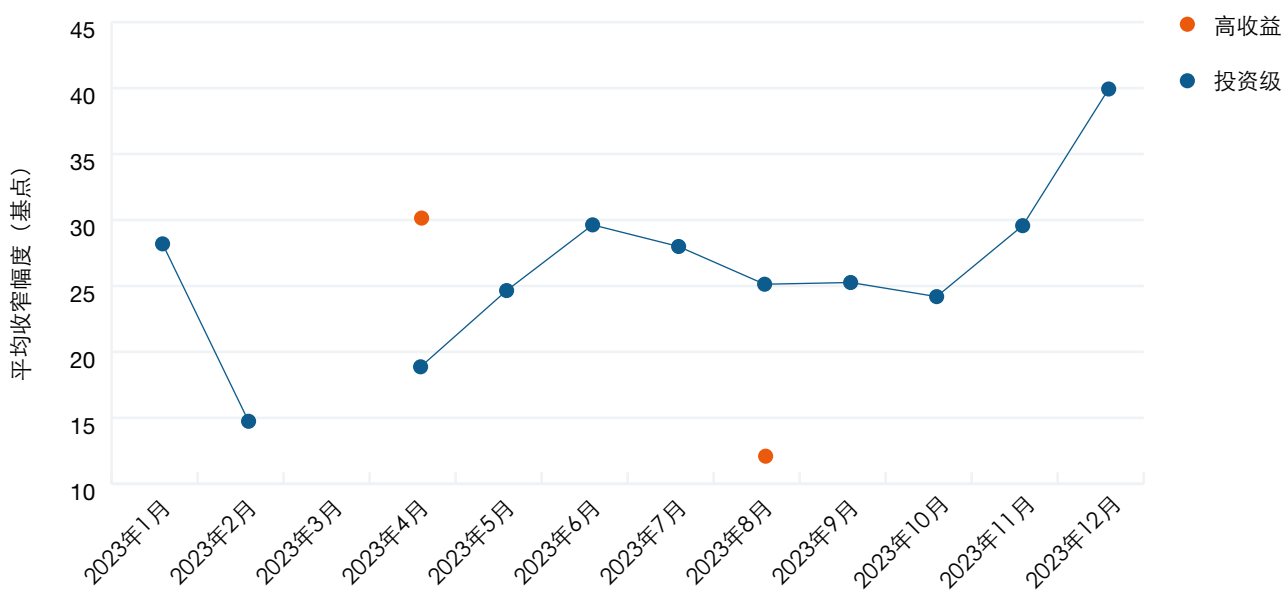
图20：亚洲G3发行的交易统计 – 行业概况



数据来源：Covalent Capital数据（存取月份2024年3月）

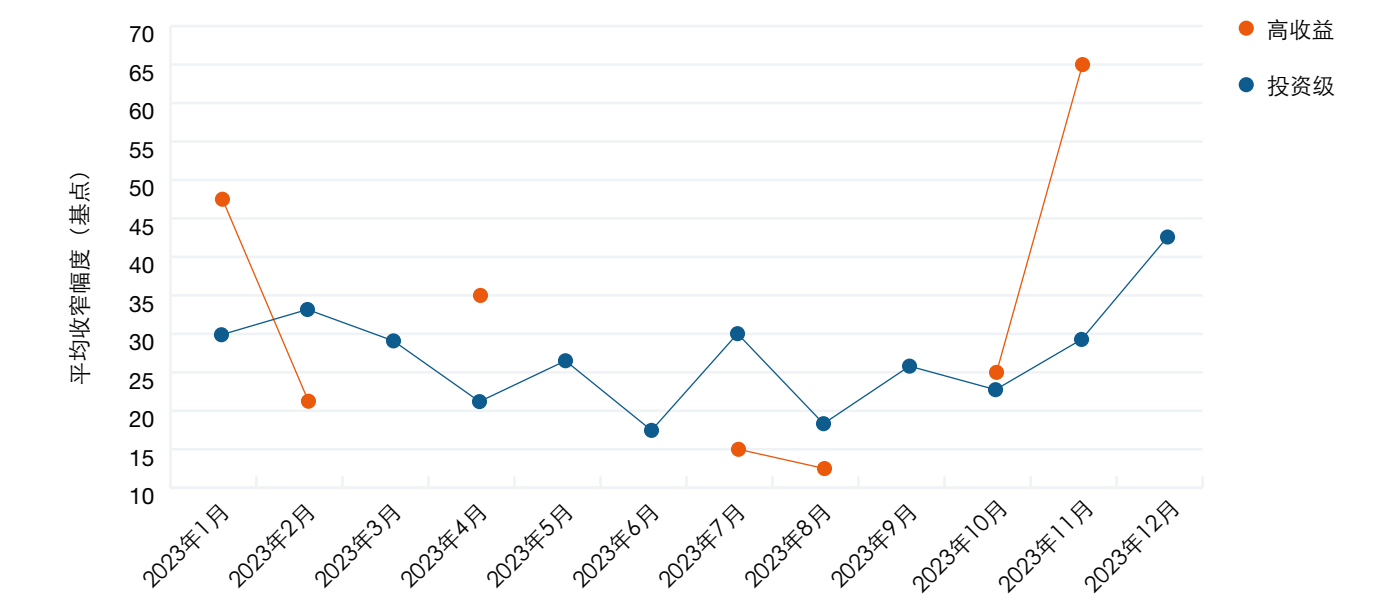
与整体市场相比，亚洲可持续发展G3一级市场发行的加权平均初始价格指引收窄幅度可享额外3个基点。然而，可持续市场在2023年的平均超额认购率(4.45)低于整体市场(4.74)。

图21：亚洲G3可持续发行 – 最终定价较初始价格指引的平均收窄幅度



数据来源：Covalent Capital数据（存取月份2024年3月）

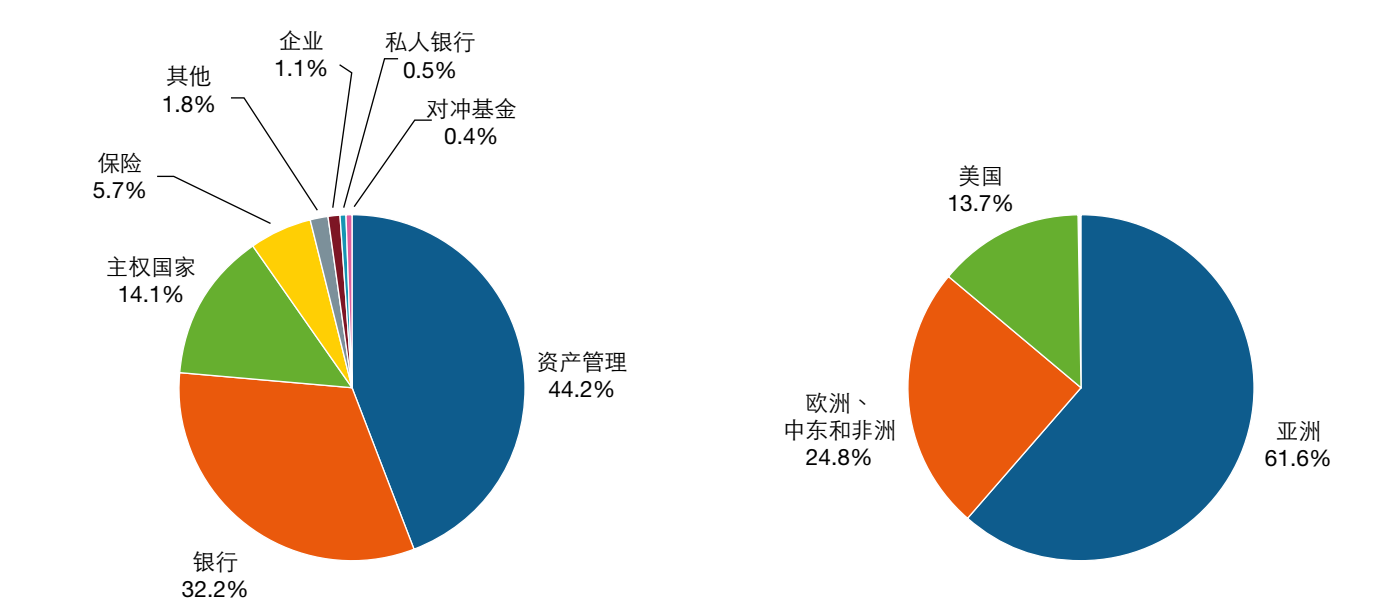
图22：亚洲G3发行 – 最终定价较初始价格指引的平均收窄幅度



数据来源：Covalent Capital数据（存取月份2024年3月）

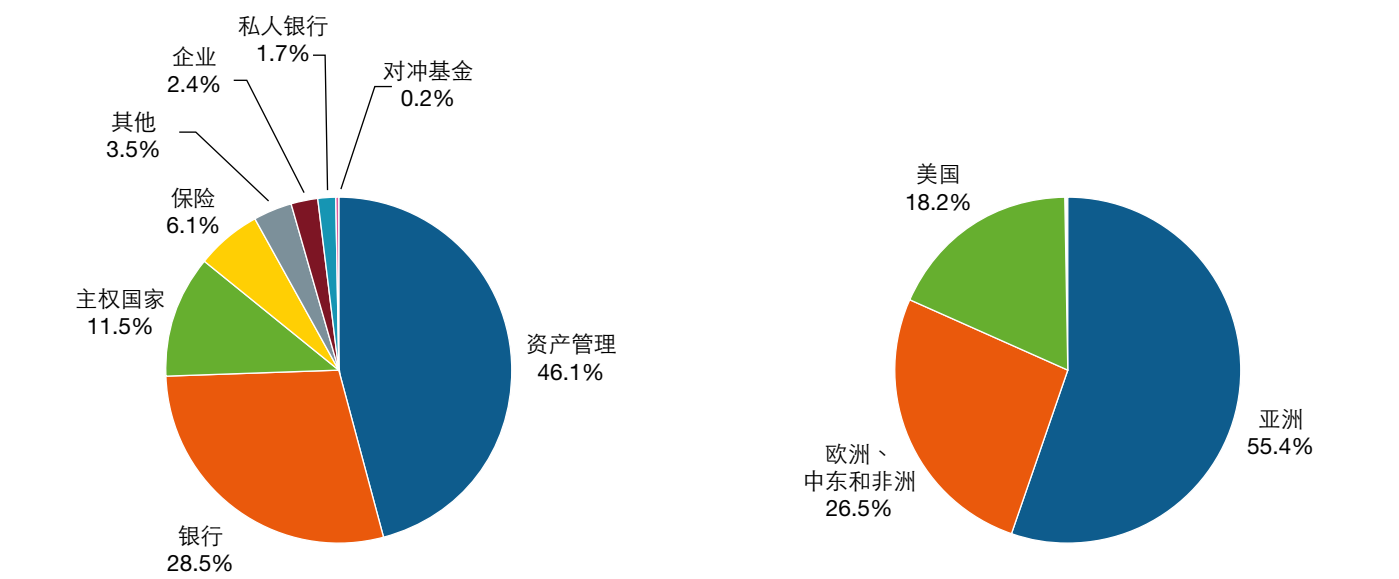
按投资者类型和地区分布分析，这两个市场的主要投资者是资产管理公司和银行。有趣的是，按发行量计算，亚洲投资者认购亚洲G3可持续发展债券的比例（约62%）高于认购整体亚洲G3债券的比例（约55%）。下一节将进一步分析整体亚洲G3债券市场的投资者类型及其地理分布。

