

点心债市场深度观察：外资参与度提升，蓬勃发展趋势持续

2026年3月26日

要点

- 2022年以来，点心债市场呈现爆发式增长，2025年发行规模突破1.16万亿元，中美货币政策分化成为重要推动因素。二级市场流动性显著改善，2025年12月CMU托管债券成交规模达3467亿元人民币，创单月最高纪录。
- 从发行结构看，外资发行人占比不断提高，外资发行人结构呈现“外资银行主导、非银机构崛起、多边机构发力”的多元格局。94%以上外资发行主体集中于BBB-及以上投资级，信用质量整体稳健。
- 从募集资金用途看，不同主体间差异较明显。主权机构多用于基建与贸易结算；跨国企业用于在华业务匹配与长期投资；金融机构用途较多元；国际多边机构支持开发项目与绿色金融。
- 我们预计，在利率优势、汇率稳定预期、人民币国际化多重因素影响下，点心债发行趋势具备较强可持续性，与熊猫债一起构成境外发行人采用人民币融资的核心工具。

研究员

郑越
北京
+86-10 6516 6013
Christine.zheng@spgchinaratings.cn

王雷
北京
+86-10 6516 6038
Lei.wang@spgchinaratings.cn

邓灵
北京
+86-10 6516 6054
Ling.deng@spgchinaratings.cn

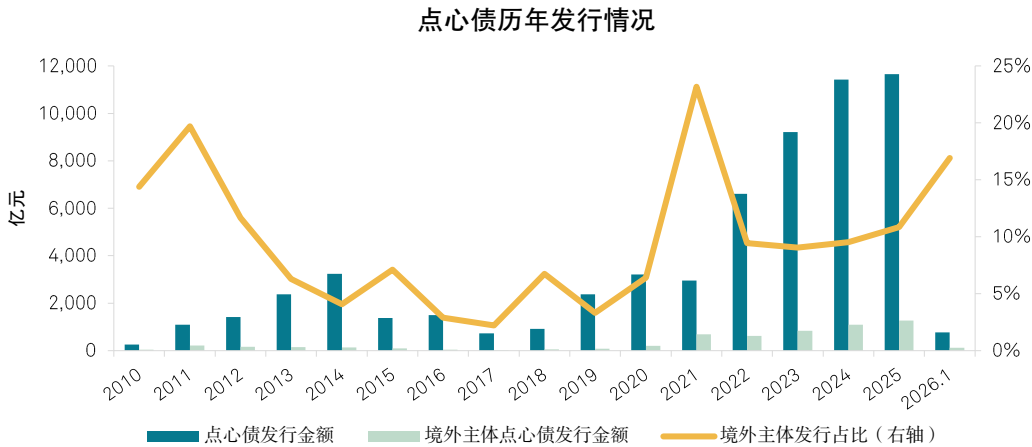
一、点心债市场发展迅速，发行规模和交易量持续攀升

点心债，是指在中国大陆境外（主要为香港）发行、以人民币计价的债券。因其早期市场规模较小、品种丰富，被形象地称为“点心债”。

近年来，我们观察到点心债市场经历了从快速扩容到量质齐升的转变，点心债已成为离岸人民币市场的核心融资工具，同时外资发行人所占比例较明显。2022年以来，随着美联储开启了快速的加息周期，人民币利率维持低位，中美利差扩大推动了点心债市场的迅猛发展，发行规模从上年度的2960亿元增加到6613亿元，2025年更是突破1.16万亿元。另外值得注意的是，外资发行主体¹发行金额创历史新高。境外发行人的参与度自2021年起便持续活跃，占比长期维持在10%以上。2025年，外资发行主体占比为11%，虽然占比没有明显提升，但发行规模同比增长16%。

