

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 黄斯佳 周文敏 李美婷

离岸人民币债券市场 发展历程、现状和国际比较

阅读摘要

2026 离岸人民币债券市场在 2007 年起步至今已有 19 年的历史。截至 2026 年 6 月中，全球离岸人民币债券存量规模 1.92 万亿元，港澳合计占比超 70%，伦敦、卢森堡和新加坡分居第 3 至第 5 位；政府类发行人发行规模占比长期维持四成以上；一级市场认购资金高度集中于亚太。

比较看，2025 年末在岸人民币债券市场存量规模接近 200 万亿元人民币，国债和地方政府债占比近 50%、合计金融债占比近 70%，超六成债券剩余期限在 5 年内。离岸美元债券市场以欧洲美元债为核心载体，2026 年 6 月中整体规模接近 6 万亿美元，伦敦交易所存量挂牌规模超 6000 亿美元；企业发行人占比达到 40%，中美发行人占比持续超五成、欧洲和日本发行人占比也较高、中东发行人占比近年快速提升。

展望未来，第一，离岸人民币国债和央票延续常态化发行，叠加成本和汇率优势吸引企业及境外机构增加发行，离岸人民币债券供应料延续畅旺；**第二**，投资者结构持续丰富，政策扩容助力离岸人民币债券市场引入长线资金，人民币国际化深化吸引更多国际发行人；**第三**，衍生品及货币市场等多市场联动，离岸人民币生态体系加速成型，持续提升离岸人民币债券交投吸引力；**第四**，金融基建持续完善，为离岸人民币债券市场稳步发展夯实基础。

离岸人民币债券市场发展历程、现状和国际比较

一、离岸人民币债券市场发展历程

离岸人民币债券市场在 2007 年起步至今已有 19 年的历史，以人民币汇率以及人民币-美元利差变动为主线，市场发展大致经历四个阶段：

第一阶段（2007-2009 年）初步探索：离岸人民币债券市场发行“试水”，银行是最早参与者、财政部参与发行。

2007 年 7 月，国家开发银行首次在香港发行 50 亿元人民币债券，拉开离岸人民币债券市场发展序幕，此后中国进出口银行、中国银行和中国建设银行等金融机构纷纷赴境外发行人民币债券。2009 年，财政部发行第一只离岸人民币国债。离岸人民币债券市场初步形成，发展较为谨慎，年均发行量在 100 亿-200 亿元人民币之间，发行人主要为境内金融机构尤其是银行机构。

第二阶段（2010-2014 年）初显成效：利率汇率双优势下，离岸人民币债券市场供需两旺加速发展，内地发行主体拓展至全部非金融机构、外资开始参与。

2008 年金融危机后，全球市场处于流动性宽松环境，人民币利率水平显著高于美元利率，从 2010 年开始，在人民币兑美元升值预期提振下，市场对人民币资产配置需求高增，同时离岸人民币基准利率低于在岸水平，基于离岸人民币债券发行成本较低，市场迅速得以发展。发行主体从中资金融

机构拓展至中资非金融企业、乃至海外企业，例如麦当劳曾于 2010 年成功在香港发行首笔人民币债券，成为首家使用人民币在港发债的外资公司。2012 年，国家发改委发布《关于境内非金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券有关事项的通知》，将发行主体扩大至全部境内非金融机构。

第三阶段（2015-2017 年）市场调整：美联储加息、中美利差收窄叠加人民币汇率阶段承压，离岸人民币债券发行呈降温态势，自贸区债券在上海创新落地。

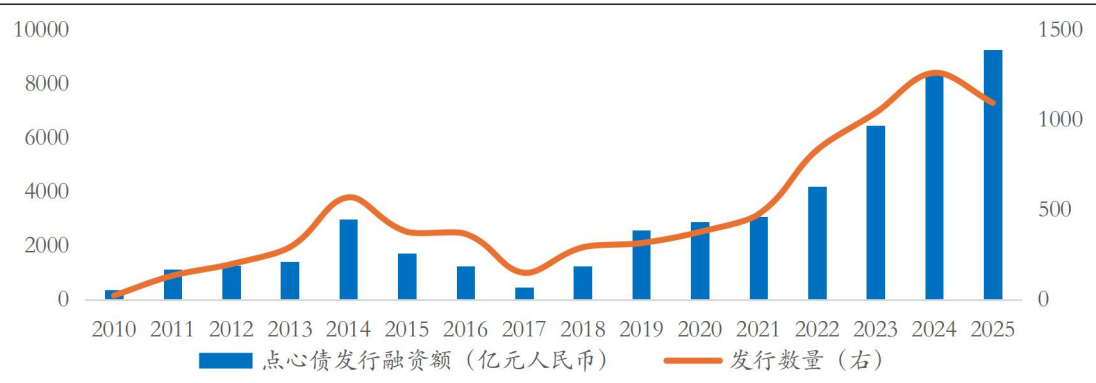
2015 年“811”汇改之后，人民币汇率阶段承压，叠加美联储退出量化宽松政策并启动加息，中美利差缩窄，人民币离岸市场利率高于在岸市场利率，离岸人民币债券发行量阶段回落，到 2017 年仅为 468 亿元，较 2014 年高点发行金额下跌 84%。与此同时，2016 年 12 月，上海市财政局在中央结算公司上海分公司开立债券发行账户，面向上海自贸区区内及境外机构投资者成功发行 30 亿元地方政府债券，自贸区债券作为在岸的离岸市场债券落地诞生。

第四阶段（2018 年至今）再提速：市场与政策双轮驱动下，离岸人民币债券市场规模显著增长，人民银行在港常态化发行离岸央票，香港特区政府持续优化离岸人民币债券发行机制。