图23：亚洲G3可持续债券发行的交易统计 – 投资者类型（左侧）和地理分布（右侧）



数据来源：Covalent Capital数据（存取月份2024年3月）

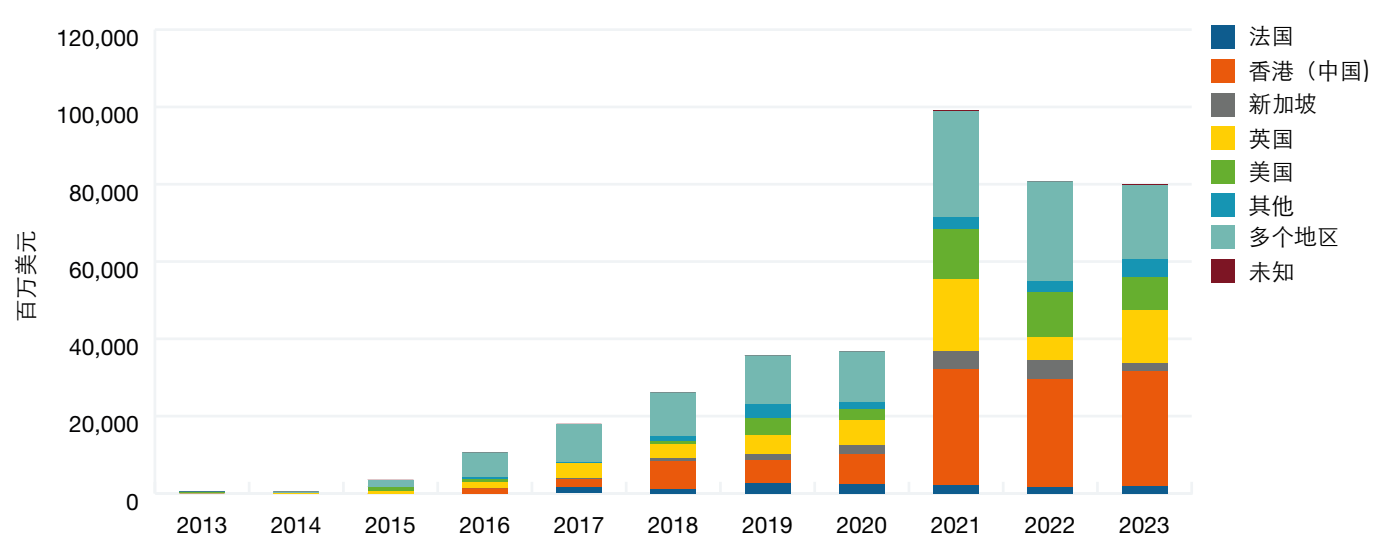
图24：亚洲G3债券发行的交易统计 – 投资者类型（左侧）和地理分布（右侧）



数据来源：Covalent Capital数据（存取月份2024年3月）

就亚洲国际可持续发展债券经手安排地点而言，在2021年至2023年期间，每年约有三分之一的债券经香港发行，而在2018年至2023年期间，平均三分之一的发行由多个国家共同参与安排，其余发行经英国、美国、新加坡等国家安排（图25）。

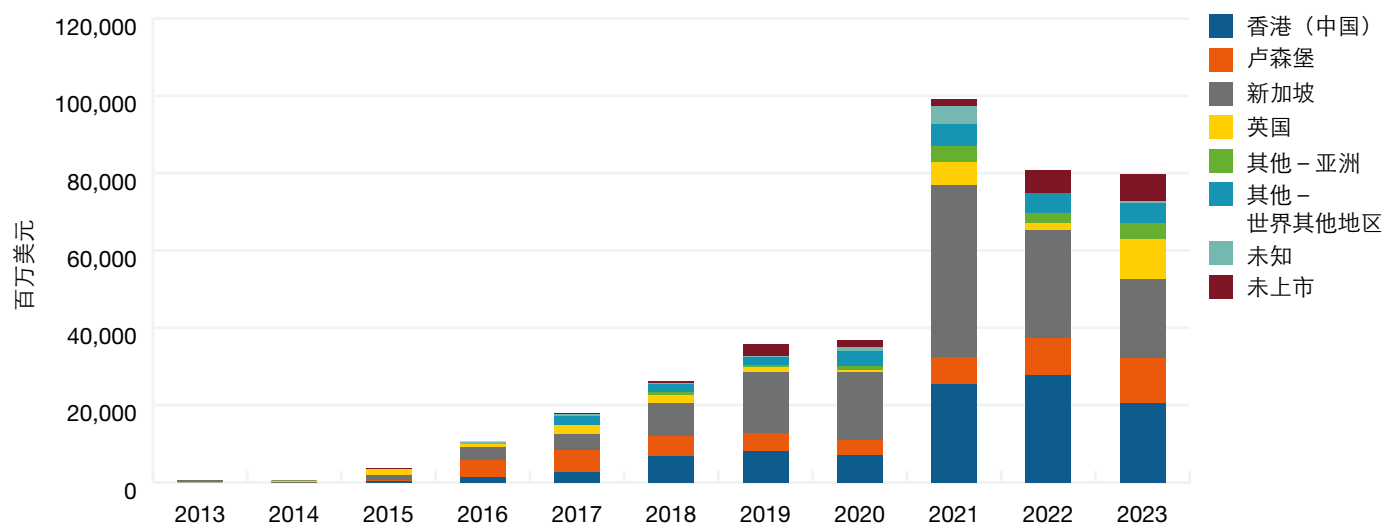
图25：亚洲（发行人主要经营地点）国际可持续债券发行 – 按主要安排地点分类



ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

与整体亚洲国际债券的模式相同，在2013年至2023年期间，95%以上的亚洲国际可持续债券均选择上市，其中卢森堡是2016年至2017年期间最热门的上市国家（平均占40%），随后被新加坡和香港从后赶上，2018年至2023年期间两地合计平均瓜分近70%的份额。

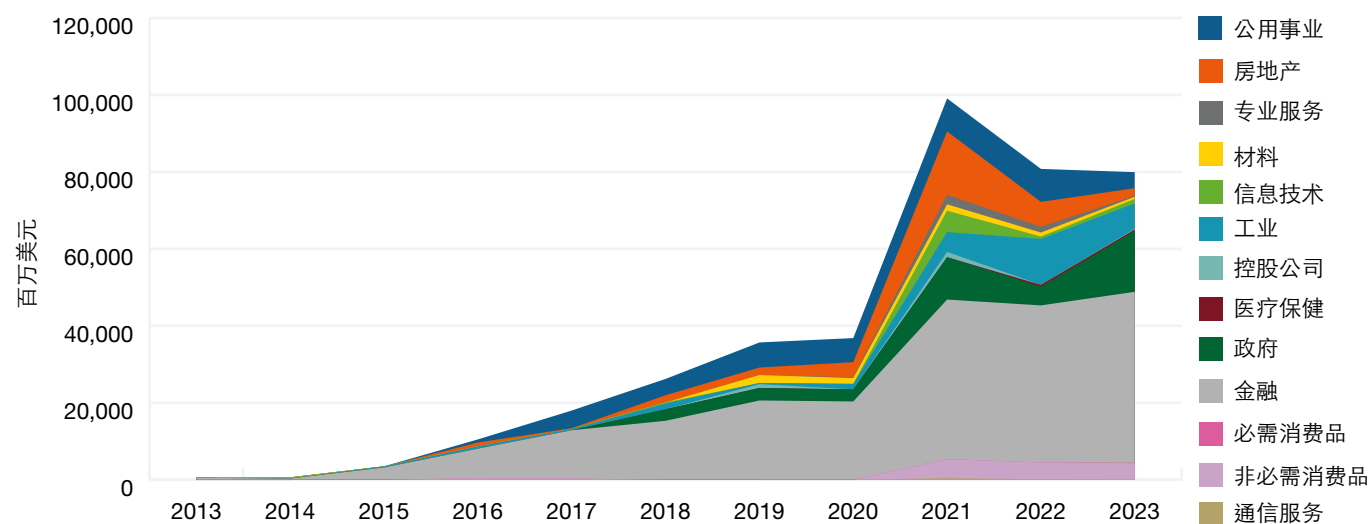
图26：亚洲（发行人主要经营地点）国际可持续债券发行 – 按上市地点分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

亚洲可持续发展债券的国际发行主体以金融机构占大多数，自2014年以来平均占发行总量的约60%。近年来，发行人类型渐趋多元化，其中政府、公用事业、工业公司和房地产开发商所占的份额不断增加（图27）。

图27：亚洲（发行人主要经营地点）国际可持续债券发行 – 按行业分类¹⁷



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

¹⁷ Dealogic与Covalent Capital对“行业”的定义不同，这可能会导致某些类别的一些重叠。

投资者与分销

亚洲国际债券市场一直存在“亚洲资金买入亚洲债券”的趋势。一种解释是，亚洲投资者（包括亚洲银行和基金公司的离岸分行和子公司）更熟悉亚洲债券和其信用状况。另一种解释是，在信贷评级相同的情况下，亚洲投资者对亚洲债券的风险接受程度更高。在同区物色投资对象的取向并非亚洲投资者所独有。

据受访者表示，投资者确实存有在同区物色投资对象的取向，这对投资者投资新债的地域偏好也产生实际影响（特别是公营部门投资政策下投资限制较有利于投资本地市场）。正如上一节利用Covalent Capital的数据所分析，亚洲G3首次发行过半数由亚洲投资者包办（约55%），而非亚洲投资者也开始增加，由2018年的约25%增加至2022年的45%（图24）¹⁸。

在ESG投资方面，受访投资者强调，如可持续发展债券能够提供接近于相同信贷评级的传统债务的风险调整回报率，他们更倾向于投资可持续发展债券。在发行人未来更偏好于发行可持续发展债券的憧憬下，随着时间的推移，日后市场上可望推出更多具有不同信用质量和年期的债券选择。

总体而言，受访者普遍认为，尽管亚洲G3国际债券买家仍以亚洲投资者为主，但投资者基础正在向多元化方向发展。受访者亦指出，在全球收益率趋升的情况下，亚洲投资者的目光开始转投其他地区的债券，以寻求较佳的风险调整回报。

币种与年期

币种分布方面，亚洲国际债券大多以G3货币计价发行。2023年，美元债券约占发行总量的70%，达到2,640亿美元（同比下跌约5%），其次分别是人民币和欧元，分别约为400亿美元（占约11%，同比增长约5%）和340亿美元（占约9%）。

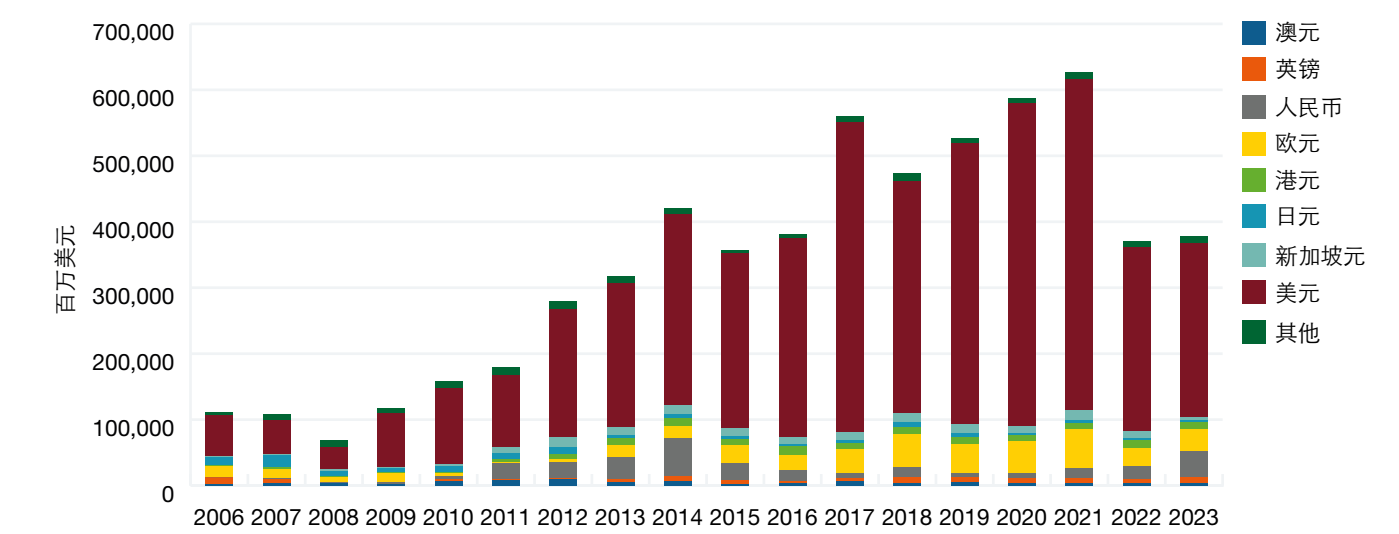
综观2023年中国离岸债券市场的表现¹⁹，美元债券发行量由2022年的约1,030亿美元大幅下降至2023年的620亿美元。受访者表示，这主要是由于包括全球收益率高企、离岸债券市场信用事件影响投资者信心，以及中国国家发展和改革委员会对中长期离岸债券发行进行改革在内的多重因素。尤其是在政府管控地方政府隐性债务的背景下，2023年中国地方投资开发公司（“LIDC”）的离岸美元债券发行量同比下跌约70%至约120亿美元。相比之下，中国房地产开发商在2023年的离岸美元债券发行量有所增加，新债发行总额达到约180亿美元，同比增长约16%，主要受房地产开发商的再融资活动和出现债务违约后的债务重组计划所推动。

