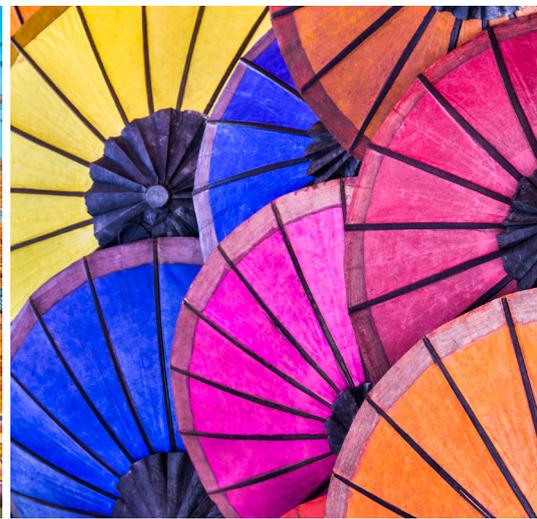
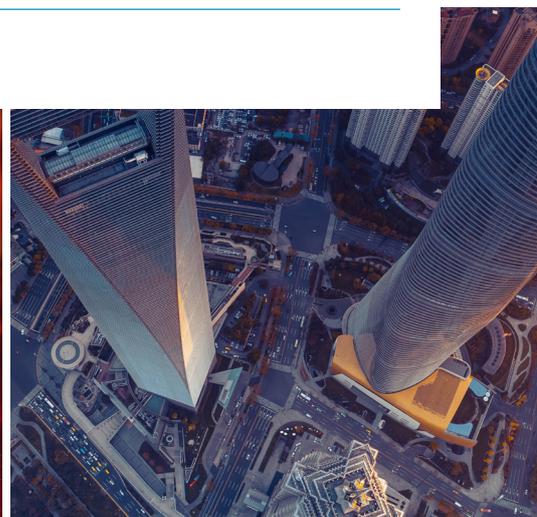


# 亚洲国际债券市场： 发展与趋势

第二版 - 2022年3月



研究人员及作者：国际资本市场协会(ICMA)的Andy Hill、Mushtaq Kapasi及贾砚青，并得到香港金融管理局支持

本报告内容基于与市场参与者的大量访谈以及与ICMA亚太债券承销论坛(ICMA Asia-Pacific Bond Syndicate Forum)和ICMA亚太法律文件论坛(ICMA Asia-Pacific Legal and Documentation Forum)的讨论。ICMA谨此特别感谢友邦保险、中国银行、法国巴黎银行、花旗银行、汇丰银行、摩根大通、上海清算所、渣打银行和美国道富对本报告的贡献，同时也感谢此前曾为《亚洲国际债券市场：发展与趋势》([The Asian International Bond Markets: Development and Trends](#)) (2021年)、《亚太跨境公司债券二级市场》([The Asia-Pacific Cross-Border Corporate Bond Secondary Market](#)) (2018年)以及《中国公司债券市场国际化》([The Internationalization of the China Corporate Bond Market](#)) (2021年)提供灼见的各方。本报告所用数据来自彭博(Bloomberg)、Dealogic、EquiLend、IHS Markit (现成为标普全球的一部分) 和MarketAxess，ICMA谨此向彼等致谢。



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，2022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。

如本报告的中、英文版本有任何出入，应以英文版为准。

# 目录

---

<b>摘要</b>	<b>4</b>
<b>引言</b>	<b>5</b>
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
<b>一级市场</b>	<b>6</b>
全球和亚洲的国际债券	6
安排与执行	7
上市	9
发行人主要经营地点	10
发行人注册成立地点	18
首次发行	19
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	22
投资者与分销	26
币种	27
年期	28
<b>二级市场</b>	<b>30</b>
概况	30
流动性	30
电子交易	33
对冲和融资市场	33
市场表现	35
<b>结论</b>	<b>38</b>

# 摘要

---

亚洲每年发行的跨境债券由2006年的1,070亿美元增长了六倍以上，到2021年达到6,140亿美元。本报告探讨了过去16年以来亚洲国际债券市场的演变和显著增长。

报告分为两个部分，涵盖了一级市场和二级市场。对一级市场，本报告通过多个地域视角（包括安排与执行地点、上市地点、发行人主要经营地点和发行人实体的法定注册地点）来检视债券发行。中国、印度、东盟、日本和南韩这些亚洲主要区域的发行额自2006年以来均呈现增长。其中，中国的国际债券发行额激增，目前占据亚洲国际债券发行额的37%。亚洲国际债券市场的增长，在很大程度上受到新发行人持续进入市场的推动。

亚洲国际债券市场的壮大，一直受到日益增加和多样化的投资者基础以及牵头银行和上市场所提供的成熟专业服务的支持。多年来，亚洲的金融中心在安排和上市方面担当更大的角色，并因此扩大了市场份额。

2020年到2021年，随着全球疫情持续，市场稳健，总体发行量保持稳定。绿色、社会责任、可持续发展和可持续发展挂钩债券（统称“可持续债券”）在亚洲国际债券市场上越来越受欢迎，年发行额由2020年的370亿美元增长2.7倍至2021年的990亿美元。

对于二级市场，本报告回顾了亚洲的整体市场结构，并评估了流动性状况、电子交易以及对冲和回购市场。本报告也概述了近期市场表现和市场情绪。

亚洲国际债券的二级市场流动性主要由做市商提供支持，而做市商通常按债券的行业类别来组织其交易部门。成交量和交易宗数数据表明，2021年二级市场比往年更加活跃。中国发行人的债券在二级交易中占据多数，反映了一级市场的构成。中国投资级债券似乎最具流动性，而中国高收益债券的波动性较大，而流动性较低。

在整个地区，主要出于效率考虑，通过交易平台进行的交易在过去十二个月的势头继续加强。通过交易平台进行的交易规模往往较小，而大宗交易仍然依赖更为传统的电话或电子“聊天”交易方式。

市场表现方面，亚洲国际信用债市场继续紧贴其他美元及硬货币国际信用债市场的走势，尤其在2021年。

# 引言

---

## 为何编制本报告？

国际资本市场协会(ICMA)鉴于亚洲国际债券市场的高速发展而发起是次研究，并在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](#))。本报告作为第二版报告，旨在向全球市场参与者提供2021年报告出版后债券市场发展与趋势的最新概况。本报告的研究范围覆盖至2021年底。

本报告同时也是对ICMA先前两份报告的补充：

- 《亚太跨境公司债券二级市场》([The Asia-Pacific Cross-Border Corporate Bond Secondary Market](#))(2018年)，该报告旨在主要着眼于美元、欧元与英镑计价发行的债券，对亚太地区国际信用债市场的状况及演变进行分析及记录。
- 《中国公司债券市场国际化》([The Internationalization of the China Corporate Bond Market](#))(2021年)，该报告集中研究中国在岸人民币与离岸（主要是美元计价）的公司债券市场。

## 范围和方法

本报告聚焦于亚洲<sup>1</sup>的国际债券<sup>2</sup>市场，是国际市场参与者最容易进入的市场。研究范围覆盖近年来国际债券一级市场发行的趋势，以及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，并和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。定性的资料则来自与不同投资银行、投资者、交易平台及市场基础设施（在鸣谢部分列出了参与机构）进行的访谈和整合后得出。有关访谈于2021年10月至2022年1月间进行。ICMA衷心感谢香港金融管理局在收集与分析数据以及拟定本报告整体主题上所提供的支持。

## 关于国际资本市场协会 (ICMA)

ICMA的宗旨是推动国际资本市场健康有序发展，使资本市场发挥促进实体经济增长的作用。ICMA是非盈利的会员协会组织，总部设在瑞士苏黎世，在英国伦敦、法国巴黎、比利时布鲁塞尔以及中国香港等设有分支机构，服务约600家机构会员，会员遍布全球65个国家和地区。其会员包括私营和官方部门发行人、银行、经纪交易商、资产管理公司、养老基金、保险公司、市场基础设施提供商、中央银行和律师事务所等各类机构。ICMA为国际金融市场制定行业规范和最佳市场实践建议，专注于可持续金融和固定收益市场的三个重要范畴：一级市场、二级市场、回购和抵押品。ICMA与监管和政府机构积极合作，关注金融监管法规，旨在维护资本市场的稳定与秩序。

[www.icmagroup.org](http://www.icmagroup.org)

---

<sup>1</sup> 不同的数据源下对于“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。

<sup>2</sup> 在整份本报告中，“国际债券”指在发行人所在司法管辖区以外的市场发行、在欧洲市场发行或全球发行的债券。此定义可能与债券是否在国际中央证券存管机构上清算无关。

# 一级市场

## 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。本地借款人往往先在境内市场筹集资金，这不仅是因为他们以本地货币经营业务，还跟他们更熟悉本地的投资者和法规有关。随着发行人不断积累经验，他们可能会逐渐涉足别国的市场并以该国货币发行债券，或以全球通用的外币在国际市场发行债券，并通过国际清算所/国际中央证券托管机构进行清算。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/或个人专业投资者。

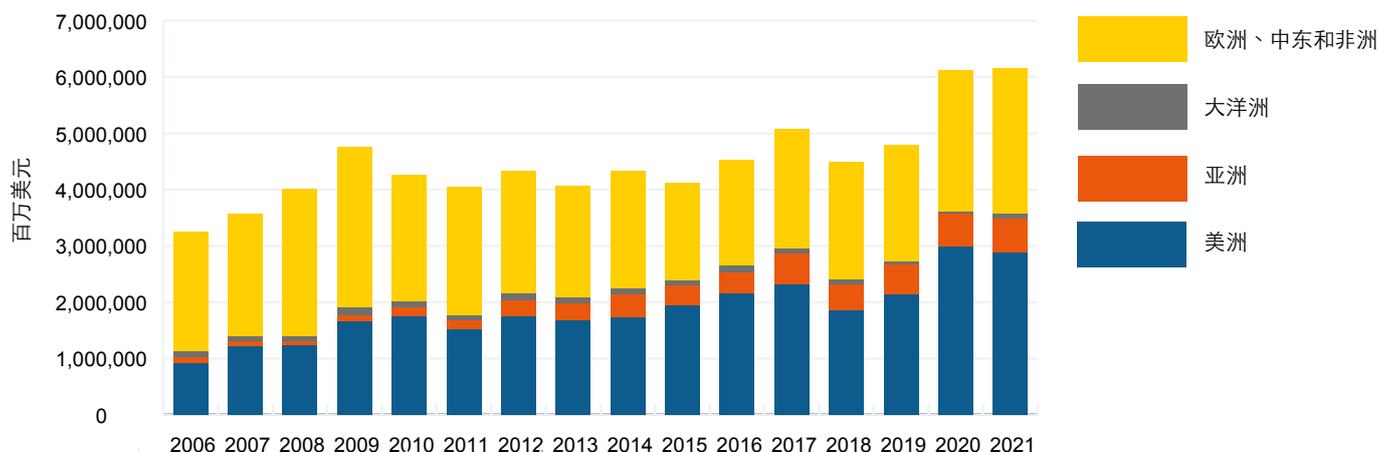
通过国际债券筹集资金的原因包括但不限于满足外汇资金需求、管理资金成本和结构、扩宽融资渠道和投资者基础以及提高在国际市场上的知名度。对投资者来说，国际债券市场让投资者无需建立进入个别本地市场的途径、无需管理与本地货币相关的外汇风险，即可涉足投资新兴市场信用债；投资国际债券也可有助于实现投资组合多元化和追求收益，尤其是在亚洲这样的新兴市场。

随着各地境内资本市场日趋成熟，越来越多的国际债券发行涌入市场。境内发行人的经验日益丰富，并寻求扩宽融资渠道，而投资者对新兴市场信用债的兴趣也更为浓厚。

近年来，亚洲国际债券市场一直大幅增长（图1），2021年的发行额再创新高，达到6,140亿美元<sup>3</sup>。然而，国际债券发行仍只占该地区所有债券发行近20%，而全球该比例约为40%（图2）。受访者指出，其中一个主要原因是许多亚洲发行人更倾向于在岸市场获得融资。详细原因因国家和地区而异，更全面的分析请参阅下文“发行人主要经营地点”章节。

虽然难以获得可靠的地区性数据，但一般而言，市场参与者认为与美国和欧洲市场相比，亚洲公司从债券市场获得的借款占其借款总额的比例较小。例如，在中国，非金融企业的贷款融资总额约为债券融资总额的四倍；而在欧洲，企业贷款存量是企业债券存量的三倍；在美国市场，企业债券的存量金额要比企业贷款的存量金额高出15%<sup>4</sup>。考虑到亚洲债券融资比例较低，该地区的国际债券市场有进一步增长的潜力。

图1：全球国际债券发行 – 按地区（发行人主要经营地点<sup>5</sup>）分类



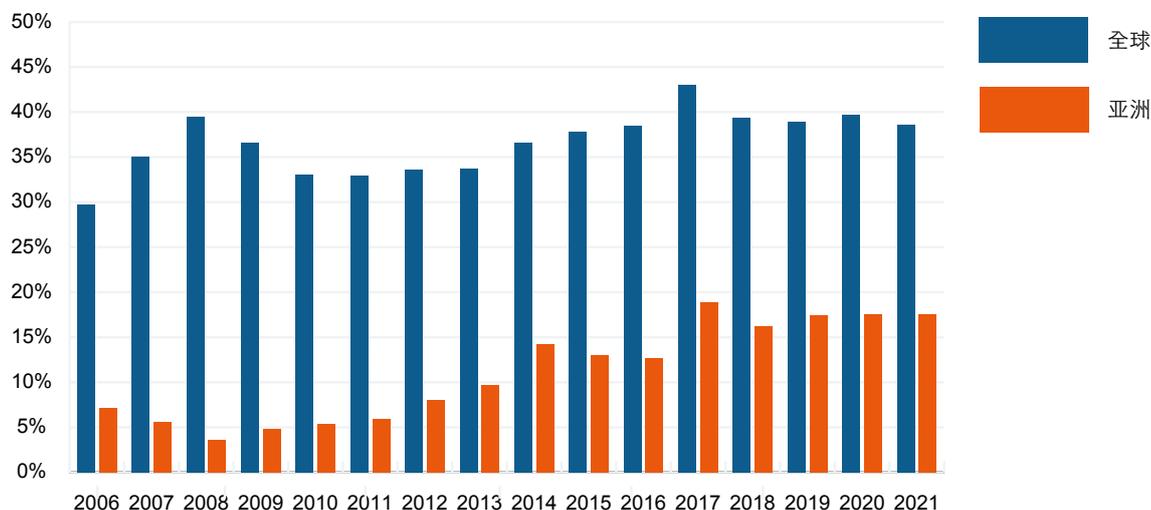
资料来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年2月）

3 根据截至2022年1月的Dealogic数据。

4 ICMA基于中国人民银行、欧元区统计局、美联储和国际结算银行公布的统计数据做出的估算。

5 Dealogic对于“发行人主要经营地点”的定义是借款人开展大部分业务的所在地。在整份本报告中，除非另有说明，否则国家和地区均指债券发行的发行人主要经营地点。

图2：国际债券发行占有所有发行的百分比



资料来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年2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，地域性分析可循不同方法进行。本报告提供了多种看待债券交易发生在“何地”的方式，以提供更完整和更细致的整体区域市场活动概况。分析首先涵盖安排与执行的地点，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”），最后是最直接（但也可能具有误导性）的标准，即发行人实体的法定注册成立地点。

## 安排与执行

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市场环境及投资者的踊跃程度，然后进行簿记建档及分配。一般而言，此类安排行的目标为与有助于满足发行人的持续资金需求、亦愿意在发行人的业务中持续担当持份者（“买入并持有”）的投资者，打好及维持投资关系。一级市场中的投资者购买债券是为了投资而非纯粹交易，这对发行人来说尤其重要，有助确保发行人能与直接投资者建立更紧密的关系及更长期和深入的了解。因此，安排行在确保接触广泛投资者基础、为交易设定最佳定价及满足发行人融资需求方面的能力对债券发行的成功至关重要。

在本分析中，我们以大部分安排活动的进行地点作为债券的安排地点。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。

在实际操作中，在何地安排发行债券取决于多项因素，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）的所在地点影响。为了尽量减少在执行过程中的法律与营运风险，金融中心的监管体系、司法独立性，以及合约的可执行性对银行而言亦十分重要。