¹ 外资发行主体是指注册地在中国内地以外的发行主体，但不包括以下发行人：中资银行境外分行/子公司、中资跨国企业境外子公司、红筹/VIE架构企业。

图1

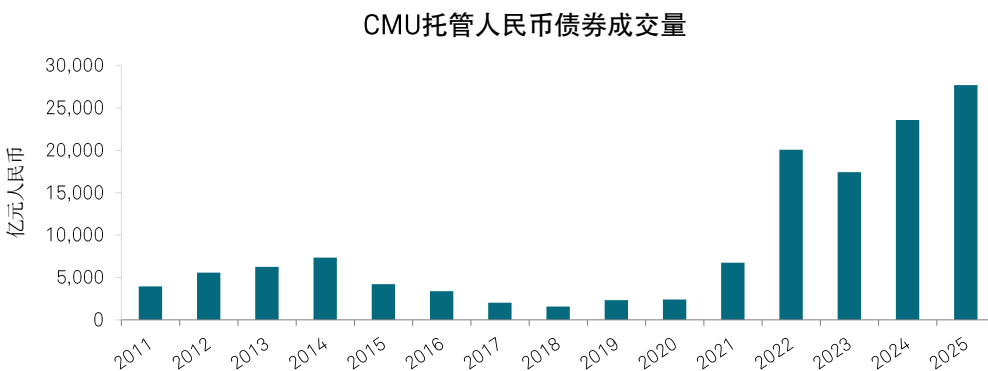


注：由于个别债券缺少信息，未纳入统计。
 资料来源：iFinD
 版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

同时，二级市场流动性显著改善，2025年12月CMU托管债券成交规模创历史新高。2022年，随着点心债市场快速扩容，其在二级市场的流动性显著增加，交易量随之激增。当年，CMU托管的点心债成交量超2万亿元，创历史新高。这一增长主要得益于以下三点：一是中美货币政策分化导致离岸人民币融资成本优势凸显；二是债券“南向通”机制深化，为离岸市场引入了稳定的境内资金活水；三是离岸人民币回购业务的开放与发展，使点心债从单纯的融资工具拓展为流动性管理工具。

2025年以来，随着债券“南向通”扩容逐步推进，投资者结构持续优化。2025年12月，CMU托管人民币债券成交规模达3467亿元人民币，创下历史单月最高成交规模。这一突破性增长表明，南向通机制的深化不仅拓宽了境内资金的出境渠道，更显著提升了离岸人民币债券市场的二级市场活跃度和流动性深度。

图2

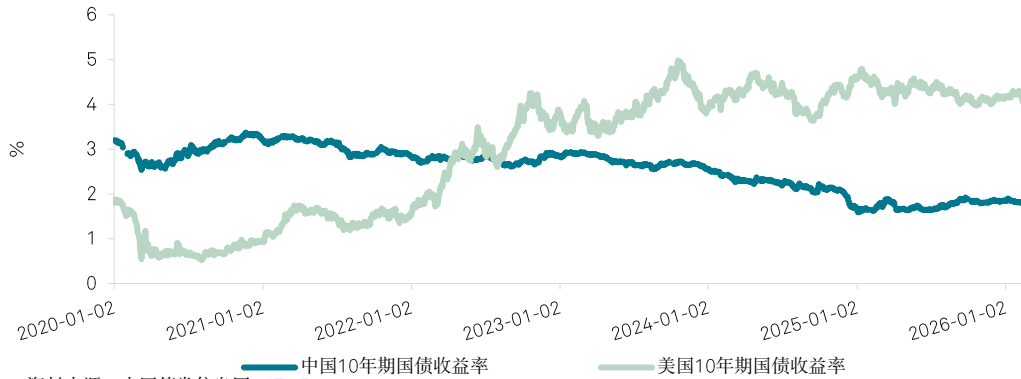


资料来源：CMU，标普信评整理
 版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

融资成本优势是点心债市场扩张的首要驱动力。2022年以来，美联储开启加息周期，推动美元融资成本持续高企；而中国央行维持适度宽松的货币政策，境内利率中枢稳步下移，两者形成显著的利差空间。中美10年期国债利差自2022年起进入“倒挂”并持续走阔，2025年最大利差超过230bp。对于追求低成本融资的境外发行人而言，这一成本差构成了最直接的发行动机。我们观察到，同一主体发行的同期限点心债利率要普遍低于其他主要发行币种债券（如美元）。2025年，点心债平均票面利率约为3.28%，而同期全球美元计价债券平均利率约为5.90%，