2023年，相比美元债券发行量出现回落，离岸人民币债券发行量则大幅增长（创下约400亿美元的历史新高），其中自贸区债和点心债的发行量均大幅增加。点心债发行量由2022年的约90亿美元增加至2023年的约290亿美元。自贸区债的发行量则由2022年全年约50亿美元增至2023年上半年约123亿美元。受访者透露，一些在岸发行人更倾向于使用人民币进行在岸融资，以借助相对于以离岸人民币进行离岸融资的低成本优势，将所筹资金用于投资离岸的离岸人民币利率产品市场，为离岸人民币利率产品的需求提供支持。

¹⁸ 由于并无强制投资者披露地理位置的要求，而且承销团队对美国 and 欧洲投资者在亚洲开设的办事处亦无进行有关亚洲或国际的明确划分，因此难以清楚区分亚洲投资者和国际投资者。

¹⁹ 联合评级国际的报告（<https://lhratingsglobal.com/wp-content/uploads/bsk-pdf-manager/2024/02/China-Offshore-Bond-Market-2023-Review-and-2024-Outlook.pdf>）捕捉的一些关键市场动态。

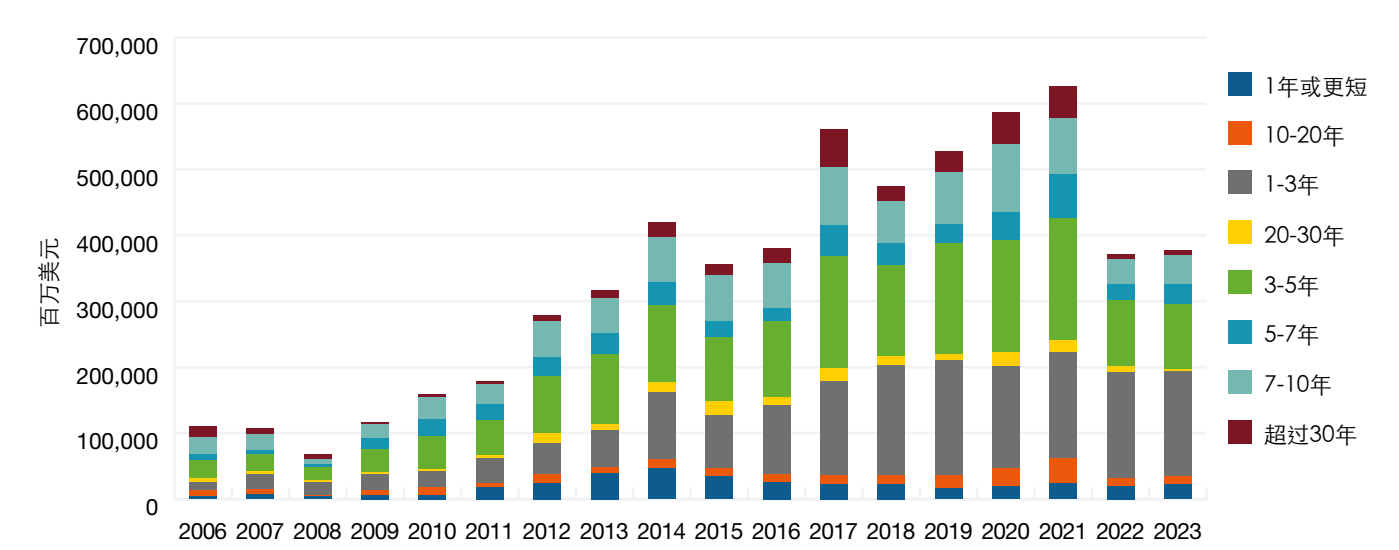
图28：亚洲（发行人主要经营地点）国际债券发行 – 按币种分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

从期限来看，亚洲发行人发行的国际债券中，1至3年期和3至5年期最为受欢迎，约占2023年总发行量的70%。

图29：亚洲（发行人主要经营地点）国际债券发行 – 按期限分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2024年1月）

数字化与科技

亚洲一级市场中有很多供应商提供技术解决方案。根据ICMA的一级市场金融科技统计目录²⁰估算，有超过40种技术解决方案可协助将全部或部分的债务证券发行过程自动化，其中有接近30种可供亚洲市场参与者使用²¹。ICMA 金融科技和数字化实践的一个关键目标是避免市场碎片化并促进创新，支持 ICMA 促进国际资本市场良好运作且富有韧性的使命。

为支持一级债券市场的直通式处理(STP)和互操作性，BDT提供了通常包含在条款清单中债券关键术语（如名义金额、货币、到期日、利息）、关键日期（如定价、结算）以及其他相关信息（如管辖法律、评级、销售限制）的标准化和机器可读语言。BDT已被一些债券发行所采用，包括香港特区政府最近于2024年2月的债券发行²²。ICMA还在2023年2月完成了回购和债券CDM项目的第二阶段。CDM 是 ICMA、ISDA、ISLA 和 FINOS（金融科技开源基金会）之间的跨行业倡议，作为一种贸易处理模式，使企业能够自动执行交易、清算、结算以及各种回，以及证券借贷和衍生品交易和特征的相关生命周期事件和流程。

过去十年，科技发展日新月异，对于如何改善和改革债务资本市场的新想法也层出不穷。市场参与者和监管机构在积极思考和探索创新技术的实际应用和潜在优势，包括分布式分类帐技术（“DLT”）、人工智能（“AI”）和算法交易，为更广泛的采用铺平道路。

根据彭博²³的数据估算，截至2023年，有超过30只未偿债券具有数字技术敞口（即在数字分类账、数字交易所及/或数字清算所发行），发行量自2021年以来有所增加。从地域细分来看，亚洲发行人所发行的债券占发行总量的近一半，其余部分来自欧洲和超国家组织的发行人。2023年，亚洲较瞩目的交易包括香港特区政府发行的全球首只代币化政府绿色债券（随后于2024年2月进行第二次代币化发行，为全球首批多币种数码债券），以及在香港经中银国际发行的首只代币化证券。有关其他发行的交易层面回顾，读者可参阅ICMA的《[债券市场新金融科技应用追踪](#)》，该汇编旨在对固定收入一级、二级、回购和抵押品市场中的部分实践案例进行简要概述。

考虑到使用DLT和区块链的发行活动日益频繁，为了提高这一新兴市场领域的透明度，ICMA的DLT债券法律小组分析了全球部分司法管辖区的DLT债务证券发行文件，探讨这些文件在风险因素和其他披露的范围和性质方面是否有任何共通之处。根据“[DLT债券中风险因素和披露的考量因素](#)”报告，主要分析结果显示，债券发行文件中普遍包含大量与投资者所面临风险有关的风险因素说明，其中涉及DLT的使用、DLT债务工具的法律和监管环境，以及此类债务工具流通性较低的特性。这些风险因素的数量和范围将在很大程度上取决于交易结构（特别是DLT基础设施类型）和其他考虑因素，以及报告中详述的其他考量因素。

市场利益相关者普遍欢迎在发行和交易过程中的技术创新。然而，他们对是否为提高效率而向更前沿的DLT项目投入重大投资持观望态度。他们也提到了关于在许可网络中实施金融举措的互操作性问题。金融科技应用要在债务资本市场（“DCM”）全面运作，受访者认为还需要不同要素的配合，其中包括：

- i) 开发可互操作或通用的市场基础设施；及
- ii) DCM市场参与者（包括承销商、投资者、经纪人/交易商、交易平台、中央证券存管机构、法律专业人士、受托人、上市机构和监管机构等）的广泛接受和参与。

20 最后更新：2023年9月5日。

21 包括提供全球市场覆盖的技术解决方案。

22 有关ICMA欢迎香港特区政府于2024年2月采用BDT以发行数码绿色债券的新闻稿，请参阅 <https://www.icmagroup.org/News/news-in-brief/icma-welcomes-the-hksar-government-digital-green-bonds-alignment-with-icmas-bond-data-taxonomy/>

23 调查结果基于彭博固定收益搜索功能“SRCH”，涵盖截至2024年3月21日的全球政府和公司债券领域。

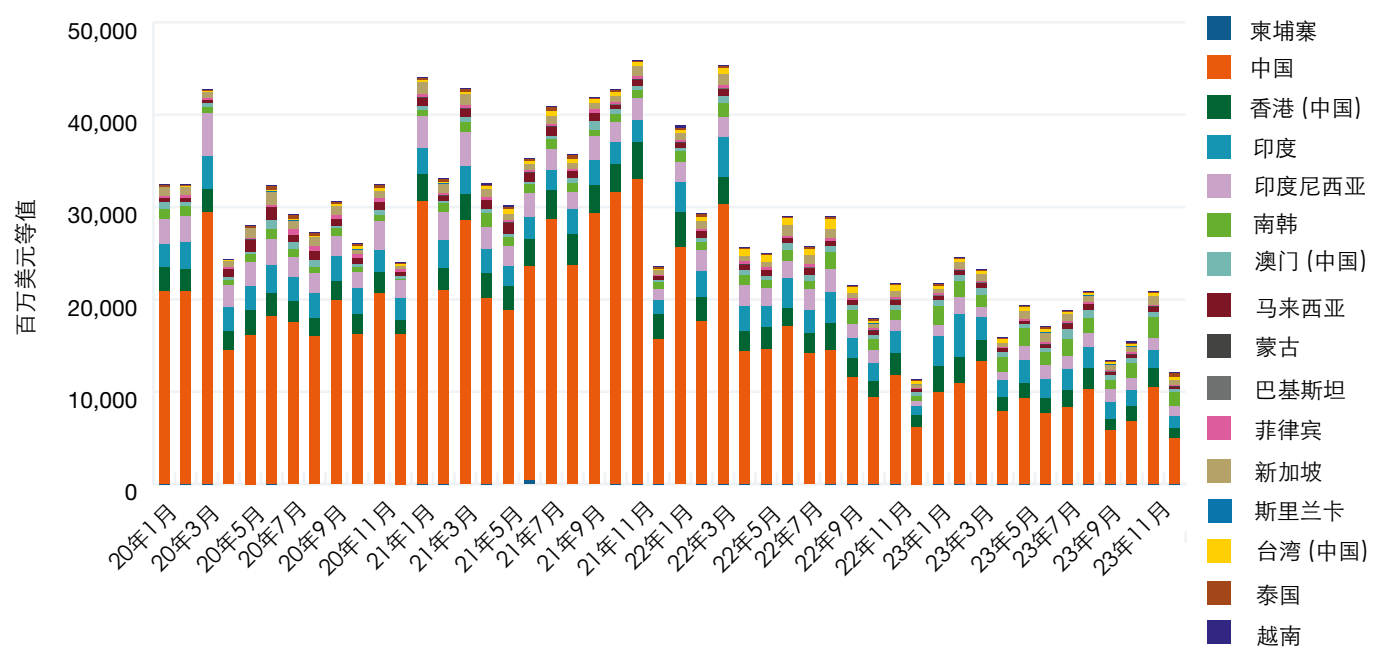
二级市场

市场情况

与一级市场一样，二级市场活动和交易量于2020年至2022年中稳步上扬，但其后开始出现跌势，其中以非金融发行人的收缩尤为明显。从数据所见，交易量和成交宗数均有所缩减（见图30、31、32及33）。这部分是由于市况不稳、收益率高企和信用息差扩大（见图34及35）所致。然而，归根究底，这还是由于一级债券发行与二级债券交投（见图36）存在显著相关性。公司债券一般以发行首天和其后数周（或在公司发生信用事件时）交投最为畅旺。市场供应萎缩则会提高投资者继续持货的意欲，不易转投其他新发行债券。

