

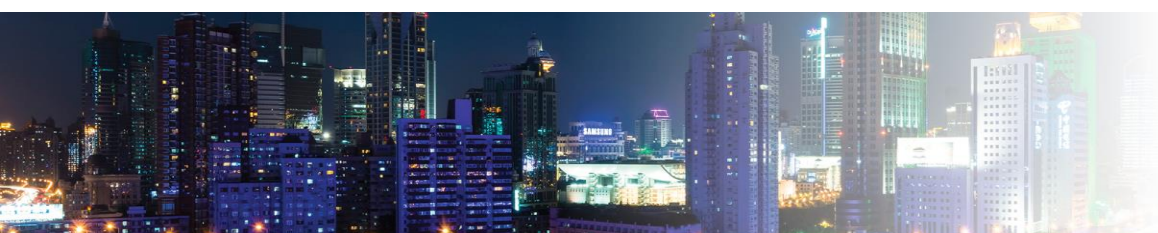


Growing Asia's Markets



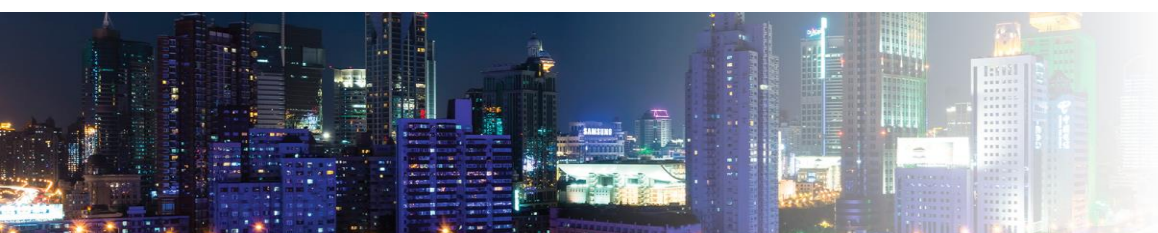
中国资本市场 变革提速

2019 年 6 月

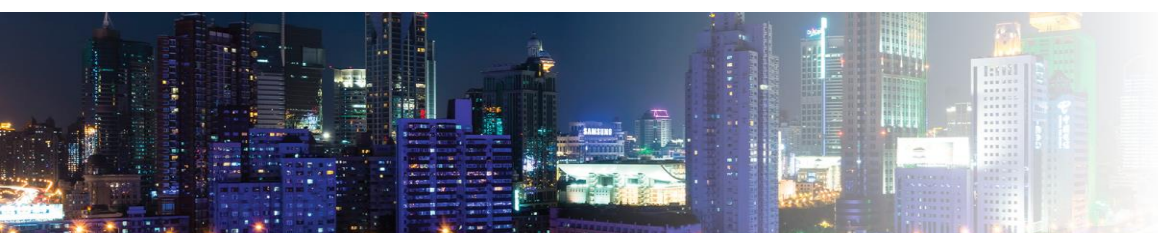


免责声明

本报告《中国资本市场：加速变革》由亚洲证券业与金融市场协会（ASIFMA）编著，反映的是本协会会员的观点。本协会认为，报告中来源多样的信息在本报告发布之日可靠可信。由于不同来源的判断可能有所不同，因此本文中对类似数据类型的也可能出现不尽相同的判断。但在任何情况下，ASIFMA 均不对此类信息的准确性或完整性做任何声明。ASIFMA 无义务更新、修订或修正本报告中的信息；若任何信息过时或不准确，也无义务通知读者。ASIFMA 将尽一切努力将此类信息的更新纳入本报告或后续报告中。

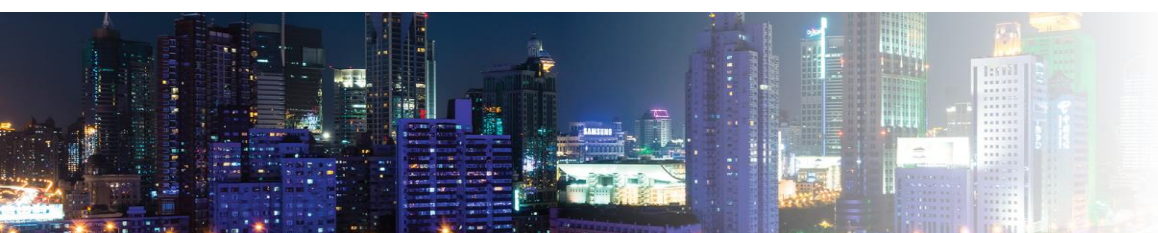


亚洲证券业与金融市场协会(ASIFMA) 是一家独立的区域性行业协会，会员基础广泛，由买方和卖方市场中超过 **125** 家领先金融机构组成，包括银行、资管、律所、市场基础设施服务提供商等。我们与各会员携手发掘金融行业的共同利益，提升亚洲各大资本市场的深度、广度和流动性。我们致力于促进亚洲资本市场的稳定、创新和竞争力，为区域经济增长提供必要动力。我们针对关键问题群策群力、统一立场、努力形成共识、寻求解决方案，并促成变革。我们的工作多管齐下，包括与监管部门和交易所开展磋商、制定统一的行业标准、发表政策性专文呼吁深化市场发展、并降低在亚太地区经营的成本。通过与全球金融市场协会 (GFMA) 及欧洲金融市场协会 (AFME) 合作，我们还积极推介全球最佳实践和标准，促进本区域发展。

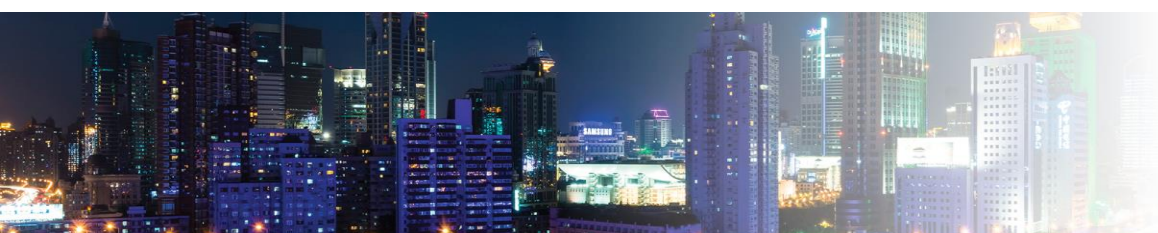


目录

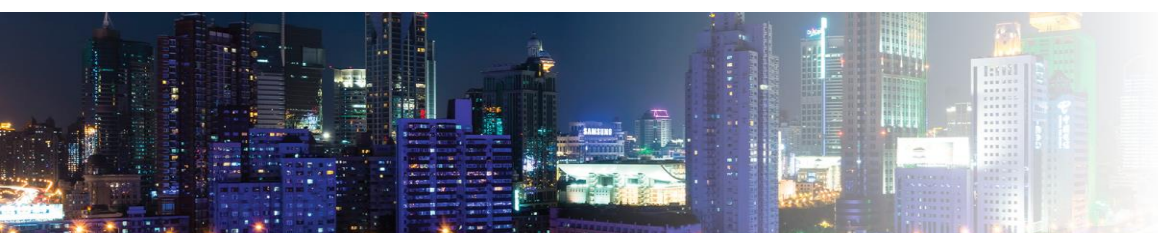
A. 执行摘要	8
1. 中国资本市场：概述	11
1a. 股票	11
1b. 固定收益	12
1c. 外汇	12
1d. 法律和监管	13
1e. 市场基础设施	13
1f. 市场准入	14
B. 引言	16
C. 宏观经济背景	18
D. 股票	21
1. 市场结构	24
1a. 交易停牌	24
1b. 交易窗口指导	25
1c. 短线交易收益归入规定	25
1d. 收盘集合竞价时段	26
1e. 电子交易	27
1f. 直接市场接入	27
1g. 综合交易	28
1h. 大宗交易	28
1i. 高效股票借贷	29
1j. 多边交易设施和替代交易系统	29
2. 一级市场	29
2a. 新股发行定价	30
2b. 不合格公司退市	30
2c. 所有权限制	31
2d. 投资者教育	31
股票市场建议	32
E. 固定收益	35
1. 市场现状	35
2. 工具类型	36
3. 利率市场化	37
3a. 利率对市场的影响	38
3b. 利率对机构投资者的影响	38
4. 一级市场	39
5. 二级市场	40
6. 基准收益率曲线	40
7. 传统回购市场	41



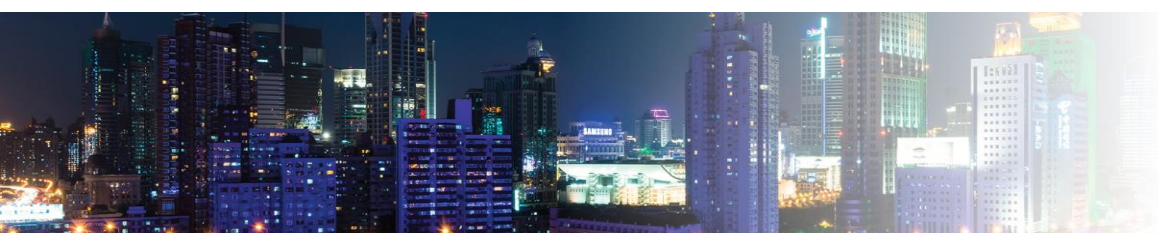
8. 债券期货市场	43
9. 固定收益衍生品	43
10. 价格发现、交易、清算和结算	44
11. 投资者群体	45
12. 绿色债券	47
13. 市政债券市场	49
14. 公司债券	51
15. 证券化	54
16. 高效的税收环境	56
针对固定收益产品的建议	57
F. 外汇	60
1. 概述	60
1a. 人民币作为支付货币的国际化	62
1b. 人民币交易	62
1c. 人民币作为特别提款权篮子货币	64
2. 人民币在特别提款权货币篮子中的前景	64
3. 电子交易	65
4. 产品动态	66
5. 人民币交易成本	67
针对外汇的建议	67
G. 法律法规	69
1. 监管程序	69
2. 公司治理	70
3. 破产、资不抵债与处置机制	73
4. 债权人权益与终止净额结算机制	76
5. 抵押品的使用	77
6. 反洗钱制度	78
7. 网络安全	79
7a. 《网络安全法》	79
7b. 渗透测试	80
针对法律法规的建议	80
H. 市场基础设施	82
1. 场外金融衍生品集中清算	82
2. 上海清算所的合格中央对手方地位	83
3. 综合账户与隔离账户结构	84
4. 券款对付接轨全球做法	87
5. 支付基础设施	88
6. 交易后基础设施标准化	90
针对市场基础设施的建议	90
I. 市场准入	92



1. 在中国投资	92
1a. QFII 和 RQFII.....	92
接轨与整合	92
额度变化	92
资金支付与汇出	93
投资范围	93
税务清账	93
利益披露	94
1b. 沪深港通.....	94
额度	95
法律、法规及操作影响.....	95
沪深港通未来展望	95
内地散户进入沪深港通.....	97
1c. 股票/上市衍生品挂钩场外交易产品（境内外）	97
1d. 基金互认.....	97
1e. 中国银行间债券市场开放	98
开放历程	98
中长期投资者	98
境内对冲和回购渠道：	99
债券相关产品	99
1f. 债券通.....	99
交易费	100
外汇交易对手方的选择.....	100
债券通回购	101
境内对冲	101
操作基础设施和规定的标准化.....	101
报告失败交易	102
违约处理（三方回购）	102
大宗交易	102
1g. 熊猫债券	103
2. 在中国开展业务.....	108
3. 在中国筹资	113
针对市场准入的建议	114
 J. 所有建议清单汇总	 116
 K. 术语.....	 124
 L. 尾注	 133



亚洲证券业与金融市场协会向参与编制本文的所有个人和成员单位表示感谢



A. 执行摘要

自 2017 年以来，中国资本市场开放取得巨大突破。本协会在之前发布的三份报告中探讨过这些变化。三份报告分别是：2019 年 3 月发布的《[从资产管理的角度看境外机构投资者在中国的投资](#)》、2018 年 3 月发布的《[中国资本市场——前路导航（续）](#)》、以及 2017 年 3 月发布的《[中国资本市场：前路导航](#)》，均载于本协会网站。上述三份报告的一些信息，由于相关市场情况未发生变化，故未作调整，本文从中摘取了相关内容。

中国的资本市场规模已居世界前列，随着中国成为消费驱动型经济体，并着手解决人口老龄化和经济增速放缓，以求跨越中等收入陷阱，其资本市场正发挥着关键作用。在中国的发展型资本主义模式下，大型国企和创新型私企共存，两者都需要国际和国内股票市场取得成长、获得资金。

同时，中国资本市场正在尝试转变：从过度依靠银行贷款（包括监管基本缺失的“影子银行”系统），转向股权和债券融资的常态化。目前，中国债券市场规模居世界第三，仅次于美国和日本。为使其发挥最大潜力，中国正进行大规模改革，完善价格发现和透明度。为进行市场改革并提升国内参与者的专业化水平和竞争程度，中国还在逐步开放资本市场，吸引境外投资者参与。

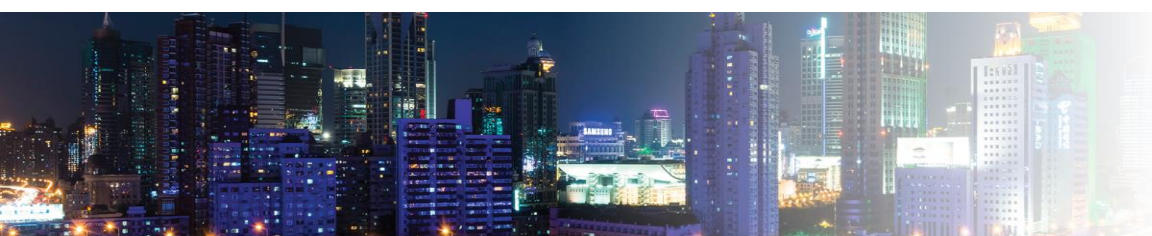
在此过程中，本协会及旗下 125 个会员既是参与者，也是观察者。本协会员工和会员在编制本文的过程中，贡献出他们的大量国际经验和专长，也欢迎提高境外投资者参与水平的举措，同时也不忘这场始于 1990 年上海证券交易所（简称“上交所”）重新开业、深圳证券交易所（简称“深交所”）正式成立的全面改革，情况非常复杂。自本协会于 2017 年发布第一份资本市场报告以来，中国资本市场的变革已有大幅提速。因此本报告用标题表明，中国资本市场的发展即将迎来拐点。从此往后，中国资本市场最终将接轨国际市场上的最佳做法，同时努力为不断演变的经济环境和资本市场机构打造最适合的金融产品、服务和系统。

本协会将自身职责定位为与中国监管机构积极互动，从专家团队和国际视角，就中国的政策变化带来的实际问题向监管部门提供反馈。随着市场不断演变，监管部门需要与时俱进，灵活变通，以满足境内外市场从业者的需求。同时，在经历 20 年飞速增长之后，中国经济发展不断深化，日益走向成熟，如今增长速度正逐步放缓。在这种情况下，为实现可持续发展的国家战略，完成由出口型经济向消费型经济的转型，培育高效、稳定、设计合理的资本市场变得空前重要。

与此同时，为稳定国内市场，吸引更多境外资金，拓宽国内投资者可使用的金融服务的范围，并增加分散风险的手段以稳定市场，与国际市场和资本流动接轨也将发挥重要作用。

中国资本市场改革：迎来拐点？

在逐步完善资本市场基础机制的同时，中国已在资本市场的一个新兴部门占据领先地位，即绿色金融和绿色债券。根据气候债券倡议组织的数据，2018 年，中国发行的绿色债券总额达到 312 亿美元（2,103 亿元人民币），其中包括境内发行人在境内外市场发行的 309 亿美元（2,089 亿元人民币）债券，以及香港发行人发行的 2.08 亿美元（14 亿元人民币）绿色熊猫债



券。此外，还有按照贷款市场公会/亚太贷款市场公会《绿色贷款原则》进行贴标的 1,770 万美元（1.22 亿元人民币）绿色贷款。¹

如果按照中国对绿色债券的定义，2018 年的发行总额为 428 亿美元（2,826 亿元人民币），较 2017 年增长 12%。2018 年，兴业银行发行 96 亿美元的绿色债券，成为全球第二大发行机构。在全球其他市场越来越关注绿色金融之时，中国仍保持世界第二大绿色债券市场的地位。²

中国在科技应用方面取得了令人羡慕的成功，在资本市场中的科技应用同样领跑全球。中国应进一步以低成本提供高质量创新型服务，打造在全球范围内对投资者最有吸引力的金融市场。此战略应包括允许使用替代交易系统和场所开展所有金融产品的交易，从而优化服务质量，同时降低成本，提高市场流动性和效率。

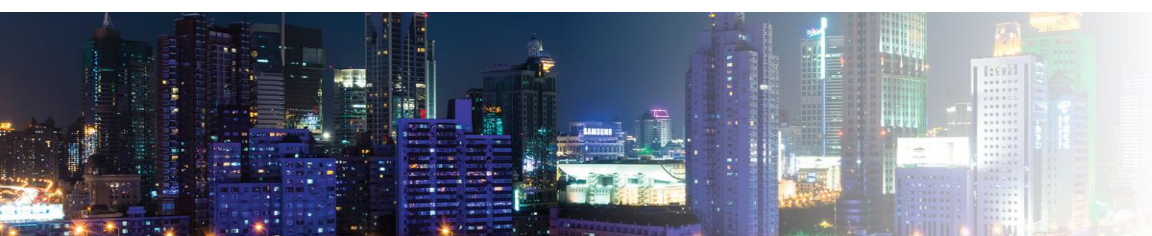
这些例子都证明中国的政策制定者正在资本市场中进行大规模的调整，以适应经济不断增长、投资者专业化程度不断提高，以及吸引国际投资者所提出的复杂要求。

目前的一系列政策改革始于 2017 年 11 月，政府宣布计划取消对银行的外资所有权限制，同时允许境外公司在中国证券公司、基金和保险公司中持多数股。2018 年 8 月，中国银行保险监督管理委员会（简称“银保监会”）宣布进一步取消对中国金融机构的外资所有权限制，此举取消了之前规定的外资持股比例上限。

2019 年初，中国政府继续推行一系列举措，进一步向国际金融机构开放市场。同时，又采取一系列措施，刺激境外投资者对中国股票和固定收益证券的需求。2019 年 1 月，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）发布征求意见稿，将合格境外机构投资者（以下简称“QFII”）和人民币合格境外机构投资者（以下简称“RQFII”）两项长期入境投资制度合二为一，同时取消了此前对入境投资起到阻碍作用的量化指标要求。当月，中国人民银行宣布允许标普信用评级（中国）有限公司在中国开展信用评级业务，并同意其注册开展银行间债券市场开展债券评级业务。最近，银保监会于 2019 年 5 月宣布计划取消境外机构投资本地保险公司的所有权限制，并降低外资银行在岸经营的规模要求。

在中国人民银行、财政部和国家税务总局（简称“税务总局”）完善了数项配套措施后，彭博于一月份正式宣布，从 2019 年 4 月起，将人民币计价的国债和政策性银行债券纳入彭博巴克莱全球综合指数，并将在 20 个月内分期逐步完成。仅一个月后，在股票市场方面，全球指数提供商摩根士丹利资本国际公司（“明晟”）宣布将在 2019 年 5 月、8 月和 11 月，分三步将中国 A 股在明晟指数中的权重增加 3 倍。富时（即英国股市指数和数据服务提供商——英国金融时报股票交易所的商业名称）于 2018 年 9 月宣布，将在 2019 年 6 月至 2020 年 3 月期间分三个阶段将 A 股纳入富时新兴市场指数。

还有一些渐进式的变化也值得关注。国际资本市场参与者对这样的进展已经给出积极反馈，他们对参与中国资本市场的兴趣也日益浓厚。多年来，中国股市停牌股票数量一直徘徊在 150 至 200 之间，目前已有显著改善。到 2018 年底，停牌股票数量已大幅下降至为个位数。2019 年 3 月，明晟决定增加中国 A 股在明晟全球基准指数中的权重，此前该公司已决定从 2018 年 6 月开始将 234 只 A 股纳入明晟指数体系。为此，中国证监会将沪深港通北向每日额度翻了两番。



2017 年 7 月推出债券通以来，中国人民银行继续发展和完善这一机制，并于 2018 年 7 月宣布决定允许券款对付和大宗交易。

在这些市场开放举措实施过程中，不少实际问题得到解决。2018 年 9 月，应行业要求，香港交易所宣布，根据新实施的北向看穿机制（投资者识别码制度），券商需为每位北向交易投资者（基金公司或投资者）编派一个券商客户编码，即投资者识别信息。向基金公司编派券商客户编码，便于在交易后向多个特殊隔离账户分配资金，这将解决北向投资者身份难以确认这一业内长期存在的问题。在中国人民银行支持下，香港金管局采取一系列措施，解决了在再平衡期间保证离岸人民币流动性充裕的问题。

我们在 2018 年 3 月更新 2017 年报告时，在对中国股市的建议中都曾指出过这些问题，目的是为了提高透明度和资本市场效率。业界十分赞赏中国为解决这些问题采取的行动。中国外汇交易系统改进后，最终能使中国外汇交易与其他主要国际市场接轨。2018 年 2 月，中国外汇交易中心开始采用 NEX 为其推出的新一代外汇交易平台，但新平台也同样存在与旧平台类似的限制。而此前，本协会曾建议中国外汇交易中心应与其他外汇平台竞争或合作。

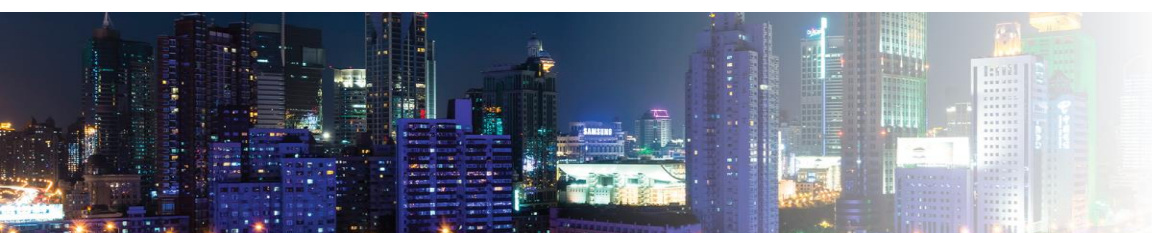
2018 年 11 月，财政部和国家税务总局共同宣布，将对境外机构投资中国债券市场利息收益的增值税和企业所得税实施三年免征政策。这同样是本协会向中国监管部门提过的建议。

然而，实际上，这些措施的实施不如理想中的顺利。其中一些监管改革虽然受到欢迎，但并未给予市场从业者足够的时间来作出应对。充分宣传新规，并留出足够的时间征询公众意见并实施规则，将大大完善监管规则的制定过程。业界希望中国政府在重大改革前留出更多的准备时间，例如上交所的收盘集合竞价机制。该机制于 2018 年 8 月 20 日正式实施，为了赶在再平衡前两周将其推出，所做的咨询和测试都较为有限。为确保改革获得足够的行业支持，并最大限度地降低实施风险，应当增加政府与市场从业者之间的事先协调。

与此相反，其他一些政策改革的实施速度，对市场从业者来说又过于缓慢。监管部门批准国际银行控股境内金融公司首例，花了一年的时间。截至 2019 年 4 月，一些国际评级机构和银行卡支付公司仍在等待他们的执照。2018 年 11 月，瑞银成为第一家获批控股合资券商（瑞银证券有限责任公司）的国际银行，此时距提交申请已过了一年的时间。2019 年 3 月，中国证监会通过了摩根大通证券中国（持 51%）与野村东方国际证券成立合资公司的许可申请。2019 年 4 月，瑞士信贷也获得这一许可。截至 2019 年 4 月，惠誉评级仍在等待监管部门批准，尽管在 2018 年 11 月，惠誉在获得营业执照前，已经设立了北京办事处惠誉博华。2018 年初，银行卡支付公司维萨和万事达卡提交开展人民币结算申请，至今仍在等待监管部门批准。

我们汇集旗下会员的集体经验和专长，助力中国资本市场适时调整，以满足全球竞争和创新推动下的中国经济的需求，以及消费者的需求。我们认为，若能仔细选择合适的模式，中国就可以把握大量的机会，汲取发达市场的经验，避免重蹈它们的覆辙，实现跨域式的成功。

我们在每一章的结尾都提出了具体的建议，但也需要指出，这些建议并非按重要性排列，我们也无意规定其实施顺序。现实情况是，管理中国这样一个大国是极度复杂的工程，我们的关键讯息是要提出可行的建议，而非建议决策者机械地遵守特定的实施顺序。此外，过度强调执行顺序可能导致改革因监管惰性或细枝末上的分歧陷入泥潭。同时，我们认识到资本市场的各项



改革彼此高度关联。要提高固定收益二级市场的流动性，离不开启动终止净额结算机制、建立传统回购市场、加强银行对债券期货市场的参与、交易后处理的自动化，以及其他一系列改革措施。因此，本文着重提出为充分挖掘中国资本金融市场潜力所需的关键建议。

我们也认识到，改革要奏效，也离不开各部门间的技术合作。应建立特别工作组，对相关问题进行全面、整体分析，最后加以解决。因此，2017年7月，由刘鹤副总理领导的金融稳定发展委员会成立，这一举措我们非常欢迎。对于了解重大操作和实施问题并确保变革举措在境内外市场中整体可行，在整个分析阶段广泛征询行业意见，将发挥关键作用。

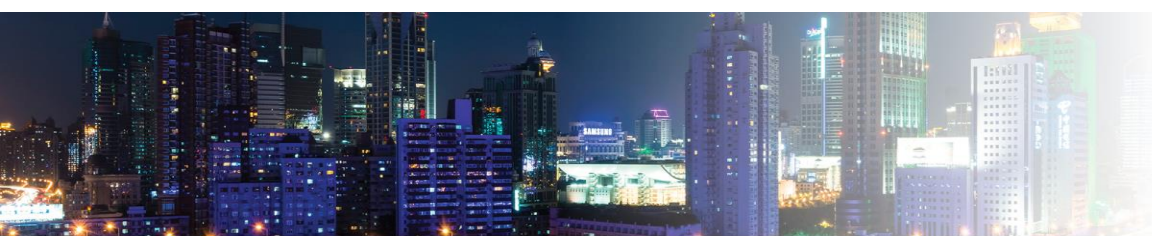
中国到目前为止使用的方式非常成功：先开展小范围改革试验和试点项目，认真彻底地评估其成效后再加以推广。随着国际资本市场发展速度加快，这种谨慎小心、循序渐进的改革方式是否还能继续服务中国资本市场，有待认真考虑。我们当然不是呼吁以“大跃进”的方式改革市场，而是希望改革能不断加速，幸而这种迹象去年已初见苗头。全球低利率时代即将终结，我们看到全球资本流向美国和其他经济体，寻求更高的收益率，而流向中国等市场的资本相应减少。同时，面对地缘政治紧张局势加剧、GDP增速放缓、债务积累等现状，中国必须建立灵活健康的金融基础设施。美国和欧盟要求中国放开金融机构所有权限限制、保证公平竞争，这是原则上已经落实的政策，美、欧施压或许能加快其执行。但美国和其他发达资本市场更普遍的保护主义趋势对中国乃至全球经济极为不利。

面对外贸、国内基础设施建设等传统动能后劲不足，全球投资者风险偏好发生变化的现状，开展全面改革，建设更深层次、流动性更加、投资产品更丰富的资本市场，对于保持中国经济增长至关重要。归根结底，最重要的是要为了中国经济及人民和消费者的利益而进行国内资本市场改革，包括：最大限度地减少不当行为；从过度依赖散户向投资者专业化转型；对包括科技公司在内的金融市场参与者进行适当的监管。我们的工作是以发达市场中验证有效的做法为基础，包括从全球金融危机中汲取的教训，探讨如何将这些经验应用于中国，惠及中国经济和人民。这些问题没有简单的答案，需要多管齐下、协调联动，方能打造完善的资本市场，支持消费驱动型经济增长。我们相信本协会在本文中提出的建议能够指出前行的道路。

1. 中国资本市场：概述

1a. 股票

中国要想建立流动性充足且透明的股票市场，减少市场动荡，就必须清除阻碍交易的诸多实际障碍，这既符合所有投资者的利益，也利于和经济的整体发展。在利用技术进步来提高资本市场效率方面，中国领先世界。而中国要想成为资本市场的世界领导者，就必须合理地对市场以及所有参与者（包括新参与者）进行适当监管。为此，采用全球标准将有助于解决这些问题，比如将股票结算模式过渡到券款对付，以求最大限度地减少交易对手风险；营造高效的股票借贷环境，以便提高投资者对冲市场风险的能力，同时确保 QFII 和 RQFII 能通过多个券商进行交易，确保最佳执行，并延长大宗交易时间。



1b. 固定收益

固定收益涵盖广泛的产品和市场，从一般的无风险资产（如政府债券），到较为复杂但对经济有益的工具（如资产担保证券），种类繁多。因此，改革不能“一刀切”，需要根据每种产品或每个市场的要求仔细考虑。

其中一项关键改革不仅会影响固定收益产品，而且会影响所有资产类别，那就是继续发展流动性充足的二级债券市场，包括改进价格发现过程，以及采取措施增加关键基准和“旧国债”的交易。

要提高二级市场流动性，只能通过发展“传统”回购市场以开发更具深度的“双向”债券市场来实现，因为投资者在回购市场中既可做多，也可做空债务证券。同时还需要进一步开发衍生产品和其他对冲工具（包括场外交易证券和上市产品）、扩大投资渠道，并向更广泛的参与者开放。为促进衍生品交易的进一步发展，中国必须实施终止净额结算机制。此外，为对冲利率风险和货币风险，不断改善债券投资者的关键准入渠道也极为重要，在这一方面的持续进展也令人鼓舞。当境外投资者使用这些准入渠道时，也一定要向他们清晰地展示出这些渠道能帮助他们实现最佳执行。最后，在相关方同意的情况下，允许投资者使用其他市场上使用的法律文件（如国际掉期与衍生工具协会使用的文件，或《全球总回购协议》），将大大有助于增强投资者的投资信心和欲望。

在市政债券市场上，陷入困境的地方政府融资平台为了满足融资需求，从多元渠道获得融资，不再局限于影子银行。这些平台已开始在本币和美元债券市场发行债券，其中不少已经获得全球领先的评级机构评级，从而提高了债券市场透明度，促进市场成熟发展。

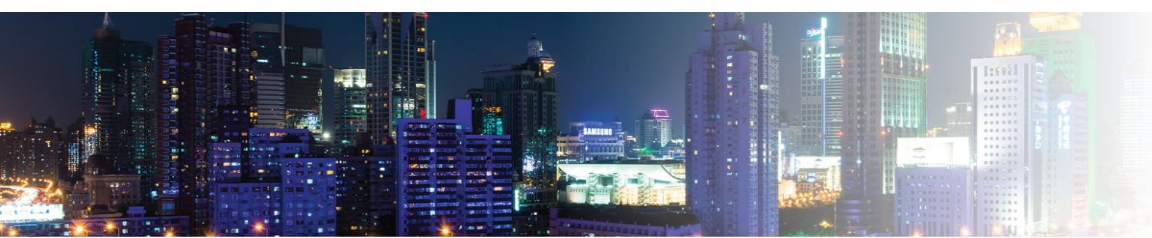
1c. 外汇

中国外汇交易系统平台向 NEX Markets 平台的升级，使中国的电子执行实现了与发达市场的接轨。然而，中国还有的机会进一步提高效率，降低交易成本，应对结算风险，实现更审慎的风险管理，并强化金融稳定性。自本协会 2017 年的白皮书发布以来，我们一直建议允许其他平台与中国外汇交易中心合作或者进行竞争，从而提高效率并降低交易执行成本。

鉴于外汇期权已经开放若干年，中国还可以引入新产品，为终端用户提供更多机会以更低成本对冲外汇风险敞口。对于中国公司来说，对冲是在国际贸易中管控外汇风险的重要工具。有证据显示，出于成本考虑，企业一般不会进行敞口管理，但这会使其处于竞争劣势。

发达国家外汇市场之所以成熟，部分原因是它们从各种重大市场事件中吸取经验教训，因此才变得更有效率。中国可以利用这些教训和市场做法，提高国内市场效率，为投资者扩大准入并缓释风险。

尽管如此，中国仍需安全平稳地落实这些新举，确保人民币政策稳定，以促进经济发展并避免市场投机行为。然而鉴于外汇市场的重要性，不思改革或者改革进程过慢都有可能给中国经济的持续发展带来严重危害。



1d. 法律和监管

在中国同时推进扩大市场准入保持市场稳定这两大目标之际，提高政策和监管的透明度和一致性，将有助于中国市场未来的发展。改革措施应包括执行更公开的市场咨询程序，征询公众意见；对新规进行充分通知；并给予足够的时间以便提出问题、作出修订。这将有助于优化监管，最终可以提高市场专业化程度，并消除不良做法。中国在发布新规时也应该考虑提供其他语言版本，尤其是英文版本。开展金融服务咨询时提供英文版文件已成为世界大部分地区的国际惯例。这有助于提升国际背景下咨询程序的效率和有效性，并可极大鼓舞国外投资者的信心，降低感知的监管风险。

中国有必要根据金融稳定委员会的《金融机构有效处置机制的关键要素》，为金融机构实施处置和恢复制度，以阐明投资者在中国银行信贷结构中的地位。在中国，这将有助于投资者明确其在银行信贷结构中的地位。2018年3月，央行就资本债券发行推出全面监管新规，首次提及总损失吸收能力（TLAC）合格债务工具。对于银行储户和高级债务持有人而言，总损失吸收能力债券的发行具有正面信用影响，因为此类债券在银行陷入困境或实施资本重组时可提供更大的损失吸收缓冲。官方提及总损失吸收能力表明中国正在开始执行自行调整过的国际处置框架。

终止净额交易机制方面进展喜人。中国监管机构开始与国际监管机构合作，共同商定一个兼容的破产规则框架，当衍生品交易和回购交易中出现违约时，境内外的衍生品和回购交易商可互抵各笔交易进行净额结算。如果不进行净额结算，守约方则可能会需要承担交易全额，而在一些执行终止净额交易机制的国家，守约方只需承担交易净额。对于那些想要在进一步参与中国市场的境内外银行而言，终止净额交易模糊不清是尤其突出的障碍，有损对中国资本市场发展而言至关重要的衍生品和回购市场的流动性。

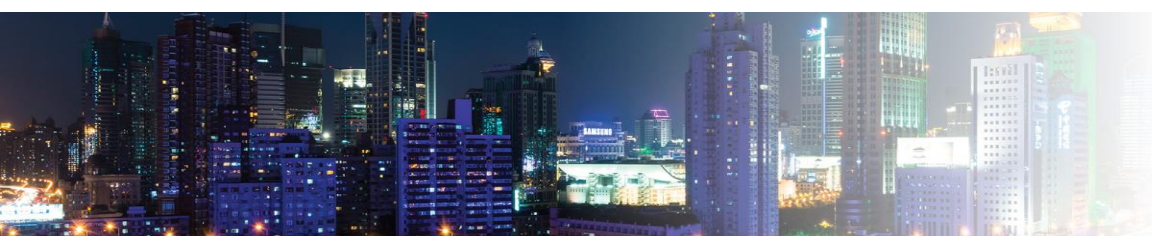
银保监会已经在负责起草报告，具体阐明如何推进终止净额结算改革。2017年成立了中英净额结算工作组的成员，负责为中国银保监会提供意见。作为工作组成员，本协会希望工作组的报告能在2019年被国务院采纳，并最终由中国最高人民法院通过。

1e. 市场基础设施

为了最大限度减少在上海清算所清算的各实体的风险，亟需考虑在法规中纳入强制执行终止净额结算机制的条款，通过修订《证券法》支持保证金交换，并允许第三方托管人代表过账对手方持有初始保证金。中国期货交易所也需要实施终止净额结算制度，防止会员破产时被要求退回保证金的风险。

我们建议中国人民银行与上海清算所合作，优先帮助上海清算所申请成为欧洲法律认可的同等清算所，以及美国2010年《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》认可的衍生产品清算组织。

允许国际投资者像在其他重要市场一样高效执行综合交易，也将受到国际机构欢迎。在基金公司一级实施北向券商客户身份识别制度是在正确方向上迈出的重要一步，可以帮助国际参与者管理平均定价和交易后分配要求。通过在基金公司一级实施券商客户身份制度，可在不同的标



的基金账户之间进行平均定价，并有助于促进实现业内欲通过综合交易实现的益处。这些措施都将极大地拓宽国际公司进入中国资本市场的准入渠道。

虽然中国的首要任务是发展自己的市场基础设施，但若要继续深化市场准入，特别是扩大人民币作为国际货币的使用范围，就必须确保与国际标准接轨。这包括在支付系统、中央证券托管系统、证券结算系统、中央对手方以及交易信息库等方面与国际标准保持一致，即符合支付与市场基础设施委员会（CPMI）和国际证监会组织（IOSCO）发布的《金融市场基础设施建设原则》。人民币结算时，还应确保汇款同步交收，巴塞尔银行监管委员会（BCBS）在关于降低清算风险的监管指导意见中也强调了这一点。

1f. 市场准入

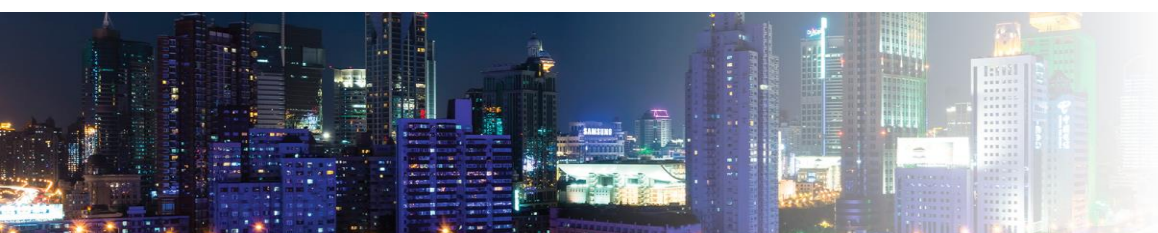
2019 年 3 月 15 日，在全国人民代表大会的最后一天，新的《外商投资法》通过，将于 2020 年 1 月 1 日生效。新法整合《外商独资企业法》和《合资企业法》，并将取而代之。同时，自 2017 年到现在也已取得重大进展，金融机构的外资持股比例得以逐渐扩大。在新法生效之前，相关监管职能暂时分由几个机构同时承担。

2017 年 11 月，中国出台第一批开放外资持股比例的措施：国务院新闻办公室宣布，将证券投资公司、基金管理公司及期货公司的外资直接持股或间接持股比例放宽至 51%，且三年后还将进一步提高。2018 年 8 月 23 日，政策又进一步更新：银保监会宣布外资银行可对中资银行及资产管理公司 100%控股。与此同时，中国证监会发布了《证券公司股权管理规定（征求意见稿）》。

虽然这些市场开放措施受到欢迎，但境外金融机构希望尽快实现 100%控股。此外，征求意见稿中列出的许多要求对于外资公司而言仍存在问题，其中包括一些新的资格要求，比如要求控股股东持有 1,000 亿元人民币的净资产，还有一些实践中很难遵守的披露要求。其他引发关注的问题包括：对非金融机构对证券公司的持股比例设置了新上限；对于现有股东产生的影响不够明确；以及在合规方面合规性，没有考虑直接持股机构的母公司。

本协会认为，为国内企业及外资企业营造公平的竞争环境，清除跨国企业面临的间接或隐性障碍，中国政府仍任重道远。这些间接或隐性障碍会妨碍了境外企业享受新规的便利，这将阻碍中国经济从开放中充分受益。到目前为止，所有权新规的落实经验也表明，许可授予方面可能仍然存在问题—现有合资公司的许可授予规则与新合资公司的规则不同。中国的企业与金融机构一直以来都能进入北美及欧盟金融市场，而由于这些市场已经建立了完备的法律框架，且无外资持股比例或许可范围的限制，中国的企业和机构可以从中获益并帮助这是市场维持深度及流动性。由于中美与中欧间出现贸易紧张（美欧之间也的确出现了这种情况），形势在发生转变。

越早在所有市场对境内外参与者一视同仁，对资本市场就越有利，最终也能更好地惠及基本经济、就业和国民。从名义国内生产总值来看，中国是世界第二大经济体，在最需要跨境投资的领域有着广阔的机遇。如果境外金融企业可以全面进入中国市场，享受中国金融企业在欧盟、美国等发达国家市场享受的同等准入待遇，则中国的资本市场及经济必然会获益。本协会找出



了在外商独资证券合资企业的所有权及许可、网络安全及跨境数据传输等领域面临的不公平待遇。

出台精简、简化的市场准入计划，将尤其有助于降低境外公司在中国投资的成本和风险，提高中国投资产品对它们的吸引力。最有效的改革措施包括：

- 使境外机构能够公平透明地获得债券承销和结算许可；
- 扩大准入计划下许可证券的范围；
- 修正沪深港通规则，允许交易所参与者的关联方借、贷股票；
- 澄清中国银行间债券市场关于额度限制的规则；
- 扩大允许发行熊猫债券的公司范围；
- 改进熊猫债券会计规则并允许国际信用评级机构对其进行评级；
- 对《网络安全法》进行更灵活的解释。

若能建立更健全的信用系统，将对固定收益市场发展、吸引更多投资者起到显著作用。

最后，我们注意到中国正持续推广更多的市场准入计划，我们代表本组织的跨国公司会员对此表示欢迎。当然，我们也承认，要将如此庞大的市场与国际市场接轨，的确需要复杂且周全的对策。为此，我们建议中国政府继续简化这些措施，提高各项举措的透明度和一致性；并持续与本国及跨国市场参与者开展对话和磋商，以尽可能高效地发现、探讨并解决问题。



B. 引言

两年前，本协会发布了第一份中国资本市场白皮书。自那以来，外界因素成为了中国面临的主要挑战。虽然政治动荡会随着政治和大选周期的结束而消退，但中国的崛起已不再被视为对全球体系的巨大贡献，在某些地区，甚至被视作一种威胁。为践行亚洲证券业与金融市场协会的创立使命，我们编制本文的目的不仅是历数过去的成就，而且是指出应在操作、政策和资本市场方面作出的适当修正和微调，我们认为这样的改革努力是确保经济持续蓬勃发展和繁荣的关键。

这种新局势令人生畏，而同时中国经济正从 2000 年代两位数的增长速度开始放缓。在增长放缓的同时，中国地方政府的债务水平和中国各大银行不良贷款率的不断升高也令人担忧，而且这两方面的数据可能还存在瞒报的情况。中国政府对待债务问题一直行动迅速，中国的债务一定程度上是 2008 年全球金融危机后中国投入 4,000 亿美元刺激经济的遗留产物。中国也加速改革资本市场，若贸易收入受到挤压，资本市场可以担当推动经济增长新动力，调动境内外储蓄投资新企业及新技术，创造财富。中国的地缘政治环境日趋恶化，更突出了中国持续改革资本市场的重要性和迫切性。

在中期内，妥善管理这一转型，将是决策者面临的主要挑战。中国能否避免“中等收入陷阱”，仍然是一个悬而未决的问题。在向消费型经济转型过程中，中国也在努力预防可能动摇经济发展稳定的债务增长，因此在支持经济发展与提供宽松的信贷条件之间找到平衡，对中国将会越来越难。

