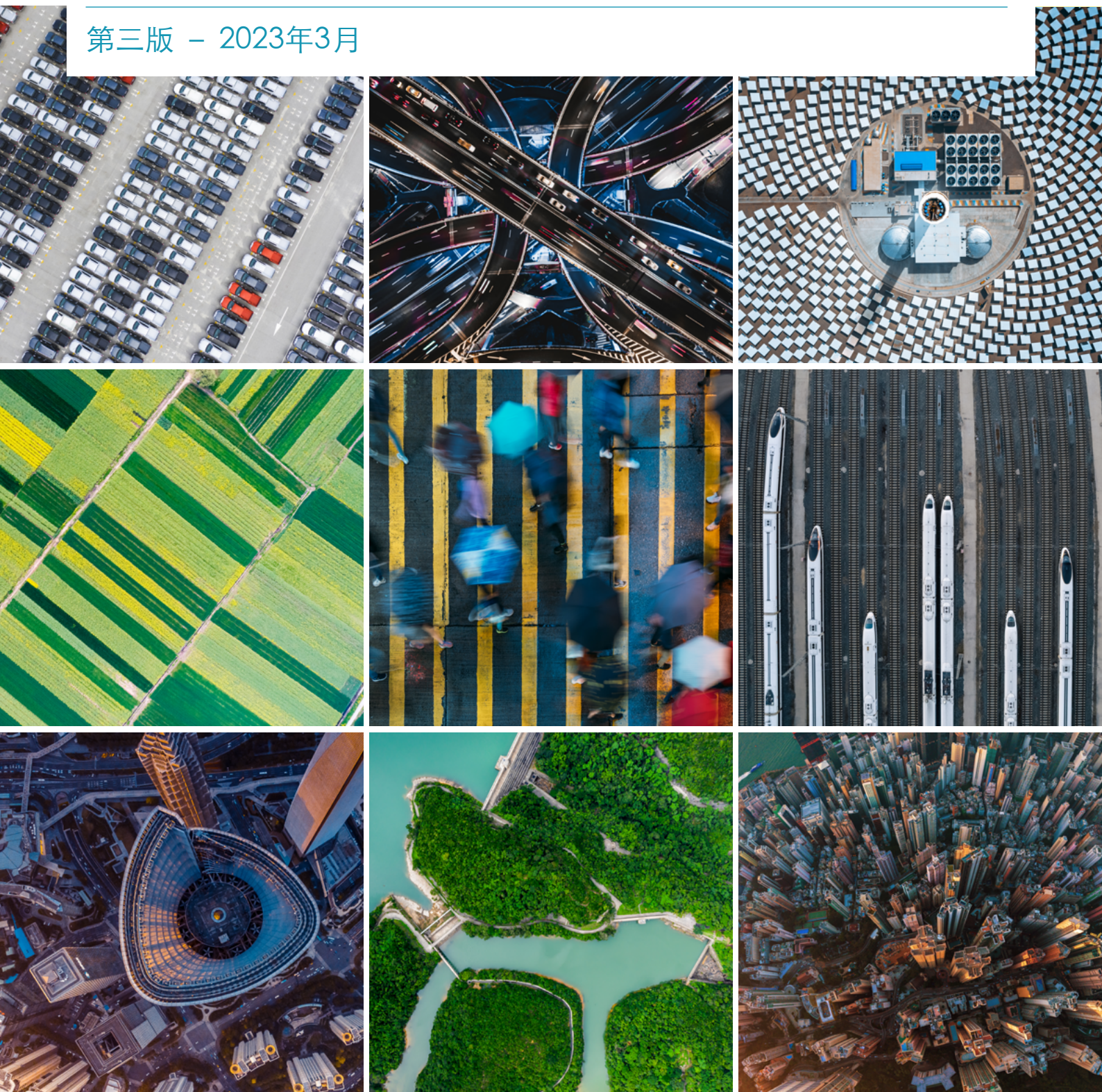


# 亚洲国际债券市场： 发展与趋势

第三版 - 2023年3月



研究人员及作者：国际资本市场协会（ICMA）的Andy Hill、贾砚青及Mushtaq Kapasi  
数据分析：国际资本市场协会（ICMA）的贾砚青、Andy Hill及Christopher Matthew



HONG KONG MONETARY AUTHORITY  
香港金融管理局

得到香港金融管理局支持

本报告内容基于与市场参与者的大量访谈。ICMA谨此特别感谢法国巴黎银行、花旗银行、中央国债登记结算有限责任公司、中国外汇交易中心、Global X、香港交易及结算所有限公司、汇丰银行、MarketAxess、SMBC Nikko、渣打银行及Tradeweb对本年度报告的贡献，同时也感谢此前曾为[第一版](#)和[第二版](#)报告、《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)、Covalent Capital、Dealogic、EquiLend、IHS Markit和MarketAxess，ICMA谨此向他们致谢。

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，2023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

---

|                               |           |
|-------------------------------|-----------|
| 目录                            | 3         |
| 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         |
| <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                            | 8         |
| 发行人主要经营地点                     | 10        |
| 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 | 21        |
| 投资者与分销                        | 27        |
| 币种                            | 30        |
| 年期                            | 31        |
| 数字化与科技                        | 32        |
| <b>二级市场</b>                   | <b>33</b> |
| 市场情况                          | 33        |
| 做市服务                          | 38        |
| 电子交易                          | 39        |
| 回购市场                          | 40        |
| 信用违约掉期                        | 42        |
| 展望2023年                       | 43        |
| <b>结论</b>                     | <b>44</b> |

# 摘要

---

2022年对亚洲国际债券市场而言是充满挑战的。在全球多国央行加息、紧张的地缘政治局势和行业信用事件的共同影响下，亚洲国际债券发行维持十多年的增长格局被中断。

亚洲国际债券的年发行量从2021年6,100多亿美元的历史纪录，下降44%至2022年的3,460亿美元，回落至接近2015年的水平。按亚洲国际债券发行的发行人主要经营地点划分，2022年中国的发行额占33%，仍是发行量最多的地区，其次是日本和韩国。与其他司法管辖区相比，韩国发行人的国际发行额保持相对稳健，2022年的发行额为400亿美元，仅比2021年下降25%。

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“可持续发展债券”）跟随亚洲国际债市整体趋势，2022年的发行额亦下降了22%至800亿美元，但其在亚洲所有国际债券发行中的比例则从16%上升到23%，证明了可持续债券是被发行人视为很有吸引力的融资工具。

在这些数据的背后，在2022年以G3货币发债成本更高的环境下，发行人倾向于选用多种不同融资渠道，包括银行贷款和国内债券市场，并在加息时间表更明确前暂且发行年期较短的国际债券。与此同时，投资者表对亚洲G3信用债普遍仍抱有兴趣，但对定价和信用风险变得更加谨慎。

尽管存在诸多不利因素，但亚洲债券市场正不断加大创新科技试点应用的力度，推动数字化进程。

与一级市场一样，亚洲国际债券二级市场在2022年亦面临诸多不利因素。受访者表示，二级市场状况确实具有挑战性，尤其是在某些细分市场，整体交易量低于2021年，并且经常出现流动性不足和价格波动加剧的情况。

受访者表示，从二级市场交易量减少可见流动性有所下降，部分原因是收益率上升和信用利差扩大所致，对投资者来说不确定性有所增加，对做市商来说风险也有升高。一级市场发行减少也是二级市场交易量降低的原因之一。

受访者指出，由于大幅变动和波动加剧，一些二级市场流动性提供方在2022年上半年蒙受较大损失，这在年内剩余时间对市场产生了不良影响。

受访者指出，在二级市场使用电子交易平台进行交易的做法变得更加普遍。一直以来这主要是出于效率方面的考虑，电子交易主要是用于交易规模较小和流动性较高的投资级债券。然而近来，价格发现和寻找流动性的需求也在推升电子交易的应用。因此，在过去的12个月里，我们观察到询价以外的协议使用程度有所增加，包括多对多交易和投资组合交易。

受访者表示，在2022年市场波动时，亚洲跨境回购和指数信用违约掉期市场的流动性保持良好。然而，单名信用违约掉期市场的流动性仍偏弱。

# 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](#))，并在2022年发布了[第二版](#)。本报告作为第三版报告，旨在向全球市场参与者介绍截至2022年末的最新概况并对市场事件做出分析。

本报告同时也是对ICMA先前《中国公司债券市场国际化》([The Internationalization of the China Corporate Bond Market, 2021](#))报告的补充，该报告主要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>的国际债券市场。在整份报告中，“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。本报告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2022年11月至2023年3月间进行。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)

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，服务超过600家机构会员，会员遍布全球65个国家和地区。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，同时聚焦可持续金融、金融科技和数字化领域等跨领域主题。ICMA与监管和政府机构积极合作，关注金融监管法规，旨在促进资本市场稳定有效运行。

[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。

# 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（地区）的市场并以该国（地区）货币发行债券，或以全球通用的外币在国际市场发行债券，并通过国际清算所进行清算并由国际中央证券托管机构托管。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。

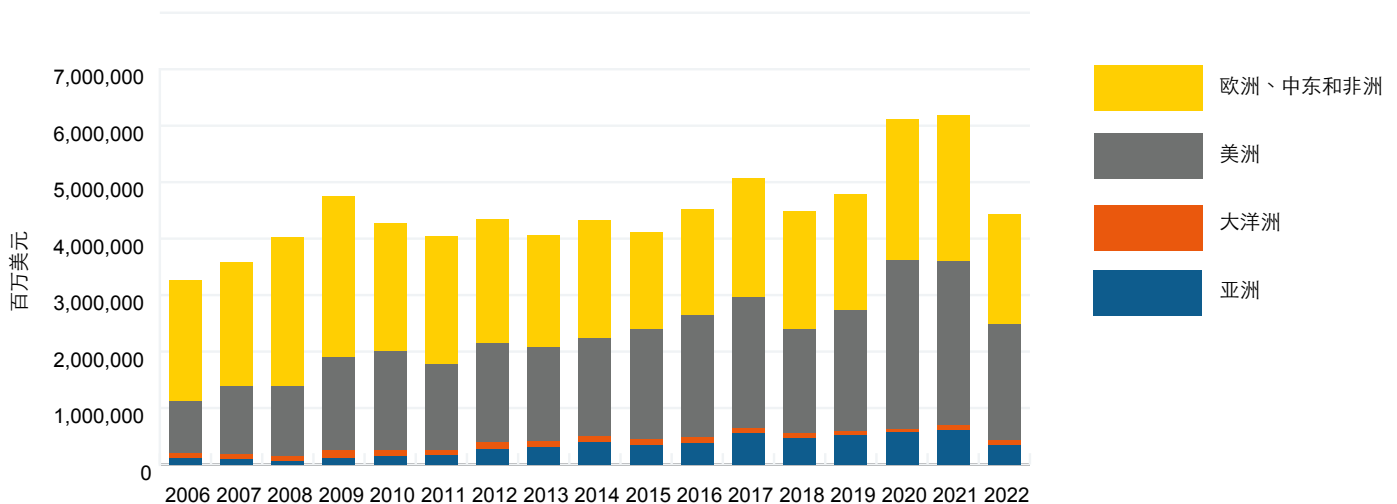
通过国际债券筹集资金的原因包括但不限于满足外币资金需求、管理资金成本和结构、扩宽融资渠道和投资者基础以及提高在国际市场上的知名度。对投资者来说，国际债券市场让投资者无需逐一建立进入个别本地市场的途径、无需管理与本地货币相关的外汇风险，即可涉足投资新兴市场信用债；投资国际债券也可有助于实现投资组合多元化和提高收益，尤其是投资亚洲这样的新兴市场。

亚洲国际债券市场虽于2008年曾一度回落，但近年来一直大幅增长（图1）。2006年，国际债券发行仅占亚洲债券发行总量的7.2%，在2008年全球金融危机的逆境下更是跌至3.6%的水平。此后，国际债券发行日渐增多，在2017年至2021年间趋于稳定，约占亚洲债券发行总量的17%至19%（图2），并在2021年创下新高，达到6,170亿美元。然而，2022年由于全球金融市场受到多重不利因素的影响（如下文“发行人主要经营地点”章节详述），2022年的国际债券发行比例锐减，仅占亚洲债券发行总额的12.4%，重回2015年的水平。

受访者指出，亚洲的国际债券发行占比低于全球平均水平（30%至40%）（图2）的一个主要原因是许多亚洲发行人更倾向于通过在岸市场获得融资。具体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是债券融资总额的四倍有余；而在欧洲，企业贷款存量约为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6%<sup>2</sup>。考虑到亚洲的债券融资比例较低，该地区的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>3</sup>）分类

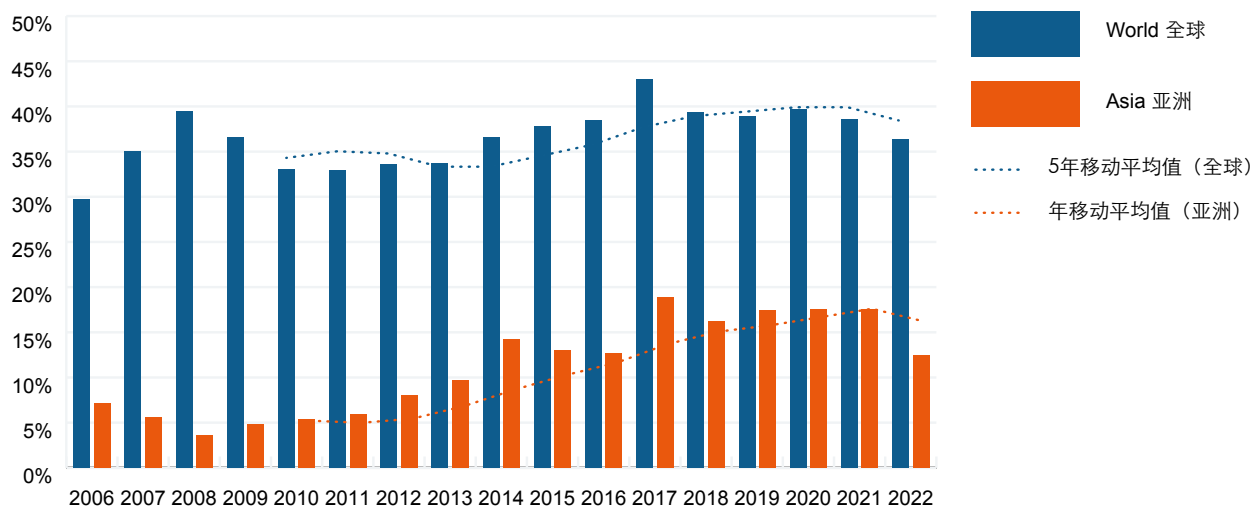


资料来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年1月）

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 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：国际债券发行占所有发行的百分比



资料来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年3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。本报告提供了多种研究债券交易发生在“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。分析首先涵盖债券安排与执行的地点，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”）。

## 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，此类安排行的目标是，与有助于满足发行人的持续资金需求、同时也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群体、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。

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也十分重要。

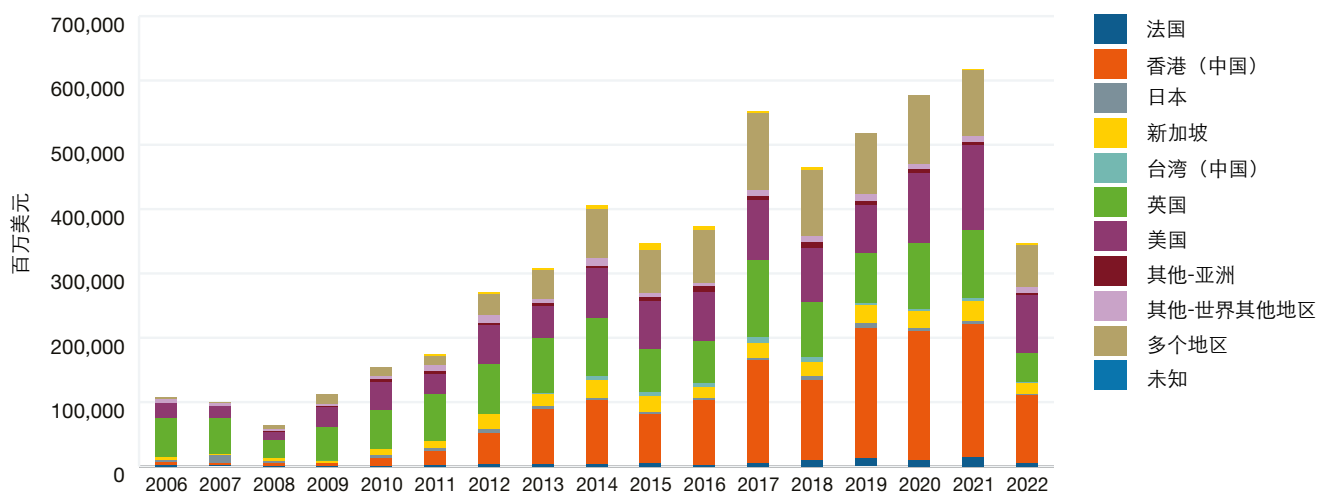
从亚洲国际债券发行的主要安排地点<sup>4</sup>来看，主要趋势是亚洲金融中心的市场份额自2010年起开始上升。主要原因之一是中国发行人的债券发行活动大幅增长，而香港是中国机构进行国际发行的重要枢纽，尤其是香港的银行与中国内地有紧密的银行业务关系，并拥有丰富的国际发行实践经验，以及向全球投资者群体分销债券的能力。

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）成功获得更多亚洲国际债券发行份额。于2022年，香港安排了30%<sup>5</sup>的亚洲国际债券发行，而美国、英国和新加坡分别占26%、13%和5%。2022年的市场份额与2021年相若。

4 本分析以大部分安排活动的进行地点作为债券的安排地点。主要安排地点是指交易中超过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，该等交易会被归类为“多个地区”。

5 按债券发行的面值计算。

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（2023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。

香港证券及期货事务监察委员会（证监会）于2021年11月就香港资本市场交易发布了新的**操守准则**，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。新操守准则于2022年8月生效，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。自从新操守准则实施以来，承销商、机构投资者和私人银行等不同市场参与者对提高透明度和加强纪律的新规普遍表示欢迎。截至2023年3月，未听闻市场运作受到重大影响，发行人融资也未受影响。ICMA会继续关注市场发展，并就合规实践和文件记录与承销商、投资者、律师事务所和证监会保持密切沟通。

## 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，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交易所外进行交易。尽管市场对亚洲国际债券市场中债券选择上市的最初理由有着不同见解，但是其中一个通常认为的理由是许多国际机构投资者偏好投资上市证券。

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，要求发行人持续做出披露，上市审批流程提供额外的监管，债券的整体吸引力提升以及可于场内进行交易的性质有可能（但并非总能实现）提高该债券的流动性。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。

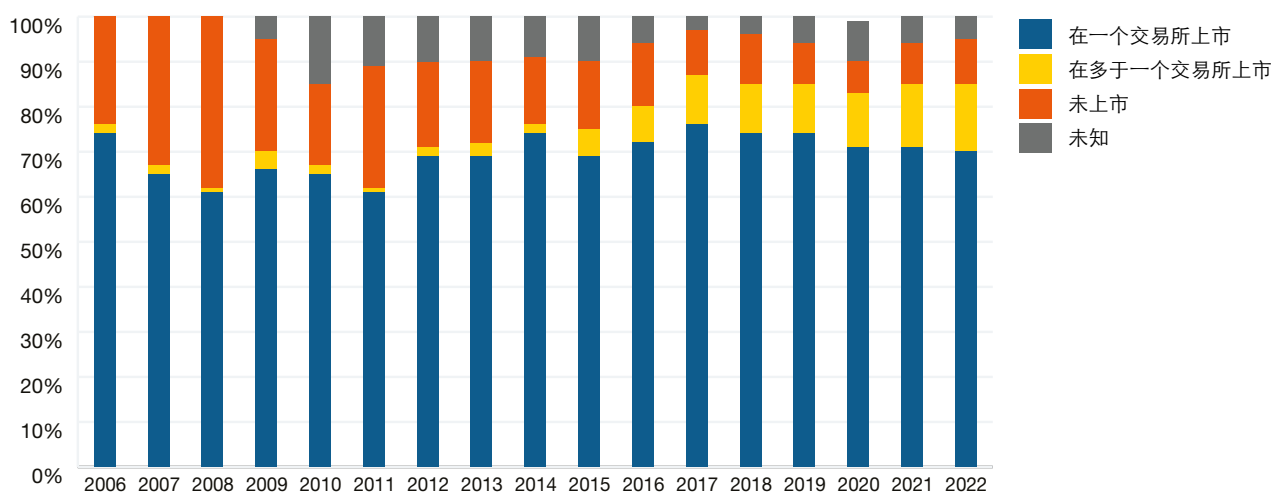
在过去十年，由亚洲发行人发行的国际债券约有82%<sup>6</sup>上市<sup>7</sup>（图4）。事实上，自2011年以来，在多于一个交易所上市的国际债券发行比例一直在稳步上升。2022年，15%的亚洲国际债券发行选择双重（或多重）上市。