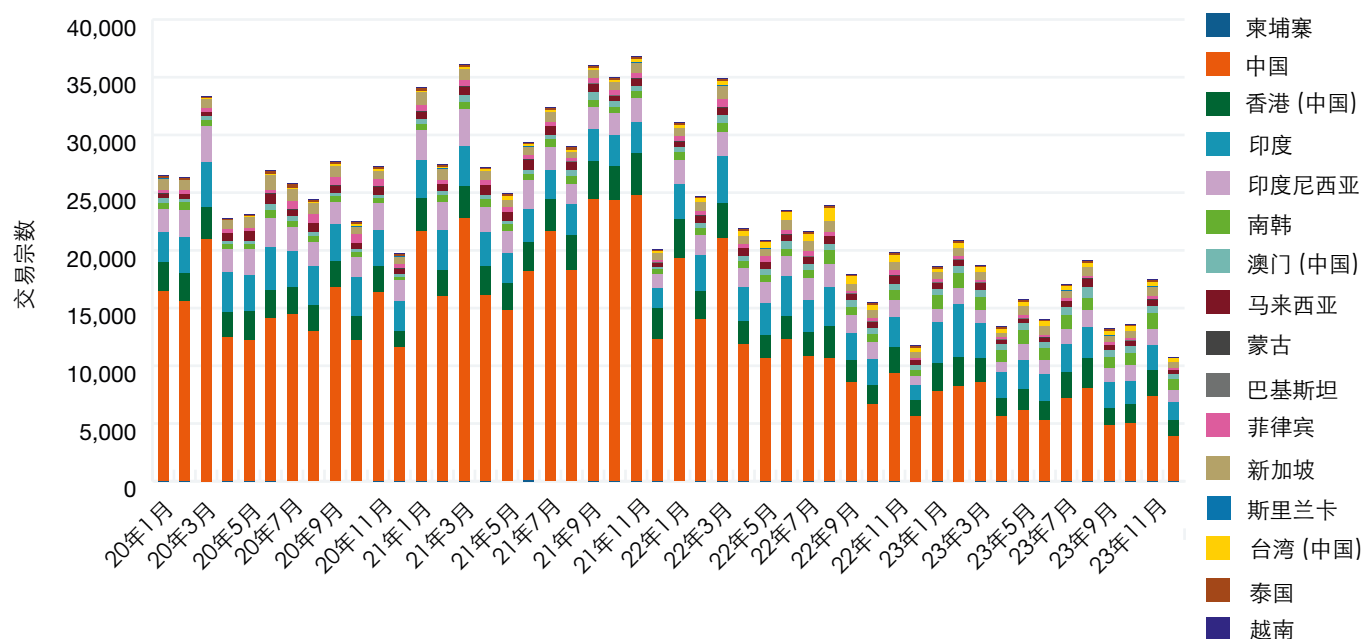
受访者认为，其他原因亦包括中资发行人的国际债券发行规模相对缩减，以及债市震荡蔓延至其他亚洲市场所致，而二级市场上带中国国家风险的债券交投显著减少（见图37）也是值得注意的。

图30：亚洲国际信用债（非金融企业）二级市场交易量 - 按最终国家风险分类



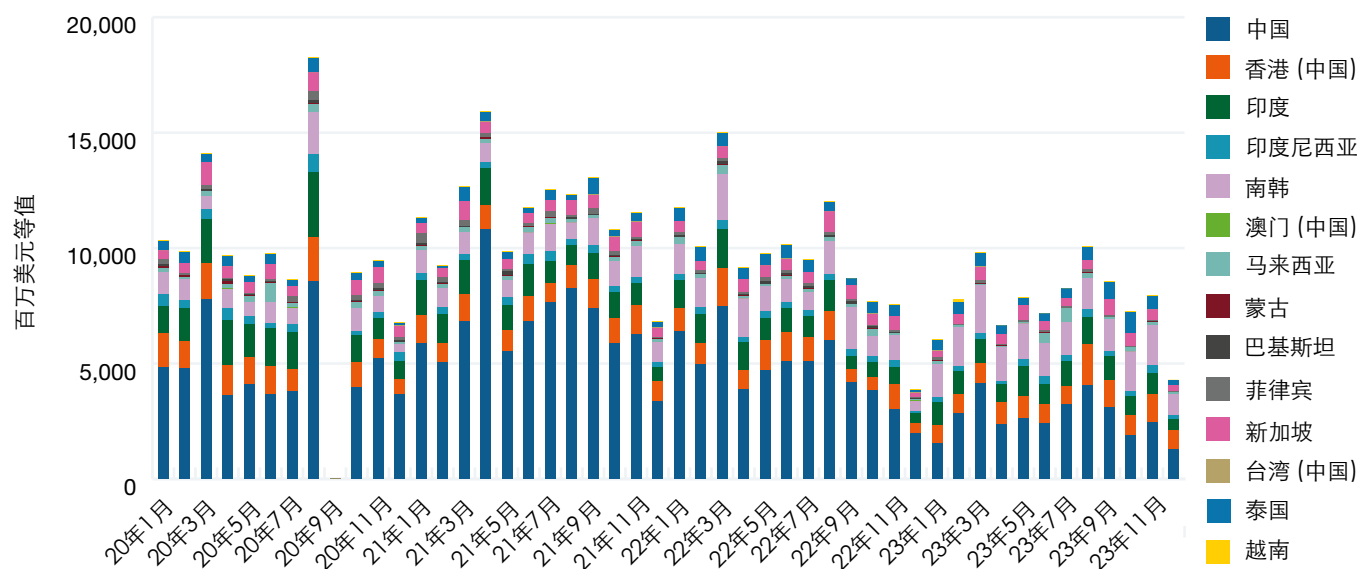
数据来源：ICMA使用MarketAxess的TraX数据进行的分析（2024年3月）

图31：亚洲国际信用债（非金融企业）二级市场交易宗数 - 按最终国家风险分类



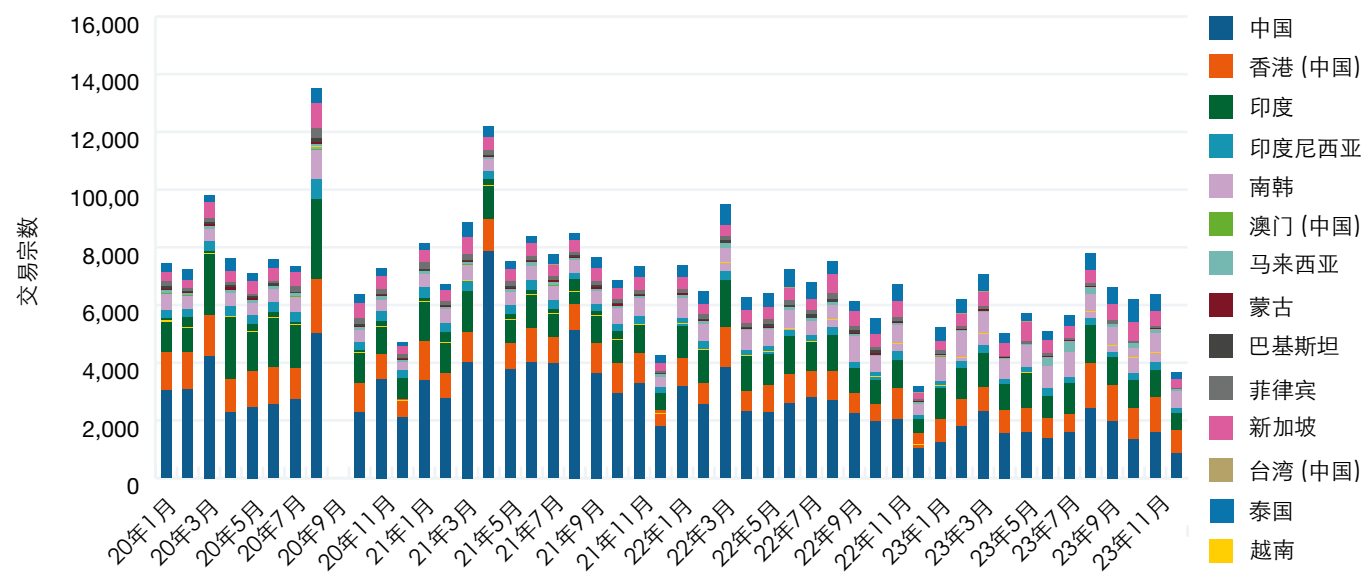
数据来源：ICMA使用MarketAxess的TraX数据进行的分析（2024年3月）

图32：亚洲国际信用债（金融机构）二级市场交易量 - 按最终国家风险分类



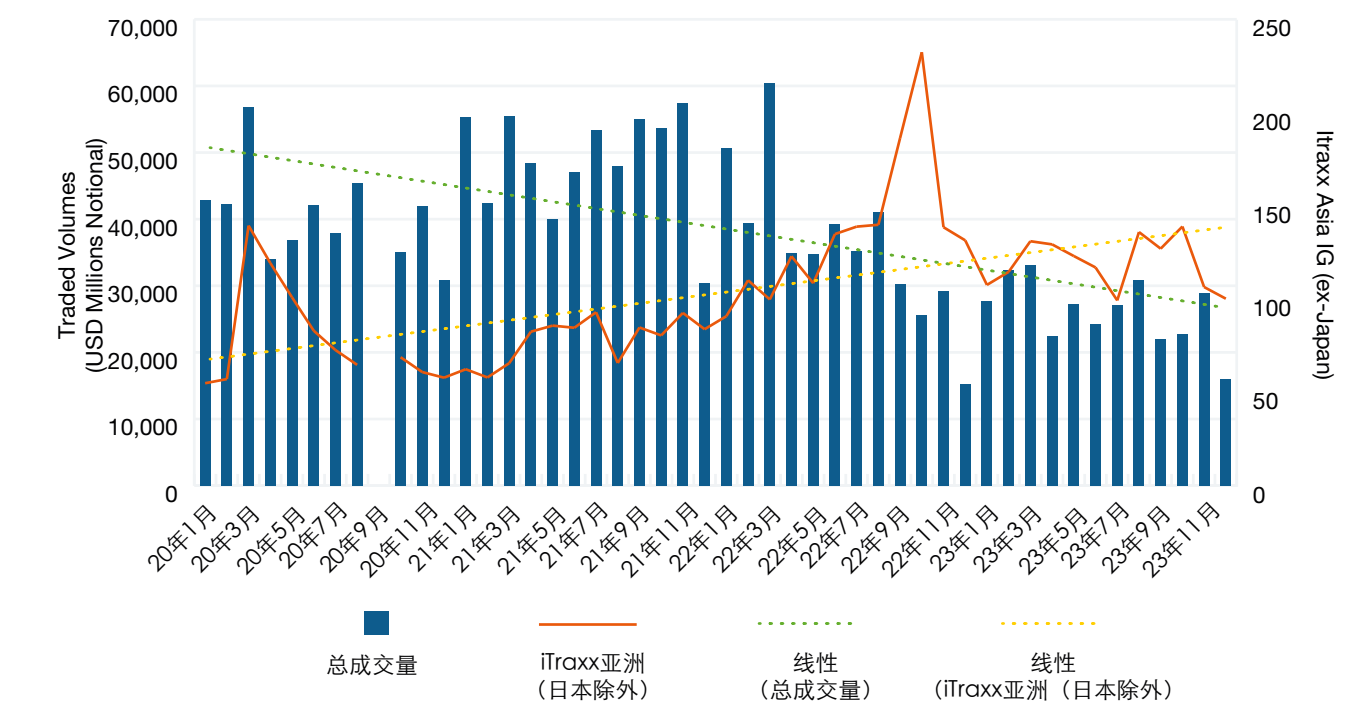
数据来源：ICMA使用MarketAxess的TraX数据进行的分析（2024年3月）