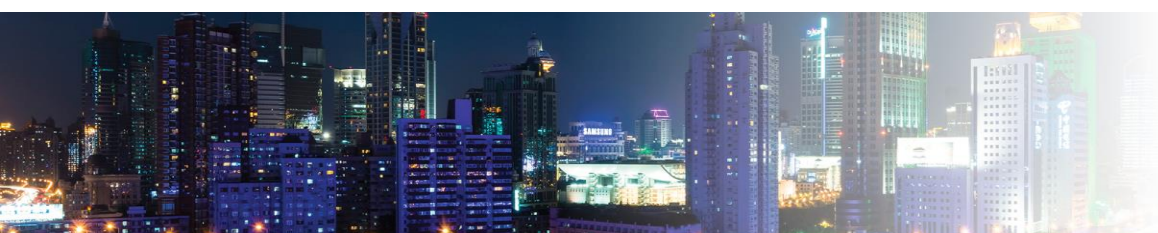
此外，与严重依赖银行贷款的国家相比，监管良好且市场多样化的国家更容易吸引长期境外投资。中国各大银行传统上主营短期贷款业务，这限制了经济发展中可用债务的期限。中国的发债机制不够成熟，不足以充当长期基础设施建设的可行融资机制。在中国资本市场上，国内各大银行需要向市政当局提供长期贷款，结果导致银行积压大量不良资产，信用风险高度集中在银行业。因此产生的贷款期限错配充满了内在风险。庆幸的是，出现有效的市政债券市场后，这种模式正发生改变。

出台宽松的政府政策来发展强劲的资本市场，将有助于提高市场透明度。中国市场深陷于有关市场操纵的指控和欺诈丑闻，政府和监管当局承受的压力也越来越大，迫切需要解决这个问题。开展全面的财务汇报和适当的风险评估是建立运作良好的资本市场的基础。这也将有助于改善公司治理，增强市场参与者对市场的信任，有利于所有市场参与者和利益相关者。

要实现跨区域发展，扩大社会安全网，提高生产力和保持经济高速增长，中国仍需要开展大量基础设施建设，而这需要有效筹措私人资本和公共资本。要确保可持续的增长，中国政府应该继续实施有助于资本市场发展、且能扩大投融资范围的政策，并最终改变过度依赖银行贷款的现状，向消费型经济转型。

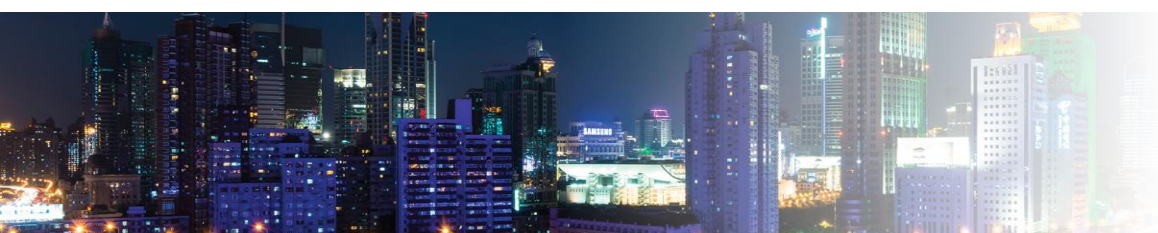
报告结构

本报告力求从业者的角度简要描述中国资本市场的现状。第一部分介绍资本市场的主要组成部分，即股票、固定收益、外汇、监管基础架构和市场基础设施。



第二部分从境外金融机构的视角审视中国市场，分别介绍在华投资、运营以及筹资所需的具体知识。本协会 2019 年 3 月的报告《从资产管理的角度看外国机构投资者在中国的投资》同样采取了这种视角，本文也从其中摘取了相关内容。本协会撰写本文《中国资本市场：变革提速》，是为了将尽可能多的信息整合至一处，供新老投资者参考使用。本文的执行摘要和引言，主要介绍宏观经济背景以及主要章节的亮点。

同时，本协会及其会员的经验也将贯穿本文始终，尤其以建议的形式分享。这些宝贵经验源于国际最佳做法，同样来自对中国资本市场的深度参与。我们提出建议的目的，是为了反映全世界最顶尖的金融、法律和投资机构对目前中国资本市场现行做法和政策的看法。建议在每节末逐条列出，并在本文末汇总。



C. 宏观经济背景

2018 年，中国全年经济增长率降至 6.6%，创下 1990 年以来的最低水平。美国布鲁金斯学会的经济学家最近发表的一篇文章指出，中国的经济增长率从 2008 年到 2016 年一直被夸大，中国 2018 年真实的 GDP 水平可能只有 10.8 万亿元人民币（相当于 1.6 万亿美元），远低于官方数据 90 万亿元人民币。³在 2019 年 3 月全国人民代表大会召开的第一天，李克强总理宣布，今年官方增长目标为 6%—6.5%，即承认经济增速较去年将进一步放缓，但这也表明，领导层已经降低增长目标，并将动用各种政策工具实现这一目标。

在 2019 年和以后，中国宏观经济面临的挑战是中美贸易争端、国内需求疲软、地方政府表外债务高企的三重影响。2018 年第四季度 GDP 增速为 6.4%，创 2008 年金融危机以来历史新低，同年二、三季度增速也大幅放缓。在财政方面，中国应避免过度依赖财政刺激，同时需要进一步开放市场，保护知识产权，从而防止供应链转移，缓和中美贸易关系。渣打银行预测，若美国全面实施在新一轮贸易谈判威胁加征的关税，则会将中国的 GDP 增长率拉低 0.6%，并导致供应链大规模转移，中美经济将因此脱钩。

中国宏观经济增速放缓

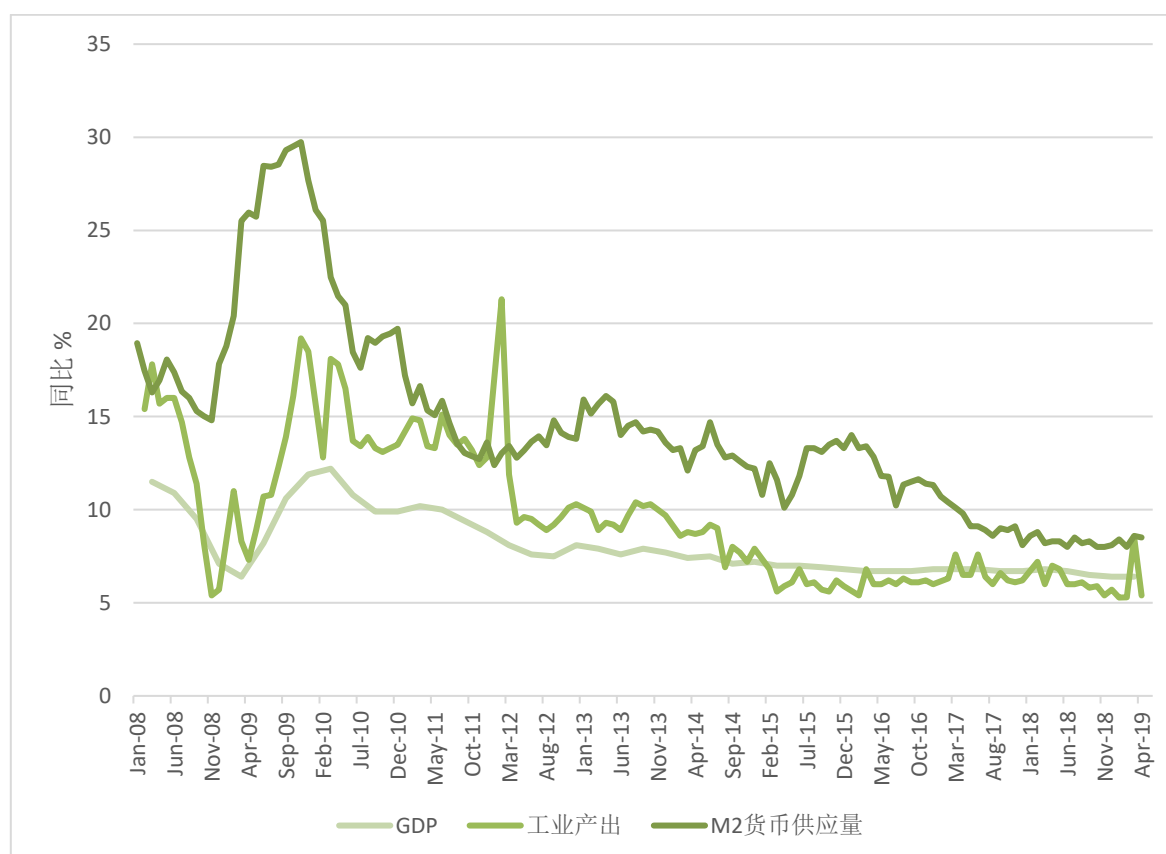
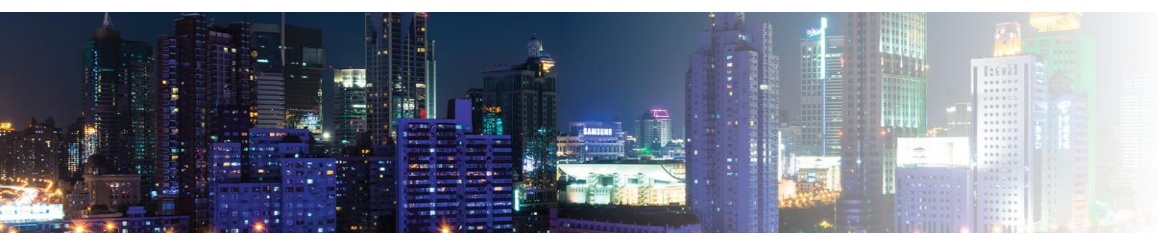


图 1: GDP、工业产出和 M2 货币供应量同比变化情况 (2009-2018)

数据来源: 路孚特、万得资讯



2018 年：创下 1990 年以来 GDP 增长率新低

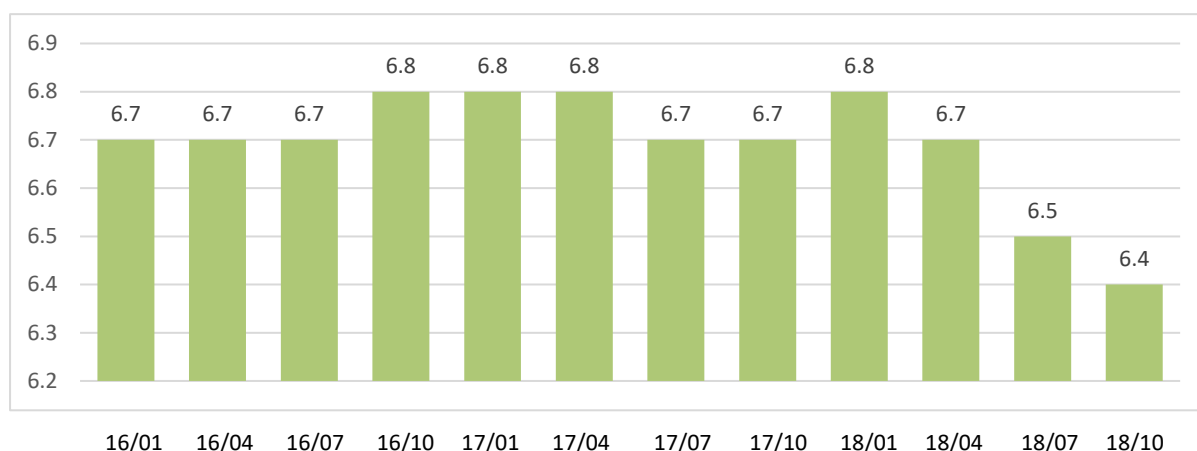


图 2: GDP 增长率 (2016 年至 2018 年第四季度)

数据来源: TradingEconomics

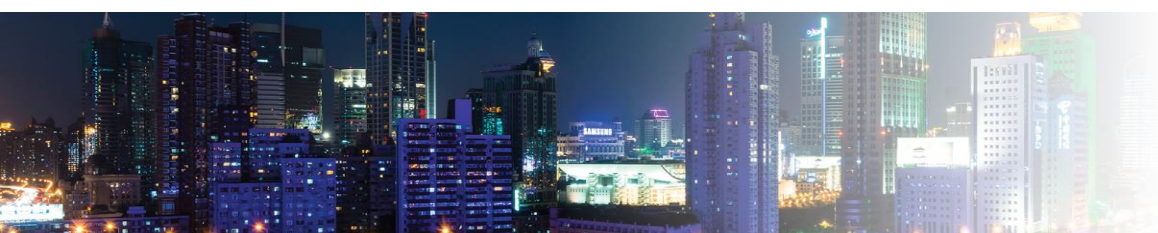
受人口结构现状影响，中国经济增速在中期内将继续放缓。年轻人口大量增长和出生率下降曾为中国经济带来巨大的人口红利，但目前中国人口持续老龄化，劳动年龄人口逐渐萎缩，人口红利逐渐消失。

同样在逐渐消失的还有“改革红利”，即中国自 2001 年加入世界贸易组织以来一直享有的红利。而如今中国政府面临多项挑战：自 2008 年金融危机以来，政府债务占 GDP 的比重大幅增加；人口逐渐老龄化；生产率下降；工业产能过剩；数十年工业粗放式发展严重破坏环境，带来高昂的环境修复成本。

不过未来两年，中国可能会借助手中的政策工具，确保 GDP 每年至少增长 6.2%，从而在 2020 年实现 GDP 比 2010 年翻一番的政策目标。尽管目前尚不清楚政府将采取多少经济刺激措施，但如果中美贸易战愈演愈烈，外需疲弱将拖累 GDP，政府将需要进一步增加支出。然而，相比货币政策，财政政策正发挥着更加重要的作用。在财政政策方面，决策部门正通过减税，而非仅依赖扩大支出，来推动需求侧改革。

在 2019 年 3 月的全国人民代表大会上，政府将 2019 年预算赤字占 GDP 比重由去年的 2.6% 上调至 2.8%，并减征 1.3 万亿元的营业税和个人所得税，超过 2018 年的 1.1 万亿元。政府还宣布将制造业企业的增值税税率从 16% 降至 13%，将交通运输和建筑企业的税率从 10% 降至 9%。上述政策背后的考虑是，减轻家庭税负将提振民众消费信心，而降低企业运营成本能够吸引投资。需求侧改革将推动经济有机增长，减少对刺激措施的依赖。

2019 年 1 月 30 日，美国联邦储备委员会（简称“美联储”）宣布今年暂停加息。美联储主席杰罗姆·鲍威尔表示，由于美国通货膨胀缓慢以及中国和欧洲经济增速放缓，“加息必要性有所减弱”。如果美联储长期暂停加息，中国的货币政策将获得更大调整空间，人民币贬值压力也将降低。如此一来，政府将减少对资本外流的担忧，毕竟此前美国收紧货币政策同时中国放宽货币政策时，就出现过资本外流的情况。



中美双方似乎都准备就部分问题达成协议，如贸易、市场准入、知识产权和技术转让的一般性问题。中国已经承诺从美国进口更多商品，并将与美国讨论知识产权和结构性改革方面的具体细节。尽管事实证明当前中美贸易谈判结果难以预测，但不论结果如何，中国政府都可以迅速出台备用政策应对危机。

比如，中国政府或将有选择地放宽对房地产市场的调控，这可能会迅速促进经济增长，但会带来长期的副作用。中国政府也有可能调整地方专项债的发行规模，推动地方基础设施建设。政府还可能通过信贷渠道放宽货币政策。如果中国政府再次通过投资基建来刺激经济增长，近期政策调整也能降低信贷大幅扩张的风险。首先，中央已经命令地方政府通过债券市场融资，借此大力整顿影子银行。因为债券市场较为透明，政府可以实时查看债务累积情况。不过目前的问题是，政府能否找到值得投资的高收益的基建项目。

亚洲国家/地区债务对比（占 GDP 百分比）

指标	中国	印度	印度尼西亚	韩国	马来西亚	菲律宾	中国台湾	香港	新加坡	澳大利亚	日本
经济总量	246.4	137.9	71.4	231.3	236.3	104.8	142.8	302.8	320	247.5	393.1
私营部门	139.8	53.8	25.2	98.3	101.3	61.4	61.5	232.2	124.7	75.3	103.4
家庭	49	15.2	17	94.8	84.2	9.4	45.6	70.6	76.5	130.3	57.4
政府	57.6	68.9	29.2	38.2	50.7	34	35.6	0.1	118.8	42	232.3
外债/GDP	11.7	20.1	35.2	23.9	65	21.9	无数据	无数据	无数据	93.5	72.9
国债总额的外汇部分	61	63.7	79	73.5	66	97.2	无数据	无数据	无数据	无数据	无数据

图 3：亚洲各国/地区债务对比（截至 2018 年 8 月 31 日）

资料来源：彭博、香港环亚经济数据公司、国际结算银行、国际货币基金组织、各国资料、穆迪、渣打银行研究所。

我们可以预测，未来基建投资的预期回报会有所降低。通常资金都会优先投给收益最好的项目，而随着中国各地都逐渐开通高铁，未来可供投资的基建项目将显著减少。

与其他发展中国家相比，中国私营企业债务水平较高。然而中国有一点与其他国家不同，中国的债务中外债很少。而且外债中只有少量以外币计价。这给中国更灵活、对外部冲击的敞口更小，虽然并不能减轻内部风险。

D. 股票

股票较其他资产类别更为成熟；中国股票市场的持续发展对金融市场的进一步改革至关重要。股市的持续发展之所以重要，是因为运作良好的股票市场可以降低资本成本，支持中国经济中最活跃部分的发展。要改善生活水平，必须首先提高生产力；生产力几乎总是由年轻的创新型企业推动，而股票市场可以为新兴企业输送资本。股票资本对于成熟的公司，特别更资深的公司的成长和创新也很重要。与银行贷款或债券不同，股票不用偿还。这有助于鼓励健康的冒险行为，因为融资的确定性使管理者有信心设计和执行长期计划，也为企业对研发、人力资本、厂房设备进行长期投资的条件。这样的投资有助于创造就业，提高消费水平，扩大税收基础。因为股票是债务的替代品，股票也能减少杠杆，从而降低系统性风险。⁴

富有活力的股票市场对于实现 2013 年举行的十八届三中全会确立的到 2020 年“迈上新台阶”这一宏伟目标也是不可或缺的至关重要。此外，如果要实现国务院于 2009 年宣布的“到 2020 年将上海打造成世界金融中心”的目标，中国股市也必须达到全球标准。

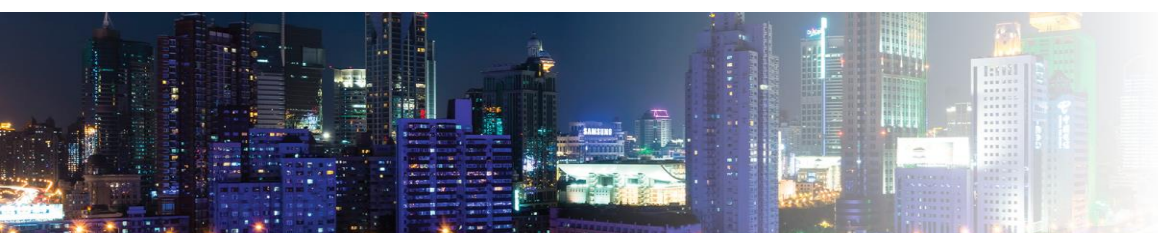
自从 1990 年上海证券交易所和深圳证券交易所成立以来，中国股市一路高歌猛进，取得了许多里程碑式的成就。截至 2018 年 12 月，中国（不包括香港）股市规模居世界第三位，总市值 6.3 万亿美元。根据路孚特（原汤森路透）的数据，2018 年全年，中国企业在全球股权资本市场融资占比 8.7%，融资额 556.5 亿美元，低于 2017 年的 1,022 亿美元。虽然 2018 年上交所 A 股新股发行回归正常，至 134 亿美元，但在 2018 年新股发行市场排名中下滑至第六位，但 2018 年，125 家公司在港交所上市，融资 365 亿美元，从纽约手中重新夺回了新股发行的“桂冠”。⁵2018 年，港交所实行改革，允许公司双重持股，当年港交所发行新股占全球总量的 17.6%。⁶同时，2018 年在美国上市的企业中，中国企业占 17%，大部分都是科技企业。中国科技企业的上市数量连续三年超过硅谷。

全球主要交易所市值（截至 2019 年 3 月底）

	世界排名	亚洲排名	市值（单位为 10 亿美元）
美国（纽约泛欧交易所集团）	1		23,211.05
美国（纳斯达克）	2		11,218.24
日本（日本交易所集团）	3	1	5,608.26
中国（上海）	4	2	5,013.73
香港	5	3	4,307.77
欧洲（纽约泛欧交易所集团）	6		4,268.41
英国（伦敦交易所集团）	7		3,965.35
中国（深圳）	8	4	3,355.38
加拿大（多伦多）	9		2,216.35
印度	10	5	2,179.10
德国（证券及衍生工具交易所）	11		1,867.31
瑞士	12		1,603.62
韩国	13	6	1,468.21
北欧（纳斯达克）	14		1,432.59
澳洲	15	7	1,384.11

图 4：球主要交易所市值（截至 2019 年 3 月底）

资料来源：香港证券及期货事务监察委员会



中国市场份额与总市场份额之比

产品	中国 美元（百万）	世界 美元（百万）	中国市场份额占总市场份额
贷款	111,012	4,704,114	2.36%
债券	1,022,476	4,020,451	25.43%
股票	55,695	639,391	8.71%

各国/地区市场份额与总市场份额之比

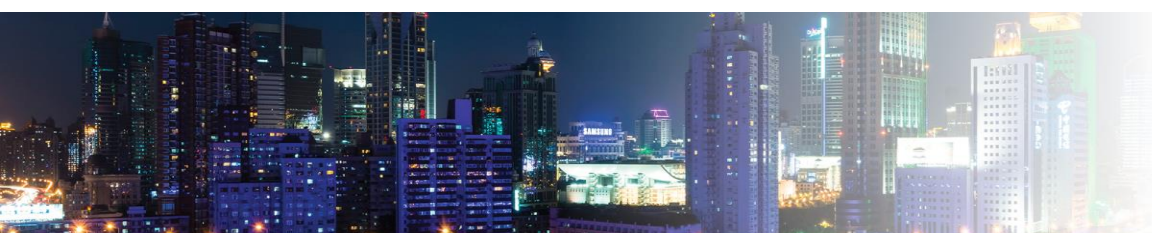
国家/地区	2018		
	贷款	债券	股票
中国	2.36%	25.43%	8.71%
香港	2.42%	0.28%	10.22%
新加坡	1.13%	0.32%	2.26%
印度	0.98%	1.00%	2.13%
中国台湾	0.80%	0.51%	0.35%
韩国	0.13%	3.41%	2.25%
日本	5.01%	5.11%	7.71%
马来西亚	0.33%	0.45%	0.24%
印度尼西亚	0.43%	0.11%	0.32%
泰国	0.03%	0.48%	0.83%
菲律宾	0.06%	0.11%	0.74%
美国	62.37%	51.40%	34.96%
英国	3.95%	4.69%	7.05%
欧洲	20.00%	6.70%	22.23%

图 5：中国市场份额与总市场份额之比（截至 2018 年 12 月底）和各国市场份额与总市场份额之比（截至 2018 年 12 月底）

资料来源：路孚特

健全的股市能把资本注入中国最具活力的部门。根据中国国家统计局的数据，中小企业占中国注册工业企业数量的 97% 以上。中小企业雇用全国劳动力的近 75%，创造的产值占 GDP 的 65%。⁷但是与增长缓慢的国有企业相比，中小企业融资难的问题比较突出。目前，国有企业获得国有商业银行 75% 以上的贷款。因此，中小企业经常转向融资成本更加高昂的影子银行来寻求非银行融资渠道。中央政府采取措施整顿影子银行，并以股权融资取而代之，这有助于限制债务水平，但中小企业仍然很难获得信贷。⁸

纵观历史，与国企相比，中国民营企业的要素生产力增速较高。世界银行的一项研究显示，1998 年至 2009 年期间，民营企业的股本回报率明显高于国企。2009 年，私营企业的股本回报率为 20%，而国有企业的回报率为 10.1%。从 2010 年到 2014 年，私营企业通过在上交所和深交所上市筹集了 6,600 亿元；国有企业同期筹集资金 1,660 亿元。⁹虽然这看起来像私营企业在



发行股本资本方面更成功，但许多国有企业在 2010 年之前已经筹集了股本资本，因此总体上不太缺乏资金。

2013 年，国有资产监督管理委员会（“国资委”）推出“混合所有制”改革，对国有企业进行了股权多元化改革。国资委监管央企，主要通过和国有企业重组发展基金（如中国结构改革基金会）合作来吸引民间资本。¹⁰国资委数据显示，2013 年至 2017 年，民营企业向中央国有企业投资 1.1 万亿元人民币（合 1,585 亿美元），向省级国有企业投资 5,000 亿元人民币（合 744 亿美元）。到目前为止，已有 50 家国有企业参与了三轮或三批投资。¹¹中国国务院副总理刘鹤于 2018 年 7 月就任国有企业改革领导小组组长，这表明中央政府对这项工作高度重视。¹²

这些改革正在增强中国国有企业的竞争力，但对私人股本投资也存在一些问题。私人股本的投资期一般为 5 至 8 年，在业务实现盈利后退出，获利了结，而私人股本直接参与混合所有制是有所限制的。¹³尽管如此，我们仍能找到很多支持这些改革的理由，其中包括向无生存能力的“僵尸”国企施压，要求其关闭，并支持资本投资和资产管理公司的扩张。根据国资委的数据，到 2019 年 1 月，已有 1,900 多家“僵尸”企业被清除出国企系统，2019 年国有资本投资和经营企业从一年前的 10 家增至 21 家。

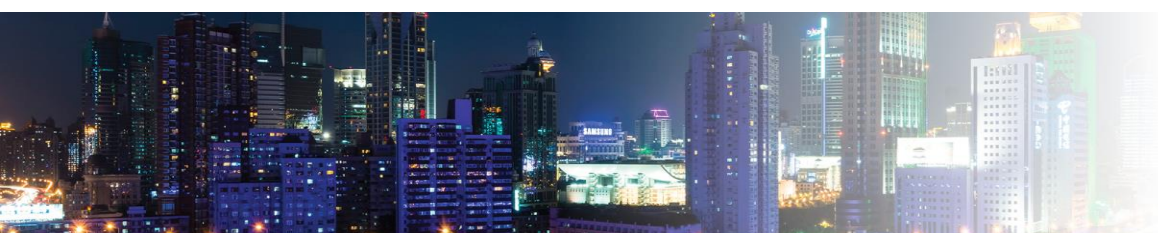
在 2019 年，国资委曾表示将尝试把境外资本引入国企改革，并在港交所开展更多国企股票交易。¹⁴鉴于国有企业部门的规模和重要性，这种改革对于改善国有部门的股本回报和资本配置至关重要。国有企业资产管理的专业化有助于增强行业竞争力；不过，要让境外资产管理公司参与该行业，需要明确退出机制等规则。

随着外资进入中国交易所的市场渠道日益增多，对简便统一规则的需求也越来越大。2019 年 1 月，中国证监会发布了将 QFII 和 RQFII 渠道合二为一的规则草案，降低了境外申请人的门槛，简化了审批流程。中国证监会还表示，将取消 QFII 和 RQFII 合并计划的量化标准，并缩短对申请人的审批时间。

可能出于对上述变动的考虑，2019 年 3 月，指数供应商摩根士丹利资本国际公司宣布，将把中国 A 股在其全球基准股指中的权重翻两番，并在创业板指数中增加 168 只中盘股和 27 只小盘股。他们计划从 2019 年 5 月到 11 月分三步将 A 股的纳入系数从 5% 提高到 20%。该计划一经完成，中国股票预计将在摩根士丹利资本国际新兴市场指数中占 3.3% 的权重。

富时也将从 2019 年 6 月开始分三个阶段纳入 A 股；在第一个阶段完成后，A 股预计将占富时全球指数全指的 0.57%。从 2019 年 9 月起，标准普尔道琼斯指数还会将符合条件的、涵盖在沪深港通北向通中的 A 股纳入其指数。2018 年 4 月，港交所和证监会将北向交易每日额度提高了 3 倍，中国人民银行和香港金融管理局都增加了离岸人民币资源和互换额度，以支撑交易量的增长。据行业预测，在 A 股被纳入各大指数的背景下，2018 年流入中国境内股市和债市的资金将分别达到 1,000 亿美元以上和 3,000 亿美元以上。

随着资本流动的增加，参与中国资本市场的全球投资者也将更加多样。尽管上述改革已让 A 股被纳入相关指数，但实际上仍存在一些实际的壁垒，阻碍更多全球机构投资者进入中国股票资本市场。中国股票市场进一步巩固及和全球化，还需要采用国际标准来处理有效的收盘集合竞



价交易机制、发展高效的股票借贷机制来对冲风险、向 QFII 和 RQFII 提供通过多个代理实现最佳执行的销售能力、大宗交易机制的改善、证券的券款对付结算模式等问题。

1. 市场结构

1a. 交易停牌

首先，我们对中国官方自 2015 年以来在这方面所做出的重大改进表示赞扬。在 2015 年夏天市场波动最剧烈期间，在一些交易日，超过一半的股票被停牌。这加剧了市场焦虑，随后焦虑情绪也蔓延到国内其他投资产品以及全球市场。交易停牌会引发很多问题，原因显而易见—被停牌的股票无法买卖。对于基金经理而言，大面积停牌可能是履行资金赎回义务的主要障碍。

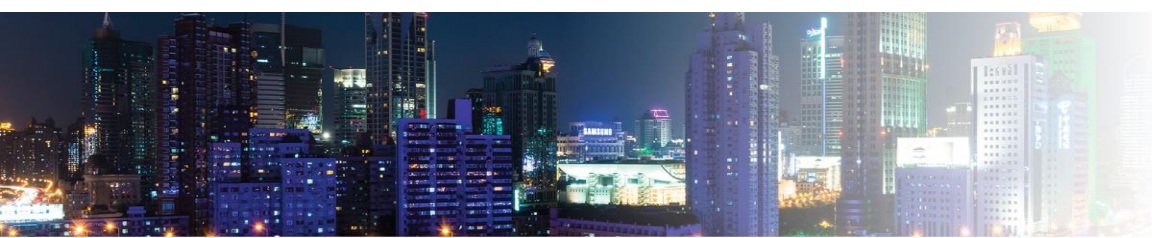
停牌股票总数（2015-2019）



图 6: 2015 年 1 月至 2019 年 5 月停牌股票总数量
资料来源: 万得资讯

虽然我们认识到上市公司有权在特定条件下暂停其股票交易，以便投资者有时间消化这些条件的意义和影响。但必须让境外投资者认识到，他们所持有的股票具有可靠的流动性，这一点尤其重要。投资者的权益和市场的流动性应优先于上市公司的权益。¹⁵除明文规定的特殊情形外，本协会主张应继续减少交易停牌，以保护市场流动性。

2018 年 11 月 6 日，中国证监会发布了《关于完善上市公司股票停复牌制度的指导意见》，上交所、深交所随后分别就减少上市公司申请停牌的事由和停牌最长期限给出了咨询意见。尽管



我们请求将停牌期限缩短至 5 个交易日，但 2018 年 12 月 28 日沪深交易所发布的《停复牌指引》最终版仍规定，该期限不超过 10 个交易日。不过，令人欣慰的是，上市公司可申请停牌的情形也受到了限制。2018 年底，交易停牌数量降至个位数，这反映了交易所和中国监管机构对此类问题的重视，对此我们表示赞赏。本协会鼓励沪深交易所继续严格监督交易停牌和相关指引的实施。

1b. 交易窗口指导

证监会于 2018 年 10 月 30 日发布声明，宣布将（1）提升上市公司质量，加强其公司治理、规范信息披露并提高透明度；（2）优化交易监督和监管，减少交易阻力，增强市场流动性，减少对交易环节的不必要干预，让市场对监管有明确预期，让投资者有公平交易的机会；（3）鼓励价值投资，发挥保险、社保、各类证券投资基金和资管产品等机构投资者的作用，引导更多中长期资金进入市场。

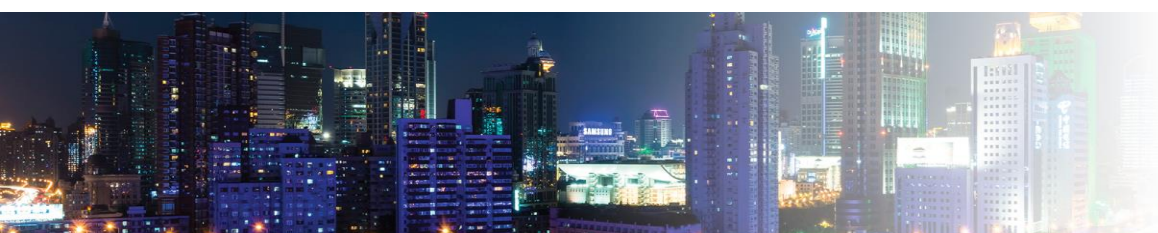
中国证监会发布通知后不久，上交所和深交所均宣布：将停止向券商发出口头警告，即“窗口指导”，不再干预境外机构投资者对其券商发出交易指令。境外机构投资者对此表示欢迎。因为交易所的口头指示是针对某一特定券商还是所有券商，又或者只是一种官方政策，是很难判断的。

如果要在全行业施行某条政策或指示，相关当局应以书面通告或通知的形式发布，而不是以口头传达，以确保该政策及其适用范围完全透明。

1c. 短线交易收益归入规定

此外，在少数司法管辖区，上市公司的董事、高管和主要股东（例如 5%或以上股份的持有人）受到短线交易收益归入规定的约束（例如他们需要在六个月内交出购买上市公司股票所获得的任何利润），其中对投资管理人有一些例外规定——其持股数量根据单个客户/基金计算，持股比例上限规定相对较高。如果不同个人客户/基金因恰好委托同一投资管理人（或隶属于某投资管理集团的投资管理人）管理其股份而必须汇总持股量，例如在披露在华投资情况时，则持股比例可能会很快达到 5%的阈值。这样一来，投资管理人无法代表其所有客户/基金对中国的相关证券开展进一步投资。此直接影响了投资管理人（尤其是为多个客户或基金管理投资的投资管理人，或隶属于某投资管理集团的投资公司），进而给投资者造成不公平的损害。此外还降低了大型全球资产管理公司（长期资本的重要来源）对中国的潜在投资规模。

鉴于上述原因，就中国短线交易收益归入规定而言，一定要阐明持股量是按单个客户/基金计算，而不是投资管理人代表其所有客户/基金管理的投资总额，或者某投资集团下各投资公司的投资总额。



1d. 收盘集合竞价时段

一些大型全球机构投资者是被动型基金，它们的业绩以标的股票的收盘价为基准。虽然业界赞赏上交所在 2018 年实施收盘集合竞价，但由于结构性阻力和操作上的冲突仍有待解决，上交所和深交所收盘集合竞价时段的成交总量依然较低。收盘期间缺乏流动性，这与世界其他市场形成鲜明对比，具体如下图所示。

各地区交易所股票成交量

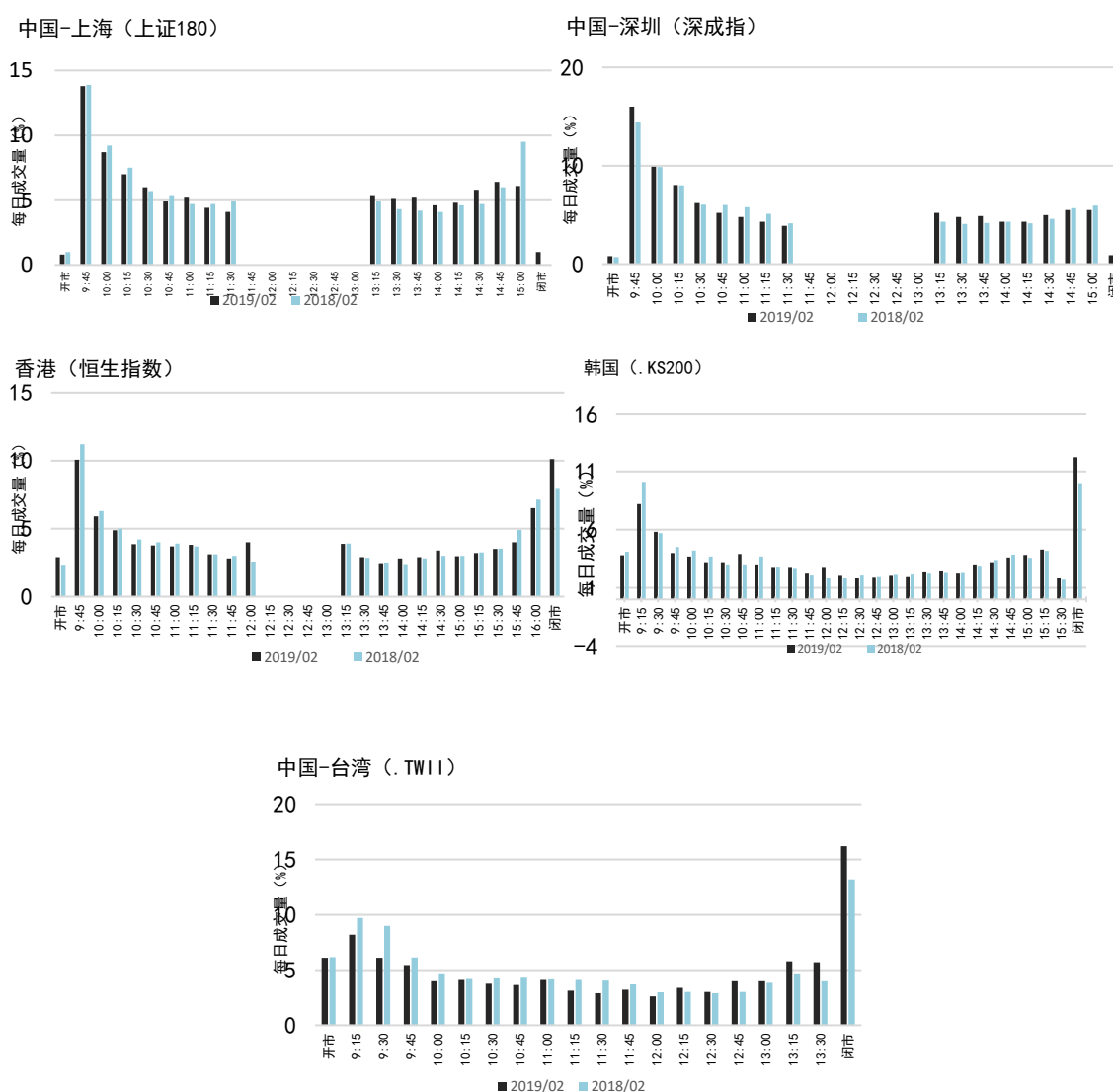
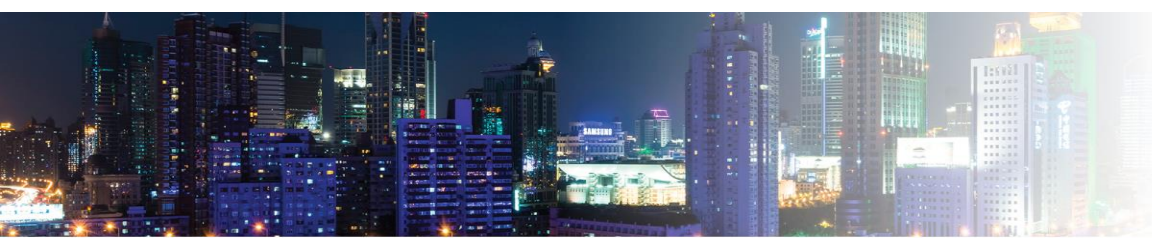


图 7: 2018-19 年上交所、深交所、香港、韩国以及中国台湾成交总量
资料来源: 高盛(亚洲)有限责任公司

由于担心冲击市场价格和/或违反上交所/深交所的“异常交易”规则，投资者和券商通常不愿在收盘时发出大额委托。如果上交所/深交所的市场监督部门能就券商在收盘集合竞价时段的交易规则传递明确且一致的信息，那可能颇有助益。上交所/深交所已向内地券商发出“异常



交易规则”通知，业界希望也能向境外券商和投资者发布，以更好地确保投资行为符合规范。此外，允许在收盘集合竞价时段撤销指令，并允许其他更多指令类型进入市场（如“收盘市价单”），将有助于鼓励券商进一步参与收盘集合竞价时段的交易。股票借贷也有助于提高收盘阶段的参与度，在此期间，大宗交易买卖委托可以得到更好地匹配，从而尽可能避免价格冲击。

1e. 电子交易

近年来，全世界的市场参与者从股票市场的技术创新和随后的市场结构的演变中获益匪浅。交易成本大幅降低，进而直接降低了资本成本，改善了投资成果。拜自动化所赐，各交易所得以处理更大交易的量，中介方得以定制交易以满足客户的投资组合目标。而在以前，这不是技术上不可能，就是过于昂贵。随着中国股市不断成熟，必须继续开展技术投资，为市场参与者提供创新服务。世界交易所联合会在 2016 年开展的一项研究发现，交易技术的进步能够吸引投资者参与并促进流动性的健康。¹⁶中国股市技术先进，但由于运作结构和系统的差异而与世界其他市场有些脱节。

电子交易通过第三方供应商加强了客户和券商之间的连接，并使交易算法成为可能，因此大大提高了交易效率。连接客户和券商的订单管理系统是减少通信错误和操作失误的重要方式。这一功能对于进行股票组合交易（或基于指数重新平衡投资组合）的客户至关重要。在国际市场上，此类连接通常经由第三方供应商使用金融信息交换协议（通常称为“FIX”连接）来完成。

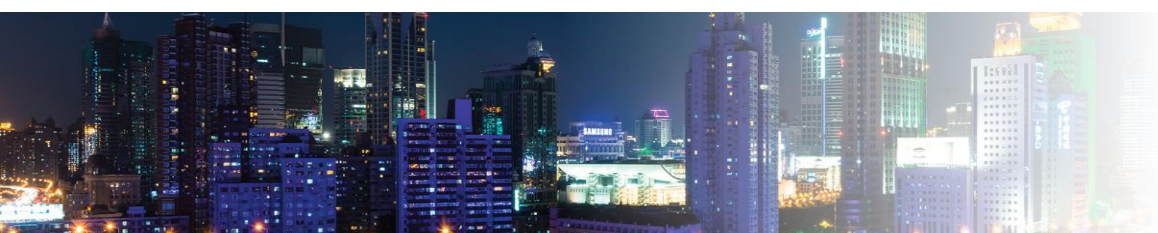
算法交易对于现代市场中的许多交易策略至关重要。应推广反映公认做法并帮助客户实现最佳交易（例如：成交量加权平均价、时间加权平均价等）的代理算法，帮助市场保持健康发展。

推进监管变革时，如相关变革对技术的影响尚不明确，则可能带来风险，可能有损现代市场结构中已经验证的优势，甚至有可能引如以前不存在的新风险。这样的结果对于中国投资者以及寻求融资的企业将是一大损失，可能妨碍中国股票市场的持续发展，甚至影响中国经济的健康。

1f. 直接市场接入

直接市场接入（DMA）是券商常用的一种重要工具，让客户能够向股票交易所直接提交委托。该工具帮助机构投资者更直接地控制交易活动，为交易策略提供额外的知识产权保护，并降低券商处的交易费用。在如今算法交易与程序化交易盛行的时代，直接市场接入不仅是一种竞争优势，也是竞争必需的手段。

中国的直接市场接入在 2015 年股灾后被叫停。但近来，中国监管机构已经向业界征求咨询意见，评估重启该机制的可行性。然而，征求意见稿要求，券商在过去三年必须至少有两年达到 A 级，才能申请使用直接市场接入。极少有境外券商能达到 A 级所要求的资本规模和盈利能力，而且，新设券商在成立后两年经营期内不得提供直接市场接入服务。据我们所知，其他市场并不要求券商必须达到特定盈利能力才能拓展业务范围。对有意向在中国发展业务的境外券商而言，这一评级要求可能是一大障碍，导致其难以向中国注资，也会削弱它们对中国市场的投资兴趣。



