

境外发行人前5个月发行规模超过去年全年 外资积极入场助点心债热度高企

记者 范子萌

在美元融资成本高企、全球资本寻觅资金“避风港”之际，香港点心债市场正焕发新活力。

点心债是指在香港发行的人民币计价债券，因发行初期单笔规模较小且年期较短，如港式点心“小巧精致”而得名。

上海证券报记者统计自彭博的数据显示，今年前5个月，点心债发行量（去除同业存单）达4300亿元，同比增长23.6%。点心债市场存量规模达1.87万亿元。其中，外资机构参与度显著提升，境外发行人前5个月发行规模已达1630亿元，超过去年全年发行总量。

业内预计，外资发行人数量和发行规模将继续扩容，点心债有望从“离岸融资补充工具”逐步演变为全球人民币资产配置的核心载体，为人民币国际化和中国金融市场双向开放提供鲜活注脚。

主权及外资金融机构竞相入场

近年来，部分发行人将融资重心从美元市场转向人民币市场。香港金融管理局数据显示，2025年在香港发行的点心债规模达1.1万亿元，年末点心债余额超过1.6万亿元，两年间增长74%。

外资的积极入场，成为市场新亮点。彭博行业研究亚洲信用策略师李季对记者表示，今年点心债市场的境外发行人参与度显著提高，发行规模在短短5个月内就已超过去年全年总发行量。

申万宏源统计数据显示，今年前4个月，点心债内地以外发行主体占比首次突破20%，美国、英国、印尼、香港地区、法国为主要外资来源地，合计贡献约15%份额。

主权债方面，葡萄牙成为欧元区首个发行点心债的主权国家，法国开发署等次主权机构相继入场；外资金融机构方面，年内前10大非存单金融债发行机构中8家为外资，高盛、美国银行、巴克莱、荷兰银行等欧美大行持续加码。

成本优势与政策护航共促热度升温

点心债发行为何迎来显著放量？记者了解到，这主要得益于融资成本优势与人民币国际化持续推进，以及稳定的融资环境和政策支持。



李子豪表示，在美联储维持高息的宏观背景下，中美利差持续倒挂，导致传统的离岸美元债融资成本高企。为了显著降低利息支出，同时规避美元对人民币的汇率波动风险，大量中资企业和金融机构纷纷将离岸融资的主阵地切换至点心债。

以今年一季度为例，彭博数据显示，功夫债（中资美元债）市场新发行投资级债券的平均票息为4.9%，显著高于点心债市场3.2%的平均水平。

点心债还满足了当前跨国企业资产负债币种的需求。中证鹏元国际评级有限公司分析师左一鸣表示，在中国经济对全球影响力持续提升的背景下，跨国企业融资以美元为主，而资产和收入端则有越来越多的人民币资产和收入。发行点心债有利于发行人进行资产负债的币种匹配与风险管理。

点心债的热度亦反映了人民币资产吸引力的增强。香港贸易发展局研究总监庞溟对记者表示，随着人民币汇率阶段性走强，境外投资者对人民币资产的预期收益

改善，点心债由此成为兼具收益与汇率增值潜力的资产类别。

政策端的支持，护航点心债市场发展。财政部2月在香港发行140亿元人民币国债，4月再次发行155亿元人民币国债。中国人民银行也分别于2月和3月在香港发行500亿元和600亿元人民币央行票。

渣打银行（香港）有限公司大中华及北亚高级经济师胡安表示，离岸人民币国债和央行票据的持续发行，提升了离岸人民币债券市场的规模和流动性。与此同时，离岸人民币国债的发行还有助于完善离岸人民币收益率曲线，为点心债发行人提供定价基准。

人民币国际化再提速

点心债市场不仅是企业重要的融资渠道，更是人民币国际化的关键拼图。

“点心债既是市场融资工具，又可以成为推动人民币国际使用的重要载体。”庞溟说，随着跨境贸易结算、人民币资产定

价等功能不断扩展，点心债市场有望成为连接境内外人民币资金供给与需求的重要桥梁。

展望市场发展，左一鸣认为，随着人民币国际化进一步向投资与计价功能深化，叠加境内低利率环境延续，点心债的融资优势仍将保持。预计外资发行人数量和发行规模将继续扩容，点心债有望从“离岸融资补充工具”逐步演变为全球人民币资产配置的核心载体之一。

李子豪预计，到今年年底，点心债市场规模有望从2025年底的约1.7万亿元增长到2.1万亿元。与此同时，点心债可继续成为公募基金和银行理财等非银机构资金避险、跨市场增厚稳健收益的重点市场。