图33：亚洲国际信用债（金融机构）二级市场交易宗数 - 按最终国家风险分类



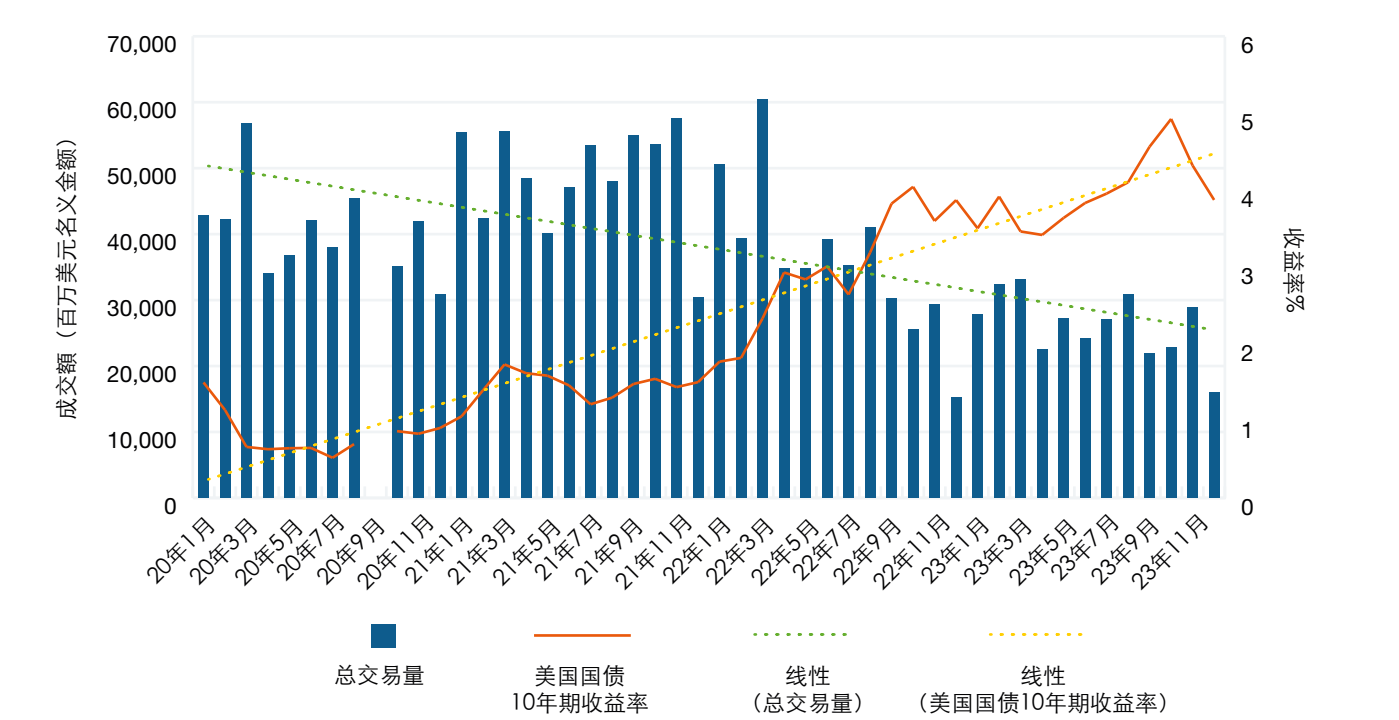
数据来源：ICMA使用MarketAxess的TraX数据进行的分析（2024年3月）

图34：交易量与信用息差相比



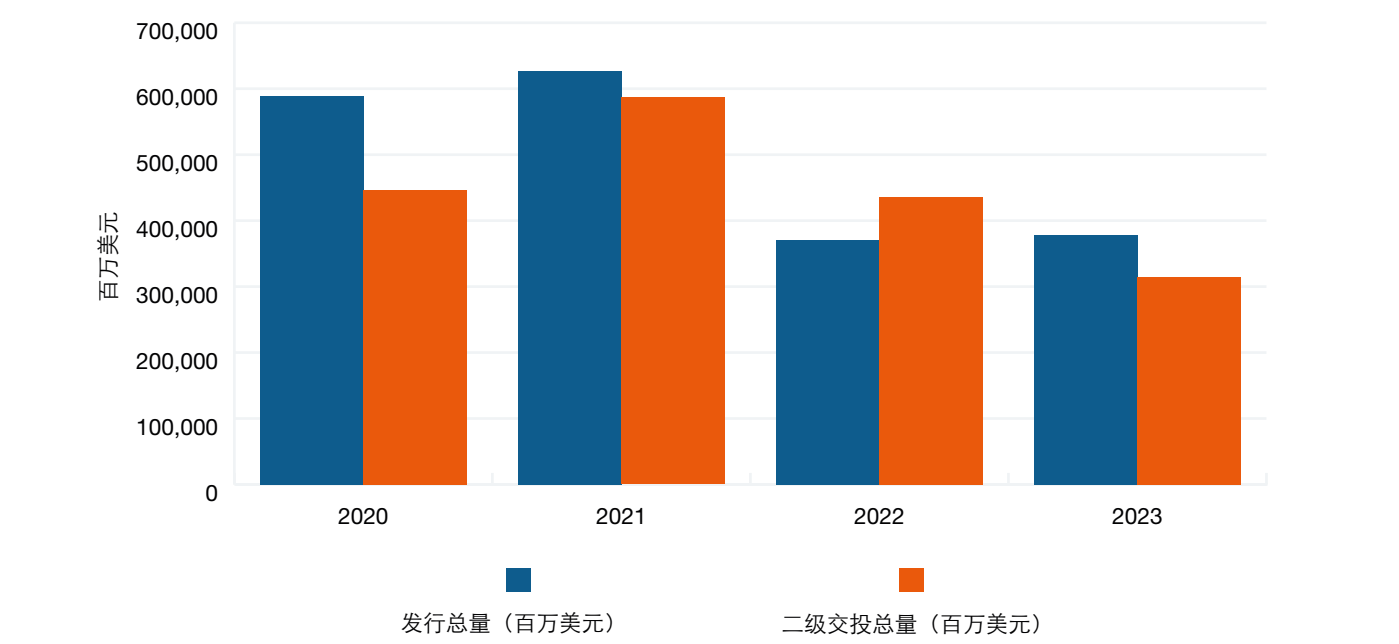
数据来源：ICMA使用MarketAxess的TraX数据以及彭博的标普全球数据进行的分析（2024年3月）

图35：交易量与美国国债收益率相比



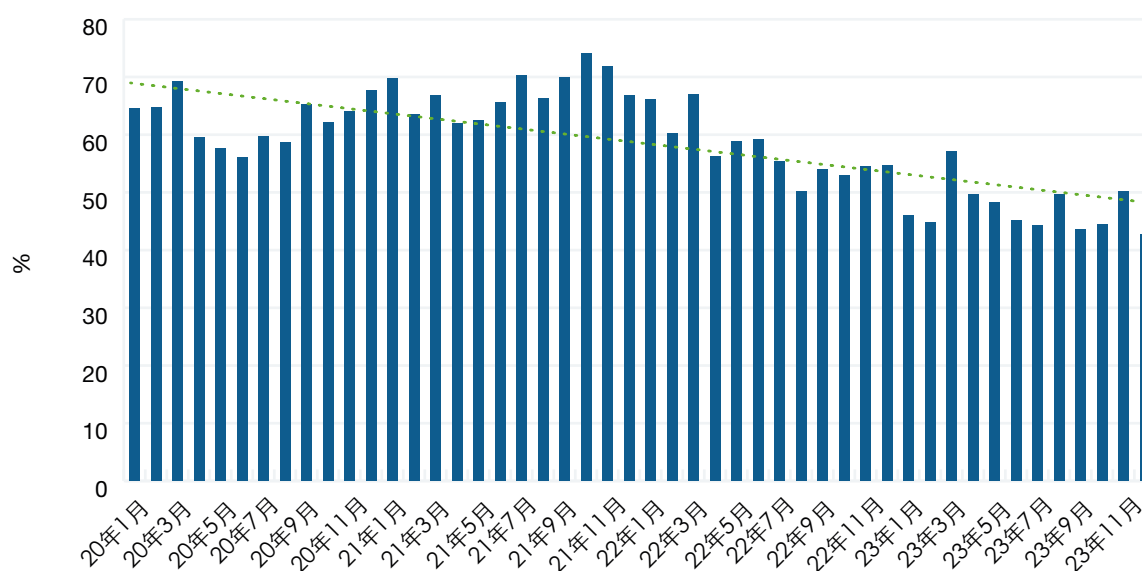
数据来源：ICMA使用MarketAxess的TraX数据以及彭博数据进行的分析（2024年3月）

图36：年发行总量和二级交易量



数据来源：ICMA使用Dealogic数据、MarketAxess的TraX数据和彭博数据进行的分析（2024年3月）

图37：中国实体发行量占二级市场成交量的比例



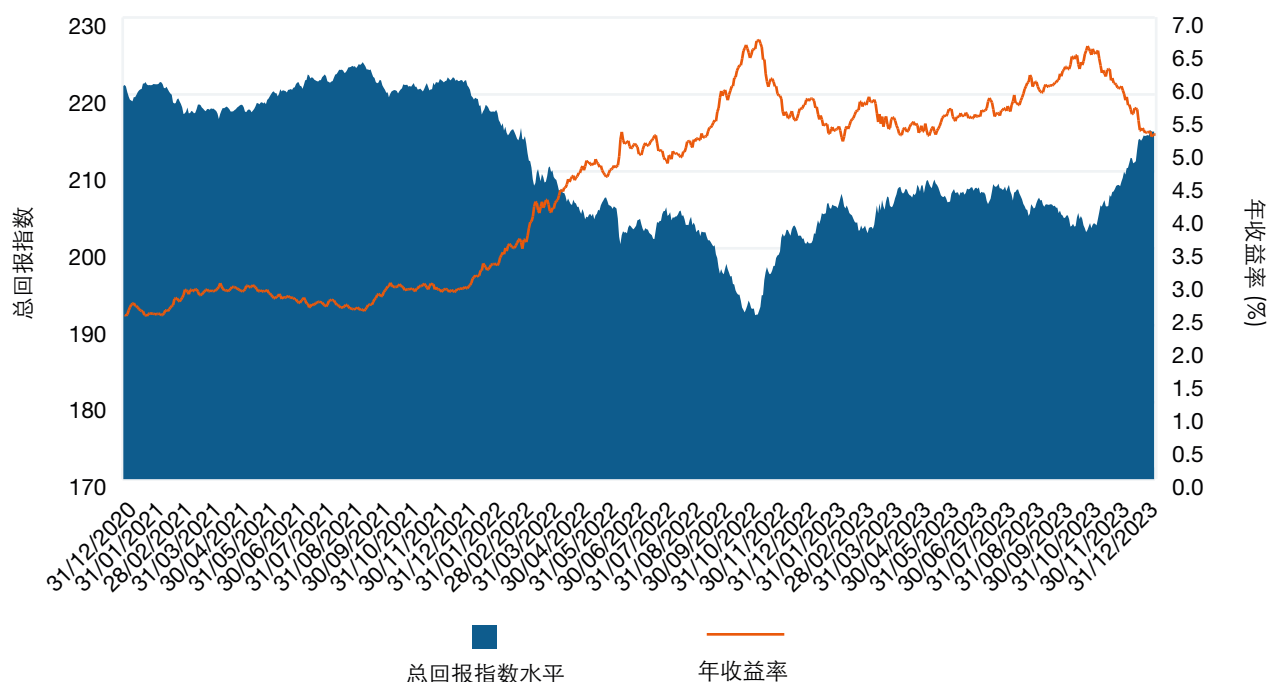
数据来源：ICMA使用MarketAxess的TraX数据进行的分析（2024年3月）

流动性的供求结构似乎亦难免受到中国房地产行业波动所影响。目前，大型国际银行仍然是各个行业和国家债券流动性的主要提供者，相关细分市场的做市服务则由较大规模的地区性银行提供。然而，为免承担风险，中国的银行和经纪自营商大多已不再沾手做市业务，改为扮演代理人角色，部分市场因此失去大量流动性和直接性。另一边厢，除了拥有新兴市场业务的投资者外，部分国际投资者因中国房地产市场所带来的创伤，或碍于市场波幅已大举撤出亚洲信用市场。

尽管如此，受访者指出，二级市场（尤以投资级债券为然）仍然相对较具流动性。虽然总体交易规模有所缩减（见电子交易一节），但单笔2,000万美元的订单也并不罕见，尤其是金融和流动性更高的行业（例如电信）。