征求意见稿还要求，提供直接市场接入服务的券商需要每年开展至少两次对客户的深入尽职调查，包括产品管理模式和产品结构。虽然在岸券商有责任维护市场诚信机制，监督 QFII 客户的外汇交易活动，但尽职调查的核心应当是风险管理控制，而非核查 QFII 客户的产品供应及其他一般被认定为商业机密的事项。

1g. 综合交易

全球性投资管理机构通常全权管理大量客户投资组合，将综合交易（即能够通过单个买卖委托为多个基金账户处理交易）视为全球最佳做法，因为综合交易能够让基金管理人对所有客户一视同仁（即实现相同的平均执行价格），从而履行“最佳执行”义务。

另外，全球性投资管理机构能够通过单次汇总委托代表他们管理的所有客户账户来处理交易，而不是逐一处理每一基金/客户授权的委托，这样有助于降低市场冲击，提高操作效率，实现委托的高效执行。

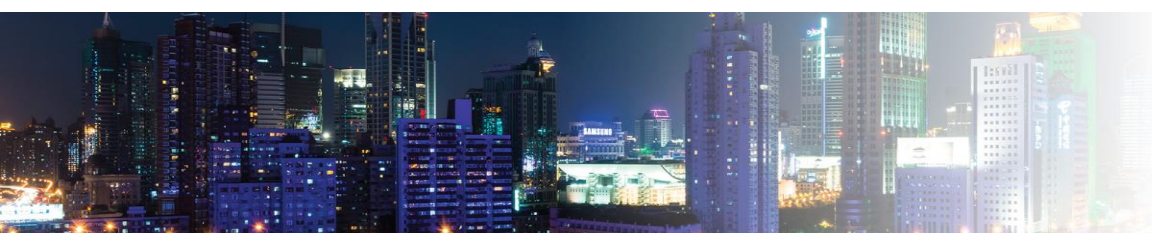
全球最佳做法表明，综合交易不会影响终端投资者的身份透明度，具体原因是投资管理人在交易前已拥有客户委托的详细信息，包括已履行“了解你的客户”职责，并按照交易日期将股票分配给这些账户（即交易后分配）。监管机构可以获得此类信息，以进行市场监督。

尽管中国是识别码市场，沪深港通于 2018 年 11 月亦正式实行北向通投资者识别码制度，业界现在仍在通过沪深港通机制与港交所合作，以寻求综合交易方案。理想的综合交易模式与英美的现行制度基本类似。在英美两国，一般由基金管理人（相当于超级特别独立户口一级）发出汇总委托单，并在交易后分配给各个账户（相当于次级特别独立户口一级）。

1h. 大宗交易

大宗交易是指两方或两方以上之间出售/购买某一特定股票巨大数额（按美元价值和/或日平均成交量计算）股份的交易。若缺乏高效的大宗交易报告机制，这些相应的交易委托很可能导致剧烈的市场冲击和交易委托账本波动。机构投资者（不论注册地）常用大宗交易来提高交易效率，从而降低冲击成本（通常是总交易成本中最大的一块），更好地履行对客户（通常是散户）的严格最佳执行义务。

目前的大宗交易时段是下午 3:00 到 3:30，但由于人工操作复杂耗时，大宗交易很难得到有效利用，对需要交易成百上千个标的基金的基金管理人而言尤为如此。本协会建议采用主机对主机接口，实现大宗交易流程的精简和自动化。应当进一步指出的是，大宗交易窗口目前只对 QFII/RQFII 开放，尚未对沪深港通参与者开放。券商需要通过大宗交易获得更大的流动性，以匹配大额交易，尤其是在重新平衡投资组合期间。



1i. 高效股票借贷

中国证监会、中国证券金融股份有限公司以及两大交易所举行了几次会议，探讨合理措施，为境内外参与者打造透明开放的证券借贷行业，业界对此感到欣慰。随着中国 A 股被高调纳入明晟、富时和标准普尔指数，以下几点突出了稳健、透明、运行良好的证券借贷行业的重要性：

- 可让主动型经理人利用其他被动资金流，直至收盘，并实现再平衡配置
- 在让更多卖家保持活跃交易的同时，减少指数在收盘集合竞价期间发生意外波动
- 提升市场的流动性，而不是只“买入并持有”，锁定流动性
- 在交易所交易基金（ETF）在设立和赎回时充当“失效转移”机制，促进行业的发展
- 作为“失效转移”机制，有助于假日前后交易和未来结算周期变更（即过渡到 T+1 或 T+2）

目前，行业正探讨在沪深港通机制下在各交易所引入股票借贷的办法，以及由中国证券金融公司（CSFC）将合格境外投资者纳入中国在岸股票借贷框架的办法。

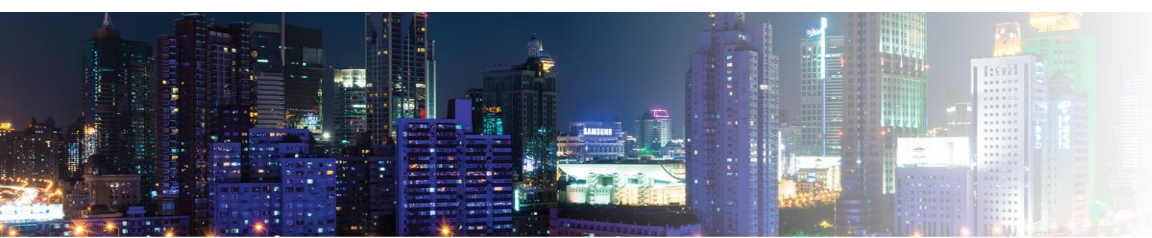
1j. 多边交易设施和替代交易系统

机构投资者需要管理交易的影响成本，因此会采用一系列工具和策略。除了在具有替代匹配规则和机制的常规证券交易所开展交易，他们还利用多边交易设施和替代交易系统。美国、欧洲和澳大利亚的经验表明，多边交易设施和替代交易系统等各类交易场所都有助于建立对机构投资者有吸引力的股票生态系统，因为它们不仅能提供多种流动性来源，而且可以鼓励服务提供商之间开展竞争。多边交易设施和替代交易系统可以延长交易时间，提供专业的市场数据和不同的匹配算法等。可自选交易场所，将有助于提高投资者服务质量，并提高效率，降低成本。尽管大宗交易已提上了沪深港通的议程，也能改善股市中的最佳执行，但缺乏场外交易依然是最佳执行的障碍，使中国的交易所成为全球股市中的异类。

2. 一级市场

中国这种由政府机构任意安排公司上市时间的做法，在主要市场中是独一无二的，会给融资过程带来不良的扭曲。最明显的扭曲是，当企业董事会和管理层认为需要时扩大资本时，却无法筹集更多资本。在监管机构给公司开绿灯的窗口期，出于对不确定性的担忧，公司会迫不及待地赶着上市，因为它们不想错过可能是转瞬即逝的机会。而理想的做法是，让投资者和计划上市的公司根据对股权资本的需求和对市场条件的看法，按照自己的安排确定何时上市。公司在上市遇到障碍时，会煞费心机寻找替代融资途径，例如：“借壳上市”（反向并购）、更多地依赖举债甚至更具创意的融资策略。最后，相比起基于规则的透明做法，审批过程本身也不透明，且与“金融市场规模应尽可能透明”这一广泛认可的目标背道而驰。

主管部门表示将适时从审批制过渡到注册制，上交所设立科创板试点时将采用注册制。上交所科创板的草案是由习近平主席在 2018 年 11 月宣布的，其中包括实施注册制，限制政府控制上



市时间的权力。我们认为这是一大进步，可为中国股市其他板块树立模范，如深交所的创业板、2006 年设立于北京的新三板，以及主板市场。

市场需要在定价和其他问题上发挥主导作用。因此，上交所科创板应当考虑到高风险偏好型投资者的需求。我们建议上交所新设立的科创板考虑让承销商自主选择是否认购上市发行的新股，而不作强制要求；取消或降低承销商对股票发行方三年监管期的要求；对上市后没有达到利润预期或出现盈利下滑的发行方，减轻对承销商的惩罚；取消或减少对发行人主要业务人员股票销售量的限制。

2a. 新股发行定价

新股发行定价是中国与其他主要资本市场明显不同的监管领域。但是，和政策性的 IPO 审批制一样，有迹象显示监管部门在考虑变更上交所科创板的规则，首次允许亏损企业在科创板上市，并将新股股票每日涨跌幅放宽至 20%，而目前的上限是 10%。市场应该在定价和其他问题上发挥主导作用，上交所科创板应准备好满足高风险偏好型投资者的投资需求。

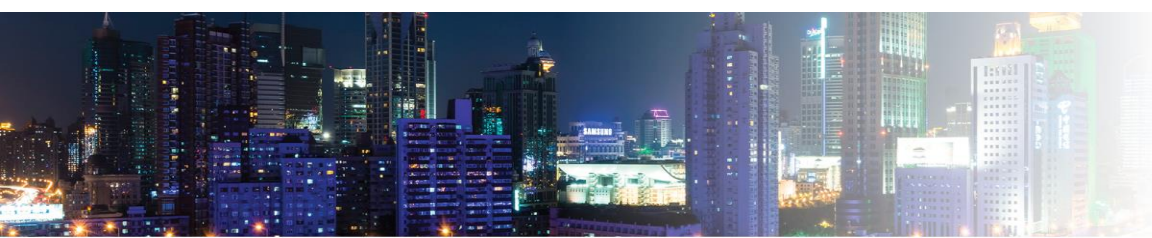
除了上交所即将推出的科创板，中国的新股在进入二级市场交易之前，就已通过规定的估值上限来确定价格。显然，这有别于北美、欧洲和亚洲其他地区资本市场的惯例，即新股发行的价格由市场决定。虽然中国的估值上限旨在保护散户投资者，但现实情况是，该政策导致新股发行价格被严重低估（折价），一旦到二级市场交易，价格就大幅上涨，基本上一上市就能创造监管套利。由于缺乏透明度，孰赢孰亏也很难看清。

除了新股发行的定价政策，中国对二级市场交易日股价涨幅的监管限也导致资本市场效率低下，因为首次公开招股的股份折扣率需经过若干个交易日才会慢慢缩小，而不是像在其他主要市场上那样立即调整到位。继 2015 年 6 月推出新规后，截止 2019 年初，新股发行首日的涨跌幅度上限是 44%，之后为 10%。彭博社的数据显示，2017 年发行的 432 支新股和 2018 年前 5 个月发行的 53 支新股价格在首个交易日均上涨了 43-44%。因此，中国新股发行定价效率之低显而易见。迄今为止，还没有哪只股票的首日价格跌穿交易所设定的发行价 64% 的下限。自 2001 年开始实行的每日浮动 10% 的规则，意味着当日股价相对前一日收盘价的涨跌幅只能控制在 10% 的区间内。监管机构称，这样的限制能保证市场的稳定性。但这与世界上其他交易所形成鲜明对比，在其他市场上，新股上市价格由市场决定。

上交所新设立的科创板预计在 2019 年 6 月推出，除了价格浮动的上限增加，新股交易的前五日将不设单日涨跌幅限制，而现行的上市首日涨跌幅限制为 44%。经历持续一个月的商讨，科创板的规则在 2019 年 3 月 1 日最终确定。科创板旨在落实金融行业供给侧改革，鼓励科技股在 A 股，而非纳斯达克上市。后者自从阿里巴巴 2014 年上市以来广受中国科技公司的青睐。但科创板不允许将当日买入的股票当日卖出。本协会等市场参与者一直呼吁放开这项限制。

2b. 不合格公司退市

制定明确的规则，持续对那些流动性不足和不符合标准的公司（不再满足上市要求的公司）实施摘牌至关重要。从 1995 年到 2016 年，中国上市公司的摘牌率只有 0.8%。全球的股票退市率



可高达 10%以上。相比之下，中国的股票退市率非常低，这表明一些本应摘牌的不合格公司仍在中国的交易所交易。

2014 年，证监会出台新规，要求上市公司披露更多信息，一旦发现非法行为和欺诈发行，将予以摘牌。2016 年 3 月 21 日，ST 博元成为首家因重大信息披露违法被上交所退市的公司。在长生生物科技公司（深交所上市公司）婴儿疫苗数据造假事件引起了习近平主席的重视后，监管部门于 2018 年 11 月出台了补充退市规则。新的退市规则永久禁止在 IPO 过程中实施金融欺诈的公司再次上市。因其他原因退市的公司必须首先在场外交易市场进行交易，才有资格申请重新上市。

2c. 所有权限制

2018 年 7 月 28 日，国家发展和改革委员会（“发改委”）在其官网宣布取消证券公司、人寿保险公司和商业银行的外资所有权上限。消息一出大受欢迎，尽管细节仍需阐明。新规内容包括此前宣布的允许外资持有证券公司和人寿保险公司 51%的所有权，并在 2021 年前完全取消限制。将单个境外金融机构在华商业银行的所有权限制在 20%以内的规定被废除，一同废除的还有多个境外金融机构的投资比例合计不超过 25%的规定。此外，发改委将境外投资负面清单从 63 个行业减少到 48 个，放宽或取消对多个行业企业的所有权上限，包括船舶和飞机制造、电网，以及除小麦玉米以外的作物育种等企业。通告指出，客车制造行业的外资所有权限制将在 2022 年全部取消，一同取消的还有铁路客运运输和航运行业的所有权限制。

世界各国都对代表战略性或国家利益的企业和行业设定所有权限制。然而，这种限制常被过度使用，且在最初设限的原因已不复存在时仍将限制保留很久。因此，我们认为应尽可能减少对所有权限制的使用。随着相关行业所有权限制的放宽或取消，一些产业（包括金融行业）的投资活动将随之增加，这是本协会一直大力提倡的。

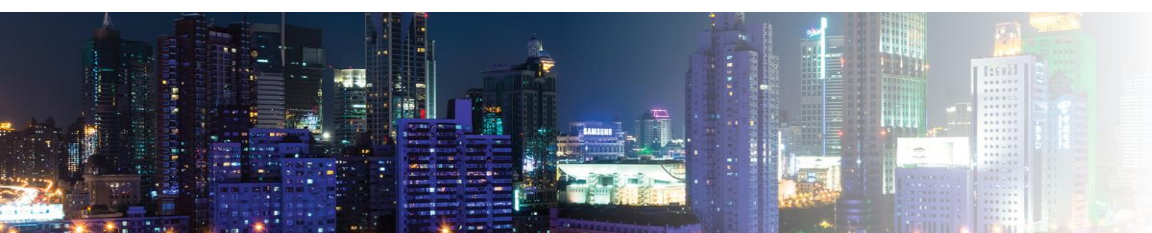
2d. 投资者教育

对中国监管机构、交易所和券商来说，确保对投资者开展股权投资和风险方面的必要教育非常重要。散户投资者尤其需要了解：

- 所有资产类别都有风险—但至关重要是，投资多样化可降低风险
- 股票只应当是种资产组成的风险兼容的投资组合中的一个资产类别
- 确定投资目标、建立与这些目标相一致的投资组合，并严格遵守目标非常重要
- 成本对长期投资组合业绩的重要性

若散户投资者指望政府采取行动为其不幸的投资选择“纾困”，则往往会造成“道德风险”。也就是说，这种预期会刺激更多的冒险行为，使投资者变得不够谨慎，这与上述成功的投资原则相悖。因此，决策者和行业专业人士应避免制造这样的预期。

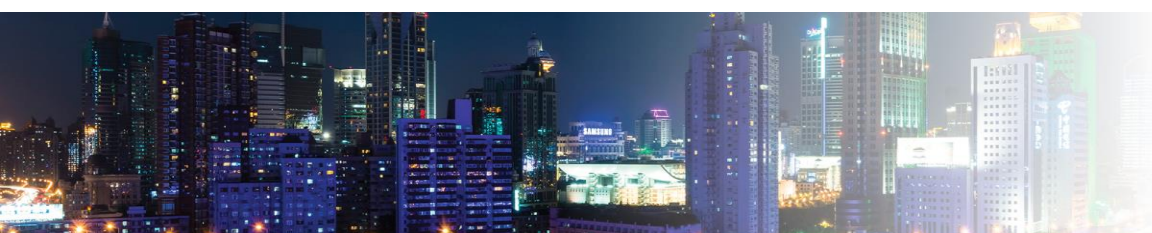
本协会的中国股票工作组针对中国资本市场提出了一系列建议，经讨论后敲定了以下“精华”内容。该工作组的成员在业界十分活跃，其构成多样，包括管理和事务部门、买方公司、卖方公司、合规部门和律所。部分建议已在先前章节强调过，完整列表如下：



股票市场建议

发展中国股票市场

1. **以单个客户/基金，而非以基金管理人为单位来计算短线交易收益归入。**因为基金管理人通常代表大量的基金和客户开展投资（汇总的基金一般视为是“统一行动”的）。大型基金管理人面临触发 5% 门槛的风险，这可能会限制其进一步扩大在华投资组合管理规模的能力，随权重增加，限制更显突出。
2. **继续增强收盘集合竞价交易时段（CAS）的稳健性：**由于存在结构性和操作性障碍，上交所和深交所收盘集合竞价交易时段的成交量仍然较低，这一问题需要解决。若市场监管部门能就收盘集合竞价时段的交易规则传递明确且一致的信息，允许收盘集合竞价时段撤销指令，并允许其他更多指令类型（如收盘市价单）进入市场，则将有助于鼓励更多券商参与收盘集合竞价交易。股票借贷也有助于提高收盘阶段的参与度，在此期间，也能更好地匹配大宗交易买卖委托，同时最小化价格冲击。
3. **与国际结算周期接轨，使现金结算和股票交割同步进行：**考虑到客户来自全球各地，加上如今 T+0 结算周期中出现的操作挑战，允许券款对付能更好地保护投资者，也能为转向 T+2 或 T+1 做好铺垫，从而与全球结算周期接轨，降低结算风险。我们认识到，这可能是需要长期才能完成的解决方案。但我们也注意到，证券借贷可能有助于解决过渡期间的一些操作挑战（对于未能解决的结算而言）。
4. **直接市场接入资格标准**—我们对监管部门拟议放宽第三方接入规则，允许机构客户能通过券商交易系统直接交易表示非常欢迎。但目前的草案规则要求本地券商（包括合资企业）只有在过去三年内有两年达到 A 级及以上，才能向客户提供直接市场接入服务。对于难以达到评定 A 级所需盈利水平的现有或新证券合资企业，这一要求可能会带来准入的壁垒。为客户提供直接市场接入已是企业的重要盈利来源，如无法提供此服务，企业可能很难达到理想的盈利水平。据我们所知，其他市场所并不要求券商必须达到特定盈利能力才能拓展业务范围。对有意向在中国发展业务的境外券商而言，这一评级要求可能是一大壁垒，导致其难以向中国注资，也会削弱它们对中国市场的投资兴趣。
5. **直接市场接入券商对 QFII 尽职调查要求**—根据草案准则，券商需从 QFII 客户处获取交易系统结构、功能设计、产品结构、产品管理模型和风险管理控制的信息同时，本地券商（包括合资企业）还需将这类信息提交给证监会。目前，证监向 QFII 提出要求后，即可以随时查看这些信息。因此，有人担心这类属于知识产权的机密信息会被分享给当地券商。虽然在岸券商有责任维护市场诚信机制，监督 QFII 客户的外汇交易活动，但尽职调查的核心应当是风险管理控制，而非核查 QFII 客户的产品供应及其他一般被认定为商业机密的事项。
6. **减少对金融衍生品的限制：**期货合同和其他金融衍生品是投资者对冲头寸的重要工具。
7. **批准场外交易平台，**包括多边交易设施（MTF）和另类交易系统（ATS）等非交易所交易平台，推动实现最佳执行。
8. **准入渠道的相互替代和统一：**建议让投资者为相同的受益所有人轻松切换投资渠道，而无需清算和汇出投资资金，以便在未来实现渠道整合或对接，提高交易效率。
9. **允许 QFII/RQFII 和沪深港通机制中的投资以在岸人民币结算。**

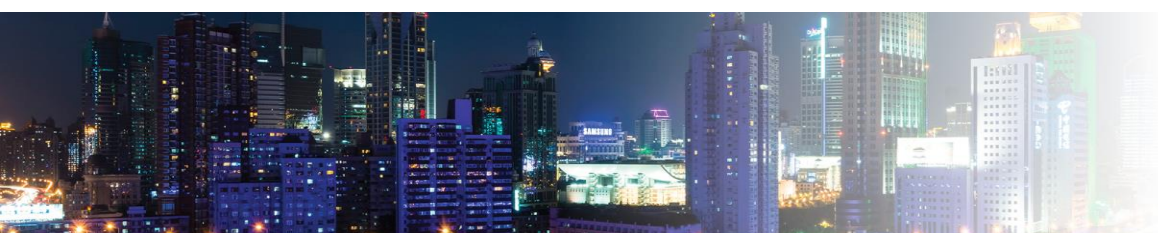


沪股通和深股通

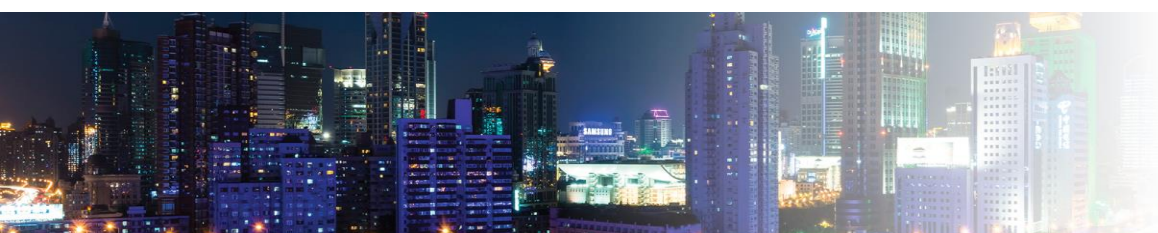
10. **基金管理人一级的综合交易：**能否进行综合交易是衡量市场成熟程度的重要指标。尽管在基金管理人一级编派券商客户编码有助于在交易后公平合理地对标的基金进行平均定价和分配，但如果允许基金管理人一级进行综合交易，则将进一步提高交易效率，并且能够更好地为客户执行交易。而且还可促进收盘市价单指令发展，这一点前文已有描述。
11. **大宗交易：**虽然中国的大宗交易已对 QFII/RQFII 开放，但暂未对沪深港通的投资者开放。券商需要通过大宗交易获得更大的流动性，以匹配大额交易，尤其是在重新平衡投资组合期间。
12. **高效股票借贷环境：**投资组合规模随着时间的推移和额外权重的增加而增加，因此投资者将需要进行证券借贷和卖空，以更好地对冲市场敞口。有效的证券借贷机制也有助于避免证券交割失败，支持采用保证成交量加权平均价格算法（GVWAP），从而实现最佳执行。
13. **节假日交易：**由于内地和香港的假期安排不同，目前在香港假期期间以及前一天，沪深港通都休市。当内地股市开放交易时，应允许投资者通过沪深港通进行交易。
14. **沪深港通的稳定性和风险管控：**应继续与港交所合作，通过按需节流的方式来提高经纪人交易商委托单吞吐量，这将为算法提供更大的灵活性，增加收盘集合竞价交易时段的交易量，并更好地为客户实现最佳执行。
15. **简化美元的实时货银对付流程，**能够吸引更多全球投资者通过沪深港通参与 A 股市场，因为当前的截止时限控制太紧（简化实时货银对付流程对离岸人民币同样有益）。
16. **优化特别独立户口的客户引导表格和流程，**使特别独立户口开户更简化、更高效。
17. **增加或取消沪深港通的每日额度：**尽管 2018 年 4 月将以前的北向和南向交易每日额度翻两番是一项受欢迎的措施，但最终应取消或增加每日额度，以实现市场的完全开放。

QFII/RQFII

18. **取消购买和出售同一只股票必须由同一经纪人办理的限制。**在沪深港通机制下，在香港的投资者面临选择权不足的情况，这有可能不利于最佳执行。
19. **大宗交易：**目前的大宗交易时间是下午 3:00 到 3:30，但由于人工操作复杂耗时，大宗交易很难得到有效利用，对需要交易成百上千个标的基金的基金管理人而言尤为如此。本协会建议使用主机对主机接口，实现大宗交易流程自动化。
20. **改善 QFII/RQFII 额度管理：**考虑到客户的动态需求和市场的性质，应允许客户经理在不受过多行政限制的情况下，持续管理、转移和重新分配不同子账户之间的额度。
21. **取消额度计划（QFII 总额度最近增加到 3,000 亿美元）：**尽管 2019 年 1 月将 QFII 额度翻番受到投资者欢迎，但随着中国资本市场逐步实现全球化，自然会取消额度计划。
22. **取消最低结算准备金以降低结算风险：**目前，QFII/RQFII 有义务向深圳和上海的中央存款机构交存准备金。具体额度按规定的投资额度百分比为计算。这些资金不能用来开展交易或汇出。应根据国际惯例，用即日融通额替代这一规定。



23. 高效股票借贷环境：投资组合规模随着时间的推移和额外权重的增加而增加，因此投资者将需要进行证券借贷和卖空，以更好地对冲市场敞口。有效的证券借贷机制也有助于避免证券交割失败，支持保证成交量加权平均价格算法，从而实现最佳执行。



E. 固定收益

建立开放且立功能齐全的金融市场，并有效进行资本配置，有赖于建立流动性充足且透明的债券市场。中国资本市场的结构历来鼓励企业通过股票市场和银行贷款筹集资金，但这是有损国内债券市场的。近年来，在监管、其他压力（如银行资产负债表上不良贷款率的增加和政府整顿影子银行）等各种因素的重压之下，中国企业逐步转向更传统的资本市场运营模式。

中国的债券市场还处于起步阶段，缺乏由市场驱动的资金配置机制，且对境外机构的待遇不公平——特别是在承销、做市、与企业客户的衍生品交易以及债券结算代理许可方面，这些问题仍然是阻滞中国债券市场进一步发展的重大障碍。营造更加市场化的环境，并采取最佳做法，如清算制度和信息披露做法，将加速债券市场的发展。在此方面，向境外机构开放市场将有助于吸收其专长和经验，促进境内债券市场的发展和深度。

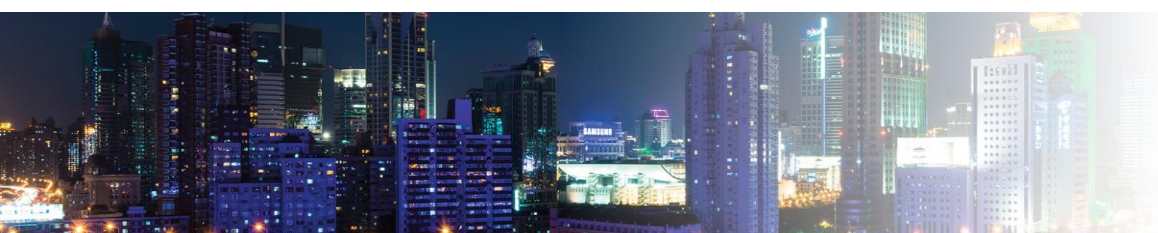
发展深度和流动性良好的政府债券市场，通常能为其他发行人创造更多的机会。建立高效且有深度的债券市场是放松资本管制和推动由利率主导的货币政策的重要准备。

1. 市场现状

目前，按照未偿债券价值计算，中国的境内债券市场规模为世界第三，仅次于美国和日本。高盛预计未来四年规模将翻一番，达到 24 万亿美元。中国国债的市场份额将在 2022 年底翻一番，达到 4 万亿美元。相比之下，德国和法国的中央政府债券总额仅为 2 万亿美元。中国的离岸债券市场比在岸债券市场小得多，截至 2018 年底，未偿人民币“点心债券”总额为 537 亿美元。

目前，境外投资者仅持有中国未偿债券总额的 2.4%、中国国债的 8.5%。由于预期中国债券将于 2019 年 4 月纳入彭博巴克莱全球综合指数，在 2018 年 10 月前的 9 个月里，外资流入量迅速增加，境外投资者持有的政府债券总量达到 1,550 亿美元。在 2005 年以前，主权债券和政府债券发行人主导了中国债券市场。但从 2008 年起，金融和非金融企业都开始发行境内债券。

中国在绿色债券融资方面发挥着关键作用。气候债券倡议数据显示，2018 年，中国的绿色债券总发行量为 312 亿美元（合 2,103 亿元人民币），包括中国发行人在境内外市场发行的 309 亿美元（2,089 亿元人民币），和香港发行人发行的 2.08 亿美元（14 亿元人民币）绿色熊猫债券。根据富时的计算，2018 年，在岸绿色债券融资达到 414 亿美元，但其中有 105 亿美元与国际上的绿色债券定义不符。按富时指数的数据计算，中国也占 2018 年全球绿色债券发行量的 25%。无论以哪种方式衡量，中国已经成为仅次于美国的第二大绿色债券市场。



各国债市规模 (2018)

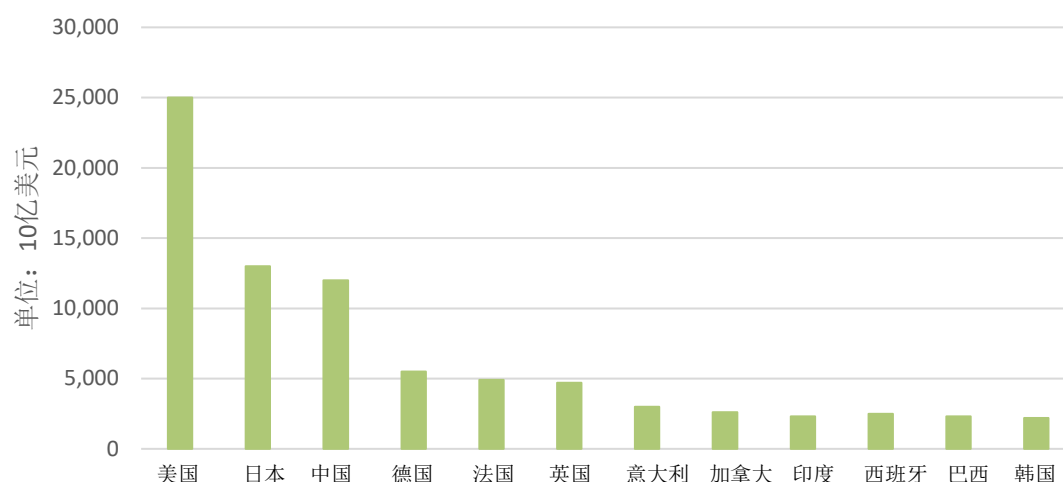


图 8: 各国债市规模, 单位: 10 亿美元
资料来源: “中国债券市场开放度”, 道富环球顾问, 2018 年 6 月

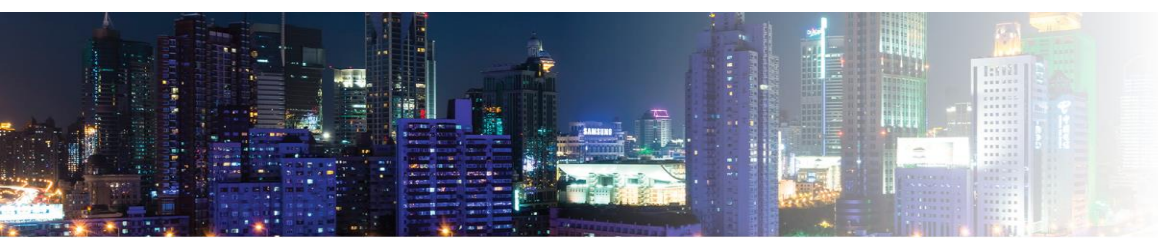
2.工具类型

中国的固定收益市场基本可以分为两个市场: 银行间债券市场和交易所债券市场, 其中银行间市场的规模比交易所债市大得多。银行间债券市场约占市场总规模的 90%, 而交易所债券市场只占 10%。中国市场上供投资的债券可分为四大类:

- 政府债券—由财政部发行, 包括地方政府债券
- 央行票据 (主要是一年期以内的国债) 是中国债券市场中交易非常活跃的债券类别, 由于票据到期日较短, 经常出现在货币市场和流动性管理组合中
- 金融债券—包括政策性银行债券、商业银行债券和其他非银行金融机构债券
- 非金融企业债券—包括企业债券、商业票据和中期票据

中国债券市场的主要特点

债券类型	性质	主要发行机构	市场占比	债券期限	未偿余额 (单位: 1 亿人民币)	市场
利率债市场						
政府债券	主权	财政部	16.83%	3 个月-50 年	150,163.17	中国银行间债券市场、交易所债券市场
政策性银行债券	半主权	国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行	16.47%	6 个月-50 年	146,887.43	中国银行间债券市场、交易所债券市场
地方政府债券 (市政债券)	省级和市级政府	省和直辖市	21.78%	1-10 年	194,327.57	中国银行间债券市场、交易所债券市场



信用债市场						
公司债券 (包括中期 票据)	公司	国内非金融公司	2.76%	3-30 年、永久	24,603.75	中国银行间债券市 场、交易所债券市场
金融债券	金融	国内存款收受机构、证券公 司和保险公司	7.20%	3-10 年	64,247.63	中国银行间债券市 场、交易所债券市场
企业债券	企业	未上市企业和私募投资基金 (通常为国有)	6.82%	3-30 年	60,836.42	中国银行间债券市 场、交易所债券市场
中期票据	金融	国内非金融公司	6.76%	2-15 年	60,339.64	
资产支持证 券	金融	国内非金融公司	3.18%	多种期限	38,334.28	
货币市场						
存款证书	金融	国内银行	11.12%	3 个月、6 个 月、9 个月、1 年	99,196.50	中国银行间债券市场
商业票据	公司	国内非金融公司	2.37%	少于 1 年	21,153.00	中国银行间债券市场
其他	其他	保本票据、可转换债券和其 他	4.71%	多种期限	42,008.72	
			100%		892,098.11	

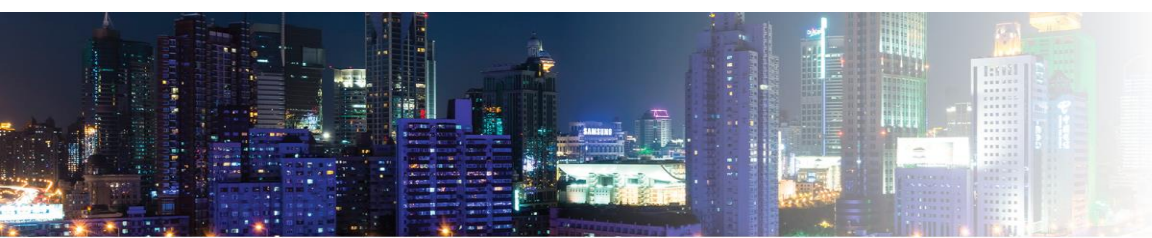
图 9：中国债券市场的主要特点（截至 2019 年 5 月 17 日）

资料来源：万得资讯

3.利率市场化

要发展充满活力的债券市场，第一步是放开利率。中国已经迈出了这一步。中国监管机构已经意识到，放开利率和取消资本管制有利于银行业的市场化发展，因为随着净息差和利润空间缩小，银行需要走多元化道路。这些改革措施激励银行向中小企业贷款，以保持盈利水平，因为从中小企业部门获得的回报较高。此外，放开利率和取消资本管制有助于鼓励中国国内银行改变商业模式，即从严重依赖贷款利息获得收入，转向专注为客户提供全面多样化的服务，包括资本市场产品。¹⁷

虽然中国监管机构已经逐步放开利率，开放的速度在过去两三年内似乎有所上升，但还有提升的空间。贷款利率的下限已经取消，存款利率的上限也已取消。理论上，这应该会加剧银行间在吸收存款和贷款活动中的竞争。但实际上竞争依然有限。此外，尽管可供消费者选择的理财产品有所增加，但除储蓄外的其他投资选择仍然相对有限。有人猜测，如果中国人民银行能够充分改善公开市场操作，进而将短期货币市场利率的波动性降至最低，那么最终或许能够取消贷款和存款基准利率。但这一点目前还无法明确。



3a. 利率对市场的影响

如上所述，放松对存款的管制在理论上会加剧银行之间的竞争，使其净息差急剧下降。另外，影子银行给出的高存款利率也或多或少影响了市场。但实际上，分行网络庞大、具备更安全存款基础的大型银行受放松管制的影响可能不会太大。另一方面，小型银行需要创新，以增加存款的范围和种类，同时引入新的金融工具来吸引零售资金。

银行（特别是小银行）的存款缩水后，纷纷进入资本市场。在这一形势下，由于储蓄存款增势疲软，加上监管部门整顿与影子银行相关的理财产品，2018年第一季度，中国五大银行大额可转让定期存单发行额大幅上涨，达 4,240 亿元人民币（约合 680 亿美元）。大额可转让定期存单于 2013 年首次发行，其旨在向贷方提供一种与债券相类似的工具。截至 2018 年，大额可转让定期存单已是主权债券、地方政府债券、政策性银行债之后的第四大债券类别。2018 年底，大额可转让定期存单发行额已达 9.89 万亿元人民币。在此之前，2017 年 10 月，中国证监会为规范货币市场基金出台了新的投资准则，开始着手收紧共同基金对大额可转让定期存单的投资。另外，证监会在 2018 年 3 月就共同基金对大额可转让定期存单的投资额度进行了限制，要求在债券共同基金成立时阐明其投资范围。自 2017 年 9 月 1 日起，中国人民银行开始禁止发行期限超过一年的大额可转让定期存单。

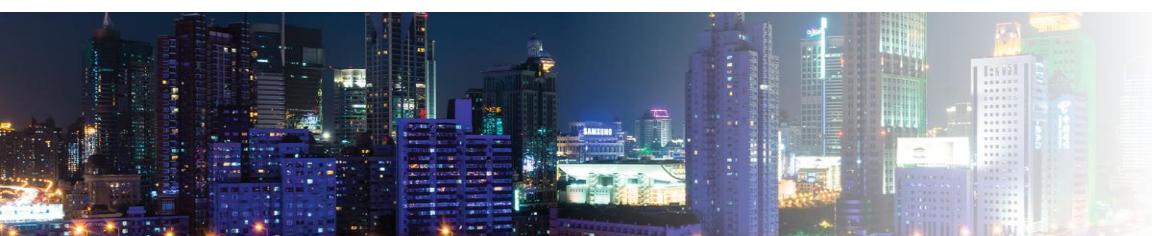
起初，大额可转让定期存单并不属于银行间的负债，这导致早期发行量不断走高。随时间推移，上海银行间同业拆放利率和国内可转让定期存单定价参考利率将变得更加重要，利率市场化将更准确地反映融资成本。在其他条件相同的情况下，受发行活动增多和融资净值压力的推动，政府债券、政策性银行债券和信用债券的收益率或将面临上行压力。

存款保障计划（保障上限为 50 万元人民币）的出台，将打消人们认为中国政府默认不分额度地担保所有国内银行不会破产的假设，这一点非常重要。为银行业制定更全面的破产法规也有能让这一点更加清晰。此举将迫使投资者更好地理解风险和回报之间的联系，并降低道德风险。

3b. 利率对机构投资者的影响

境内机构投资者的投资已经涵盖丰富的产品类别（包括简单的定期存款、委托贷款、货币市场基金和单独管理的账户），而这些产品全都直接或间接受益于银行隐含未宣的担保。我们认为，如果这些金融产品的发行主体是国有企业（或是被认为政府高度重视私营企业），那么人们普遍会认为政府是支持这些产品的。

这些隐晦的“担保”将随着利率市场化的推进而逐渐消失，最终随着利率完全放开而荡然无存。这种变化将对市场环境产生深远的影响，包括打消投资者的一定程度的不思进取，迫使市场参与者重新认真评估交易对手和信用风险及投资政策固有的风险。要落实此领域的政策变动可能需要循序渐进，让投资者有充足的时间加以适应。在短期内，大多数机构投资者在投资选择上可能会变得保守。¹⁸



4.一级市场

在中国发行债券有两种方式：一、通过中国人民银行的发行系统公开发行；二、簿记建档发行。国债、金融债券和政策性银行债券都通过中国人民银行的发行系统进行公开招标。国务院、财政部、中国人民银行共同负责制定国债发行准则。国务院和财政部负责确定国债的年度发行规模。金融债券由中国人民银行审核及批准发行。金融债券可以一次性发行，也可以按照指定额度分期发行。国债、政策性银行债券和金融债券没有到期限制。

短期商业票据、商业票据和中期票据等超短期和短期融资券的发行由受中国人民银行监督的中国银行间市场交易商协会监管。在一次性登记后，这些票据可以在两年内分期发行。证券可以通过公开招标或通过簿记建档发行。在期限方面，短期商业票据的最高期限为 270 天；商业票据的最高期限为一年。中期票据没有最高期限，但通常不超过 10 年。

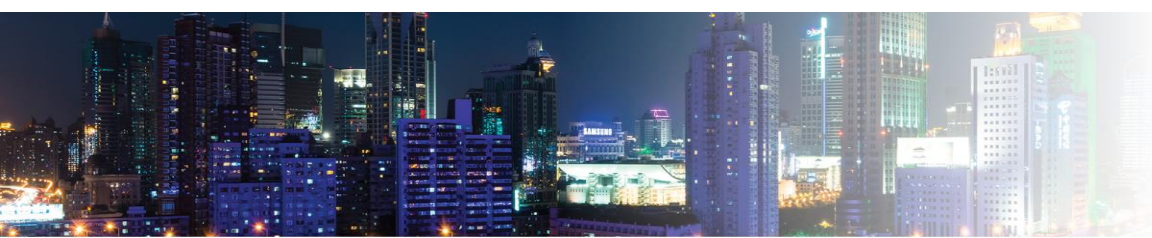
公司债券一般都是上市公司债券，通过簿记建档发行。与其他市场做法相比，中国簿记建档的一大关键特征，是其过程类似于正式拍卖。中国证监会通过核查审批程序对上市公司债券的发行进行监管。公司债券不归为企业债券类别，通常在交易所上市及交易。这与其他类型的债券不同，其他类型的债券主要在银行间债券市场上交易。公司（上市）债券的一个要求是，筹集资金的用途应符合国家行业政策。上市公司债券没有到期限制。

最后，企业债券的发行由发改委监管。发改委曾用正式的核查和批准程序对国有企业债券发行进行管理，但在 2015 年，发改委放宽了准则，允许企业在注册后即可发行债券。国务院负责批准发行规模。发行人根据市场条件决定利率。最后，虽然企业债券没有限制期限，但一般都超过 5 年。

中国债券市场的债券发行管理受若干类法规管辖，按管辖国债、金融债券、非金融企业债务融资工具（包括超短期和短期融资券、商业票据、中期票据和私募配售票据）、上市公司债券、企业债券，以及通过私募发行债务工具的非金融企业分类。

中国银行间市场交易商协会于 2007 年 9 月 3 日成立之后，针对银行间债券市场出台了有关债务融资工具的发行和承销、信息披露、信用评级和市场交易的一系列规则和指南。中国银行间市场交易商协会负责在人民银行的指导下监督市场的发展。因此，上述所有类别债券的发行（国库券除外）都需要开展尽职调查过程，并且需要披露若干类信息，包括招股书、经审计的财务报表、与发行相关的具体细节、资金的拟议使用，等等。发行条件还包括在所有债券（国库券除外）发行前，都必须提交由当地信用评级机构出具的发行人和个体债务评级。

境外机构承销固定收益（债券）的机会很有限。以前曾经允许境外银行及其合资企业承销政府债券、央行票据、商业票据和中期票据，以及金融公司债券。但是，2011 年前，中国禁止境外机构在中国银行间市场承销非金融公司债券；2011 年后，中国银行间市场交易商协会允许有限数量的此类机构进行承销活动。近些年来，尽管准许发行熊猫债券的机构数量有所增长，但境外机构参与机会仍然相对有限。若能允许更多的境外机构进行承销、并牵头管理境内市场的金融和公司债券的发行活动，毫无疑问将更进一步地促进市场发展。