<sup>6</sup> 按名义金额计。

<sup>7</sup> 分析使用的Dealogic的“债券上市 (Tranche Listings)”数据。



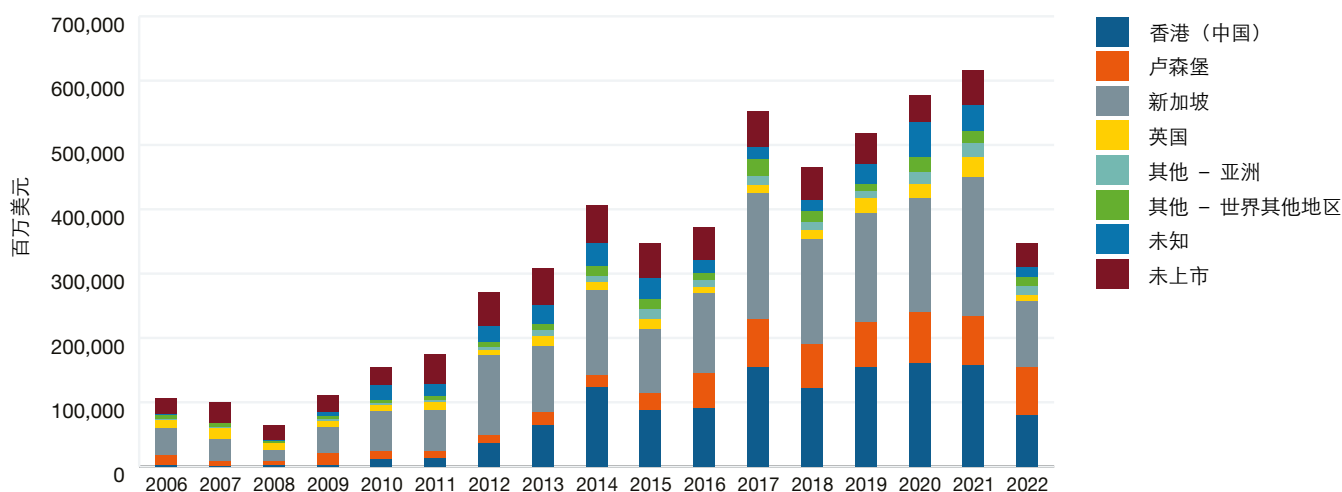
图4：亚洲（发行人主要经营地点）国际债券发行 - 上市或未上市



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年1月）

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、可预测性和可负担性作考虑因素做决定。受访者指出，在选择上市地点/地区时，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。2022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29%和23%。卢森堡在2022年成为更具吸引力的上市地点，在2022年吸引了21%的亚洲国际债券发行在卢森堡挂牌，而2021年该比例为12%，而在2022年选择于英国上市的占3%（图5）。

图5：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（2023年1月）

## 发行人主要经营地点

2022年，亚洲国际债券发行总额达3,460亿美元，较2021年减少44%（图6）。市场参与者认为主要原因包括：全球多家中央银行加息和相关的确定性、地缘政治冲突、对经济复苏和潜在衰退的担忧、二级市场的波动以及某些细分市场中尚未解决的债券违约问题。

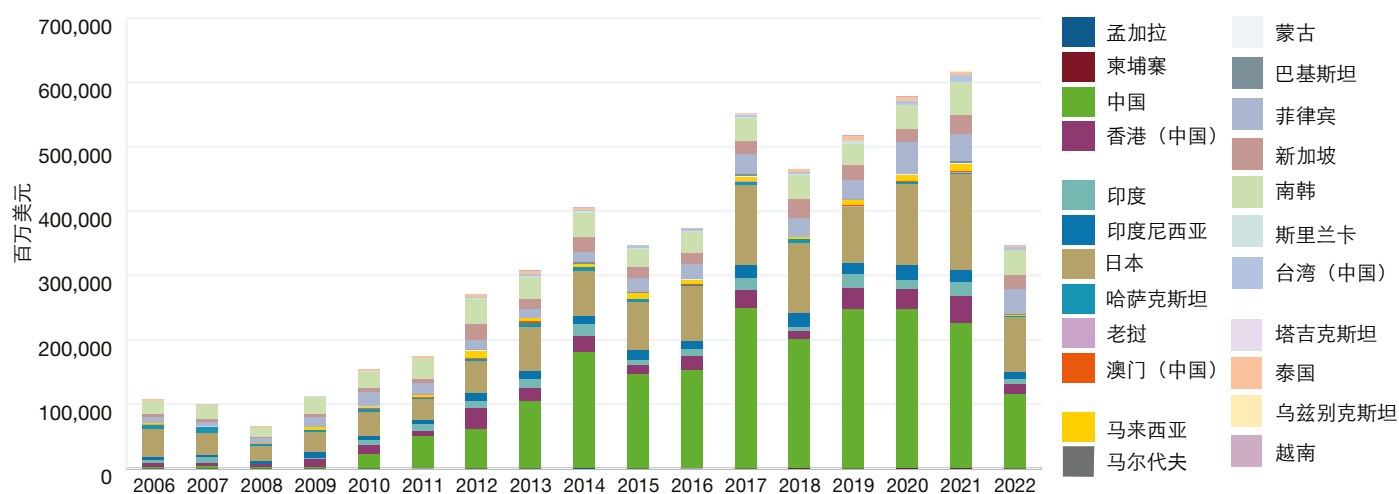
从2008年全球金融危机至2021年间，低息环境和量化宽松政策促使债券市场直至2021年呈牛市格局。

亚洲国际债券市场也受益于扩张性的货币政策，从2008年的650亿美元年发行量稳步增长至2021年的6,100多亿美元。特别是，因为2020年3月市场崩盘而推出的救市措施向G3市场注入大量流动性，在新冠疫情导致经济发展不明朗的情况下，为主权、超国家组织和政府机构(SSA)、企业和金融机构等各类发行人提供了一个有利的融资环境。

2022年，随着通胀率上升，多家中央银行倾向于收紧货币政策，以减缓通胀。政策利率的上升直接影响了G3债券发行人在一级市场的融资成本，同时投资者也考虑预料中的进一步加息会影响其投资组合中债券的估值，从而对投资更加谨慎。发行人往往会查看他们有哪些其他融资渠道（包括银行贷款、境内债券市场和私募债），而投资者对新发债券采取观望态度。正是这种交互的供需因素导致了亚洲国际债券发行量在2022年有所下滑。

于2023年3月初，亚洲国际债券市场2023年开局良好，前两个月发行量达920亿美元，与2022年同期发行量持平。一些受访者指出，随着未来加息时间表更加明确，加息步伐放缓，更多的企业将愿意通过国际债券市场进行融资。

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（2023年1月）

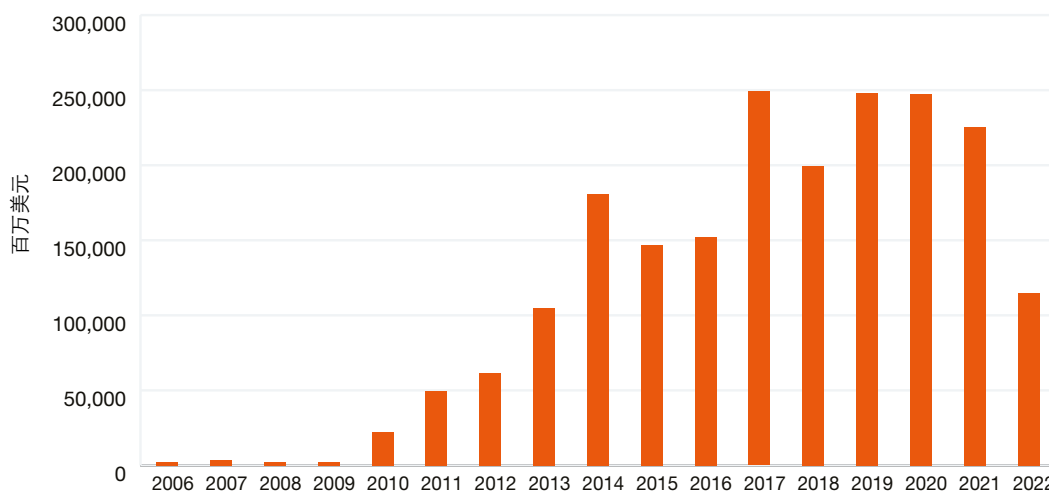
在2010年前，日本和南韩是最活跃的发行人国家，而来自亚洲其他国家和地区的国际发行则相对较少。自2010年起，来自中国（包括香港）、东盟和印度的发行额显著增加。

### 中国<sup>8</sup>

来自中国的国际债券发行金额自2010年起迅速增长（图7），从2000年代每年不到20笔交易增加至2021年的700多笔交易，2021年发行量总计2,240亿美元，占当年亚洲所有国际债券发行的37%。

8 本节分析指中国内地。

图7：中国（发行人主要经营地点）国际债券发行



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年1月）

导致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年至2016年美联储加息和人民币贬值，以及2015年推出的对所有年期超过1年的境外发行进行备案的要求<sup>9</sup>，导致中国实体在境外的融资活动暂时减少。发行量在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，踏足境外市场有助实现融资结构多元化，开拓额外融资渠道。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>10</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。

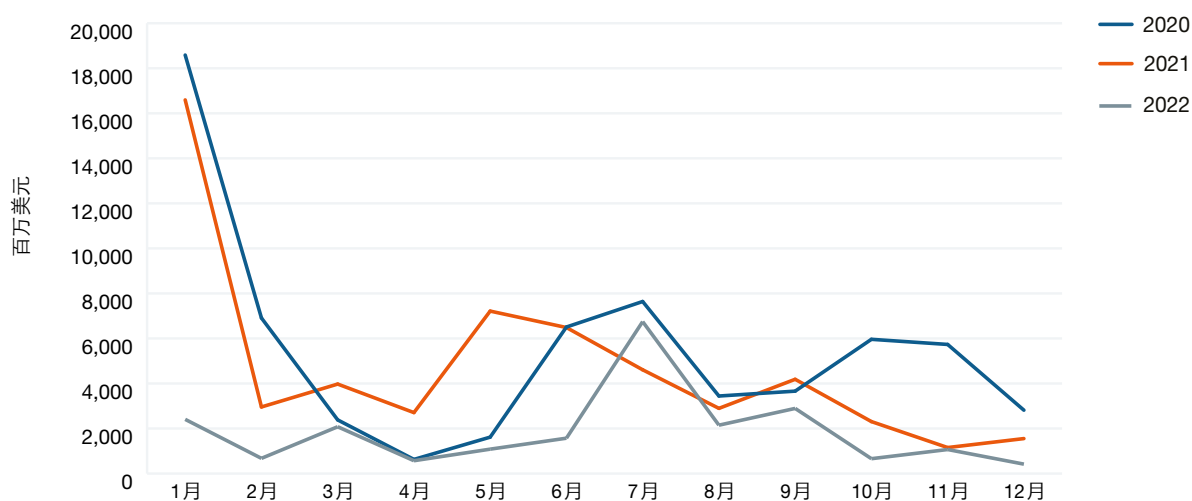
于2021年，中国房地产行业的重大信用事件对整个行业在国际债券市场上发债造成影响。自2021年6月起，这类发行人的发行额持续下滑（图8），许多房地产发行人的债券价格跌至极低水平。于2022年，更多中国房地产发行人违约。房地产行业的发行金额由2021年的570亿美元减至2022年的220亿美元。

2022年，中国发行人的国际债券发行金额下滑49%至1,150亿美元。背后的原因之一是中美基准利率分化。中国政府债券与美国国债之间的利差十多年来一直维持正值，但随着货币政策分化，有关利差于2022年收窄，最终于2022年4月变为负值。许多中资发行人将目光转向境内市场，寻求成本更低的融资。尽管如此，来自中国的发行仍是亚洲国际债券市场的最大新发债券来源，占市场新发行量的三分之一。

<sup>9</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>10</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）

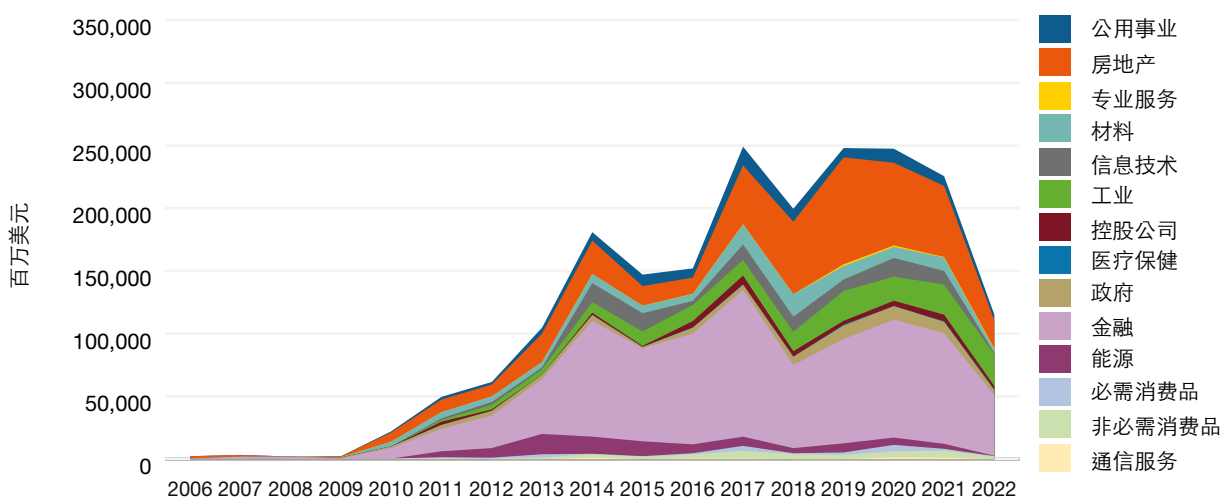
图 8：中国房地产行业发行人的国际债券发行



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年1月）

从发行人行业看来，中国的国际债券发行主要来自金融机构和房地产开发商，分别占2022年中国国际债券发行的42%和19%。自2018年起，中国发行人的行业不断变得更加多元化（图9），例如工业发行人在一级市场上愈趋活跃，2022年发行量占比22%，是2021年占比的两倍。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增信措施。Dealogic数据显示，具有备用信用证的境外中国债券数量激增，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对用来提供额外信用支持的“维好协议”的可执行性有一定的担忧。于2020年有24笔新发债券具备信用证支持，而在2021年时已增至80笔，并在2022年进一步增至185笔。2022年中国的国际债券发行中，有33%<sup>11</sup>的债券在发行时是有备用信用证作为增信措施的。附有维好协议的发行笔数从2014年至2015年每年超过70笔减至2022年的19笔，而2022年的19笔发行中，有6笔同时使用维好协议和备用信用证作为增信措施。

图 9：中国（发行人主要经营地点）国际债券发行 – 按行业分类

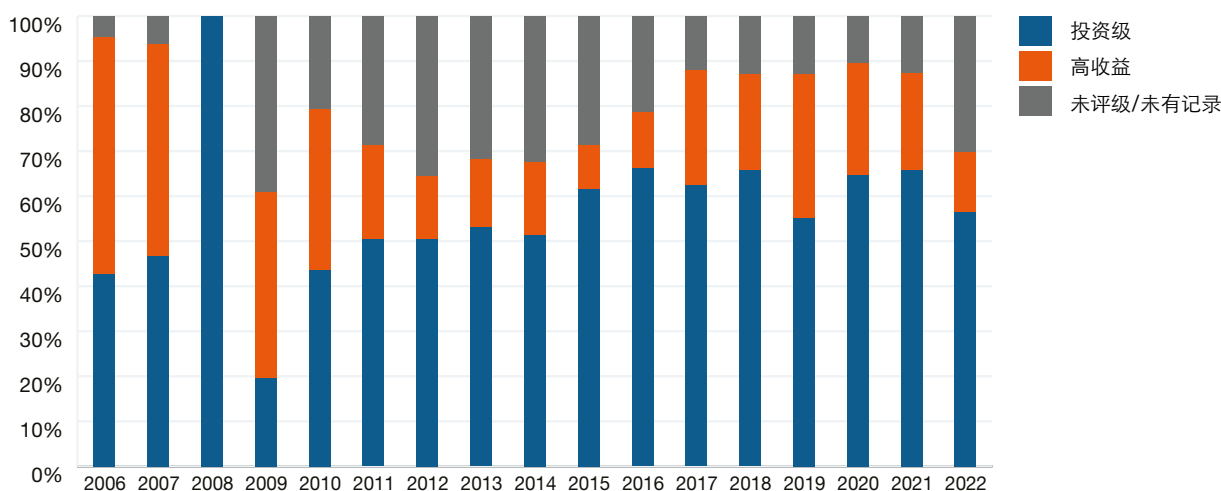


数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年1月）

虽然市场对房地产行业（在高收益债券发行中占比很高）保持关注，但高收益和投资级债券的发行比例在2020年至2022年间并未发生重大变化。（图10）

<sup>11</sup> 按发行笔数计算。

图 10：中国（发行人主要经营地点）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（2023年1月）

截至2022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。

一些市场参与者表示，随着国有企业参与受困房地产开发商的重组进程，加上中国政策鼓励银行给房地产开发商发放贷款及进行展期<sup>12</sup>，长远而言受困房企或能走出困境。政策的首要目标是保护受问题房企影响的个人购房者和国内债券投资者，当前市场普遍认为，国际债券投资者收回违约债券的剩余价值，还是重建投资者对该行业的信心，都需要时间。

## 印度

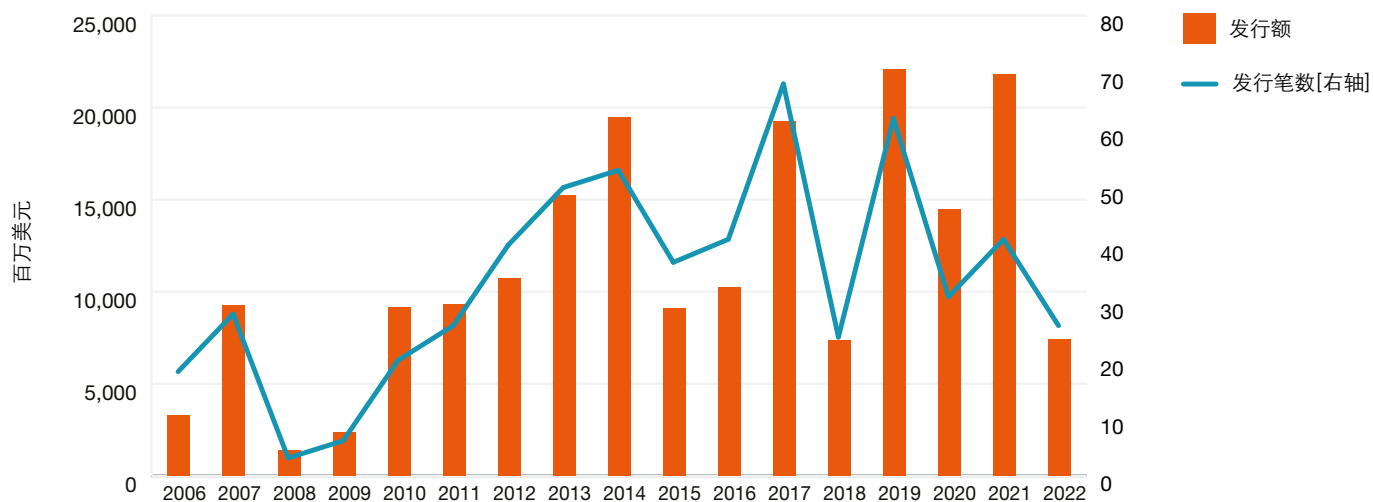
在2006年，印度只有银行和少数大型企业发行人涉足外币债券市场。2011年，国有企业和类政府机构开始考虑以G3货币募集资金，并深受投资者的欢迎，曾有超额认购高达10倍的情形。2018年的影子银行和信贷危机导致发行额减少，但发行额于次年恢复。印度发行人的国际债券在发行人类型、行业（图12）和结构方面日益多样化。在2022年，能源行业成为印度最主要的发人类别。

2021年，印度发行人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）。2022年，与亚洲的总体趋势相似，来自印度的国际发行缩减66%，仅为74亿美元。受访者指出，印度本币债券市场运行稳健，为发行人提供成本更低的资金，与以G3货币发行债券相比，货币兑换后的发行成本可能低100至150个基点。同时也有许多国有企业转向贷款市场，进行融资和再融资。

此外值得注意的是，印度发行人在考虑通过国际债券市场融资时，越来越青睐可持续债券（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）。可持续债券的比例于2020年约为9%，2021年则超过40%，即使在债市相对低迷的2022年，可持续债券仍占2022年印度所有国际债券发行的39%，显著高于亚洲大多数国家甚至全球平均水平（图13和表1）。

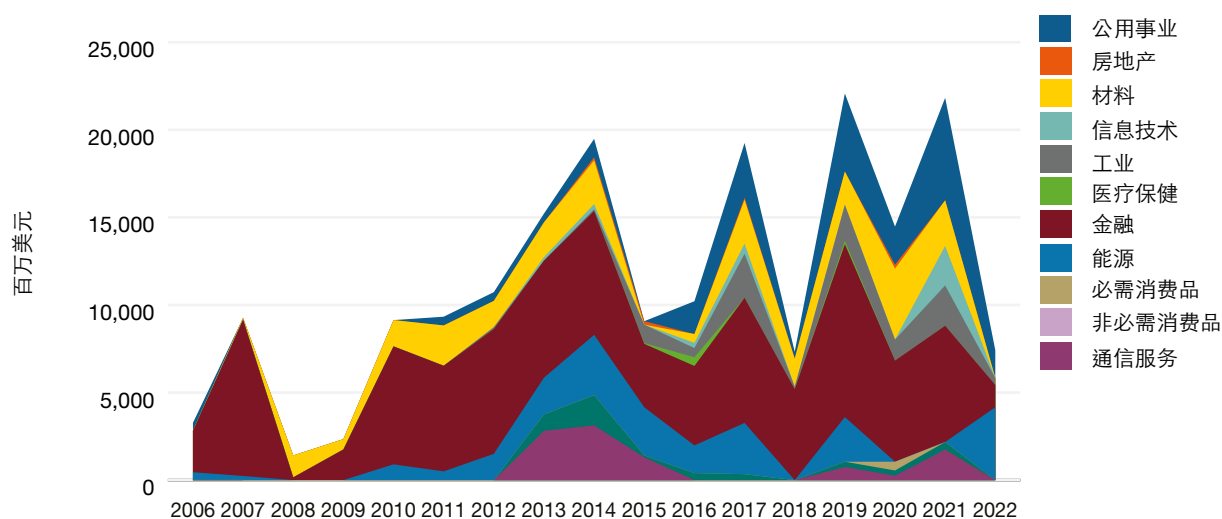
<sup>12</sup> 中国人民银行和中国银保监会联合发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展的通知》，指导各类金融市场参与者为房地产开发商和建筑公司提供融资支持。