2018 年 11 月起，中国人民银行开始在香港常态化发行离岸人民币中央银行票据，官方常态化发行直接推动了离岸人民币债券市场大发展，2018、2019 年经过债务工具中央结

算系统（CMU 系统）在港发行人民币债券的融资额分别为 1238.2 亿元、2582.1 亿元，同比增速 164.6%、108.5%。**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了离岸市场，此外，**2022-2023 年**美联储持续大幅加息，中美利差倒挂，离岸人民币债券融资成本优势凸显，2022 年、2023 年离岸人民币债券发行规模为 4186.7 亿元、6451.5 亿元，同比增长 35.5%、54.1%。**2025 年**，在中美利差延续倒挂、人民币趋势性升值背景下，离岸人民币债券发行融资进一步扩容，全年融资总额达 9253.9 亿元（不包括同业存单），创历史新高，较 2024 年增长 10.5%；其中，国家财政部在香港共发行六期共 680 亿人民币国债（较上年增加 130 亿元），人行在香港发行共 3400 亿人民币央票（较上年增加 650 亿元），占当年离岸人民币债券市场新发融资额的 54%（见图表 1）。

图表 1：历年离岸人民币债券发行规模（亿元）



数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

香港特区政府持续优化离岸人民币债券发行机制，在支持完善离岸人民币收益率曲线的同时，也进一步丰富境外离

岸人民币债券品种。2018 年设立“政府绿色债券计划”、2024 年扩大至涵盖可持续项目并更名为“政府可持续债券计划”，2024 年设立“基建债券计划”、为北部都会区建设等重点项目融资，截至目前已经发行了包括 2 年、3 年、5 年、10 年、20 年和 30 年期的债券，2026 年 7 月推出 7 天期离岸人民币短期债务工具（详见前期报告《香港离岸人民币市场制度创新“再升级”》）。

二、离岸人民币债券市场发展现状及与在岸市场比较

（一）离岸人民币债券市场现状

近年来，离岸人民币债券市场平稳扩容发展，主要体现在发行人和投资人种类的丰富、发行地区的多样、发行规模的扩大以及投资渠道及政策的完善，具体来看：

从存量规模来看，不含同业存单的规模近 2 万亿元。截至 2026 年 6 月中¹，全球离岸人民币债券²共有 3063 只，存量规模达 1.92 万亿元。

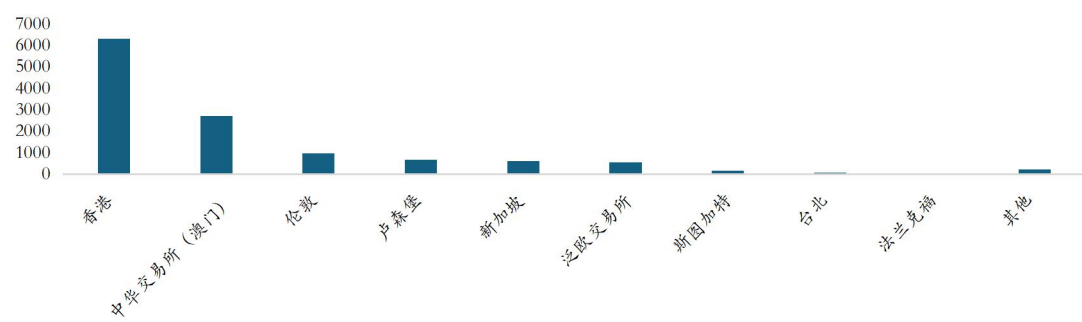
从市场分布看，香港、澳门合计占比超 70%，伦敦、卢森堡和新加坡分居第 3 至第 5 位。香港作为中资金融机构国际化经营的桥头堡，拥有全球最大的离岸人民币资金池，离岸人民币债券存量规模在全球市场中居首位，市场集中度较高。截至 2026 年 6 月中，全球离岸人民币债券存量规模中，香港市场占比超五成。澳门紧随其后，存量占比超过 20%，

¹ 截至 2026 年 6 月 17 日，来源于彭博。

² 指排除同业存单的广义离岸人民币债券，除在中国香港发行的狭义点心债外，还包括在中国台湾、新加坡、卢森堡、中国澳门等地发行或上市交易的离岸人民币债券，以及在内地自贸区发行的离岸人民币债券（“明珠债”）。

成为离岸人民币债券市场的另一关键融资平台。澳门市场起步较晚，专营债券业务的中华交易所自 2018 年末才正式设立，但近年离岸债券市场增长势头强劲（见图表 2）。伦敦离岸人民币债券存量规模位居第三位，卢森堡、新加坡居第四和第五位。