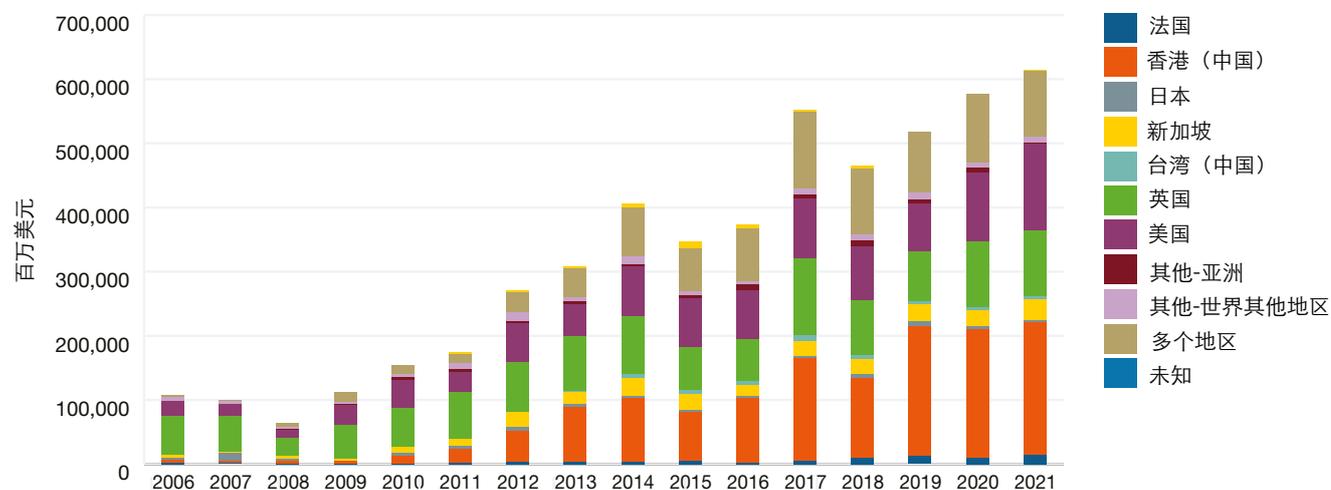
从亚洲国际债券发行的主要安排地点<sup>6</sup>来看，主要趋势是各亚洲金融中心的市场份额自2010年起开始上升。主要原因之一是中国发行人的债券发行活动大幅增长，而香港是中国机构进行国际发行的重要枢纽，尤其是香港的银行与中国内地有紧密的银行业务关系，并拥有丰富的国际发行实践经验，以及向全球投资者群体分销债券的能力。

过去十年，香港超越多个亚洲以外的金融中心，成为亚洲国际债券发行最主要的安排地点。在2010年以前，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）成功从取得更多亚洲国际债券发行份额。于2021年，香港安排了34%<sup>7</sup>的亚洲国际债券发行，而美国、英国和新加坡分别占22%、17%和5%。2021年的市场份额与2020年相若。

<sup>6</sup> 主要安排地点是指交易中超过50%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。如交易的牵头银行所在的司法管辖区中，没有任何一个明显占多数，该等交易会被归类为“多个地区”。

<sup>7</sup> 按发行债券的面值计算。

图3：亚洲国际债券发行 - 按主要安排地分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

亚洲债券市场其中一个特点是有部分账簿管理人同时是所安排债券的投资者。账簿管理人是否以及如何将其自营认购指示和符合公平商业原则达成的指示记入挂盘册及向投资者披露，可能会对新发行债券的价格探索过程及总体需求造成影响。

国际证监会组织(IOSCO)分别在2018年和2020年对[股权资本市场\(ECM\)](#)和[债务资本市场\(DCM\)](#)活动的管治及解决可能因利益冲突（如账簿管理人的自营认购指示等）而产生的问题，提出了监管措施。

因应IOSCO的建议，香港证券及期货事务监察委员会(SFC)于2021年11月就香港资本市场交易发布了新的[操守准则](#)。该规定旨在厘清中介人在债务资本市场和股权资本市场交易中的角色，并订明他们在簿记建档、定价、分配及配售活动中应达到的操守标准。新操守准则将于2022年8月生效，至少适用于所有在香港管理的债券发行活动。此改革将可能涵盖相当一部分的跨境亚洲G3货币债券交易，以及几乎全部由中国发行人所发行的国际债券。

新操守准则适用于所有在香港进行簿记建档和配售活动的持牌中介人，将覆盖银团的委任、银团与发行人之间的沟通、承销银行及相关实体自营认购指示的处理方法、投资者身份及其需求的透明度、向投资者提供的回佣、利益冲突的管理以及发行过程的其他方面。

在过去几年里，为了促进债务资本市场的公平与效率，ICMA一直与其一级市场委员会研究自营认购指示与挂盘册披露方面的自愿性最佳市场实践。对于规管在香港执行交易的新操守准则，ICMA将积极参与新准则实施阶段的工作，与其会员为程序与文件记录制定符合准则的常规操作，并向市场利益相关者讲解潜在影响。

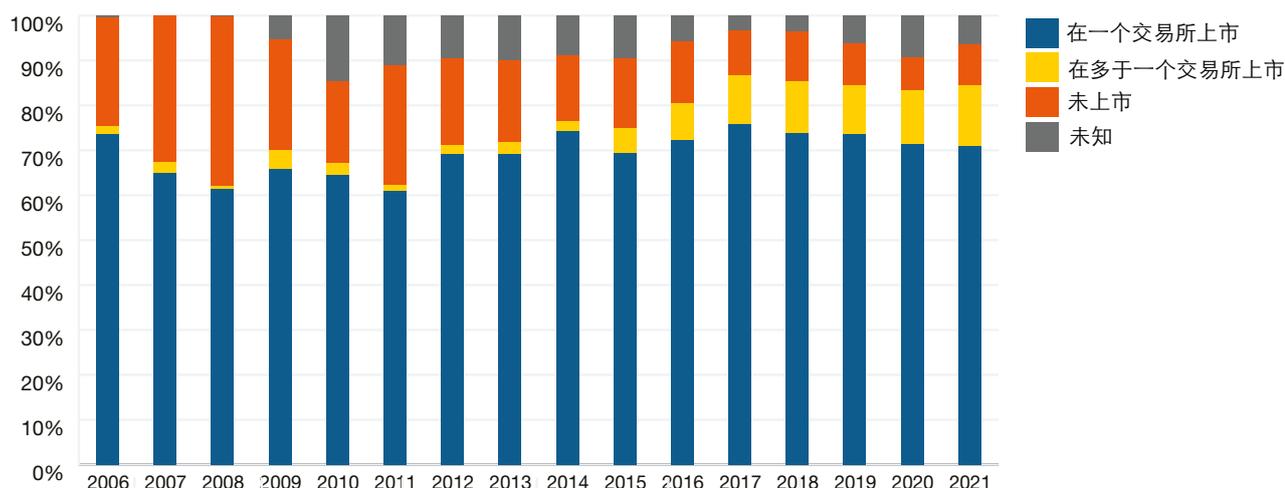
## 上市

理论上，债券在交易所上市有助在二级市场进行交易，情况和股票一样。但实际上，亚洲国际债券市场与世界其他地区一样，在交易所上市的债券一般会在场外交易。尽管市场对亚洲国际债券上市的最终理由有着不同见解，但是其中一个通常认为的理由是许多国际机构投资者较偏好上市证券。

投资者偏好上市证券的最终理由各有不同（且并非所有国际投资者都要求或偏好证券上市），但是一些普遍认为的原因是上市可能提升交易文件的透明度、需要持续作出披露、上市审批流程提供额外的监管以及透过场内交易有提高流动性的潜力（并非总能实现）。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有投资上市证券的要求。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。（举例来说，在2018年年底前，台湾的人寿保险公司可以投资在台北柜买中心上市的国际债券，而有关投资不会占用其境外投资限额。）以欧洲市场为目标的债券发行可选择同时在伦敦证券交易所及欧洲经济区内的交易所上市。因此，发行人可通过为债券取得双重上市地位，为接触到更广泛的潜在投资者群体铺路。

事实上，2021年有14%的国际债券发行在多于一个交易所上市。发行人选择上市地点一般以上市流程的相对简单程度、速度和可负担性作考虑因素做决定。在过去十年，由亚洲发行人发行的国际债券约有81%<sup>8</sup>上市（图4）。

图4：亚洲国际债券发行 - 上市或未上市

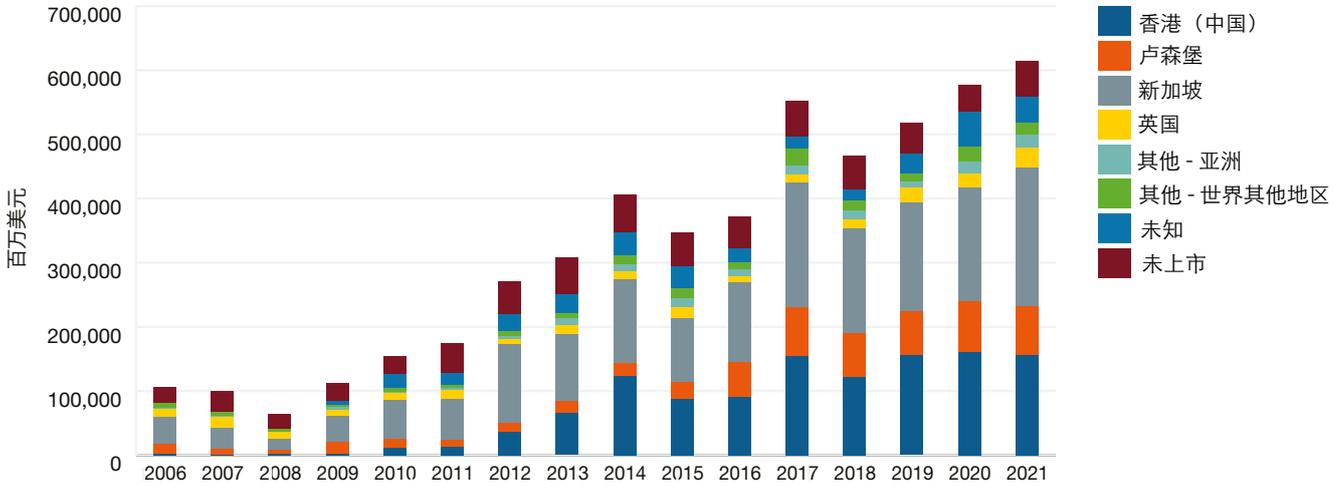


数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

受访者指出，在选择上市地点/国家时，除考虑目标投资者以及可能会面对的监管或规例外，发行人的主要考虑条件为上市申请和审批的效率及成本。就亚洲国际发行而言，新加坡和香港是最受欢迎的亚洲上市地点，而卢森堡和英国则是最受欢迎的欧洲上市地点。2021年，在亚洲的国际发行中，选择于新加坡和香港上市的分别占35%和25%，而选择于卢森堡和英国上市的则分别占12%和5%（图5）。这印证了发行人和承销商共同的想法：精简的债券上市流程有助金融中心吸引更多债券上市。

8 按名义金额计。

图5：亚洲国际债券发行 - 按上市地点分类

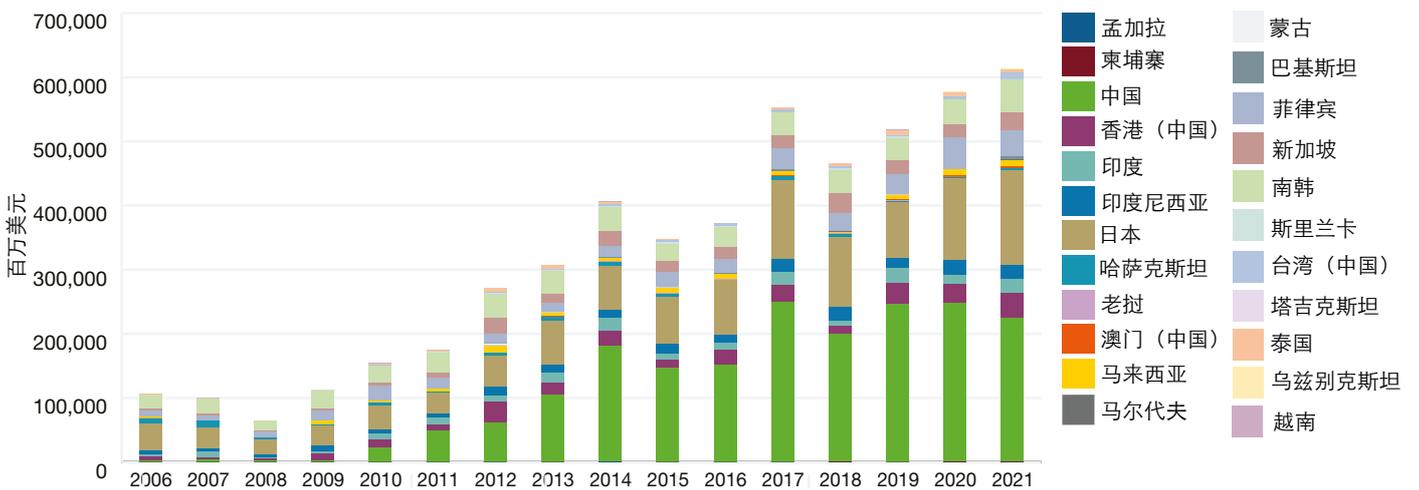


数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

### 发行人主要经营地点

2021年，亚洲国际债券发行金额达到6,140亿美元，而2020年则为5,770亿美元。在2010年前，日本和南韩是最活跃的发行人国家，而来自亚洲其他国家的国际发行则相对较少。自2010年起，来自中国（包括香港）、东盟和印度的发行额显著增加。

图6：亚洲国际债券发行-按发行人主要经营地点分类

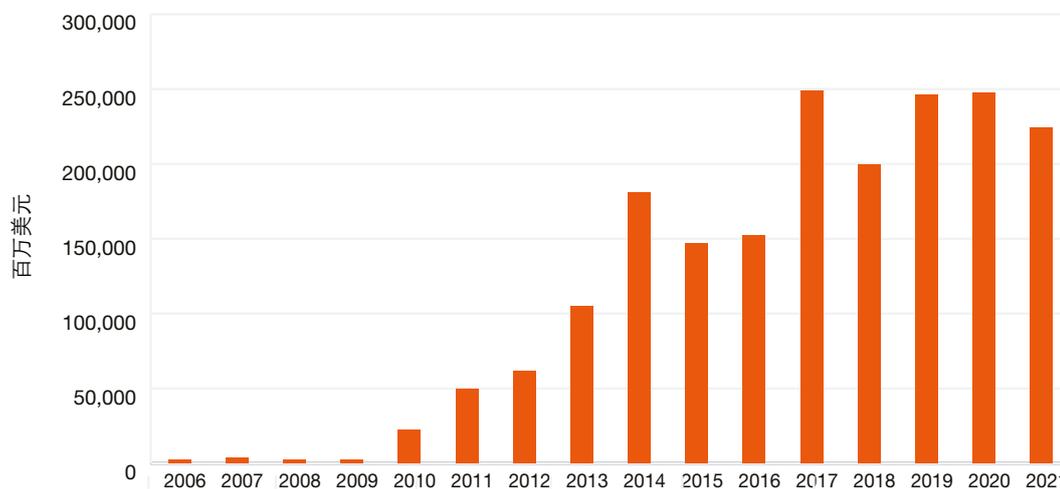


数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

## 中国<sup>9</sup>

中国的国际债券发行金额自2010年起迅速增长（图7），从2000年代每年少于20笔交易增加至2021年的700多笔交易。

图7：中国国际债券发行



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

促成显著增长的其中一个因素是中国实体在海外经营和金融活动不断增加。于2010年至2014年，随着人民币持续升值和美元融资市场利率走低，在境外筹集美元或欧元资金来满足收购或扩张计划尤其有利。2015至2016年美联储加息和人民币贬值，以及2015年推出对所有年期超过1年的境外发行进行备案的要求<sup>10</sup>，导致中国实体在境外的融资活动暂时减少。发行在2016年重新回到上升轨道。2018年，国家发改委出台了更严格的境内企业外债融资规模管理标准。这些旨在降低企业和机构杠杆水平的新规定导致2018年中国债券发行数量减少。

对于部分中国发行人来说，踏足境外市场是有助实现融资结构多元化、开辟额外融资途径的方法。国际债券并非取代而是补足现有的银行贷款或境内筹资渠道。<sup>11</sup>发行人会将对冲后的境外融资成本与境内市场利率比较，并会考虑筹集资金的使用地点。一些受访者指出于2020年投资级发行人在境外市场的对冲后融资成本更低，但2021年的情况刚好相反。这使得更多高评级发行人转向境内发行，这也是导致中国发行人国际债券发行额下滑的原因。

资金使用的灵活性是发行国际债券的一个有利原因。与亚洲其他地区的发行人相比，中国发行人在决定是否涉足国际债券市场时，除了对资金成本的考量外，也往往更看重树立全球声誉的机会。一些地方政府鼓励地方国有企业(SOE)和地方政府融资平台(LGFV)进入境外市场，以促进宣传该省份并吸引外资投资等长期发展。

于2021年，中国房地产行业的重大信用事件对整个行业在国际债券市场上发债造成影响。自2021年6月起，这类发行人的发行额持续下滑（图8），许多房地产发行人的债券价格跌至极低水平。

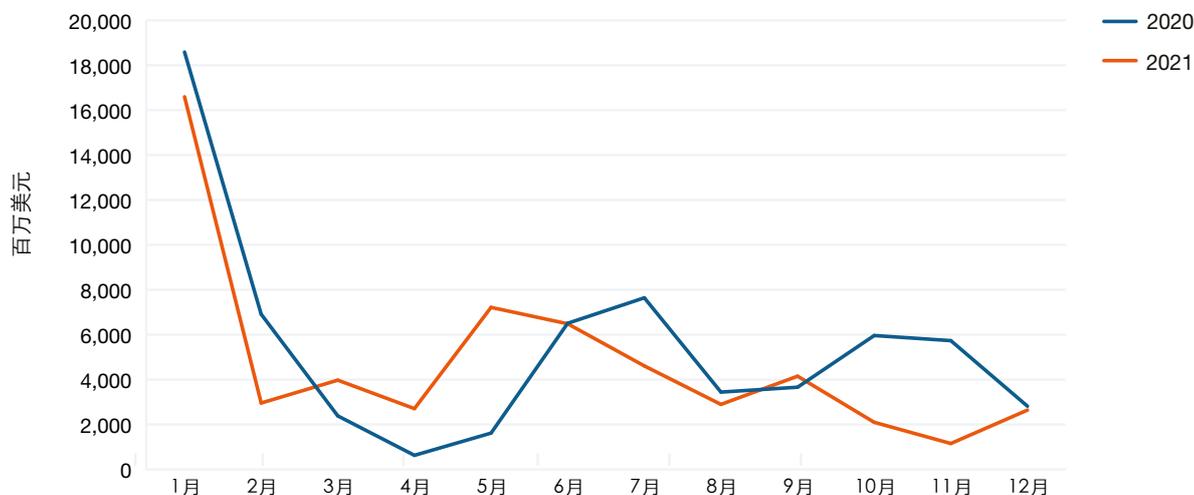
尽管如此，境内公司的高收益和投资级债券的总体发行额在2020年至2021年间大致持平。虽然市场对房地产行业（在高收益债券发行中占比很大）存在关注，但高收益和投资级债券的总体发行比例在2020年至2021年间并无发生巨大变化。（图9）