5. 二级市场

建立富有深度的政府债券二级市场是中国债券市场整体发展不可或缺的一步，也是本协会于 2016 年 11 月开展全球投资者调查时受访者较为关注的一点。发展兼具深度和流动性的二级市场的好处包括：建立无风险的参考收益率曲线（即完整的政府债券收益率曲线）；增强投资者信心；提高资本市场效率；支持公司债券和货币市场的健全发展；使政府和企业能够以较低的融资成本进行长期融资。建立流动性充足的二级市场有助于增强政府实施大型基建和城市化项目的能力，还可为市场参与者提供重要的利率风险管理工具，从而促进金融稳定，降低系统风险。

政府债券二级市场的流动性有赖于七大基本要求：

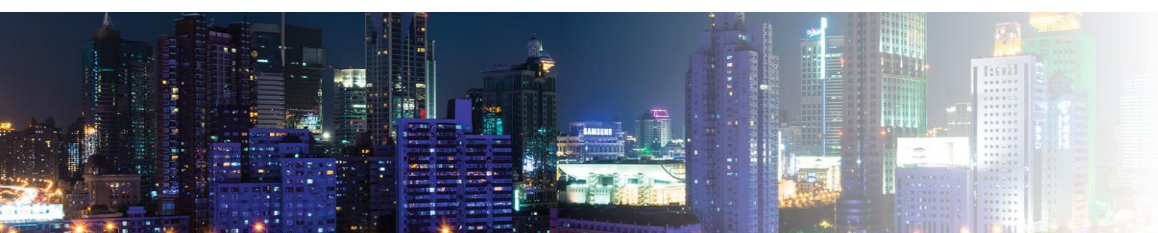
- 规范发行与再发行（发行现有债券以增强发行规模和流动性）
- 建立有助于政府债券高效借贷的、流动性良好的“传统”回购市场。“传统”一词在此指根据交易条款，实际转让所有权。
- 建立活跃且流动性良好的政府债券期货市场，且允许多种参与者参与，包括投资者、套期保值者等等。
- 具备各类流动性良好的场外衍生品工具（比如利率掉期）、交易所交易工具（比如 ETF 基金）。
- 具备创新电子信息处理能力的先进平台支持实现的高质量、高效率、高经济效益的价格发现、交易、清算和结算标准。
- 吸引广泛、活跃的境内外投资者群体（尤其是资金管理人、养老基金等），向终端投资者提供具有增长前景的投资产品和解决方案。
- 建立市场友好的监管、会计和税收制度（包括无预扣所得税、交易税等）

中国人民银行和财政部已实施规则，要求做市商在每个基准期限内就最近发行的政府债券进行双向报价，这一举措提高了市场流动性。然而，政府债券二级市场的流动性仍然不够理想。其原因主要在于许多中国银行总是为了满足其流动性要求，购债后持有至到期。

6. 基准收益率曲线

基准对一级和二级债券市场的有效运作非常重要。基准在市场中起着风向标的作用，可用于确定利率期限结构，包括市场对于利率的远期预期，在一定程度上甚至包括通货膨胀。针对某些市场风险，这些基准还提供流动性良好的对冲工具。以流动性良好的政府债券市场为基础的基准收益曲线是金融市场促进高效资本配置、政策制定者预测市场走向的重要依据。这是由于在债券市场中的分析和定价活动大多都是围绕基准收益曲线进行的。

目前，在中国债券市场上，大多数交易最活跃的债券（称“指标债券”），不论期限长短，是有一个基准收益率曲线的。但这条曲线的发展有别于其他发达市场。实际上，中国境内流动性最好的在岸债券通常是国家开发银行发行的政策性银行债券，并非中国国债（一般是 5 年期或 10 年期）。财政部最近改进了所有主要债券的发行时间表，将其调整为常规日历，但相对市场需求，相较美国国库债券等其他政府债券市场，每笔发行的规模仍相对较小。此外，中国的商业银行还会购买政府债券并持有到期，将其用作资本缓冲的手段。所有这些因素导致在二级市



场上交易的新发行中国国债流动性不够理想。另外，已发行一段时间的“非指标”证券（即非基准债券）在市场的流动性还要低得多。这降低了用收益曲线来预测利率的准确度，引发了市场参与各方的高度关切。最后，设立流动性强、透明度高且期限长于 10 年的基准对于希望长期持有资产的市场参与者（如保险公司）而言尤为重要。现在，中国较长期限债券市场的流动性不及其他同等规模的市场。

着手增加发行规模并鼓励做市商提供定价透明度，都是建立有效基准收益率曲线的重要步骤。在这一方面，近期采取了一些措施更频繁地处理基准问题，这是向前迈出的积极一步。

五大债券类别的历史收益率（以“中国债券历史收益指数”描述）

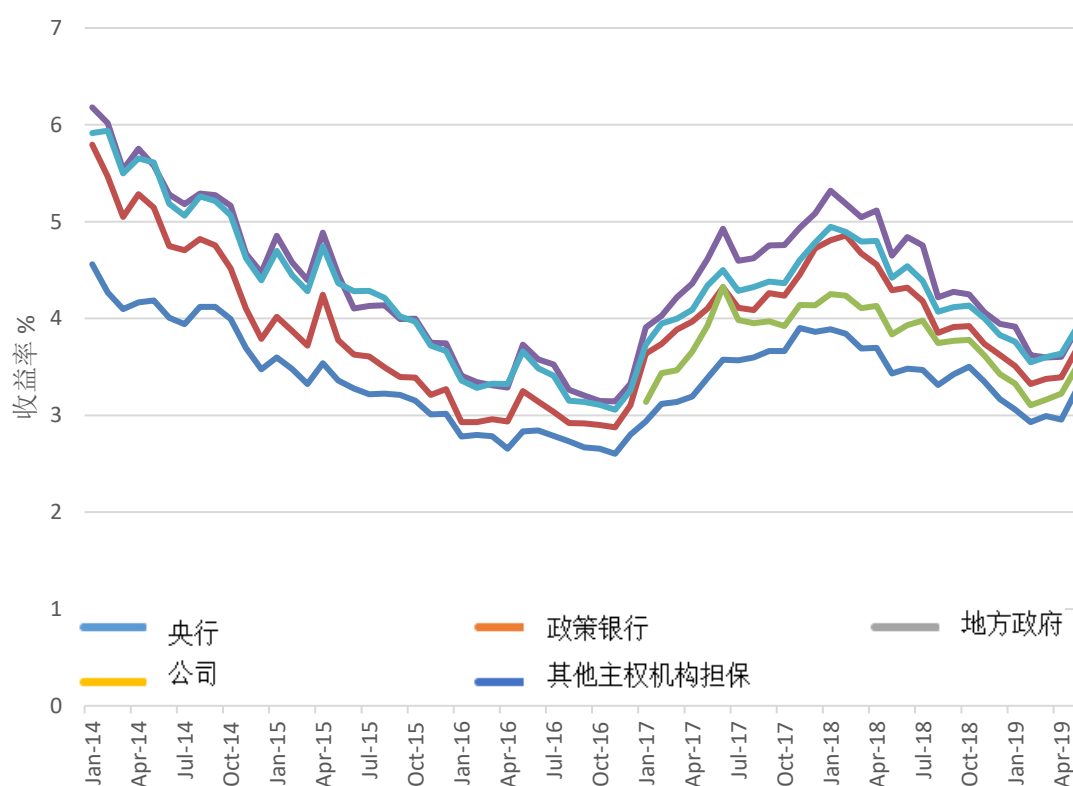


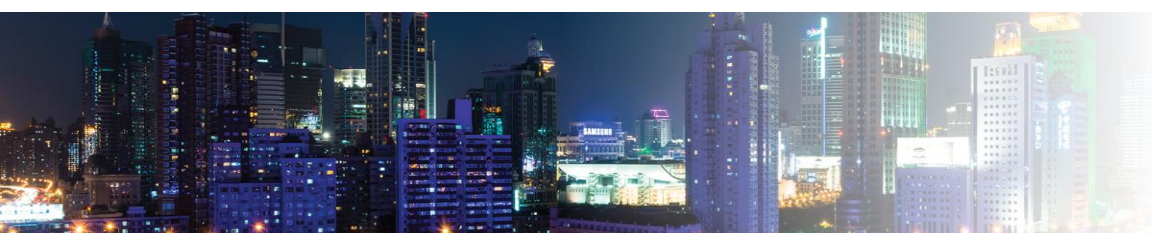
图 10：五大债券类别的历史收益率（以“中国债券历史收益指数”描述）

数据来源：富时

7.传统回购市场

传统债券回购市场指的是一个系统，在其中，按风险敞口缴纳保证金是标准做法，债券所有权实际上作为回购协议的一部分进行转让。这样一来，市场参与者就能回补空头头寸（为客户做市的自然结果），或是再质押债券收益，从而更高效地利用资本。在质押式回购中（比如中国债券市场），实际所有权并未发生转移。

在中国，质押式回购系统占主导地位，这意味着债券无法再利用（再质押）。这降低了流动性和抵押品的优化使用，扼杀了流动性更强的回购市场的发展。另外导致的一个后果便是使得风



险集中于期限较短的债券，即短期回购债券。债市欠佳的结构，也让其他市场参与者望而却步。与此同时，一旦资本借方失信，贷方没有清算抵押品的直接明确的权利，因此他们无法减轻交易对手方的信用和流动性风险，至少在短期内很难。在质押式回购系统下，当前尚无保证金支付机制或抵押品逐日盯市过程，因此需要更大的估值折减来补偿，导致较长期限的流动性有限。因此，在质押式回购系统下，贷方无法获得传统双方回购系统下可明确享受的保护。

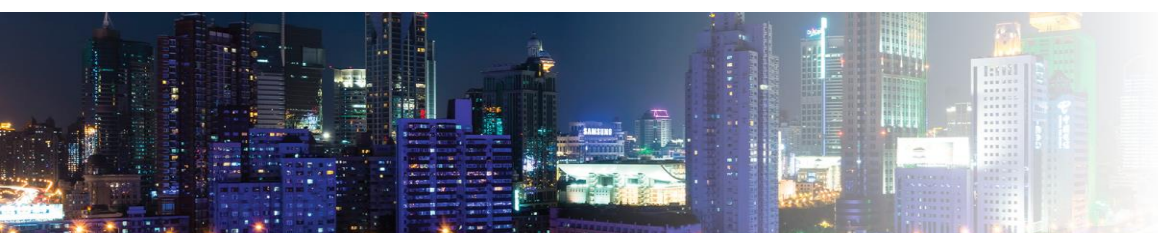
在我们看来，市场上正在尝试的三边回购操作不失为一种替代方案，可提供给资金的贷方更为充分的保障。虽然该方案是向正确方向迈出的坚实一步，但若最终能实现所有权完全转让，并采用通用基本回购协议（GMRA）等文书作为保障，才能真正吸引境外投资者参与中国回购市场。通过增强标的资产对于长线投资者的吸引力、帮助做市商和其他市场参与者为其空头锁定长期借贷，都能促进长期回购、提高市场流动性。这样一来，不仅境外投资者会受益，对国内的投资者和交易商也大有裨益。

目前的三方回购只适用于中国银行间债券市场，只有中央国债登记结算有限责任公司才能充当第三方机构。境外资产管理人需通过具备相应能力的境外第三方机构才能提供三方回购交易服务。通过中央交易商在第三方机构的专用证券账户进行担保，能够极大地提高境外投资者的参与度，而且因采用国际标准和最佳做法，也能够提高中国在区域内和国际上的吸引力。提高长期境外投资者在回购市场上的参与度有助于提高债券市场整体的流动性，以及中国资本市场投资者的多样化。

我们强调，保证投资者能够做空是做市的基础。做市商对于培育任何市场的流动性都是至关重要的，但并不是所有做市商在任何时间里都能用上其手中的每一个工具。然而，在传统回购市场中，只要做市商有信心以良好的价格借入和交付工具，他们就能向客户报价。这大大提高了现货市场的流动性，因而能够给债券期货市场和场外衍生品市场走向成熟提供先决条件——因为流动性充分的现货市场是这两者的必要要求。在回购市场，一级交易商还可以通过更广泛的套期保值策略来对冲风险。由于回购是担保交易，因此能拓宽融资市场，并且充当着货币市场、债券市场、期货市场和场外衍生品市场之间的关键纽带，这一点也意义重大。

中国人民银行目前对境内银行与离岸投资者执行逆向回购设置了限制，但境外参与行和人民币清算银行可以在中国银行间债券市场参与者直投（CIBM Direct）模式下参与境内回购交易。所有的离岸公共部门投资者（如央行、主权财富基金）都有资格参与境内回购。若取消对境外投资者的参与限制，则可吸引更多参与者进入市场，可为人民币回购市场带来额外的流动性和深度，最终使回购利率更稳定。中国在改革和发展中国回购市场方面做出了一系列努力，包括中国银行间市场交易商协会发布的中国《全球总回购协议》和中国银行间市场交易商协会文件，宣布允许债券通开展回购交易，出台参与者直投模式，以及 QFII/RQFII 和境内三方回购。这些努力都是朝正确方向迈出的重要一步，但是中国仍需发展流动性充分且交易活跃的传统回购市场。¹⁹最终，改革市场协议（施行《全球总回购协议》）和结构（发展传统回购或允许债券所有权转让）才是扩大市场规模、提高境外投资者参与度的必经之路。

2018 年 10 月 17 日，中国人民银行宣布在银行间债券市场推出三方回购交易。然而，目前只有银行间市场债券托管结算机构才能充当第三方机构。但这仍然是重大的进步，因为未来具备相应能力的大型银行也将能够提供这样的服务。本协会认为三方回购的发展具有积极意义，即便



目前的第三方机构是中央国债登记结算有限责任公司，而非国际通行的大型托管银行。三方回购将增强交易对手方风险管理、提高流动性。我们在摘要中对未来三方回购的发展提出了具体的建议。

8. 债券期货市场

发展活跃、流动性强、监管有序的政府债券期货市场有助于参与者快速对冲较大头寸，更有效地降低风险，同时提高标的债券和衍生品市场的深度。我们 2016 的调查证实，提供对冲工具吸引国际投资者的关键。环顾全球深度和流动性最好的市场，不难发现债券期货均能提高标的现货市场的流动性，因为市场参与者能够更有效地管理债券存量的风险。此外，债券期货市场对做市商尤其重要，因为它们能够借助期货对冲自己的头寸，从而有效降低市场风险，并为投资者提供更稳健的流动性。

中国于 2015 年 3 月，即正式启动五年期政府债券期货交易的两年后，在中国金融期货交易所推出了 10 年期政府债券期货。2018 年，2 年期国债期货合约上市交易，但到目前为止，成交量并不大。银行急需对冲持有的债券头寸，尤其是 1 年期到 3 年期国债的头寸，因此希望获得参与国债期货交易的资格。然而到目前为止，中国禁止国内外银行直接参与期货市场，但银行作为主要持有人理应参与其中。中国各大银行拥有绝大多数国债，这束缚了流动性发展，因此不利于用期货进行廉价、有效的对冲。²⁰

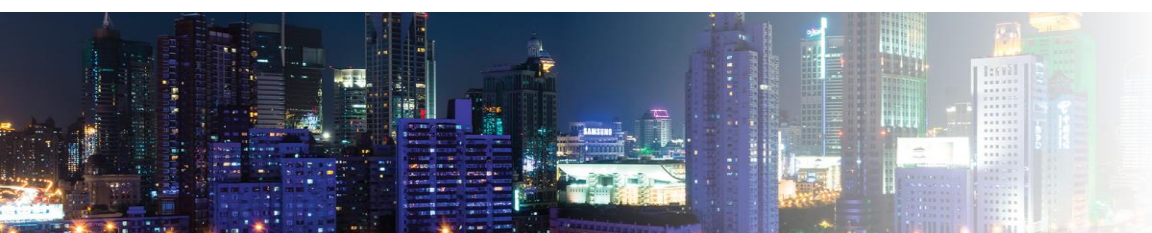
9. 固定收益衍生品

利率衍生品是中国银行间债券市场投资者管理利率风险和资产/负债不匹配问题的有效工具。利率掉期曲线一直是整个金融衍生品市场定价的核心组成部分。中国人民银行推出人民币利率掉期产品已经 13 年。到 2019 年，市场上已经有广泛的市场参与者，也建成了一个有效的电子交易平台用于交易确认和结算。

随着国内利率掉期交易规模的增长，限制利率掉期市场发展的因素逐渐显现。为了与当前国际场外衍生品市场标准接轨，中国金融期货交易所基于对国际经验的深入研究，于 2012 年积极启动利率掉期抵消和电子交易确认业务，并于 2014 年要求市场参与者作为交易对手方加入中央清算系统。这样，中国外汇交易中心有效提升了银行间利率掉期交易的标准化水平，降低了整体市场风险，提高了市场成员的资本效率和信用管理效率。这表明银行间市场基础设施建设取得了重大进展，境内投资者也因此获益。

境内利率掉期市场主要使用两种标的基准利率来计算掉期的浮动利率腿：一是 FR007（即 2-7 天回购利率）；二是上海银行间同业拆放利率，期限最高为 5 年。这两个基准都是以市场为导向，标准合约期的价格可以很容易地从货币经纪商和他们发布在彭博和路透等金融信息提供商的网页上获得。一般来说，FR007 的利率掉期市场流动性良好，投资者和证券公司呈多样化，市场活跃度已有提示。

从长远来看，有一个问题需要解决：大多数公司的融资成本通常不取决于 FR007 或是上海银行间同业拆放利率，而取决于中国人民银行发布的存贷款基准利率。根据中国人民银行公布的基



础存款和贷款利率进行定价的产品未得到市场的广泛认可，导致企业的大部分资产和负债无法得到对冲保护。只有债券做市商才能与公司客户进行与存贷款基准利率挂钩的利率掉期交易，这限制了这类利率掉期的流动性，因为公司对冲贷款利率风险的需求总是单边的。因此，这类利率掉期头寸很容易集中到某几家银行手上，使得这些做市商很难为客户提供极具吸引力的价格。整体来说，公司负债与在利率掉期市场中实际交易的产品之间存在错配，这种不合理的状况不利于鼓励公司对冲利率风险。

如果利率掉期交易能够采用 ISDA 协议，境外金融机构在境内利率掉期交易市场的参与度将有大提高。许多境外机构仍然不愿意在掉期交易中完全采用 NAFMII 协议。

在对冲信用风险方面也有一些进展。2016 年 9 月，中国银行间市场交易商协会发布了关于引入信用违约掉期、信用风险连结证券、信用风险缓释合约和信用风险缓释凭证的准则。中国银行间市场交易商协会的会员机构都可以参与信用衍生产品市场。中国银行间市场交易商协会是这些新准则下的信用衍生品交易存储库，所有相关交易数据必须在该协会备案。新推出的信用违约掉期框架还提出了信息披露要求。

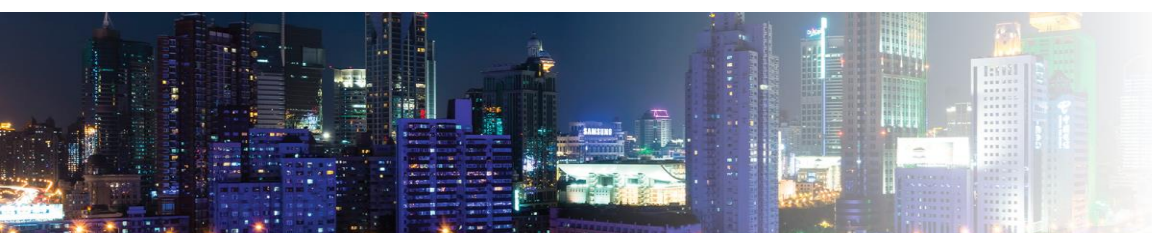
目前，在中国银行间市场交易商协会框架下有两类市场参与者：一是“核心参与者”，即可与所有其他市场参与者交易的参与者；二是“普通参与者”，即只能与“核心参与者”交易的参与者。金融机构和信用增级机构属于“核心参与者”。

在岸信用违约掉期的推出非常及时，因为很多中国实体机构在 2016 年发生了债务违约，其中包括一家国企和若干企业。信用违约掉期合约让市场参与者可获得违约风险“保险”，因此是一项有用的对冲工具。然而，要发展信用掉期市场，还需要开展更多的工作。我们将其整理在汇总建议中。

10. 价格发现、交易、清算和结算

高质量、高成本效益的价格发现，是流动性充足的二级债券市场的关键组成部分。其他组成部分包括电子交易、清算和结算平台。根据国际证监会组织指出的最佳做法，这些组成部分间必须清楚划分。虽然中国在发展这些要素方面已经取得了进展，但仍有许多工作要做。虽然在中国境内可通过万得资讯²⁴等供应商获得价格和信用信息，但是大部分定价信息仅仅是指示性的，与市场参与者希望交易时发现的实际价格偏离巨大。当交易确实发生时，均需要在 CFETS 系统上登记，这带来一定的额外管理负担和成本。到目前为止，中国债券市场交易大部分是在银行间债券市场的场外进行的，并在中国外汇交易系统上登记。这些工具包括交易活跃的政府债券、央行票据、政策性银行债、大额可转让定期存单，以及流动性较弱的金融债券、企业债券、公司债券、短期融资券、中期票据。

中国外汇交易系统主要关注中国最主要的债券交易市场——银行间债券市场。至少较之国际标准，该系统的实际交易成本较高，而且因为没有英文界面，对用户并不友好。至于实际的交易执行，大部分流动性是通过交易前的私下交流或者直接与经纪商交易获得的。本质上，CFETS 系统采取“所有人对所有人”的市场结构，而非“客户/投资者对交易商/做市商”的结构。交易商有时需要为不熟悉的市场参与者提供流动性。因此在某些情况下，交易商不愿意提供流动性。做



市商一般只会对新发行的债券提供双边报价，这导致先前发行的债券流动性较低。虽然 CFETS 系统具备请求报价的功能，但就我们了解到的而言，做市商一般不会对询价进行回复，除非对方是其熟悉的市场参与者。

近来，相关部门已采取措施鼓励做市商积极开展做市业务，如公开排名等宣传手段。做市商开始以大批量或增量的方式为净资产低于规定数额（1,000 万元人民币）终端用户提供流动性，尤其是通过债券通制度。如此一来，对客户来说，价格透明度就提高了，因为他们现在可以请求交易商提供可进行交易的报价。在交易所债券市场方面，投资者可在上交所和深交所交易债券。但这些市场普遍缺乏流动性，今后可能依然相对缺乏流动性，因为在全世界任何地方，交易所都不是交易债券的主要场所。

最后，清算和结算系统非常昂贵，大都由人工完成。中央国债登记结算有限责任公司和上海清算所为银行间债券市场提供债券登记、存托和结算服务。对于在交易所交易市场上市的债券，中国证监会直接监管担任上交所和深交所结算公司的中国证券登记结算有限责任公司。交易所交易市场的存托和保管服务也由中国证券登记结算有限责任公司提供。

此外，这些清算和结算市场基础设施采用不同的做法、通信协议，有时甚至是数据标准，因此提高了市场参与者的成本和风险。在国际上，清算会员和结算会员或存托参与者是彼此隔离的，各方可以履行其专家职能。但在中国，这些角色只能由 A 类会员执行。

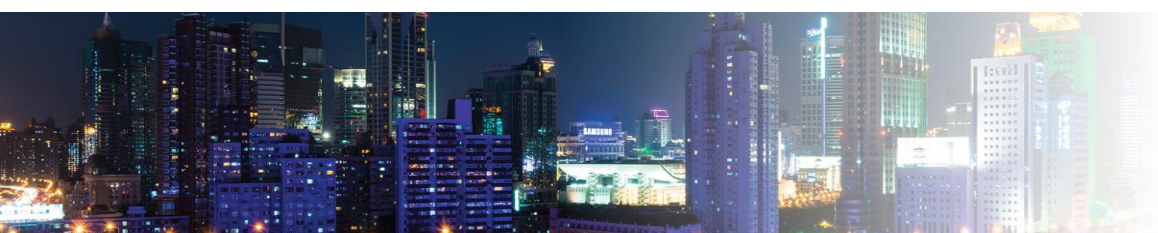
综合起来，因为很难确定交易和结算的真实成本，所有这些成本、管理负担和信息不对称都会损害流动性。总而言之，我们可以提出一个相对保守的猜测：采取措施降低交易成本和相关成本，应该会极大地促进中国固定收益市场的发展。

在结算方面，虽然 T+0 或 T+1 的结算周期对于境内市场的境内投资者来说是可以接受的，但是对国际投资者来说，因为所处的时区不同，而且进行的是跨国交易，这个结算周期太短。延长债券交易结算周期将会提高境外投资者的参与度，有助于中国债券市场的发展。

11. 投资者群体

规模庞大、组成多样的投资者群体能为不断扩大的债券市场提供强劲而稳定的需求。这一群体应包含境内外各种机构投资者，例如商业银行、保险公司、养老基金、对冲基金、共同基金等，也应包括个人投资者。若投资者群体多样，必将对投资期、风险偏好、交易动机产生多元化需求，这将极大提高双向交易活跃度，增强流动性，进而为政府、企业和金融机构实施融资战略提供更多样的市场条件。

中国的境内外投资者群体已大幅增加。然而，境内市场上活跃的养老基金、保险公司和对冲基金数量仍然相对有限。机构投资者参与度的提高将增加市场的韧性和稳定性。此外，对境外公司参与中国资本市场的限制仍旧在阻碍中国资本市场的整体发展。不过，对国际资产管理人开放中国银行间债券市场、债券通的问世、QFII 和 RQFII 制度在未来的融合、外资对中资金融机构持股限制的逐步放开等措施都有利于中国资本市场向好的方向发展。



如今监管机构已经考虑结束对外资所有权设定限制的做法，本协会认为监管机构不仅应逐步解除这些类似限制，而应立即全面取消。若外资企业能够参与到债市中，将会带来市场必需的流动性、市场技能和投资。此外，2019 年 5 月起，中国境内债券已被纳入国际债券指数，这有助于提高中国债券在国际债券产品中的权重。

目前，机构投资者持有的中国国内债券比例仅略高于 2.4%（2019 年初）。彭博巴克莱全球综合债券指数纳入中国债券将成为一大关键事件。目前，中国债券的境外买家主要是主权财富基金和中央银行，同时越来越多的非主权（私营）资产管理公司也逐渐参与进来。根据高盛的预计，中国债券纳入彭博巴克莱指数后，有望在 2022 年底前为中国债市带来 1 千亿至 1 万亿美元的资金流入。债券购买量的具体增加数额难以确定，但可以肯定的是，在可预见的未来，尤其是富时世界国债指数和摩根大通指数考虑纳入中国债券的期间，将会有巨大数额的资金流入。

最后同样值得指出的是，2018 年末，中国国债是全球涨势最强劲政府债券之一。而 2018 年底，十年期国债收益率在一个自然年中已经下跌 63 个基点。²²中国固定收益市场的高风险调整回报以及与其他主要债券市场的低相关性，将继续吸引私营部门基金经理和主权财富/央行的进一步投资。

境外投资者持有的中国债券（2016-2018）

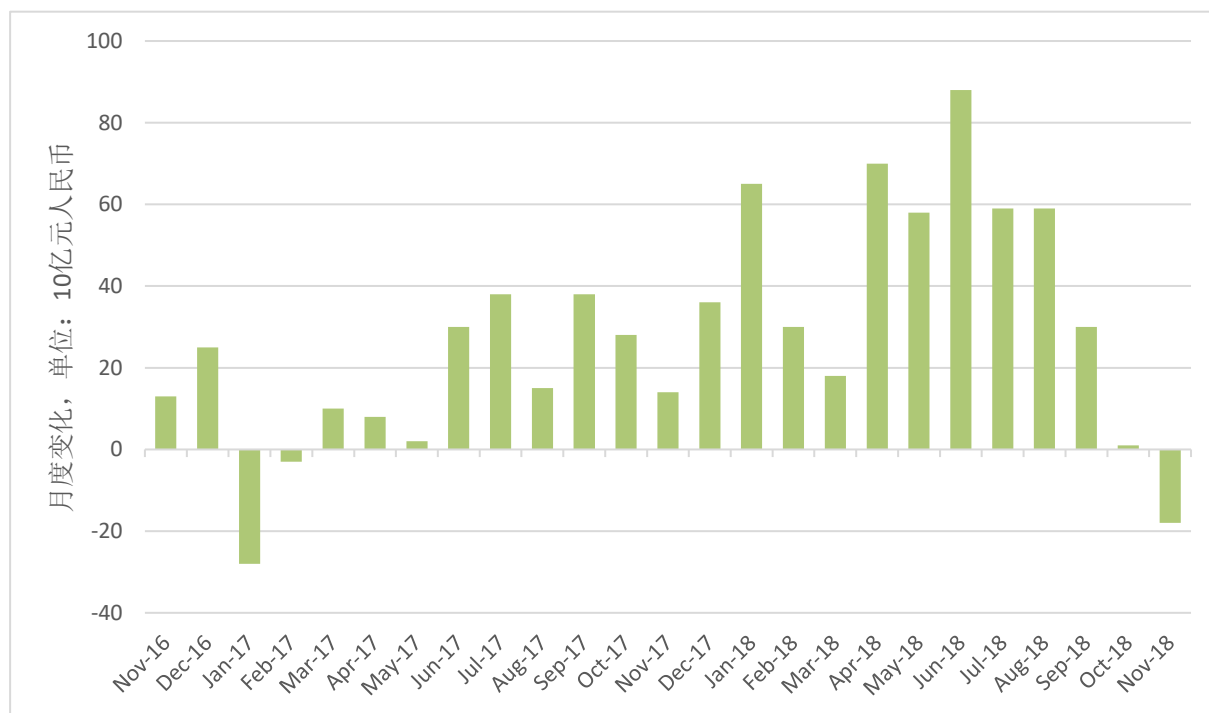
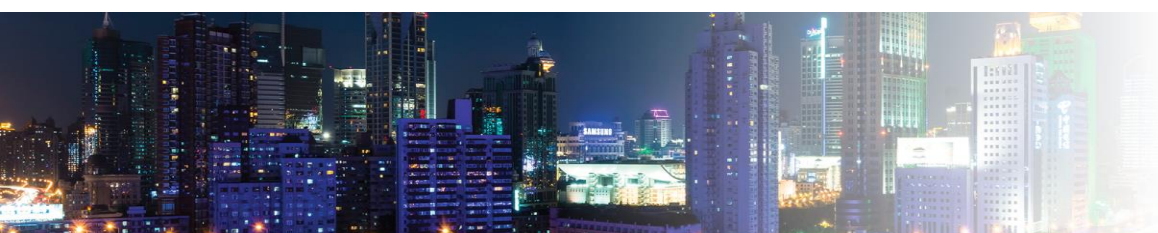


图 11：境外投资者持有的中国债券，月度变化情况
资料来源：中债、彭博



十年期中国国债收益率（2014-2019）

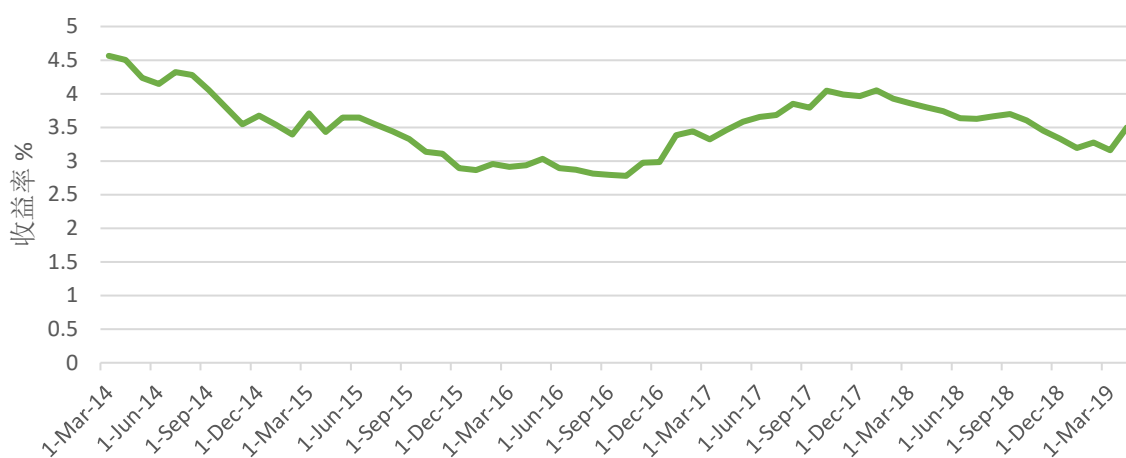


图 12：十年期中国国债收益率（2014-2019）

资料来源：万得资讯

12. 绿色债券

中国在“绿色金融”领域扮演者关键的角色。中银香港日前宣布将发行中国的首个境外可持续发展债券。²³根据富时指数的数据，在绿色债券方面，中国是仅次于美国的第二大市场。2018 年共发行 428 亿美元，占 2018 年全球发行总额的 25%（尽管其中 105 亿美元与国际定义不符）。²⁴2019 年 1 月，富时推出一个用于追踪中国绿色债券的全新指数系列，其中收录了 126 支债券，占中国政府、机构和企业发行全部境内绿色债券总数量的 75%。富时在推出这一绿色债券指数时强调，自 2015 年起，中国境内绿色债券市场复合年均增长率已经达到 65%。²⁵

气候债券倡议组织 2018 年发表了针对中国绿色债券市场的第三份报告。报告指出，按照国际通行的对绿色债券的定义，中国绿色债券所占的比例有所增长。国际通行的绿色债券标准将煤炭和其他依赖化石燃料的技术排除在外，并要求分配给一般营运资金的收益应限制在 5% 以下。2017 年，中国发行的绿色债券中有 38% 未满足这些国际标准，而到 2018 年仅有 26% 未满足。中国的绿色债券也日益透明，尤其是在境内市场。2018 年，中国绿色债券的交易量和发行量双双上涨。最大的一笔境外绿色债券由中国工商银行伦敦分行发行，总额达 15.8 亿美元，筹集款项将用于在中国、巴基斯坦和苏格兰等地建设陆上风电和太阳能发电场。²⁶

气候债券倡议组织和富时都单独计算了符合国际标准的绿色债券。2018 年中国共发行绿色债券 428 亿美元（2,826 亿元人民币），其中符合国际标准的为 312 亿美元（2,103 亿元人民币），包括中国发行者在境内外市场发行的 309 亿美元（2,082 亿元人民币）债券和香港发行者发行的 2.08 亿美元（14 亿元人民币）绿色熊猫债券。符合国际标准的绿色债券占全球发行总量的 18%，所占比例较 2017 年上涨 33%。

除此之外，报告还指出一支 1.22 亿元人民币（1,770 万美元）的绿色债券符合贷款市场协会/亚太贷款市场协会的绿色债券原则，另有大量债券与气候相关，但未被认定为绿色债券。如果按



照这个角度计算，中国就是全球最大的气候债券市场。除了绿色债券，截至 2018 年中，有中国发行人发行的 2,890 亿美元气候债券未偿清，以及香港发行人发行的 43 亿美元未偿清。

2019 年绿色债券发行量最大的 15 个国家

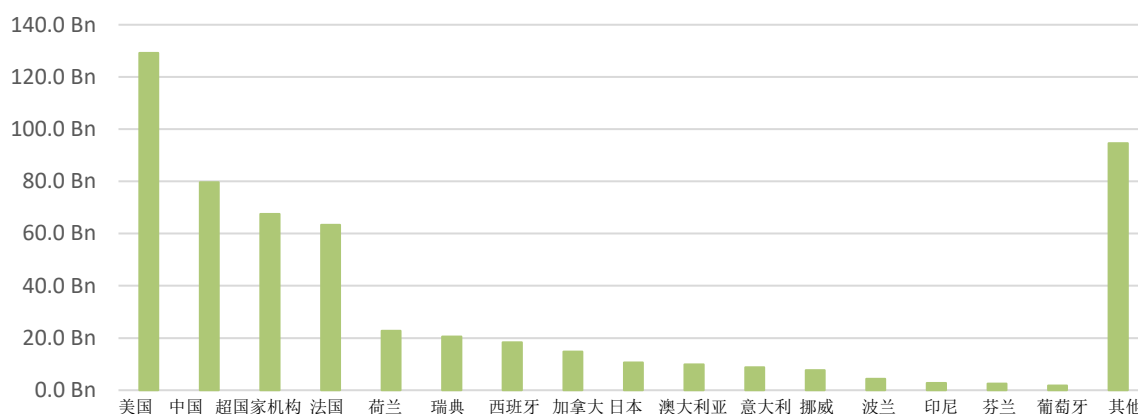


图 13: 2019 年绿色债券发行量最大的 15 个国家 (单位: 十亿美元)

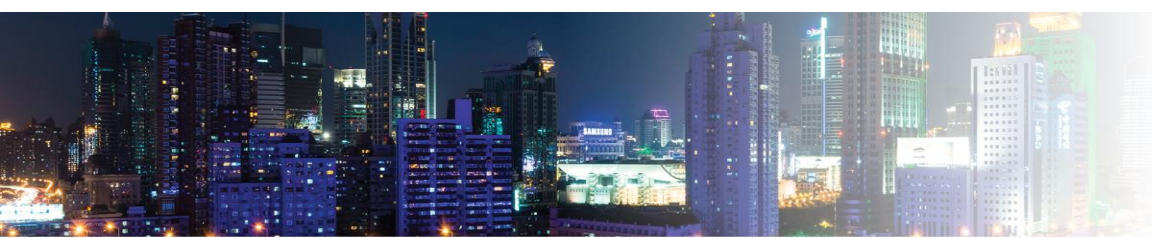
资料来源: 气候债券倡议组织, 2019 年

绿色债券不仅具备标准债券（优先无担保债券、担保债券、资产担保证券等）的金融特点，还有一种独有特点，即债券收益必须用于明显对环境有益的合格绿色项目。发行绿色债券所募集的资金需用于发展环保项目或个别项目或项目组合中的环保活动，例如发展可再生能源、节能、公共交通、节能建筑、能源网络改造、废物废水管理，或保护生物多样性等。

绿色债券以极具吸引力的方式解决了时下的一大严峻挑战，即：如何让发行人的清洁能源投资需求对接负有社会责任感的投资者对债券收入的预期用途。债券文件明确定义收益的用途，包括绿色债券收入可用于何种项目，或挑选项目的资格标准，或可资助的资产。在债券发行后，还须定期报告披露债券收益的用途以及投资项目的实际环境影响，对于环境、社会和公司治理（ESG）债券及报告也是如此。很多交易所、指数和国际组织都提供报告编制指南，比如[全球报告倡议组织](#)。全球报告倡议组织是一个行业团体，自 1998 年起便开始制定报告指南，指导企业为环境作出更大贡献。

除了绿色债券之外，机构投资者也开始逐渐关注 ESG 债券、社会债券和可持续发展债券。这反映了机构投资者对环境、社会和社会治理方面的投资兴趣增长。如今大多数上市信用级债券，甚至高收益债券的发行人都已经公开 ESG 数据和评级。债券发行人如今在其绿色、社会和可持续发展债券框架中，越来越多地纳入与“联合国可持续发展目标”相关的绿色、社会和可持续发展债券，投资者对于这类债券的需求也在增长。研究公司 Cerulli Associate 的数据显示，85% 的投资者在投资时会考量投资级债券的 ESG 指标，21% 会根据 ESG 指标筛选主权债券。²⁷ 中银香港新发行的可持续发展债券已在市场上获得热烈反应。

包括亚太地区在内，全球越来越多的投资者和资产管理公司开始在投资决策过程中纳入对可持续发展因素的考量，评级机构也开始跟进这一需求。最近数月，标普、穆迪的投资者服务和惠誉评级都在信用评级报告中加入评估 ESG 的内容。



绿色金融市场的透明度至关重要，因为在绿色金融市场中，绿色债券是吸引那些希望通过投资，为环境带来积极影响的投资者的主要融资工具。欧洲监管部门力图在今年年底之前建立一个统一的分类体系（“分类办法”），对可能有助于环境可持续发展的经济活动进行分类。在这一方面，中国监管部门已经先行一步。2015 年，中国人民银行与中国金融学会绿色金融专业委员会分别发布了绿色金融债券规定和《绿色债券支持项目目录》，对绿色项目进行了明确界定。自那时起，中国绿色债券市场便进入了快速发展时期。

我们相信，中国监管部门（包括发改委和中国人民银行）会继续采取措施鼓励绿色金融市场发展。2019 年，旨在促进绿色产业、投资者及消费者协调发展的《绿色产业指导目录（2019 年版）》（以下简称“《目录》”）发布，其中详细描述了绿色项目资格要求。《目录》更新了 2015 年 12 月发布的《绿色债券支持项目目录》，原文件包括六大类绿色项目：节能、污染防治、资源节约与循环利用、清洁交通、清洁能源、生态保护和适应气候变化。

我们认为，《目录》基本已上与国际绿色债券市场接轨，但也包括一些新的类别，如可再生能源与资源循环利用的相关设备制造、相关绿色相关服务产业等，并在国际资本市场协会认可的《绿色债券原则》之外，列出了一些新的符合条件的类别。然而，关于清洁煤炭的争论仍在继续。尽管许多国际投资者和出资人都已公开宣布计划减少对煤炭行业的投资，但煤炭依然是中国经济发展的重要能源。

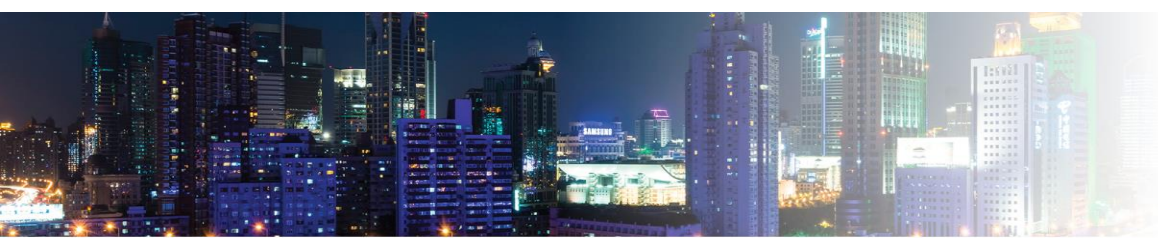
中国资本市场从业者积极接受社会责任概念，这对中国境内市场和全球投资者都是好消息。如今，全球投资者有机会为世界第二大经济体的能源转型注入资金。《目录》明确定义了对符合条件项目的要求，我们也建议中国的《绿色债券发行规定》标准继续与国际资本市场协会认可的《绿色债券原则》等国际标准保存一致。

13. 市政债券市场

为推进国家规划的城市化进程，中国的地方政府必须进一步完善基础设施。在此过程中，为了解决境内融资困难，避免地方政府贷款出现影子银行问题或防止地区银行给予特惠待遇，中国近期已开始发展市政债券市场。

市政债券大多是由地方政府（市政机关）或地方国企为资助基建项目而直接发行的长期债券。有资格使用市政债券收入的项目包括道路、桥梁和公共机构（例如学校、医院等）的建设或维修项目。市政债券市场的诞生让境内外民间资本有机会参与基建项目融资，缓解政府对当地银行的依赖。此外，市政债券市场可为大规模基础设施开发提供更多的较长期资本。但也必须注意，应避免原先为此类项目提供贷款的地方银行以不能反映实际风险的价格购入这些市政债券。因此，为此类资产开拓新投资者的重要性不容小觑。

美国市政债券市场极为清晰地展现和记录了发行市政债券的潜在优势。市政市场中募集资本的成本较低，这是其最吸引人的特点。在发展成熟的市政债券市场，发行人能够将利率压得极低，这是因为市政债券的减税激励措施极具吸引力。中国也应该制定此类激励措施，吸引更多投资者参与。减税激励措施为市政债券市场引来各种参与者，例如承销商和债券受托人等，他们互相竞争，将发行成本保持在相对较低水平。市政债券的期限较长，地方政府可将基础设施资产