图3

中国10年期国债收益率保持相对低位



资料来源：中国债券信息网，iFinD
 版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

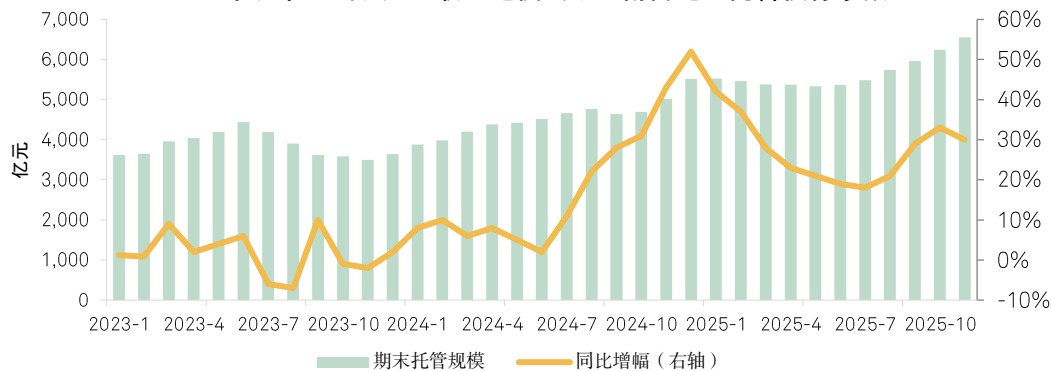
汇率风险管理与人民币结算需求，推动跨国企业积极布局点心债市场。其中，人民币结算的底层便利优势成为核心驱动力之一。在人民币国际化进程加速的背景下，对于与中国贸易往来密切、人民币结算比例较高的跨国企业而言，发行点心债可直接满足其自身及合作方的人民币资金需求，降低跨境交易中的兑换成本与周转摩擦；同时，点心债还可通过收入与负债的币种匹配，有效对冲人民币汇率双向波动对年度利润的潜在冲击，使其成为兼顾风险规避与资金效率的优选工具。

南向通扩容与回购业务开放显著提升市场流动性。债券“南向通”作为内地与香港债券市场互联互通的重要机制，自2021年启动以来持续优化，已成为点心债发展的核心驱动力之一。债券通“南向通”（Southbound Bond Connect）于2021年9月24日正式上线，允许境内投资者通过内地与香港相关基础服务机构连接，投资香港债券市场。该机制是债券通“双向通车”的重要组成部分，与“北向通”共同构成内地与香港债券市场互联互通的完整框架。现阶段，南向通实行限额管理，资金净流出的年度总额度为5000亿元等值人民币，每日额度为200亿元等值人民币。

南向通上线以来发展迅速，已成为境内机构投资者配置境外债券资产的重要通道。债券托管只数由2021年9月的35只增长至2025年11月的1053只，托管余额由55.25亿元跃升至6553.1亿元，实现了跨越式增长。

图4

2023年以来基础设施互联互通模式下“南向通”托管债券余额



注：1、指通过境内债券登记结算机构（上海清算所）为境内投资者持有的、在香港债券市场流通的债券。这是“南向通”主要托管结算方式（另一种是“双托管模式”）。2、自2025年12月起，上清所停止单独披露南向通债券，将其与自贸离岸债合并计入“其他债券”。