图表 2：离岸人民币债券存续规模按交易所分类（亿元）（截至 2026 年 6 月中）

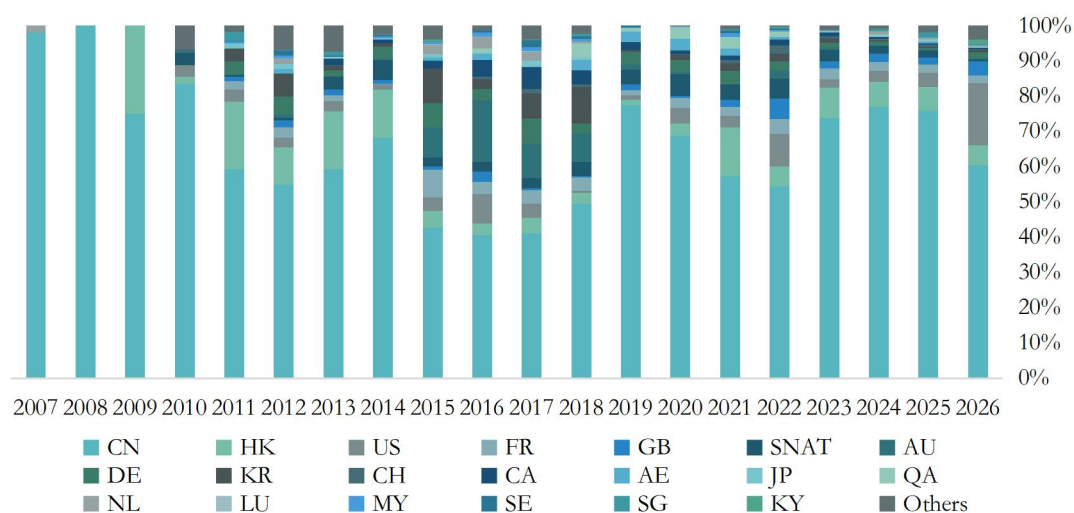


数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

从发行人涉险国家/地区³来看，离岸人民币债券市场长期由中资主体占据主导地位（占比超六成），美国发行人占比快速提升至超过 15%。2023-2025 年境内中资主体发行规模占比连续三年超过 73%；2026 年（截至 6 月中）发行规模占比为 60.4%，较前期有所回落。在外资参与层面，境外发行主体结构持续多元化，其中，美国发行主体的市场份额显著抬升，2023-2025 年其发行规模占比均值为 3%，至 2026 年（截至 6 月中）该比值跃升至 17.8%，境外主体融资参与度显著提升。此外，风险属地为中国香港的发行主体占比近年稳定维持在 5%-8% 区间（见图表 3）。

³ 指发行人风险涉及国家/地区或领地，彭博采用 10 分制法为该指标打分，包括管理层地点、上市地点、最大收入地点以及报告货币。

图表 3：2015-2025 年离岸人民币债券发行规模占比（按涉险国家/地区分类）



数据来源：香港金管局、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

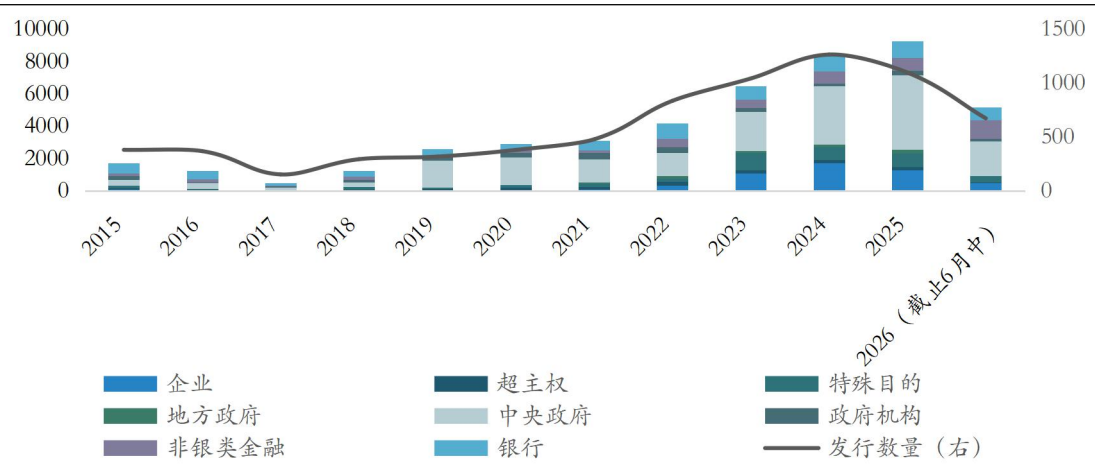
从债券发行人类别来看，政府类⁴发行人始终占据市场主导地位、发行规模占比长期维持四成以上，且于 2025 年触及 50% 的阶段峰值，非银类金融机构发行规模快速提升。具体看，在市场和政策驱动下，财政部和人民银行在港发行离岸人民币债券逐渐常态化并持续扩容。2021-2025 年，人民银行在港发行离岸人民币央票 1200 亿元、900 亿元、1100 亿元、2750 亿元、3400 亿元，财政部发行离岸人民币国债 200 亿元、125 亿元、400 亿元、550 亿元、680 亿元。地方政府发行积极性持续提升，2021 年深圳市政府开创离岸人民币地方债券发行先河，此后海南、广东等省级政府接续赴港发行。与此同时，企业发行活跃度有所波动，2021 至 2024 年实体产业跨境融资需求持续释放，发行规模及占比均逐年走高，企业类⁵发行规模占比从 2021 年的 3% 快速攀升至 2024