华泰证券在报告中提到，点心债发行呈现“总量增长，结构优化”的特点，外资加速布局有利于拓宽市场的广度和深度。不过，当前市场结构还存在金融债居多、产业企业债占比较低、长债发行较少等不足，有待改善。

疑似“乌龙指”引发异常中标 债券投标风控仍需前移

记者 张欣然

近期债券一级市场的一笔异常中标引发市场关注。因7年期债券中标利率明显偏离市场估值，中国农业发展银行（下称“农发行”）取消该期债券发行承销额度，市场由此传出“乌龙指”猜测。

对于一级市场而言，公允定价和投标纪律直接关系到发行效率、投资者权益和市场平稳运行。多位市场人士认为，上述事件虽属个案，但也暴露出债券招标投标环节在报价校验、交易员操作、内部复核等方面的问题，需进一步加强风险控制。

7年期债券中标利率异常偏低

近日，农发行发布公告称，在6月2日该行第七十四次金融债发行中，7年期债券“25农发清发07（增发41）”中标价格明显偏离二级市场估值。结合该期债券投标实际情况，为保障债券发行公允定价，维护投资者合法权益，农发行决定取消该期债券发行承销额度。

据了解，该笔债券此次发行规模不超过30亿元，中标利率为1.3834%，而前一日同期限农发债二级市场成交收益率约为1.61%，两者相差超过20个基点。更受市

场关注的是，农发行同日发行的2年期债券“26农发清发09（增发9）”中标利率为1.3750%，这意味着7年期债券中标利率仅比2年期债券中标利率高出不到1个基点。

从定价逻辑看，这一结果明显偏离常规。通常情况下，债券期限越长，投资者承担的利率风险和不确定性越高，要求的收益率也应更高。7年期政策性金融债收益率一般明显高于2年期同类债券收益率，但此次7年期债券中标利率几乎与2年期债券中标利率持平，期限利差明显异常。

这一偏差之所以重要，是因为债券价格和收益率呈反向关系。通俗地讲，投资机构以过低收益率中标，等于以偏高价格买入债券。若该债券随后进入二级市场交易，市场仍会按照更接近公允水平的收益率定价，债券价格就会相应下跌，中标机构可能出现账面浮亏。

据市场人士测算，若按20个基点利差、30亿元中标金额以及相应久期估算，中标机构潜在浮亏可能达到数千万元。

“乌龙指”传闻背后是操作风险

此次中标利率异常偏低后，市场很快

出现“乌龙指”猜测。有市场人士推测，可能是某机构交易员在同时参与多只债券投标时，将原本是对2年期债券的报价，误填至7年期债券投标系统，导致7年期中标利率被大幅拉低。

据上海证券报记者了解，所谓“乌龙指”，并不一定是复杂的交易策略失误，更多时候是交易员在报价、下单或录入交易要素时，把价格、数量、方向、期限等关键信息填错。债券一级市场投标通常涉及多只债券、多期限品种同时报价，交易员需要在较短时间内完成收益率、投标量、账户等信息录入。如果系统校验和人工复核没有及时发现异常，就可能造成偏离市场价格的结果。

有资深债券交易员对记者表示，此次事件还与招标方式有关。涉事债券采取荷兰式招标，即统一中标价方式。简单来说，就是所有中标机构最终按照同一个中标价格认购债券。在这种机制下，如果某一笔异常低利率报价进入有效投标区间，就有可能影响最终中标利率，使其他中标机构也按照偏离市场的价格认购。

“这也是市场担心潜在损失扩大的原因。如果只是单个机构以异常价格买入，风险主要由该机构承担；但在统一价格招标机制下，异常报价可能影响整体中标结果，

从而波及更多投资者。”该交易员说。

机构内部复核不能流于形式

从结果看，本次事件最终通过取消发行额度得以处置，避免了异常中标结果落地。但从市场建设角度看，更值得关注的是如何减少类似风险在投标环节发生。

上海一家理财子公司的交易主管对记者表示，债券市场交易和发行定价看似专业、流程严密，但具体操作仍离不开交易员录入、系统校验、中台复核和机构内控。任何一个环节放松，都可能使低概率错误演变为高风险事件。