<sup>9</sup> 本节分析指中国内地。

<sup>10</sup> 于2015年9月发布的《国家发展改革委（发改委）关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（2044号文）

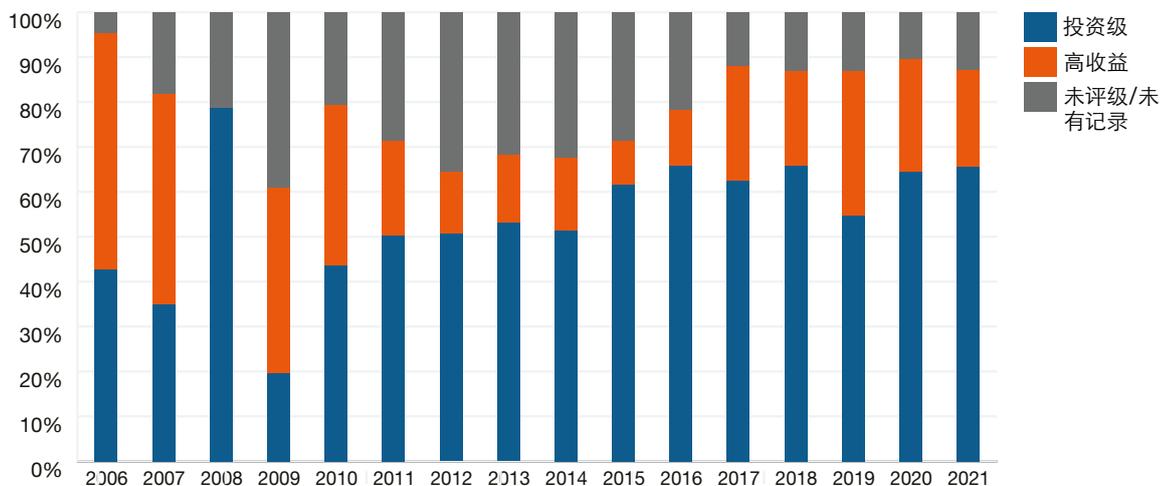
<sup>11</sup> 然而，值得注意的是，债券融资对中国企业的作用愈发重要。境内市场非金融企业债券存量与贷款存量的比率由2014年初的16%上升至2021年底的26%。（ICMA根据中国人民银行的统计数据估算得出）

图 8：中国房地产行业发行人的国际债券发行



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

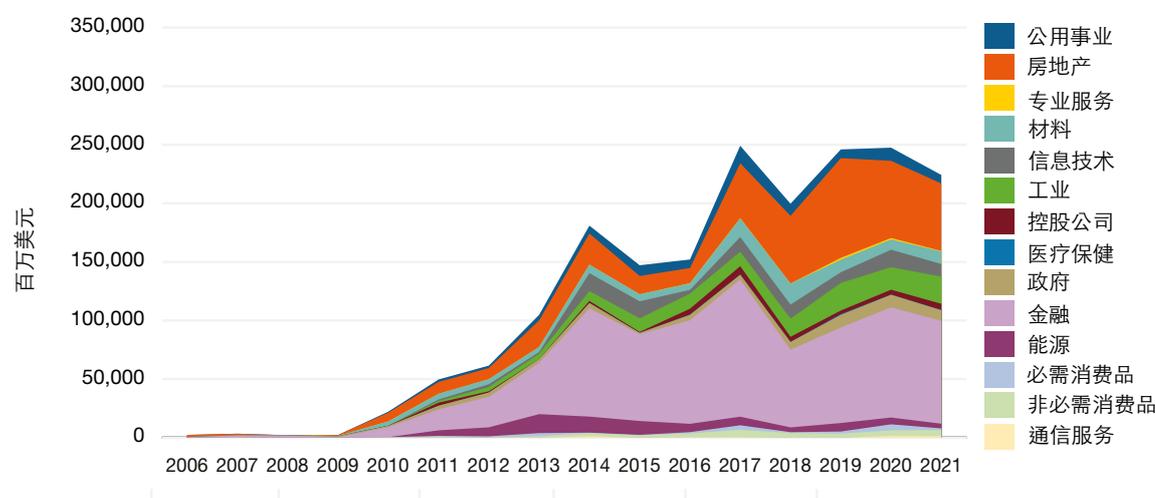
图 9：中国国际债券发行-按发行时评级分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

2021年，来自中国发行人的总体供应量仍然占据相当份量，达到2,240亿美元，占全部亚洲国际债券发行的37%。按行业分类，中国的发行人主要来自金融机构和房地产行业，但自2018年起逐渐多元化（图10）。例如，电信、媒体和科技（TMT）和工业行业在一级市场上更为活跃。信用质量较低的发行人仍然能够进入市场，但可能需要提供额外的信用增级。Dealogic 2021年的数据显示，具有备用信用证的境外中国债券数量创历史新高，部分原因可能是房地产行业事件对高收益市场的影响，也有部分原因是市场担忧用来提供额外信用支持的“维好协议”的可执行性。于2020年有24笔新发债券具备用信用证支持，而在2021年时已增至80笔。

图 10：中国国际债券发行 - 按行业分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

截至2021年年底，许多投资者对中国高收益信用债（甚至是整体中国信用债市场）的态度与一年前相比变得更加谨慎。

另一方面，许多投资者认为中国市场近期发生的信用事件是有建设性意义的。他们认为可以借此机会积累债务追讨数据作未来分析之用、熟悉重组过程和不良债务以及让市场更好地理解信用质量差异化。

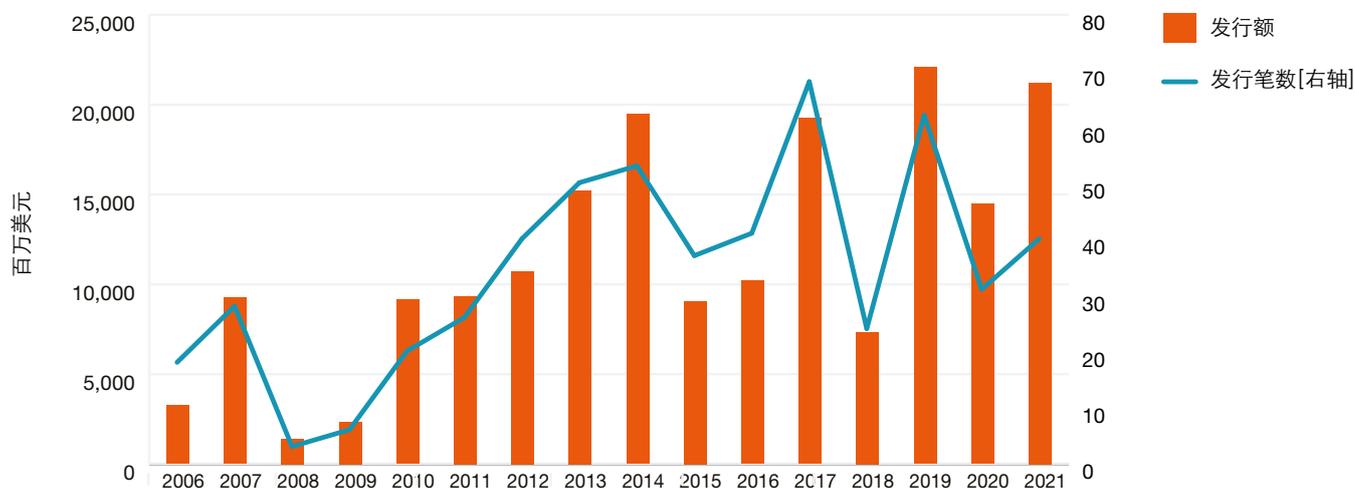
一些市场参与者表示，随着国有企业加入面临压力的房地产开发商的重组过程，长远而言投资者应会回归，而短期内金融机构和若干类型国有企业所发行的债券将更受欢迎。

## 印度

在2006年，印度只有银行和少数大型企业发行人涉足外币债券市场。2011年，国有企业和半政府机构开始考虑以G3货币募集资金，并深受投资者的欢迎，曾有超额认购高达10倍的情形。2018年的影子银行和信贷危机导致发行额减少，但发行额于次年恢复。印度发行人的国际债券在发行人类型、行业（图12）和结构方面日益多样化。

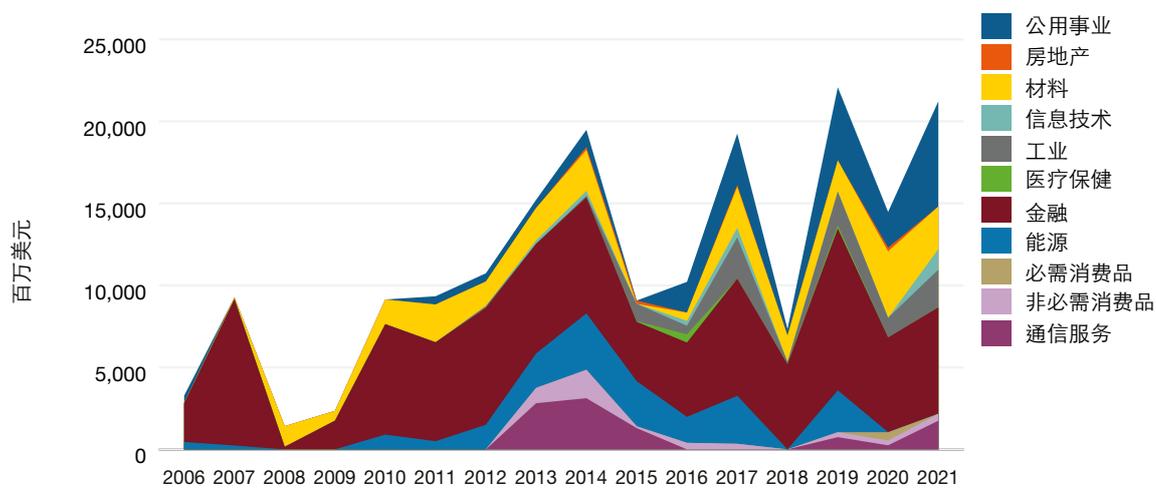
2021年，印度发行人所发行的国际债券发行额增至210亿美元，非常接近2019年的历史高位（图11）。这背后有多重原因，包括：一些发行人向本地市场和银行举债水平已到高位，因而转向涉足国际债券市场使其投资者基础更多元化；国际的低息环境是另一项有利因素；对于中国高收益发行人和全球政治风险的忧虑亦促使投资者将其组合从中国境外债券转向多元化，考虑印度信用债。另外值得注意的是，2021年的平均发行规模达到历史最高水平（5.31亿美元），而可持续债券（绿色债券、社会责任债券、可持续发展债券和可持续发展挂钩债券）占印度2021年全部国际债券发行的44%。

图11：印度国际债券发行



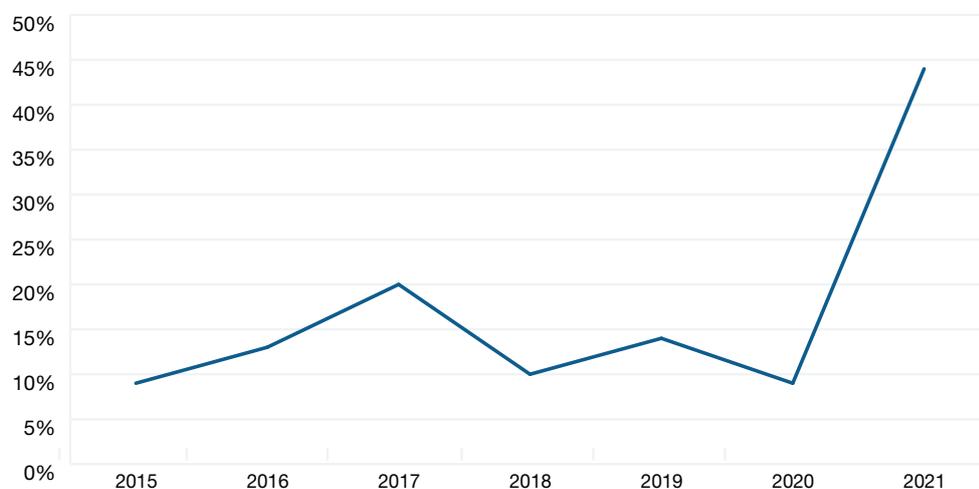
数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

图12：印度国际债券发行额 - 按行业分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

图13：可持续债券发行占印度所有国际发行的百分比



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

## 东盟

在东盟（一个由10个东南亚国家组成的区域），国际债券发行额自全球金融危机以来显著增长，发行总量在过去十年中有一定的波动（图14）。然而，受访银行家表示，东盟企业发行人一般仍将国内借款（贷款或债券）而非国际债券发行作为首选。

主要原因是本土债券市场已经发展成熟，并变得更具深度和流动性。自亚洲金融危机以来，东盟各国政府一直致力于通过SSA债券发行<sup>12</sup>来发展稳健而强劲的本地货币债券市场。随着时间的推移，这种势头已经扩展至金融机构和企业。在本地资本市场，发行流程日益直接简单，市场需求足以满足发行规模，而且企业对投资者和发行流程愈加了解和熟悉。此外，借款人也可发行零售债券来满足公众投资者的需求，相比之下，在美元国际债券市场上，零售债券通常因披露和推销方面的监管要求而不切实可行。

另外，本地市场的商业银行资本相对充足，根据市场参与者的经验，这意味着银行贷款一向是比债券更便宜的资金来源<sup>13</sup>。

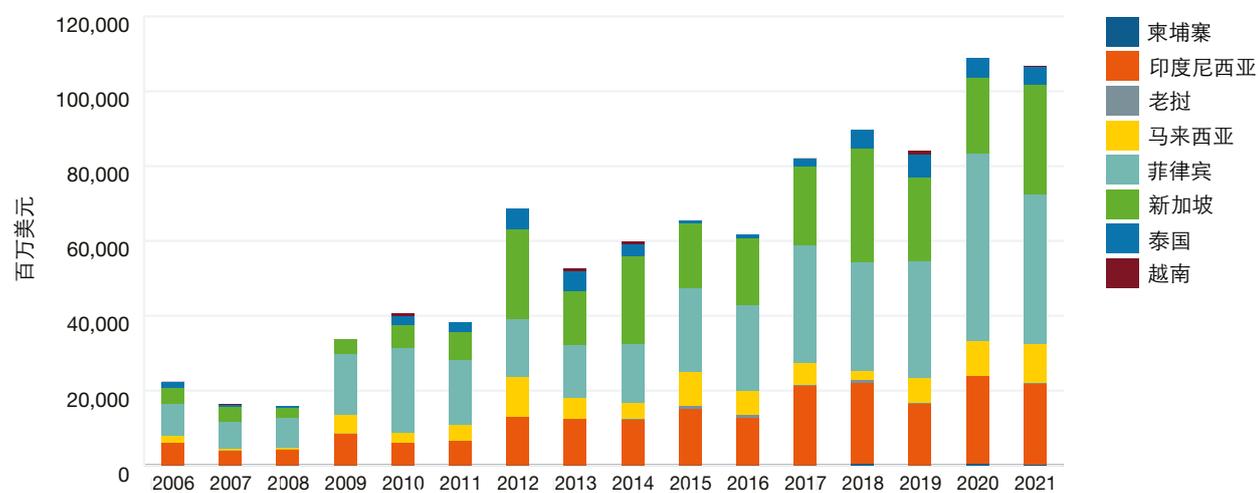
另一主要因素是公司规模。即便是东盟相对较大的企业，与全球企业集团相比，其规模也显得相对较小。根据市场观点，这些企业可能必须在国际债券市场支付发行溢价。

东盟国家在2021年的国际债券发行金额达到1,070亿美元，接近2020年1,090亿美元的历史高位。按行业细分，金融行业是主要发人类别，其后是能源及公用事业企业，市场份额分别达到55%和9%，而主权发行人也通过国际债券市场发行债券，占一级市场国际发行的18%。区内的可持续金融有所增长，因应全球投资者对可持续债券的需求，市场认为这会是推进发行人基础多元化的一个契机。官方一直鼓励产业转型以应对全球气候变化的挑战。第一版东盟分类方案已于2021年11月发布，这有助于为绿色和转型提供清晰的定义、鼓励能源和公用事业发行人转型，同时协助国际投资者更有效地评估发行人在可持续发展方面的工作。