⁴ 包括地方政府、中央政府和政府机构等。

⁵ 包括工业、公用事业、交通产业等。

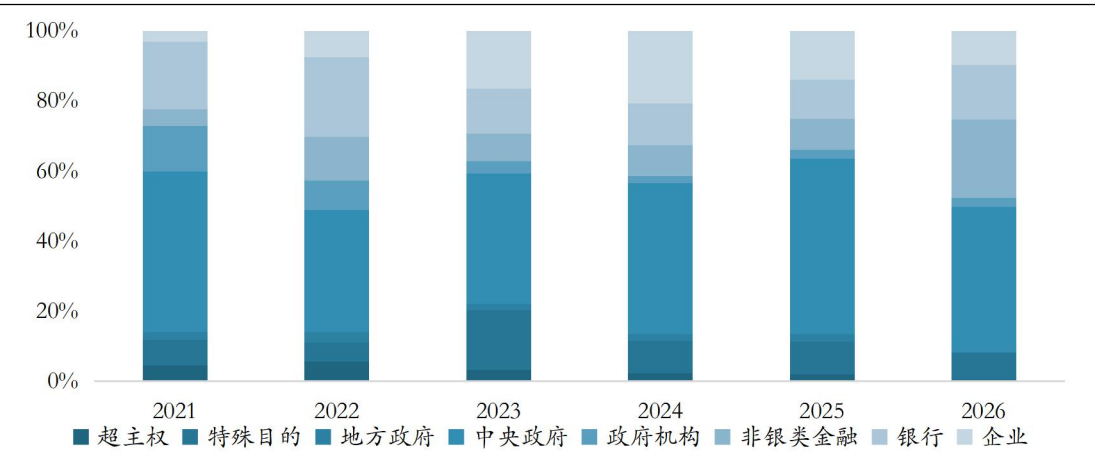
年的 21%，随后 2025、2026 年（截至 6 月中）有所降温，分别逐步回落至 14%、10%。非银类金融机构发行近年发行规模**逐渐攀升**，2022-2025 年发行占比平均为 9.5%，2026 年（截至 6 月中）发新规模占比激增至 22%，反映出非银类发行人融资活跃度的显著提升。相比之下，银行类⁶发行人发债节奏**整体平稳**，2023-2025 年发行规模占比保持在 11%-13% 区间（见图表 4-5）。

图表 4：2021-2025 年离岸人民币债券发行情况（按发行人行业分类，亿元）



数据来源：Bloomberg 、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（2026 年数据截至 6 月中）

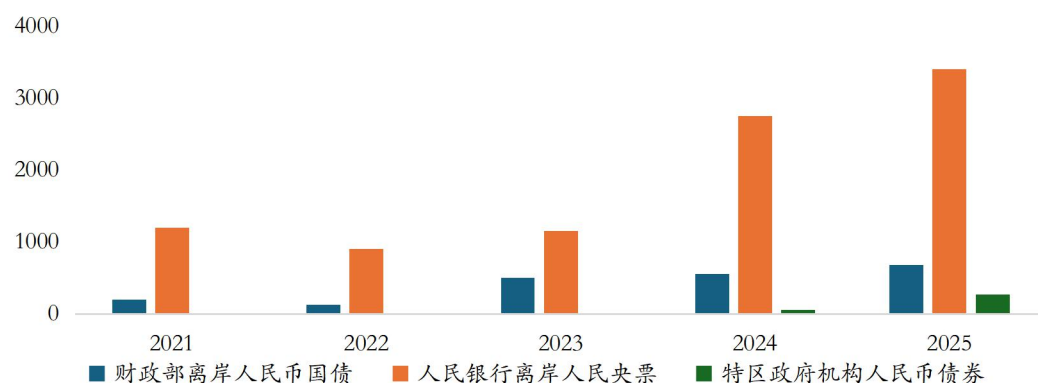
图表 5：2021-2025 年离岸人民币债券发行规模按发行人行业分类



数据来源：Bloomberg 、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（2026 年数据截至 6 月中）

⁶ 市场化经营的银行业机构。

图表 6：2021-2025 年离岸人民币国债、离岸人民币央票及特区政府机构人民币债券融资发行额



数据来源：香港金管局、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

从投资者结构来看，一级市场认购资金仍高度集中于亚太。以中国财政部 2026 年 5 月在香港发行的 60 亿元人民币绿色主权债券为例，亚太区域投资者占比 80%，欧美、中东等非亚太投资者仅占 20%，国际化资金参与多元性仍有提升空间；按类别划分，主权类、银行、资管保险机构占比分别为 31%、47%、20%⁷。此外，随着债券“南向通”开放，境内投资人持续为离岸人民币市场带来增量资金。

从债券种类来看，离岸人民币债券在发行品种上不断突破创新，逐渐形成绿色债券、蓝色债券、社会责任债券、可持续发展、特色主题债券（如大湾区、自贸港主题）等多样化体系。2021 年，深圳市政府发行的 50 亿离岸人民币地方政府债券中有 39 亿元绿色债券，这是全国首笔离岸人民币地方政府绿色债券。2022 年 10 月，深圳市政府、海南省政府开创性发行绿色和蓝色离岸人民币债券。离岸人民币社会责任债券方面，2022 年香港按揭证券发行全球首笔以港元+

⁷ 参考：https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202605/t20260529_3990821.htm

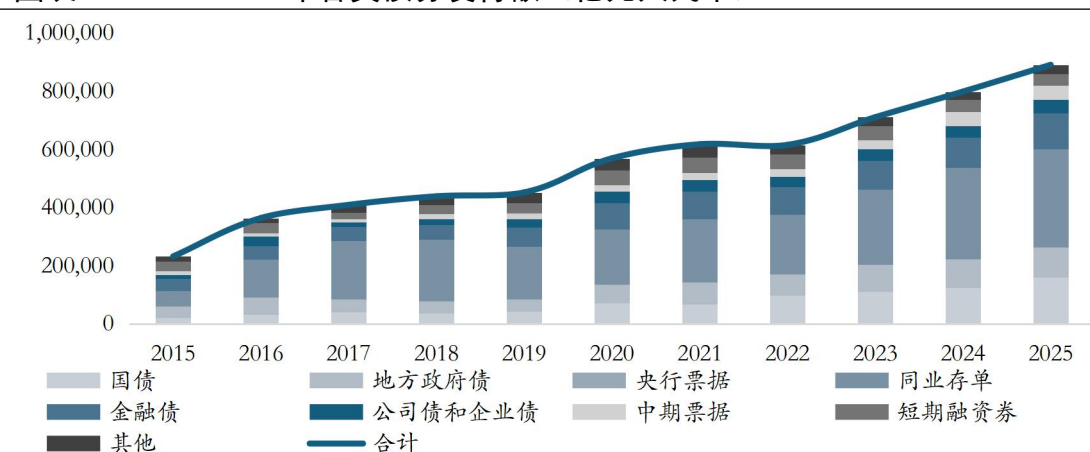
离岸人民币发行的双币种社会责任债券；2023年8月深圳市政府发行内地首单地方政府离岸人民币社会责任债券；2024年6月，临港集团发行8亿元的全球首单非金融企业离岸人民币社会责任债券。**2024年以来特色主题债券亦持续扩容：**深圳陆续发行低碳城市主题离岸可持续债券、大湾区主题可持续发展债券，广东省在澳门发行横琴合作区配套专项离岸债，海南推出全国首单离岸人民币航天主题地方政府债券等，离岸人民币债券多元化产品矩阵持续完善扩容。