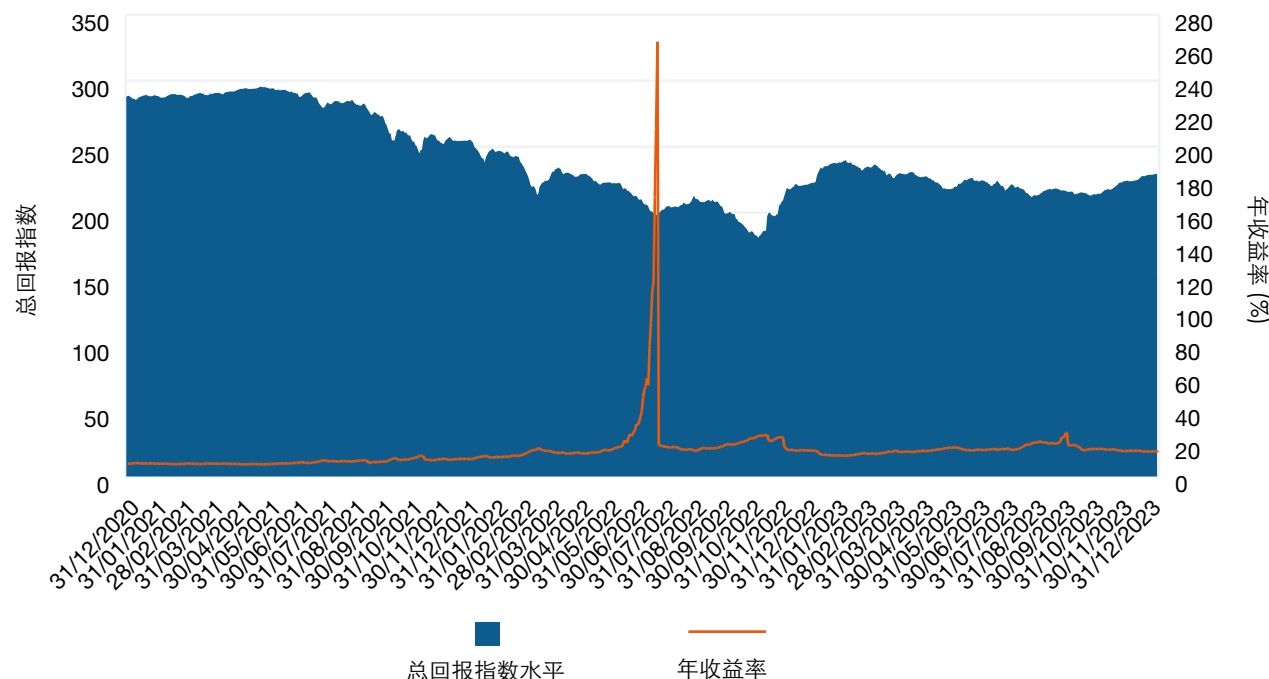
市场表现方面，在收益率高企和信用息差扩大的大环境下，2023年大体延续2022年的跌势。然而，踏入2023年第四季度，亚洲债市跟随美债和全球其他债市触底回升，其中尤以投资级债券的反弹幅度最大（见图38亚洲投资级债券iBoxx指数的表现）。然而，在中国房地产行业继续拖低大市的忧虑下，高收益债券表现继续落后于投资级债券（见图39）。

图38：Markit iBoxx亚洲（日本除外）投资级债券



标普道琼斯指数有限公司，資料（由2020年12月31日至2023年12月31日）。過往的投資業績並不保證將來的投資表現。圖表只供參考用途。

图39：Markit iBoxx亚洲（日本除外）高收益债券



标普道琼斯指数有限公司，資料（由2020年12月31日至2023年12月31日）。過往的投資業績並不保證將來的投資表現。圖表只供參考用途。

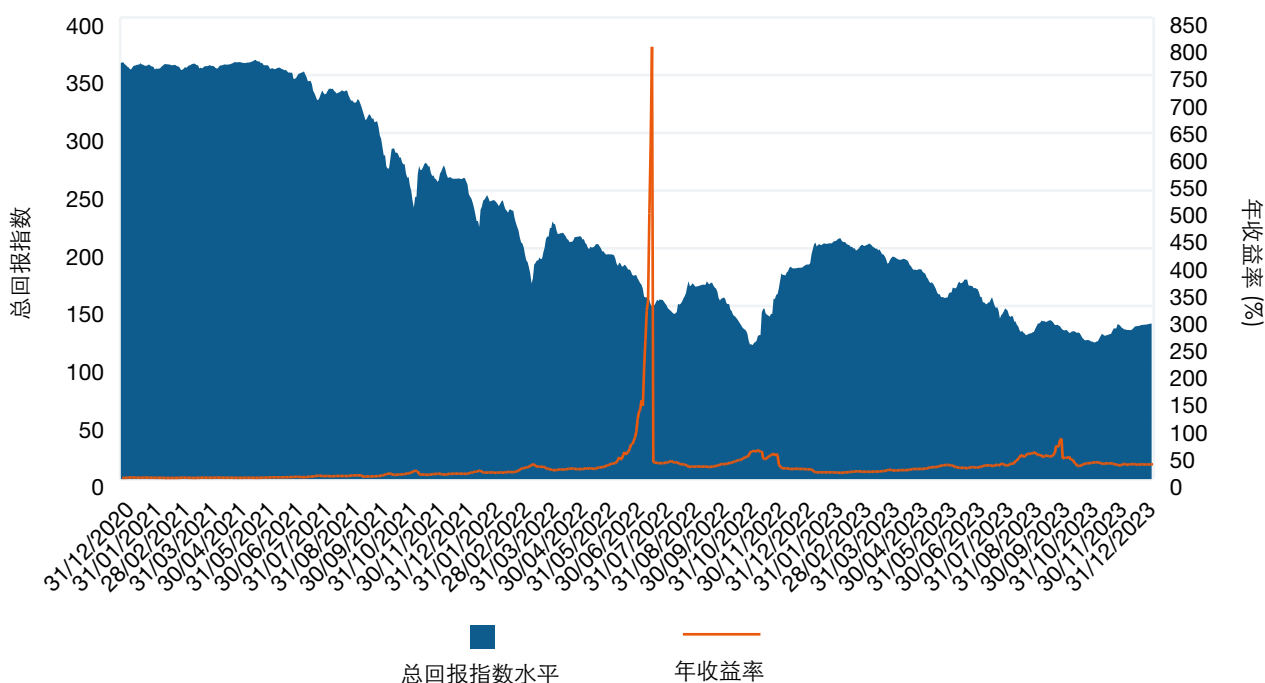
中国

中国离岸市场继续为整体亚洲国际市场定调，尽管其市场占比有所下降（见图37），但房地产行业困境令债市息差和流动性受压。中国房地产行业自2021年上半年爆发危机以来表现持续不振（见图40），幸在中国人民银行的支持下，在2023年收官之时似乎为市场带来喘息机会。

这也反映在中国境内债券市场的海外投资者交易额上，自2022年初开始成交逐渐减少，至2023年开始筑底（见图41和图42）。

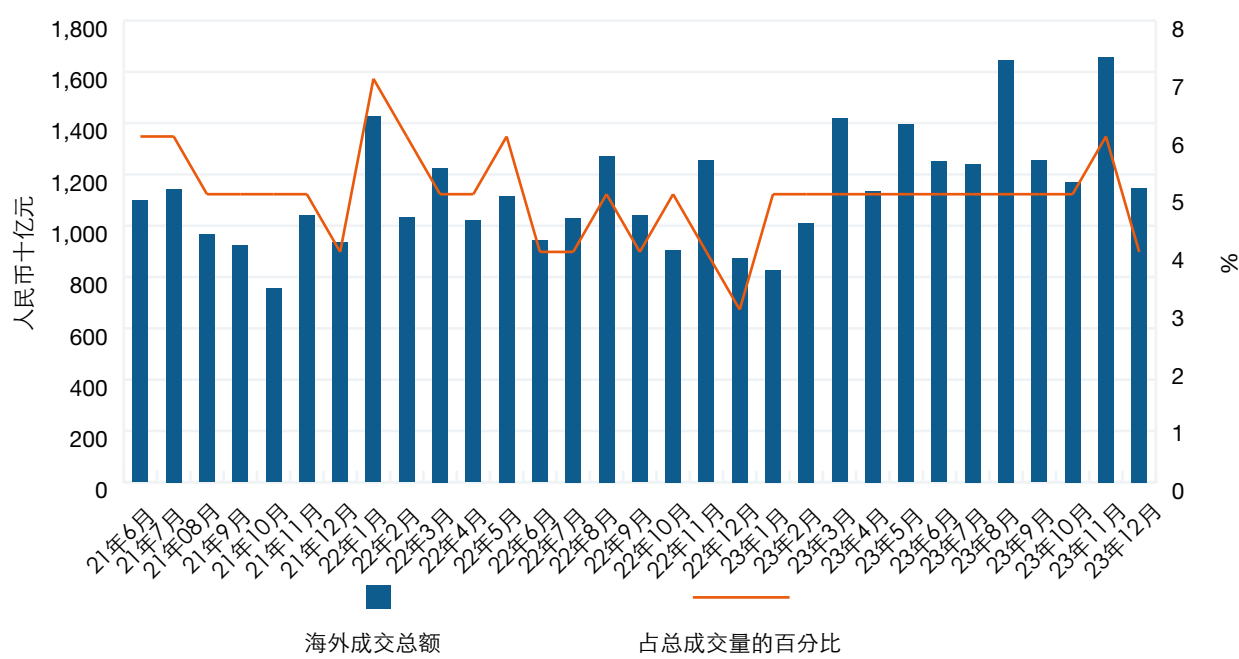
与此同时，2022年中，随着中美两国政府债券之间的收益率差距扩大（见图43），更多内地资金南下，趋势一直持续至2023年中，与中国人民银行要求当地银行减少通过债券通对外投资（相信是为应对人民币贬值压力）不无关系。

图40：Markit iBoxx美元亚洲中国房地产



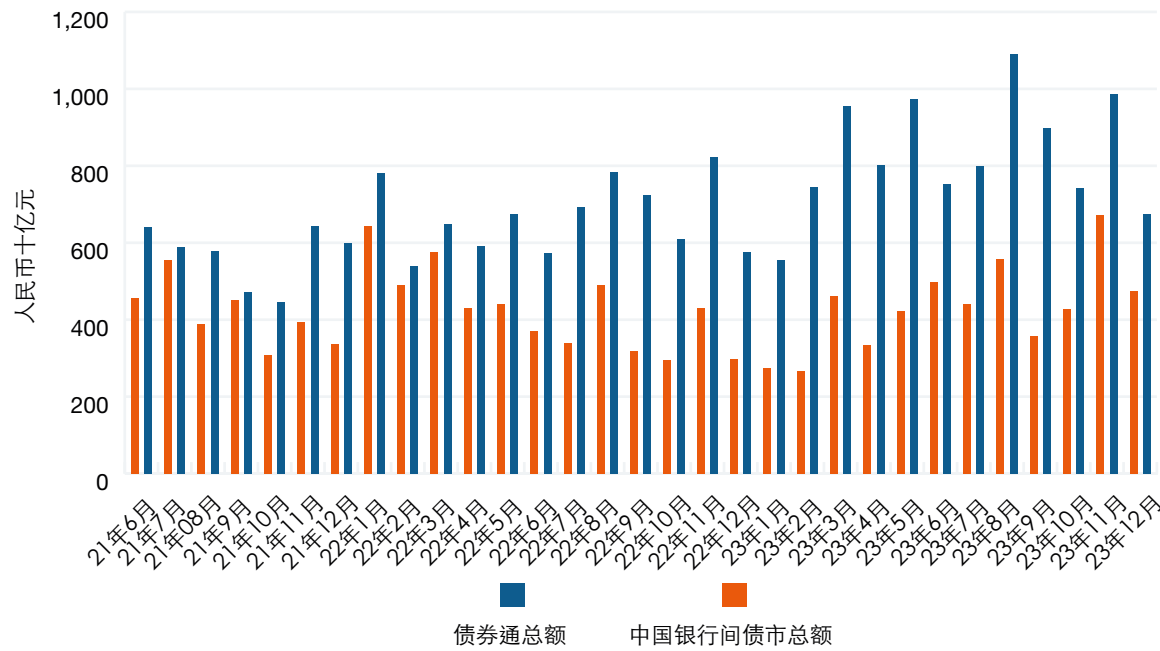
标普道琼斯指数有限公司，資料（由2020年12月31日至2023年12月31日）。過往的投資業績並不保證將來的投資表現。圖表只供參考用途。