资料来源：上清所
 版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

2025年7月南向通扩容至非银机构，进一步丰富了境内出海资金的来源。扩容范围包括券商、基金、保险、理财四类非银机构，扩容后的非银机构通过“南向通”购买香港人民币债券（如点心债）不占用QDII额度，为保险公司、基金公司等参与离岸市场提供了便利。

离岸人民币债券回购业务开放，使点心债从融资工具拓展为流动性管理工具。2025年7月8日，香港金融管理局发布离岸人民币债券回购业务优化安排，支持抵押品债券在回购期间再使用，提升抵押品使用效率，并支持多币种外币结算（港元、美元、欧元），相关优化于2025年8月25日正式启动。截至2025年底，产生185宗跨境债券回购交易，成交额达603亿元人民币，有效提升境内做市商能级并盘活境外投资者手中的人民币债券资产，带动二级市场流动性的提升。

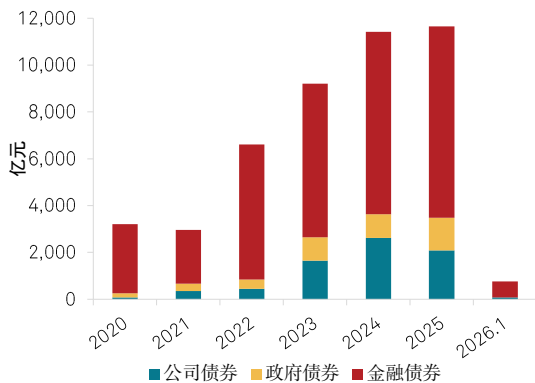
二、发行主体日益多元，外资占比上升，整体处于投资级别

点心债发行主体呈现“金融机构为基石、政府债券为基准、公司债券为重要补充”的多元格局，外资机构参与度提升。金融债券仍是市场发行的基石，近年来发行规模持续增长。受境内城投政策趋严影响，2025年公司债券发行规模虽有所回落，但科技类企业正成为公司债券新的增长点，如腾讯控股年内首次发行90亿元点心债，其中30年期票息3.10%创下中资企业最长久期纪录；百度年内累计发行144亿元；美团也首次进入市场。与此同时，政府债券发行规模持续增加，发行主体也日益多元化。2025年10月，印度尼西亚政府首次发行离岸人民币债券，总规模60亿元，成为东南亚主权机构发行长限期点心债的首例。

除中资企业在境外发行点心债外，外资主体的参与趋势也值得关注。2024年以来，外资发行的点心债券中金融债券占比达59%，反映金融机构持续融资需求；政府债券占比25%，其中香港特区政府债券占据绝大部分，为市场提供完整收益率曲线和定价基准；公司债券占比16%，覆盖地产、科技、消费、能源等多个行业。

图5

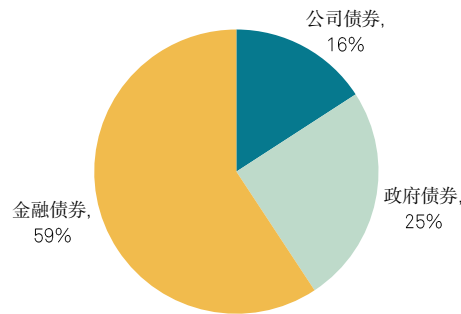
不同类型主体发行点心债情况



资料来源：iFinD
 版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图6

外资发行人中金融债券占比近六成



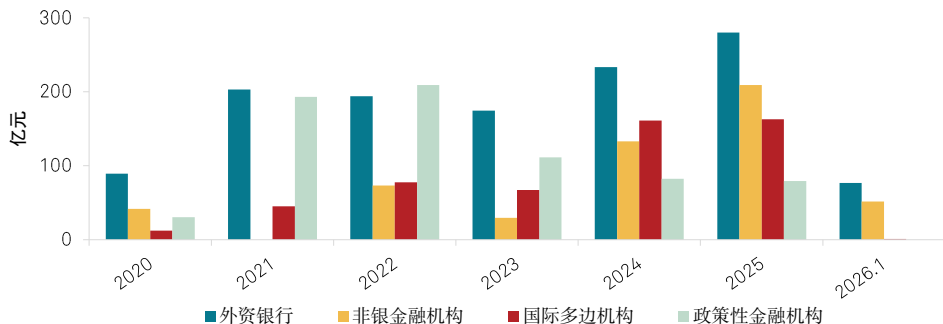
注：统计区间为2024年1月1日至2026年1月31日。
 资料来源：iFinD
 版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