图11：印度（发行人主要经营地点）国际债券发行



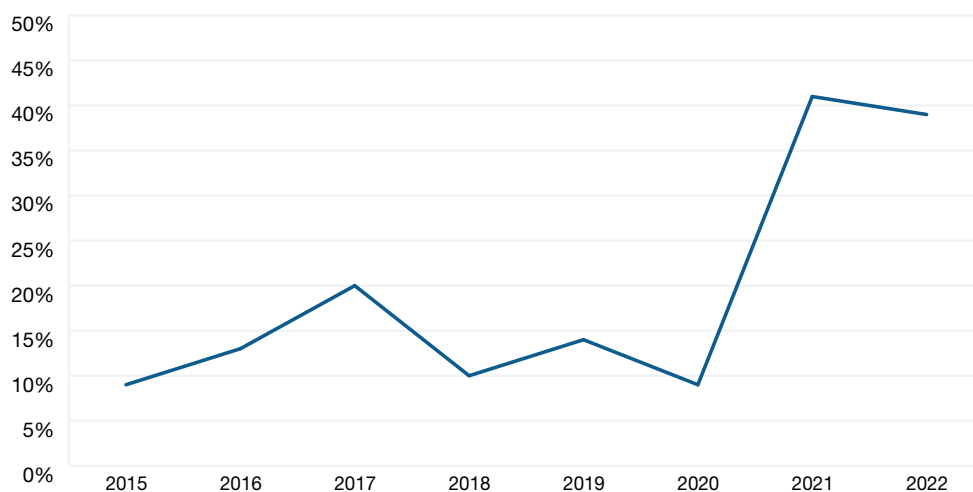
数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年1月）

图12：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（2023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

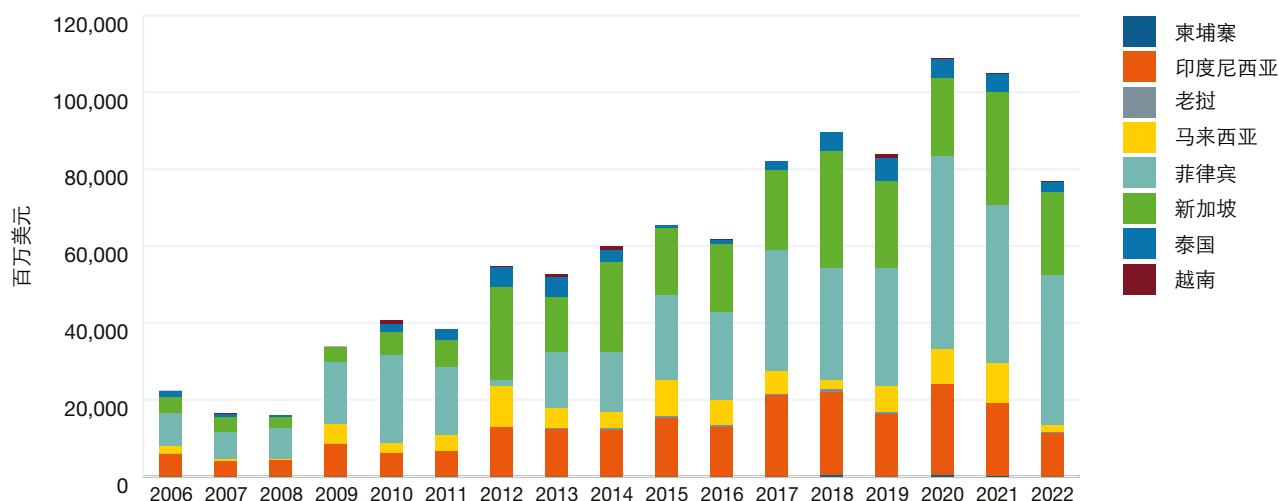


数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年1月）

## 东盟

自全球金融危机以来，东盟（一个由10个东南亚国家组成的区域）的国际债券发行额显著增加，发行总量在过去十年中有一定的波动（图14）。

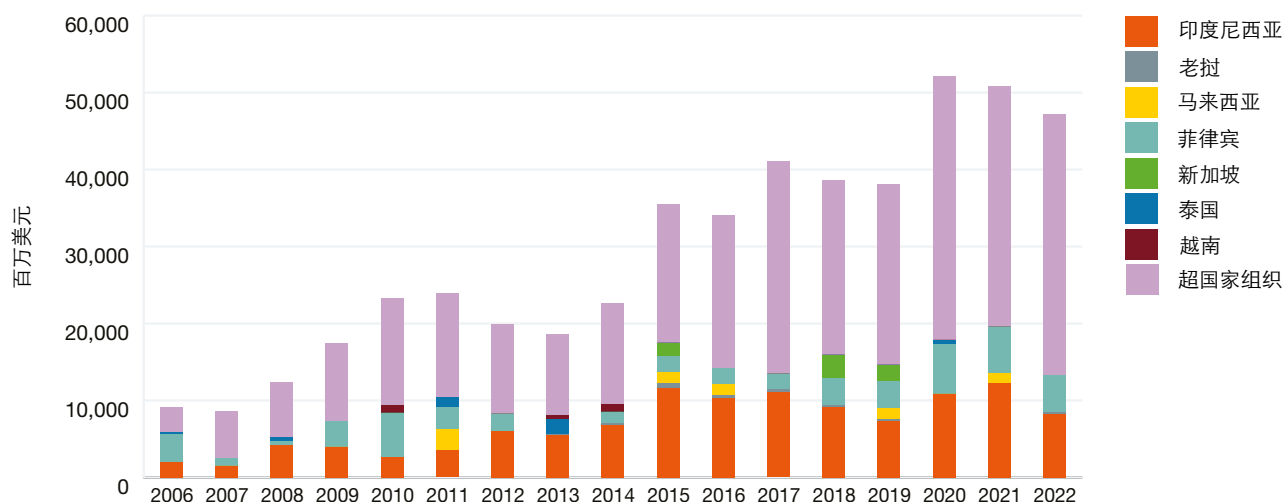
图14：东盟（发行人主要经营地点）国际债券发行



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年1月）

自2013年以来，主权、超国家组织和政府机构（SSA）发行人的国际债券发行额日渐增长（图15），于2022年达到470亿美元。印度尼西亚和菲律宾是最常使用国际债券市场来筹集资金的东盟国家。超国家组织的债券发行比2013年增加了两倍，且没有受到2022年整体债市放缓的影响，主要是因为总部位于菲律宾的亚洲开发银行发行了很多国际债券。

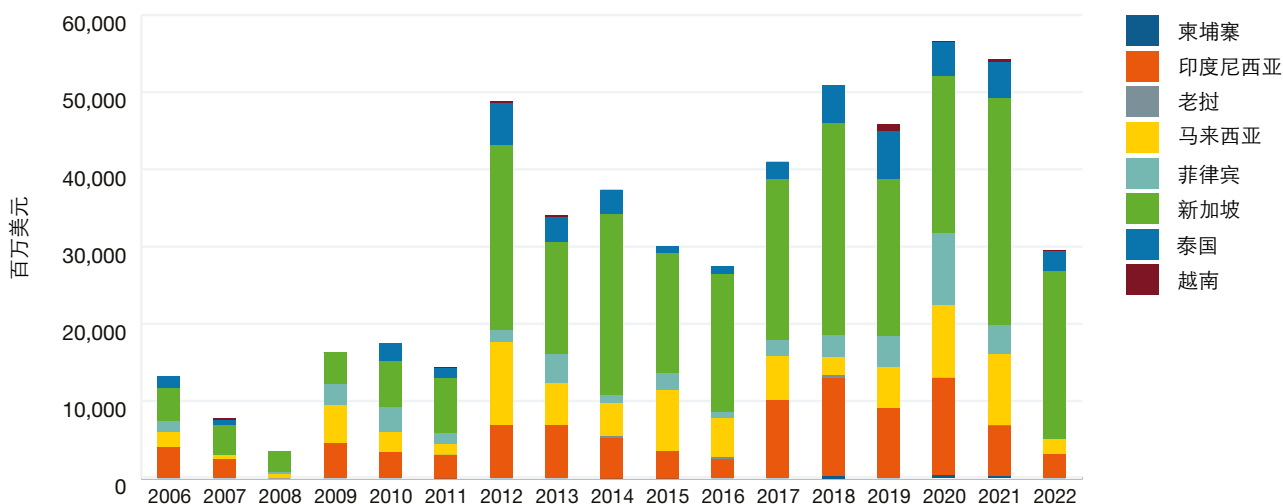
图15：东盟（发行人主要经营地点）的SSA国际债券发行



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年1月）

除了SSA债券发行，东盟的国际发行与亚洲的总体趋势一致，在2022年下降46%至300亿美元（图16）。除了新加坡和马来西亚（10笔发行），其他每个东盟国家的国际债券发行笔数跌到个位数，甚至没有一级市场发行。

图16：东盟（发行人主要经营地点）的国际债券发行 – 不包括SSA



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年1月）

受访银行家表示，在2022年，许多东盟企业发行人（1）现金需求减少；（2）在寻求再融资时转向强劲的国内市场，通过国内借贷（贷款或债券）融资而非国际债券发行。

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债券发行来发展稳健而强劲的本土债券市场。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迎合零售投资者的需求，相比之下，在美元国际债券市场上，零售债券通常因披露和销售方面的监管要求而不切实可行。

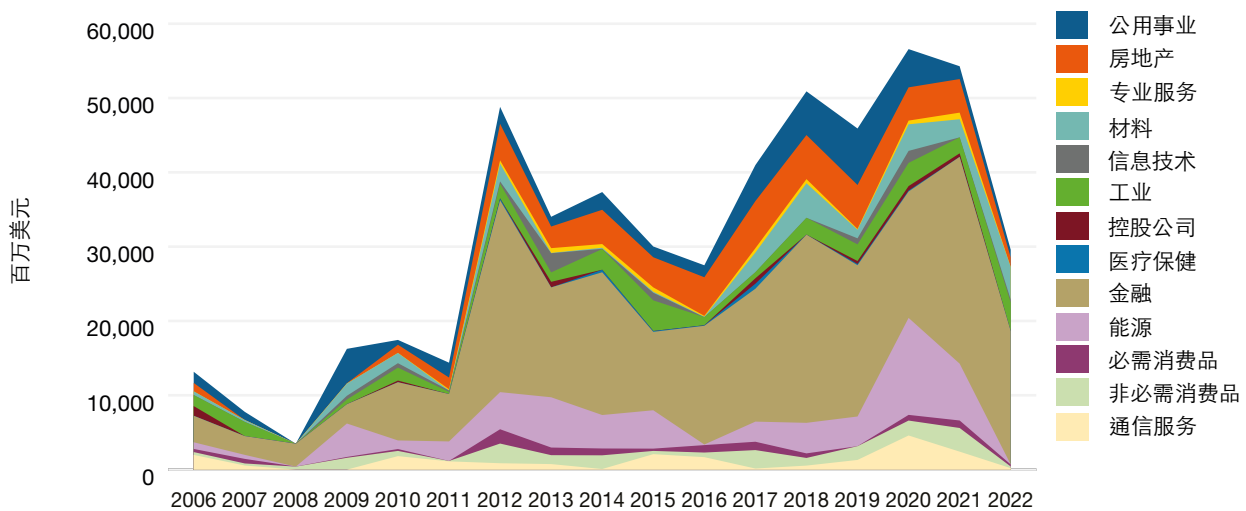


另外，本地市场中商业银行的资本相对充足，根据市场参与者的经验，这意味着银行贷款通常是比债券更便宜的资金来源<sup>13</sup>。

另一主要因素是企业规模。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。因此，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。

将东盟的国际债券发行按行业划分，金融机构是主要发人类别，其次是材料和工业行业的公司，在2022年的市场份额分别为61%、15%和13%（图17）。

图17：东盟（发行人主要经营地点）的国际债券发行（不包括SSA） – 按行业分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年1月）

## 日本

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投资于以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。

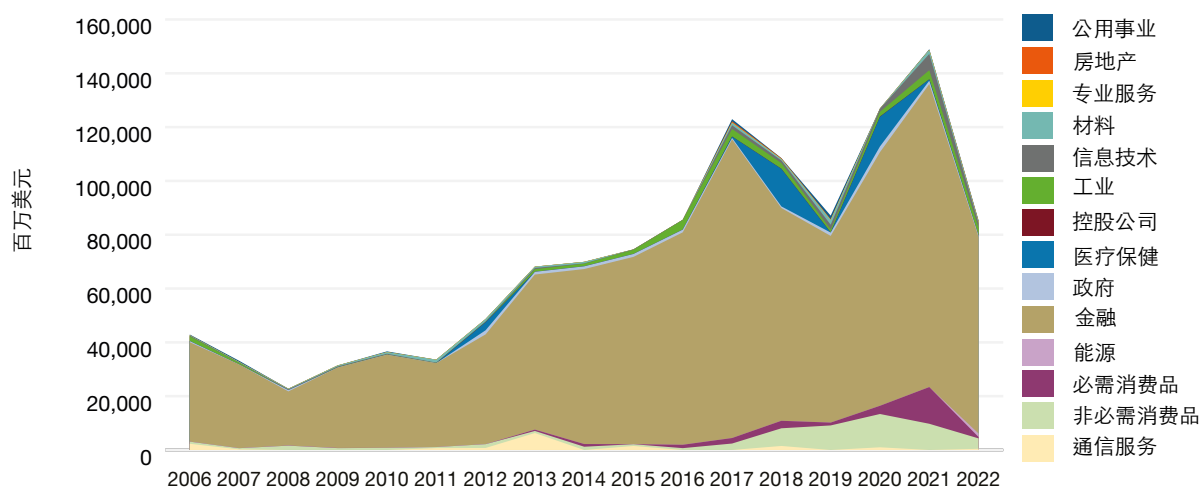
自2008年金融危机以来，日本离岸债券发行额稳步增长（图18）。2017年，在日本发行人希望丰富融资渠道和为国际业务营运提供资金的背景下，其发行额达到逾1,200亿美元的峰值。2020年和2021年，日本的国际债券发行额也创下了历史新高，2020年及2021年分别达1,270亿美元及1,490亿美元。

2022年，发行金额下跌43%至850亿美元。2022年全球很多央行采取紧缩的货币政策，日本央行是世界上为数不多的没有采取紧缩货币政策的央行之一。截至2022年年底，日本央行的政策利率维持在-0.1%，日元贬值幅度超过美元指数。

金融机构在过去数年一直是主要的发人类别，占2022年日本国际发行总额的86%。

<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18：日本（发行人主要经营地点）国际债券发行 – 按行业分类



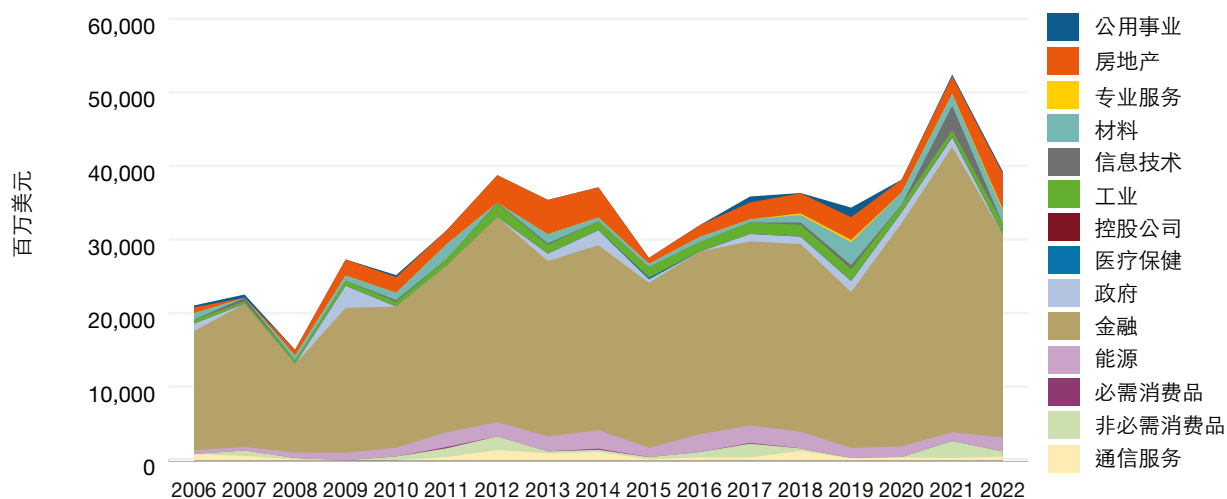
数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年1月）

## 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。

2022年，来自南韩的国际债券发行量与其他国家相比稍好一些，仅下滑25%（图19）。受访者表示，可能是受韩国国内债券市场的信用事件影响。2022年9月一只由地方政府支持的债券发生了违约，该事件不断演变，并在韩国央行的紧缩货币政策的影响下，蔓延发展成为全国境内债券市场的动荡，导致一级市场活动减少及收益率飙升。甚至银行在大概两个月的时间内选择不在其境内市场发行债券，以便引导投资流向企业债券。鉴于本币市场紊乱，韩国发行人将国际债券市场作为一个重要的融资渠道，并且预计在近期将继续通过发行美元债券进行融资。2022年，公用事业、通信、工业及能源等行业的国际债券发行额甚至增长超过50%。

图19：南韩（发行人主要经营地点）国际债券发行 – 按行业分类

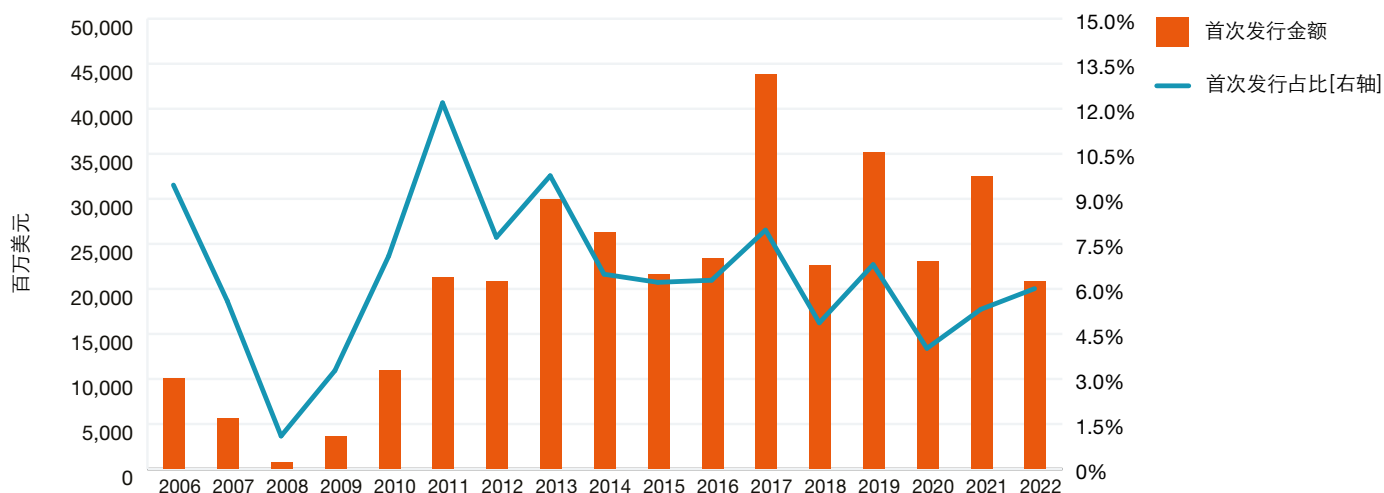


来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年1月）

## 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有所回落（2008年和2009年的占比分别为1%和3%）。2022年发行环境转差，导致首次国际发行额减少（210亿美元），但因为来自中国的首次发行仍有强劲势头，首次发行额占国际发行总额的比例仍维持在6%的水平（图20）。