图41：境外投资者在银行间债券市场 (CFETS) 的成交量



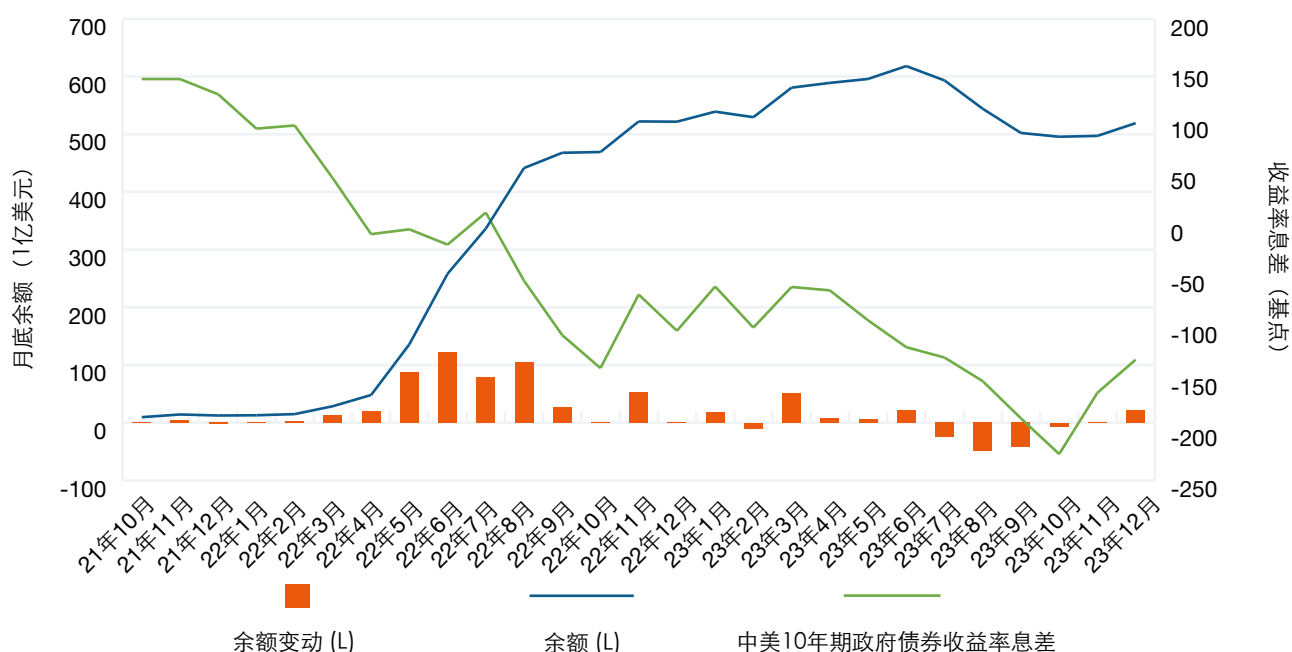
数据来源：彭博

图42：中国银行间债市和债券通 (CFETS)的成交额



数据来源：彭博

图43：债券通「南向通」月底估计余额与中美10年期政府债券收益率息差相比



数据来源：彭博

电子交易

受访者指出，市场持续推动交易从语音(或信息)的传统交易模式走向场内交易，情况以交易规模较小和流动性较高的信用产品以算法定价和对盘尤为明显。虽然目前难以准确估算电子交易的相对量，但受访者认为，电子交易现在是二级交易活动中一个且仍存在增长势头的部分。

RFQ，即主要依赖交易商提供流动性的传统模式（即交易商与客户之间的市场）的电子版）仍然是市场上最常用的电子交易工具，但受访者表示，其他工具也开始崛起，尤其是能够扩大客户与交易商和其他流动性提供者接触面的A2A。其他后起之秀还包括PT投资者可通过PT向交易商发送愿望清单，由交易商提供单独报价并作为整体执行交易。受访者解释指，在市况转趋波动时，这两个平台因能够提高执行效率而备受投资者青睐。虽然亚洲债券ETF市场目前仍处于起步阶段，但其发展也将为投资组合交易提供助力，提高基金创建和赎回流程运作的顺畅度。

投资者预料，随着市场工具选择增多，交易从场外走向场内的趋势将会持续，但做市商始终是二级市场流动性和风险转移功能的主要提供者，地位无法被这些市场工具取代。

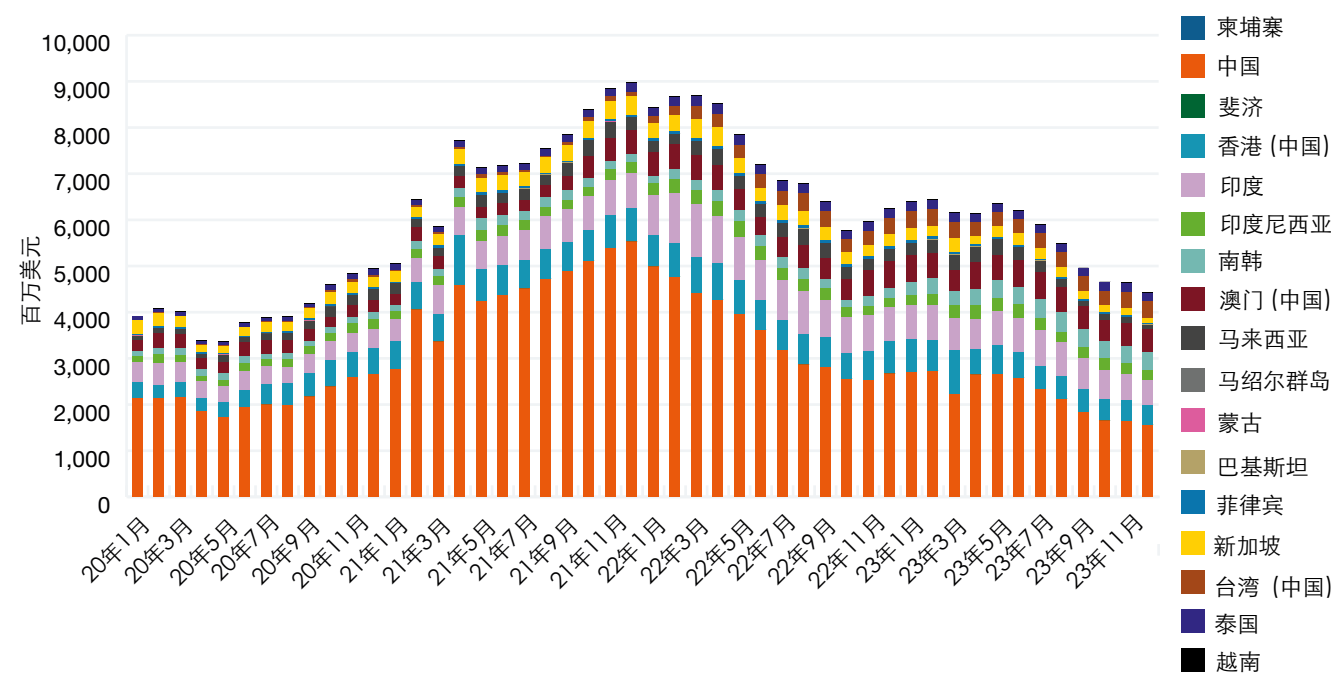
回购市场

受访者认为，随着亚洲国际债券回购市场流动性持续深化、贷款机构相继进场、交易商特定发行人盘源持续扩大，加上息口走高、息差和市场波幅扩大、短仓的平仓买盘增加，为贷款机构创造更多机会。事实上，有别于其他市场，亚洲对于结算试错容错空间相对较小，使回购价格有机会处于0%以下的异常高昂水平，尤其是当发行主体陷入债务危机。例如，据报某些中国房地产公司发行的债券2023年处于介乎-3%至-20%的买卖区间。

从贷款结余所见，尽管整体回购和贷款市场依然活跃，但其表现在2023年相关市场拖累下亦录得下降（见图46）²⁴。

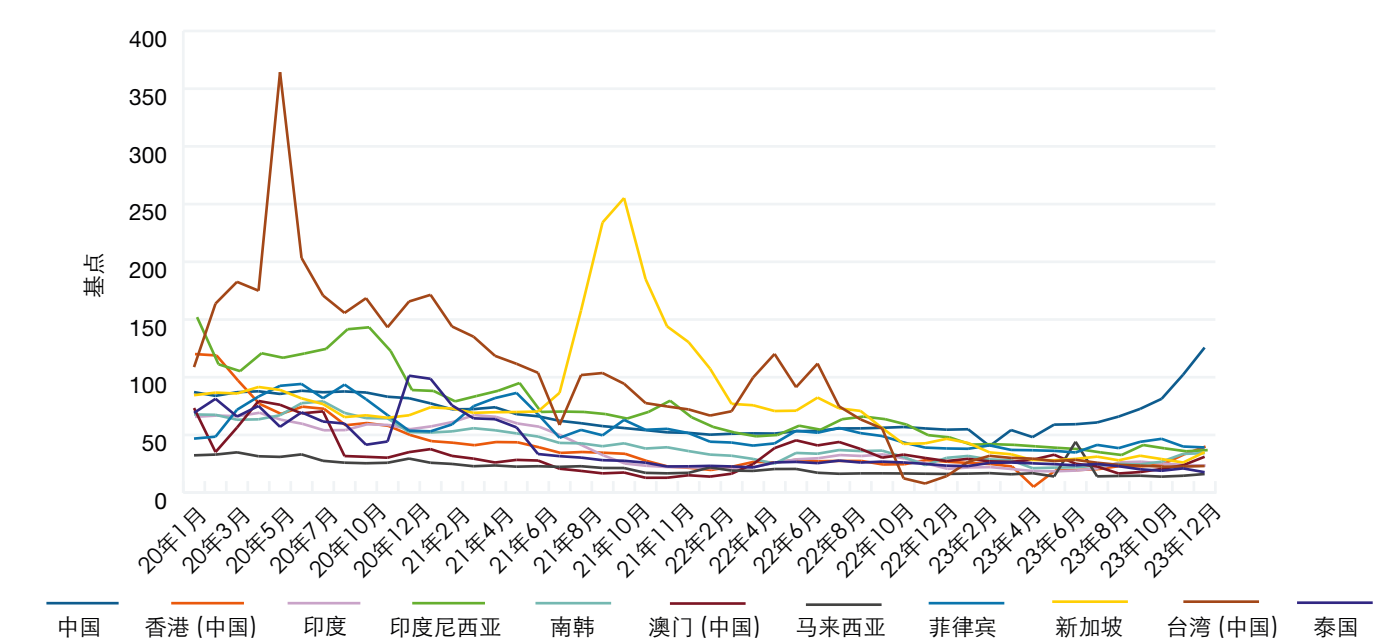
24 ICMA和ASIFMA试图根据2023年6月收集的快照数据，追踪2024年1月发布的《亚太回购调查》(Asia-Pacific Repo Survey)。