“机构内部复核不能流于形式，不应只核对代码和金额，也应对照期限、收益率、估值偏离度、历史成交区间等关键要素进行实质性检查。”该交易主管说。

此外，一级市场异常处置机制也需进一步明晰化。异常报价如何识别、何种偏离程度触发风险提示，发行人何时可以取消发行或调整结果，均关系到投标机构预期和市场公平。

业内普遍认为，债券市场越成熟，越不能依赖事后补救。减少“乌龙指”，关键在于把风险控制前移到报价录入、系统校验和内部复核环节。

千万级罚单接连落地 支付行业洗牌加剧

记者 温婷

6月4日，易票联支付因违反支付结算、金融科技和反洗钱相关管理规定，被央行罚没4834.90万元，罚款金额刷新年内支付行业最高纪录。至此，今年内已有4家支付机构领到千万级罚单。

据上海证券报记者不完全统计：今年已有逾20家支付机构受到监管处罚，累计罚没金额突破1.7亿元；违规重灾区集中在违反反洗钱管理规定、账户管理与清算管理违规以及商户管理不严谨等领域；“数罪并罚”和“双罚制”的罚例明显增多，监管逻辑从单点抽查转向全流程覆盖。

除易票联支付外，开联通支付、银盛支付和寻汇支付等被罚罚没金额均超过1000万元。与此同时，相关责任人均受到连带处罚，包括时任银盛支付董事长陈某某等高管，以及易票联支付技术运维部陈某某等关键岗位个人。

在业内人士看来，监管部门逐条逐项“点名”违法行为并落实到人，这与央行在2026年支付结算工作会议上提出的“严格实施支付机构穿透式监管和支付业务功能监管”的主张一脉相承。

素喜智研高级研究员苏筱芮对上海证券报记者表示，大额罚单频发是“穿透式监管”动真格的落地表现，表明监管部门已能穿透业务表象，精准打击底层违规。

“监管核查不再只是单点抽查，而是穿透业务全流程，从前端商户准入、中台系统运维到后端资金风控，全维度排查问题。”博通咨询首席分析师王蓬博认为，从易票联支付的罚没金额来看，罚款体量远超违规获利，说明监管逻辑已经改变，就是要彻底剥夺违规获利空间、抬高违规成本。同时，“双罚制”已经变成硬性执行标准，旨在压实从业人员终身合规责任。

招联首席经济学家董希森对记者表示，

未来全链条追责成为常态，合规压力直接传导至管理层，将倒逼支付机构在战略层面重视内控建设。

此外，业内人士表示，监管高压不仅体现在处罚金额方面，更直接关系到支付牌照的优胜劣汰，这更具行业“威慑力”。

截至目前，央行已注销支付牌照112张，现存牌照数较累计核发的271张缩水超过四成。今年以来，截至5月，已有深圳市快付通、杉德支付等4家机构的支付牌照被注销。支付行业正在加速出清。

易票联支付业务许可证将于2026年12月21日到期，在强监管态势下，该公司面临的牌照续展压力不容乐观。

“从近期机构支付违规行为来看，反洗钱、商户管理等事项为高发地带，暴露了此类机构存在深层积弊与合规防护漏洞。”苏筱芮说，“一些领到大额罚单的机构属于‘累犯’，触及多项违规底线，机构在续展申请时或被

‘中止审查’，甚至‘不予受理’。”

另从处罚内容来看，反洗钱已被提升至支付行业监管的“重中之重”。今年2月，《非银行支付机构分类评级管理办法》正式实施。董希森说，其中反洗钱违规权重高达15分，对支付机构有重大影响。

“重大反洗钱违规（如参与洗钱案件、多次受罚且整改不力）可能触发‘一票否决’，直接导致续展申请被中止审查或不予受理。”董希森表示，因此续展审查不再是例行公事。未来，风险合规记录不佳的机构将难以通过续展关，行业壁垒显著提高。这将加重支付行业的“马太效应”，推动劣质机构出清。

董希森认为，众多合规意识薄弱的中小机构，尤其是预付卡和部分收单机构，正面临生死考验。支付行业将从“多而散”向“少而精”演变。只有真正重视风控合规、有能力承担治理成本的支付机构才能继续生存和发展。

谁先看懂产业 谁先拿下客户 区域性银行竞相“补脑”

记者 黄坤

“企业技术壁垒高，能否给一个深度研判参考？”不久前，一条来自杭州业务一线的紧急需求，发到了上海银行产业研究院的刘欣（化名）手上。一家科技企业深耕民用航空机载通信与显示系统，技术门槛高、产业链复杂，授信审批急需一份产业“说明书”。

这样的场景，正在越来越多银行频繁上演。上海证券报记者注意到，银行不仅在“补血”，还在竞相“补脑”——去年以来，南京银行、厦门银行、绵阳市商业银行等陆续成立研究院、研究所等。一场围绕产业认知能力的竞赛正在银行业悄然展开：谁更懂产业，谁就更有机会赢得客户；谁更看得懂未来，谁就更容易抢占先机。