外资银行始终为金融机构类发行人的主力军。2025年，外资金融债券发行总额达761.23亿元，其中外资银行发行规模约280亿元，占金融债券比重的38%。外资银行的来源日益多元化，覆盖欧洲、亚洲、美洲及大洋洲。其中，欧洲银行（如英国巴克莱银行、法国巴黎银行、法国外贸银行等）发行总额占点心债市场外资银行发行总额的45%，融资期限以中期为主。此外，2025年以来，中东地区银行对点心债市场的参与度显著提升，当年合计发行47.8亿元，占当年金融债券发行总额的17%。具体来看，阿联酋国民银行于10月成功发行10亿元人民币3年期点心债，票面利率2.40%，是该行时隔四年后再次以人民币进行融资；沙特国家银行则于5月首次发行1.5亿元人民币债券，并于2026年1月再次发行10亿元点心债，反映出中东地区机构对人民币融资需求的持续增长。

非银金融机构加速入场，成为推动点心债市场结构变化的重要力量。2025年，外资非银金融机构类主体发行金融债券规模较2024年增长57%，占外资主体发行金融债券总额的比重达29%，该群体涵盖投资银行（如摩根士丹利、高盛）、保险公司（如安达保险）及产业金融公司（如日立金融、卡特彼勒金融）。国际多边机构（如亚洲开发银行、亚洲基础设施投资银行等）发行的债券以AAA评级为主，持续为市场注入高信用等级资产，发行规模逐年增加。相比之下，政策性金融机构近年发行规模则呈现下降趋势。

图7

外资金融债券中外资银行占据主导地位



注：政策性金融机构包括各国政策性银行（如印度进出口银行、韩国开发银行），以及具有政府背景的公共金融机构（如法国社会安全债务管理机构、香港按揭证券有限公司）。后者虽非主权政府直接发行，但享有政府信用背书，信用等级与所在国家或地区主权评级紧密挂钩。

资料来源：iFinD

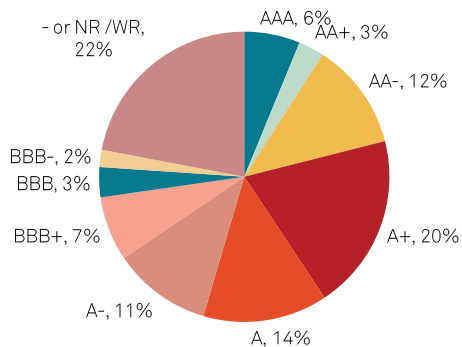
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

外资发行人在公司债券领域的参与度相对有限。2025年，公司债券市场虽涌现出腾讯、百度、美团等科技企业的发行热潮，但这些企业多为中资背景，外资主体发行公司债券的规模相对较小。在有限的参与中，“一带一路”沿线国家企业加入成为新趋势。2025年，哈萨克斯坦国家石油天然气公司（KazMunayGas）首次发行12.5亿元5年期点心债，票面利率2.95%，成为中亚地区企业发行中长期离岸人民币债券的重要里程碑。

外资发行主体整体信用质量较高，94%以上的主体信用级别集中于BBB-及以上的投资级。债券发行以无评级为主，但大多数发行主体自身拥有主体级别，仅22%的主体缺乏公开评级。从外资发行主体看，其主体级别主要集中于A序列，其中A+级别占比最高；但从发行规模来看，AA-级别主体的融资活动更为活跃。具体而言，AAA级别主要由国际多边机构构成；跨国企业方面，淡马锡级别为AAA，雀巢为AA-；主权机构如印尼政府获标普全球评级BBB，均处于投资级以上水平。