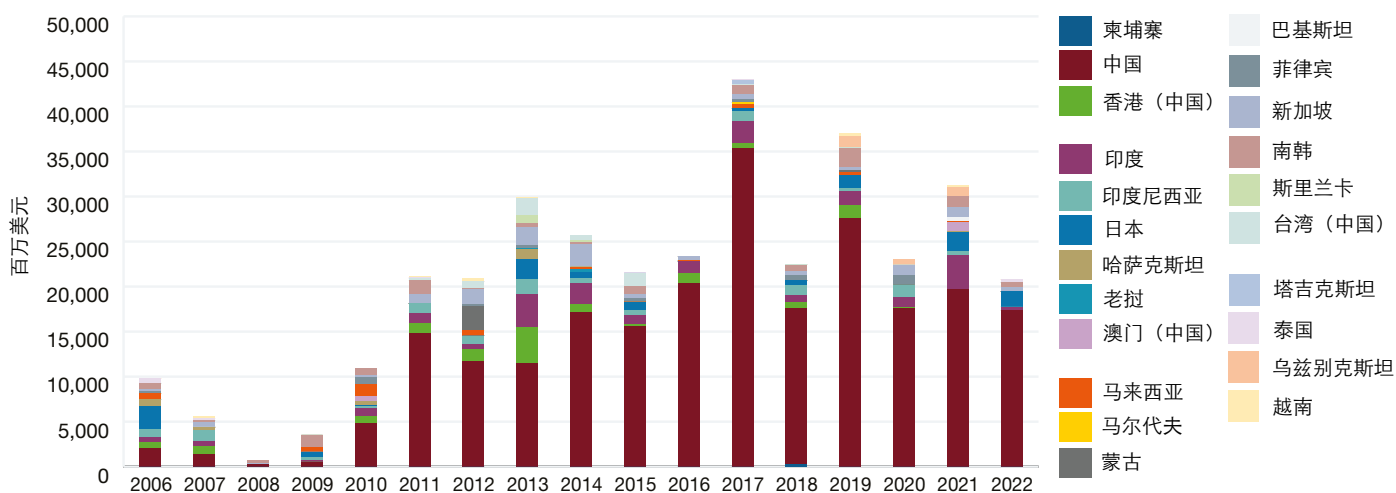
图20：首次发行与亚洲（发行人主要经营地点）所有国际债券发行相比



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023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强大的动力，自2014年以来占首次国际发行总额约67%至87%（图21）。2022年，该比例达83%，有144个来自中国的首次国际债券发行人，大多数为地方政府融资平台。

图21：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（2023年1月）

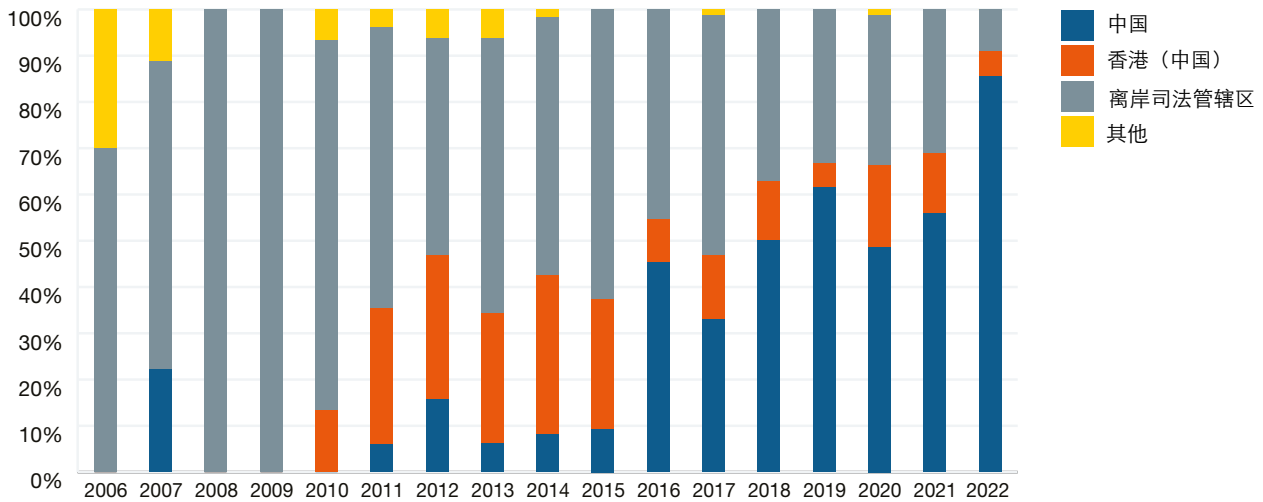
在中国国际债券市场的发展初期，发行人倾向于通过其在离岸司法管辖区（开曼群岛、英属维尔京群岛、百慕大、泽西岛）注册成立的公司进行首次债券发行。到2010年代，发行人转向通过香港实体进行，而后则转为由境内实体直接进行（

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22)。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。

中国的首次发行额从2021年的200亿美元仅略微减少至2022年的170亿美元。2022年的这些首次发行中，有60%有备用信用证作为信用增级。

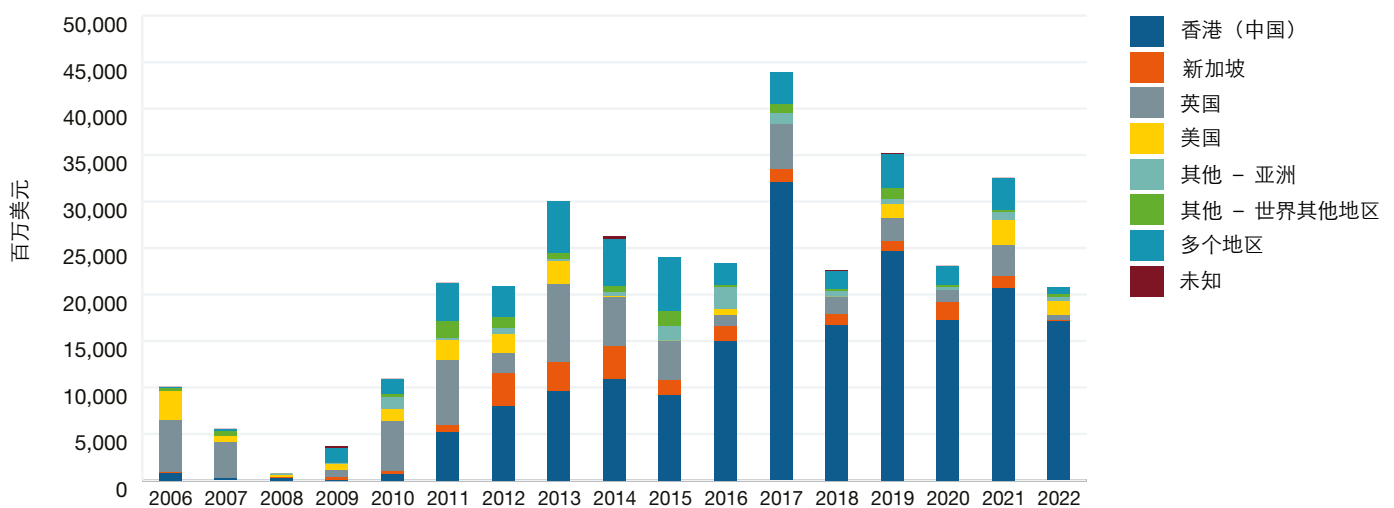
图22：中国的首次国际债券发行 – 按发行人注册地点分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023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。2022年，有82%的亚洲首次国际发行是在香港安排执行的，全部为来自中国的国际债券（图23）。

图23：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



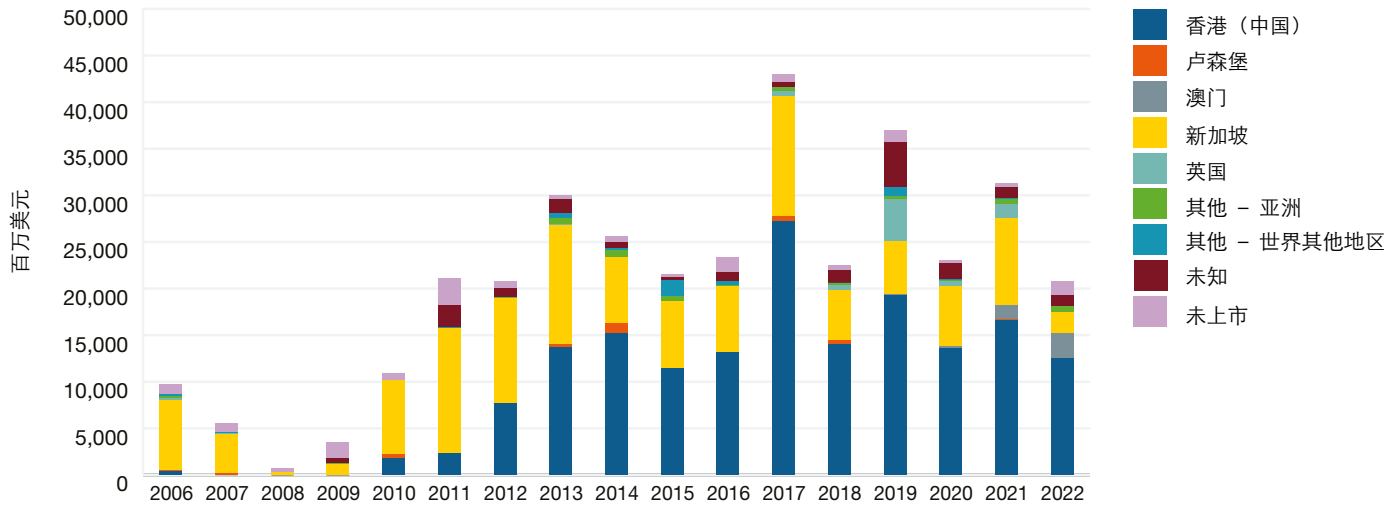
数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年1月）

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。2017年至2021年间，只有不到4%的首次发行债券未上市，而2022年则只有3只债券未上市。多年来，首选上市地点是香港证券交易所，其次是新加坡交易所。首次债券发行较少选择在欧洲的交易所上市。澳门已成为备受青睐的新选择，吸引国际债券市场的新发行人在当地为其首只国际债券上市。中华（澳门）金融资产交易所于2018年才成立，但已吸引2021年

5%和2022年13%的首次国际债券于该交易所上市。

在过去十年中，选择在香港、新加坡和英国上市的首次发行分别占56%<sup>15</sup>、27%和3%。2022年，选择在香港、澳门和新加坡上市的亚洲首次国际债券发行分别占60%、13%和10%（图24）。

图24：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（2023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》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（该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管理着可持续债券产品的国际性标准和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>16</sup>。

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>17</sup>。2022年，可持续债券虽然受到债券市场普遍情绪影响，但全球可持续债券发行额达8,830亿美元，占全球债券发行总额的12%，份额甚至略高于2021年的11%。

亚洲国际债券市场也呈现类似的情况。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1,030亿美元（图25）。2022年，亚洲的国际可持续债券发行总额达800亿美元。来自中国的国际可持续债券发行占亚洲总额的43%，南韩占19%，日本占16%。这些比例与2021年的情况相似。

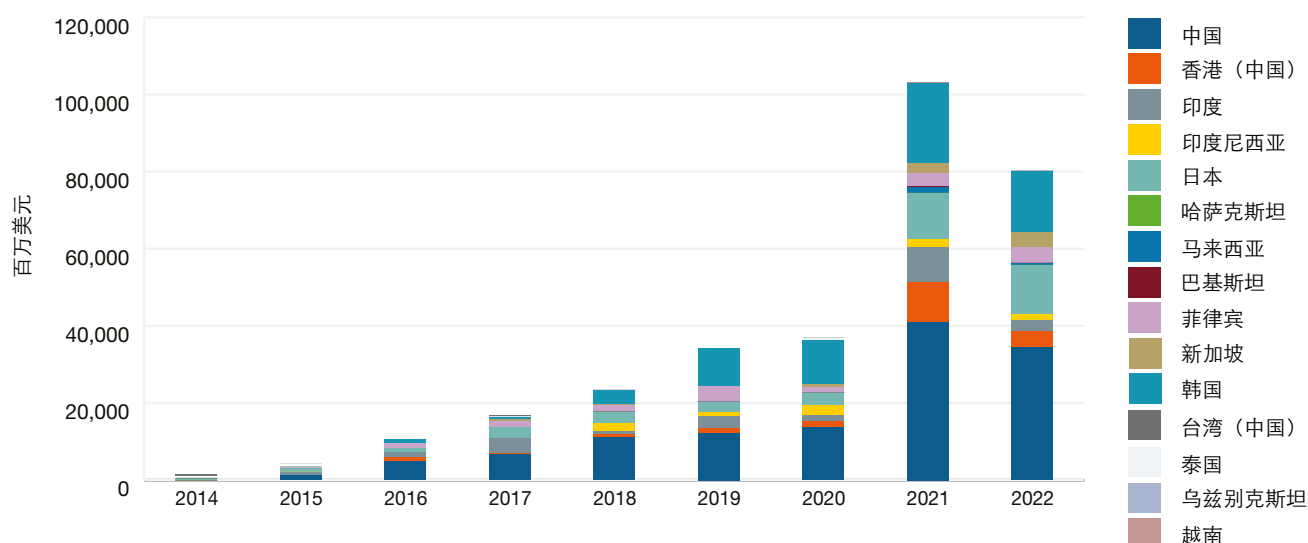
尽管2022年亚洲国际可持续债券发行的绝对金额减少了22%，但可持续债券发行在亚洲国际债券发行中的占比由16%增长至23%，远高于全球的12%。特别是南韩、印度、中国、马来西亚和香港的可持续债券发行在其国际债券发行中的占比甚至更高（表1）。来自南韩的国际债券发行，有40%是贴标的绿色债券、社会责任债券、可持续发展债券或可持续发展挂钩债券。

<sup>15</sup> 按名义金额计

<sup>16</sup> Environmental Finance数据。

<sup>17</sup> ICMA根据Environmental Finance和标普数据进行的分析。

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（2023年1月）

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（发行人主要经营地点）

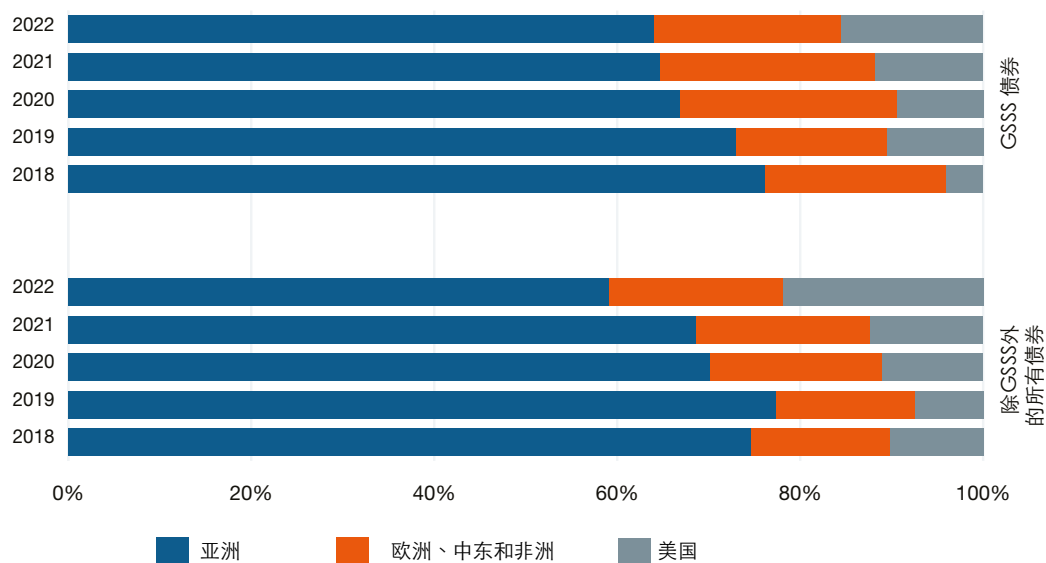
| 2022年排名前五的司法管辖区 | 2022年国际可持续债券发行在所有国际债券发行中的占比 | 2021年排名前五的司法管辖区 | 2021年国际可持续债券发行在所有国际债券发行中的占比 |
|-----------------|-----------------------------|-----------------|-----------------------------|
| 南韩              | 40%                         | 越南              | 57%                         |
| 印度              | 39%                         | 印度              | 44%                         |
| 中国              | 30%                         | 南韩              | 39%                         |
| 马来西亚            | 26%                         | 香港 (中国)         | 26%                         |
| 香港 (中国)         | 26%                         | 中国              | 17%                         |
| 亚洲平均占比          | 23%                         | 亚洲平均占比          | 16%                         |
| 全球平均占比          | 2022年可持续债券发行在所有债券发行中的占比     | 全球平均占比          | 2021年可持续债券发行在所有债券发行中的占比     |
|                 | 12%                         |                 | 11%                         |

资料来源：ICMA使用Dealogic、Environmental Finance和标普数据进行的分析（2022年及2023年1月）

这显示了可持续债券对于涉足国际债券市场的亚洲发行人而言，一直是一个具有吸引力的融资工具。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、募集款项的计划使用地点、发行人以本地投资者还是以投资者基础多元化和提高企业长期形象为目标。

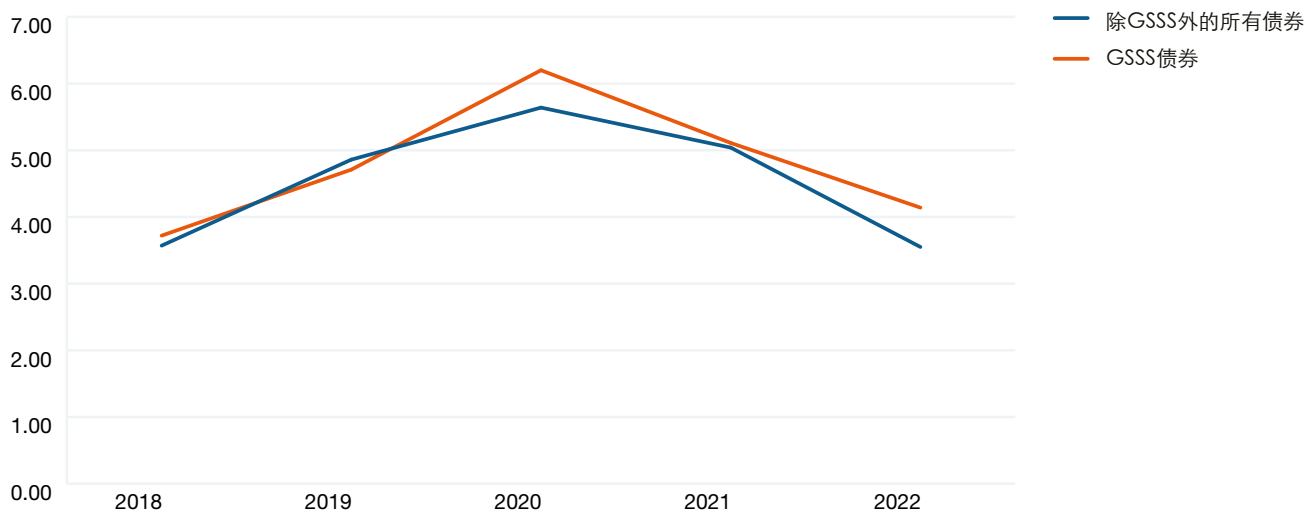
Covalent Capital的数据显示，过去5年，与其他亚洲G3债券相比，可持续债券的最终认购簿中来自欧洲、中东和非洲（EMEA）的投资者比例更高，超额认购率略高一些，债券最终定价较初始价格指引（IPG）收窄幅度更大（图26至图28）。2022年可持续债券定价平均收窄幅度比其他亚洲G3债券多8个基点。