<sup>12</sup> SSA：主权、超国家组织和政府机构。

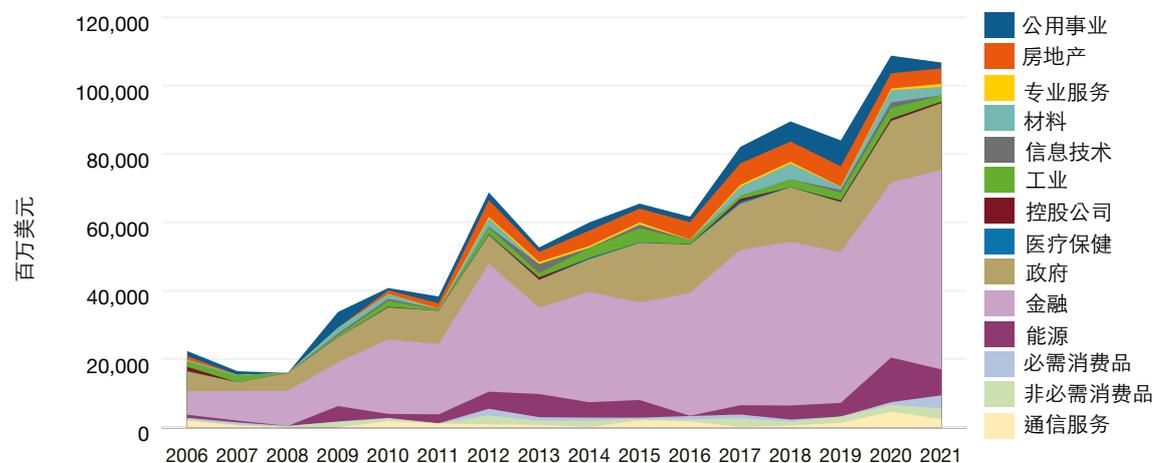
<sup>13</sup> 基于受访者提供的定性反馈得出，该观点适用于单个借款人，但在市场整体层面债券融资与贷款融资的成本是较难比较的。

图14：东盟国际债券发行



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

图15：东盟的国际债券发行 – 按行业分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

## 日本

日本拥有成熟且历史悠久的国际债券市场。为给铁路建设筹措资金，日本早于1870年在伦敦发行第一笔政府债券，以英镑计价。随后，日本政府制定了金融和证券法规，以发展其本地市场。

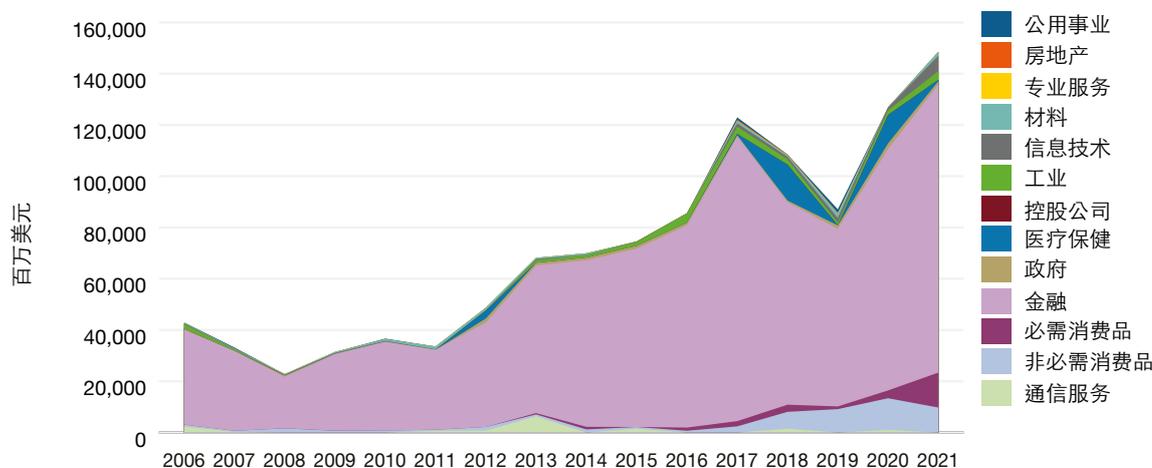
目前，日本境外发行的日元计价债券（称为国际日元债券，自1984年起发行）、国外发行人在日本发行的日元计价债券（称为武士债券，自1970年起发行）以及离岸发行人在日本发行的外币债券（称为将军债券）都有完善的市场。

影响国际债券发行的因素（包括融资成本的比较优势和日元对其他硬通货货币的走势）越发受到日本和其他主要央行货币政策的影响。日本央行于2001年推出量化宽松(QE)计划，在过去二十年为日本债券市场创造了极低的利率环境。

在国际市场上，这一利率环境最初促进了日元套利交易（以较低成本借入日元并投资于其他货币计价的资产）的发展，也导致了日元计价债券发行额增加。然而，在全球金融危机爆发和后续美元利率大幅下跌之后，市场逐渐脱离套利交易，在更大程度上反映了信用基本面、更真实的资金需求以及日本与国际投资者之间的业务关系。

自2008年金融危机以来，日本离岸债券发行额稳步增长。2017年，在日本发行人希望丰富融资渠道和为国际业务营运提供资金的背景下，其发行额达到逾1,200亿美元的峰值。过去两年，日本的国际债券发行额也创下了历史新高，2020年及2021年分别达1,270亿美元及1,490亿美元。于2021年，金融机构为主要发行人类别，占日本国际债券发行总额的四分之三以上。

图16：日本国际债券发行 – 按行业分类

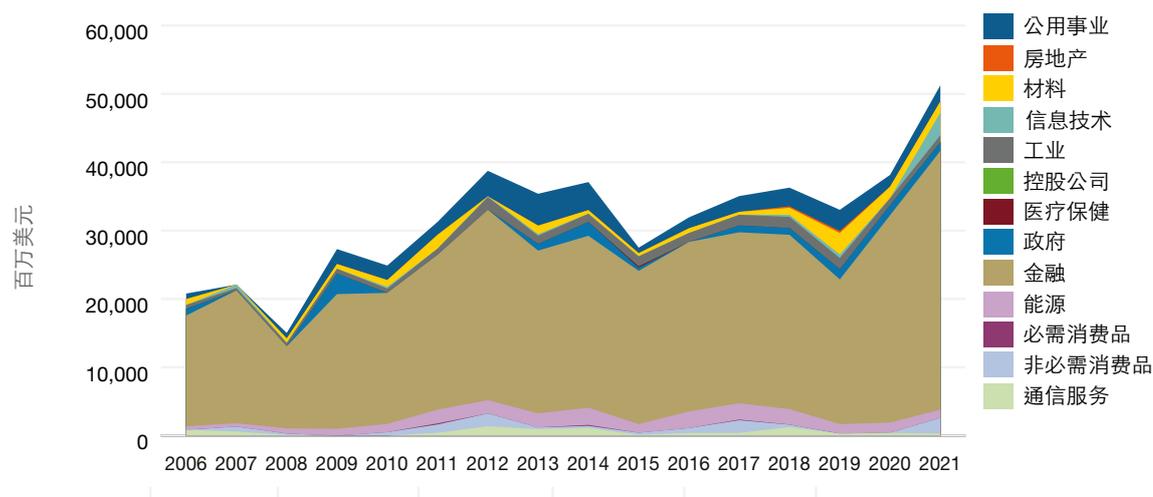


数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

## 南韩

无论是从债券本身，还是出于使投资组合从侧重中国信贷变得更多元化的角度来看，南韩的国际债券发行对机构投资者来说都是具有吸引力的。韩国的国际债券发行由银行发行人和国有企业主导，该等发行人一般被认为基本面稳健，信用风险相对较低。该等债券在国债基础上的发行利差较窄，但考虑到其属于较安全的投资，部分类型的投资者（如中央银行）愿意购买并持有有关债券。

图17：南韩国际债券发行 - 按行业分类

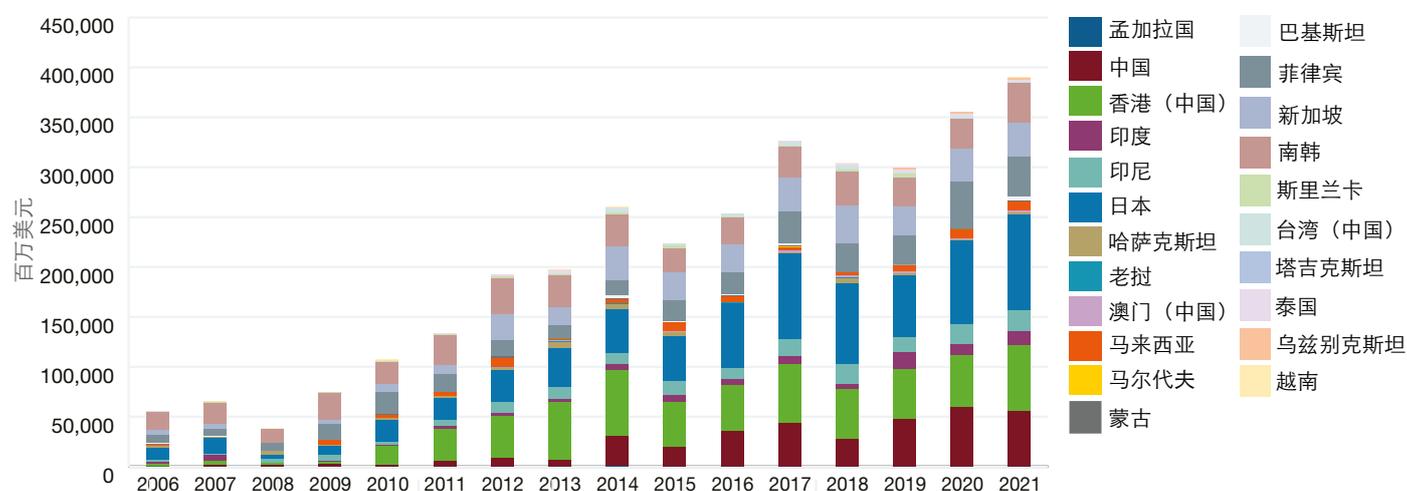


来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

## 发行人注册成立地点

发行人注册成立地点（相对而言，一般投资者更关注发行人的主要经营地点，即是发行人的经济活动的所在地）视角下的亚洲国际债券，整体债券发行规模较小，2021年为3,900亿美元，比2020年的3,550亿美元增长了10%（比较图6与图18）。按注册成立地点计算总数较小，主要是由于设有国际业务的亚洲公司使用在离岸司法管辖区（例如开曼群岛或英属维尔京群岛）设立的实体发行债券所致。在这种发行人注册成立地点的分类下，与按发行人主要经营地点分类相比，香港和新加坡的国际债券发行数量要更多。这在一定程度上反映了它们作为亚洲国际金融中心的突出地位，以及这些司法管辖区有支持发行和高效公司行动的法律框架。

图18：亚洲国际债券发行 – 按发行人注册成立地点分类

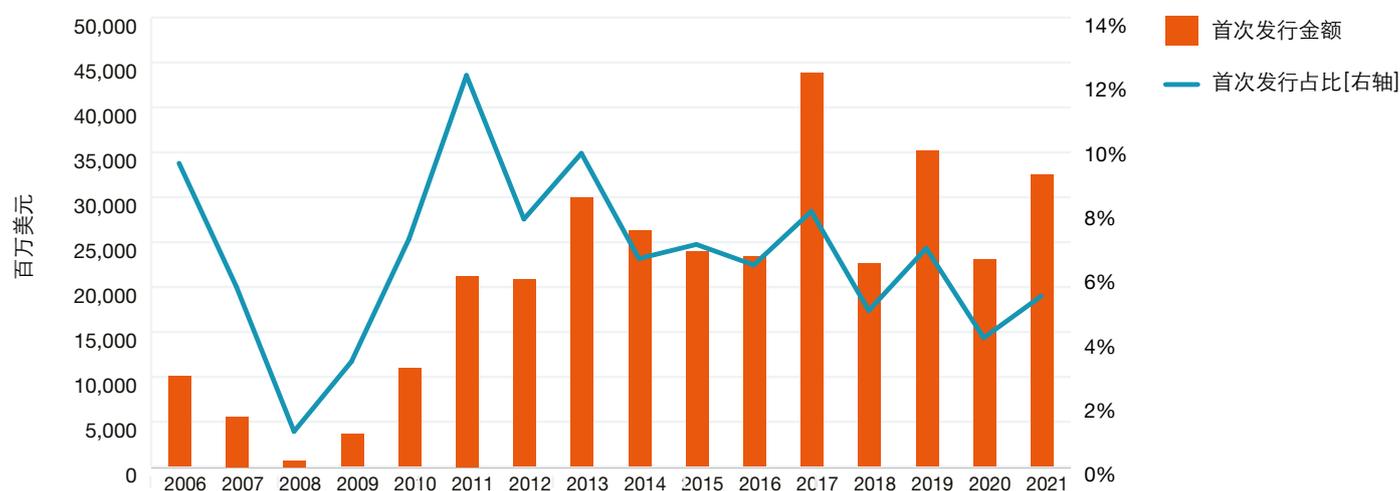


数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

## 首次发行

亚洲国际债券市场是有机增长的，不断有新的发行人<sup>14</sup>进入市场。于2006年至2021年，首次国际债券发行大致占全年发行总额的4%至12%，除了2008年金融危机期间的占比较低（2008年和2009年的占比分别为1%和3%）。

图19：首次发行与亚洲（按发行人主要经营地点）所有国际债券发行相比



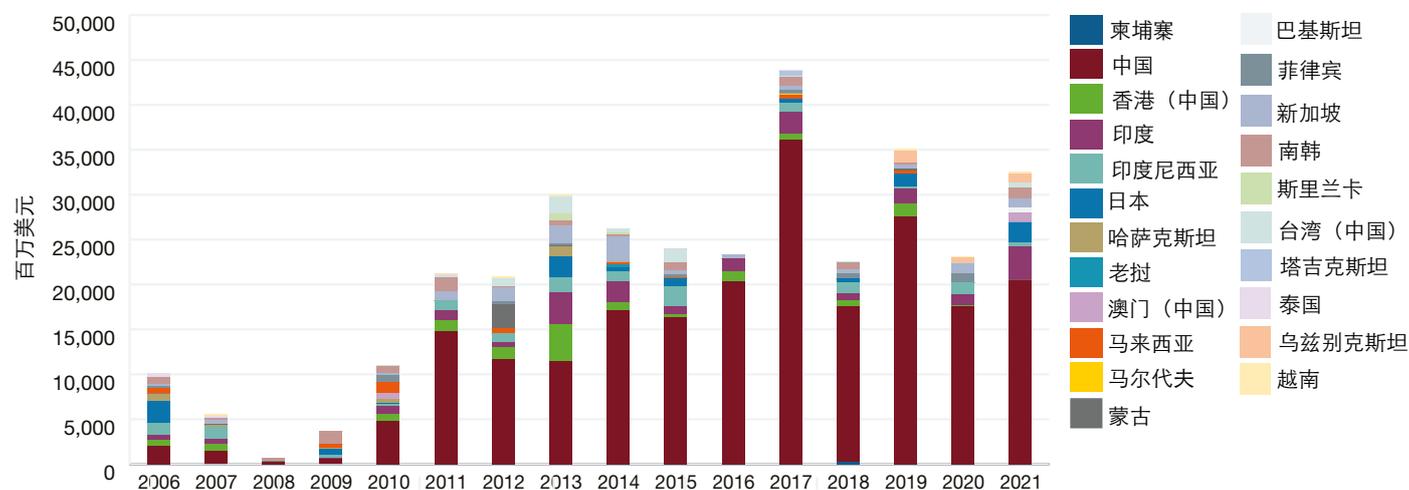
数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

按发行人主要经营地点划分，来自中国的首次国际发行是一股重大的动力，自2011年以来占首次国际发行总额的70%。

在2021年，来自印度的首次国际债券发行是市场的一个主要组成部分。2021年印度首次发行人的发行额为上一年的三倍多，增至37亿美元，打破了2013年36亿美元的纪录。2021年亦有巴基斯坦公司在国际债券市场首次发行债券，是自2006年以来第一次有新的巴基斯坦发行人进入市场。

14 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20：亚洲的首次国际债券发行 - 按发行人主要经营地点分类

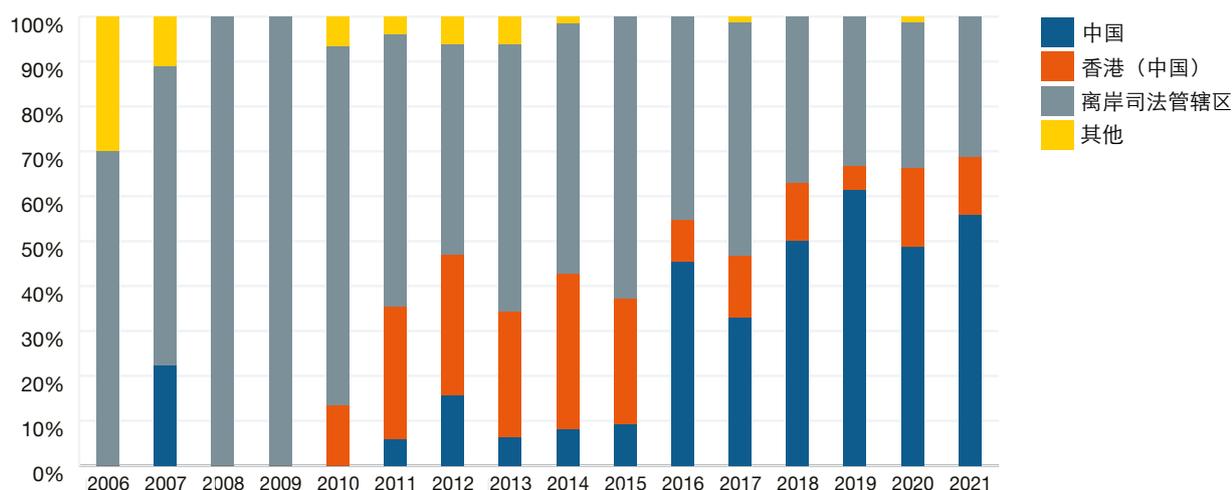


数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

在中国国际债券市场的发展初期，发行人倾向通过在境外司法管辖区（开曼群岛、英属维尔京群岛、百慕大、泽西岛）注册成立的公司进行首次债券发行。到2010年代，发行人转向通过香港实体进行，而后则转为由境内实体直接进行（图21）。有关转变亦可从2010年代初香港实体的发行数量持续上升及2010年代后期中国实体的发行数量不断向上的趋势中看出（图22）。