图8

境外发行主体评级分布

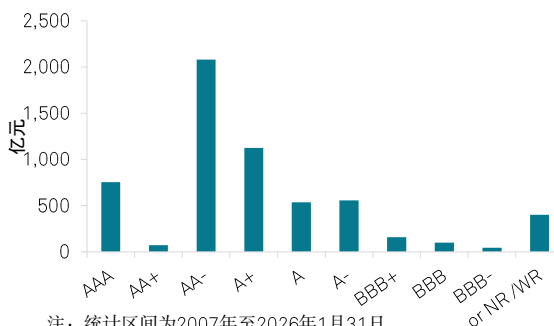


资料来源：iFinD

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图9

境外主体点心债发行总额



注：统计区间为2007年至2026年1月31日。

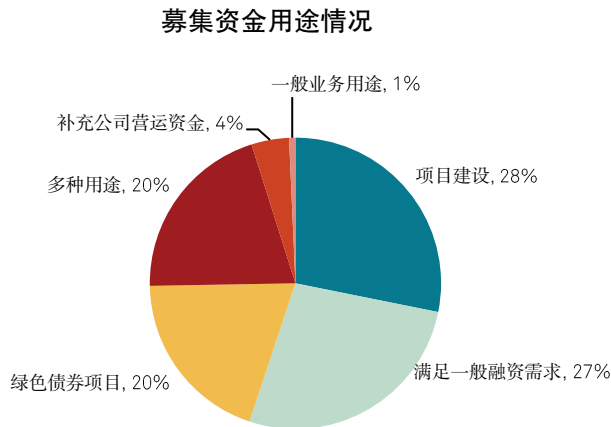
资料来源：iFinD

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

三、募集资金用途多样灵活

境外主体发行点心债的募集资金用途呈现出多样化且相对灵活的特征。从整体分布看，项目建设和再融资是最普遍的用途，主要用于满足项目建设支出需求，偿还现有离岸债务和即将到期的债务。同时，随着 ESG 投资兴起，绿色项目融资逐渐成为重要方向。

图10



注：由于部分债券募集资金用途披露不充分，仅统计公开披露的情况，统计结果受信息公开影响可能存在偏差。多种用途指有两种及以上用于的情况，如补充营运资金及再融资、再融资及偿还债务等。

资料来源：iFinD

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

主权机构与政府背景主体多用于基础设施建设、对华贸易结算及优化外债结构。印尼政府 2025 年发行合计 60 亿元点心债，部分资金用于偿还雅万高铁本息，另一部分用于采购中国重要物资，形成“本币互换提供流动性—点心债融资—人民币回流中国贸易/投资”的完整闭环。哈萨克斯坦开发银行发行的点心债资金用于支持“一带一路”框架下的中哈产能合作项目。

跨国企业发行点心债的核心动因是匹配在华人民币收入、优化全球债务结构及支持长期战略投资。雀巢、淡马锡发行点心债主要用于优化全球债务结构，降低融资成本，同时满足其在中国市场的人民币资金需求。

金融机构发行人的用途相对多元，外资银行通过发行点心债筹集人民币资金，用于支持其亚洲业务、贸易融资及跨境人民币清算，如三菱日联。摩根士丹利等投资银行发行点心债主要用于自营投资、客户融资及做市商业业务。

国际多边机构发行点心债的募集资金多聚焦于新兴市场基础设施、气候融资与绿色能源转型等领域。亚投行、国际复兴开发银行、亚开行等机构凭借 AAA 评级，成为离岸人民币市场最高信用等级的发行人。