图26：亚洲G3可持续债券发行的统计数据 - 投资者地区分布<sup>18</sup>



资料来源：ICMA使用Covalent Capital数据进行的分析（2023年2月）

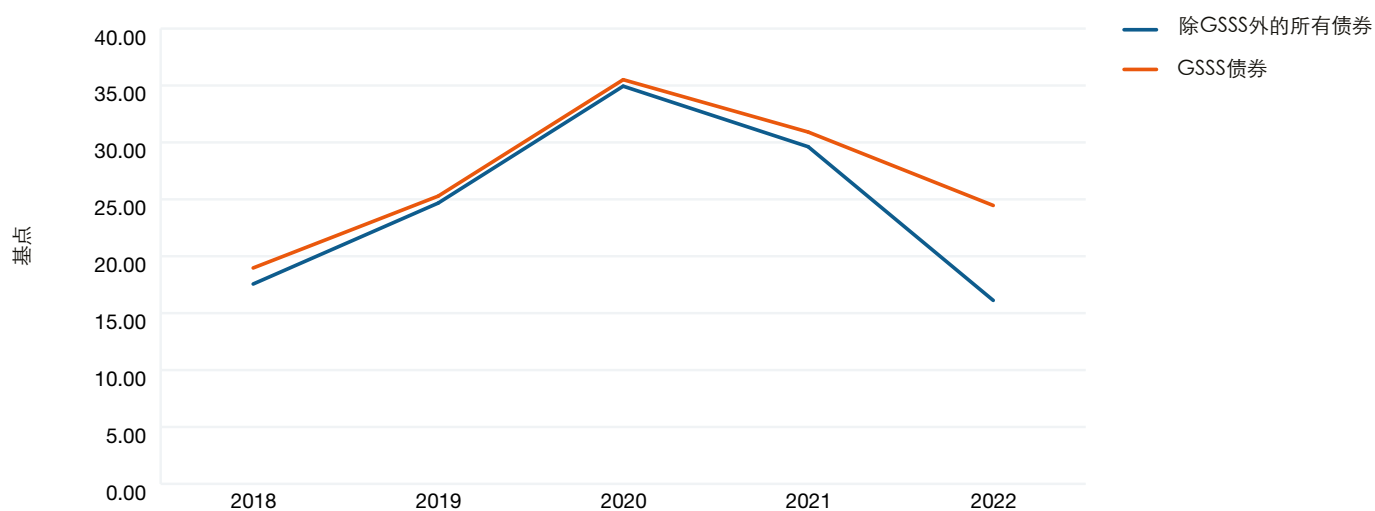
图27：亚洲G3债券发行的统计数据 - 平均超额认购倍数



资料来源：ICMA使用Covalent Capital数据进行的分析（2023年2月）

18 图26、27、28、33、35、36和37是基于截止2023年2月Covalent Capital所能统计到的债券的可用数据绘制的。

图28：亚洲G3债券发行的统计数据 – 最终定价较初始价格指引的平均收窄幅度



资料来源：ICMA使用Covalent Capital数据进行的分析（2023年2月）

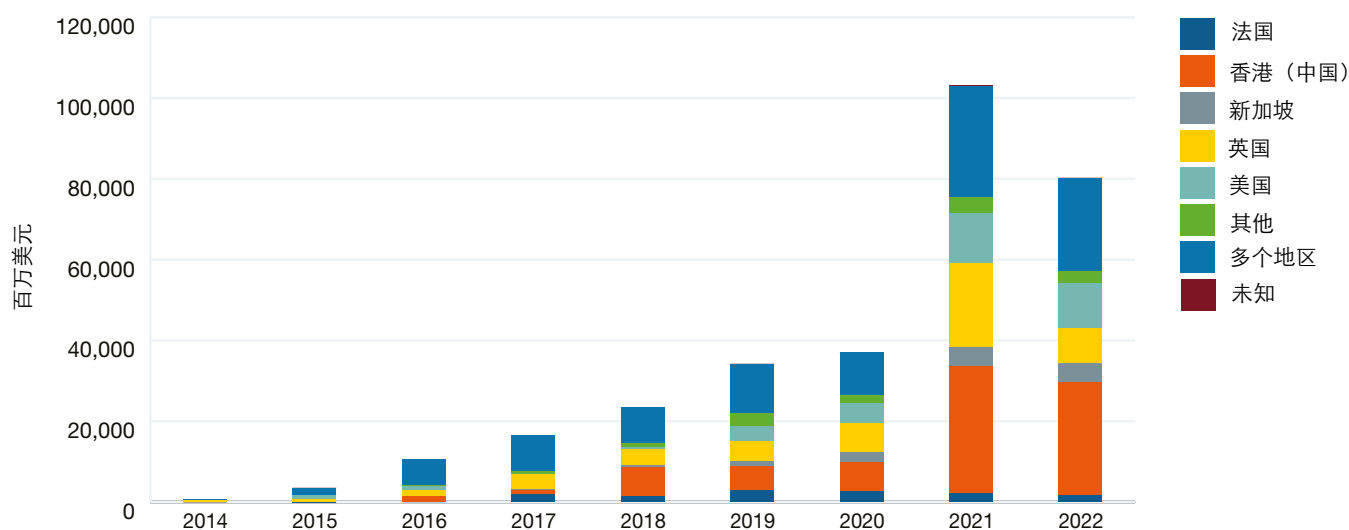
市场对可持续债券的认知稳步提升。可持续债券发行人通常都在其整体企业规划中考虑可持续发展，并获管理层支持其发行此类债券，以支持相关底层项目或整体可持续性战略。考虑因素包括融资成本、公司声誉以及丰富其投资者基础，吸引来自不同国家和地区的投资者。受访者预期发行人在未来将会继续发行可持续债券。

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。投资者也变得越来越专业，对相关环境及社会项目以及可持续效益的额外性及可追溯性提出更多、更详细的问题。（有关更多分析，请参阅“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，自2021年以来香港银行的市场份额有所增加。大约三分之一的国际可持续债券由香港的银行安排（2022年为35%，2021年为31%），另外三分之一则由多地的承销商共同安排，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29）。



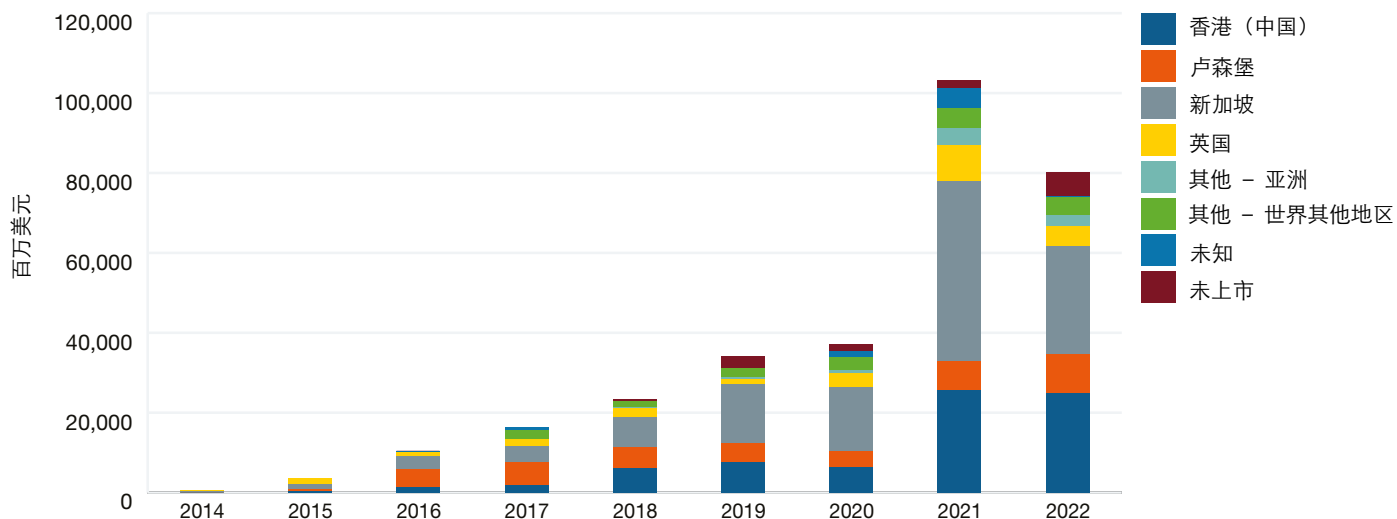
图29：亚洲（发行人主要经营地点）国际可持续债券发行 - 按主要安排地点分类



资料来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年1月）

与所有亚洲国际债券的情况相似，2022年大部分（92%）的国际可持续债券发行均有上市（图30）。在新加坡交易所上市的可持续债券比例为34%；其次是香港证券交易所，占比31%；卢森堡和英国则分别占12%和6%。

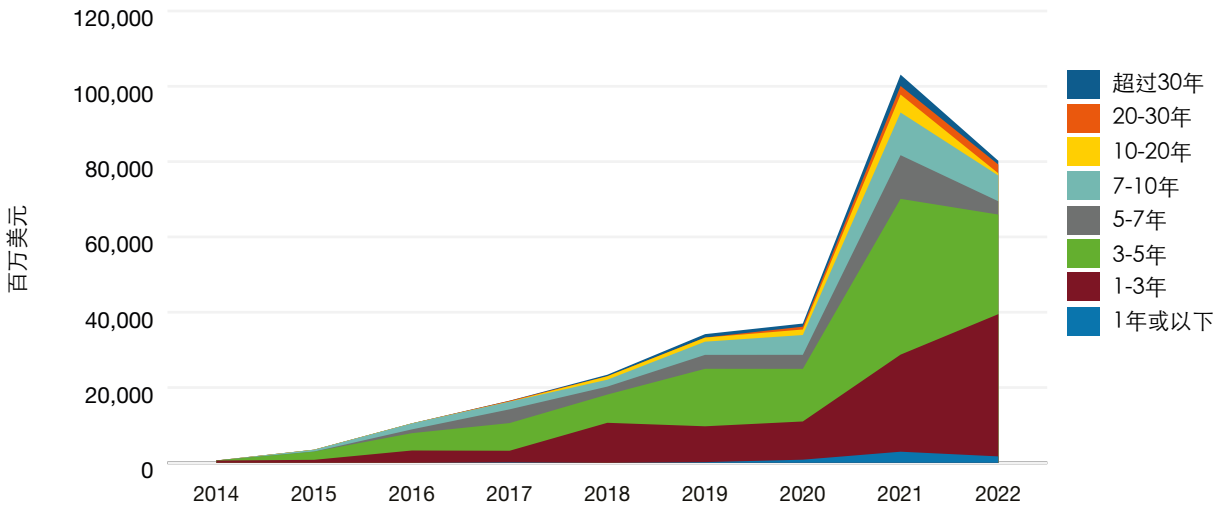
图30：亚洲（发行人主要经营地点）国际可持续债券发行 - 按上市地点分类



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023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）和长年期（超过7年）的形式发行（图31）。原因之一是，有特定募集资金用途债券的所得款项通常会用作投资于中期项目，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。大部分国际可持续债券发行年期为1至3年（47%）及3至5年（33%）。受访者表示希望看到更多可持续债券在一级市场发行，这有助于建立覆盖更多年期的基准曲线。

图31：亚洲（发行人主要经营地点）国际可持续债券发行 - 按年期分类

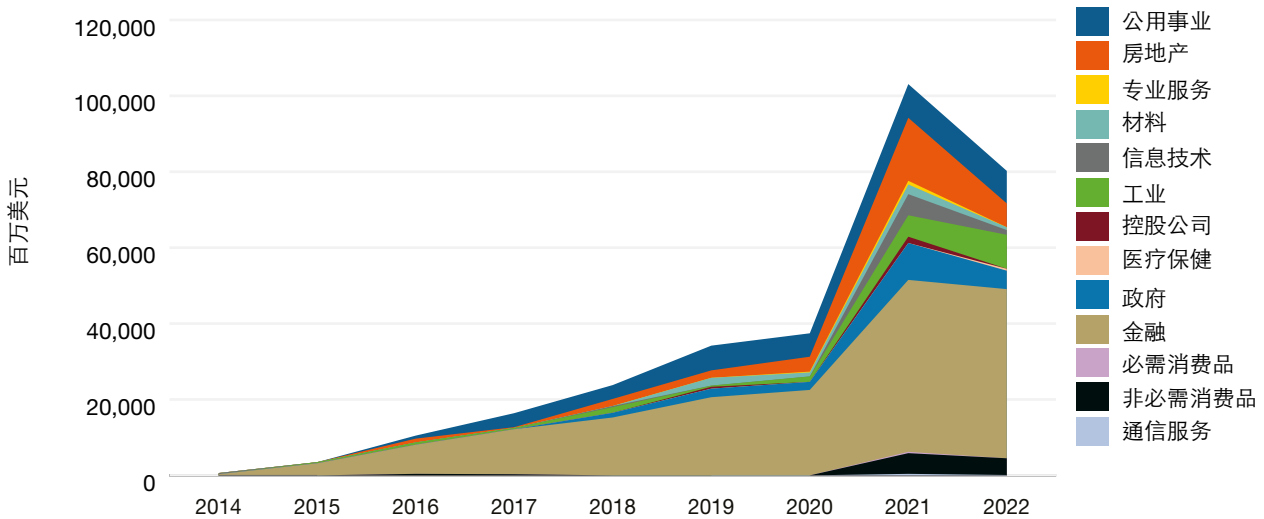


数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年1月）

自2014年以来，金融业发行的可持续债券占亚洲国际可持续债券发行额的55%，推动了市场发展。近年来，发行人行业日渐多元化，政府、房地产开发商、工业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32）

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”），可有约5至10个基点的溢价，具体取决于其募集资金用途和发行人的信用质量。

图32：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



数据来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年1月）

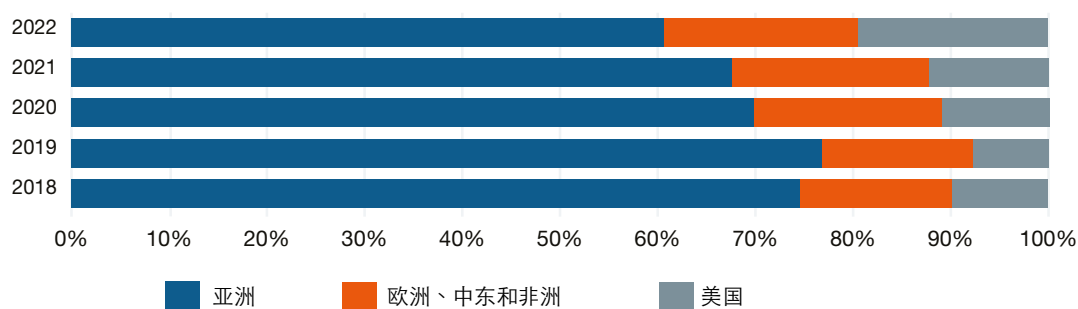
## 投资者与分销

国际债券市场在亚洲发展初期有一个“亚洲资金买入亚洲债券”的趋势。类似趋势也适用于中国债券。一种简单明了的解释是，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，并对分析其信用和宏观经济风险更有信心。中国投资者或能更好地判断与政府相关的地方政府融资平台和地方国有企业的违约风险。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“本土偏好”并非亚洲独有，在世界其他地区也有所体现。

受访者表示，这种本土偏好仍然影响着投资者结构，但国际投资者的参与度越来越高。Covalent Capital的数据证实了这一点，数据显示亚洲以外的投资者在亚洲G3债券一级市场发行中认购比例从2018年的25.3%升至2022年的39.4%（图33）。但也有一些受访者表示，亚洲以外的投资者在2022年变得更加谨慎、兴趣有所降低，一些非指数、主动管理型投资者抱着投机的心态参与投资亚洲债券。

有时候，我们难以准确地得知投资亚洲国际债券的亚洲投资者与国际投资者的比例，因为有关投资者分布情况的披露完全出于自愿，而非强制规定。此外，随着亚洲财富的增长，越来越多欧美机构投资者已在亚洲设立专门的办事处并在该地区进行集资。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，受访的市场参与者持有多种不同意见。

图33：亚洲G3债券发行的数据统计 – 投资者地区分布<sup>19</sup>

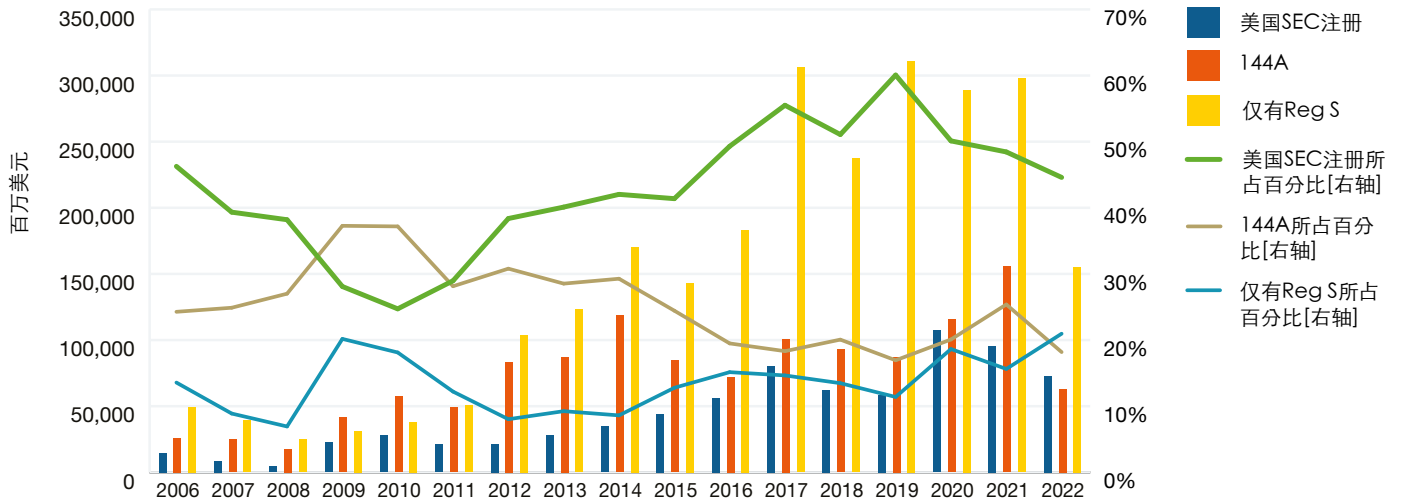


资料来源：ICMA使用Covalent Capital数据进行的分析（2023年2月）

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。按144A规则进行发行的百分比从2010年的37%下降至2022年的18%（图34）。向美国SEC注册的债券发行比例相对稳定，维持于7%至21%左右。

<sup>19</sup> 债券发行的数据统计图是基于截止2023年2月Covalent Capital所能统计到的债券的可用数据绘制的，Covalent Capital直接使用承销商提供给他们的债券发行数据和分类结果。

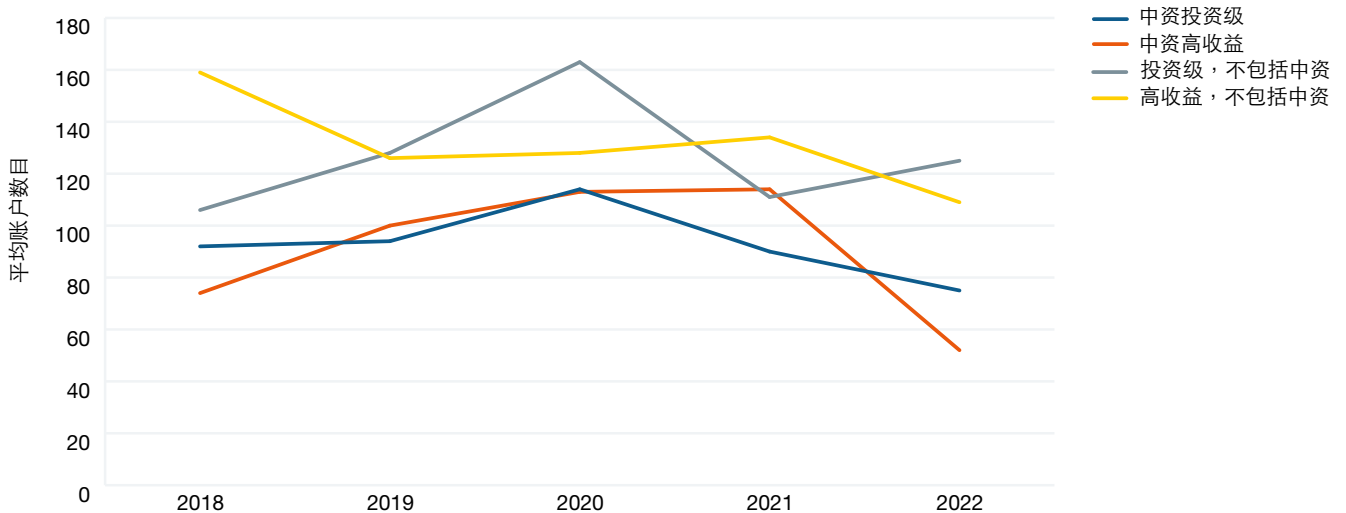
图34：亚洲（发行人主要经营地点）国际债券发行 – 美国SEC注册、144A与Reg S



资料来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年2月）

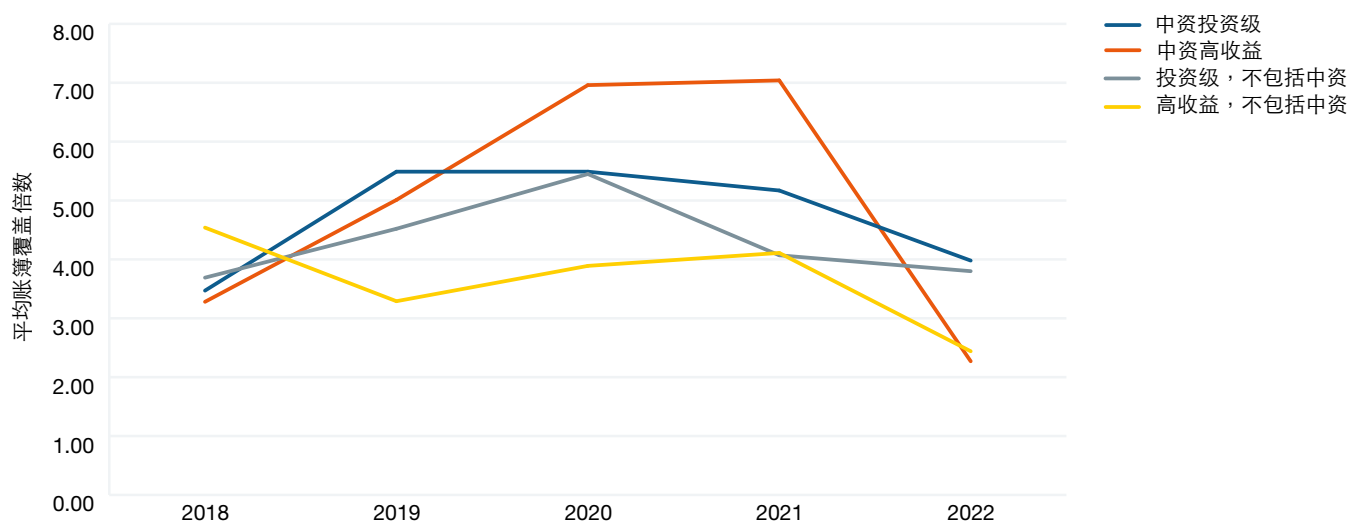
最近，在簿记建档过程中，新发债券吸引100多家具有不同背景的投资者的情况屡见不鲜（图35）。2022年，出现了投资者偏好高品质债券的趋势，数据统计也印证了这一点。数据显示，高收益债券一级市场发行时参与的投资者账户数量减少，平均账簿覆盖率下降，最终定价较IPG收窄幅度减小。特别是中资高收益债券发行，2022年的发行数据统计显示，此类债券平均仅有52名投资者及2.27倍超额认购，相较于2021年为114名投资者及7.04倍超额认购大幅下降。投资者明显更偏好主权国家、国有企业及投资级企业的债券。