的建设成本分摊到所建设施的整个使用期，这进一步压低了发行成本，为发行人更好地匹配资产与负债。²⁸

2015 年，中国政府将市政债券试点项目推广至 36 个地级以上市政府，授权其直接发行市政债券，旨在使债券成为地方政府的主要融资形式。²⁹2014 年，当发改委宣布该计划时，银行和信托公司约占地方政府债务投资者群体的 56%。监管机构希望将债券作为地方政府借贷的主要形式，进而提高透明度并降低风险，这有可能创造 1.5 万亿美元的市场。³⁰地方政府资金来源随之激增，同时，地方政府也在开拓境内及国际债券市场，其中一些债券已获国际评级机构的评级。

在中国，市政债券的发行方被称为地方政府融资平台（以下简称“融资平台”）。融资平台以往依靠影子银行市场进行融资，近来开始在境内人民币计价市场和离岸债券市场发行债券，但距成熟还有很大的距离。自 2014 年融资平台首支境外债券发行起，截至 2019 年初，融资平台已发行等值于 360 亿美元的境外债，其中大多在香港发行。此外还发行了 8.2 万亿元人民币的境内债券。根据标普全球数据，2019 年将约有 100 亿美元境外债券到期。万得资讯数据显示，到 2020 年 3 月，将有 1.5 万亿元人民币的在岸债券到期。如此规模的债券即将到期，确实给监管部门带来了不小的压力。2018 年 8 月，新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司（以下简称“六师国资”）未能按期偿付 5 亿元人民币（合 7,300 万美元）的本金与利息。这被视为融资平台可能出现一系列违约的前兆。尽管从严格意义上来讲，六师国资并非融资平台，而且债券持有人也在两天后收到了所有欠款。

近年来，地方政府发行债券规模激增，监管部门也曾试图整顿影子银行，提高地方政府融资活动透明度。2014 年，地方债务置换计划启动，成为地方债券迅速发展的主要动力。截至 2017 年，地方债券占固定收益市场的 20%，地方政府债务规模已超过主权债务规模。2018 年 3 月，地方政府获批新增专项债券额度 1.25 万亿元人民币（合 1,970 亿美元），用于支付基础设施建设资金。财政部还于 2018 年 8 月发布文件，要求加快专项债券发行和使用进度。这些基础设施“专项”债券以受资助项目的收益为来源偿还本息，且仅限于土地储备、收费公路项目。监管部门希望能够通过增加专项债券，减少并最终消除基础设施投融资对融资平台的依赖，并采取了一些政策激励手段，如取消地方政府债券风险权重 20% 的限制，鼓励银行承销地方债。

中国地方政府融资平台开拓债券市场

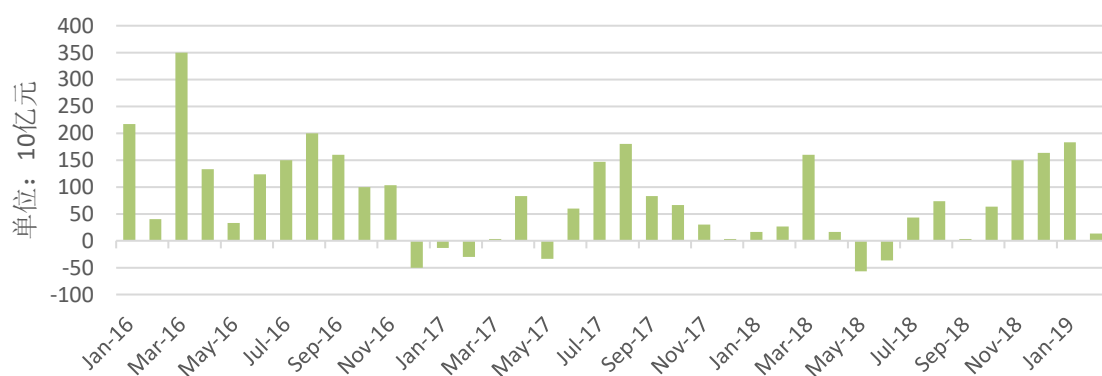
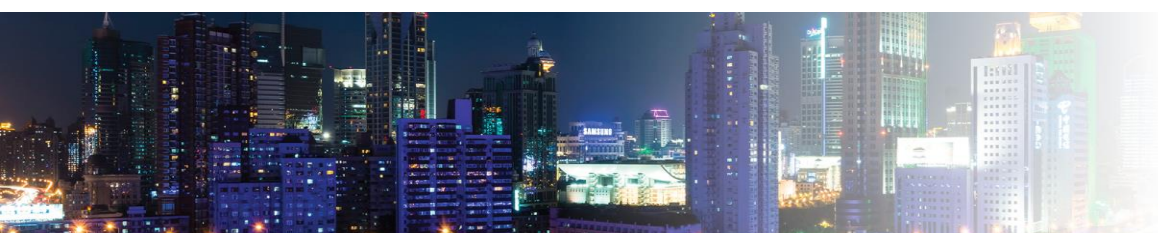


图 14：中国准财政实体每月地方债净发行量（2016 年第一季度至 2019 年第一季度）

资料来源：万得资讯，《金融时报》



中国增长速度放缓，使得政府难以灵活制定政策来限制此类表外负债。中国也在鼓励银行和非银行金融机构为地方政府发行债券和再融资提供支持。很明显，要缩减预算外借款，解决横向财政不平衡问题，在统一税制和法规、增加流通性以及推动财政改革等方面还需要做许多工作。国际货币基金组织研究人员于 2018 年 9 月进行了一项研究，并表示当前中国地方政府债券市场发展面临流通性低、信用评价体系薄弱，以及地方政府财政的结构性缺陷等严重阻碍。包括上文提及的六师国资在内的一些融资平台存在信息不透明问题。此外，地方政府对融资平台支持还会持续多久，这一点也不甚清楚。明确地阐述地方政府对债券发行的担保性质，是许多国家和地区发行市政债券的标准，也是市场吸引更多流通性和国际投资者的重要先决条件。

14. 公司债券

中国债券市场规模达 12.5 万亿美元，现有债券大多为政府发行的公债，或国有企业发行的公共领域债券，这两类债券约占流通债券总量的 46%。³¹

公司债券市场包含以下券种：

- 国企债券——一般由国有企业在银行间债券市场发行
- 商业票据，由境内公司发行，受中国银行间市场交易商协会监管
- 公司债券，由私营部门发行人发行，并在上交所或深交所上市（受证监会监管）

根据惠誉评级数据，2018 年中国在岸公司债券发行总量中，建筑工程、工业集团、电力公用事业、高速公路及多领域控股等五大行业所发行的债券占了大半。各行业公司债券发行情况详见下图：³²

中国各行业在岸债券发行情况（2018 年第四季度，单位：百万美元）

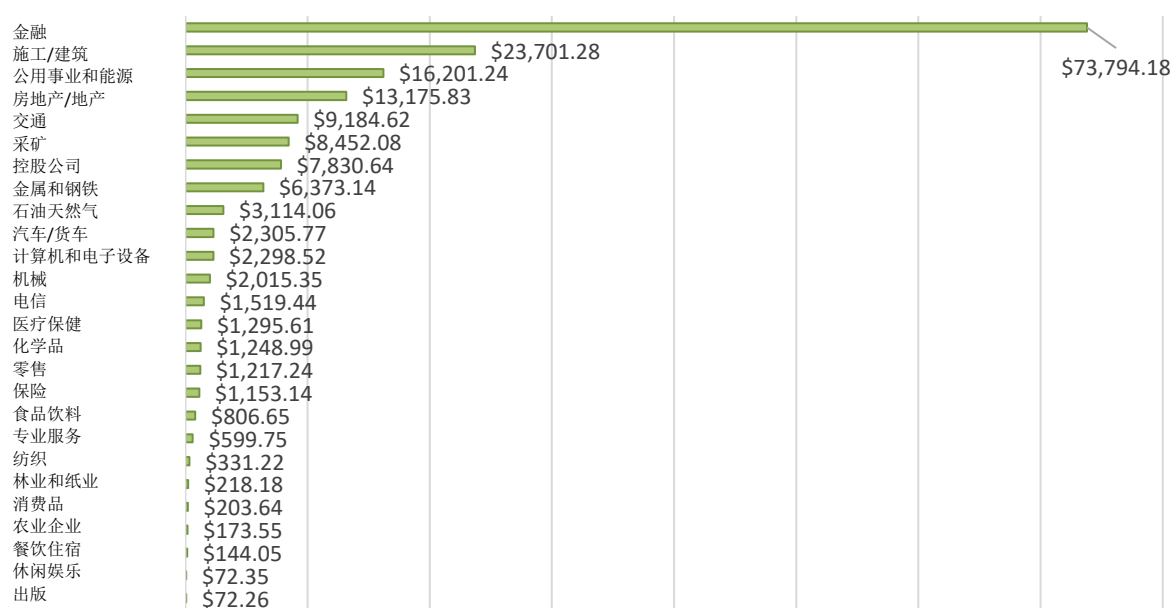
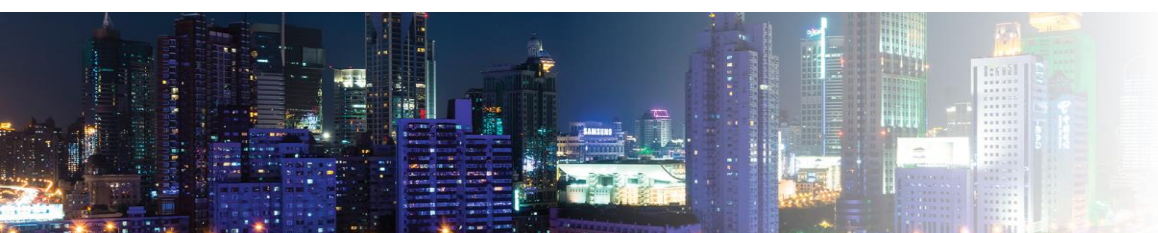


图 15：中国各行业在岸债券发行情况（2018 年第四季度，单位：百万美元）

资料来源：Dealogic，ASIFMA：2018 年第四季度亚洲信用报告



中国各行业在岸发行债券中未偿债券（2018 年第三季度）

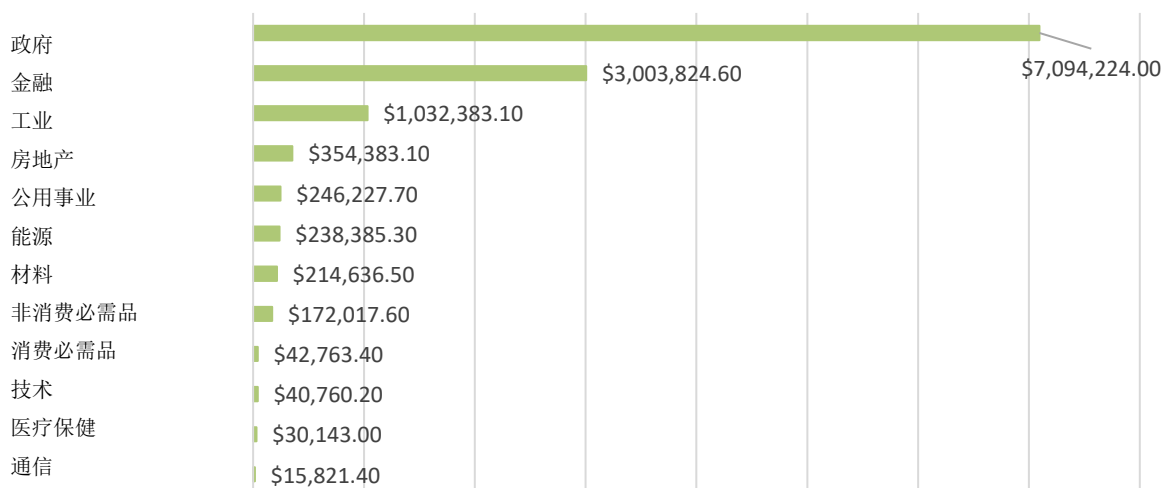
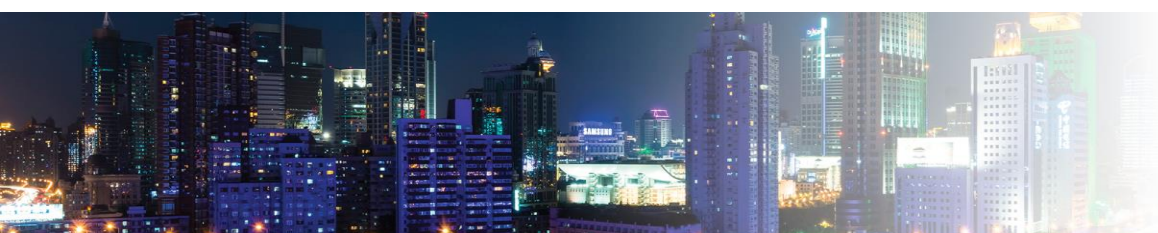


图 16: 中国各行业在岸发行债券中未偿债券（2018 年第三季度）

资料来源: 彭博、ASIFMA: 2018 年第四季度亚洲信用报告

与此同时，由于中国经济增速放缓，2018 年债券违约总额达到创记录的 1,510 亿元人民币（合 223 亿美元）。惠誉数据显示，公司债券违约尤为严重：45 家中国企业的 117 只债券出现违约，本金总额达 1,105 亿元人民币（合 163 亿美元）。私营、非国有企业占违约发行人总数的 86.7%，其违约债券本金占总额的 90%。

一些分析人士认为，这些违约本身实际上是债券市场走向成熟的积极信号，说明政府不再时刻准备出资援助。2014 年出现的首例公司债券违约是一个积极的迹象，表明监管部门已经准备好接受企业违约风险，而且不再为企业从银行融资转向债券融资过程中出现的违约提供“隐性担保”，毕竟这一做法存在道德风险。然而，由于大量债券将于 2019 年到期，私营部门风险偏好降低，以及信贷条件收紧等因素，可能使价值 1.5 万亿元人民币的一些评级低、缺少政府支持的债券出现新一轮违约热潮，其中就包括融资平台发行的债券。融资平台从宽松货币政策和刺激措施中获益良多，如全国人民代表大会于 2018 年 3 月批准的 1.25 万亿元人民币（合 1,970 亿美元）的基础设施专项债券额度。



2018 年中国在岸公司债券发行与违约情况

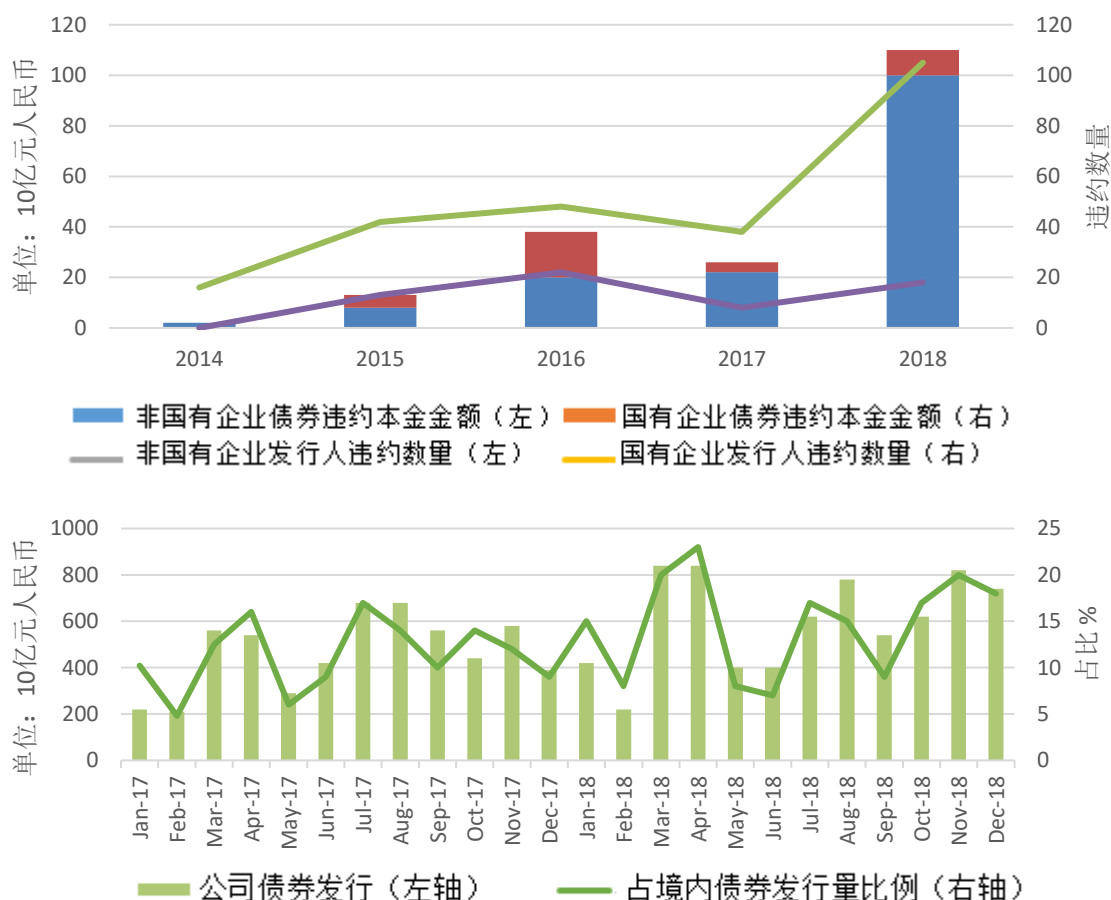


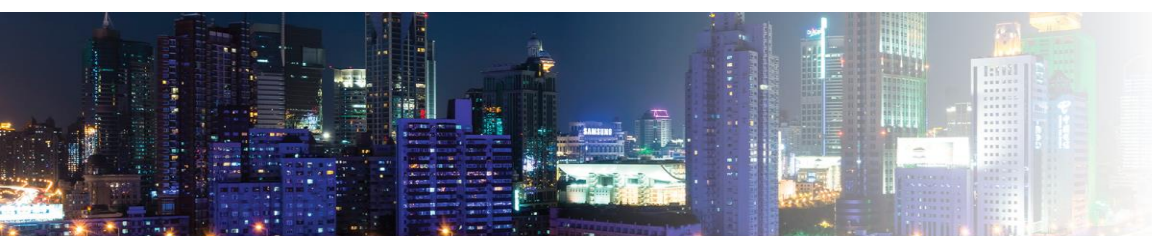
图 17: 2018 年中国在岸公司债券发行与违约情况
资料来源: 惠誉评级公司、万得资讯、《金融时报》

尽管一些人担心 2019 年经济前景不乐观,但公司债券市场涵盖多个发展迅速的行业,是中国债券市场发展的主要推动力量。这一趋势有望延续,原因如下:

- 中国资本市场持续深化、成熟,将降低对银行贷款的需求
- 不良贷款增加,资本要求收紧,“信用文化”继续发展,对信贷风险的评估越来越精准
- 中国政府部门加强对“影子银行”、理财产品及其他非官方银行业务渠道的监管

每个细分市场都包含不同类型的投资者。银行间债券市场主要包括机构投资者,而交易所市场主要包含散户投资者。但一些国际投资者也在通过交易所市场进入境内企业债券市场。

提高中国境内债券市场上承诺条款的约束力,是一个亟待解决的问题。总体而言,中国境内债券无论其信用质量如何,往往缺少重要的财务契约;而在国际信用市场上,这种契约是债券产品的标准成分,同时也是让中国境内公司债券的(境内外)持有人放心的关键。增加财契约有助于更好地保护投资者,在上文提到的对境外投资者开放银行间债券市场和债券通之后更是如



此。公司债券发行人应监控其债券契约和信用安排的所有承诺条款，并确保对其遵守，还应及时公正地向所有市场参与者披露违约信息。

2019 年 1 月，中国银行间市场交易商协会发布公告，接受标普信用评级（中国）有限公司注册进入银行间债券市场开展债券评级业务。这标志着国际信用评级机构首次获准为中国债券评级。这有望提升信用评级的准确度，尤其是当国内评级公司一贯高的信用价值评级与国际评级机构的评级结果趋同时。在 2019 年 1 月 28 日发布的公告中，中国人民银行并未提及穆迪投资者服务公司和惠誉国际信用评级公司。

2018 年 11 月 6 日中国银行间市场交易商协会发布的公告显示，中国 1741 支非金融公司债券中，有 97% 的评级都在 AA 及以上。约有 39% 的中国债券获得 AAA 的最高评级，而美国只有不到 2%。中国的评级级别打击了国际投资者的积极性，从最高 AAA 到最低 C 的评级范围才是他们熟悉的。中国债券评级机构也抱怨相关监管体系不完整，存在重复监管问题，如中国人民银行负责监管银行间债券市场，证监会负责监管债券交易，银保监会负责审批评级机构，发改委负责批准债券发行。银保监会规定银行和保险公司只能投资评级在 AA 及以上的债券，所以国内评级机构不会打出更低的评级。

15. 证券化

近年来，中国证券化行业呈现爆发式增长。根据中央结算公司报告显示，截至 2018 年 11 月，中国境内资产支持证券（ABS）和抵押贷款支持证券（MBS）在银行间债券市场和交易所债券市场的发行规模达 7,771 亿元人民币（合 1,158 亿美元），较 2015 年的 6,020 亿元人民币（合 897 亿美元）增长 30%，几乎是 2005 年资产证券化市场刚建立时的 45 倍。当时 ABS 发行量仅为 270 亿元人民币（合 40 亿美元）。³³中央结算公司与东方金诚国际信用评估有限公司联合发布的《2018 年资产证券化发展报告》显示，2018 年境内银行间债券市场和交易所债券市场上的 ABS 发行总量高达 2.01 万亿元人民币（合 2,995 亿美元），同比增长 36%。³⁴

2018 年全年，个人住房抵押贷款支持证券（RMBS）发行量为 5843 亿元人民币（合 865 亿美元），占信贷 ABS 发行总量的 63%，同比增长 242%。中央结算公司报告显示，其他消费性贷款 ABS 同样增长迅速，同比增长 75%，但仅占信贷 ABS 发行总量的 3%。如果将信贷资产证券化、资产支持专项计划和资产支持票据也算入 ABS 中，2017 年新发行量可达 1.495 万亿元，同比增长 64.7%，中国将是世界上新发行量第二大的证券化市场。³⁵2018 年上半年，中国证券化产品发行量同比增长 42%，相比 2000 年代初证券化试点时期，已实现了显著增长。³⁶2018 年全年，企业 ABS 占全国资产证券化产品发行总量的 47%。企业 ABS 中，标的资产通常是企业债权和应收账款。信贷 ABS 中，主要标的资产包括个人住房抵押贷款支持证券、个人汽车抵押贷款支持证券和公司信贷类资产支持证券。

2005 年，财政部、中国人民银行和银监会联合启动信贷资产证券化试点项目，标志着中国的证券化事业拉开帷幕。但 2008 年全球金融危机爆发后，出于证券化资产方面的担忧，证券化进程暂停。2012 年，信贷资产证券化框架再次启动，首批额度为 500 亿元人民币，其中参与者一般为银行及非银行金融机构。2015 年 5 月 13 日，国务院宣布将额度上调至 5,000 亿元人民币。

自此，证券化市场产品发行量持续增加，资产种类日益丰富，结构不断完善，境外投资者投资在岸 ABS 的兴趣也越来越浓。

中国资产证券化市场

	信贷资产证券化	资产支持专项计划	资产支持票据	资产支持计划
监管机构	央行、银监会	证监会	交易商协会	银保监会
发起机构	金融机构	所有类型机构	非金融机构	所有类型机构
发行市场	银行间债券市场	证券交易市场	银行间债券市场	保险资产交易平台
特殊目的载体	信托机构	证券公司或其基金子公司	特殊目的信托、特殊目的公司和发起机构	保险资产管理公司
标的资产	信贷资产	未被列入负面清单的资产	应收账款、租赁债权、信托受益权、基础设施收益权和不动产	无具体规定
项目数量	442	1184	67	无数据
发行债券总量(单位: 10 亿元)	1778.01	1657.39	98.07	无数据

图 18: 中国资产证券化市场

资料来源: 银保监会、证监会、中国银行间交易商协会、中国资产证券化分析网、鹏元资信评估结构融资部

中国证券化市场产品发行量

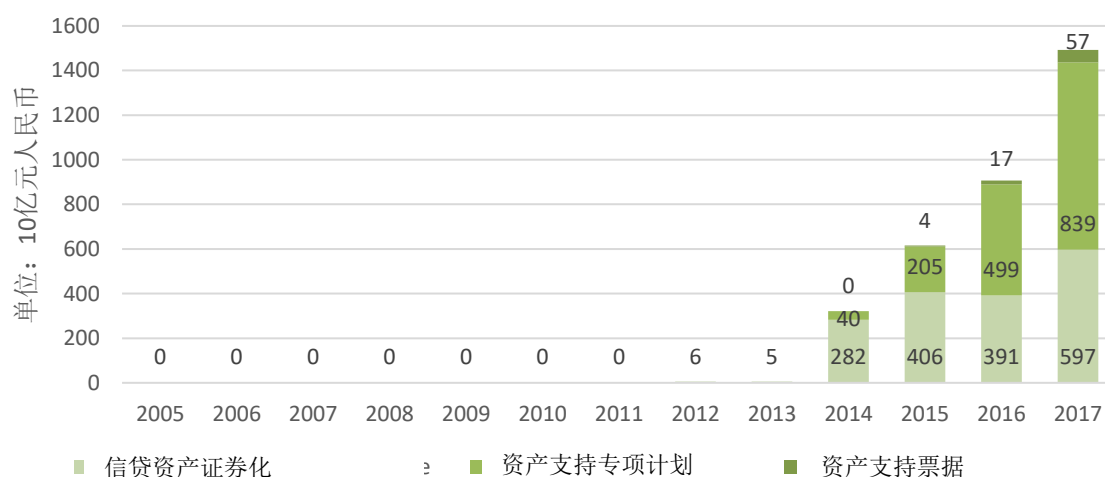
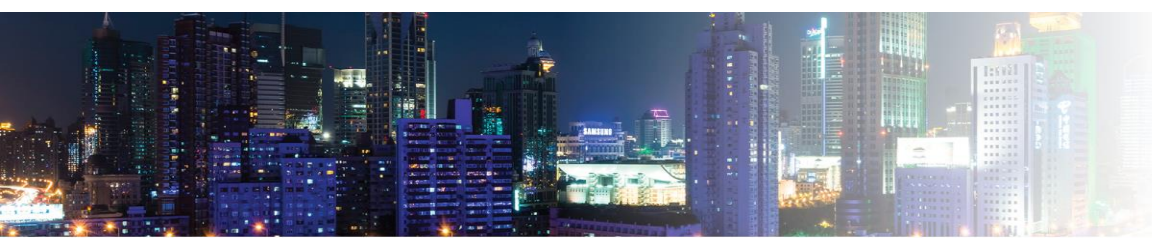


图 19: 2005-2017 年中国证券化市场增长

资料来源: 中国资产证券化分析网、鹏元资信评估结构融资部

近几年，中国证券化市场出现了一些创新产品，包括不良贷款证券化和企业在银行间市场发行的信托型资产支持票据。这类似于信贷资产证券化框架下的特殊目的载体（SPV）结构，使企



业发行人能够进入流动性更强的银行间市场。此外，2016 年，与其他形式的证券化相比，银行发行的贷款抵押证券在资产担保证券化发行量中的占比越来越低。另一方面，中国现有监管框架不允许外资直接投资境内信托持有的证券化资产。另外，目前境外投资者进入境内资产担保证券市场的路径也非常受限。

由于担心地方政府承担巨大债务，近几年中央政府大力支持政府和社会资本合作（PPP），允许政府和私营企业合作投资基础设施项目。为吸引更多私人资本，加速投资回报，2016 年 12 月，发改委和证监会联合发布公告，鼓励 PPP 项目通过发行 ABS 产品融资。

2016 年 2 月，中国开始不良贷款证券化试点，允许六大银行发行不良贷款 ABS，发行总额度为 500 亿元人民币。这六大银行分别为中国农业银行、中国工商银行、中国建设银行、中国银行、交通银行和中国招商银行。2016 年 5 月，中国银行发行了 3.01 亿元人民币的不良贷款 ABS，是自 2008 年以来中国的首单不良资产证券化产品。

自 2016 年以来，信托型资产支持票据（ABN）使企业可以进入流动性更强的中国银行间证券化市场。根据《中华人民共和国信托法》，信托型资产支持票据需以新设立的特殊目的信托（SPT）作为载体。具体地说，信托型 ABN 提供的“围栏”保护类似于信贷资产证券化的破产隔离，后者由央行和银保监会监管，但直到目前仍然仅适用于银行和非银行金融机构。此外，在 2017 至 2018 年期间，中国境内证券化市场中还有几点尤其值得注意：在电商市场蓬勃发展的背景下，不良贷款证券化，商业地产抵押贷款支持证券、类房地产投资信托基金，以及供应链金融 ABS 实现了不断发展。

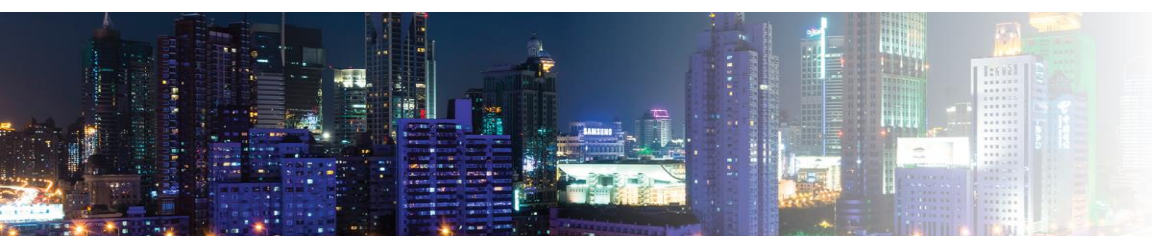
尽管中国的资产担保证券发行量飞速增长，但现有法律仅准许特定类型的投资者投资采用特殊目的信托结构的资产担保证券；这一投资群体主要限于境内银行、保险公司、证券公司和共同基金。如果某商业银行将其发起的信贷资产重新包装成资产担保证券，在银行间债券市场上售给其他商业银行，此过程实际上并未转移风险，该银行只是将风险转给其他银行，而未转移给资本市场的其他参与者。

目前，非金融公司参与证券化的主要途径是受证监会监管的“资产支持专项计划”。业内呼吁对所有企业实行统一的简化证券化框架，废除信贷资产证券化和资产支持专项计划这一区分。此举将使各企业统一应对共同的法律风险，例如证券资金混用、真实出售和转移的风险，这些现象在中国法律治理下的境内证券发行活动都有发生。

16. 高效的税收环境

随着中国金融市场不断发展，回购、期货、利率衍生品交易和债券市场交易彼此间的关系将更加密切，如果税收法规不能随行业的发展与时俱进，境内外银行将忧虑重重。

与国际标准不同的是，中国的增值税制度适用于大多数金融服务，包括利息收入。在债券利息税收方面，国务院常务会议于 2018 年 8 月 30 日表示，对境外机构投资境内债券市场取得的债券利息收入暂免征收三年的企业所得税和增值税。财政部和税务总局也于同年 11 月联合发文正式确认该政策。我们对此喜闻乐见，但是财政部和税务总局仍需明确一些问题。³⁷



比如，我们的会员希望税务总局能够明确该项免税政策是否适用于所有获准的债务工具、投资渠道以及所有交易类型（包括现金、回购、债券借贷和债券衍生品交易）。此外，最好能在在三年期限到期前，至少提前六个月确定延长期限。若不延续该税收政策，也应提前六个月告知境外投资者。此举将提高投资的确定性，吸引外资流入中国债券市场。

可取的做法是简化税收体系，例如基于登记日原则（现为持有期原则）征收预提所得税，以及对涉及复杂计算的交易取消资本利得税和增值税，以免跨境交易难上加难。对投资者而言，额外委托税务代理人，将增加投资复杂性和成本。

对于全球机构投资者而言，中国最好能是：

- 采用简单的税收体系（以登记日计算预提税），但在交易层面不征税，比如取消投资中国银行间债券市场资产的资本利得税和增值税。此举将极大地简化和明确征税流程。
- 将计算税收和征税的职责从发行人转到中央证券存管机构（中央结算公司和上海清算所）。这些机构可以收取投资者的完税证明³⁸（决定相关税率），返还投资者净收入（即源泉扣缴）。如果投资者没有按时提交完税证明，可考虑重新申请退税。针对熊猫债券这种发行人遵循不同税制的情况，建议委托在多地开设业务的托管人。他们可以收取客户的完税证明。比如，美国和日本的发行人要求收取特定的完税证明。
- 在有名义持有人的情况下，确保最终受益人为纳税人而非名义持有人。

税率会影响投资者的投资意愿和收益，这可以解释为什么世界上许多市场甚至取消了债券的预提税。复杂、模糊的税收政策会打击投资者进入中国市场的积极性，还会阻碍中国债券纳入国际主要债券指数的进程。

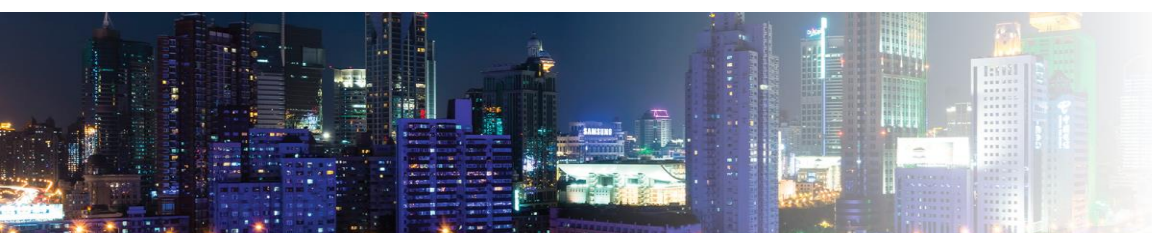
针对固定收益产品的建议

发展中国一级市场

1. **在信息披露等问题方面采用国际最佳做法。**在新债发行和后续发行时，无论对于招股书还是发行文件，机构投资者都不需要给散户投资者诸多详细信息，因此可以简化对机构投资者披露的信息。
2. **强化尽职调查过程**，特别是金融（发行人的财务账户）、法律（与发行人注册成立相关的问题）和业务（涉及发行人业务活动的当前情况和未来展望/前景）的关键方面。
3. 通过在发行人/承销商/账簿管理人之间，以及在投资者之间开展反复沟通一类似于国际公开发售时开展的过程，**精简市场询价过程**，在定价方面提供更多的灵活性。
4. **促进债券通等境外投资渠道的 SPV 公司注册**，从而便利 ABS 发行和境外投资者对其投资。

发展二级市场、传统回购市场、债券期货、固定收益衍生品

5. **拍卖/市场供应与市场流动性：**采取行动扩大发行规模并鼓励做市商提供足够的定价透明度，都是建立有效基准收益率曲线的重要步骤。只要可行，应重新开放未偿还债券交易。回购非指标债券（代之以流动性更强的指标债券）也值得考虑。任何能促进大型境内银行交易/债券交易的监管做法同样可取。许多境内银行采取买入并持有至



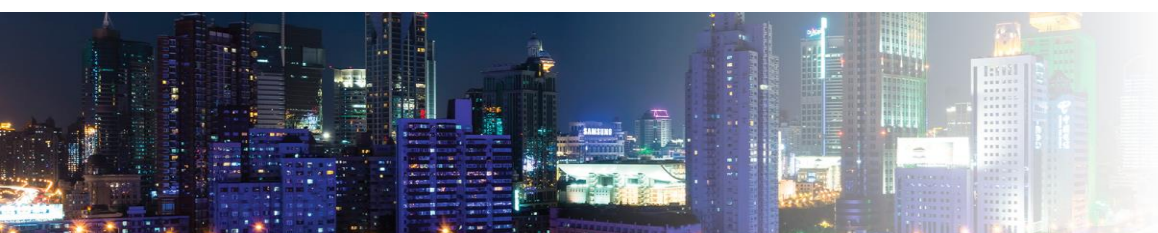
到期策略，这显然在一定程度上阻碍了市场流动性。允许银行和境外投资者交易期货，同样能提高市场流动性的总体水平。

6. **信用违约掉期市场指南：**监管机构应发布离岸投资者和其他市场参与者参与中国国内信用违约掉期市场的指南。
7. **监管机构应将信用违约掉期的中央清算和中央对手方的指定正式化，**以降低交易对手风险。
8. **三方回购：**中国人民银行已宣布在银行间债券市场推出三方回购交易。虽然目前只有银行间债券托管结算机构可作为第三方机构，这已是重大的进步，因为未来具备相应能力的大型银行也希望能够提供三方回购服务。中国人民银行应该尽快考虑拓宽第三方机构范围。
9. **回购：**向所有权转让（传统回购）模式发展，加快采纳国际通用的《全球回购主协议》，方便境外投资者。此外，债券通，即通过三方回购交易，先让境外客户直接开展回购交易，是境外投资者投资中国市场的重要渠道。我们在债券通的市场准入部分中探讨过相关事宜。
10. **人民币能力和在多个外汇银行兑换的能力：**指数追踪基金会引发两个常见问题，一为使用人民币的能力（一些黄金期货合约至今仍不能使用在岸人民币报价），另一为实现（和检验）最佳交易，在多个外汇银行兑换在岸人民币的能力。
11. **延长结算周期：**投资者再次提出需要延长结算周期（不仅仅是 T+0、T+1、T+2 等结算机制）。

清算和结算事宜

12. **A 类会员的角色可以分为交易和结算功能，**以便让专业交易和结算服务提供商独立为客户提供服务。
13. **A 类会员可以是中国外汇交易系统的会员，**若他们采购并执行交易，则可负责交易/交易匹配事宜。如果他们愿意，也可以提供结算功能。但此功能不需要捆绑。
14. **应允许券商、资产管理人或投资者进行交易并进入中国外汇交易系统代表投资者进行交易配对。**
15. **应允许托管人依其现有的许可证即可在存管机构提供结算服务，**这在全球几乎所有其他市场都是允许的。必要时，还可以要求他们向中国外汇交易中心报告场外交易情况，以便中国外汇交易中心掌握所有交易和执行数据。
16. **应禁止可能影响市场交易执行合法性的交易执行或服务。**
17. **应允许投资者自行或委托其券商/全球托管人/国际中央证券存管机构使用中介机构的交易 ID 或自己的交易 ID，在境外的中国外汇交易系统中输入交易指令。**或者，也可以通过境内结算代理在境内的交易。
18. **应考虑与参与清算过程的清算会员一起，在中国银行间债券市场为所有场外交易确立中央清算交易对手，**以最大限度地降低（中央国债登记结算有限责任公司各项结算的）清算风险
19. **A 类会员和托管银行应有资格申请成为债券交易清算会员。**这是也是中国股票市场框架及国际最佳做法一致的。
20. **投资者应在通过本地托管人持有的全球托管人或国际中央证券存管机构账户中结算交易。**应允许本地托管人直接与境内中央证券存管机构直接确认这些交易。

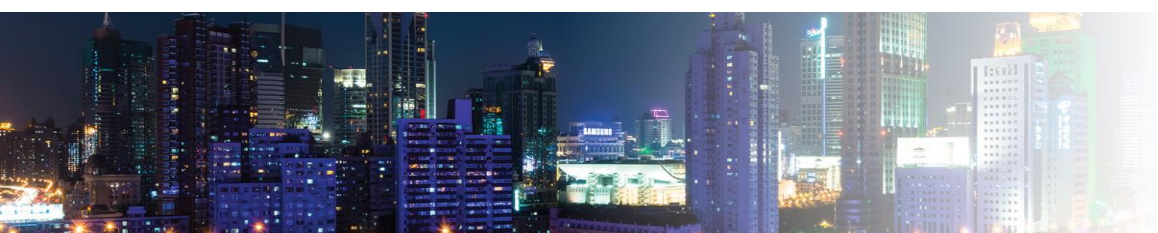
增值税和企业所得税减免（2018 年 11 月）



21. 税收减免适用于所有获批的债务工具、投资渠道以及交易类型（包括现金、回购、债券借贷和债券衍生品交易）。
22. 在理想情况下，应该在三年期限截止前，至少提前六个月延长期限。若不延续该税收政策，也应提前六个月告知境外投资者。

综合建议

23. 采取措施提高二级市场流动性，如上文所述。
24. 向所有权转让的（传统）回购市场发展，采纳其他市场通用的协议（《全球回购主协议》）以及采取在债券通/市场准入部分列出的其他措施，从而鼓励境外投资者进一步参与回购市场。
25. 在发行新产品时及后续阶段，在发行说明/发行文件中，应按符合国际标准的最佳做法进行信息披露。
26. 加强一级市场的金融、法务和业务尽职调查程序。
27. 简化累计市场询价流程，提供类似国际发行采用的定价流程，使定价过程更加灵活。
28. 允许所有类型的投资者参与债券期货市场。
29. 为中国境内信用违约掉期市场上的境外投资者和其他市场参与者提供指南。
30. 将信用违约掉期的集中清算和中央对手方的指定正式化，以便缓释对手方风险。
31. 考虑推出环境、社会和治理(ESG)债券和社会债券，以及与联合国可持续目标挂钩的债券
32. 统一不同的证券化制度，打造一个更大、更深入、流动性更强的证券化市场。



F. 外汇

近年来，随着中国经济发展壮大，与其他国家的互动增加，人民币在国际上的地位和影响力也与日俱增。尽管中国推动人民币国际化的方法有悖一般公认规范，但人民币的国际化已是不争的事实。

货币国际化虽然没有标准的方法可循，但通常都需要循序渐进的过程。首先是调整汇率制度，逐渐加强市场对汇率的决定权，然后调整资本和经常项目的可兑换性，最后完全放开对资本项目的管制，使货币达到一定的流动性，让外界对此货币抱有信心。中国的人民币国际化道路与此不同，是在人民币尚未实现完全可转移和可兑换的情况下，率先加大人民币在国际上的使用量，在此期间，人民币的汇率通常受人为控制。

1. 概述

过去十年间，中国采取一系列措施来完善人民币体系。2005 年，部分迫于贸易伙伴的压力，中国人民银行宣布实行有管理的浮动汇率制度，每日的汇率不再单以美元来调节，而是参考一篮子货币，并允许人民币逐步升值，为实现人民币国际化迈出的重要的第一步。其后三年中，人民币也的确在逐步升值。官方并未透露一篮子货币的具体构成。2015 年 8 月，中国人民银行宣布进一步调整人民币汇率机制，每日汇率不再由央行决定，而是参考上日市场收盘汇率，更大程度上由市场决定。

2018 年 1 月至 12 月，人民币对美元贬值 7%。这反映出一系列问题，包括中美两国之间日益紧张的贸易关系、美国于 2018 年对从中国进口的价值 2500 美元的商品征收惩罚性关税、GDP 增速放缓问题、不断增长的债务负担以及不同的货币政策。