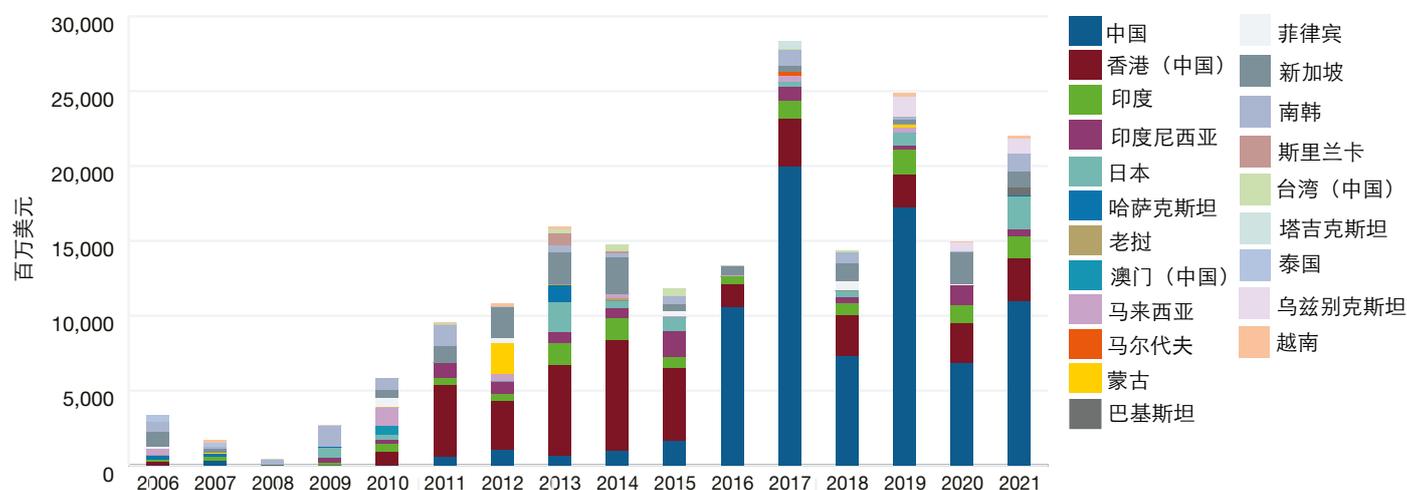
中国的首次发行金额从2020年上升至2021年的210亿美元，当中2021年12月的增速加快，单月增加32亿美元。2021年中国的首次发行中，有39%以备用信用证作为信用增级，部分原因在于国际投资者对维好结构兴趣锐减。

图21：中国的首次国际债券发行 - 按发行人注册地点分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

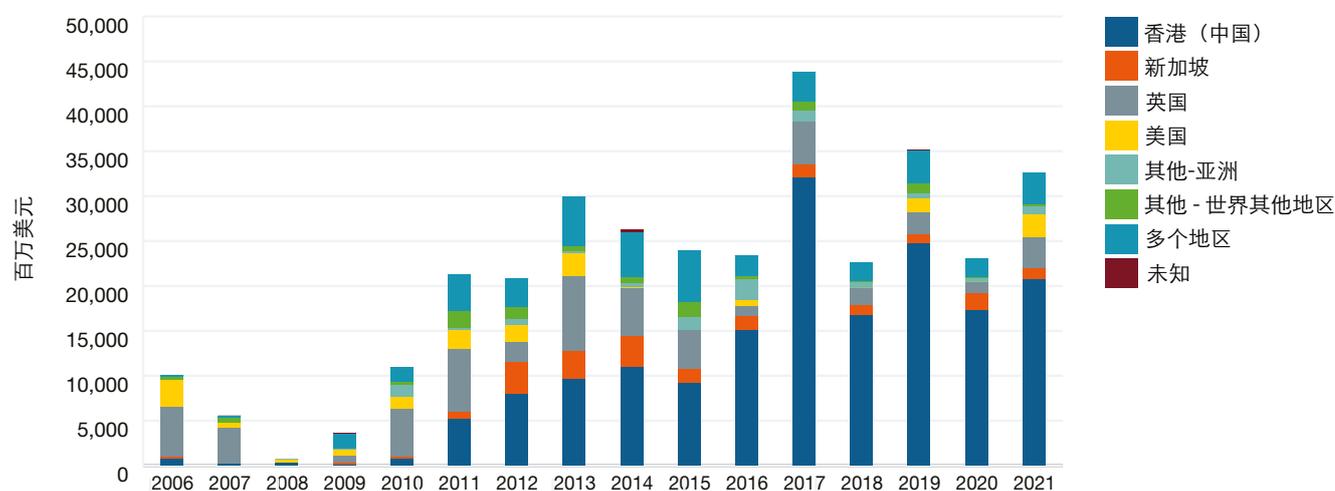
图22：亚洲的首次国际债券发行 - 按发行人注册地点分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

通过为中国企业安排首次发行，香港银行的市场份额有所增加。在过去5年里，有71%的亚洲首次国际发行是在香港安排执行的。

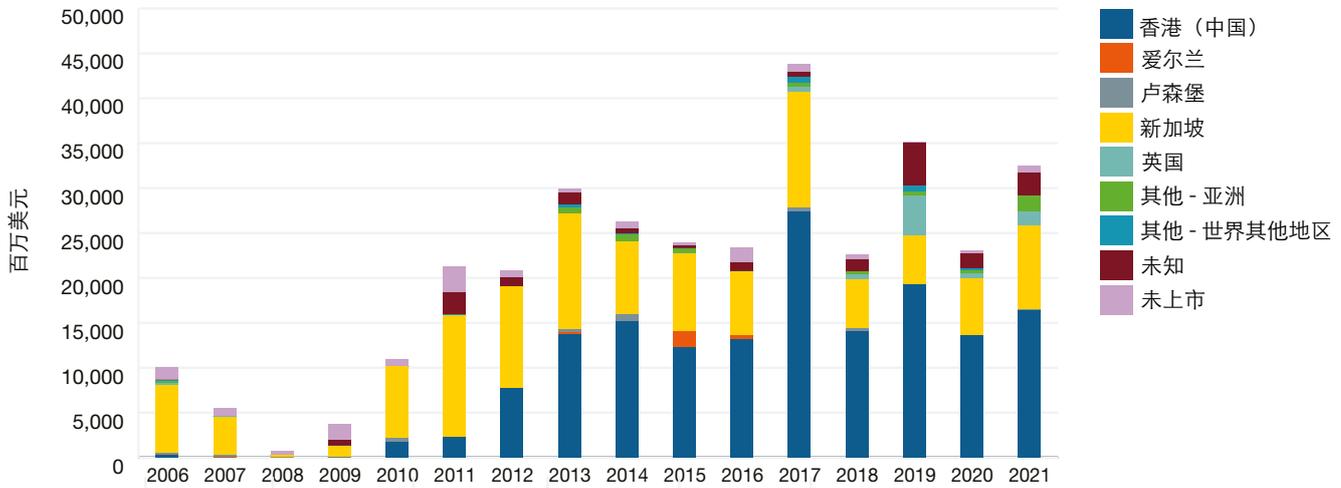
图23：亚洲的首次国际债券发行 - 按主要安排地点分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

首次发行人倾向将其发行的国际债券上市，以接触到最广泛的潜在投资者群体，并在国际市场上留下正面印象。自2017年以来，只有不到3%的首次发行债券未有上市。首选上市地点是香港证券交易所，然后是新加坡交易所。首次债券发行较少选择在欧洲的交易所上市。在过去十年中，选择在香港、新加坡、英国和卢森堡上市的首次发行分别占54%、31%、3%及0.7%。于2021年，有50%的亚洲首次国际债券发行在香港上市，选择新加坡的有29%。

图24：亚洲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（2022年1月）

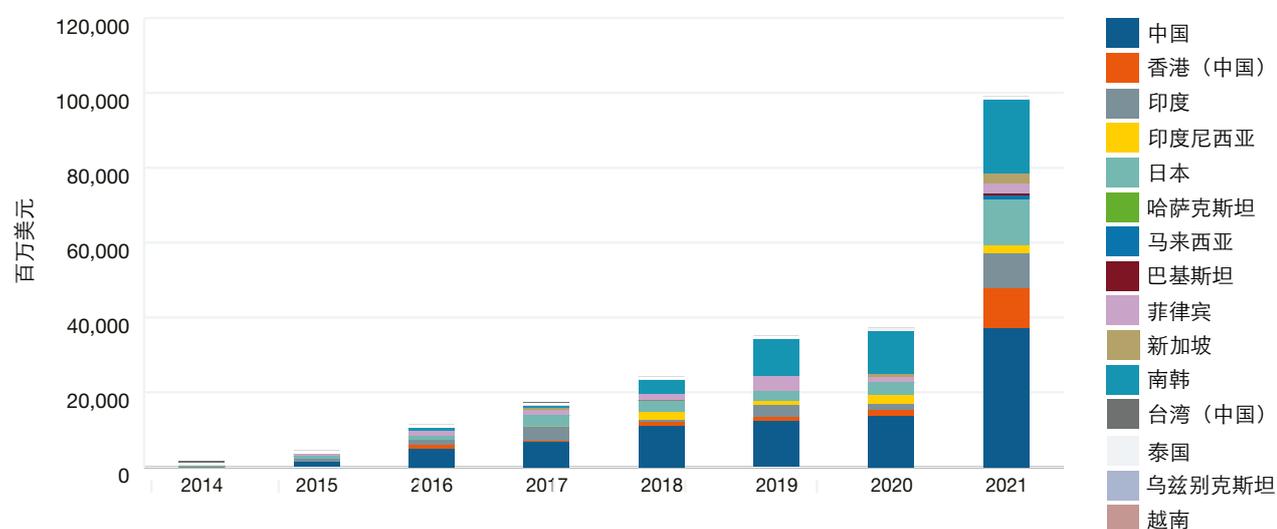
## 绿色债券、社会责任债券、可持续发展债券和可持续发展挂钩债券

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”）近年来正在迅速增长，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》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（这种债券募集所得款项可用于一般企业用途，并预先设有发行人须达成的可持续目标）。ICMA管理着适用于全球的可持续债券产品的自愿性最佳市场实践，发布了《绿色债券原则》、《社会责任债券原则》、《可持续发展债券指引》、《可持续发展挂钩债券原则》、《气候转型融资手册》和相关指引文件。

可持续债券受全球发行人和投资者采纳，加上得到承销商和外部评审机构的支持以及监管机构的激励，可持续债券全球年发行额从2014年的380亿美元增至2021年的逾1万亿美元<sup>15</sup>。

亚洲国际债券市场也出现了类似的势头。在2021年，可持续债券发行额的升势加快，在一年间翻了一倍多至990亿美元（图25）。中国的国际可持续债券发行占亚洲总额的39%，南韩占21%，日本则占12%。

图25：亚洲国际可持续债券发行 - 按发行人主要经营地点分类



资料来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

然而，尽管可持续债券发行增长迅速，但与传统债券相比，其仅占整体债券市场的一小部分，2021年占全年总发行额约11%<sup>16</sup>。在亚洲国际债券市场，可持续发行额占2021年总发行额的16%。当中越南、印度、南韩、香港和中国的可持续债券发行在其国际债券发行中的占比尤其高（表1）。

受访者指出，对于发行人来说，在本地市场还是离岸市场发行可持续债券的主要考虑因素是在岸和离岸资金成本的差异、募集款项的拟定用途地点、发行人以本地投资者还是以投资者基础多元化及提高企业长期形象为目标。然而，有部分受访者提出，大型国际投资者并不在意债券的发行地点，因为他们也有投资很多本地市场的渠道。

表1：可持续债券发行额在国际债券发行额中占比较高的亚洲司法管辖区（按发行人主要经营地点）

司法管辖区	2021年国际可持续债券发行在所有国际债券发行中的占比
越南	57%
印度	44%
南韩	39%
香港 (中国)	26%
中国	17%
亚洲平均值	16%
全球平均值	2021年可持续债券发行在所有债券发行中的占比
	11%

资料来源：ICMA使用Dealogic、Environmental Finance和标普的数据进行的分析（2022年1月）

市场对可持续债券的认识稳步提升。可持续债券发行人通常都有在其整体企业规划中纳入可持续性的内容，并获管理层支持其发行此类债券，以支持相关底层项目或整体可持续性战略。考虑因素包括融资成本、公司声誉以及丰富其投资者

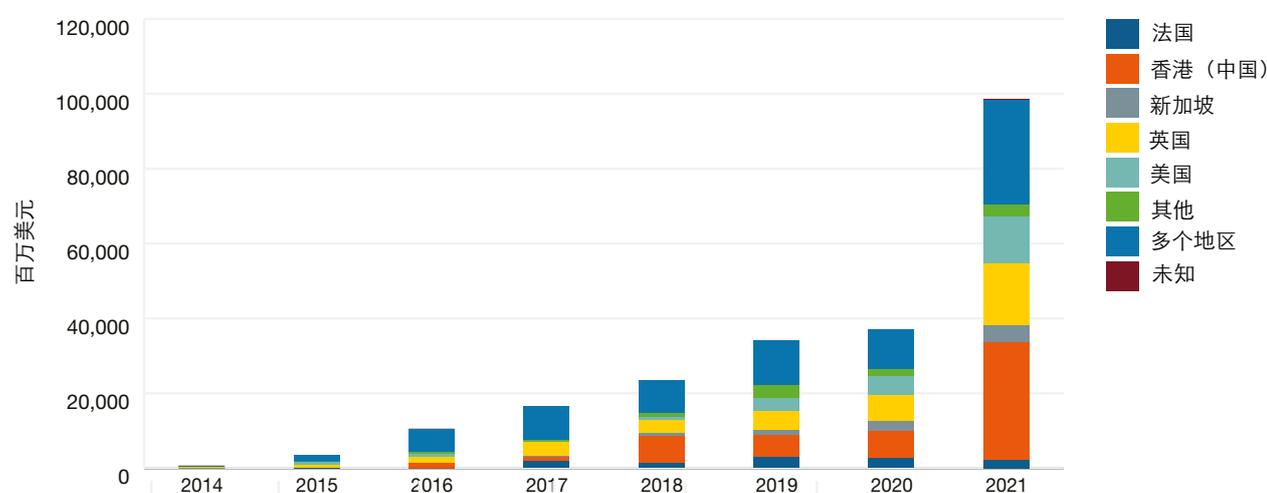
<sup>16</sup> ICMA根据Environmental Finance和标普的数据进行的分析。

基础。受访者预期发行人在未来将发行更多可持续债券。

国际投资者也指出环境、社会和公司治理（ESG）是未来的发展方向。他们欢迎更多的有特定募集资金用途的债券，也对可持续发展挂钩债券的结构抱有浓厚兴趣，后一类债券让他们有机会参与到发行人承诺实现特定目标的过程中来。（有关更多分析，请参见“投资者与分销”一节。）

亚洲发行的国际可持续债券由不同的牵头银行团队安排。受中国发行人的境外发行增长所带动，近年来香港银行的市场份额有所增加。于2021年，大约三分之一的国际可持续债券由香港的银行安排，另外三分之一则由来自不同国家的多家银行共同安排，余下的三分之一由英国、美国、新加坡和其他司法管辖区的银行安排（图26）。

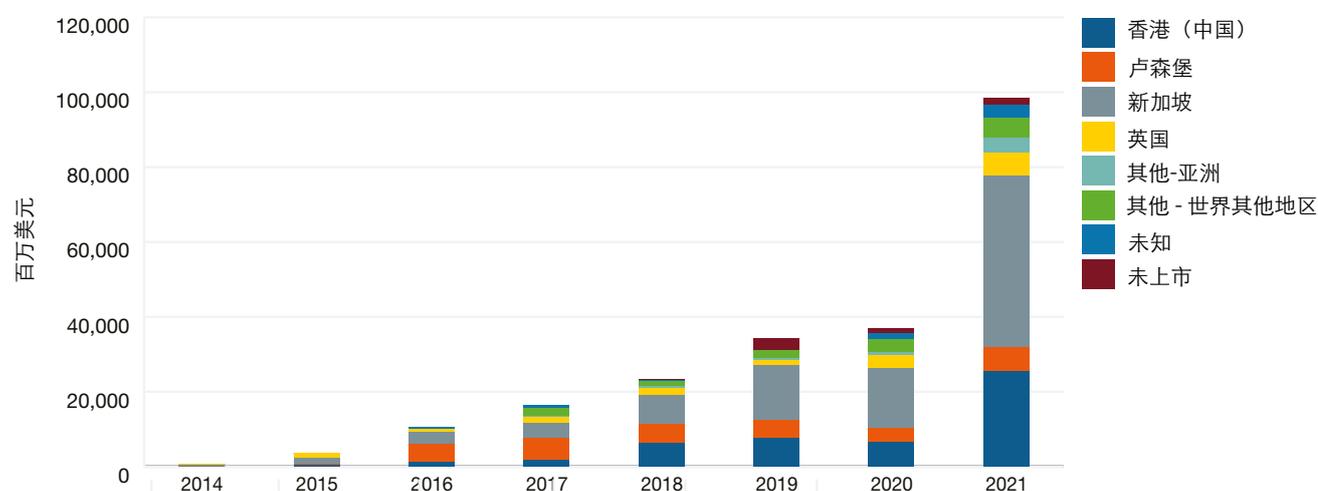
图26：亚洲国际可持续债券发行 - 按主要安排地点分类



资料来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

2021年，几乎所有（94%）国际可持续债券发行均有上市。按上市地点计，其分布与所有亚洲国际债券相似，只是在新加坡交易所上市的可持续债券比例较高，达46%。香港证券交易所占比26%，卢森堡和英国则分别占7%和6%。