（二）在岸人民币债券市场现状

根据 WIND 统计，2015-2025 年在岸人民币债券发行额波动走升，**年均复合增速达到 14.4%**，其中，国债发行量增速最快、年均复合增速达到 22.5%，2025 年末存量规模接近 200 万亿元人民币。

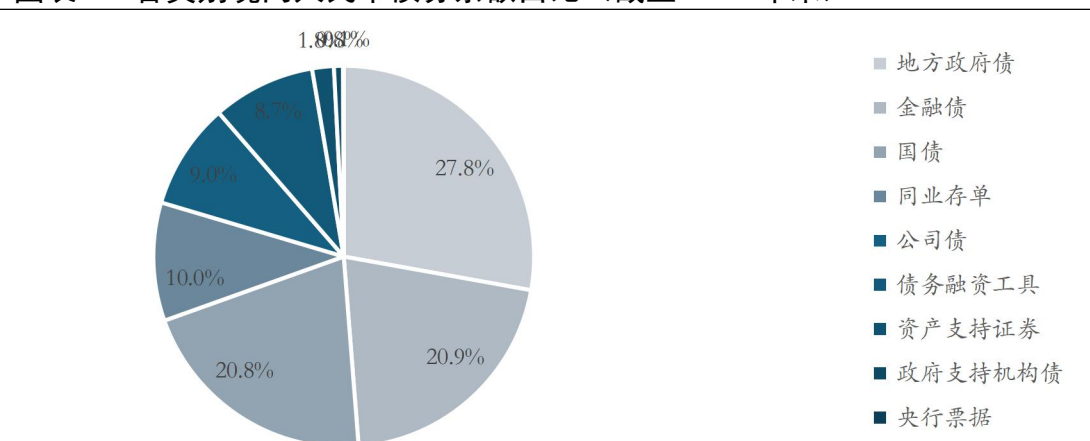
从存量来看，截至 2025 年末，内地人民币债券市场余额为 196.3 万亿元人民币，其中，中债登托管债券余额占境内债券市场总额的比重为 65.5%、上清所托管余额占比为 25.4%；债券类别方面，国债占比 20.8%、地方政府债占比 27.8%、金融债占比 20.9%，是占比最大的三个类别（见图表 7-8）。

图表 7：2015-2025 年各类债券发行额（亿元人民币）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 8：各类别境内人民币债券余额占比（截至 2025 年末）



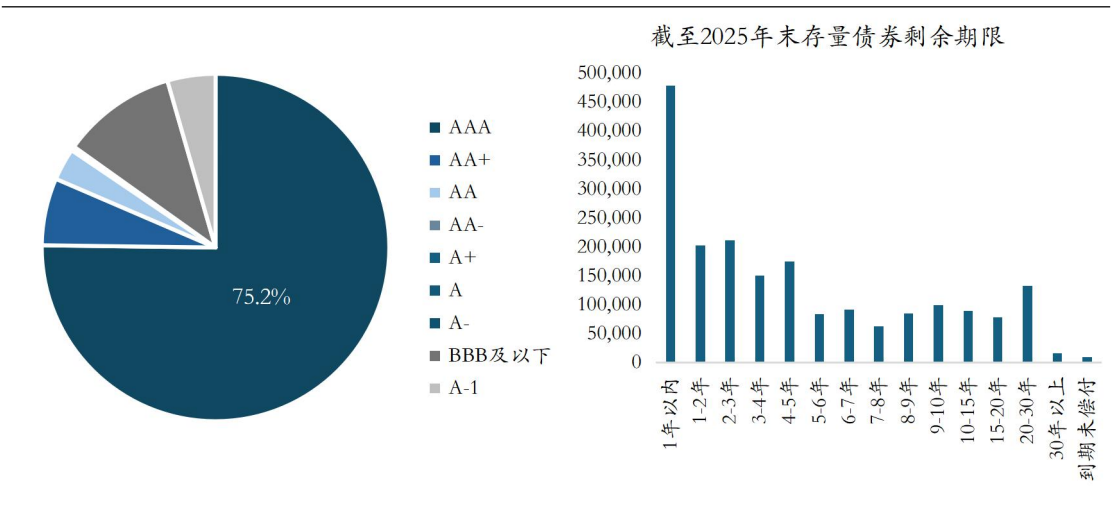
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

从债券评级来看，七成左右无评级，有评级债券的评级普遍较高。2015-2025 年间发行的境内债中，73.1%的债券无评级，在有评级的债券中，AAA 级占比最高、占有评级债券发行额的 75.2%、AA+级占 6.3%，BBB 及以下评级较低的债券占 10.7%，短期债券只有 A-1 评级、占有评级债券的 4.5%。