图44：亚洲国际信用债平均每月出借余额——按债券发行地分类



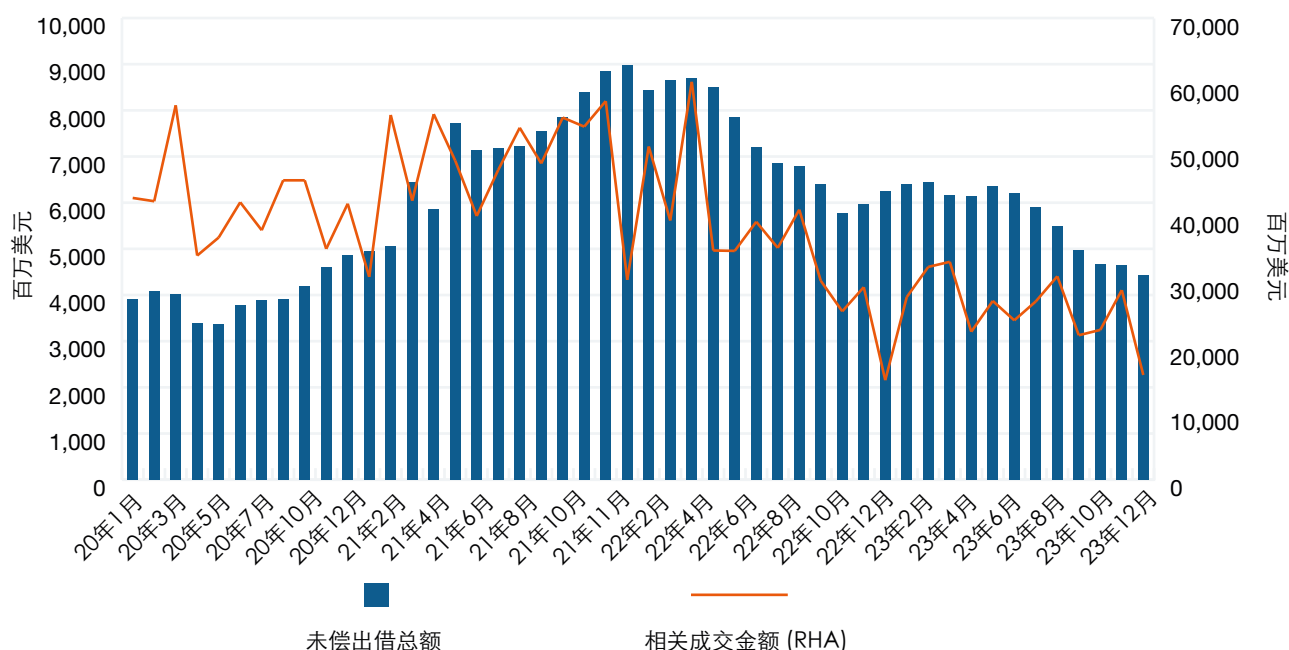
数据来源：DataLend（2024年2月）

图45：亚洲国际信用债平均每月出借费用——按债券发行地分类



数据来源：DataLend（2024年2月）

图46：每月出借金额和相关成交金额



数据来源：ICMA使用DataLend数据（2024年2月）和MarketAxess的TraX数据（2024年3月）进行的分析

信用违约掉期

信用违约掉期是债市结构中不可或缺的一部分，也是对冲和转移信用风险的有效工具。受访者对于缺乏成熟的单名 (Single name) 信用违约掉期市场表示惋惜，因目前市场上交投较为活跃的信用违约掉期产品和交易商屈指可数。指数市场则有一个较为活跃，且获交易商和投资者广泛参与。尽管深度和价格追踪方面无法媲美欧美同类指数市场，但受访者认为其流动性相对较高。

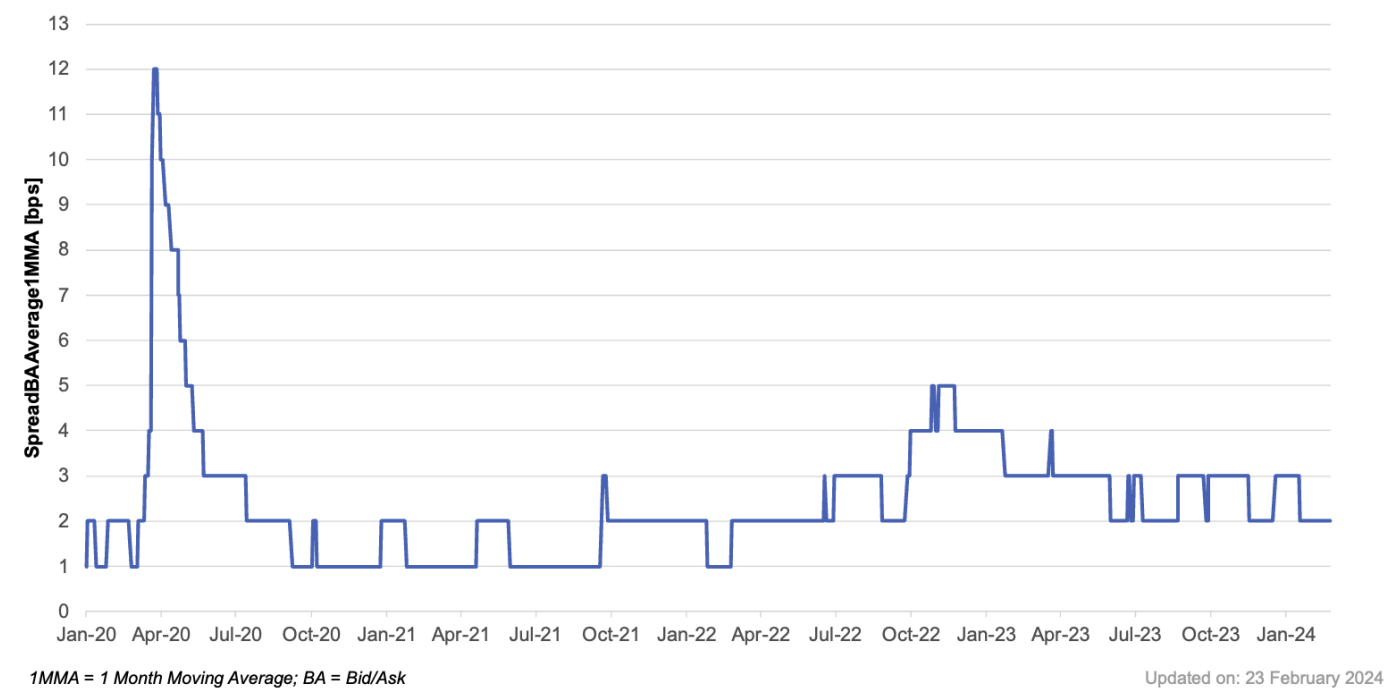
买卖价差和活跃交易商的数量是用以衡量信用违约掉期流动性的两大指标。经历2022年底的市场震荡，指数的流动性减少，2023年情况相对好转，新券合约买卖价差介于2至3个基点，活跃交易商数量为6至7个（报告期内显著减少）（见图47、48和49）。

图47：iTraxx亚洲（日本除外）投资级债券指数：最新发行的5年期



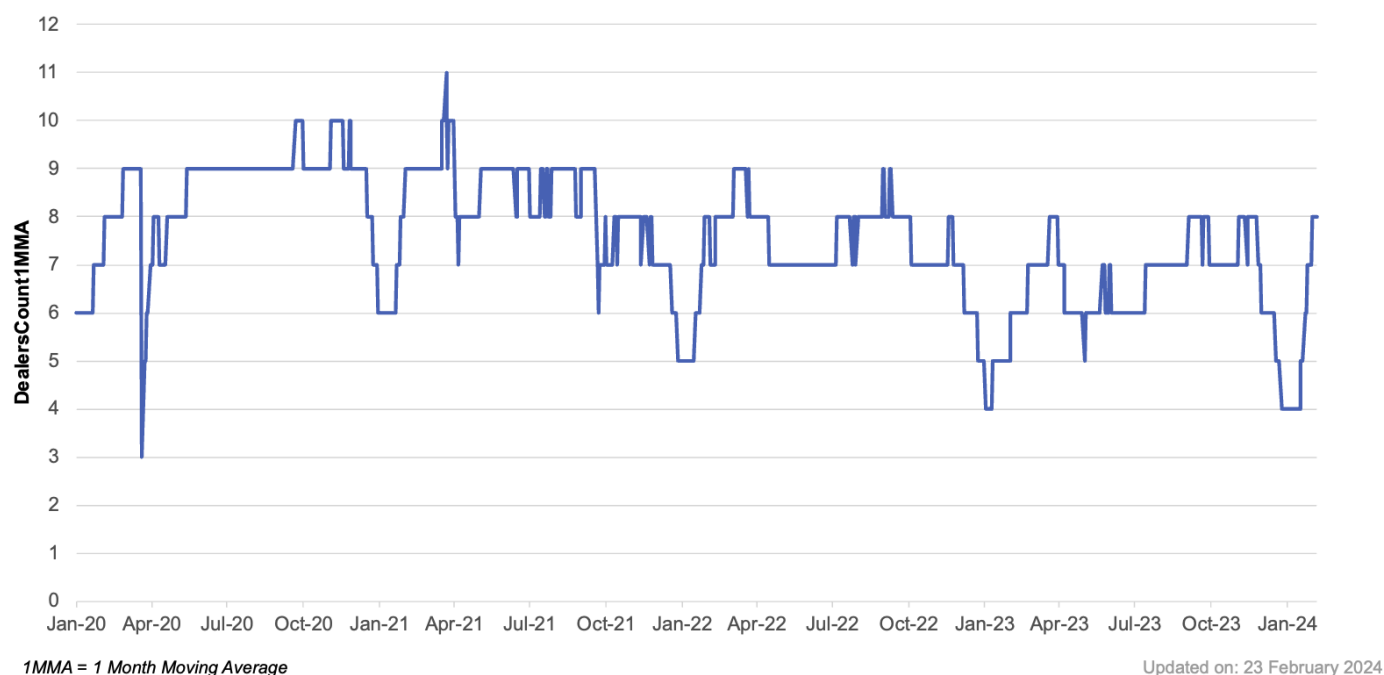
数据来源：标普全球

图48：iTraxx亚洲（日本除外）投资级债券指数：買賣價差（一個月移動平均）



数据来源：标普全球

图49：iTraxx亚洲（日本除外）投资级债券指数：交易商数量（一个月移动平均值）



数据来源：标普全球

2024年展望

尽管近年面临重重挑战，亚洲国际债市的一级发行和二级交投有所缩减，但受访者认为，国际债市已初见曙光，对2024年普遍持乐观态度，而市场亦希望中国人民银行能有力稳住房地产市场局面同时刺激经济增长。美债收益率回落也可能为更多亚洲企业（不仅中国，还包括印度和南韩）重返国际舞台带来契机。此外，随着供应增加应有助舒缓二级市场的紧张情况，近年因市场相对不稳而却步的国际投资者可望逐渐重返市场。

数据分析方法：

Dealogic定义的国际债券包括以下各项：欧洲市场私募发行、欧洲市场公开发行、国外市场私募发行、国外市场公开发行和全球市场公开发行。

根据Dealogic的定义，欧洲市场是指在除美国以外的全球市场营销的债券；外国市场是指外国公司在另一个国内市场发行债券，并遵守该市场的规则和法规；而全球市场涵盖所有市场。

不同数据源下亚洲包括的国家和地区：

- Covalent Capital的数据：柬埔寨、中国、香港（中国）、印度、印度尼西亚、老挝、澳门（中国）、马来西亚、马尔代夫、蒙古、巴布亚新几内亚、菲律宾、新加坡、南韩、斯里兰卡、台湾（中国）、泰国、越南。
- MarketAxess的TraX数据：亚美尼亚、阿塞拜疆、孟加拉国、中国、格鲁吉亚、香港（中国）、印度、印度尼西亚、哈萨克斯坦、南韩、澳门（中国）、马来西亚、蒙古、巴基斯坦、菲律宾、新加坡、斯里兰卡、台湾（中国）、泰国、越南。
- ICMA使用以下列表分析Dealogic数据：孟加拉国、不丹、文莱达鲁萨兰国、柬埔寨、中国、朝鲜、香港（中国）、印度、印度尼西亚、日本、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、老挝、澳门（中国）、马来西亚、马尔代夫、蒙古、缅甸、尼泊尔、巴基斯坦、菲律宾、新加坡、南韩、斯里兰卡、台湾（中国）、塔吉克斯坦、泰国、土库曼斯坦、乌兹别克斯坦、越南。

ICMA Zurich
T: +41 44 363 4222
Dreikönigstrasse 8
8002 Zurich

ICMA London
T: +44 20 7213 0310
110 Cannon Street
London EC4N 6EU

ICMA Paris
T: +33 1 70 17 64 72
62 rue la Boétie
75008 Paris

ICMA Brussels
T: +32 2 801 13 88
Avenue des Arts 56
1000 Brussels

ICMA Hong Kong
T: +852 2531 6592
Unit 3603, Tower 2,
Lippo Centre
89 Queensway,
Admiralty, Hong
Kong