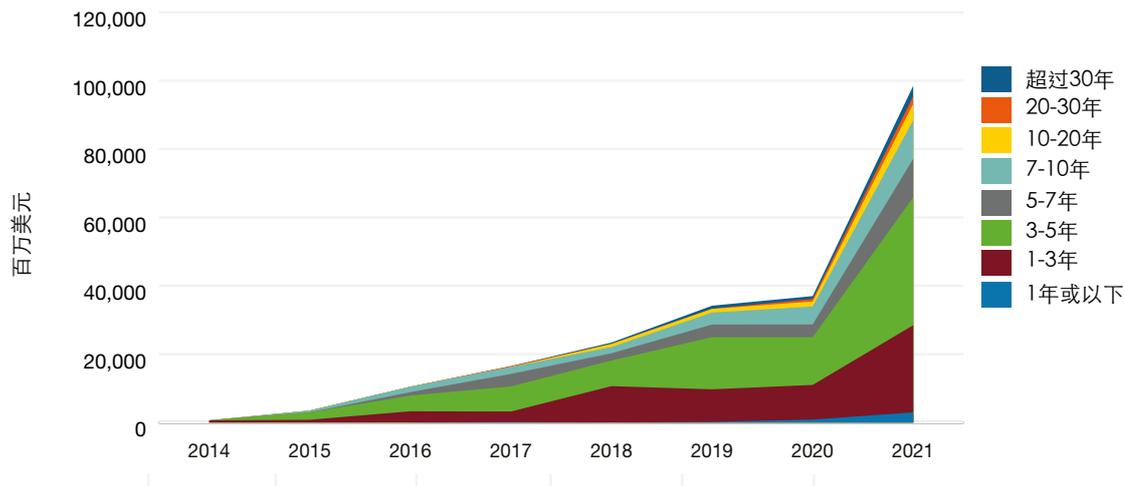
图27：亚洲国际可持续债券发行 - 按上市地点分类



资料来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

与亚洲国际债券总体相比，可持续债券很少以超短期年期（不超过一年）和长期期（超过7年）的形式发行（图28）。原因之一为，有特定募集资金用途债券的所得款项通常会用作投资于长期项目，而可持续发展挂钩债券的特性是其发行人会设立一个中期的目标日期，承诺在此日期前改善关键绩效指标的表现。受访者表示，希望看到更多可持续债券一级市场发行，有助于建立覆盖更多年期的基准曲线。

图28：亚洲国际可持续债券发行 - 按年期分类

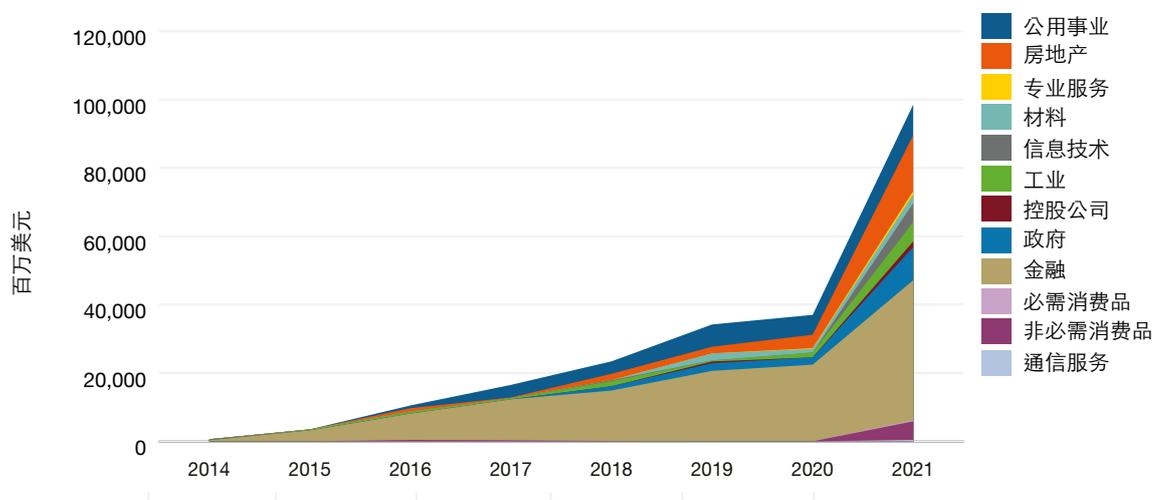


资料来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

自2014年以来，金融业发行人发行的可持续债券占亚洲可持续债券发行额的54%，推动了市场发展。近年来，发行人的所属行业渐渐多元化，房地产公司和公用事业公司的市场份额增加，而一些传统行业的发行人也正在探索用可持续发展挂钩债券为其应对气候转型的工作募集资金。（图29）

根据访谈中的一些非正式反馈，可持续债券发行可享有定价优势（即绿色溢价），视乎其募集资金用途和发行人的信用质量，可有约5-10个基点的溢价。

图29：亚洲国际可持续债券发行 - 按行业分类



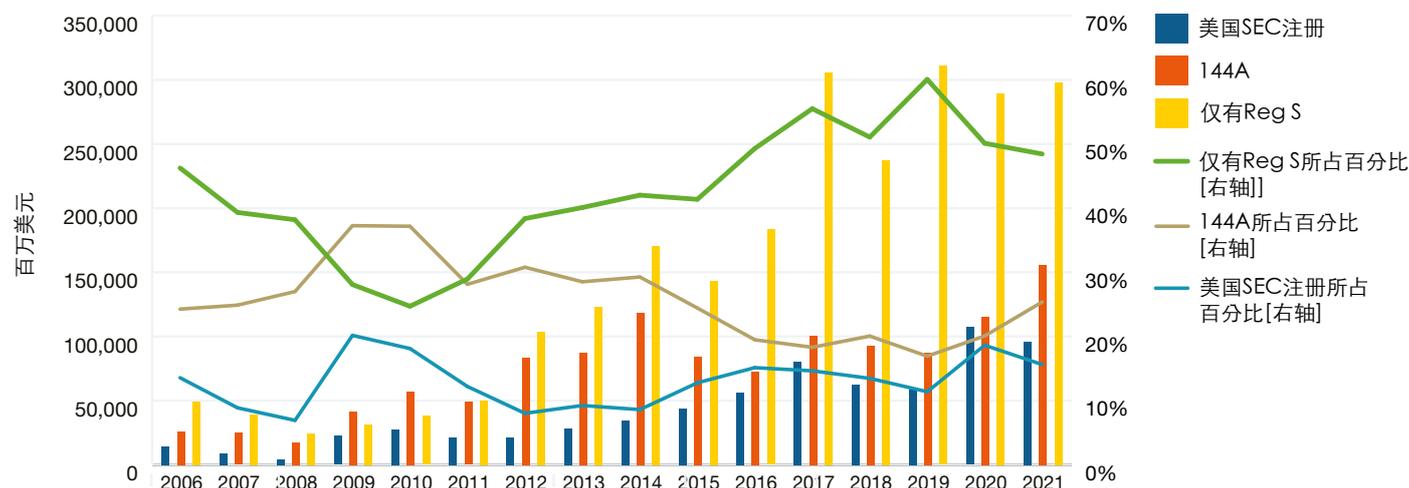
资料来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

## 投资者与分销

国际债券市场在亚洲开始发展，起初有一个“亚洲资金买入亚洲债券”的趋势。类似概念也适用于中国债券。一种直截了当的解释是，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）更熟悉亚洲发行人，并且对分析他们的信用和宏观经济风险抱有自信。例如中国投资者或能更好地判断与有政府关联的LGFV和地方国有企业(SOE)的违约风险。其次，在国际信用评级相同的前提下，亚洲投资者一般更愿意接受投资亚洲发行人、而非亚洲以外发行人的风险（并更容易获得内部审批）。这种“本国情结”并非亚洲独有，在世界其他地区也有所体现。

受访者表示，现在这种本国情结仍然影响着投资者类型，但国际投资者的参与度越来越高。在2000年代初期，银团经理人会推荐发行人以美国144A方式发行大额债券，以确保获得主要国际机构投资者的认购，达到预期的发行规模。多年来，随着越来越多的美国基金经理在亚洲设立办事处及筹集资金，进行144A发行的必要性已不如从前。自2010年起，144A交易的百分比有所下降（图30）。最近，在簿记建档过程中，新发债券吸引100家以上具有不同背景的投资者的情况屡见不鲜。

图30：亚洲国际债券发行 – 美国SEC注册、144A与Reg S



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年3月）

一般而言，由于不需要作出监管报告，我们难以准确地得知亚洲国际债券的亚洲投资者与国际投资者的比例。此外，随着亚洲财富的增长，越来越多的美国和欧洲机构投资者已在亚洲设立专门的办事处及在该地区进行集资。承销团队可能将来自这些亚洲办事处的认购归类为“亚洲”投资者，亦可能归类为国际投资者。总体而言，就一级市场分配中的“亚洲”投资者是否涉及亚洲以外的资产拥有者，或“非亚洲”投资者名下是否涉及来自亚洲客户的投资资金，受访市场参与者持有多种不同意见。

尽管如此，受访者普遍认为：(1)投资者类型更加多样化；(2)亚洲以外的投资者对亚洲新兴市场的兴趣有所增加，体现在投资额和投资者数目方面；及(3)亚洲内的跨境投资占整体分布的份额有所增加。

为进一步促进跨境投资，债券通南向通在2021年9月下旬正式开通。在开通当日，南向投资者即可进行二级市场交易。受访的市场参与者指出，香港已有部分银行完成必要的准备工作，可以促成南向通投资者参与一级债券市场的发行。有部分受访的投资银行家指出，南向通投资者可能于2022年开始参与一级市场的交易。

至于环境、社会和公司治理（ESG）方面，机构投资者对可持续金融的热衷程度日增。许多资产管理公司开始推出以可持续发展为主题的基金，而包括保险公司在内的部分投资者已开始披露可持续性指标、宣布净零目标或对碳密集型行业设有排除政策。同样地，许多银行现时亦已制定了银行层面的可持续发展策略，计划减少其投资组合的总体排放水平。这可能影响银行销售和承销债券的业务策略，特别是在可持续金融及高碳行业债券方面。

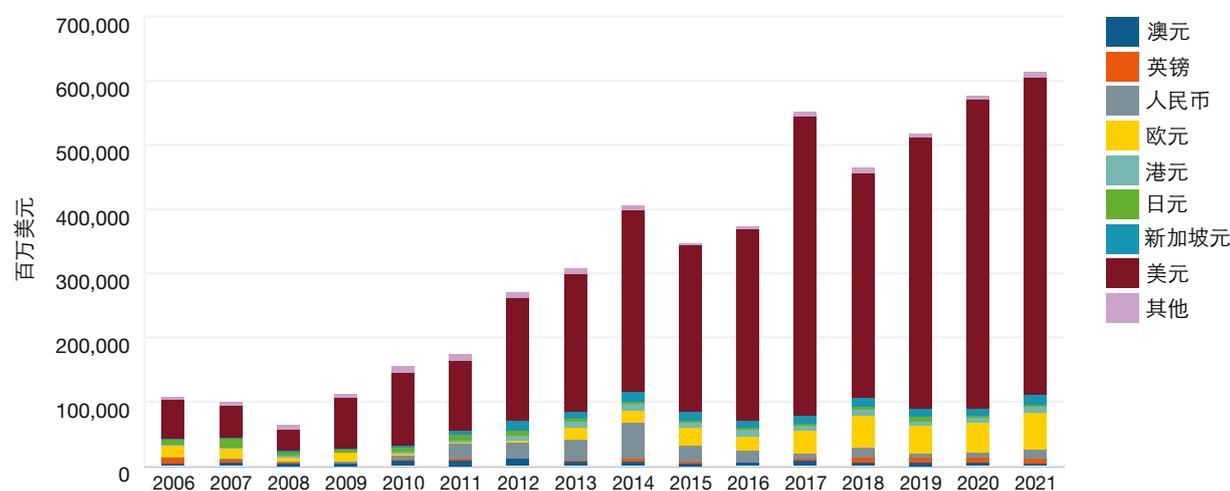
受访者指出，尽管机构投资者对可持续债券发行越来越感兴趣，但信用质量、定价和风险调整后的回报水平仍然是其主要考虑因素。但很多受访者表示，如果所有因素相同，投资者将会偏好可持续债券。与此同时，许多资产管理公司正在招募人才组建ESG团队，在整体信用分析中审视公司层面的ESG表现以及其他ESG参数。部分受访者亦表示，可持续债券的投资者持有该类债券的时间往往更长。

在发行人发行更多可持续债券的预期趋势下，投资者在信用质量和年期方面可能会有更多的选择。

## 币种

亚洲国际债券大多以G3货币计价发行，这一点不足为奇。2021年，以美元计价的发行占有所有发行的81%，其后依次为欧元（10%）、新加坡元（2.4%）、人民币（2.1%）、港元（1.5%）和英镑（1.4%）。

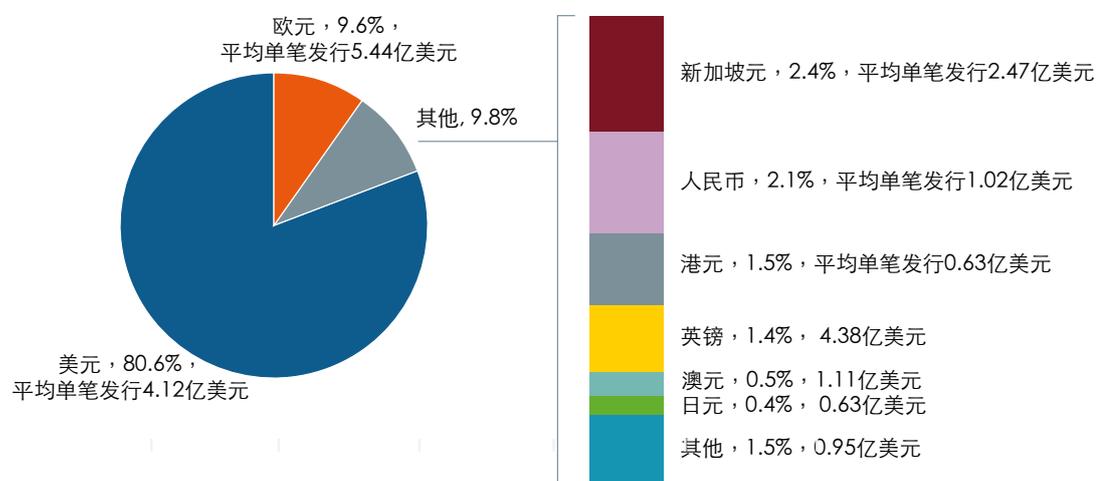
图31：亚洲国际债券发行 - 按币种分类



资料来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

与以本地货币（如人民币）进行的发行相比，硬通货（即美元、欧元和英镑）的充裕流动性让发行人可发行规模更大的债券。发行人不一定会以其业务运营所需的货币发行债券，但通常会考虑所需的发行规模，并权衡换兑后资金成本以决定国际债券发行的币种。

图32：各币种2021年发行比例和平均发行规模



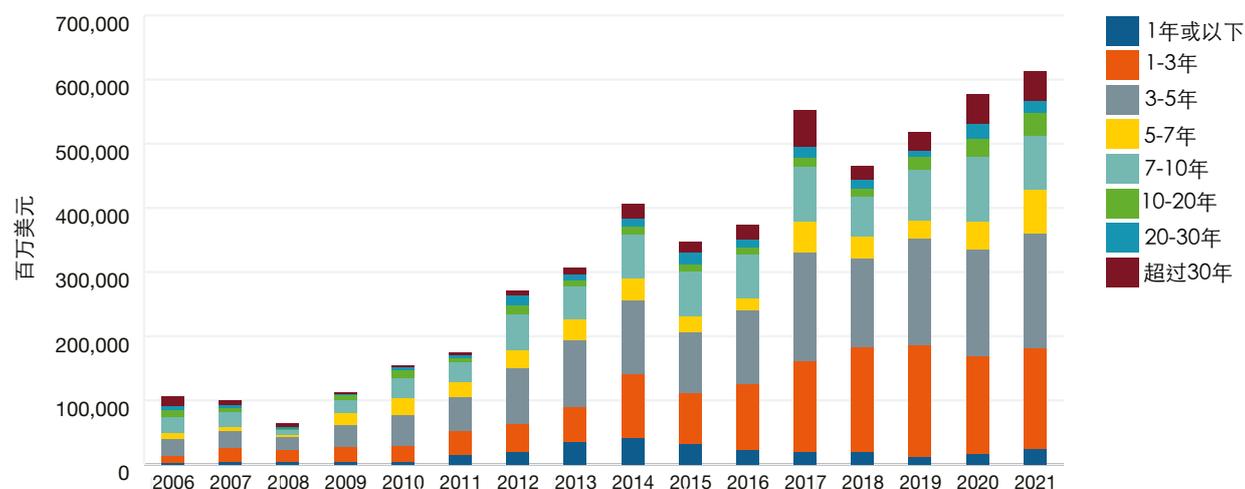
资料来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