从债券期限来看，截至 2025 年末，超六成债券剩余期限在 5 年内，其中 1 年内到期的债券余额达到 47.8 万亿

元、占比 24.4%，剩余期限 5-10 年的债券余额占比 21.5%，到期未偿付余额占比 0.5%（见图表 9）。

图表 9：境内债券评级、到期期限

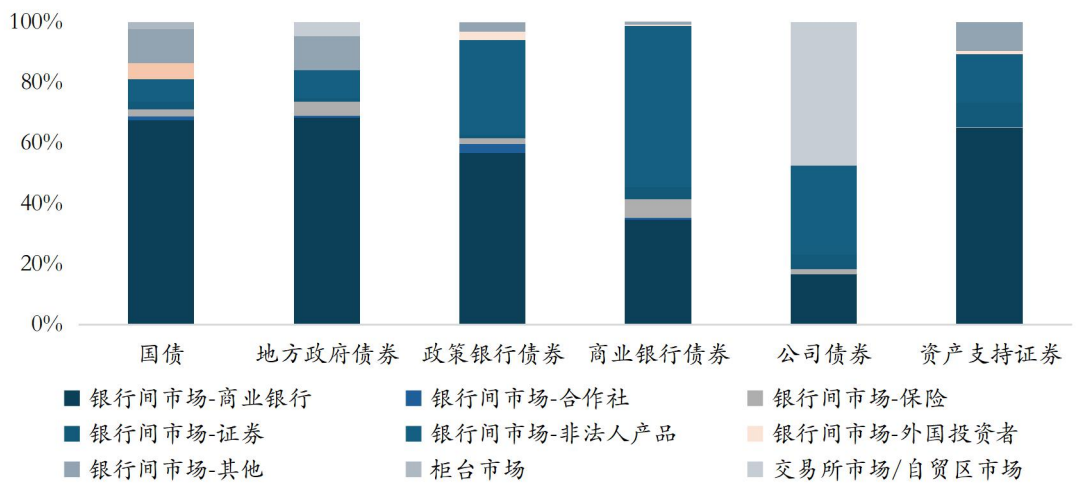


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

从投资者结构来看，根据中债登公布的数据，商业银行是境内债券市场最主要的参与者，截至 2025 年末（下同），商业银行持有债券占银行间市场存量债券的 66.3%、占中债登托管全部债券的 63.4%，其次为非法人产品（包括商业银行理财、资管计划等）持有债券占银行间市场存量债券的 15.4%、占中债登托管全部债券的 14.8%，外国投资者占比仅为 2.3%、2.2%，具体看外国投资者持债情况，其中，外国投资者持有国债比例最高、为 73.0%，其次为政策性银行债券、占比 25.9%。根据上清所公布的数据，针对上清所托管的债券种类，持债比例最高的非法人产品、占比 44.3%，其次为存款为金融机构、占比 27.7%，境外机构持债比例仅为 1.4%，境外机构持有的债券中，有 81.2%为同业存单、7.8%为熊猫债、6.0%为金融债（见

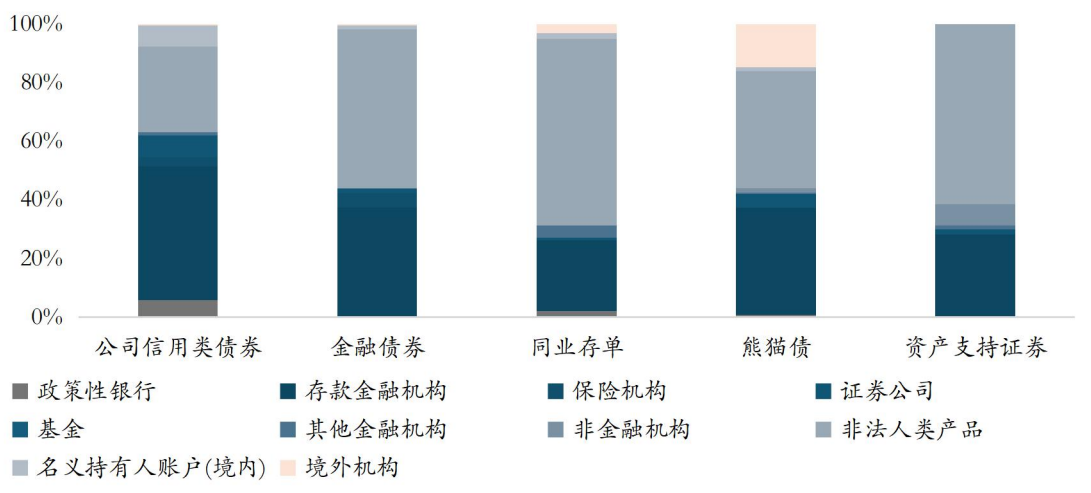
图表 10-11)。

图表 10：中债登统计投资者持债结构（截至 2025 年末）



数据来源：Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 11：上清所统计投资者持债结构（截至 2025 年末）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、离岸美元债券市场发展现状及与离岸人民币债券市场的比较

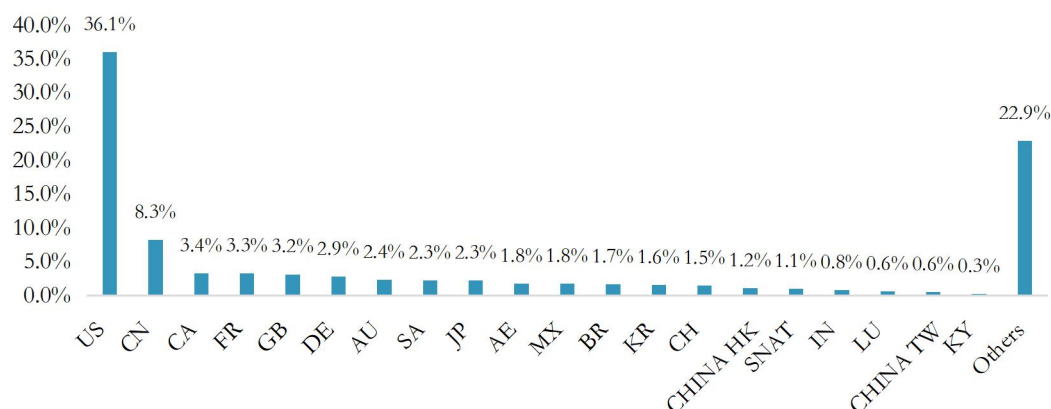
离岸美元债券市场以欧洲美元债为核心载体，欧洲美元债券泛指发行主体在美国境外发行、以美元计价的债券，其离岸发行逻辑可简单类比离岸人民币债券市场。