图35：亚洲G3债券发行的数据统计 – 平均账户数目



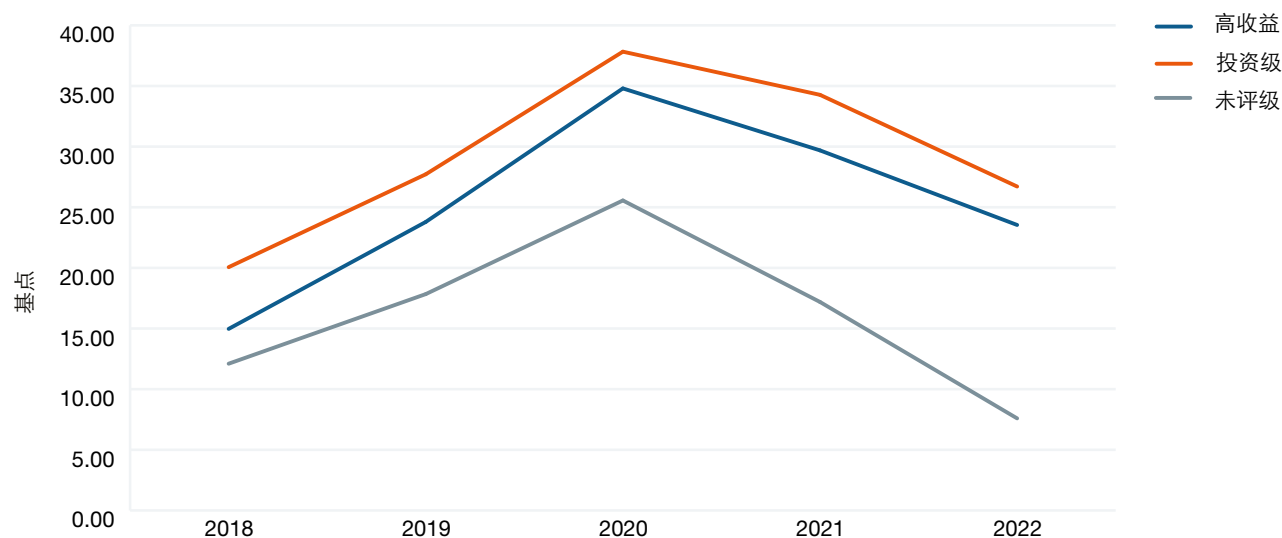
资料来源：ICMA使用Covalent Capital数据进行的分析（2023年2月）

图36：亚洲G3债券发行的数据统计 – 平均账簿覆盖倍数



资料来源：ICMA使用Covalent Capital数据进行的分析（2023年2月）

图37：亚洲G3债券发行的数据统计 – 最终定价较初始价格指引的平均收窄幅度



资料来源：ICMA使用Covalent Capital数据进行的分析（2023年2月）

总体而言，受访者普遍认为：（1）投资者类型日趋多样化；（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人数方面；（3）自2022年以来，投资者更加谨慎地审视定价和信用质量；（4）随着亚洲发行量减少及流动性不足，亚洲投资者转而关注美国信用债。

在ESG方面，机构投资者对可持续金融的热衷程度日益增加。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，许多银行现在也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。然而，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，审视公司层面的ESG表现以及其他ESG参数，并将其纳入整体信用分析中。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。

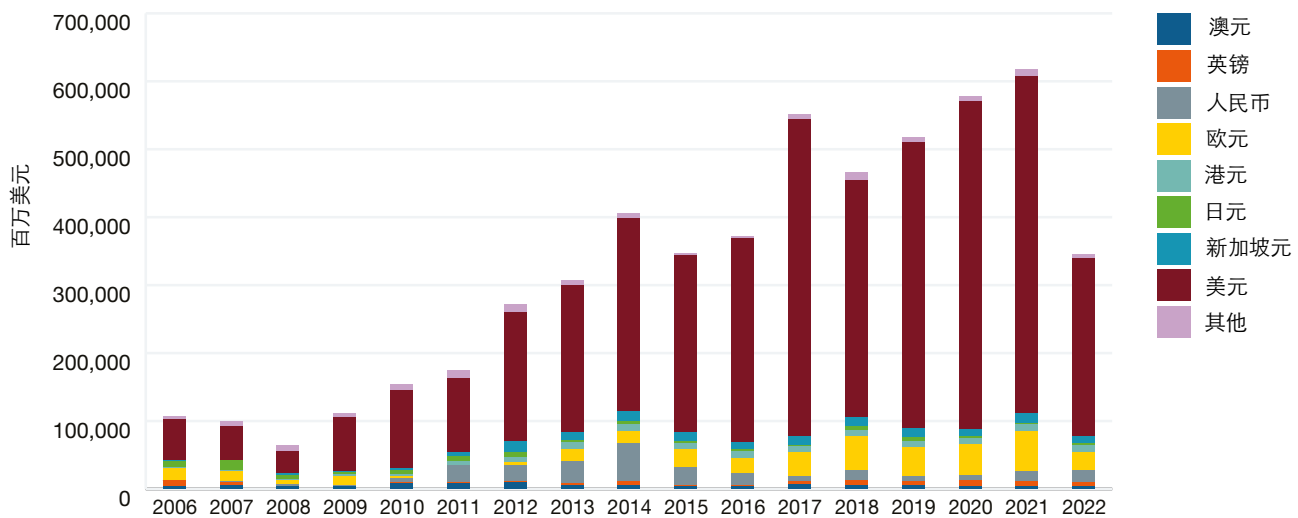
预期发行人将继续发行更多可持续债券，投资者在信用质量和年期方面可能会有更多的选择。

## 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。2022年，以美元计价的发行占有所有发行的76%（2,620亿美元），其后依次为欧元（280亿美元，8%）、人民币（170亿美元，5%）、新加坡元（100亿美元，3%）、港元（90亿美元，2.7%）和英镑（60亿美元，1.7%）（图38和39）。2022年，人民币债券发行量超过了新加坡元，这是因为中国人民银行与美联储的货币政策分化使得点心债的兑换后融资成本更低，成为更具吸引力的融资选择，而且上海自由贸易区债券（自贸区债，又称明珠债）发展迅速。

自贸区债并非新概念，但直至2022年在政策支持下才崛起成为一个细分市场。中国发行人于2022年发行59只自贸区债，共筹集逾50亿美元。相比之下，自贸区债于2021年仅有7次发行，全年发行额约8.3亿美元。作为离岸债券，自贸区债须按照国家发改委的外债登记要求以及REG S和144A等国际规则和惯例进行发行。自贸区债可以人民币和其他币种发行，并由中债登（CCDC）进行结算。上海自由贸易区的金融机构和活跃在国际债券市场上的投资者，包括获批为合格境内机构投资者的境内机构投资者，均可投资自贸区债。目前，自贸区债主要吸纳自贸区账户的人民币资金，即有关投资大多来自自贸区内的机构，且一般有意持有至到期日。

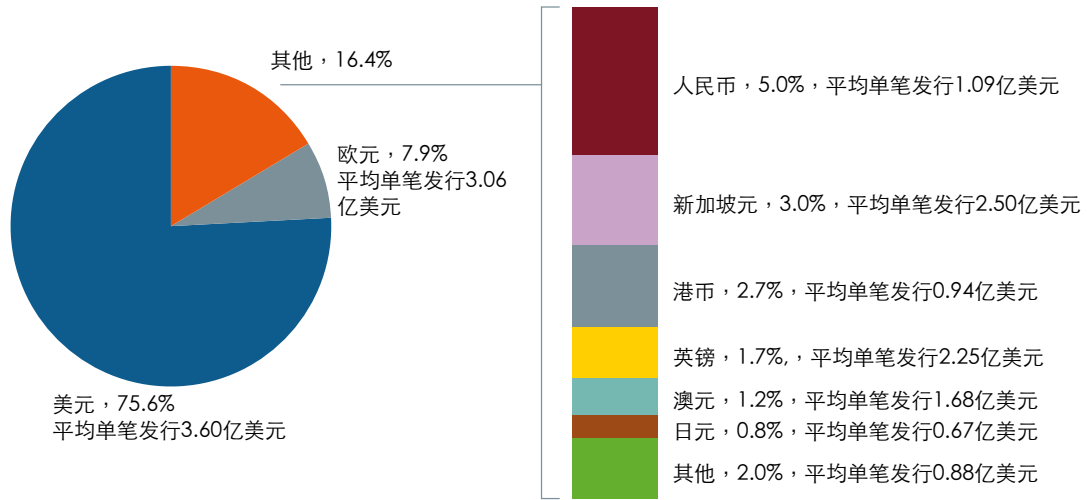
图38：亚洲（发行人主要经营地点）国际债券发行 - 按币种分类



资料来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年1月）

与以本地货币（如人民币）进行的发行相比，美元和欧元的充裕性让发行人可发行规模更大（超过3亿美元）的债券。发行人不一定会以其业务营运所需的货币发行债券，但通常会考虑所需的发行规模，并权衡兑换后资金成本，以决定国际债券发行的币种。

图39：各币种2022年发行比例和平均发行规模



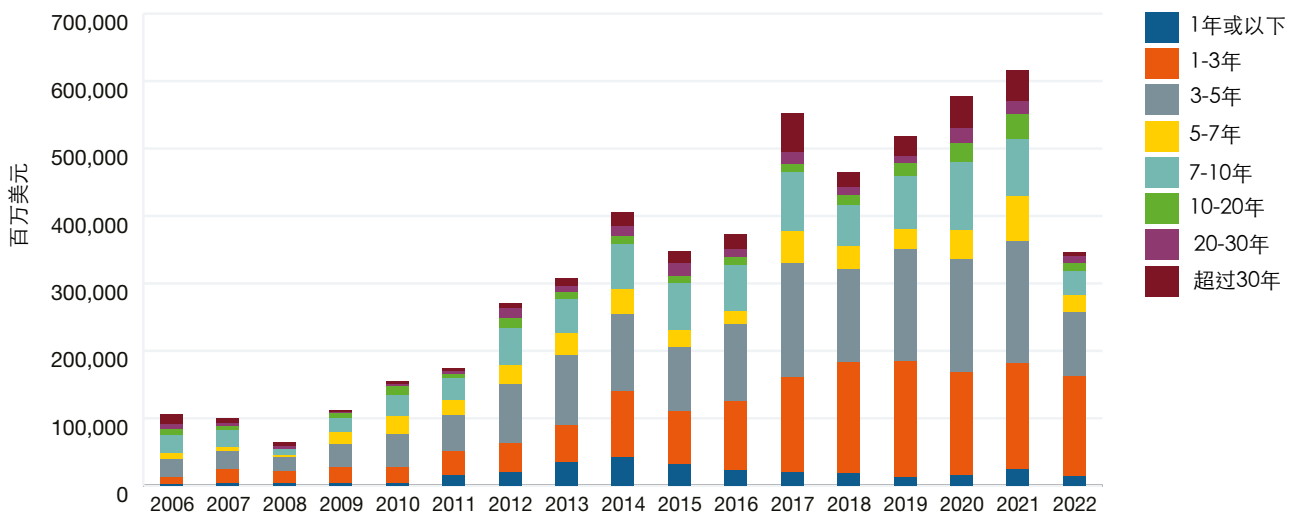
资料来源：ICMA使用Dealogic数据进行的分析（2023年1月）

## 年期

1至3年期和3至5年期债券是亚洲国际债券市场的主流年期，于2022年的发行中分别占43%和27%（图40）。2022年的比例远高于2021年的25%和29%。受访者表示，许多企业的财务部门在2022年选择发行年期较短的债券，期待随着时间美联储的利率决议变得更加明晰。

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40：亚洲（发行人主要经营地点）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（2023年1月）

---

## 数字化与科技

一级市场中有很多供应商提供技术解决方案。根据ICMA的一级市场科技统计目录，至少有46个科技应用为市场所用，协助将全部或部分的债券发行过程自动化，其中28个平台或应用程序可供亚洲市场参与者使用。ICMA一直支持数字化和自动化的趋势，但注意到不同供应商独自开发其科技应用，且自有其技术参数，导致市场中的应用各有不同。为了推动凝聚力和一致性，ICMA正在引领创建一种通用语言的工作，以机器可读的格式来表述债券的关键特征，以加强日益增多的科技应用之间的标准化、一致性和互操作性。

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各种创新技术的使用和潜在优势，包括分布式分类帐技术（DLT）、人工智能及算法交易。在全球范围内，每年均有许多在一级及二级债券市场应用创新技术的探索和尝试。

根据ICMA关于债券市场金融科技应用的统计网页，迄今为止，大约有50只债券发行使用了DLT技术，2022年就有11只数字债券发行，其中3只债券来自亚洲市场。同年，亚洲也有3个在金融市场基础设施层面的发展动态，分别是为数字债券发行设立代币化平台、在交易所层面展开合作以推动区块链技术应用用于短期债务工具，以及研究利用证券型代币跟踪绿色债券。

最近，创新步伐进一步加快。2023年的前两个月已有5只数字债券发行，包括由香港特区政府发行的代币化绿色债券，其整个生命周期都可在DLT平台上执行。

一级市场的这些创新尝试不断试水，但目前几乎所有的项目仍然处于试点阶段，规模相对较小，或者纯粹是概念验证项目。围绕数字债券的许多基本问题仍有待解答。为阐释有关术语，ICMA召集了一个全行业的DLT债券工作组，并在2022年9月发布了一份名为[《关于债券市场中DLT及区块链的常见问题》](#)的指导文件。

受访的市场从业者对各种金融科技应用和数字化发展表示欢迎。但他们也表示，有关应用和发展的效益，例如使用DLT提升结算或运营效率，有待与初始投资成本进行比对和系统地论证分析。此外，这些尝试往往是在有许可区块链中进行，因此，互操作性问题可能会阻碍该技术顺利、快速地在行业内推广开来。若想在债务资本市场的日常运作中使用金融科技，需要各方面的努力，其中包括：（1）可互操作或共用的市场基础设施；（2）该技术被债券市场生态系统中各类参与者广泛接受和采纳，包括承销商、投资者、交易商/经纪、交易平台、中央证券托管机构（CSD）、法务、受托人及监管机构。



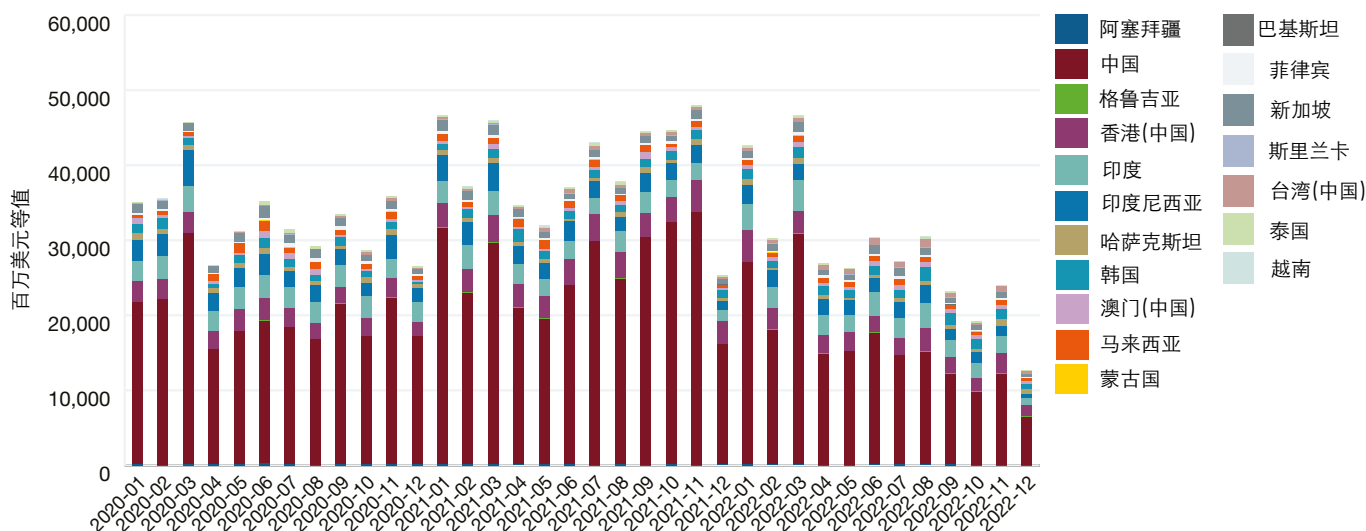
# 二级市场

## 市场情况

与一级市场一样，亚洲国际债券二级市场在2022年面临诸多不利因素。其中包括美元和其他债券收益率上升，全球信用利差总体呈扩大趋势，地缘政治紧张局势和不确定性，中国为应对新冠疫情而实施的持续封锁，以及中国房地产市场危机的影响波及整个亚洲高收益板块。受访者表示，与2021年相比，二级市场状况更为严峻，整体交易额更低，特别是在某些细分市场，并且不时出现流动性不足和价格波动加剧的情况。这在高收益板块尤为严重，但有时也会波及一些投资级债券。

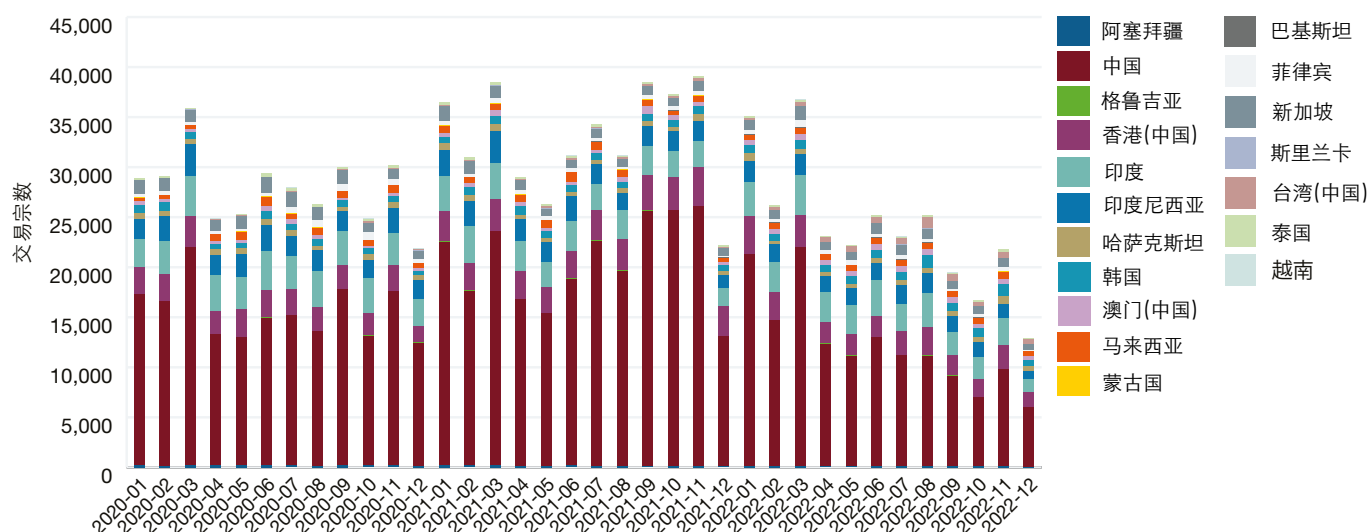
MarketAxess提供的TraX数据证实了这些评论和反馈。从2022年4月开始，交易额量和交易宗数明显下降，在最后一个季度进一步下降。非金融企业的情况最为明显（见图41和42），但金融机构债券也有类似情况（见图43和44）。总体而言，数据显示与2021年相比，2022年的总交易量（名义金额）下降了29%。

图41：亚洲国际信用债（非金融企业）二级市场交易量 - 按最终国家/地区风险分类



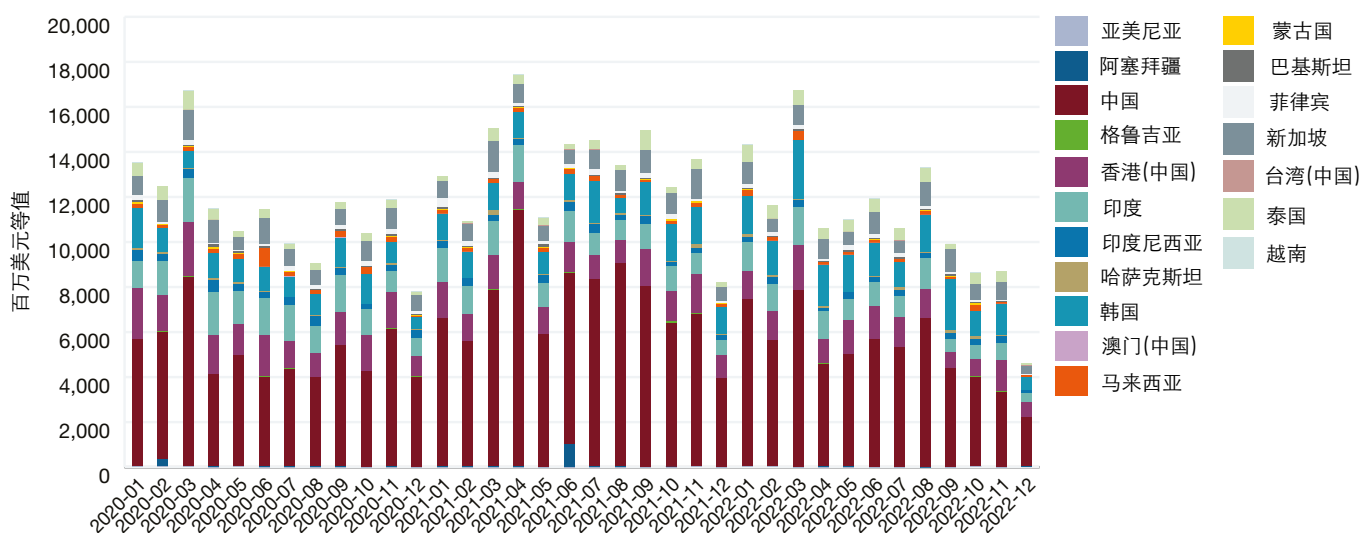
数据来源：ICMA使用MarketAxess的TraX数据进行的分析（2023年3月）