## 年期

亚洲国际债券市场以中期债券为主流。2021年的发行中，1-3年期和3-5年期的债券分别占26%和29%。值得注意的是，年期为1年以下的债券主要由中国发行人发行（图34），原因之一是中国发行人须为发行1年期以上的债券进行备案登记。

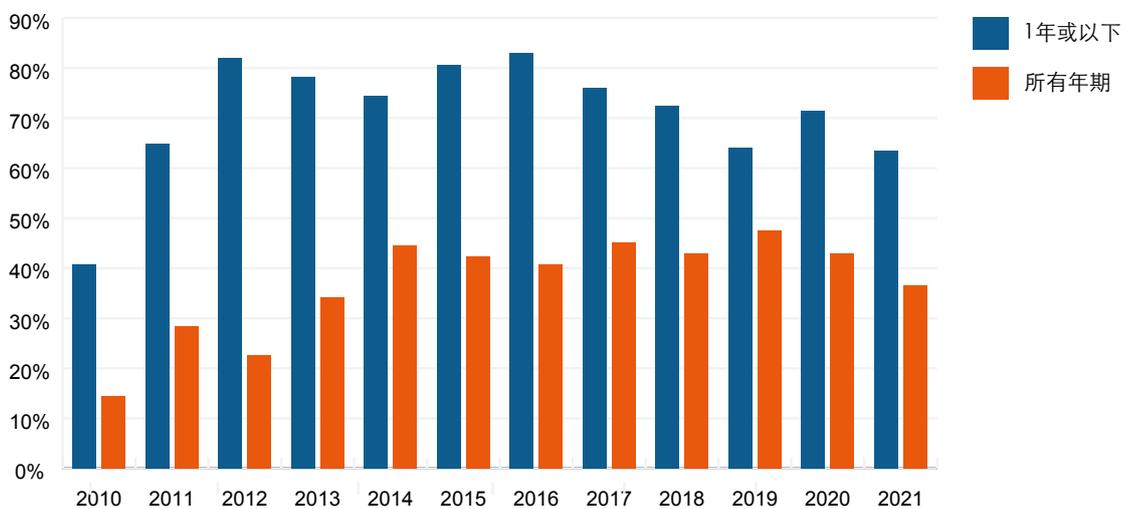
不同类型的投资者对债券年期有不同的偏好。基金通常选择年期贴近5年的债券，而主权、超国家组织及政府机构（SSA）投资者和企业财资部门则倾向选择3年期的债券。人寿保险公司则是长年期债券的主要投资者类别，以匹配其资产负债表上的长期负债。如果长年期债券供应不足，保险公司会转向美国、拉丁美洲和中东等其他市场寻找此类资产。

图33：亚洲国际债券发行 - 按年期分类



资料来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

图34：中国占亚洲国际债券发行的比例



资料来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2022年1月）

# 二级市场

## 概况

一如2021年的报告，在前文介绍了亚洲国际一级市场后，本节将简要介绍二级市场概况。同样地，本节参考了与市场参与者和相关机构的访谈以及市场数据。本节首先评估流动性状况，包括对二级市场结构的简要描述，然后回顾电子交易、对冲和融资市场的发展，并概括市场参与者对过去十二个月市场表现的看法。

## 流动性

亚洲国际债券的二级市场与大多数国际债券市场一样，并非以交易所为基础，其流动性和定价的主要来源由做市商网络提供。做市商主要是大型国际银行以及本地银行和经纪交易商。国际银行倾向于为各种不同国家背景的国际债券提供做市服务，而本地做市商倾向于侧重来自其本国发行人的国际债券。对于G3货币计价的债券，交易部门通常按照行业（例如金融、房地产、工业）而非债券的国别风险来组织其团队。某些国家或地区有其具有代表性的行业（例如，印度主要是银行类发行人，马来西亚主要是能源，而泰国则有很多保险业债券），唯独中国有大量来自各行各业的国际债券发行。一位受访者解释，如果把东盟各行各业的G3发行放在一起，看起来会有些像中国G3市场。许多受访者在谈论亚洲国际二级市场的时候，把该市场分成中国和东盟（或“亚洲除中国”）两个方面加以评述。

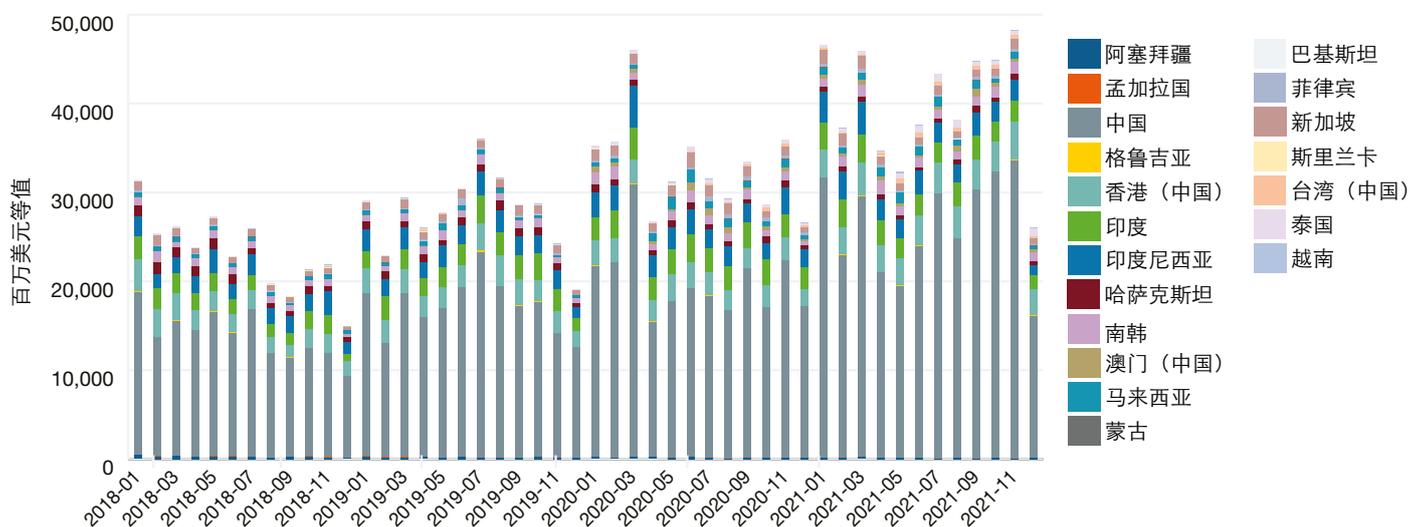
中国国际债券的交易在二级市场活动中占多数（见图35-38），大约占交易量的50-60%（在金融企业债券中甚至可能更高），这点与一级市场结构相近。参与者认为，中国投资级发行往往是二级市场中流动性最强的部分，尤其是金融行业的发行以及中短期债券（对投资者来说的“最佳位置”）。交易商最为集中在这些“恰到好处”的区间中，资产负债表根据风险水平而定，找到双向报价相对容易，交易规模一般可达200至500万美元（平均交易规模请见图27）。1,000至2,000万美元的大宗交易也有机会发生，但通常要看交易商的交易簿情况。

然而，中国高收益债券的流动性要低得多。据市场参与者所述，做市服务往往是由一些国际银行提供，中国交易经纪将资产负债表用于二级活动的意愿或能力相对较低。投资者基础也往往与投资级不同，以追求绝对收益率而非相对价值的中国境内投资者为主，这些投资者注意到同一发行人的境外美元债券和境内人民币债券的收益率可能存在显著且有利的差异（通常相差数百个基点），而这些交易总是买入并持有的。市场参与者指出，国际不良债务基金对中国高收益债券的兴趣日益浓厚，尤其是在中国房地产行业和高收益债券出现信贷波动之后更是如此；他们还指出，高收益债券可以极为波动，价格变动可以相当巨大，特别是当少数专门的做市商决定不再标明价格时。

据市场参与者所述，就其他国家/地区风险而言，南韩和香港发行债券的流动性仅次于中国，其次是印度、印度尼西亚和新加坡。

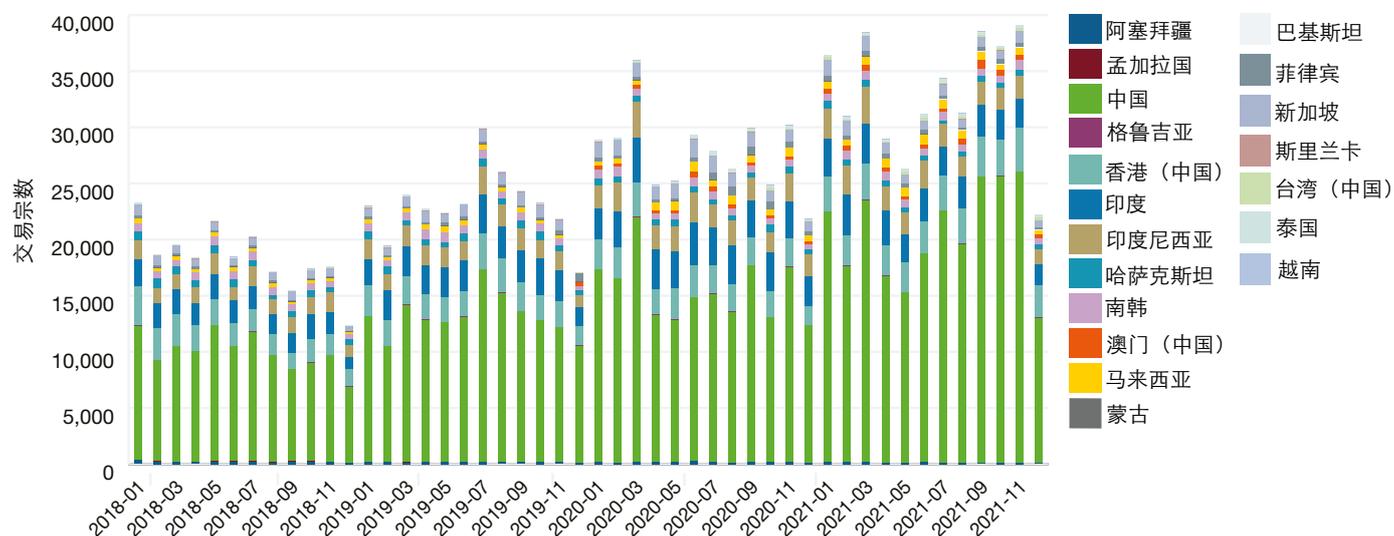
从交易额和交易笔数来看（图35-38），与往年相比，2021年二级市场活动有所增加。这与采访中获得的定性反馈一致，表明二级市场（至少在投资级领域）的流动性正在改善。参与者指出，交易部门得以投入更多的资产负债表，尤其是国际银行。

图35：亚洲国际信用债（非金融企业<sup>17</sup>）二级市场交易额 - 按最终国家/地区风险分类<sup>18</sup>



数据来源：ICMA使用MarketAxess的Trax数据进行的分析（2022年1月）

图36：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/地区风险分类

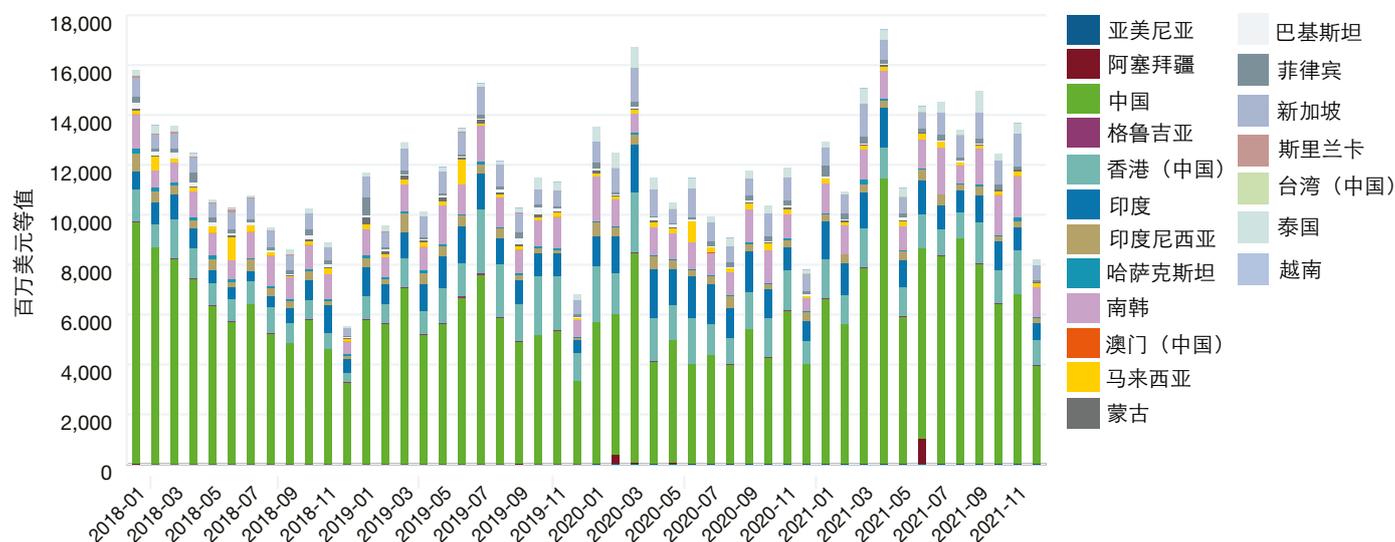


数据来源：ICMA使用MarketAxess的Trax数据进行的分析（2022年1月）

17 非金融企业（NFCs）

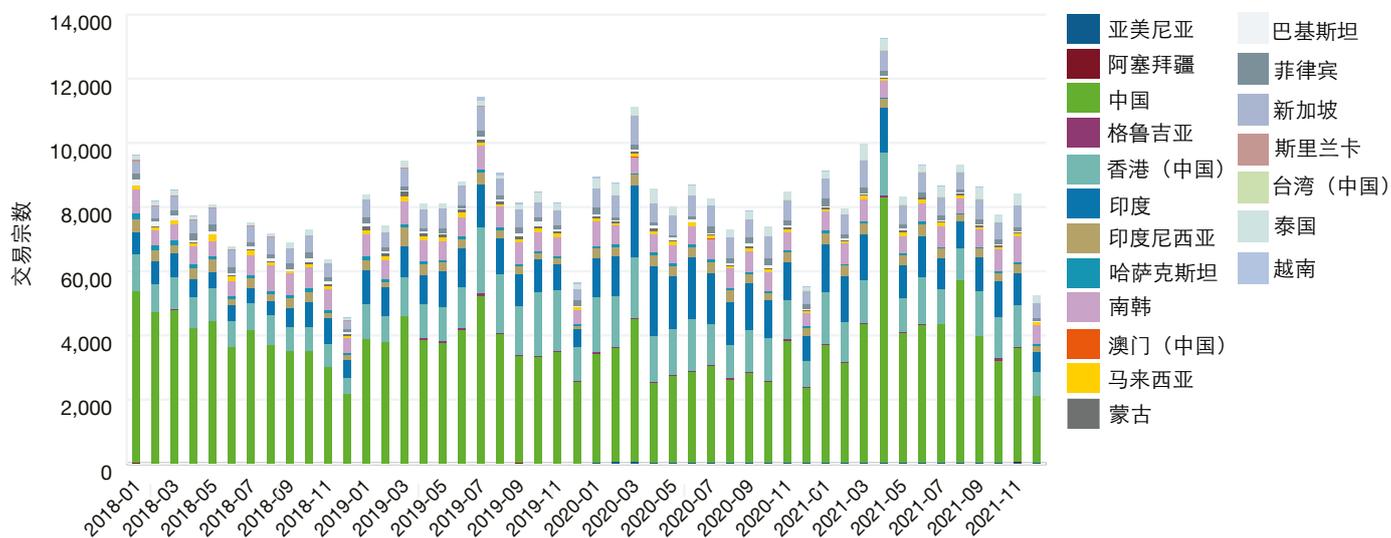
18 Trax 数据对“最终国家/地区风险”的定义为公司发行人或其母公司或担保人（如适用）所在的国家/地区。

图37：亚洲国际信用债（金融企业）二级市场交易额 - 按最终国家/地区风险分类



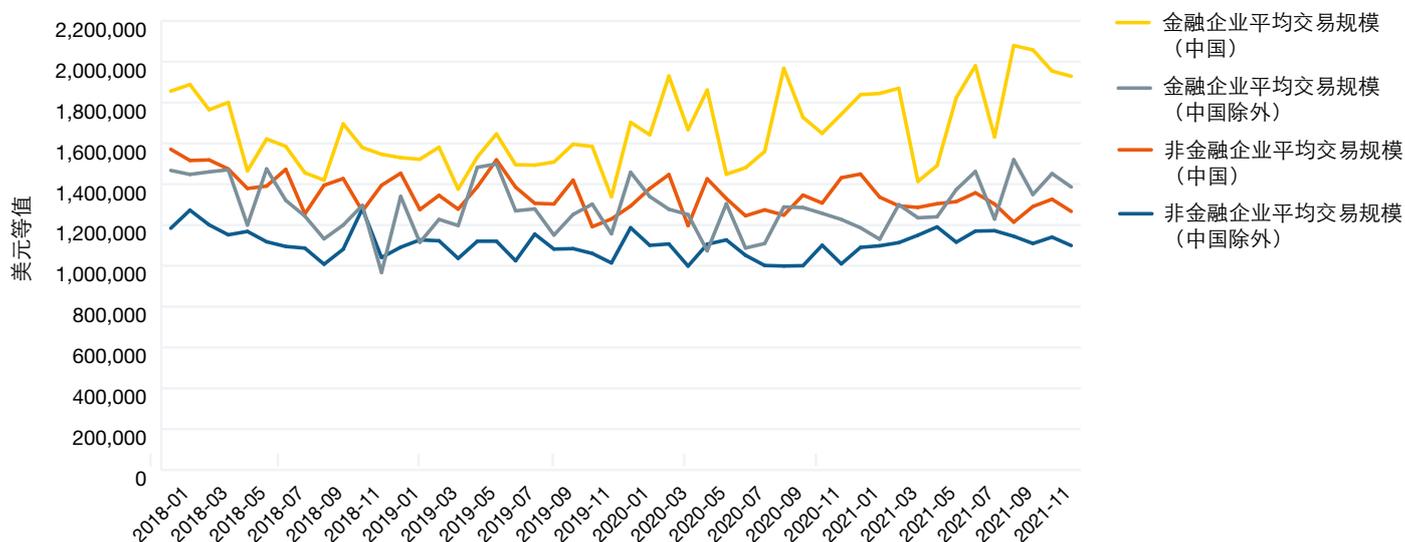
数据来源：ICMA使用MarketAxess的Trax数据进行的分析（2022年1月）