2015-2019 年平均每月人民币对美元参考汇率

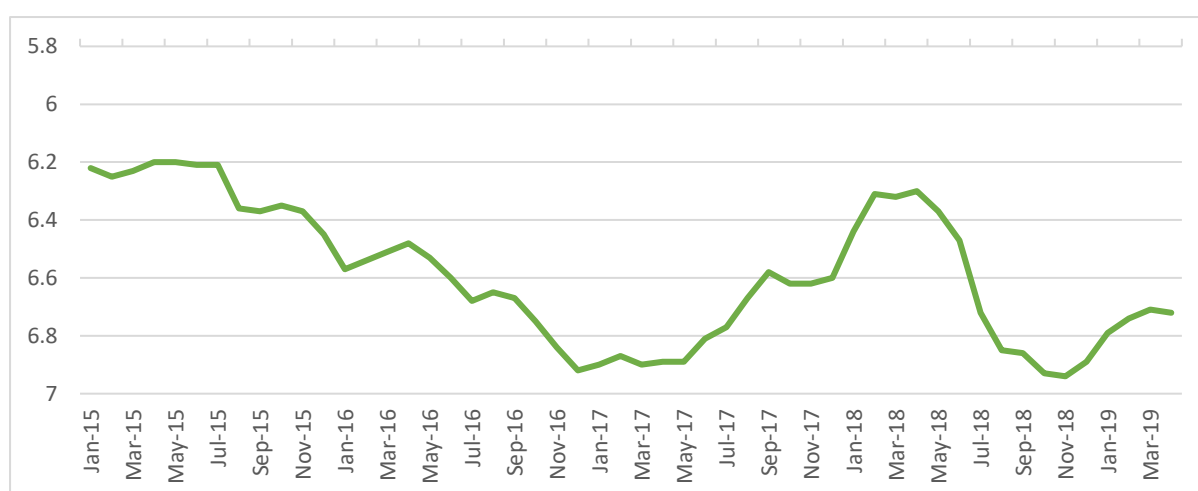
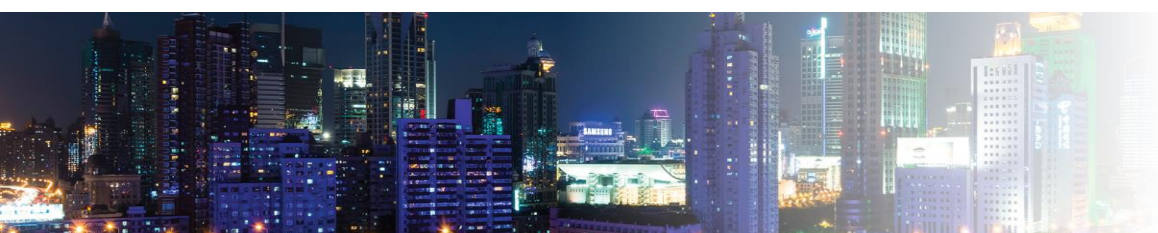


图 20：2015 年 1 月-2019 年 3 月平均每月人民币对美元参考汇率（元/美元）

资料来源：万得资讯



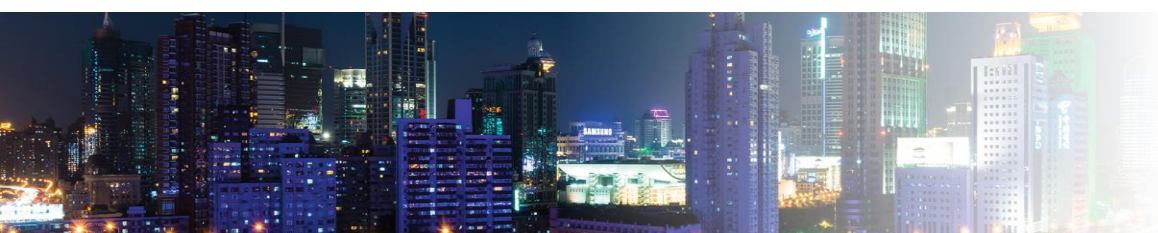
2015 年 12 月，中国外汇交易中心正式发布 CFETS 人民币汇率指数，用于评估汇率的浮动情况。此举旨在引导市场改变过去主要关注人民币对美元双边汇率的习惯，逐渐参考一篮子贸易伙伴国货币来计算人民币汇率，其背后的理念是用人民币汇率应体现中国的国际贸易流。CFETS 人民币汇率指数货币篮子最初由 13 种货币组成，货币权重主要采用考虑转口贸易因素的贸易权重法计算而得。货币篮子中囊括了全球主要储备货币，其总权重超过 80%。权重排名前三的货币依次是美元、欧元和日元，分别占 26.4%、21.4%和 14.7%。2016 年 12 月，中国外汇交易中心调整 CFETS 人民币汇率指数货币篮子规则，新增挂牌 11 种货币，美元、欧元和日圆的权重也相应调低。

2017 年 1 月：CFETS 人民币汇率指数的构成

货币	Weight
美元	22.40%
欧元	16.34%
日元	11.53%
韩元	10.77%
澳元	4.40%
港币	4.28%
马来西亚令吉	3.75%
新元	3.21%
英镑	3.16%
泰铢	2.91%
俄罗斯卢布	2.63%
加元	2.15%
沙特里亚尔	1.99%
阿联酋迪拉姆	1.87%
南非兰特	1.78%
瑞士法郎	1.71%
墨西哥比索	1.69%
土耳其里拉	0.83%
波兰兹罗提	0.66%
瑞典克朗	0.52%
新西兰元	0.44%
丹麦克朗	0.40%
匈牙利福林	0.31%
挪威克郎	0.27%

图 21：新增货币包括南非兰特、韩元、阿联酋迪拉姆、沙特里亚尔、匈牙利福林、波兰兹罗提、丹麦克朗、瑞典克朗、挪威克朗、土耳其里拉和墨西哥比索（篮子的 21.1%）

资料来源：中国外汇交易中心



1a. 人民币作为支付货币的国际化

中国货币政策的另一重大进步是在国际上推动使用人民币结算经常项目交易。2009 年 7 月，中国启动跨境贸易人民币结算试点工作，最初仅限于与中国内地开展贸易的香港特别行政区、澳门特别行政区和东盟国家的特定企业。2012 年，所有内地企业和经常项目交易均有资格使用人民币开具发票和结算，至此，试点计划结束。

2018 年，人民币是国际支付中第五大活跃货币。若只按国际支付额计算，且不计欧元区内的支付，人民币在 2019 年 1 月位列第八，份额为 1.24%。³⁹

人民币作为国内和国际支付货币的市场占有率

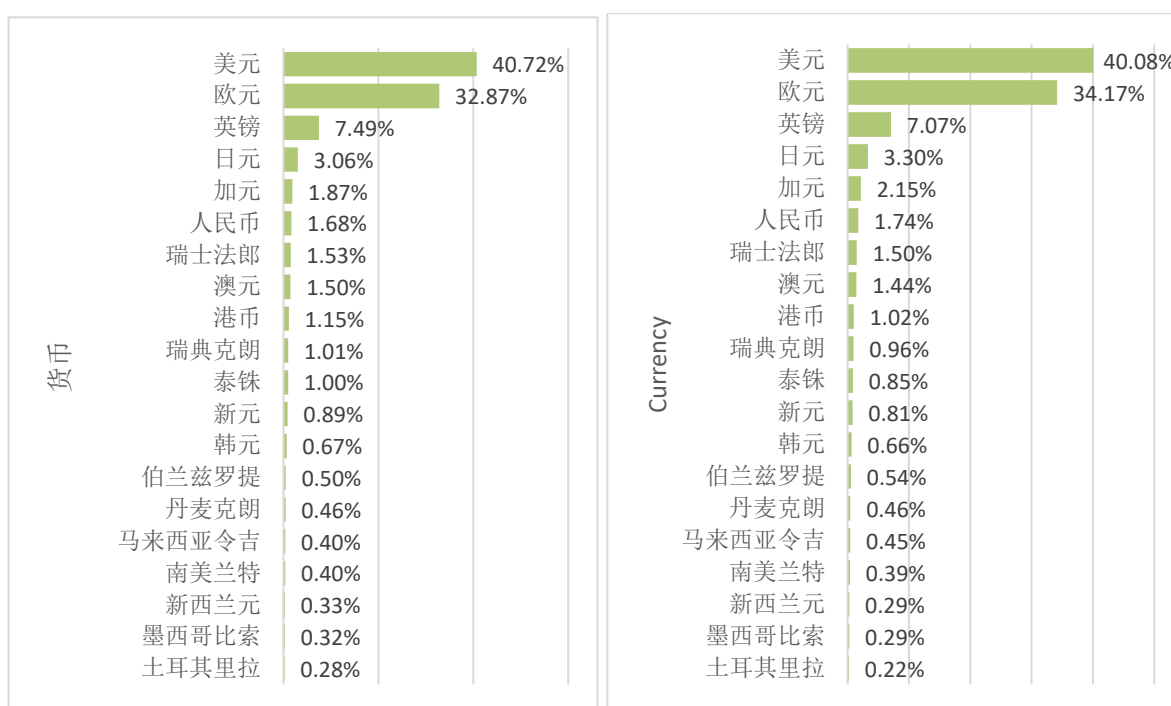


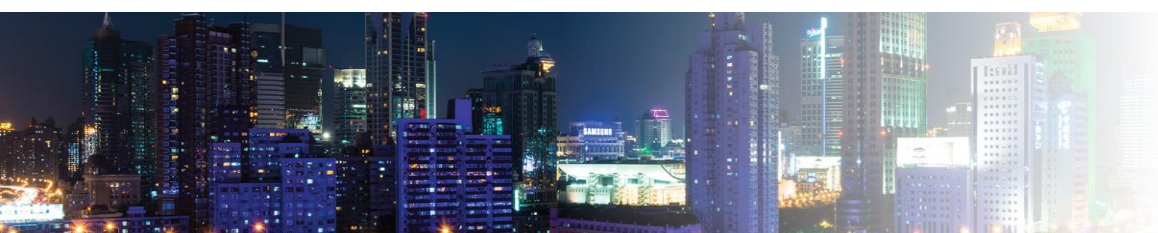
图 22：人民币作为国际支付货币的市场占有率（左：2017 年 1 月；右：2019 年 1 月）

资料来源：SWIFT

1b. 人民币交易

尽管中国不断采取改革措施，但人民币（在岸）外汇市场仍处于高度监管之下。目前，仅有境内银行、国企和境外银行的境内子公司可参与批发市场。

与中国的 GDP 和中外经济往来规模相比，境内人民币市场规模偏小。相较于 2016 年 11.19 万亿美元的 GDP，2015 年 4 月中国外汇衍生品市场仅占全球衍生品成交额的 0.7%，低于印度（1.4%），甚至低于处于经济衰退期的巴西（1.1%）。相比之下，新兴市场经济体的平均为 5%，发达经济体为 20%。根据 2016 国际清算银行三年一度的调查，人民币已是第八大交易最



活跃货币，日均交易额为 2,020 亿美元，占 5.088 万亿美元的全球日均外汇交易额的 3.9%，同 2013 年相比，比重上升 2.2%。⁴⁰

即便如此，人民币（包括离岸人民币）已经成为交易最活跃的新兴市场货币。

新兴市场经济体和发达市场的外汇平均每日成交量

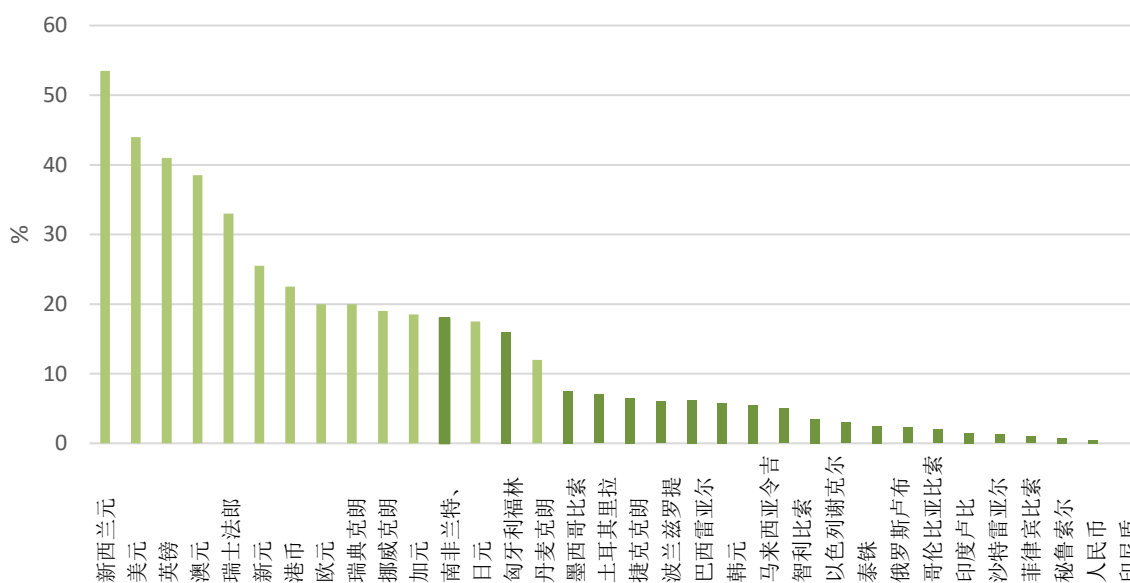
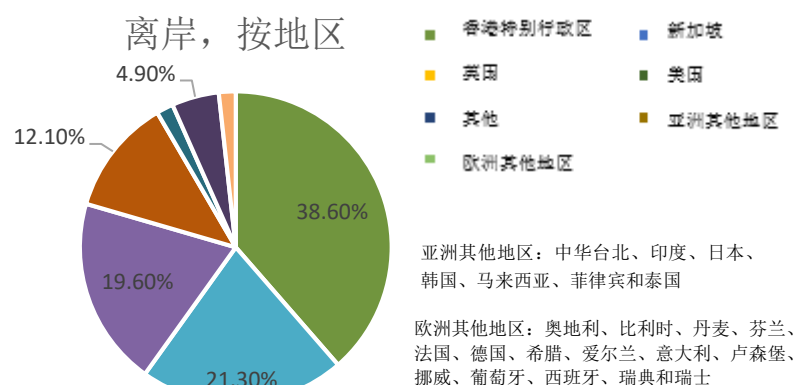


图 23：新兴市场经济体和发达市场的外汇平均每日成交量对比

资料来源：2016 年国际清算银行季报

2016 年人民币在岸和离岸外汇交易



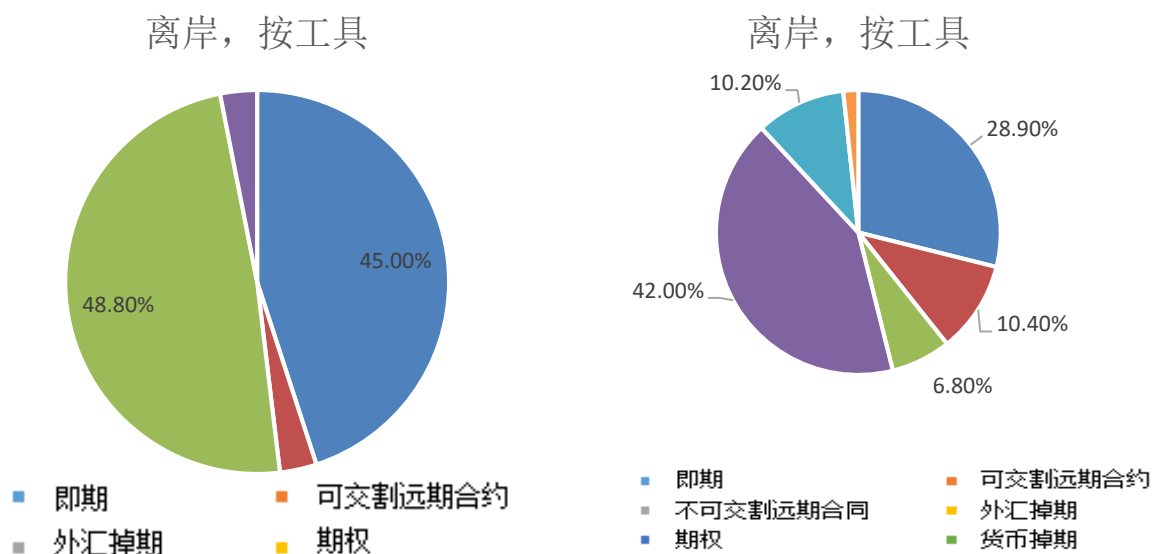
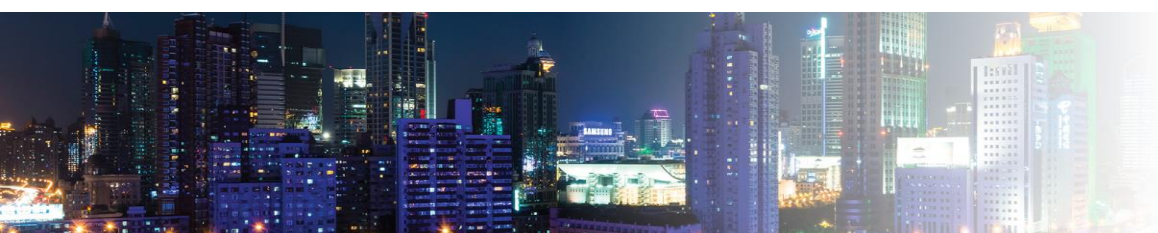


图 24: 2016 年人民币在岸和离岸外汇交易：总成交量份额，用百分比 (%) 表示

资料来源：国际清算银行季报，2016 年 12 月

1c. 人民币作为特别提款权篮子货币

2016 年 10 月 1 日，人民币加入国际货币基金组织的特别提款权（简称 SDR）货币篮子，权重是 10.92%，位列世界第三。这表明了中国为人民币国际化及拓宽在岸资本市场和离岸资本市场准入所作的努力，在世界舞台上获得了认可。尽管，人民币加入 SDR 理应增加投资者对以人民币计价资产的吸引力，鼓励跨境交易中更广泛使用人民币，但是人民币在国际支付中的份额和人民币作为储备货币的地位一样，仍然停滞不前。

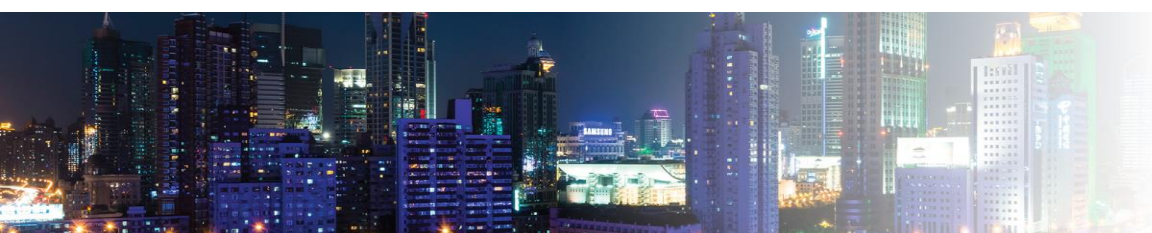
鉴于对资本流出的限制依然非常严格，中短期内不太可能进一步放开汇率。监管部门对中外资银行离岸借贷更严格的管控，以及对中资企业境外投资的严加审查，导致 2017 年和 2018 年对外直接投资减少。而对外直接投资是人民币国际化的一个重要驱动力。对外投资的一个亮点是“一带一路”项目，占 2018 年总投资的 13%，比 2017 年增长 1 个百分点。

与此同时，为应对经常账户在未来从顺差转向逆差的局面，中国采取措施吸引境外资本流入。根据联合国贸易和发展会议的数据，2018 年流入中国的境外直接投资增长 3%，达到 1,420 亿美元。⁴¹

2. 人民币在特别提款权货币篮子中的前景

人民币与美元、欧元、日元和英镑一起构成特别提款权货币篮子。未来十年内，随着中国在全球经济中的地位提升，及其在金融市场上的体现，人民币在货币篮子中的权重将逐步增加。

特别提款权货币在篮子中的权重取实体经济指标和金融市场指标的平均值。实体经济指标等于货币发行国的经常项目收入在所有篮子货币发行国中的占比。金融指标包括非货币发行国的货



币当局持有的以该货币计值的官方储备额，以该货币计值的外汇市场交投总额，以及以该货币计值的国际银行负债和国际债务证券总余额，上述三个指标所占比例相同。

按照上述标准，今后中国的重要性必将有所提高。鉴于目前中国的经常项目收入已经达到较高水平，未来此项的比重增长空间不大。另一方面，中国在全球金融市场的地位落后于其经济成就，有望显著提高。我们在 2017 年曾预计，在国际货币基金组织举行下一次特别提款权审查时（大约在 2021 年），人民币在货币篮子中的权重将升至 15% 左右。此后，人民币的权重还将进一步提高，最终与欧元和美元旗鼓相当。

人民币作为特别提款权货币的现状，及其权重扩张的前景，将成为决定人民币作为国际储备货币的关键因素。这是因为各国央行倾向于优先将特别提款权货币作为储备货币。事实上，某种货币在特别提款权货币篮子中的权重，与其在全球储备资产中的比例的相关性很强。

国际货币基金组织称，2018 年第二季度全球各大央行持有的人民币资产为 1,934 亿美元，相当于所有储备资产的 1.84%。人民币在储备货币中已位列第六，但仍低于美元的 62.25%，欧元的 20.26%，和日元的 4.97%。根据各国央行行长的沟通和历史趋势，人民币储备占比预计在 2022 年将上升至 5%，等于除中国以外的全球外汇储备的 7%。此外，主权财富基金和超国家机构也将重新分配资产储备，增加人民币储备。按美元计算，2017 年至 2022 年，每年持有的人民币外汇储备将达到约 1,250 亿美元。该进程将支撑人民币的价值，并成为人民币国际化的主要驱动力。

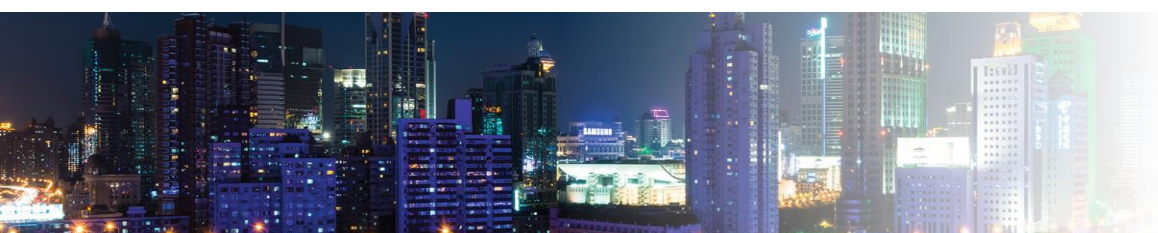
3. 电子交易

银行和客户倾向于选择电子交易，因为它可以凭借更高程度的直通式处理和已大幅降低的出错率，提高交易和交易处理的效率，降低成本。

CFETS 系统是中国银行间外汇交易的电子平台。银行间外汇市场采用会员准入制，其参与者包括外汇指定银行、合格非银行金融机构和非金融企业。

2018 年 2 月，中国充分利用 NEX Markets 电子经纪系统（简称 EBS）的相关技术，推出 CFETS FX2017 交易平台之后，会员可以匿名进入中央流动性交易池，通过中央限价盘记录电子执行即期交易，即标准化人民币外汇衍生品交易模块（简称 C-trade）；或者通过公开的双边交易模式执行即期、远期和掉期交易，价格接受者可以在众多银行和非银行金融机构资金提供者中作出选择。然而，由于交易在中国外汇交易中心结算，交易成本较高，导致吸引力不高。此外，相较于 EBS 等银行间的平台交易主要货币的成本，CFETS 平台上执行交易的成本仍然是一大阻力。外汇掉期合约和期权的交易可在交易双方间进行，但所有交易必须在 CFETS 平台上登记。

银行可使用单经销商平台完成境内客户的电子交易，但由于客户须满足繁琐的文件要求来证明相关实体经济交易。这种交易方式的效率较低。因此，客户会选择通过电话指示经销商为其完成外汇交易。尽管文件要求正朝着简化的方向发展，最新的要求于 2016 年生效，但是支付流程仍十分耗费人力。



4. 产品动态

随着人民币的国际化程度逐渐提高，其作为结算货币的重要性也与日俱增。促成这一成就的举措之一是 2010 年引入可交割离岸人民币资金池，或称离岸人民币市场。自此，香港的银行之间可使用人民币互相结算。

中国建立离岸人民币市场前，利用无本金交割远期外汇市场，是离岸市场参与者对冲人民币敞口的唯一方法。无本金交割远期外汇的每日中间价与中国人民银行每日早上发布的中间价一致，这意味着如果在岸人民币与离岸人民币汇率相异，市场参与者将面临风险。尽管无本金交割远期外汇市场有所回缩，但仍有一些公司利用该市场。这些公司要么因近期连续暴露的流动性不足而怀有疑虑，要么尚未建立起可用于结算人民币的基础设施；此外，还有一些市场参与者利用无本金交割远期外汇市场进行投机。然而，离岸人民币市场越受欢迎，无本金交割远期外汇市场的流动性可能就越弱，虽然一些细分市场可能依然对此产品有一定的需求。

2011 年 4 月，中国国家外汇管理局实行新规，允许本地银行、金融机构和公司交易普通欧式外汇期权。当时，尽管该法规仅许可公司购买期权，但这项改革仍被视为人民币国际化和外汇市场发展进程中的又一进步。然而，预期的成交量增长并未成为现实，部分原因是购买期权的成本较高，且流动性供应商和投资者不够成熟。

2014 年 8 月，国家外汇管理局取消了对公司的限制，允许它们买进卖出外汇期权。企业因而能够交易简单的策略，并有可能降低对冲成本。

2017 年，中国人民银行和国家外汇管理局批准境外央行直接在银行间市场交易外汇衍生品，这被视为鼓励银行间债券市场投资的一大重要举措。中国还允许境外央行就外汇衍生品与境内合作方交涉 ISDA 主协议，进一步鼓励境外央行参与。迄今为止，在境内交易的对手方只能协商达成境内发布的《中国银行间市场金融衍生品交易主协议》。

2017 年资本市场的又一项重要开放举措，是允许银行间债券市场上的境外机构投资者使用在岸汇率对冲工具。过去，境内金融机构无法办理人民币对外汇衍生品业务。这给境外投资者带来不便，他们只能花费更多的资金使用离岸人民币对冲工具。至 2018 年 6 月，QFII 或 RQFII 可以无需通过托管人，直接对冲外汇敞口；而中国银行间债券市场投资者则只能通过境内代理银行对冲外汇敞口。自中国于 2010 年推出可交割离岸人民币以来，外汇市场显然取得不少进步，但境内市场规模仍然受到不少因素的限制，包括：

- 市场准入受限，减少了潜在市场参与者的数量，限制了流动性供应商的自然对冲手段
- 终止净额结算法律法规缺失，这对市场规模的限制比流动性不足更大
- 随着成交量增加，货币用量增加，最终和不可撤销结算的确定性不足将继续限制风险偏好和交易
- 在中国银行间债券市场投资的长期机构投资者中，尚不明确谁有资格对冲外汇敞口
- 对所有市场参与者都有必要采用标准国际项目档案
- 缺乏可保护本金的同步支付风险缓释基础设施。风险缓释对投资者非常重要，与人民币交易的最活跃的交叉货币等发达国家货币均可提供



此外，上海自贸区尚未在市场上发挥预期作用。

不应打压最终用户对冲外汇敞口的意愿，但由于对冲成本一直较高，抑制了用户采取审慎风险管理做法的积极性。一种激励措施是在现有产品组合中增加简单的奇异期权，例如障碍期权和数字期权。障碍期权的初衷是以低于传统普通期权的权利金，实现期权套期保值，从而降低成本，提高杠杆效应。

5. 人民币交易成本

目前，除了即期外汇和外汇掉期的流动性较强外，境内市场的效率低、成本高，对有资格在此市场进行交易的参与者吸引力不大。

2015 年，中国开放期权市场，但活动量并未如愿增加。因此外汇衍生品市场的规模与中国经济体量的比例仍然小于其他新兴发展中经济体及发达经济体。中国期权市场发展缓慢的原因之一是境内参与者对产品不够熟悉，另一个原因则是外汇市场准入限制。境外市场上有无数非银行参与者从事双边市场交易，使银行能够通过出售期权抵销 **vega** 风险，规避风险仓储成本。在境内市场，对冲是方向性的，非银行参与者不能进入市场。银行因此形成的风险仓储将产生一定成本，必须扩大买卖价差才能收回，进而打压了最终用户的需求。

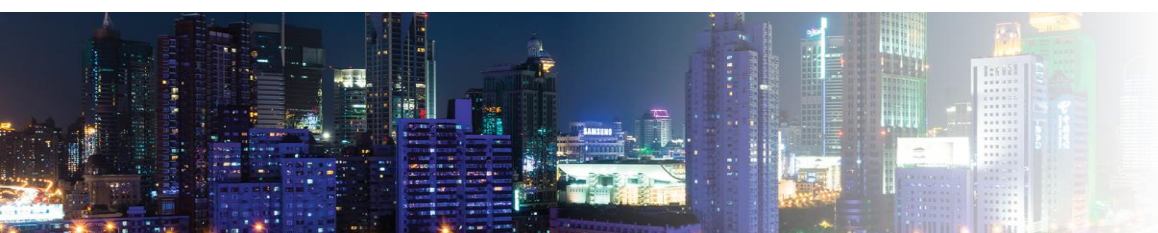
此外，目前的安排可能给使用人民币的双边交易和结算限制造成负面影响。尽管市场可以使用替代措施来增加双边交易和结算限制，但这些替代措施尚未得到充分利用。由于同步支付、券款兑付等结算解决方案得不到落实，人民币及人民币计价资产的交易成本便需包含仓储风险的成本。此外，非同步支付货币兑换中缺乏本金风险保护措施，也可能另投资者望而却步。

中国人民银行自 2015 年 8 月 11 日将人民币贬值 2% 后又进一步采取措施，导致终端用户的使用成本更高。2015 年 9 月，为了抑制境内外汇市场上投机，中国人民银行采取的举措之一是要求经销商在央行零利率储蓄美元一年。存款金额的计算方法是该经销商与美元多头客户签订的所有未到期外汇合约的名义价值乘以一定比例。其中，远期合约和掉期合约约为 20%，期权为 10%。央行除了推行这项新规，还增加了计算频次，并覆盖了更多银行。因此，经销商在定价时也将央行储备资金的成本计算在内，这可能会不经意间将市场参与者推向期权交易。

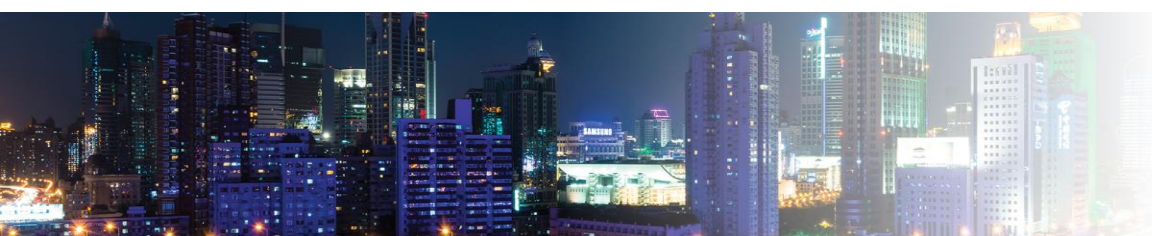
2017 年 9 月，外汇风险准备金宣布取消，但与 2018 年 8 月再度恢复，并进一步上调。中国人民银行 2018 年 8 月 6 日宣布，所有外汇产品的风险准备金率设为 20%，与在之前的准备金率下的价格相比，期权价格如今更高。这一举措使对冲成本增加 400 个基点，中国企业面对货币市场的波动采取风险管理的趋势再次放缓。鉴于中国人民银行的首要关注点仍是维持人民币稳定，外汇市场的作用仍将不够理想，而市场参与者为了规避飞涨的市场成本，将承担更多的外汇风险。深度更好、流动性更强的外汇市场，能够提供良好的价格发现机制，这对在境内股市、债市寻求投资机会的投资者而言，是必要的要求。

针对外汇的建议

1. 鼓励发展与中国外汇交易中心系统（CFETS）形成竞争的平台：继续鼓励加大电子执行价格竞争，允许其他平台加入，提高效率，从而降低交易成本。



2. 继续适时推出新产品，为最终用户提供更多成本低成本的汇率风险对冲方式。
3. 阐明根据本地货币市场的增值税豁免规定，是否可以免除银行间外汇市场外汇对冲交易的增值税。
4. 将外汇交易成本降到最低，鼓励市场参与者积极对冲外汇敞口。
5. 在进行实体经济交易外汇结算时，考虑只要求提供数字化的相关文件，以便大幅提高市场效率，降低操作风险和成本。
6. 向债券通投资者阐明外汇对冲流程。
7. 采用中国银行间债券市场参与者直投模式（CIBM Direct）的投资者，应不仅可以通过在岸代理银行对冲外汇，也可以通过其他在岸外汇市场做市商对冲外汇。



G. 法律法规

考虑采用国际金融监管标准对中国大有益处。如果政策制定者能够实现与其他管辖区具有合理相似性、兼容性和可预测性的监管结果，则国内与国际金融机构都将能够投资、运营并提供跨境服务，且无需面对不必要的障碍或复杂情况，让投资有效地流向最需要的地方。公司、投资者，甚至是散户，都将能够获得更安全 and 高效的服务，降低金融不稳定的风险。此举有利于中国经济，拓宽和加深入境资本流动，提高风险分散程度，为国内投资者提供更多样的金融服务。与此同时，与国际市场接轨有利于总体上稳定中国国内市场。

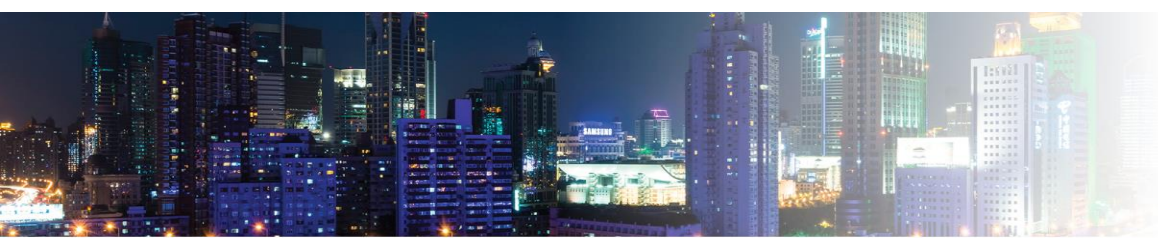
中国需要解决法律、经济和政治上的限制，并达到必要的一致程度，从而实现这些益处，降低经济成本。建立健全的体系对于制定并执行监管做法同样重要。就像在其他司法管辖区一样，在积极实现更高金融稳定性的同时，还需允许必要的监督裁量及合理的地方差异存在，要在这两者之间达成最佳平衡。本协会在此不是提倡要采取与其他司法管辖区相同的法规，我们认为可以借此机会制定要求，使其更符合其他主要司法管辖区实施的全球法律、监管和商业标准。

1. 监管程序

本协会在 2016 年开展的全球投资者调查结果显示，监管的透明度与一致性、新规定的充分通知力度、实施准备时间、切实开展市场磋商，包括留出时间征询公众意见，开展充分对话，向境外市场参与者开诚布公，包括英文公布监管咨询、通知、市场和技术文件等，对于发展完善的金融市场和吸引国际投资者而言十分关键。撇开全球投资者的需求不谈，就国内而言，加强金融行业中监管机构的一致性也是十分可取和必要的。中国的金融服务行业由大量监管机构和半官方监管机构（例如中国人民银行、国家外汇管理局、财政部、国家税务局、国家发改委、中国证监会、中国银监会、中国保监会，以及中国银行间市场交易商协会）管理。据了解，这些机构有各自的优先考虑和处理流程，彼此间还不一定协调统一。

在这些监管单位、政府机构和标准制定机构中，并没有与行业接洽或通知行业监管变动的统一规程。也就是说，这些机构的监管变动可能彼此不统一，这导致新产品或许可的审批流程没有协调一致的监管模式。规定常常模糊不清，拒绝或审批的原因通常也不会公开。在某些情况下，甚至连规定有无都不为公众所知。有时难以分清究竟需要哪个监管机构审批，而监管机构之间也会就所需相关流程或程序产生分歧。因此，增强中国监管机构之间的协调，提高其流程的透明度，能够减少不确定性，在境内外投资者中树立对中国市场的信心。⁴²

在过去的几年中，公开征询市场参与者意见和建议次数逐渐增加，本协会认为这是一个积极的进展。但是我们发现，在一些情况下，法规仅在征询结束的几天内就提交了，原始草案修改很少或几乎没有修改。征询文本没有英文版，翻译文本所需要的额外时间会给境外市场参与者带来极大不便。为了给市场参与者提供足够的时间理解新法规，并在深思熟虑后提供反馈。监管机构若能留出更多的时间准备答复、介绍情况并开展有意义的对话，这将大有裨益。在大部分地区，使用英语开展金融服务征询已经成为公认的国际惯例。有可能的话，如果是与国际和离岸账户相关的事宜，本协会希望用英语进行监管沟通交流和外汇查询。这样可以使描述更准确，



防止发生误解。最后，公开包括问题答复在内的征询文件可以提高透明度，建立市场参与者对意见征询流程的信心，改变他们对中国市场充满监管风险的看法。

除了咨询市场参与者的意见，公开征询相关法规及规定提案的意见和建议，还可帮助中国的立法机关和监管机构更充分地认识和探讨公众可能关注的领域、议题及事项，以确保这些规定在颁布后能够顺利实施。

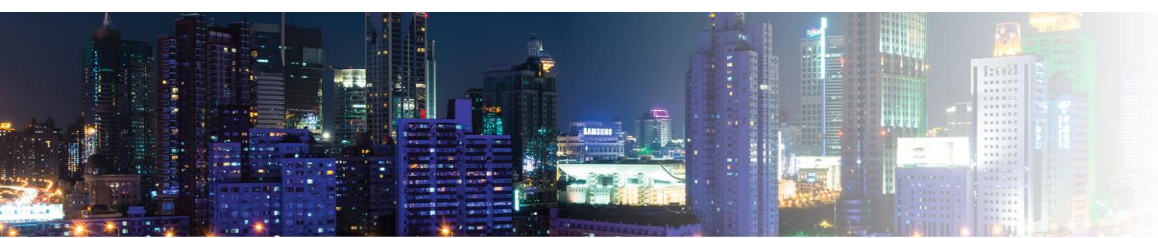
最后，若在执行监管改革时步伐缓慢或不够充分，则会给金融公司带来市场准入障碍，影响他们在中国加大投资和运营。要及时、全面落实新修订的规定，实现中国政府稳定和开放市场的政策目标，为中国经济带来效益。在国际市场参与者看来，执行不到位会带来不必要的不确定性和监管风险。

2. 公司治理

公司治理的话题异常复杂，但有许多理由足以让我们相信中国的企业能够实现良好的公司治理，并能惠及公司股东，乃至促进经济增长、制度稳定以及社会发展，造福广大社会。哈佛法学院 2016 年的一项研究发现，治理良好的公司通常具有更高的市场价值。改善公司治理，尤其是在发展中市场，通常能够增加资本流入，⁴³特别是考虑到中国股票市场存在着公司治理不强、透明度不足、审计标准与会计做法欠佳的问题。不断提高中国上市公司的公司治理水平，将增强投资者信心，提高企业估值，并有助于降低资本成本。我们的全球投资者调查显示，这是吸引境外投资者的关键所在。

2018 年 6 月，中国证监会发布了新版《上市公司治理准则》监管草案，取代 2002 年发布的第一版准则。这是中国公司治理发展历程中一项重要里程碑，受到了境内外投资者、上市公司等市场参与者的广泛欢迎。新版准则进一步与国际公司治理标准对接，在许多方面进行了改进，包括：

- 更加重视促进机构投资者积极参与公司治理，鼓励其行使表决权、质询权、建议权以及推荐董事和监事候选人的权利
- 鼓励机构投资者公开其公司治理原则和目标，对上市公司提供指导，帮助其改善公司治理状况
- 强调证券公司、律师事务所、会计师事务所等专业中介机构在为上市公司提供保荐承销、财务咨询、法律、审计等服务过程中，可为促进公司治理发挥的重要作用
- 扩充了关于利益相关者一节的内容，重点关注 ESG 相关内容，包括增加关于将环境保护纳入发展战略和公司治理做法的规定
- 扩展了社会责任的概念，将实际问题纳入其中——通过救灾助困、社区福利、发展经济等方式扶助社区，尤其是贫困社区
- 鼓励上市公司“积极回报股东”，对现金分红政策给予了具体指导
- 要求董事会成立审计委员会，在股票交易所上市规则（2018 年 4 月发布）的基础上增加成立审计委员会的要求——更加有效的审计委员会能够提升内部与外部审计的公正性
- 确立了企业内部党组织相关规定，有助于明确党组织在公司治理中扮演的角色



亚洲公司治理协会认为，中国的公司治理在过去几十年中取得了巨大进步。⁴⁴ 2018 年 7 月，该协会基于一项于 2017 年第三季度分别针对 150 家境外机构投资者和 182 家中国上市公司的研究结果，发布了一份报告。尽管中国在 20 世纪 90 年代中期至 2000 年代初就引入了公司治理“全球标准”，但在过去 10 年中，公司治理的重点主要是由党和政府制定的规则推动的地方治理方案。现在，在新版《公司治理规则》下，一个新型混合治理体系正在形成，这种体系不仅重新强调监管执行与协调，而且关注 ESG 和投资者责任。

这一混合体系的独有特征之一是党组织在国企和私企中扮演领导角色。2010 至 2017 年之间政府出台了一系列政策，巩固了这一角色。在国企决策链中，党组织的地位在董事会之上，这一现象在私企中也十分普遍，中国境内的境外跨国企业也面临着成立党组织的压力。在民营企业，党组织为党员制定目标，有管理工会的权利，为监管合规提供指导。亚洲公司治理协会认为“最好将其理解为中国共产党所谓的‘社会主义现代化’进程中不可分割的一部分”，而党在在社会主义现代化过程中处于整个社会的核心领导地位。⁴⁵ 2015 至 2017 年的改革意味着国有企业第一次需要将党组织写入公司章程中，这引起了境外投资者广泛的担忧。不过，亚洲公司治理协会认为，此举或许有利于提高党组织一向很低的透明度，进而促使其采用中国上市公司董事会发布信息披露报告这一标准做法。

党组织在企业中的角色不明确

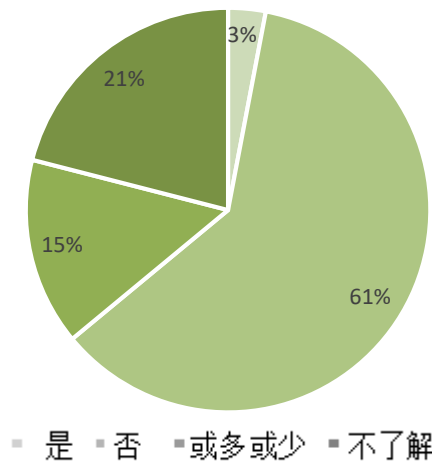
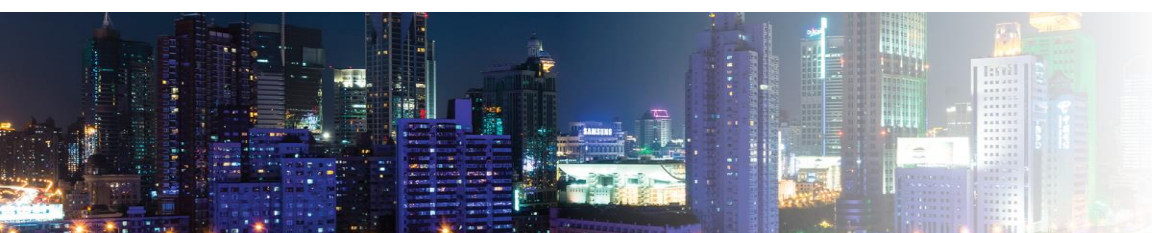


图 26：境外投资者对“党组织在企业中的角色是否明确”的看法，亚洲公司治理协会调查，2017 年第三季度
资料来源：亚洲公司治理协会

亚洲公司治理协会多项调查显示，受访企业中，有三分之二境外投资者和半数中国企业认为境外上市的中国公司比 A 股上市公司公司治理状况更好。支持明晟将中国 A 股纳入其新兴市场指数中的中国企业比境外投资者要多（参与调查的企业中，48% 境外投资者反对这一举措，而反对这一举措的中国企业只有 12%）。境外投资者认为，相对投资民营企业，投资国有企业几乎没有相对优势——虽然只有 23% 的境外投资者更愿意投资民营企业。只有 10% 中国受访企业认为民营企业的治理状况比国有企业好。这种观念表明民营企业和国有企业面临共同的治理难题——