图42：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



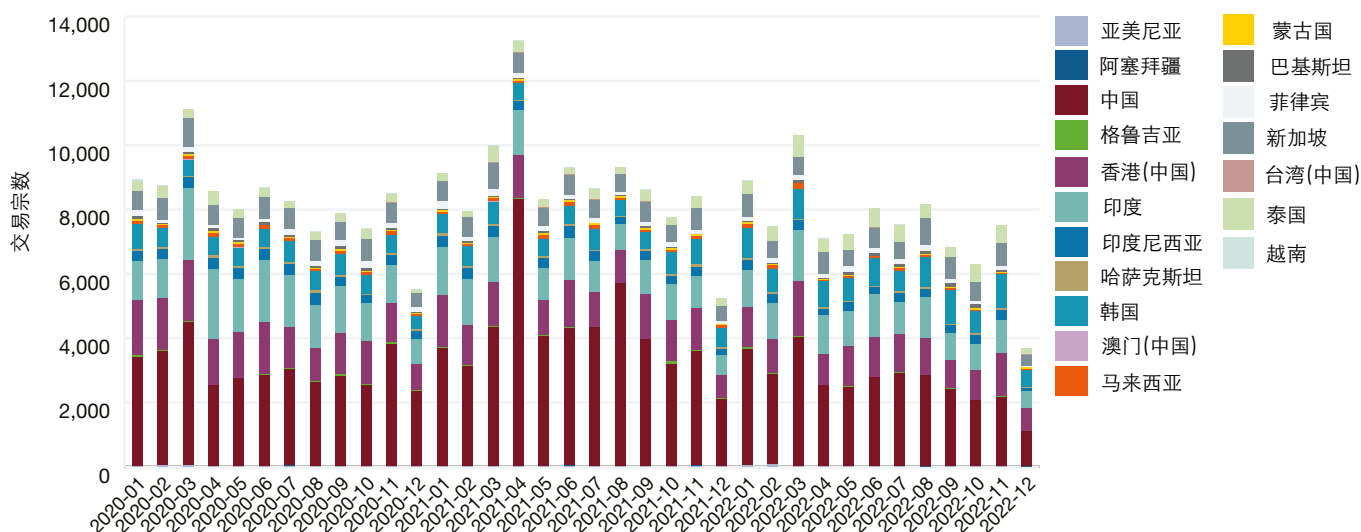
数据来源：ICMA使用MarketAxess的TraX数据进行的分析（2023年3月）

图43：亚洲国际信用债（金融机构）二级市场交易量 - 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（2023年3月）

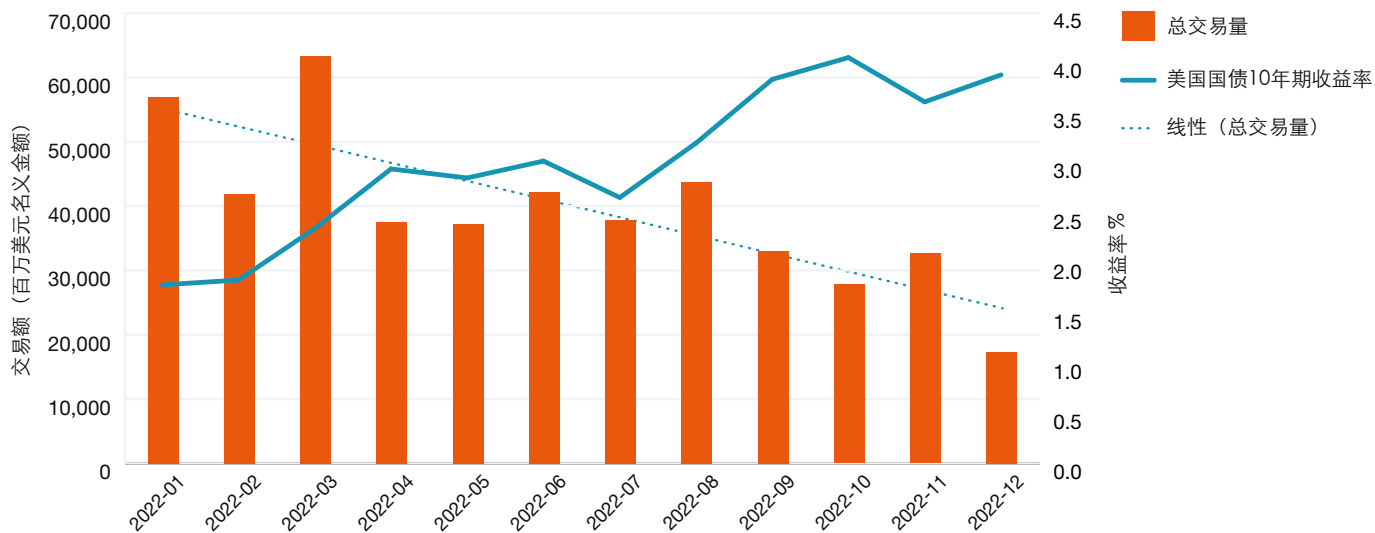
图44：亚洲国际信用债（金融机构）二级市场交易宗数 - 按最终国家/地区风险分类



数据来源：ICMA使用MarketAxess的TraX数据进行的分析（2023年3月）

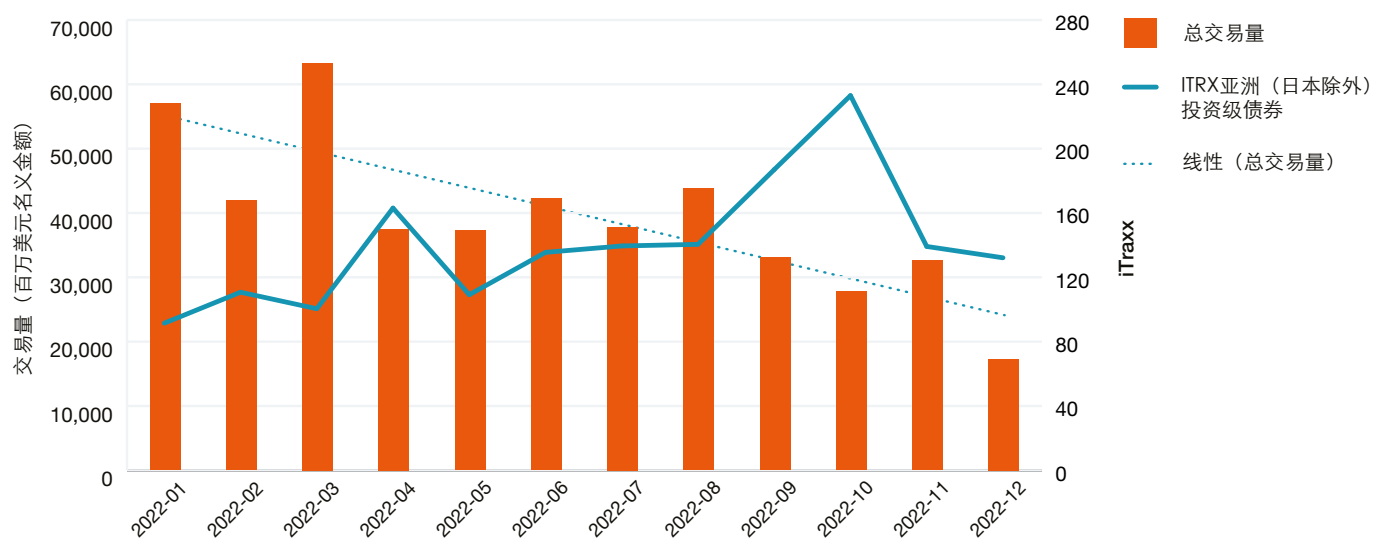
受访者表示，从交易量减少可见流动性有所下降，部分原因是收益率上升和信用利差扩大所致（如图45和46所示），对投资者来说不确定性有所增加，对做市商来说风险也有升高。然而，部分受访者指出，大多数债券二级市场活动通常集中在债券发行后的最初几周，甚至是几天内。因此，一级市场活动与二级市场交易之间存在显著相关性，如图47和48所示。因此，较低的发行量似乎也对二级市场交易量产生了重要影响。

图45：亚洲国际信用债（金融机构）二级市场交易宗数 - 按最终国家/地区风险分类



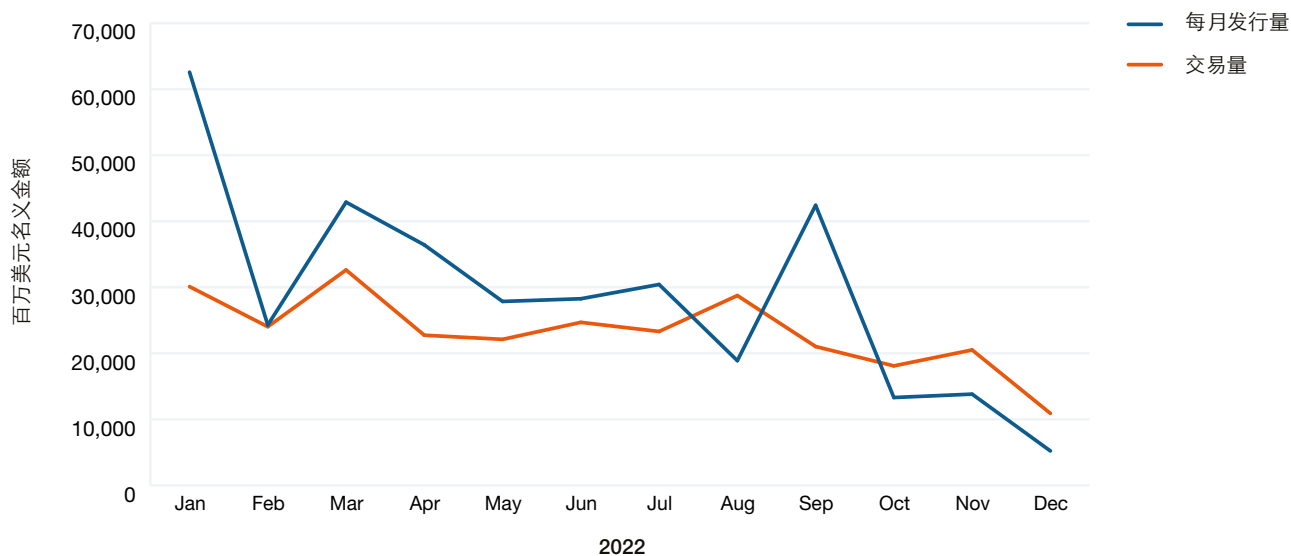
数据来源：ICMA使用MarketAxess的TraX数据以及彭博数据进行的分析（2023年3月）

图46：交易量与信用利差相比



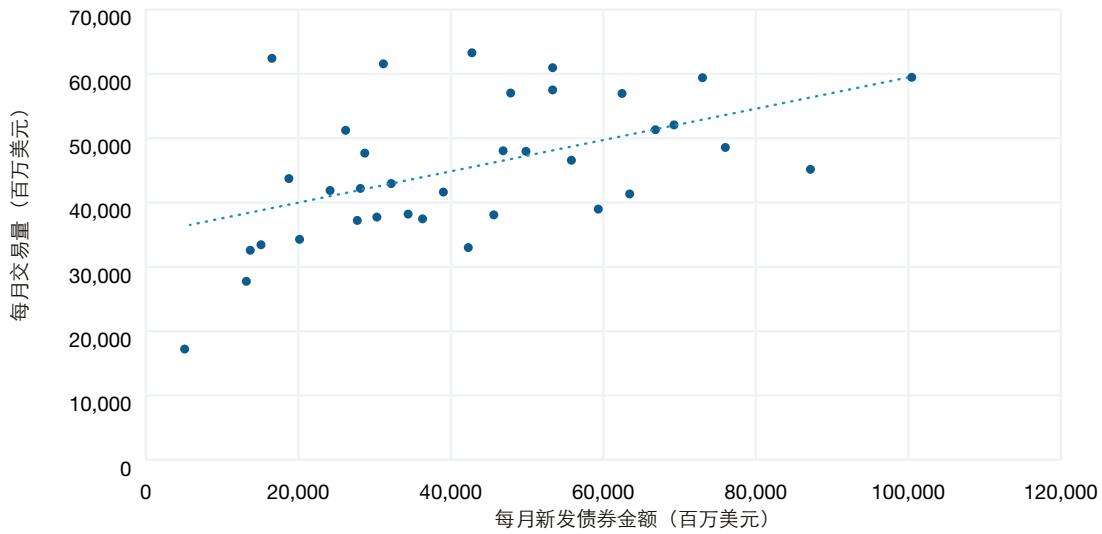
数据来源：ICMA使用MarketAxess的TraX数据以及彭博数据进行的分析（2023年3月）

图47：新发债券额与交易量相比（2022年）



数据来源：ICMA使用MarketAxess的TraX数据以及Dealogic数据进行的分析（2023年3月）

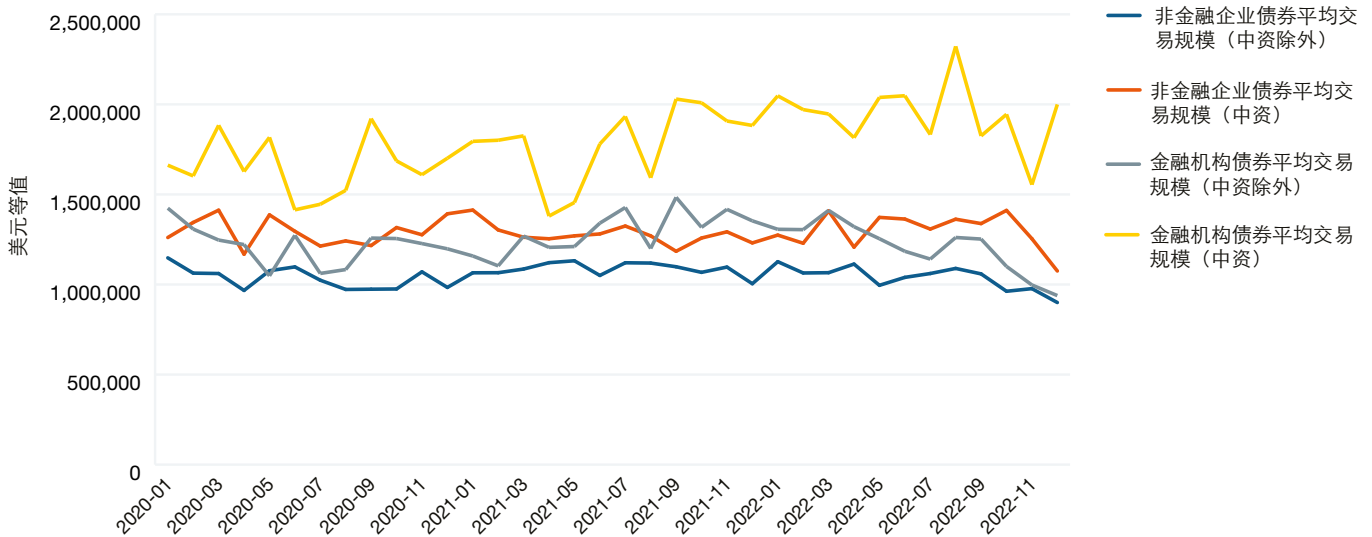
图48：新发债券额与交易量的关系（2020-2022年）



数据来源：ICMA使用MarketAxess的TraX数据以及Dealogic数据进行的分析（2023年3月）

交易规模减小，也反映出市场环境变得更加严峻。在越来越难找到报价或者交易商不愿在账面上增加头寸的时候，可观察到平均交易规模下降。图49展现了这个变化趋势，特别是在2022年下半年，平均交易规模下降的趋势十分明显（尽管中国金融机构债券的交易规模似乎在年底前有所恢复）。

图49：平均交易规模



数据来源：ICMA使用MarketAxess的TraX数据进行的分析（2023年3月）

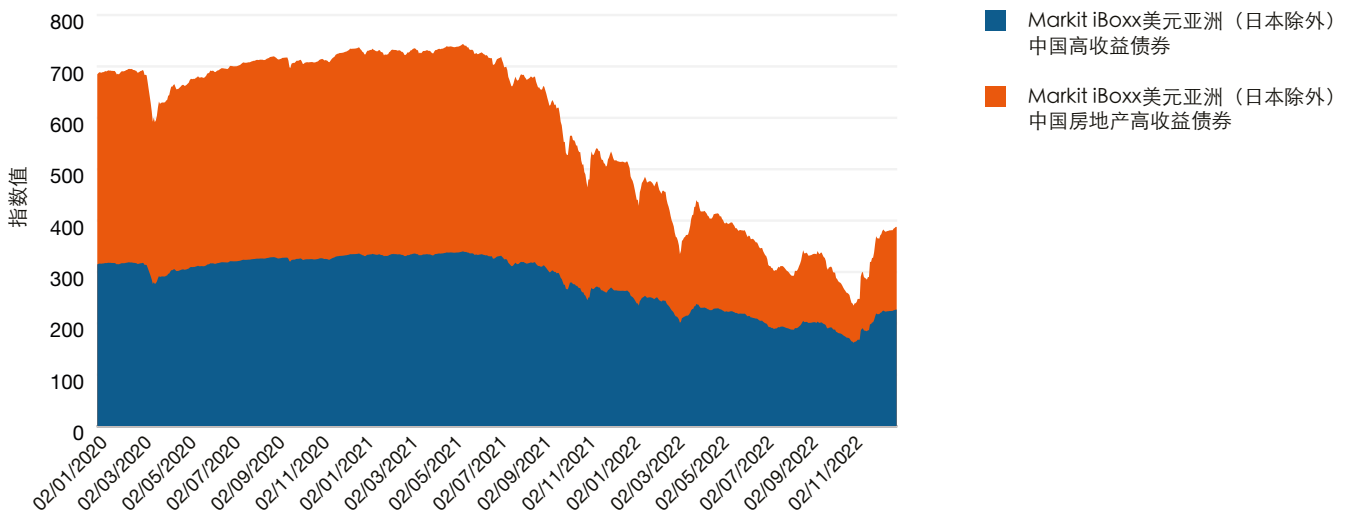
## 做市服务

做市商可以说是位于二级市场流动性的核心，来自卖方和买方公司的受访者表示，众多流动性提供者对亚洲国际债券市场提供了良好服务。流动性提供者主要包括大约20到25家国际银行和经纪交易商、五到八家大型中资银行以及几家本地银行和经纪行（往往是专注于细分或特定的市场板块的交易商）。

虽然受访者仍然认为亚洲国际信用债市场在大部分情况下，流动性总体不俗，但对于某些高收益债券和细分市场而言，流动性往往趋于两极化，并可能迅速消失，特别是在市场急剧波动或某些发行人的债券发生信用事件的时候尤其如此。2022年也不例外。尤其是在三四月份，中国房地产行业承受巨大压力（见图50），并迅速蔓延至其他行业，更波及亚洲高收益债券及边缘债券（见图51）。受访者指出，此时市场严重偏向卖单，很少有自然买家，给做市商带来巨大压力，因为他们回收头寸的选择有限，而且自行承担风险的能力有限。因此，此时的价格往往会呈现显著落差，具体取决于交易商对于客户的交易意向是否想（即有头寸）进行买卖。

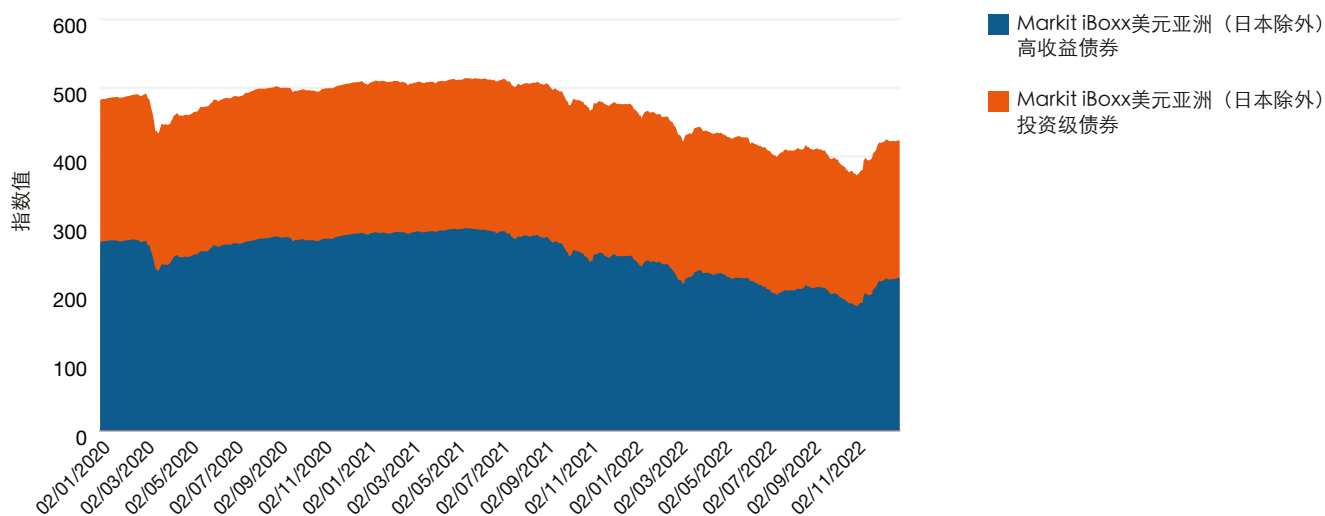
受访者指出，由于价格大幅变动和波动幅度加剧，一些流动性提供方在2022年上半年蒙受较大损失，这在年内剩余时间里对市场产生了影响。很明显，一些国际和本地的银行和经纪商收紧了他们的做市活动，要么退出高收益债券板块，要么在总体上降低持仓水平。与此相反，今年早些时候表现较好的公司确实因此有了填补空白的机会，尽管这实际上意味着流动性提供方更少，流动性也更为集中。受访者进一步指出，随着年底临近，交易商普遍降低了风险承担能力。

