

## 特别评论

分析师联络人

左丰铭

+852-28607142

[saul\\_zuo@ccxap.com](mailto:saul_zuo@ccxap.com)

庄承浩

+852-28607124

[peter\\_chong@ccxap.com](mailto:peter_chong@ccxap.com)

## 特别评论：各国主权成功发行点心债，点心债市场多元化格局深化

近年来，随着国际债券市场格局变动，多个主权国家陆续加入点心债的发行行列。2025年10月，印度尼西亚政府在香港成功发行首笔点心债，发行总规模人民币60亿元，两笔债券的票面利率分别为2.5%和2.9%，认购倍数达3.67倍。2026年4月，葡萄牙完成的欧元区首单主权点心债发行。这些案例并非个别国家的偶然选择，而是多重结构性力量共同驱动的结果。中美利差持续倒挂使人民币融资成本优势得以维持，全球地缘政治动荡催化了资产配置的“去风险”与“再平衡”需求，而香港离岸人民币市场的深度与基础设施成熟度，则为承载主权级发行提供了充足的制度容量。在此过程中，点心债市场正经历多元化演进——从发行主体的国别结构持续拓宽，到期限谱系不断拉长，再到二级市场交易日趋成熟，一个更具广度与韧性的离岸人民币债券市场已然成型。

### 各国主权政府和超主权机构陆续尝试发行点心债

国际各主权政府及超主权机构陆续选择发行点心债，可归纳为多重考量的叠加。首先是利率驱动，以葡萄牙所发点心债为例，其融资成本，远低于同期欧元或美元融资成本，使离岸人民币成为主权债务管理中极具吸引力的低成本融资工具。其次是风险分散需求。在地缘政治不确定性持续升温的背景下，全球资产配置正加速从单一货币依赖转向多元化布局，增配人民币资产成为分散信用与汇率风险的有效途径。此外还有路径延续的考量，葡萄牙并非首次涉足人民币债券市场，早在2019年，其已发行欧元区首单熊猫债，从境内熊猫债到离岸点心债的“人民币融资路径”日趋成熟，葡萄牙完成了人民币境内融资到境外融资的路径拓展，也间接说明了人民币的海外流通性较此前有了显著提升。

随着越来越多主权和超主权机构的加入，带动点心债市场开拓到更多的区域和国家，改善了点心债在多元市场的接受度，点心债在特定区域和市场即将步入快速扩容阶段。以葡萄牙发行欧元区首单为例，欧元区主权信用背书间接改善了点心债长期以中资发行人为主导的传统格局，使其发行人多元化和投资人基础均对应产生改变。更进一步，作为欧元区首个点心债发行主权主体，葡萄牙获得了极低成本融资，此示范效应有望带动更多欧元区主权国家及超国家机构跟进，形成从“破冰”到“扩容”的良性循环。与葡萄牙类似，欧元区国家波兰、匈牙利和斯洛文尼亚也曾在2019年和2026年发行过熊猫债，未来它们也可能选择在全球市场低成本进行人民币融资。点心债在国际不同区域深化影响力还体现在超国家组织上，作为点心债发行规模最大的超国家组织，国际复兴开发银行和亚洲开发银行分别已累计发行了216.98亿元和193.66亿元点心债。截至2025年底，超主权机构发行点心债存量规模达620.17亿元，同比增长6%。由此可见，点心债融资的模式在多家超国家组织已经轻车熟路并形成稳定路径。

### 点心债市场多元化趋势日益深化

过去两年，在融资成本优势、政策支持与人民币国际化的多重驱动下，点心债市场的多元化产生明显改善。这种改善集中体现在多方面，包括发行主体的多元化和期限结构的多元化，并最终促使了二级市场的成熟化。

**发行主体方面，过往点心债市场以中资发行人为绝对主导，发行人结构与境内债券市场高度重合，近期海外主体逐渐开拓点心债融资。**2025年，点心债市场迎来了17家首次发行的全球发行人，为2016年以来最高水平，这些发行人来自11个不同国家，覆盖主权、银行和企业等多个领域，为市场增长注入了新的活力。外资发行人以外资银行为主导，非银机构2025年亦有所爆发，多元格局已然形成。中资发行人角度看，点心债市场正经历从城投向产业债的结构性转变。受境内城投监管趋严影响，城投类点心债占比有所回落，而产业债成为新的增长支撑。步入2026年，多元化趋势依然延续，海外主体在一季度已发行了799.16亿元点心债，比去年同期同比增长超75%。

**期限结构方面，离岸人民币债券市场长期以中短期品种为主，期限结构偏短，这一局面亦正在被一系列超长期发行所改写。**2025年，淡马锡控股、安达保险以及腾讯控股均发行长达30年期的离岸人民币债券，这在市场上相当罕见。其中，腾讯作为本土互联网巨头企业，顺利发行了规模合计90亿元的多期限票据，涵盖5年、10年及30年期品种，其中30年期品种利率3.10%，创年内互联网企业点心债最长期限纪录，锁定了长期的低廉融资成本。根据彭博统计，截至2025年底，10年期及以上的点心债共发行了152只，数量较2024年翻倍，为历史最高。2026年一季度，10年期及以上点心债已发行34只。