值得注意的是，部分外资机构既发行点心债，也发行熊猫债，监管差异影响发行选择。两类债券虽在监管环境、发行条件上存在一定差异。但近年来，中国监管不断优化熊猫债发行、信息披露等流程，明确允许熊猫债募集资金出境，也进一步推动了熊猫债的扩容。两类债券的监管差异直接影响外资机构的融资决策。点心债适合需要灵活调配全球资金、快速捕捉发行窗口的发行人；熊猫债则更适合深耕中国境内市场、希望与境内投资者建立长期联系的发行人。同时发行两类债券的机构，可利用点心债满足全球人民币资金需求，利用熊猫债支持在华子公司运营，实现融资渠道多元化与风险分散。上述差异使得点心债与熊猫债形成互补而非替代关系。如法国巴黎银行，过去一直以美元、欧元融资为主，但自 2025 年来，总共发行 9 笔点心债与熊猫债。

四、未来持续增长可期

我们预计，在利率优势、汇率稳定预期、人民币国际化红利的多重因素加持下，点心债市场有望在未来几年延续增长态势，与熊猫债市场一起构成人民币融资的核心工具，外资发行人参与趋势具备较强可持续性。

从融资成本看，中美利差有望维持正向区间。中国货币政策维持稳健偏松基调，人民币利率中枢有望长期处于较低水平，而美联储降息路径的不确定性强化了点心债的相对吸引力——美元融资成本可能在未来较长时间内维持高位，使得点心债的利率优势持续凸显。对于需要锁定长期资金的发行人而言，当前通过点心债锁定长期人民币负债，可有效规避未来美元利率走势的不确定性。面对外部较高的不确定因素，中国央行多次表示将会维持人民币汇率的稳定，也利于点心债发行人对融资成本的管理。

人民币国际化进程不断加深，制度保障持续强化。人民币已成为全球第二大贸易融资货币，截至2025年末，中国人民银行已与32个国家和地区的央行签署双边本币互换协议。随着本币互换网络的扩大和人民币结算比例的提升，境外主体持有和使用人民币的意愿将持续增强，主权机构通过发行点心债优化外债结构、跨国企业通过点心债匹配人民币收入等基于真实需求的融资行为将更具可持续性。此外，南向通的深化为人民币国际化提供了深层制度保障。2025年7月南向通扩容至券商、基金、保险、理财四类非银机构，标志着境内资金“走出去”渠道进一步拓宽，为离岸市场注入了长期增量活水。

本报告不构成评级行动。

附表 1：近年点心债市场与南向通关键政策事件

时间	涉及机构	政策名称/事件	主要内容
2021年9月24日	中国人民银行、香港金管局	债券通“南向通”正式上线	允许境内投资者通过内地与香港基础服务机构连接，投资香港债券市场。现阶段资金净流出年度总额度为5000亿元等值人民币，每日额度为200亿元等值人民币。
2025年7月8日	中国人民银行、香港金管局	债券通周年论坛2025三项优化措施宣布	南向通扩容：扩大境内投资者范围至券商、基金、保险、理财四类非银机构； 优化离岸回购业务：可交易币种拓宽至美元、欧元、港币等多币种，取消对回购质押券的冻结，盘活质押券； 优化互换通机制：建立报价商动态管理机制，扩充报价商队伍，调整每日交易净限额。
2025年7月8日	香港金管局	离岸人民币债券回购业务的优化安排	具体措施包括：支持抵押品债券在回购期间再使用，提升抵押品使用效率；支持多币种外币结算（港元、美元、欧元）。优化措施于2025年8月25日正式启动。
2025年11月	-	第四次中德高级别财金对话联合声明	中方表示欢迎更多符合条件的德国机构参与中国银行间市场，并将持续审核其债券通“南向通”资质申请，推动双向跨境投资。
2026年2月	香港金管局	优化CMU回购服务第三阶段实施	引入以CMU托管债券为抵押品的第三方回购服务，支持抵押品在回购期间再使用，提升流动性。

资料来源：公开资料，标普信评整理。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2026 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。