从存量来看，整体规模接近 6 万亿美元，本土美国企业级机构是最大发行主体，中国、加拿大、法国、英国发行主体排名靠前。截至 2026 年 6 月中，全球离岸美元债券市场存量约 5.9 万亿美元，市场体量庞大，发行主体覆盖全球多国。存量债券中：

（1）按涉险国家/地区划分，本土美国企业与机构是离岸美元债最主要发行群体，存量占比高达 36.1%。中资美元债市场存量规模亦较大，占全球离岸美元债券市场总存量的 8.3%，排名第二；加拿大、法国、英国存量排名相对靠前。

（2）从各交易所存续规模分布来看，英国、新加坡、欧洲、香港交易所挂牌存量居前，伦敦交易所存量规模超 6000 亿美元。相比离岸人民币债券，离岸美元债挂牌交易场所包括全球各大洲，覆盖欧美、亚太、中东、拉美数十家交易所与场外交易平台，市场布局全球化、多元化、分散化特征更为显著。交易所挂牌存量主要集中于伦敦、新加坡、都柏林泛欧、香港、法兰克福五大国际交易所，单市场存量均超过千亿美元。其中，伦敦交易所存量规模 6000.3 亿美元，位居全球场内市场第一，占全球离岸美元债总存量比重约 10%；香港交易所存量为 1403.3 亿美元，占比为 2.4%（见图表 12）。

图表 12：全球离岸美元债市场存量规模占比（按涉险国家/地区分类）

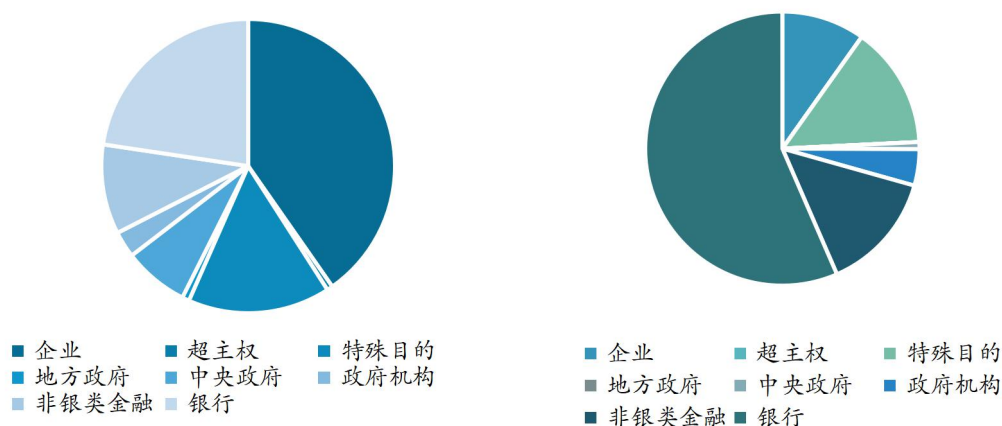


数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（2026 年数据截至 6 月中）

（3）从发行人类别来看，企业发行人占比达到 40%，企业和银行合计占比超 60%。全球离岸美元债市场发行主体多元化程度较高。市场化主体占主导，其中企业发行人占比最高，达 40%；银行发行体量次之，企业与银行合计占比超 60%；政府类⁸发行人发行规模占比仅为 11%。具体看中资美元债，银行类主体占据主导地位，占比高达 56.5%，而企业及非银金融机构的发行规模占比相对较小（见图表 13）。