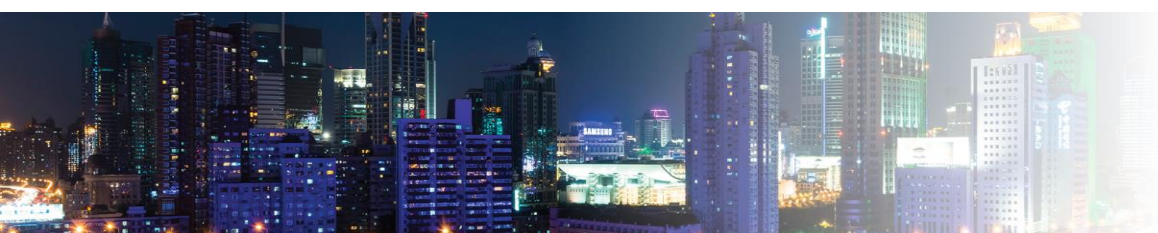


股权集中、体制内思维、政策不确定性、市场控制严格、需要与政府搞好关系、要求成立内部党组织。

国有企业与民营企业的区别大部分都能想到一政府对国有企业的干预比民营企业多得多，董事长的作用被削弱，因为国有企业董事长本质上都是国家公职人员，在各个政府机关、党组织轮岗，或定期到其他国有企业轮岗。根据亚洲公司治理协会的说法，2015 年以来，根据不同的目标、治理要求、绩效考核和评估体系，国有企业被划分为“商业类”或“公益类”企业。

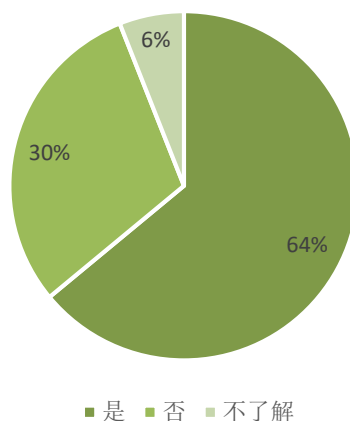
尽管已经作出改进，但灰色地带仍然存在。亚洲公司治理协会针对灰色地带，提出了改进公司治理的建议，本协会也支持这些建议。其中包括：

- 2010 年起出台的政策加强了国有和民营企业内部党组织的地位和重要性，2017 年又发布了重要声明并修订了《公司章程》。需要对党组织的角色作出更多披露，应发布与董事会和监事会报告相似的披露报告。
- 在《公司法》中明确党组织和董事会的关系，加强对董事会的评估，增强各委员会的作用。
- 中国企业采取董事会与监事会“双会”架构，其中监事会的职能与董事会和审计委员会职能有重合。《公司法》与官方政策都需要明确监事会和董事会的责任划分。应鼓励监事会充分发挥职权，应让民营企业自主选择是否在其治理架构中加入监事会。
- 要阐明董事会、监事会、党组织的职能划分，因为在实践中三者职能常发生重合。
- 由于规定董事会成员中必须至少包括三分之一独立董事，所以设立包括三位独立董事的九人董事会的做法在中国十分普遍。应该修改“三分之一”规则，公司应当进行董事培训，废除董事代理制。
- 尽管在境外机构投资者看来，2017 年以来的企业报告已明显改善，但审计委员会应当发挥更大作用。内部审计委员会应当向审计委员会进行报告，外聘审计机构应当被赋予更大的话语权。
- ESG 报告制度于 2006 年开始，但至今关于该制度对投资者的影响仍存有诸多疑惑。投资者应当在指导上市公司进行合规操作方面发挥作用，重点关注大型上市公司，优先考虑关键问题的信息需求，鼓励使用第三方或者独立数据源，试行“合规或解释”的监管方法。
- 中国国内企业的并购活动在 2016 年到达顶峰之后小幅下滑，因为去监管已经渗透到了经济的主要领域。以交易额计算，国有企业主导了并购交易，这些并购交易主要是由政策推动的。需要重新审查收购法规和结合《公司法》中关于股东大会表决的条款。



境外上市中国企业与 A 股上市公司治理状况对比

相较于A股上市公司，境外投资者如何评价在海外上市的境内企业的治理质量？



您是否认为境外（香港、纽约、新加坡）上市中国企业的公司治理质量大多优于在境内上市的中国公司？

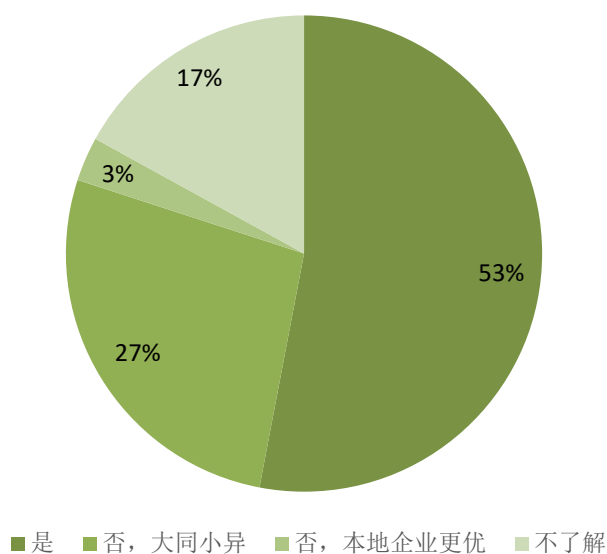
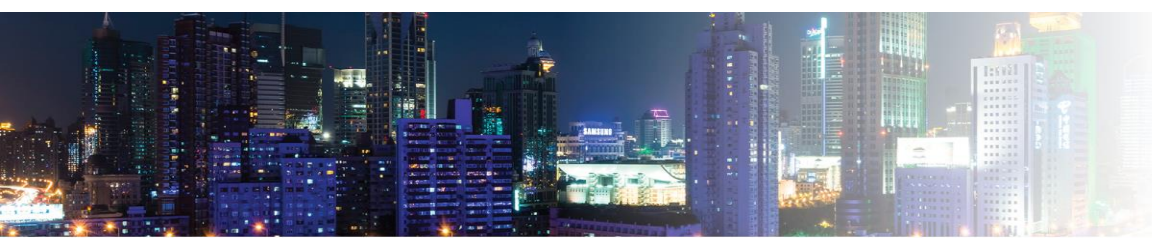


图27：境外上市的中国公司治理状况是否优于A股上市企业？亚洲公司治理协会调查，2017年第三季度
资料来源：亚洲公司治理协会

3. 破产、资不抵债与处置机制

经济发展缓慢导致中国司法系统需要处理的破产案件越来越多，有的案件还流向了香港特别行政区等境外司法管辖区。2019 年深圳设立破产法庭专门处理跨境案件，旨在帮助广东官员追踪



大陆破产公司转移到香港的资产。据最高人民法院称，在 2018 年前 10 个月共处理 6,647 起破产案件，超过了 2017 年全年处理的 6,257 起破产案件。2016 年，由于预测到未来将会发生更多的破产案件，为实现更顺利、更高效、更透明的破产流程，一些省级法院和政府都宣布了各自的计划措施。虽然各地方法各异，但采取的措施基本包括了简化小型案件和无异议案件的处理流程，在法庭内建立特殊破产部门，并建立信息共享机制。至于这些措施将如何投入实践，对中国的破产和企业重组实践会有哪些影响，仍有待观察。

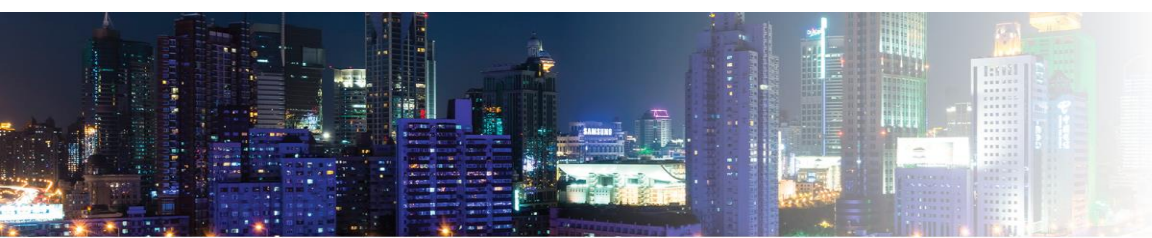
2017 年 8 月，银保监会（原银监会）向第十二届全国人民代表大会第五次会议报告称，正在制定破产风险管理相关规则。新规则将推进对终止净额结算的法律保护，银保监会认为这是减少场外衍生品交易信用风险的主要手段，并将其和国际掉期与衍生工具协会合作，为中国商业银行建立一个终止净额结算的体系。

过去，由于政府的隐性担保，投资者在中国银行的信贷结构中所处的位置始终不明，而这项改革连同近期引入的存款保险担保计划，将会进一步明确投资者所处的位置。存款保险制度为金额达到 50 万元人民币（7.44 万美元）的账户提供保障。2019 年 2 月，银保监会发布行业征求意见稿，明确限制坏账管理人可以经营的业务领域。坏账管理人包括地方坏账管理机构以及 1999 年成立的四家专门处置不良贷款的金融资产管理公司。规则将允许这些机构收购、管理、运营和处置不良贷款，进行债务重组、债转股处置和破产管理，但禁止使用回购协议，即银行不得暂时出售不良贷款，然后日后购回。⁴⁶鉴于新的不良贷款处置规则相对清晰，监管机构应考虑允许境外金融公司直接从商业银行购买不良贷款。

由于经济放缓，对影子银行的监管打击引起信贷条件收紧，以及更严格的不良贷款会计规则导致债务拖欠增多，商业银行在 2018 年减记或出售的坏账约达 1.75 万亿元人民币（2,580 亿美元），创下 20 年来的高点。2018 年 3 月，全国人民代表大会会议宣布，中国银监会和中国保监会合并为中国银保监会。中国的银行和保险行业体量达 42 万亿美元。这次机构重组后，中国人民银行负责宏观经济监管，银保监会负责运营管理，这应该有助于限制行业中的高风险贷款行为，并降低中国高企的公司债务水平。2018 年 7 月，政府成立了一个国务院议事协调机构，专门协调金融监管机构。首次会议由副总理刘鹤主持，听取了中国人民银行行长易纲关于政府到 2020 年处理金融风险计划的报告。

尽管取得上述进展，中国尚未实施任何符合金融稳定理事会制定的《金融机构有效处置框架的关键属性》（以下简称《关键属性》）的金融机构破产处置和恢复机制。《关键属性》为如何对与金融机构相关的资产进行破产处置或恢复提供了全球性的指南。中国在 2011 年法国戛纳 G20 峰会之后引进《关键属性》，并于 2014 年 10 月进行了修订。《关键属性》设定了新的国际标准，其中有 12 个应包含在所有司法管辖区金融处置机制中的重要特征，包括：国内注册的全球系统重要性金融机构应制定好恢复和处置计划（简称 RRP，业内称为“生前遗嘱”）；指定权限明确的处置机构；限制法定或合同抵销权限制；明文规定遵守债权人等级制度；制定筹资政策，避免政府纾困；订立跨境合作法律框架；构建涉及危机管理、可处置性评估、恢复和处置规划以及信息共享的具体机制。

虽然中国还未把制定符合《关键属性》的银行处置机制提上日程，但我们希望政府加快立法流程，为银行建立破产程序，作为银行处置机制打下良好基础。这可能会在未来一到两年内以征



求意见稿的形式出现，之后会形成一份咨询文件。经银保监会同意，2017 年 12 月于北京召开了第九届中英经济财金对话，期间成立了一个净额结算工作组。据传，处置机制的草案取决于净额结算的情况。

2018 年 3 月 1 日，央行就资本债券发行推出全面监管新规，首次提及总损失吸收能力（TLAC）合格债务工具。对于银行储户和高级债务持有人而言，总损失吸收能力债券的发行具有正面信用影响，因为此类债券在银行陷入困境或实施资本重组时可提供更大的损失吸收缓冲。总损失吸收能力债券的提出成为危机后努力解决“大而不倒”问题的最后方法之一。提出总损失吸收能力这一概念的初衷是为全球系统重要性银行吸收损失并进行资本重组设定最低的要求，并确保它们拥有资源来促进有序处置战略，将金融不稳定性降至最低，避免使用纳税人的资金纾困。总损失吸收能力可强化对资本和杠杆率的监管，并将符合于巴塞尔协议 III 框架中规定的资本要求。

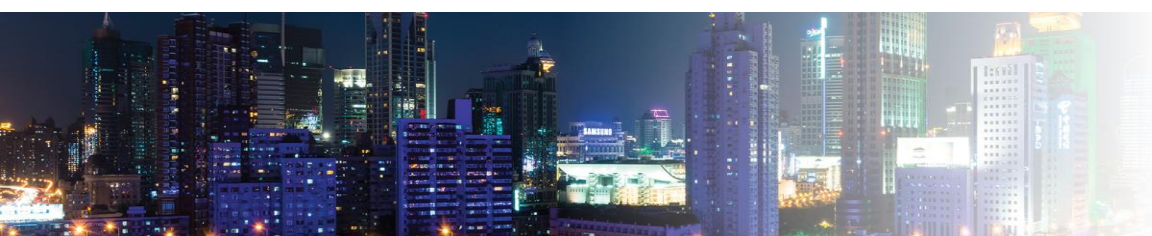
官方提及总损失吸收能力表明中国正在开始实施自行调整后的国际处置框架。2018 年 1 月 30 日，监管机构公开了他们对欧盟《资本要求指令》中第 21b 条的评论，称“目前，中国的全球系统重要性银行都准备实施总损失吸收能力计划。”之前关于总损失吸收能力的所有官方参考都只停留在研究层面。

在中国这样的新兴市场经济体中，全球系统重要性银行需要在两个阶段达到风险加权资产和巴塞尔协议 III 杠杆率的最低总损失吸收能力要求：到 2025 年 1 月 1 日，达到风险加权资产的 16%，并且达到巴塞尔协议 III 中规定的风险暴露总资产的 6%；到 2028 年 1 月 1 日，达到风险加权资产的 18%，并且达到巴塞尔协议 III 中规定的风险暴露总资产的 6.75%。实施的时间安排比发达国家的全球系统重要性银行晚了 6 年，而且仅适用于中国，因为中国是唯一拥有全球系统重要性银行的新兴市场经济体。

中国是四家全球系统重要性银行的所在地，同时还拥有若干所不断扩大国际业务和有志于开拓全球市场的大型境内银行。如果中国的破产处置机制不能完全符合全球统一标准，则可能对国际银行造成影响。不仅如此，《关键属性》的破产处置和恢复机制的执行，将会促使投资者在购买债券或其他投资产品时不得不考虑中国银行的信用质量，例如，给四大全球系统重要性银行的债券与其他小型省级银行的债券进行区分定价。

虽然更详细的指导方针还未出台，但最新的政策声明实施《关键属性》有提前的可能。这将有助于减少中国农业银行、中国银行、中国建设银行和中国工商银行这四家中国的全球系统重要性银行的违约风险。监管者还未明确这四家全球系统重要性以外的其他银行是否要遵守总损失吸收能力要求。2018 年 11 月，中国人民银行表示将扩充全球系统重要性银行清单，将全球系统重要性金融机构纳入其中，包括证券公司、保险公司和非商业政策银行都在新名单中。尽管中国人民银行没有公布新名单上银行，但其声明提及了金融稳定委员会和巴塞尔银行监管委员会，称它们是中国监管机构开展国家层面工作的典范。⁴⁷

关键的一点是，央行已经给出了概括性指导，即发行总损失吸收能力债券应遵循最新的资本债券监管规则。所有资本债券必须包含明确的条款，要求在指定的触发点，例如被银行监管机构判定为无法继续经营时，进行本金减记或转换为股权。发行总损失吸收能力合格的债券前，需



要在其合约中包含有效的损失吸收条款。这表明中国的银行不可能通过设立控股公司发行结构性次级优先债券来满足总损失吸收能力要求。这是日本和美国采用的方法，香港也可能会采用（香港金融管理局在损失吸收能力规则的咨询文件中曾建议过），以此避免采取某些会阻碍有序处置资本债券的财务安排。

这可能是由于中国还没有出台次级债券的合法处置机制。但总损失吸收能力债券和其他资本工具实现合约减记或转换为股权后，监管机构似乎计划用无需准备处置机制的方式来实施总损失吸收能力方案。尽管如此，监管机构也并未正式否定将制定次级债券合法处置机制作为实施总损失吸收能力方案的众多手段之一。

在中国引入总损失吸收能力工具也不太可能降低国家出资纾困的机率。中国政府仍然是银行业最大的股东，而国有金融机构往往是银行债务的主要投资者。因此，讨论是银行是否通过自救来节省纳税人的资金，是基本没有意义的。因此，在银行破产处置方面，北京可能会继续将政府纾困作为首选方案。

4. 债权人权益与终止净额结算机制

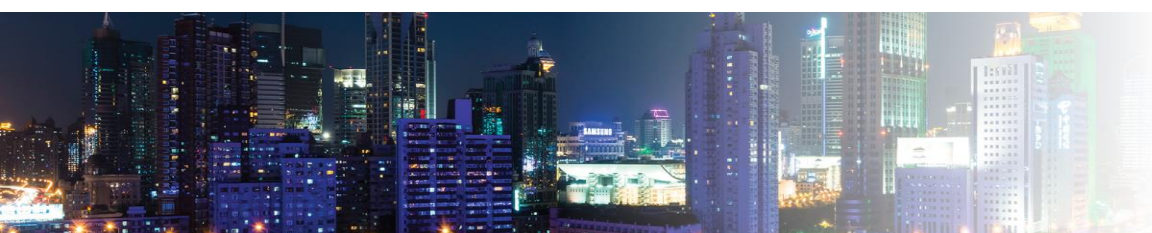
随着债券回购及其他衍生品市场的发展，中国监管机构应考虑加强债权人权益管理规定。这类改革可帮助市场参与者建立起对交易与合约可强制执行性的信心，同时对通常根据主协议以抵押物进行担保的衍生交易和合约也尤为重要。

强制执行终止净额结算机制是所有发达金融市场风险管理的惯例，是高效市场的一项基本要求。目前，中国是世界上唯一一个不强制执行终止净额结算保护的主要全球性经济体。这种法律上的不确定性给境内外银行在中国市场进行交易带来了很多问题，让它们必须准备足够的资本用于开展以总额计算的各笔互抵交易。据境内银行报告，如果中国的终止净额结算机制与国际接轨，用于防范衍生品交易对手信用风险的准备金最多可减少 20%。⁴⁸终止净额结算机制按照净额而非总数计算所有风险敞口，因此可提高信贷限额使用率。同时，此机制还能促进用抵押品抵消敞口，减少监管基本要求所需的准备金。此外，这些保护能够促使市场参与者增加双边交易，获得更大的结算限额。

强制终止净额结算机制的缺失，意味着银行为了监管资本，会按照总额计算对中国对手方的风险敞口。危机后的监管改革为对非净额交易提出了更高的资本要求，大大增加了交易成本。因此，中国极难发展富有流动性的衍生品市场和债券回购市场。而若想要资本市场对全球投资者而言变得更加兴旺、流动性更好、更易进入，这两个市场就必须发展起来。

要确保终止净额结算机制的可强制执行性，需获得违约方所在地管辖地的法律认可，而且破产法规应允许在签署了主协议的违约或终止协议的事件中按照协议规定进行终止净额结算。

在中国，终止净额结算机制的可强制执行一直以来都充满不确定性。2013 年 9 月，最高人民法院颁布了《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定（二）》，其中阐明了守约方有权按照破产抵消规则对所有终结交易进行净额的风险敞口计算。但一旦清算程序开始后，守约方是否有权终止所有交易尚不明确。根据新规，守约方根据主协议终止所有未到期衍生品合约的权力，受制于管理人的延期偿还权力。但除非从监管机构获得明确许可，



境内外银行将不愿与交易对手签订净额协议，因为中国破产法并未阐明在发生违约情况下衍生品交易应该怎样提前终止。⁴⁹

为保护清算权力，需在 ISDA 主协议中加入自动提前终止条款。2013 年出台的《最高法院公告》中阐明，法院将在企业申请破产前对破产申请书进行审核，确保其符合相关法定要求。这项措施能够阻止签订该类主协议的合约过早终止。不过，该条款的有效性尚未按照《破产法》进行测试。

同时，随着中国从 2019 年 1 月起开始使用新标准计算交易对手违约风险，成为使用新规的八个司法管辖区之一，采用终止净额结算机制更加迫在眉睫。若不采用终止净额结算机制，与中国之前使用的现期风险暴露法相比，新计算方法下的资本要求可能会增加。《交易对手信用风险计量标准方法》（SA-CCR）计算方法认可，可在分成不同抵消组合的指定衍生产品间进行有效的净额结算，但前提是抵押品抵消的总交易风险敞口也采用终止净额结算办法，并且若终止净额结算不强制执行，也没有处理抵押品和保证金的简单方法。中国版 SA-CCR 计算方法由银保监会于 2018 年发布，其中包含鼓励银行与交易对手签订净额协议的内容，但并未作强制要求，也并未公开说明该如何按照新规计算交易对手信用风险。

中国目前正在实行的几项净额结算举措：

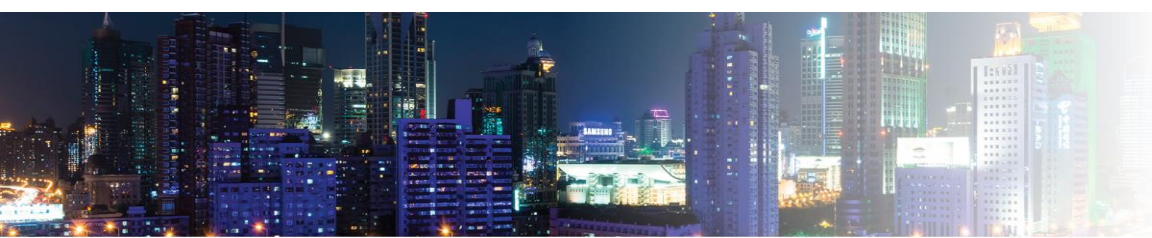
- 《期货法》还在起草中，有望加入适于场外交易利率和外汇产品的净额结算条款。不过，该起草法案的订立和生效时间尚不明确。
- 银保监会正在起草《银行业金融机构破产条例》，但出台时间还不明确。据报道，新的商业银行破产条例或将包含净额结算规定。⁵⁰

应将国际通用的终止净额结算条款清晰、明确地纳入法规，或者最高法院应发布意见阐明新规的可强制执行性。另外，虽然实现银行间净额结算是重点任务，监管部门也应当不断努力，在更大范围的资本市场参与者之间实现净额结算，上文提及的最高法院意见也可以包括这方面的内容。

中国与英国已承诺加强信息共享机制，推动关于中国终止净额结算规则的研究。在银保监会、中国银行业协会、ASIFMA 和国际掉期与衍生工具协会共同牵头下，双方已建立中英终止净额结算工作组。2017 年 12 月，第九次中英经济财金对话在京召开，成立中英终止净额结算工作组便是本次对话的成果之一。我们希望，各利益相关方在 2019 年能在协商一致的基础上，共同推动净额结算方面的实质性进展，并于 2020 年实施终止净额结算机制。

5. 抵押品的使用

目前，金融交易方并没有用交换抵押品覆盖境内场外交易衍生品风险敞口的惯例。而且，《证券法》并不完全支持国际市场中采用的变动抵押品交换手段，现行中国法律也并无浮动抵押的概念。但目前这一情况已有所改变。本协会会员在实践中发现，可以通过转移过户或质押的方式来抵押场外衍生品交易或债券回购交易的风险敞口。中央结算公司支持担保品的逐日盯市和赎回。同时，对于开展融资融券业务的证券公司，中国的监管部门应根据《信托法》，确保证券公司能从客户手中得到足够的担保品。这一监管机制同样支持担保品的逐日盯市和赎回。



尽管如此，目前在中国还没有曾经代表提供抵押品的对手方保管初始保证金的第三方托管机构。在中国法规对境外投资者全面开放持有境内债券之前，境外机构想要将境内债券用作合法抵押品，或用于提升其国际掉期与衍生工具协会交易的信用评级，仍存在某些实际难题。

中国缺乏明确的净额结算规定、支持担保品强制执行的法律体制，以及支持交换担保品的技术和市场基础设施，在 20 国集团危机后监管议程实施之后，可能会对境内流动资产带来消极影响，尤其会影响对非中央结算的场外交易衍生品的保证金交换要求。⁵¹这些体制支柱单独并共同支持所有金融市场平稳有效运作，总体而言，它们的缺失会增加对冲成本，降低衍生品作为风险缓释工具的效率。根据保证金制度，交换初始保证金和变动保证金的首个截止日期是 2016 年 9 月 1 日，适用于未偿场外交易衍生品敞口超过 3 万亿美元的有限数量的国际一类实体。

尽管这个截止日期不适用于中国境内实体，但自 2017 年 3 月 1 日起开始实行的关于任何“受保实体”需收集并提供变动保证金的要求，间接给中国实体带来了影响。保证金制度包含中国等非净额结算司法管辖区内“受保实体”的风险敞口，这尤其影响了国际银行与这些司法管辖区内实体之间的交易。因此，保证金制度中包含数个阶段性的要求，将逐步扩大这一制度的覆盖范围。2020 年时，将最终对小型交易将要求合规，门槛为 80 亿欧元。

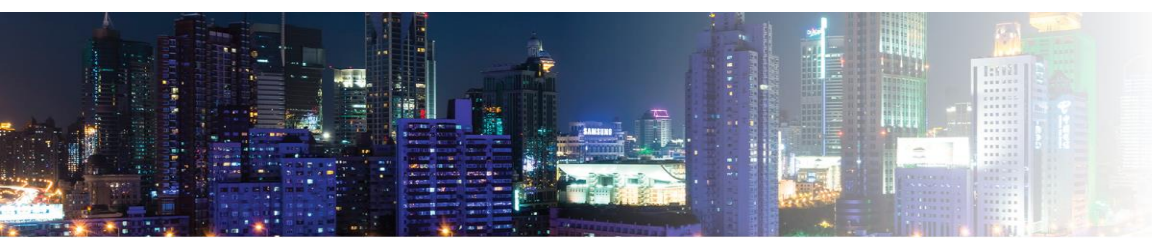
中国、阿根廷、巴西、印尼、墨西哥、俄罗斯和土耳其均未能在最初设定的期限内制定未清算保证金规则，因此国际监管机构给予这些国家 6 个月期限，将其完全合规期限延至 2017 年 9 月，分阶段落实期限截至 2020 年 9 月 1 日。届时，这些要求将永久生效，合规门槛要求也将大幅调低。根据《巴塞尔协议》，针对合规实体，非中央清算的衍生交易的平均名义数额总和下调至 80 亿欧元。根据国际掉期与衍生工具协会的一项调查，这一变革将包含 1,100 多个交易对手，相当于建立 9,500 个新的交易关系和 19,000 个新托管关系。⁵²

《巴塞尔协议》提议的 80 亿欧元的合规要求引发了衍生品行业的争议。因此，巴塞尔银行监管委员会和国际证监会组织于 2019 年 3 月共同发布通知表示，若仅仅是为了实施“利率基准改革”而对以往衍生品合约作出变更，则不需要遵守非清算掉期的保证金要求，可由各个司法管辖区各自裁定。此举被视为对 2008 年后实施的金融衍生品监管条例的放宽。这一举措也同样适用于 2012 年美国商品期货交易委员会实施强制性中央清算前的伦敦银行同业拆借利率掉期交易。

6. 反洗钱制度

中国的监管部门一直认可采用基于风险的方法开展反洗钱监管和执法。但业界仍希望中国监管部门能更切实地将此办法应用到不同领域的洗钱交易。

比如，在客户和受益人身份识别和验证方面，境外监管机构通常不要求上市公司或受监管实体的受益人提供身份证复印件，因为交易所或行业监管机构已事先获得此类身份信息。“了解您的客户”规定要求高级管理人员提交身份信息，但如果这类信息已经在相关部门数据库中存档，则无需再次提交。再比如，中国监管部门的“了解您的客户”规定要求获得授权的交易人员提供身份证复印件。但投资机构中的这类人员流动性很大，特别是考虑到机构投资者的治理结构，中国监管部门的这一要求给机构投资者带来了不合理的负担。



有些国家或地区的监管机构只要求一小部分授权的交易人员提交身份资料。例如在香港或新加坡，监管机构主要要求有权调动客户资产的交易人员提交身份资料。这些基于风险的反洗钱方法可以在控制风险的同时提升行业效率。中国的反洗钱监管还要求每六个月对高风险等级客户进行一次身份审核，这一频率远远高于其他司法管辖区，常见的审核频率是每十二个月一次。境内外审核频率的不同给跨国公司带来了许多不必要的维护成本。

我们建议中国反洗钱监管机构进一步探索如何将基于风险的方法纳入具体细则及其实施过程中。同时，我们也希望业界在各自实施基于风险的反洗钱工作时拥有更大的自由度，从而更好地落实中国《反洗钱法》第九条规定。

7. 网络安全

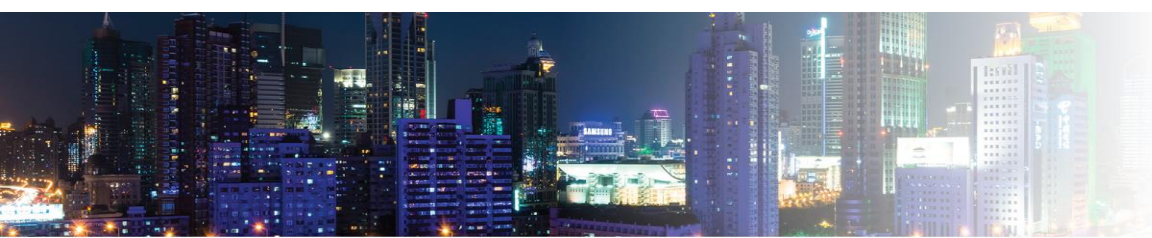
金融业注意到，中国愈发重视网络安全和网络数据问题。全国人民代表大会于 2016 年 3 月通过了“十三五规划”（2016-2020 年），其中就包括《网络安全法》、《数据安全法》和《个人信息保护法》三部法律。甚至早在 2010 年，中国政府就发布了《中国互联网状况》白皮书，高度关注网络安全问题。虽然业界支持对个人信息和数据进行大力保护，但我们强烈建议相关部门与业界进行协商，与国际最佳做法保持一致，避免给行业增加不必要的负担。对跨国公司数据跨境传输的严格限制，以及不清晰、不明确甚至有时令人困扰的网络安全要求，会严重阻碍资本运作。

7a. 《网络安全法》

《网络安全法》于 2016 年 11 月 7 日正式通过，并于 2017 年 6 月起施行。为提高网络安全，引入了针对金融服务和技术供应商的重要规定，如加强数据保护、限制国内所收集数据的流动性等。⁵³虽然政府制定网络安全标准的确重要，但这不应该妨碍金融服务提供商在中国提供合法服务、开展合法业务和/或遵守国际反洗钱和“了解您的客户”规定。对境内外公司来说，这一法律让中国的商业环境充满了不确定性。

现行的《网络安全法》对商业和投资环境具有不利影响。《网络安全法》及其他安全法应该助力行业监管机构开发出对中国金融系统完整性和稳定性至关重要的功能，例如由金融服务企业所提供的功能。业界希望中国以基于风险的方法来实施《网络安全法》，确保数据的自由流动，允许公司采用一流的技术产品和服务，避免指令性的要求。

- **监管重叠：**本协会特别关注国家互联网信息办公室（网信办）、工业和信息化部（工信部）与公安部在网络安全法规方面的重叠。我们发现网信办和公安部均制定了个人信息保护的指导方针，但二者互不协调，给业界遵守相关规定增加了不必要的难度。其他相关监管机构还包括银保监会、证监会和中国人民银行。
- **技术标准：**自 2010 年以来，国家信息安全标准化技术委员会（TC260）在信息安全技术标准体系框架下制定了 300 多个与网络安全相关的标准草案。尽管这些草案旨在为《网络安全法》中的概述条款提供补充细则，但鉴于多个草案同时发布，业界并无足够的时间一一回应，只能对部分草案提供反馈。此外，通过引入 TC260 制定的《个人信息安



全规范》（GB/T.35273-2017）以及公安部发布的《互联网个人信息安全保护指引》中给出的信息安全技术（IST）的技术标准，中国的信息保护制度进一步扩张。业界担忧金融服务公司会被定名为“关键信息基础设施运营商”，并据此需要遵从繁琐的法律标准、证明和检查流程，同时还需提供网络安全规划，服从于不透明的执法制度。其中大量提议的范畴都与银保监会对安全可控信息技术的指示相似，该指示早在 2015 年就引起了行业的重点关注。总而言之，本协会希望 TC260 采取国际统一的技术标准，避免自设闭门造车的标准。

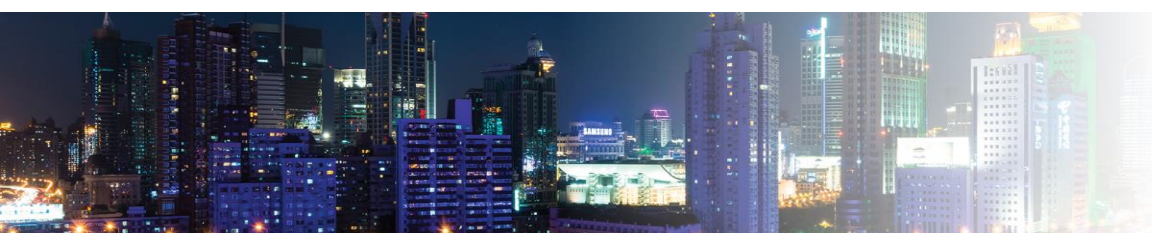
- **关键信息基础设施：**本协会希望网信办能对关键信息基础设施进行明确的定义，并从系统层面，而非实体层面，对其进行定义。对其定义不应过于宽泛，并对其采取风险为本的管理方法。2017 年 7 月，网信办发布了《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》，并原计划于 2018 年 6 月 1 日前完成征稿。本协会于 2017 年 8 月 10 日递交了咨询答复，但我们理解各主要起草人对关键信息基础设施范围的界定有不同见解，各部门的处理方法也存在一定矛盾。
- **数据出境安全审查：**考虑到关键信息基础设施运营商负担的责任重大，网信办应该引入一个纠纷解决机制，允许金融服务公司在不认可相关机构的评估结果时提出申诉。《数据出境安全评估指南》（第二稿）中，其他可能触发审计审查的繁琐条款（例如关于投诉和行业协会的条款）应删除。总而言之，我们最关心的是，当“重要数据”的界定完全是由监管部门决定时，部分数据的跨境传输是否会被界定为“关键数据”而遭禁。数据的自由传输对于金融行业的高效运作十分重要，而数据审核过程会对境内的金融业务造成极大的阻碍。

7b 渗透测试

业界公认，渗透测试是维护网络安全的一项重要机制。我们非常担心其他公共部门会介入渗透测试，因为这可能会无意间增加风险或进一步加剧现存风险。我们认为由企业主导的渗透测试已然足够，希望监管机构能认可这一观点。我们强烈建议证监会及其他监管机构取消网络风险管理相关条款（其中包括“证监会第 152 号令”）中对渗透测试和系统扫描的要求，并就此主题与行业利益相关方进行公开对话。

针对法律法规的建议

1. 通过制定更加开放的市场咨询流程，大力宣传新立法规，向公众征询意见，**提高监管透明度与一致性。**
2. **提高审计与会计标准的透明度和可靠性**，以此增强国际投资者对中国公司治理的信心。
3. 在企业重组或破产案件中，以公平、透明、明确的方式，通过确保所有投资者的直接担保权益（如有）的强制执行等一系列措施，让投资者有能力预测违约影响，**改善企业处置和破产流程。**
4. **实施符合金融稳定委员会《金融机构有效处置框架的关键属性》的金融机构破产处置和恢复机制。**
5. 在法规中清晰、明确地加入国际通用强制执行终止净额结算条款。



6. **修订《证券法》**，为国际市场采用的变动保证金交换手段提供支持，同时应符合国际统一标准。
7. **反洗钱制度**在维护健全系统的同时，应采用国际最佳做法标准，并采取基于风险的管理方法，避免给市场参与者造成不合理的负担。
8. **跨机构合作**：推动各集团间以及集团内各公司紧密合作，以提高效率和合作收益；在保证机构遵守境内法律的前提下，允许其进行中国境内及跨境的跨机构合作，将更好地顺应当今全球组织结构矩阵化的趋势。例如，一个管理团队或委员会可以通过各个法人实体集中管理该集团在中国的所有业务，同时通过一个商业服务中心共享集中服务。举例来说，近日，银保监会批准安联保险集团在上海建立一家全资控股公司，以安联财产保险（中国）有限公司的名义开展保险、资产管理及其他可能的金融服务业务。

公司治理建议

9. **党组织的作用**：2010 年起出台的政策加强了国有和民营企业内部党组织的地位和重要性，2017 年又发布了重要声明并修订了《公司章程》。需要对党组织的角色作出更多披露，应发布与董事会和监事会报告相似的披露报告。
10. 在《公司法》中**明确党组织和董事会的关系**，加强对董事会的评估，增强各委员会的作用。
11. **监事会**：中国企业采取董事会与监事会“双会”架构，其中监事会的职能与董事会和审计委员会职能有重合。《公司法》与官方政策都需要明确监事会和董事会的责任划分。应鼓励监事会充分发挥职权，应让民营企业自主选择是否在其治理架构中加入监事会。
12. **阐明职能**：要阐明董事会、监事会、党组织的职能划分，因为在实践中三者职能常发生重合。
13. **修改有关独立董事的“三分之一”规则**：由于规定董事会成员中必须至少包括三分之一独立董事，所以设立包括三位独立董事在内的九人董事会的做法在中国十分普遍。应该修改“三分之一”规则，公司应当进行董事培训，废除董事代理制。
14. **加强审计委员会**：尽管在境外机构投资者看来，2017 年以来企业报告制度已明显改善，但审计委员会应当发挥更大作用，内部审计委员会应当向审计委员会进行报告。外聘审计机构应当赋予更大的话语权。
15. **鼓励投资者在 ESG 报告中发挥作用**：ESG 报告制度 2006 年开始，但关于其对投资者的影响，至今仍存有诸多疑惑。投资者应当在指导上市公司进行合规操作方面发挥作用，重点关注大型上市公司，优先考虑关键问题的信息需求，鼓励其使用第三方或者独立数据源，试行“合规或解释”的监管方法。
16. **审查收购条例和《公司法》**：中国国内企业的并购活动在 2016 年到达顶峰之后小幅下滑，因为去监管已经渗透到了经济的主要领域。以交易额计算，国有企业主导了并购交易，这些并购交易主要是由政策推动的。需要重新审查收购法规和结合《公司法》中关于股东大会表决的条款。



H. 市场基础设施

基础设施至关重要，必须能够确保本市场与世界其他市场互联互通。中国的金融市场基础设施已取得进展，尤其是人民币跨境支付系统（CIPS）的诞生，为连接 SWIFT 提供了支付接口。

1. 场外金融衍生品集中清算

上海清算所负责清算和结算交易，也提供银行间市场上的即期和衍生品交易登记和存管服务。客户清算服务等集中清算服务包括特定的人民币计价利率掉期合约和美元兑人民币外汇远期合约、掉期合约和期权。尽管上海清算所是目前全球唯一提供人民币计价的实物交易远期合约、掉期合约和期权清算业务的中央对手方，但自 2016 年 8 月起，香港交易所及结算所旗下的香港场外结算有限公司也开始推出美元兑离岸人民币交叉货币清算服务。

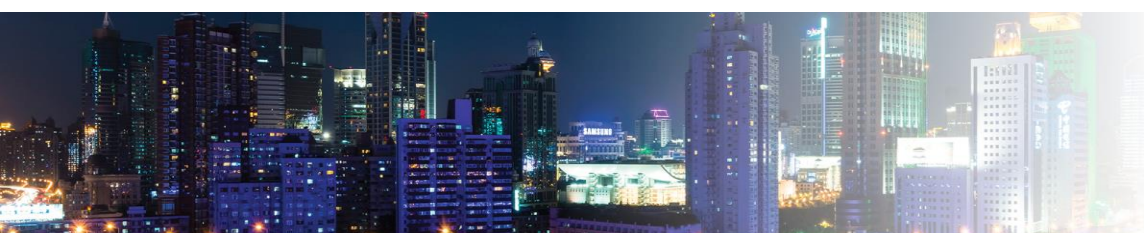
尽管中国缺乏终止净额结算机制令人担忧，但上海清算所有关外汇清算服务的法规为结算最终性和终止净额结算提供了法律依据。然而，在中国法律明确规定结算最终性和终止净额结算前，目前参考的法律依据的适用范围始终有限。清算会员必须提供初始保证金和变动保证金，此外，上海清算所还设立保障基金和储备基金，为机构提供违约管理资源，每个清算会员必须提存保障基金。目前只接受以现金作为保证金担保品。

目前，中国仅要求人民币利率掉期合约必须清算，上海清算所和相关监管部门也均未指示该强制规定将推广至外汇产品。中国实行强制清算的决定符合其对二十国集团的承诺，也是其发展衍生品市场的重要一步。然而，这也带来了其他问题，因为有些第三国司法管辖区不认可上海清算所为合格中央对手方（QCCP）。尽管中国人民银行已将上海清算所作为中国资本的合格中央对手方，但某些第三国监管机构对此并不认可。

如果某会员违约，上海清算所可终止该会员的所有流通头寸，结算净额。⁵⁴此外，上海清算所还实施了允许自动提前终止的规则。⁵⁵然而，正如上文所述，鉴于《破产法》赋予管理人延期偿付的权力，且有关自动提前终止的法规是否有效，尚未得到《破产法》的检验。如果在无清偿能力的清算会员提交的破产请求得到法院批准时，不能立即终止其与其他会员的关系，那么其他清算会员将面临风险。

上海清算所的清算规则和清算协议规定，清算产品的结算一旦完成即不可撤销。然而，随着《破产法》取代清算法规，中国法律并未明文规定涉及中央对手方的交易的结算最终性。《金融市场基础设施原则》的第一和第八条原则分别明确了完善、清晰、透明、可实施的法律基础和清晰确切的最终结算。因此，如果某清算会员破产，且该会员将上海清算所视为优先债权人，则中国的破产管理人可收回该清算会员原先向上海清算所缴纳的结算资金。《原则》导致的另一结果是，管理人还可收回破产会员向上海清算所提存的保障基金，从而可能让非破产清算会员负债。

清算所必须能够使用清算会员提存的担保品，才能进行风险控制。清算所通常对担保品拥有担保物权，这样只要会员认可清算所为优先债券人，即可认领担保品。清算所也可选择直接从清算会员处接收担保品的所有权。



然而，上海清算所并未采用惯常做法。根据清算规则，清算会员必须将现金转入上海清算所在商业银行开立的保证金账户。所有会员缴纳的现金保证金全部存入同一个保证金账户。清算会员和上海清算所均不对该账户的现金拥有担保物权，这已受到中国《物权法》或《证券法》的认可。此外，我们还注意到，中国期货市场也采取此做法。如今，中国期货市场已运行20多年。在此期间，中国没有一家法院质疑过期货市场上的这种现金担保品安排，或宣布此种做法无效。