图38：亚洲国际信用债（金融企业）二级市场交易宗数 - 按最终国家/地区风险分类



数据来源：ICMA使用MarketAxess的Trax数据进行的分析（2022年1月）

图39：亚洲国际信用债二级市场平均交易规模



数据来源：ICMA使用MarketAxess的Trax数据进行的分析（2022年1月）

## 电子交易

市场参与者指出，于2020年至2021年，在平台进行的交易有所增加，主流交易场所以外的其他交易场所越来越受欢迎。使用平台交易似乎更多是出于效率原因（平台交易具有直通式处理的优势），而非出于额外流动性的考虑。交易商报价请求(RFQ)是主要模式，与二级市场以交易商为中心的结构一致。一些受访者指出，市场对于“所有参与者对所有参与者”(all to all)报价请求的模式兴趣增加，该模式已在美国和欧洲快速发展，但一位买方机构代表表示，交易的另一端仍然主要是做市商。

参与者亦指出，平台上的交易规模往往相对较小，通常为100万美元或以下。在这些交易规模下，交易商似乎乐意跨平台报价，或可能使用基于算法的自动报价。对于大型交易（尤其是大手交易），其过程涉及更多的谈判，更有可能通过电话或电子“聊天”进行磋商。

尽管没有区域性的汇总记录带(consolidated tape)，但受访者对透明度的担忧甚少并表示流动性“良好”，基于现有的交易前和交易后数据来源以及内部自行采集的数据。

## 对冲和融资市场

促进做市活动的关键因素是对冲信用风险的能力以及为做多和做空融资的能力。

一如上一份报告的访谈结果，参与者表示用于一般信用风险对冲的指数信用违约掉期(CDS)市场的流动性充足，但亚洲信用债的单一名称信用违约掉期(SN-CDS)流动性仍然很低，使得难以对冲特定信用风险。虽然可以为某些较活跃的单一名称信贷找到报价，但可能较难平仓。鉴于一级债券发行和二级市场交易活动的持续增长，SN-CDS流动性匮乏可被视为亚洲国际债券市场结构中的一个关键缺口。

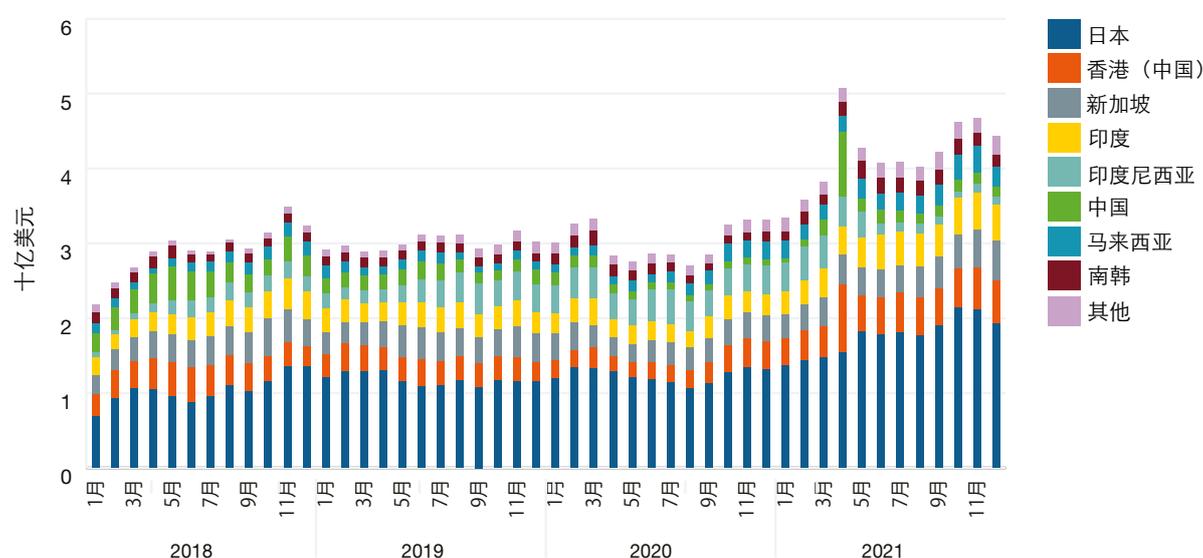
关于回购（包括证券借贷），市场参与者指出2021年市场流动性（至少对于投资级而言）与2020年相比更好。这对于做市商能够为他们没有持有的债券提供报价和流动性尤其重要。

DataLend有关被借出（贷方对经纪）的亚洲国际信用债的数据印证了这一点，该等数据是可以用来估算特定（即空头回补）回购活动的指标（见图40）。被借出的余额在2021年初开始增加，并在2021年3月达到峰值，当中被借出的中国

信用债和香港信用债均出现显著增长。这与其后不久开始（从2021年4月/5月开始）的亚洲信贷利差扩大有关（见图43）。在年内剩余时间里，被借出的余额保持高位，在第四季随着另一波信贷利差扩大再次飙升。

据受访者称，就高收益信用债而言，回购市场仍然面临极大挑战，这在很大程度上可用投资者类型以及不愿将证券借回给市场来解释。这可能也解释了被借出的中国企业信用债余额在房地产行业信用债波动期间没有增加的原因（见图40和43）。另一个有趣的现象是，尽管2021年期间被借出的信用债余额普遍增加，债券市场的利差也同时扩大，可是借入证券的成本（越南除外）仍然相对较低（见图41）。一个可能的推断是回购市场供应良好，但也可能反映了根本无法以任何价格借入市场的部分债券（例如中国高收益债券）的事实。

图40：被借出的亚洲国际信用债的平均余额 – 按发行地<sup>19</sup>分类<sup>20</sup>

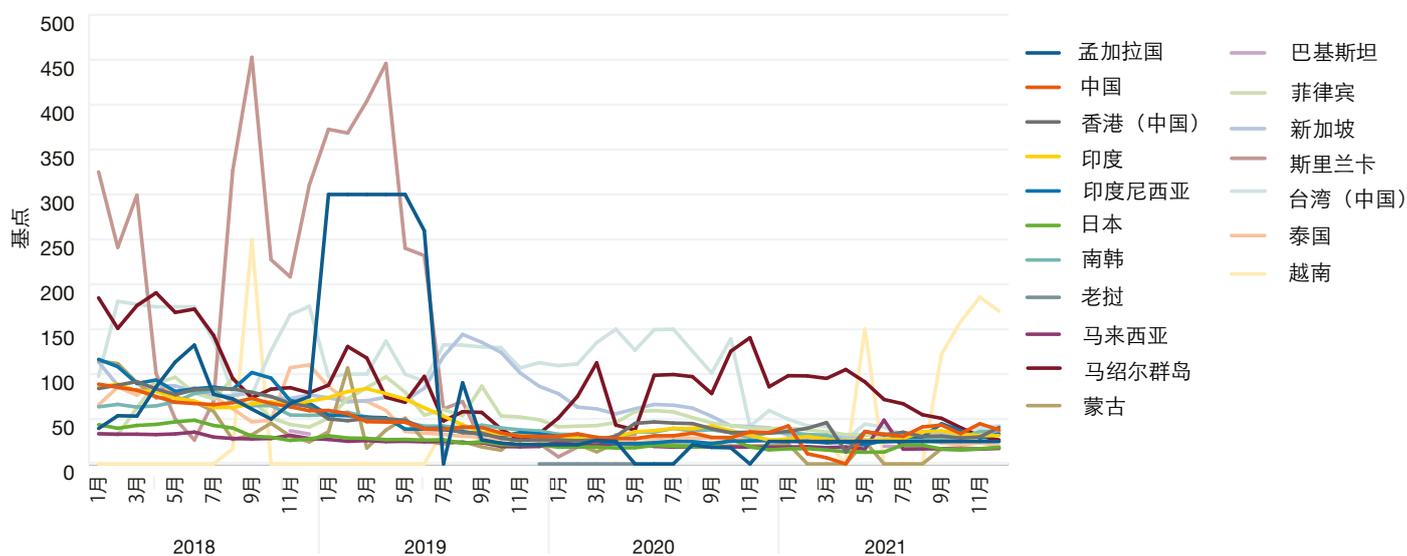


数据来源：DataLend（2022年2月）

19 DataLend 对“发行地”的定义是该证券在哪个国家/地区发行。

20 BondLend平台是最被广泛使用的主要货币信用债回购/证券借贷平台之一，其数据是可用于估算整体市场趋势的指标。

图41：被借出的亚洲国际信用债平均月费 – 按发行地分类



数据来源：DataLend (2022年2月)

## 市场表现

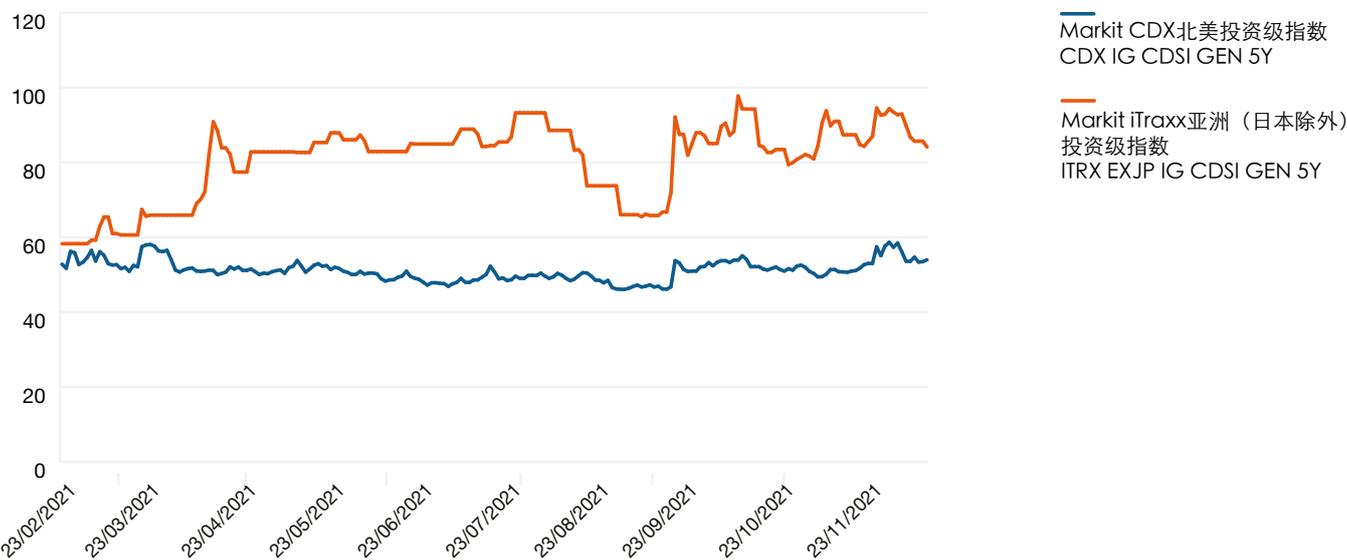
上一份报告指出，亚洲G3信用债市场利差与美国信用债市场的相关性比与本国货币信用债的关系更为紧密，在避险情况下往往表现不佳。这个表述在2021年继续成立，亚洲信用债追随美国 and 全球的利差扩大趋势，但敏感度更高（见图42）。

这使得投资级和高收益的亚洲国际债券利差在2020年3月新型冠状病毒冲击之后几乎直线回撤，并一直持续到2021年年中。

亚洲G3信用债市场在2021年末出现更剧烈的分歧，可能是因为恒大违约引发了对中国房地产行业和其他高收益债券的担忧（见图44）所致。然而，受访者指出恒大是一个特例，经过对中国高收益债券避险反应的更深入的分析评估，他们看到良好的相对价值买入机会。

在2022年初进行访谈时，由于美国缩减量化宽松的计划以及美联储（甚至可能还有欧盟）加息的可能性逐渐反映在市场中，受访者对信用利差的扩大和波动性的加剧有所共识。但普遍看法是，对于内在相对价值的市场（例如亚洲国际债券市场），这并不意味着回归基本面并且对精明的投资者来说是更多的机会。

图42：美国和亚洲投资级信用债的指数信用违约掉期(CDS)



数据来源：ICMA从彭博取得IHS Markit<sup>21</sup>数据而做出的分析（2022年2月）

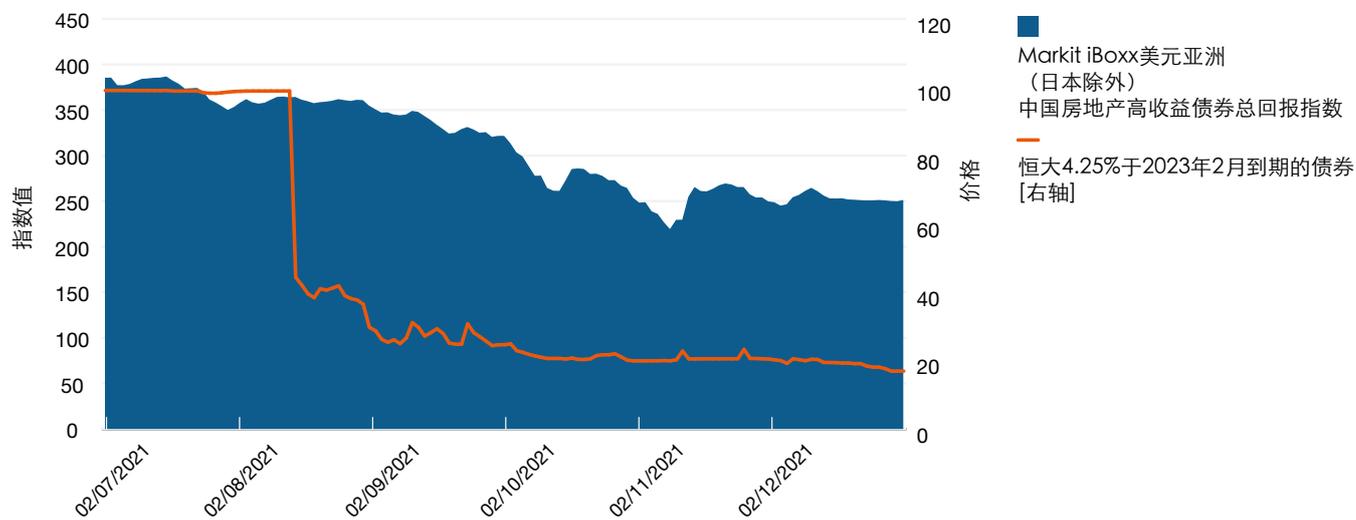
图43：iBoxx信用利差（已就期权调整）



数据来源：ICMA从彭博取得IHS Markit 数据而做出的分析（2022年2月）

21 IHS Markit 现成为标普全球的一部分

图44：中国房地产高收益债券



数据来源：ICMA使用彭博数据进行的分析（2022年2月）

# 结论

---

自2006年以来，亚洲跨境债券市场规模显著增长。从市场供给的角度来看，经验丰富的亚洲发行人愈加通过跨境债券市场融资，首次发行人也源源不绝地涌入该市场，促进了市场在发行人国别（国家或地区）及行业方面的多元化。而且，可持续发展债券是2021年亚洲发行人在国际债券市场上颇为流行的融资工具，有助于发行人拓宽并丰富其投资者基础，同时为可持续发展目的筹集资金。

亚洲各金融中心通过安排一级市场发行、作为一级市场发行的上市场所，并通过国际和本地银行的做市活动提供二级市场流动性，在促进国际债券市场发展方面发挥了重要作用。

来自市场参与者的数据和定性反馈表明，与前一年相比，2021年二级市场活动增加，流动性有所改善。随着使用平台进行的交易增多，加上投资级债券的回购和证券借贷活动增加，将进一步支持亚洲跨境市场的发展。

投资者对亚洲信贷也越发了解和熟稔。尽管2021年个别信用事件带来了一些不利因素，但市场波动建立起有用的统计数据，并引导市场参与者走过学习曲线，提醒市场分散风险并回归基本面。

随着一级和二级市场结构变得更加明确和高效，我们可以预期，亚洲国际债券市场将继续扩大和深化。

不同数据源下亚洲包括的国家和地区：

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DataLend数据：孟加拉国、中国、斐济、香港（中国）、印度、印度尼西亚、日本、南韩、老挝、马来西亚、马绍尔群岛、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、韩国、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