一线业务吹哨 研究员来“报到”

上述杭州科技企业急需资金解燃眉之急，但企业技术门槛高、专业性强，行业发展空间有多大，技术路线是否具有竞争力，未来市场前景如何？信贷员对相关赛道了解有限，而这些问题又直接关系到授信决策。

接到课题后，刘欣和研究团队迅速收集资料、做分析、绘制产业链图谱，用9个工作日便完成一份专项研究报告，勾勒出赛道潜力和企业优劣势，为审批提供关键依据。最终，这笔4000万元的授信顺利落地。

从客户需求到业务落地，这一快速转化的背后，离不开金融智库的支撑。记者梳理发现，目前已有上海银行等近10家区域性银行设立研究院或专业研究机构，特别是从去年到今年，设立节奏明显加快。

多位受访银行业人士告诉记者，与传统研究机构偏重宏观研究不同，如今区域性银行研究机构普遍强调“研用结合”，即研究课题越来越多来自客户现场、产业园区和生产一线，研究成果则越来越多直接服务于授信审批、产品设计和风险管理。

传统意义上，金融机构的研究员更多承担宏观分析、政策解读和市场研究等职能。如今，越来越多区域性银行正在赋予研究员新的角色——不仅研究市场，更要参与业务；不仅输出报告，更要服务经营。

研究院不再只是写报告的部门，而逐渐成为业务前线的“参谋部”。“我们下设战略策略、行业区域、财富金市、组织运营和数字科技五个研究组，明确研究内容、建立配套运营机制，强化对经营管理的支持赋能作用。”南京银行南银研究院相关人士告诉记者。

告别报表思维 走进产业“深水区”

研究机构一直是大型银行的重要配置，为何如今区域性银行也开始密集布局？一家城商行对公业务人士告诉记者：“经营环境变了，越来越多优质客户用传统办法已经无法看懂。”

长期以来，银行习惯通过财务报表、抵押物和现金流评估企业风险，本质上是过去判断未来。但科技企业成立时间短、轻资产、高研发，核心价值可能藏在实验室里的一项专利、一支研发团队，或者尚未形成收入的技术路线中。对于传统银行而言，这些价值并不容易被识别。

华东一家银行的实践，正是应对这一变化的缩影。该行组建了一支300多人的产业研究队伍，聚焦集成电路、生物医药、人工智能、商业航天等重点产业方向。研究员们的任务是撰写学术论文，而是回答一个更现实的问题——产业究竟在发生什么？

从财务报表到研究产业，从关注历史数据到研判未来趋势，在低利率、低息差时代，银行面临的不仅是资产竞争，更是产业认知竞争。谁能够更早识别产业趋势，更准确判断企业价值，谁就更有可能在优质客户竞争中占据主动。

研究院，越来越成为金融服务能否落地的关键一环。“我们研究院的目标是打造一支‘懂行业、懂企业、懂金融’的专业化队伍，要与创始人同频对话，才能为企业量身打造有价值的服务方案。”上海农商银行相关负责人对记者表示。

成立研究院只是起点 要嵌入决策链条

研究院的成立只是起点。多位受访人士认为，长期而言，研究院能否真正发挥价值，关键在于发表了多少研究报告，而在于研究成果能否进入决策链条，转化为经营能力。当前，部分银行研究院仍存在定位模糊、研究与业务“两张皮”等问题。

一些研究院容易陷入“重研究、轻转化”的误区。“如果研究停留在报告和论坛层面，而无法真正影响到信贷结构、风险定价和资源分配，更无法成为经营层的重要决策参考，其价值将大打折扣。”上述城商行对公业务人士表示。

在优质资产竞争加剧的背景下，研究院建设的本质，是提升银行识别产业机会、筛选优质客户和配置金融资源的能力。

要真正发挥研究院的价值，关键在于研究团队嵌入业务流程。苏商银行特约研究员薛洪言认为，研究课题应从经营痛点中提炼，研究成果直接服务于信贷政策、产品设计和风险预警，同时建立以成果转化率和业务贡献度为核心的考核体系，引进兼具产业经验和实战能力的复合型人才。

谈及研究院的发展方向，上海金融与法律研究院研究员杨海平建议：区域性银行设立研究院后，应立足区域经济特色，不追求“大而全”，聚焦重点产业和重点场景开展深度研究；同时加强与外部协同，内部与业务条线形成联动，外部与产业主体、科研机构及专业机构建立合作机制。