图50：iBoxx美元亚洲（日本除外）中国高收益债券（总回报）



数据来源：标普道琼斯指数。截至2022年12月31日的的数据。过去的表现并不能保证未来的结果。

图51：iBxx美元亚洲（日本除外）投资级和高收益债券（总回报）



数据来源：标普道琼斯指数。截至 2022 年 12 月 31 日的的数据。过去的表现并不能保证未来的结果。

## 电子交易

受访者指出，在二级市场使用电子交易平台进行交易的做法变得更加普遍，主要由三个因素驱动：效率、流动性和价格发现。

从效率的角度来看，场内交易特别有助于管理交易规模较小和更具流动性的投资级债券的交易流。一位受访者解释说，对区内20到25家最大的私人银行来说，每天处理一、两亿美元的订单总额也并不罕见，单笔订单的交易金额大多在10万美元到100万美元之间。私人银行往往拥有非常庞大的销售团队来管理这些订单，但交易商银行没有这样的资源，因此需要电子化。相应地，这些订单几乎完全通过平台上询价（RFQ）协议处理，而许多银行现在依靠算法提供报价，尤其是处理较小的订单和交易活动较活跃的债券。交易商认为这种做法效率很高，他们可以腾出更多时间专注于定价和管理更大或更困难的订单。但有一位受访者指出，在2022年波动幅度比较大的时期，大部分交易商都关闭了其自动报价系统。

从流动性的角度来看，交易场所可更广泛地接触到更多、更多样的市场参与者，从而获取和提供不同的交易流和交易意向。不同协议的涌现和采用，更是推升了这个情况。

虽然受访者估计大约90%到95%的电子交易是通过 RFQ（本质上是语音交易的电子化版本）进行，但其他交易协议也慢慢变得更加普遍。例如，“多对多”询价，可以让资产管理公司接触到在他们通常联络的交易商群体以外的更多的潜在流动性提供方，并且在流动性紧张的时期，往往更经常采用这种做法。这有助于非一线的国际银行和较大的本地交易商获取大型资产管理公司和机构投资者的交易订单，而通常情况下他们可能不会接到此类订单。

“投资组合交易”作为另外一种电子交易协议，在欧美信用债市场已经比较成熟，在亚洲也开始受到关注。具体做法是客户向其交易商提供一张债券清单，请对方给出买进及/或卖出报价，要求根据整体定价方案一次性地交易整个清单中的债券。投资组合可以包括十多个ISIN编码，甚至更多的债券。这常常在投资组合再平衡的时候使用，因此在月底使用得更频繁。但受访者称，该协议和“多对多”询价类似，都在波动性加剧或流动性较低的时期发挥作用，考虑到处理多个独立订单所需承担的风险和耗费的时间，同时执行一篮子组合订单可能更具优势。

在其他成熟市场中，债券投资组合交易的增长与固定收益交易所买卖基金（ETF）的发展密切相关，ETF的创建和赎回过程涉及同时买卖一篮子债券。这些债券的交易（主要是从交易意愿发展而来的）反过来会促进更多的流动性和价格发现点的产生。通过与受访者的讨论发现，亚洲债券ETF市场仍处于相对早期的起步阶段，主要集中在全球市场或更大的本地市场（中国、澳大利亚），并且主要是指数字化主权债券。但这种情况预计可能会很快改变。

---

从价格发现的角度来看，电子交易本身有许多优势，包括更清楚地了解交易内容、有审计跟踪和更好的数据采集。这在一定程度上也是因为美国（引入 TRACE）<sup>20</sup>和欧洲的 MiFIR/MiFID II<sup>21</sup>监管发展所间接推动的。特别是随着国际卖方和买方公司根据监管报告和最佳执行要求调整他们的商业模式，更多的交易活动已经转移到场内，推动这成为他们在所有司法管辖区运作的既定规范。这从而增强了数据生成和收集能力，可以进一步为价格发现、投资决策和风险管理的流程服务。

虽然电子交易似乎在亚洲区内得到越来越广泛的采用，但一些受访者指出，亚洲国际债券市场在结构上与欧美非常不同，因此与欧美市场相比，进一步普及电子交易方式有一定的困难。亚洲市场不仅在债券发行规模和数量上较小，而且非常分散，国家/地区特质十分明显。这意味着规模较大或比较困难的交易往往通过语音而非跨平台进行协商。加上区内长久以来注重人际关系和建立信任的文化，一些受访者认为这是推广场内交易的最大障碍，而非市场不愿接受这项科技应用。但也有其他参与者指出，全球性的投资者更广泛地采用电子交易，会继续推动亚洲市场的这一趋势。

## 回购市场

正如部分受访者一直强调，运作顺畅且流动性强的回购市场对于债券市场的平稳运作至关重要。在熊市或波动加剧的时期尤其如此，此时对空头回补特定ISIN债券的需求会增加，同时将抵押品转化为现金以满足保证金要求的需求也会增加。受访者还表示，在2022年债券市场波动时，亚洲跨境回购和证券借贷市场的流动性继续改善并保持良好。这是因为引入未清算保证金规则（UMR）之后，回购和证券借贷得到更广泛的使用，而国际资产管理公司自然也更多参与其中，借出证券。

虽然亚洲地区回购活动的可用数据很少，但来自DataLend（EquiLend的市场数据产品）的数据显示了贷方向经纪交易商借出的证券的金额和费用，可用于衡量整体市场活动以及相关头寸。如图52所示，出借债券的金额在2021年底有所增加，并一直维持增势直至2022年第二季度，这与2022年初开始的市场抛售相对应（图53）。在2022年的剩余时间里，我们看到借贷量呈下降趋势，这也与债券市场交易量的走势一致。

从数据中进一步观察到，回购利率有所上升（表现为借贷费用增加），这同样与债券市场的走势相关，也与受访者的反馈一致。随着债券抛售和信用利差扩大，回购利率应该随着借入证券的需求（由卖空驱动）增加而上升。一位受访者指出，虽然亚洲市场中流动性最高的投资级美元债券可以以相对于一般抵押品约20个基点的回购利差进行借入操作（特定债券的“特殊性”），但在2022年期间，许多债券（尤其是高收益债券）的回购利差显著扩大。中国的情况特别明显，在房地产市场危机之后更是如此。由于空头试图避免结算失败和被买入的风险，一些债券的回购利率为-10%甚至更低。图53清楚展示了这种特殊性趋势。

尽管回购市场在2022年看起来运行良好，但受访者表示，在推动亚洲市场发展和国际化方面还有很多工作可以做。这包括加强跨国家/地区的监管一致性，特别是在税收处理以及进一步普及全球主回购协议（GMRA）形式的标准文件等方面，在支持参与中国等当地市场时尤其如此。

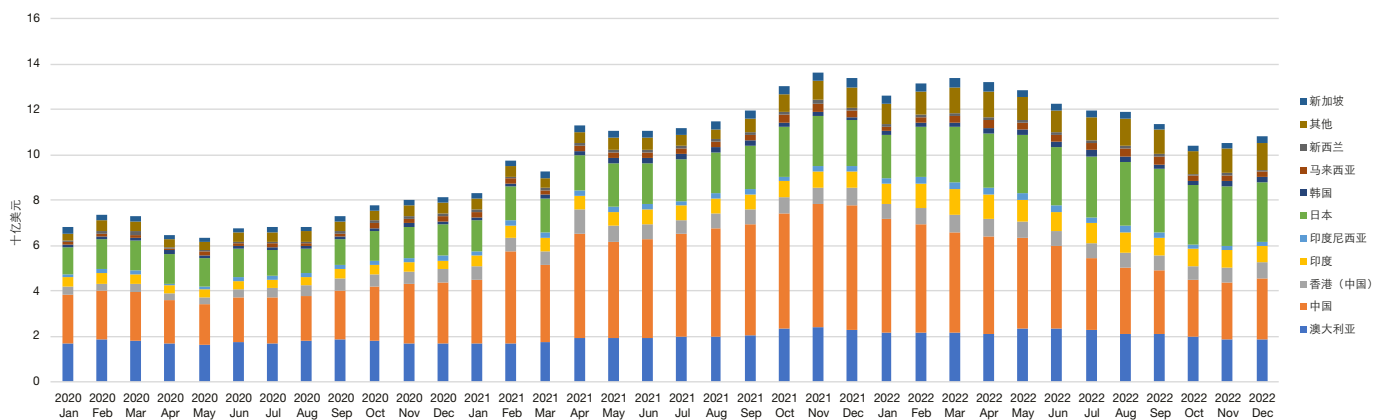
---

<sup>20</sup> 美国金融业监管局的交易报告和合规引擎

<sup>21</sup> 欧盟的金融工具市场法规和第二指令

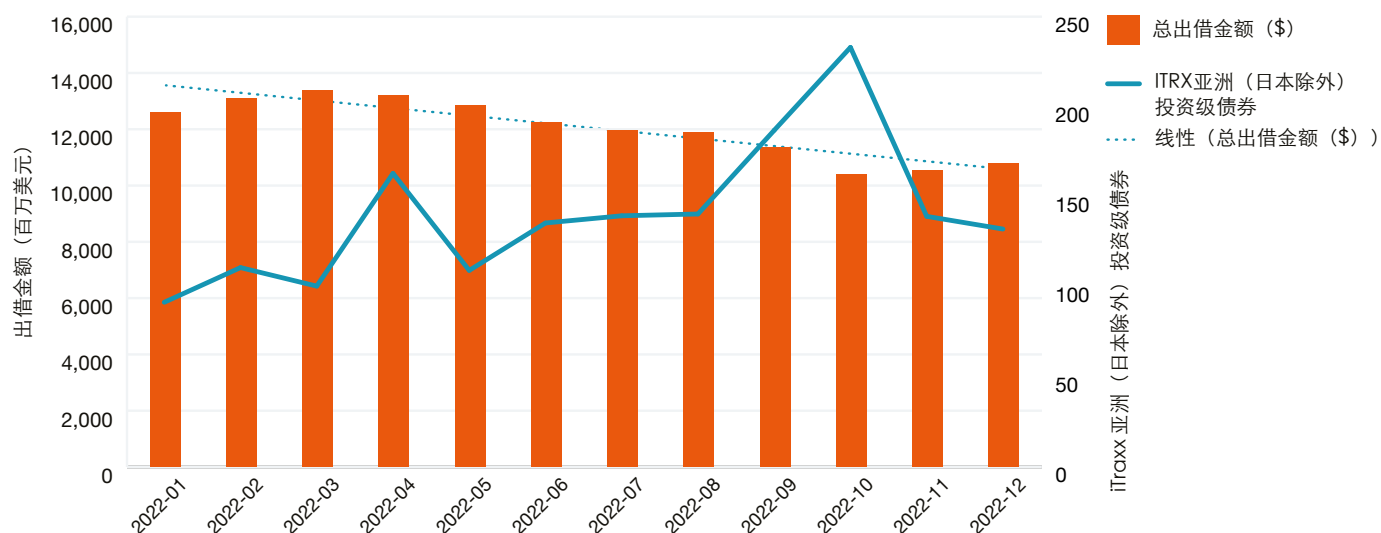


图52：亚洲国际信用债平均每月出借余额——按债券发行地分类



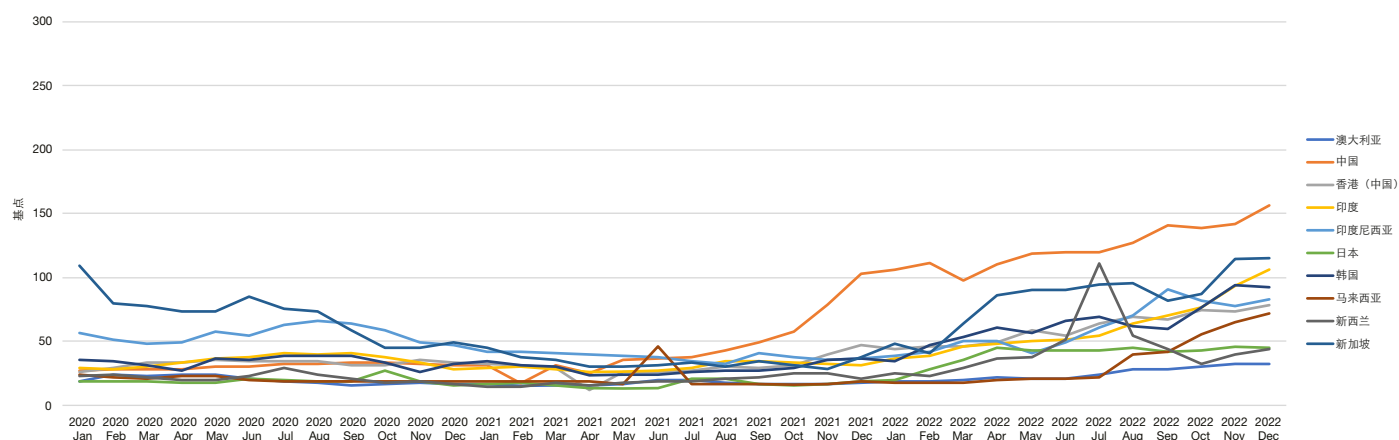
数据来源：DataLend（2023年2月）

图53：亚洲国际信用债出借金额与信用利差（2022年）



数据来源：ICMA使用DataLend和彭博数据进行的分析（2023年2月）

图54：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（2023年2月）

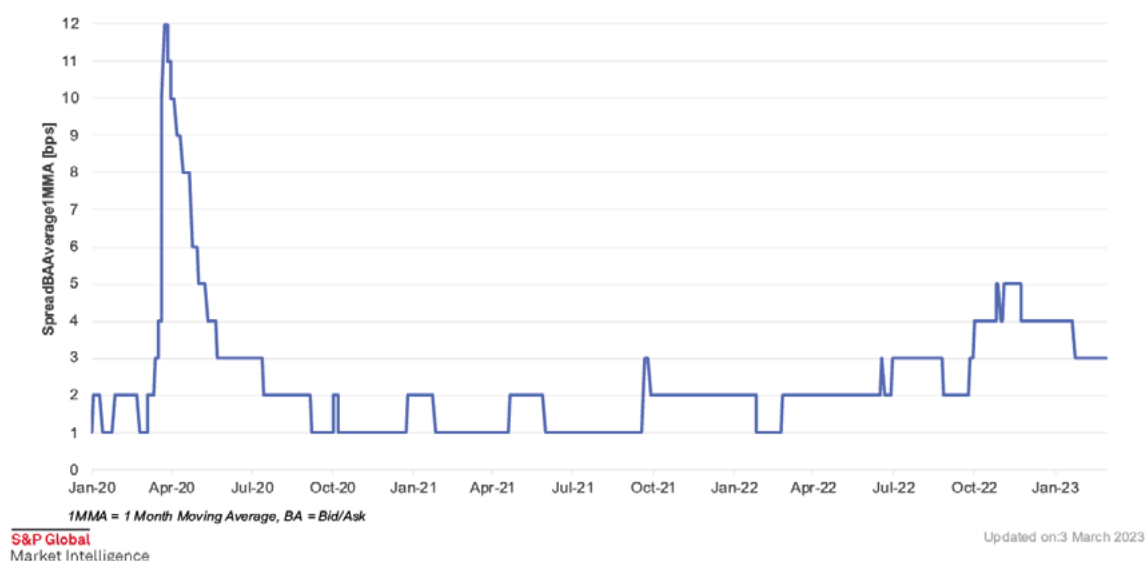
## 信用违约掉期

对于投资者和做市商而言，使用衍生品对冲和回收信用风险的能力也是支持信用债市场有效运作及流动性的重要因素，而信用违约掉期（CDS）在这方面发挥着关键作用。与回购市场类似，信用违约掉期市场在波动加剧的时期更为重要。

受访者指出，在2022年期间，信用违约掉期指数市场（iTraxx亚洲投资级指数）运行良好，交易量增加，同时保持良好的深度和相对较小的买卖价差。图55印证了这一市场状况，如图所示，最新发行合约的买卖价差（以基点为单位）的一个月移动平均值，只在第四季度开始时和临近年底时有所扩大。同样，图56显示了最新发行合约的交易商数量的一个月移动平均值，该数值在2022年最后几个月维持相对稳定。

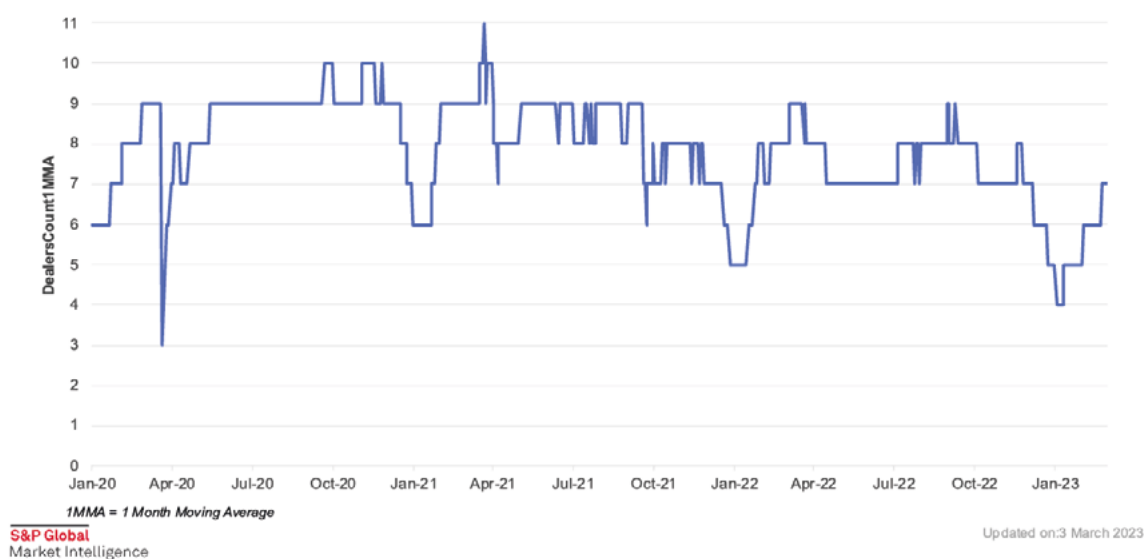
虽然受访者表示指数市场流动性很强，但缺乏发达的单名信用违约掉期市场，该市场可为特定的信用债（特别是高收益债券）进行对冲。正如此前几份报告中指出，亚洲美元信用债曾有一个相对活跃的单名信用违约掉期市场，但在2008年后逐渐衰落，为国际亚洲信用债的市场结构中埋下了缺口和弱点。

图55：iTraxx亚洲（日本除外）投资级债券指数（最新发行）：买卖价差（一个月移动平均值）



数据来源：标普全球市场财智

图56：iTraxx亚洲（日本除外）投资级债券指数（最新发行）：交易商数量（一个月移动平均值）



数据来源：标普全球市场财智

## 展望2023年

2023年伊始，受访者普遍持乐观态度。虽然全球许多经济和地缘政治问题依然存在，但受访者也指出了一些可能有助于恢复亚洲信用债市场信心和稳定性的因素。从宏观经济的角度来看，有观点认为美国在避免衰退的情况下可能正在达到加息周期的峰值，再加上中国的重新开放，为债券的一级发行和二级交易创造了有利环境。中国人民银行支持中国房地产市场的政策措施也应有所帮助，尽管一些市场参与者担心该行业以及亚洲高收益板块普遍可能会持续承压一段时间，因为此前蒙受严重亏损的投资者和交易商决定避开相关债券。从市场结构的角度来看，电子交易预计会更加普及、复杂和成熟，有助于提高效率，为亚洲和全球投资者提供更多的入市渠道。

# 结论

---

对全球债券市场面临的情况一样，2022年对亚洲国际债券市场来说是充满挑战的一年，总发行金额与2021年相比下降了44%。这主要是由于利率上升和地缘政治冲突带来的不确定性，并且受中国房地产行业重大信用事件的影响。2022年，中国发行人的国际发行额按年下降49%，但按发行人主要经营地点来看，中国仍然是最大的亚洲国际债券发行体（占比33%）。利率上升引发的其他趋势包括从G3发行转向其他融资渠道，包括国内债券发行和银行贷款，发行年期也更短。在上市地点方面，新加坡和香港仍是首选，但卢森堡的市场占比有所增加。

二级市场存在类似的挑战，交易量显著下降，特别是在下半年，当中原因同样包括波动性加剧、不确定性增加以及一级市场发行减少。虽然整体流动性看起来保持良好，但受访者指出，活跃的流动性提供方在年内有所减少，这在波动性加剧的时期尤为明显。

不过，无论是对一级市场还是二级市场，受访者对2023年的开局情况都较为乐观。宏观经济前景似乎更加稳定，中国房地产行业最差的时期似乎也已经过去，再加上中国经济在疫情过后重新开放，预计将在未来几个月为市场提供更稳定的基础，但重大的不确定因素仍然存在，尤其是地缘政治风险不可忽视。

## 数据分析方法：

Dealogic定义的国际债券包括：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。

## 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、韩国、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、韩国、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、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