**主权政府和超主权机构新增融资使得中长期债券发行量增加，这有利于完善点心债市场的收益率曲线，吸引长期资金配置点心债，推动市场的健康发展。**长期以来，香港离岸人民币市场的供给以短期金融债和城投债为主，期限结构偏短，导致保险资金、养老基金等长期配置型投资者难以找到与负债端相匹配的久期资产，形成结构性供需缺口。2026年以来，中国财政部已多次发行10年期以上长期点心债，规模合计达40亿元，其中30年期的超长期点心债发行规模10亿元。长期点心债的密集入市，恰如其分地填补了结构性的供需缺口，为长期资金配置离岸人民币资产提供了可行的标的池。

**点心债正从以短期交易为主的融资工具，逐步迈向具备配置属性的成熟债券品种。**一个成熟债券市场的标志，不仅在于发行规模的扩张，更在于二级市场的流动性深度。近年来，点心债二级市场交投活跃度持续提升，投资者参与意愿明显增强。2025年12月，债务工具中央结算系统（CMU）托管人民币债券成交规模达3,467亿元，创下历史单月最高成交规模。这一里程碑式的突破，与债券通“南向通”机制的深化密不可分。2025年7月，央行与香港金管局联合扩大“南向通”投资者范围，新增券商、基金、保险等四类非银机构，彻底改变了此前以银行自营为主的投资者结构。非银机构的加入注入了新流动性，其更活跃的交易属性提升了市场整体活跃度。南向通扩容带来的内地资金为市场注入了稳定活水，而海外投资者的深度参与则成为流动性提升的另一重要驱动力。当前，全球地缘政治格局持续动荡，以美债为代表的传统避险资产功能有所弱化，而人民币资产凭借相对稳健的收益率和独立走势，正逐步成为国际资本配

置的新选择。2025 年以来，地缘政治冲突加速了全球储备资产多元化进程，国际资本对人民币资产的配置正从“可选项”向“必选项”转变。

**综上所述，点心债市场的结构性演变并非零散、孤立的碎片化现象，而是一场系统性的生态重塑。**从发行主体的全球化拓展，到期限结构的完整覆盖，再到二级市场与流动性的持续改善，多维度的协同演进正在推动点心债从“点心”迈向更为重要的债券类目。各国主权点心债的成功发行，正是这一变化进程中水到渠成的结果，当主权信用也开始为离岸人民币资产背书时，点心债的国际定位，已经不言自明。展望未来，中美利差倒挂格局短期难以根本逆转，人民币融资成本优势仍将维持，为点心债市场提供有利的宏观环境。随着全球资本多元化配置需求持续升温、主权及超主权机构入市步伐加快，点心债市场的发行主体和投资者结构有望进一步多元化。若香港离岸人民币收益率曲线持续完善、风险管理工具逐步落地，点心债从“重要补充”迈向“主流资产”的步伐将更加坚定。

*本新闻稿不构成评级行动。有关任何中诚信亚太所发布的评级，请参阅 [www.ccxap.com](http://www.ccxap.com) 上的评级结果页面，以获取最新的评级行动信息和评级历史记录。*

©本文版权归中国诚信(亚太)信用评级有限公司(以下简称“中诚信亚太”)和/或其被许可人所有。

未经中诚信亚太事先书面许可,任何人不得对本刊物的任何内容进行复制、转售或传播。

信用评级是对受评主体和债项的信用品质所表达的前瞻性信用风险意见。中诚信亚太发布的信用评级是其对受评主体或债项当前和未来相对信用风险的意见,但不涉及其他风险,包括但不限于流动性风险、市场价格风险及利率风险。

中诚信亚太刊物中的信用评级级别、非信用评估及其他意见并非建议投资者购买、出售或持有任何证券,也不评估受评主体和债项的市场价值。中诚信亚太相信其所获取的信息是可靠的,但中诚信亚太并不对其从受评主体或第三方来源获取的信息进行审计,也不承担独立核实或验证的责任。

本刊物内的所有信息属中诚信亚太所有,中诚信亚太可在不事先通知的情况下更改信息。所有信息以“现状”和“现有”为基础提供,中诚信亚太相信信息是准确和可靠的,但不保证信息的准确性、充分性、完整性或及时性。

在法律允许的范围内,中诚信亚太及其董事、经理、雇员、代表和代理对任何人或任何实体均不承担以下任何责任(i)因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何直接或补偿性损失或损害,包括但不限于由中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理的疏忽、及其控制范围内或超出其控制范围的偶发事件而引起的;以及(ii)因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何间接、特殊、后果性或附带性损失或损害,即使中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理被事前告知该等损失或损害的可能性。

## 中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址: 香港中环康乐广场1号  
怡和大厦19楼1904-1909室

网址: [www.ccxap.com](http://www.ccxap.com)

邮箱: [info@ccxap.com](mailto:info@ccxap.com)

电话: +852-2860 7111

传真: +852-2868 0656