⁸ 包括地方政府、中央政府和政府机构。

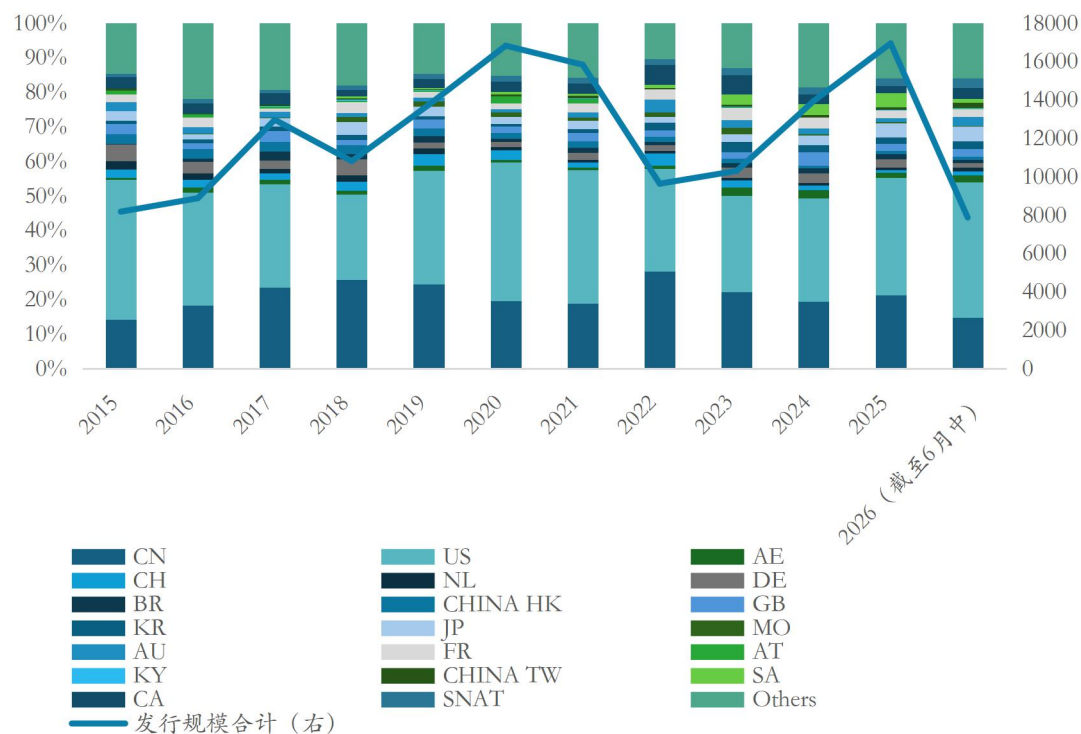
图表 13：离岸美元债和中资美元债发行规模占比（按发行人行业划分）



数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（数据截至 2026 年 6 月中）

统计过去十年（2015–2026 年 6 月中）的新发情况，从发行人涉险国家/地区维度来看，中美发行人占比持续超五成，欧洲、日本发行人占比也较高，中东发行人占比近年快速提升。过去十年，离岸美元债券发行规模波动扩张，2022–2025 年新发规模持续走高，2025 年新发规模达 1.69 万亿美元峰值。市场发行结构呈现美国主体长期主导、中资深度参与、发行人多元化的特征。（1）中美发行规模多年占离岸美元债发行规模超五成，2023–2025 年中资境内主体发行规模占比稳定在 20%–22%。（2）离岸美元债发行规模较大的市场还包括英国、加拿大、德国、法国、日本等。（3）以沙特为代表的中东新兴市场发展迅猛，其发行规模占比在 2025 年攀升至 4%，市场境外发行人多元化特征突出（见图表 14）。

图表 14：2015–2026 年离岸美元债发行规模（亿美元）及占比（按涉险国家/地区分类）



数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（2026 年数据截至 6 月中）

比较来看，离岸人民币债券市场产品体系持续丰富、结构不断优化，目前相较于在岸人民币债券、离岸美元债券市场，还存在巨大发展空间。规模层面，在岸人民币债券存量高达 196.3 万亿元，离岸美元债存量达 5.9 万亿美元，而离岸人民币债券存量仅 1.92 万亿元。结构层面，在岸人民币债券市场以国债、地方政府债、金融债为主，投资者高度依赖境内商业银行，境外资金参与度仍低；离岸人民币债券以政府类发行人为主，挂牌交易高度集中于港澳地区；发行主体以中资为主，境外参与度有待提升。发行人和投资者层面，

离岸美元债拥有更广泛的全球发行人与多元化国际投资者，上市场所布局分散多元，且以企业、银行等市场化主体为发行核心，发行结构较均衡。

四、离岸人民币债券市场发展展望

展望后续，随着人民币国际化不断深化推进，在积极政策与市场红利双重提振下，离岸人民币市场投融资活跃度有望持续提升。

第一，离岸人民币国债和央票延续常态化发行，叠加成本和汇率优势吸引企业及境外机构增加发行，离岸人民币债券供应料畅旺。央行离岸央票和财政部离岸国债的常态化发行将为市场提供稳定的基准定价锚，完善离岸人民币债券利率曲线；同时，中美利差倒挂及人民币汇率中枢走强背景下，中资企业发行离岸人民币债券融资的积极性较强，其中：金融机构发行动力充足，尤其国有大行及头部券商在境外人民币业务拓展和资产负债管理需求推动下，有望保持活跃发行；科技及能源等优质产业龙头企业亦受益于境外人民币融资成本优势，或择机发行中长期债券锁定低成本资金；此外，随着“一带一路”建设持续推进，区域经济金融合作日益紧密，越来越多的海外机构发行离岸人民币债券进行融资，多元化货币储备资产。

第二，投资者结构持续丰富，政策扩容助力离岸人民币债券市场引入长线资金。“债券通（南向通）”自2021年9

月启动，2025 年参与投资者拓展至非银机构，2026 年 7 月新政宣布将“南向通”的年度投资额度由 5,000 亿元人民币增加至 8,000 亿元人民币，扩大交易产品范围至港币债券和人民币债券相关产品等，为离岸人民币债券市场引入增量资金，尤其是保险等长线资金，为离岸人民币债券市场带来持续的增量资金需求，有助于提升市场深度和二级市场流动性，对离岸人民币品种的定价效率和市场活跃度形成支撑。

第三，衍生品及货币市场等多市场联动，离岸人民币生态体系加速成型。5 年期香港中国国债期货将于 8 月推出，进一步丰富了境外机构配置人民币债券的风险对冲工具，也有利于支持完善离岸人民币收益率曲线与跨市场价格联动机制；另外，“南向通”债券将被纳入回购支持范围等，回购机制持续优化有利于提升离岸人民币债券的流动性，降低投资者持有成本，吸引国际资金增配在离岸人民币债券，推动离在岸人民币债券市场联动发展。

第四，金融基建持续完善，为离岸人民币债券市场稳步发展夯实基础。2026 年 7 月香港金融管理局联同中国人民银行、香港证监会发表声明支持建设优化新一代香港固定收益及货币交易平台，进一步完善香港金融基础设施建设，为在离岸人民币固定收益产品的交易、流动性管理及风险管理等方面提供一站式服务，有利于大幅提高交易和结算效率。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

本文章版权属撰稿机构及/或作者所有，不得转载。

本文章发表的内容均为撰稿机构及/或作者的意见及分析，并不代表香港中资银行业协会意见。