目前，中国也没有法律认可集中清算体制下的担保品破产隔离。这意味着如果中央对手方破产，这些担保品将成为中央对手方破产财产的一部分。

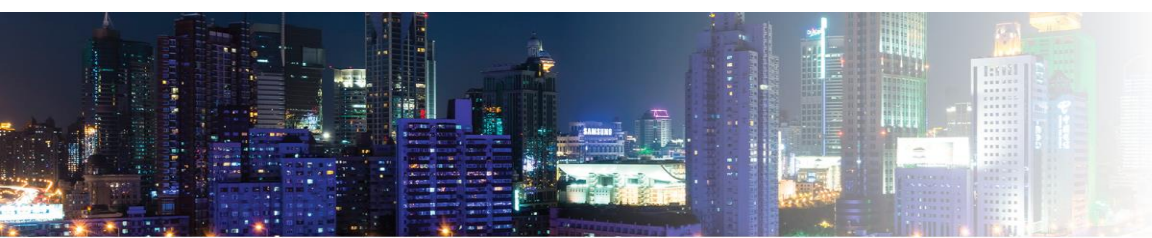
此外，人们还担心上海清算所会要求清算会员补缴保证金，以弥补保障基金缺口。而此等付款肯恩会产生无限责任。此外，如果多个会员违约，人们担心要求会员补充付款的规定也会产生无限责任。

2. 上海清算所的合格中央对手方地位

2008年全球金融危机爆发后，二十国集团的金融衍生品监管条例增加了重要的跨境监管要求。尤其值得注意的是，在实行强制清算体制的司法管辖区，当地法规要求中央对手方必须被认可为合格中央对手方。尽管中国人民银行认可上海清算所为合格中央对手方，但其他司法管辖区的不认可，不利于这些司法管辖区的公司或机构参与中国的场外金融衍生品市场。上海清算所最近公布的年鉴显示，在2018日历年，共有15家国际银行的中国子公司成为上海清算所的注册清算会员。

在欧洲，欧盟委员会必须评估欧盟以外的中央对手方是否采用同等的监管体制；如否，委员会不会将该第三国中央对手方认可为合格中央对手方。《欧洲市场基础设施监管规则》第25条规定，对于尚未得到欧洲证券市场协会认可的第三国中央对手方，欧洲“投保人”不得参与该中央对手方活动。此外，修订版《资本要求指令》（简称CRD IV）规定，欧洲银行如果通过支行或子公司在未得到《欧洲市场基础设施监管规则》认可的中央对手方清算，将承受超过1,250%的风险权重。⁵⁶然而，在合格中央对手方清算的风险权重仅为2%。资本成本巨幅增加严重打击了欧洲银行参与未受认可的中央对手方活动的意愿。目前，上海清算所尚未被欧洲委员会认可为合格中央对手方，然而2016年12月，《资本要求监管条例》的执行日期推迟，而该条例到目前仍未实施。

在美国，《多德-弗兰克法案》要求第三国中央对手方要么申请被认可为衍生品清算机构，要么申请豁免。如果第三国中央对手方不符合此要求，则在该中央对手方清算的美国人（即美国银行及其境外支行，但不包括境外成立的子公司）将被视为违反《多德-弗兰克法案》修改的《商品交易法》第5b节规定。2016年4月，上海清算所向美国商品期货交易委员会致信，请其宽限一段时间，期间不采取任何行动。2016年5月，上海清算所获得一年宽限期，这样，对于中国强制要求清算的掉期合约，上海清算所暂时有权为其清算会员中的美国人清算自营交易掉期合约。2018年7月，美国商品期货交易委员会决定将其给予上海清算所的不行动宽限期延长三年，这巩固了人们对于上海清算所获批正式注册永久豁免的预期。



理论上，美国商品期货交易委员会此举将鼓励美国银行开始在中国境内提供强制性清算产品。但由于中国的期货法仍未出台，目前净额结算、结算最终性以及破产隔离的实施也缺乏法律基础，因此美国监管的银行仍然难以将上海清算所作为合格中央对手方。上海清算所全面披露其关于《金融市场基础设施原则》的自我评估，将有助于美国监管的银行评估上海清算所的合格中央对手方地位，还应指出在支付与市场基础设施委员会（CPMI）与国际证监会组织（IOSCO）最近一次 2018 年 1 月联合发布的自我评估表中，上海清算所的评级为 4。

目前，中国正采取多项措施，对外开放银行间债券市场债券通以及 QFII/RQFII 计划。在此背景下，《欧洲市场基础设施监管规则》规定的同等性和美国商品期货交易委员会要求的衍生品清算机构认证或豁免显得尤其重要。在这些对外开放的举措中，银行间债券市场和债券通的国际参与者将获准使用多种套期保值手段，包括强制清算的人民币利率掉期合约。然而，如果上海清算所无法在欧洲《资本要求规定》实施前获得同等地位，在美国商品期货交易委员会授予的不行动宽限期结束前取得豁免地位，这将不利于欧盟和美国的受监管公司或机构参与中国银行间债券市场。

3. 综合账户与隔离账户结构

全球托管人、国际中央证券存管机构、主券商、私人银行等整合人通常采用综合账户结构，帮助最终客户进入市场。目前，中国 H 股市场和股票市场交易互联互通机制均允许综合账户交易多种产品。2018 年 9 月起，香港交易所开始在基金公司一级针对特殊隔离账户实施北向券商客户身份识别制度，目前为止会员和交易所方面很少汇报出现问题。该制度的实施促进了管理平均定价和交易后的分配，但发挥的作用尚不及沪深港通机制下的综合交易账户（即超级特殊隔离账户），交易效率有待进一步提升。

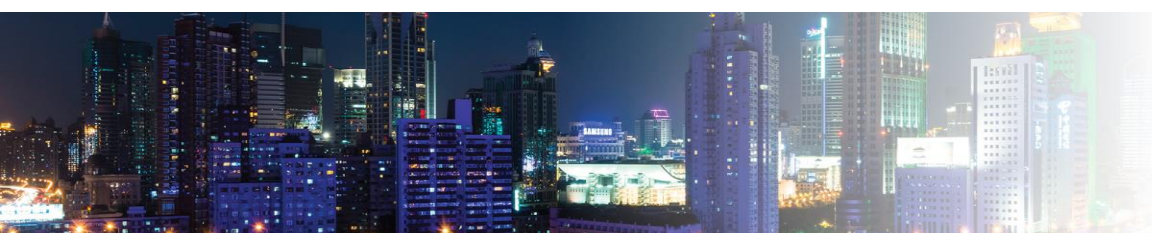
然而，除了上述特殊情况，中国一般采用隔离账户结构模式，即个人投资者直接在中央证券存管机构开立账户，该存管机构是中国监管体系中的股份过户登记处。这一操作流程原先旨在保护境内投资者，让他们能够规避券商带来的交易对手方风险，这在中国证券市场发展早期尤为重要。如果券商破产，投资者可以通过中央登记处轻易取回证券；此外，中央登记处还能防范不良券商滥用或挪用投资者资产。

随着市场逐渐完善并向境外机构投资者开放，可能出现两种账户结构同时存在的情形。例如，新加坡要求境内散户投资者采用隔离账户，但允许成熟的境外投资者采用综合账户。这种安排更加灵活，既能满足国际投资者的需求，又不会影响境内散户投资者。

综合账户可帮助成熟的机构投资者更快、更高效地进入本地市场。这些投资者母国已经必须遵守严格的法规，例如在欧盟有《可转让证券集合投资计划》（V 指令）以及《另类投资基金管理人指令》，在美国有《多德-弗兰克法案》、《1933 年证券法》以及 1974 年的《雇员退休收入保障法》。以上这些法规均要求机构投资者对客户资产进行隔离或将资产交给独立托管人。

使用综合账户的优势主要包括：

- 简化投资者进入市场的流程，投资者无需登记，可直接与境内服务供应商合作



- 投资者无需在境内开立账户或接受“了解您的客户”调查
- 投资者投资债券时可享受标准化服务
- 提供离岸人民币交易，推动人民币国际化
- 有助于整合人促进担保品管理，并为交易提供资金

借助以上潜在优势，我们提出下列建议，可作为除现行隔离账户结构以外的其他选择：

- 境内本地托管人可以全球托管人和国际中央证券存管机构的名义，建立特别存管处和特别现金账户，命名为“全球托管人/国际中央证券存管机构本地托管人”。
- 这些账户属于代理人账户，其境内代理人由本地托管人担任，将为合格直接投资者（例如通过全球托管人/国际中央证券存管机构进入中国银行间债券市场的投资者）持有证券
- 本地托管人如果得到国际反洗钱金融行动特别工作组监管规定的许可，可依靠全球托管人和国际中央证券存管机构等受监管中介机构，完成针对投资者的“了解您的客户”或反洗钱工作，对不满足监管规定的投资者不予开立账户，或要求其出示更多文件
- 要求投资者和全球托管人/国际中央证券存管机构完善信息并提供中国人民银行特别要求的详情。如果投资者或全球托管人/国际中央证券存管机构未在规定时间内完善信息，投资者将失去在中国证券市场上交易的资格。而全球托管人/国际中央证券存管机构将由中国人民银行决定是否处罚或取消提供此等服务的资格。
- 考虑为境内交易引入主经纪商业业务，以提高基础设施的效率和便利性。
- 通过国际中央证券存管机构和全球托管人进入市场的投资者，应获准与同一全球托管人或国际中央证券存管机构下的投资者进行交易，但可能须遵循如下条件：
 - 仅允许券款对付（DVP/RVP）交易
 - 允许为融资和担保品管理而进行回购和借贷交易
 - 此等境外场外交易均须使用离岸人民币结算
 - 此等场外交易均须由全球托管人或国际中央证券存管机构在交易日后第一天（T+1）上报给中国外汇交易中心

近期中国银行间债券市场的开放引发了投资者的积极关注，但现有的账户结构对于已经习惯通过中介机构操作的境外投资者来说还是有些不便。虽然现在还无法通过债券结算机构实现综合账户和名义持有人账户结构，但中国目前有一些类似的结构可以方便投资者进入市场。

中国的直接持股账户结构（即隔离）在其他已有少量境外投资者参与的债券市场也存在。该结构在股票市场同样也很常见，股票市场的交易主要在交易所进行。由于股票价格波动非常迅速，所以需要就近操作；而债券交易则是在场外交易市场进行，且一天之内价格波动很小。

关于清算和托管的最佳账户结构，全球众说纷纭。每个结构都有各自的优势和局限，各自优劣至今尚无定论，但目前已经出现了一些趋势。

对于清算而言，中央对手方根据“可转移性”⁵⁷确定了 16 种不同的账户结构，并通常让会员选择直接还是间接持有。各种相关分析产生了一个新的概念，即“法律上分隔，操作上混合”的账户结构，同时保证效率和透明度。



对于托管而言，存在隔离账户结构和综合账户结构（比如在多级托管安排下），且这两种结构有时会出现同一市场。这两种结构对于境内投资者而言都较为便利，但跨境交易的境外投资者则更为青睐综合账户结构。

亚洲开发银行为亚洲债券市场论坛（成员国包括中国）指派的专家组认为，缺少综合账户会给投资者进入市场造成阻碍。

综合账户结构允许在跨境交易时将证券用作抵押品。欧洲清算公司（Euroclear）账本里的境外流动性很多都来自融资。这些离岸流动性不仅使境外投资更加稳定，还能够为境内带来流动性。比如，当俄罗斯债券可以在欧洲清算公司系统上进行结算后，境内的中央证券存管机构报告称，本地成交量达到了原来的三倍。

欧洲证券结算平台 T2S 目前是最大的市场互操作性项目。欧洲各国市场为了参与到 T2S 平台中都必须在市场规则和法规中纳入综合账户的概念。

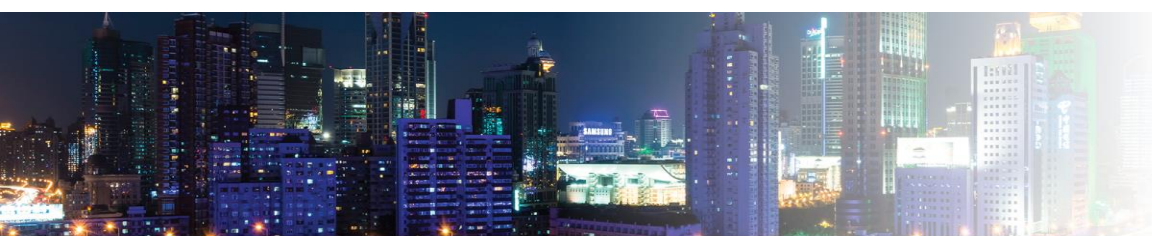
在中国市场上，下列产品的账户结构类似于与综合账户：

- QFII、RQFII、理财产品、信托以及证券公司发布的资产管理产品都是非法人经营实体，可以在中央证券存管机构开设直接账户。但从账户名称来看，无法识别出最终受益所有人，所以这种账户从本质上应该被归类于多级托管结构。
- 中国证券登记结算公司在中央结算公司为上市债券开立的托管综合账户。（特殊结算成员）
- 香港的股票与固定收益市场在综合账户结构及名义账户结构下运作。
- 所有离岸人民币中心都在综合账户结构下运作。
- 场外债券交易业务使用的是多级托管机制。《商业银行柜台记账式国债交易管理办法》（中国人民银行令 [2002]第 2 号）以及《银行卡清算机构管理办法》（中国人民银行令 [2016]第 2 号）都明确指出商业银行柜台交易需使用二级托管结构。

B 股交易允许使用多级托管结构。《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》第 22 条规定，B 股投资者可以将其股份登记在名义持有人名下。在最近推出的债券通机制下，境外托管机构在中央结算公司及上海清算所分别开立综合账户，此举有利于香港市场的基础设施建设，但是投资者本身并不因此获益。

以下是一些与中国的法律内容相关与名义持有人的概念相似的条款：

- 《证券登记结算管理办法》（证监会第 29 号令）第 18 条中规定，证券应当记录在证券持有人本人的证券账户内，但依据法律、行政法规和中国证监会的规定，证券记录在名义持有人证券账户内的，从其规定。证券登记结算机构为依法履行职责，可以要求名义持有人提供其名下证券权益拥有人的相关资料”。
- 中国证监会、中国人民银行、国家外汇管理局联合颁布的《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》（证监会令第 36 号）中，第十六条第一款规定：“合格投资者可



以在证券登记结算机构申请开立证券账户。该证券账户可以是实名账户，也可以是名义持有人账户。”

上述两项条款表明，“名义持有人”的概念在中国获得了一定程度的认可，这符合国际标准和多数成熟金融市场的做法。托管人、基础设施运营机构（如（国际）中央证券存托行）等金融中介仅为境外投资者在当地跨境投资提供便利，并非证券的最终受益所有人。他们只是作为名义持有人与客户或中介签订合约，受其委托持有证券。其中一些客户可能自己就是中介。

例如，国际支付结算体系委员会（CPSS）与国际证监会组织（IOSCO）联合发布的《金融市场基础设施原则》中的第十一条即阐明：“虽然证券通常名义上由托管机构持有，但证券的受益所有人通常不直接参与该系统。相反，所有人会与托管机构参与者或其他中介建立联系，委托其提供有关证券持有和转让的保管与管理服务。”

本协会建议中国允许托管人在当地中央证券存管机构开立证券与现金综合账户，以方便境外投资者进入中国资本市场。此外，最好还要认可“名义持有人”这一概念，以确保能为投资者提供完善的资产保护。综合账户结构可以与直接控股结构共存，而且采用综合账户并不会影响国内现有运营模式。综合账户有助于提升效率，而法律认可“名义持有人”这一概念有助于保护受益所有人的资产。

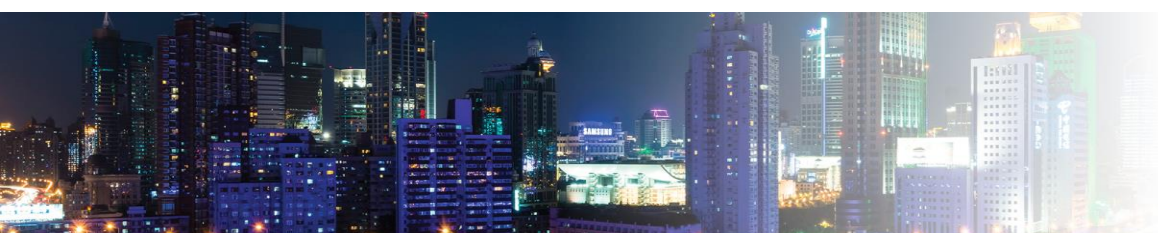
一般而言，即使不采用隔离账户结构，也能确保充分的透明度。最近一些新动态表明，中国可能会在采用隔离账户结构的同时，允许采用综合账户，和 2019 年 4 月 29 日欧洲清算公司在马来西亚采取的措施一样。

4. 券款对付接轨全球做法

中国的股票市场独一无二：股票在交易当日交割，即“T+0”交易，而资金在交易次日结算，即“T+1”。这个系统效率很高，非常奏效。因为中国要求，在投资者发出买入或卖出指令之前，所有待交割的股票和资金必须完全做到“资金提前到位”。但对于投资者而言，这需要纯券过户并承担交易对手风险，而其他市场采用的都是券款对付的结算方式。而且，这种做法会造成“现金拖累”效应，即拖累投资业绩，因为从预先注入的资金上基本无法获得任何收益。由于交易前需要额外检查确保资金和证券在交易前到位，这种做法还致使交易效率低下。大多数市场都无此要求，因此交易可以立即执行。另外，时区差异也加重了运作挑战。

大多数市场中结算股票和现金的时间都较长。但在一些其他的市场中，股票和资金的结算同时发生（即券款对付）。并且在交易完成后，交易对手有足够的时间滞差来确认交易，按要求安排外汇交割，进行现金转账，纠正问题，最后完成结算。欧洲从 2015 年开始采用 T+2 周期，美国在 2017 年也紧随其后。2018 年，随着国际上加快统一结算周期的步伐，几个东南亚市场（泰国、印度尼西亚、新加坡）也开始效仿。

出售证券的 A 股投资者在整天内都会面临来自券商的交易对手风险。如果券商在交易当日结算现金（T+0），为客户提供销售收入，消除客户的风险，则券商会蒙受融资成本，并承担来自交易清算所的交易对手风险。此外，在中国，人民币现货市场的标准结算周期为 T+2，与其他



外汇市场一样。外汇结算和股票结算之间的差异为境外投资者带来了另一项额外成本，因为他们必须在非标准的 T+1 股票交易周期内兑换货币。

毫无疑问，中国结算体系的这些差异给非中国投资者及其券商，特别是有多个托管人的长期投资者带来了额外的成本和风险。

股票市场和固定收益市场上都有解决这一问题的权宜之计。2017 年 11 月，港交所为北向通推出即时券款对付结算方式。这一结算方式对很多境外机构投资者，特别是公共/零售基金及其投资经理和托管人来说都至关重要。自此，境外基金经理可以与香港多家经纪商交易，而非只和与其基金托管人或客户有关联的经纪商交易。这些基金托管人和客户往往与经纪商同属一个集团（综合模式）。在进行实时券款对付之前，若需交割股票，经纪商或托管人必须在交易日向基金经理或客户预付现金，因为资金要到交易日次日才能结算。由于结算周期缩短和全球时区差异问题，实时券款对付制度目前仅用于人民币结算，尚未服务于以美元结算的客户。因此，如果中国股市转向 T+1 券款对付制度且央行支付时间延长到下午 6 点，将有利于实时券款对付制度的实施。2018 年 8 月，不仅中国公司债券在“债券通”平台上实现了实时券款对付结算，政府债券也实现了实时券款对付。

5. 支付基础设施

中国人民银行的中国国家现代化支付系统是唯一提供人民币境内清算业务的平台，可提供实时全额结算和净额结算。该系统仅对在中国人民银行的分支机构开立结算账户的银行开放。

造成人民币作为结算货币使用比例偏低的原因之一，是人民币跨境支付基础设施不完善，仅有清算中心和代理银行可提供人民币跨境支付业务。限制人民币跨境支付业务发展的因素包括：路径分配流程复杂，需要持有多个境外代理账户，某些离岸人民币清算中心流动性短缺，清算中心营业时间不一，国际支付系统和中国境内支付系统的标准不一致。

权重最大的 15 个离岸人民币经济体—2019 年 1 月

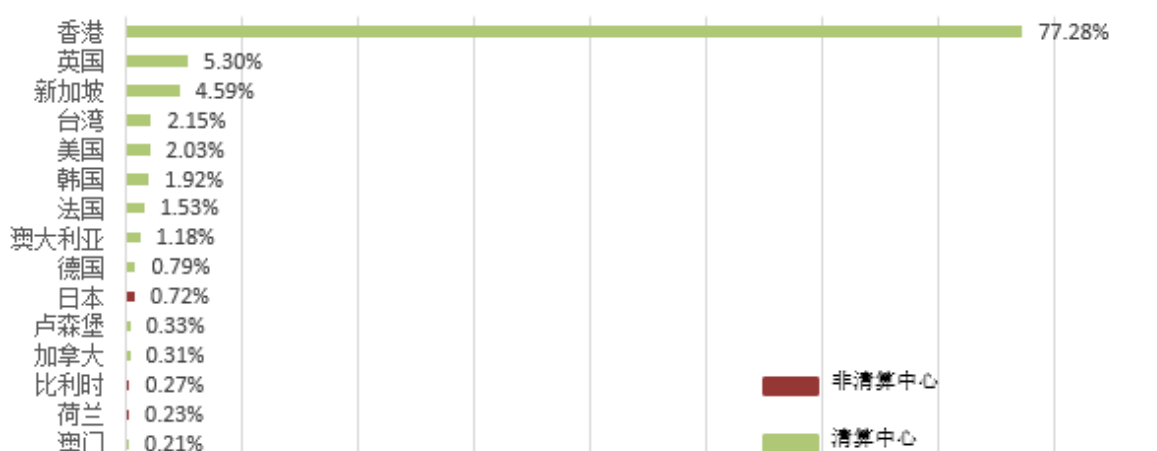


图 28：客户发起支付和机构支付量，对内+对外流量，基于金额，不包括中国
资料来源：环球同业银行金融电讯协会(SWIFT)发布的《人民币追踪》报告，2019 年 2 月

目前，全球共有 20 家人民币清算中心。据环球同业银行金融电讯协会（SWIFT）的人民币追踪数据，最大的清算中心是伦敦，2019 年 1 月的交易量占全球的 36.68%，紧随其后的是香港，略低于外汇交易总额 30%。如今，有一个专门的人民币清算银行，服务于所有主要金融中心和数个主要的中国交易中心，帮助市场参与者使用人民币支付和结算交易。清算银行可降低交易的人民币端风险，而非人民币端可能有风险敞口。

以人民币进行外汇交易金额最高的国家

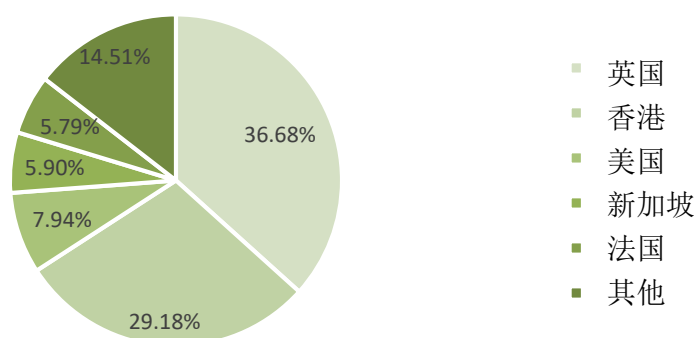
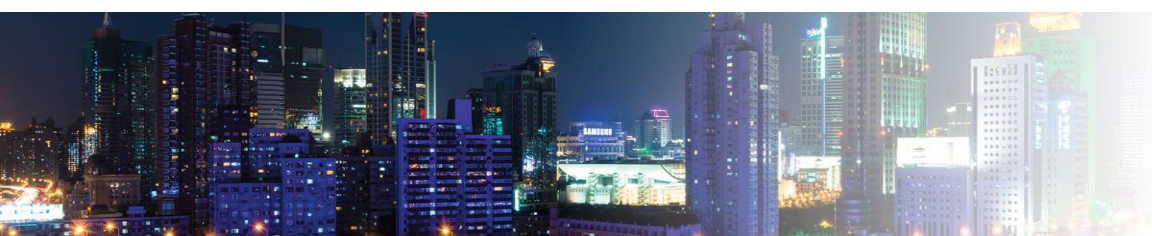


图 29：包含央行在内的外汇交易确认书，基于金额，不包括中国—2019 年 1 月资料来源：环球同业银行金融电讯协会(SWIFT)发布的《人民币追踪》报告，2019 年 2 月

为解决这些问题，中国于 2015 年在上海启用了人民币跨境支付系统（CIPS）。人民币跨境支付系统是一种实时全额结算系统，可为参与者提供一点式市场准入和人民币支付集中清算，既允许境内银行直接进入，也允许境内和境外银行间接进入。⁵⁸人民币跨境支付系统账户的资金必须完全通过中国国家现代化支付系统转入。该系统使银行无需借助境外清算中心或代理银行等复杂的支付路径，从而加快支付处理，降低跨境支付成本。然而，尽管有此系统接口，但仍有不少国际银行还在使用 SWIFT 基础设施向中国汇款。

人民币跨境支付系统是矫正人民币结算中的缺陷的重要一步，将对人民币发展成为国际支付货币发挥关键作用。由于系统支持中英双语支付信息，并采用 ISO20022 消息标准和环球银行金融电信协会银行识别码，系统对跨境支付的直通式处理速率再创新高。此外，营业时间也延长至上海时间早上 9 点至晚上 8 点，与欧洲营业时间有了部分重合。

然而，仍有一系列问题尚待改善。2018 年 5 月 2 日正式启动人民币跨境支付系统二期。该系统在中国的法定工作日每天 24 小时运作，在实时全额结算系统（RTGS）的基础上采用延迟净额结算（DNS）模式，实现流动性效率更高的混合结算机制，以支持金融市场交易，可实行人民币券款对付，人民币和外币对等支付，中央对手方清算机制下的中央集中清算结算和其他跨境贸易人民币结算。二期系统能容纳更多样的直接参与者，改进了消息系统，并在江苏省无锡市建立了一套人民币跨境支付的备份系统。尽管截至 2019 年 4 月 26 日，来自 89 个国家和地区的 834 个间接参与者已经在使用人民币跨境支付系统，但如要进一步提高人民币作为国际支付货币的用量，必须增加该系统会员中的国际银行数量。此外，在中国境外还有 478 个间接参与者在人民币跨境支付，不过这一数字是基于银行实体数量而非银行集团数量统计的（在全



球，汇丰集团旗下的 10 家中国境外银行都是间接参与者。它们算作 10 家银行，而非 1 家）。

尽管人民币兑外币兑换指令的实体结算基础设施已取得较大发展，但其中某些方面并未完全反映和采用国际公认的最佳做法标准，包括：

- 人民币交易结算主要通过非同步的方式进行。参与者因此面临本金风险（或称赫斯特风险），即损失交易所有价值的风险。根据巴塞尔银行监管委员会发布的《监管指南》⁵⁹（如适用），银行应使用可提供同步支付结算的金融市场基础设施，消除结算外汇交易时存在的本金风险
- 人民币交易结算并非在所有的司法管辖区均采用央行资金，也不采用相对货币。“PFMI 原则”⁶⁰为使用央行资金结算提供了明确指南，以便限制信用和流动性风险
- 人民币交易结算通常采用全额或双边净额结算方式。市场参与者不能享受多边净额结算带来的巨大流动性优势，而持续联系结算及交付系统对其合格货币的结算却可实现这些优势

随着人民币结算量持续增长，中国将需要增加流动性，放宽交易对手方限制，同时为结算的代理账户缓释风险。对于在国际上较为活跃的银行而言，在多个清算中心持有独立的流动性池不利于管理工作，也会导致流动性偶尔变得非常昂贵、获取时间也难以预测。国际结算银行表示，人民币是全球前十大货币中唯一未获得持续连接结算资格的货币。⁶¹这导致其无法成为真正的国际货币。

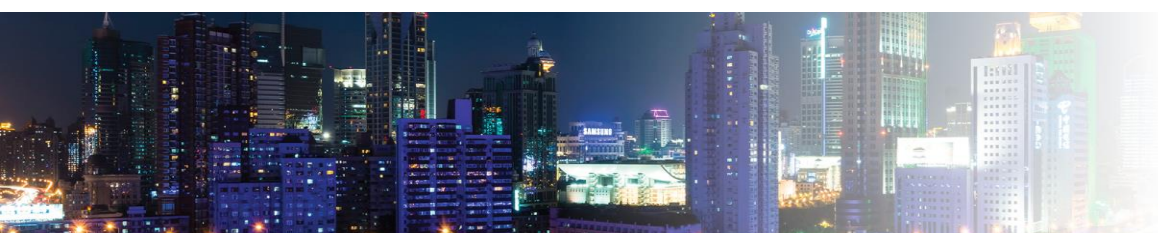
国际社会对人民币跨境支付系统的接受比预期要慢。然而该系统仍有潜力，可通过增加结算次数、降低成本、提高市场流动性等措施，显著改善跨境支付的效率。为确保人民币跨境支付系统持续遵守国际标准，应定期根据 CPMI-IOSCO 的金融市场基础设施原则评估方法进行自我评估，并公开披露自评结果。

6. 交易后基础设施标准化

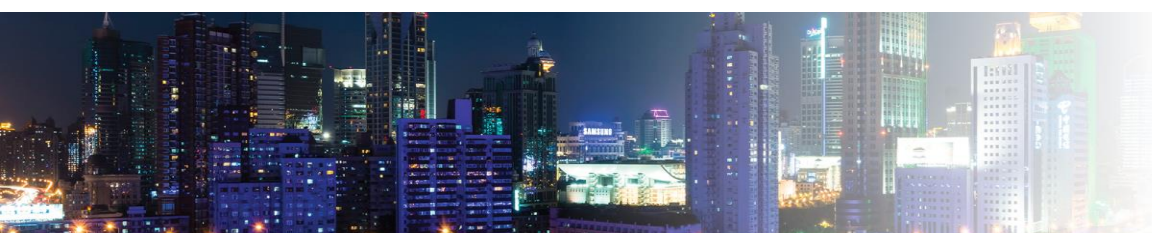
为了满足市场参与者对现代交易科技的需求，中国还应考虑交易后基础设施现代化，不应像同地区的其他国家一样遗漏这一方面。中国目前采用多种清算和结算基础设施（中央结算公司、中国结算、中国外汇交易中心、上海清算所等），它们处理的产品时有重叠。使用这些基础设施的市场参与者必须采取不同的做法，采用不同的沟通渠道，遵守不同的协议，这使得中国的交易后环境非常复杂，操作成本很高。改善这一环境的方法之一是采用国际沟通标准，例如 ISO 20022 通用金融行业消息计划，实行国际数据标准，如国际证券识别编码（ISIN）。

针对市场基础设施的建议

1. 在《破产法》中增加法律法规，规范与中央对手方的交易和各金融基础设施的交易的**结算最终性**，反映 CPMI 中的金融市场基础设施原则中的国际标准。
2. 允许清算会员对保证金账户中的现金拥有担保物权，且此担保物权应得到中国《物权法》或《证券法》的认可。



3. 上海清算所申请取得《欧洲市场基础设施监管规则》认可的同等中央对手方地位和美国商品期货交易委员会授予的衍生品清算机构豁免地位**应为当务之急**。
4. **允许境外投资者选择使用综合账户**，为他们提供在其他发达市场可享受到的低成本、高效率优势。由于投资者在整个过程中无需开立隔离账户，这将简化操作模式，缩短新产品上市时间。
5. **确保境内市场基础设施与国际标准兼容**，包括金融市场基础设施原则，以便提高人民币作为国际货币的用量。
6. 在央行现金账户下以同步支付方式开展的人民币多边净额结算将推动人民币在国际贸易、投资和外汇储备中的用量持续稳定增长，还将满足国际公认标准。
7. 允许第三方托管人代表发起交易的对手方持有初始保证金。



I. 市场准入

1. 在中国投资

中国有多套准入计划，每套都有相应的标准、目标与特定的限制（例如，额度、本金锁定期、资本支付及资金汇出）。这些不同的准入计划相辅相成，体现了中国在促进跨境资本流动中的不懈努力。希望中国能通过解决以下问题，在未来进一步开放市场。

1a. QFII 和 RQFII

随着境外投资者在中国投资和交易境内证券的渠道越来越多，中国对最初的两个渠道（于 2002 年推行的 QFII 和于 2011 年推行的 RQFII）实施了一系列改革。最终，中国证监会在 2019 年 1 月 31 日发布了管理办法草案，该草案合并了 QFII、RQFII 这两项制度，并将投资范围扩大到私募基金、衍生品和债券回购。⁶²此前于 2018 年 8 月 8 日宣布，对于 QFII 和 RQFII，将“统一准入标准，放宽准入条件”。合并之举缩减了外资进入渠道，但流程进一步简化整合，因此受到境外金融市场参与者的欢迎。

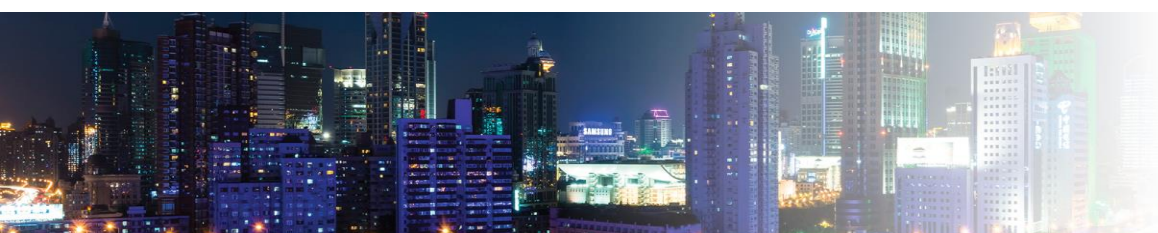
接轨与整合

随着 QFII 和 RQFII 的规则越来越统一，境外投资者希望能在两个制度之间转换，无需要卖出一个制度之下的所有投资产品，就能在另一个制度下开展投资。尤其是在中国银行间债券市场开展投资时，可在 QFII/RQFII 和参与者直投渠道之间任意切换。若不允许在不同机制之间切换，那些想继续在中国投资的投资者就必须承担不必要的交易成本和纳税责任，也有可能触发资本外流，导致漏损风险。两项制度的合并将消除这一问题。⁶³

额度变化

截至 2018 年 12 月 31 日，中国证监会共授予 1,500 亿美元投资额度，其中向 309 家境外机构授予了 1,011 亿美元的投资额度。RQFII 制度已从香港扩展至 19 个国家和地区，RQFII 总投资额度为 1.94 万亿元人民币，其中 6,467 亿元人民币的额度被授予 233 个合格投资者。相比之下，2017 年 1 月 25 日分配给 QFII 和 RQFII 的总投资额度分别为 870 亿美元和 5,290 亿元人民币；2017 年 7 月，香港的 RQFII 投资额度从 2,700 亿元人民币增加至 5,000 亿元人民币。2016 年，外管局对 QFII/RQFII 两项制度的额度都作了较大调整，QFII 和 RQFII 可基于其或其所属集团的资产或其管理的资产规模（基础 AUM 额度），按一定比例，自行决定基础额度，只要在外管局进行常规备案即可。若 QFII/RQFII 除基础额度之外还需额外的额度，则需经过外管局的许可。

基础额度备案的新系统是 QFII/RQFII 制度发展过程中的一个里程碑。有了这个系统，QFII/RQFII 可通过更加透明精简的方式来加速投资。此外，QFII/RQFII 的资金可以每天汇出（而非每月），此类资金汇出也不会再降低 QFII/RQFII 的额度，这就意味着额度可以循环利用。此外，证监会已经不再要求 QFII 的股票投资比例不得低于 50%，QFII/RQFII 的现金比例不得高于 20%。



若未来能够合并 QFII 和 RQFII，将提高的境外资本参与度。我们鼓励中国证监会允许将已授予给特定实体的额度转让给该额度持有人控股的另一个实体，并允许将未来的额度授予给控股公司级别的 QFII/RQFII，供其控股或全资子公司使用。

资金支付与汇出

另外，此前的 QFII 和 RQFII 封闭式基金的六个月注资时间规定已经取消，封闭基金的资本锁定期已从一年缩减至三个月，这三个月从某个特定累计数目的资金（如 QFII 投入 2000 万美元、RQFII 投入 1 亿元）进入中国开始计算。

在 2018 年 6 月，QFII 每月 20% 的汇出上限以及针对 QFII 和 RQFII 的三个月的本金锁定期规定被取消。本协会 2016 年的中国境内债券市场调查显示，资金自由汇出是境外投资者关注的首要问题。尽管上述规定已取消，但 2019 年 1 月颁布的有关 QFII 和 RQFII 投资管理的征求意见稿规定，QFII/RQFII 的资金支付和汇出将根据中国的经济以及金融状况、外汇市场供求以及国际收支平衡情况，接受中国人民银行和外管局的“宏观审慎管理”。这给境外投资者带来了不确定性，其中很多转而选择了沪深港通。

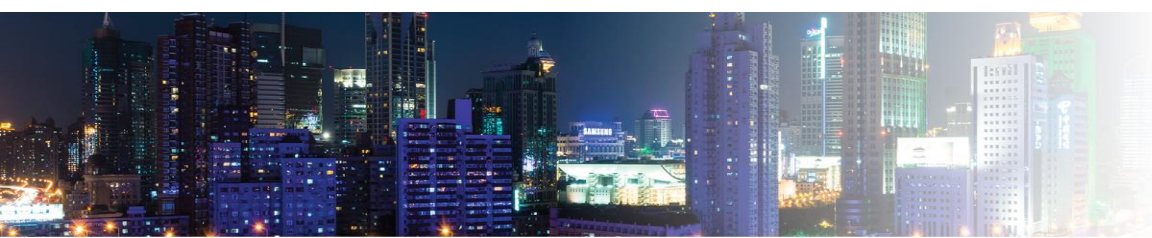
投资范围

本协会欣见监管部门扩大 QFII/RQFII 的投资范围，增强该渠道的竞争力，但我们也希望，在允许 QFII/RQFII 委托三个以上境内券商的同时，允许 QFII/RQFII 投资标的资产属于 QFII / RQFII 投资范围的私募投资基金，并允许 QFII/RQFII 买卖股票期权和期货期权两类场外衍生品，同时投资私募股权基金。令人欣慰的是，QFII 和 RQFII 已经获准与合格机构进行在岸外汇衍生品交易。QFII/RQFII 现在可以通过“多个”境内金融机构兑换在岸人民币，这比参与者直投和债券通模式更方便。

税务清账

QFII/RQFII 需要在当地税务局进行备案，并将加盖当地税务局印章的税务备案表提交给汇款银行，才能将其在中国的收益汇出。QFII/RQFII 需要花时间准备提交当地税务局的证明文件，包括当地税务咨询机构出具的完税证明或审计报告。例如，某 QFII 投资者在 12 月进行年终结账，其审计报告要到次年 3 月或 4 月才能提交，因而无法在此之前汇出收益。此外，由于一些地方税务局资源紧张，他们只在一周的某一天受理此类申请。考虑到监管部门宣布对境外投资者的债券和股票投资收益免税，我们认为这一备案要求可能仅出于外汇管制需要，而非确定应纳税额。因此，我们建议不再要求提交当地税务咨询机构出具的完税证明或审计报告，以加快汇出流程。

或许税务总局可以与外管局或汇出行共同建立一个在线数据共享平台，即使监管机构获得监测外汇状况所需的信息，又使 QFII 和 RQFII 免于繁琐的备案流程，或者以更简单的方式实现资金汇出或对外支付。



利益披露

试行的监管文件对合格投资者及其名下的境外投资者的利益披露义务进行了区分。文件规定，境外投资者应当通过合格投资者向交易所提交报告，履行利益披露义务。不过，合格投资者也有义务确保其名下的境外投资者严格遵守相关信息披露规定，这一规定非常严苛。由于境外投资者能通过沪深港通或不在其合格投资者控制范围的其他合格投资者进行投资，因此我们希望证监会修订监管文件，规定合格投资者只需对其管理的境外投资者的投资负责。

1b. 沪深港通⁶⁴

沪深港通这一概念最早由中国提出，是另一种打开中国资本市场的渠道。2014年11月，上交所和港交所开通市场互联互通机制，意味着两家交易所首次联合在一起，2016年，港交所和深交所之间建立了类似的联系。一般而言，投资者要想购买他国股票，需通过本国券商和对方国家券商之间的联系才能达成。而有了股票市场交易互联互通机制，两国证券交易所之间就有了直接联系。有了这种联系，持有港交所许可证的券商就可以借此直接操作上交所或深交所的订单，而无需通过上交所和深交所挂牌的券商。

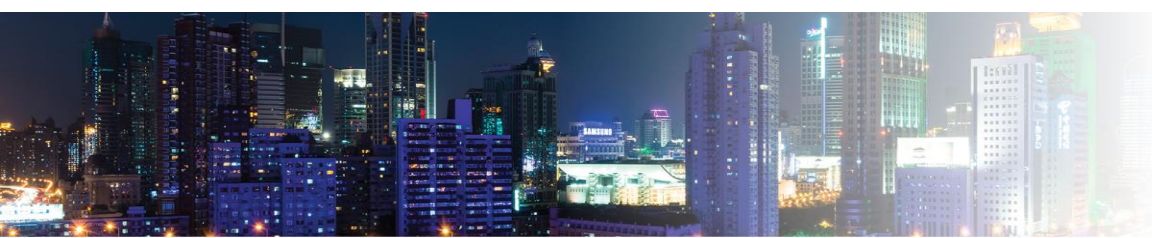
由于中国的资本账户受限，境外投资者无法在中国金融机构开户，除非存在通过审批的特殊用途。有了沪深港通机制，中国政府就可以通过单个可控的渠道，允许资金进出股票市场。投资者必须是在香港购买离岸人民币，或让券商代为购买。境外投资者通过沪深港通机制卖出股票时，人民币的交易是在香港完成的。沪深港通机制创造了一个“闭环”，隔开了购买股票的人民币与中国其他经济活动。

沪深港通让全世界的投资者，无论是机构投资者还是散户，都能够交易A股。沪深港通不设锁定期，也没有资金汇出限制。相比之下，在过去几年中稳步开放的QFII和RQFII却依然对机构投资者有所限制。

随着沪港通的成功，深港通也于2016年12月5日启动。上交所由体量庞大的国有企业占主导地位，而深交所则更倾向于中小盘，其中不乏高新产业的公司，如软件、高科技以及生物科技公司等。深港通的出现，给投资者以更宽广的股票投资选择面，很大程度上增加了因多样性和股票筛选带来的机遇。

2019年，中国A股将被高调纳入明晟、富时和标准普尔指数，我们对此表示期待。在指数纳入期间及再平衡阶段，上交所和深交所的3分钟收盘集合竞价时段仍会是一个重要的交易窗口。若能允许国际主动型基金进行备兑卖空交易，平衡国际被动交易资金流，则将对市场大有裨益。事实证明，这样能改善沪深港通合格证券的价格发现机制，减少价格波动，提高流动性。根据此前在股票市场结构章节对股票借贷的建议，对沪深港通离岸部分的主要调整建议如下：

- 优化现有模式，将参与资格扩展到所有股票借贷市场参与者；
- 发展股票借贷市场微观结构；
- 确保股票借贷及卖空交易的透明度和可见度。



额度

沪港通启动之时，北上交易额度为 3,000 亿元人民币，南下额度为 2,500 亿元人民币，这给借道沪港通的双向投资总额设定了一个上限。最初之所以设置投资额度限制，是为了让政府和市场参与者对沪港通这一渠道进行评估。经过两年的顺利运作，沪港通的双向投资总额度已于 2016 年 8 月，也正是深港通宣布启动之时，予以取消。

2018 年 4 月，港交所和证监会宣布将北向交易每日额度提高 3 倍，中国人民银行和香港金融管理局都增加了离岸人民币和互换额度，以支撑交易量的增长。2018 年 5 月 1 日起，沪港通和深港通的每日额度分别从 130 亿元人民币提升至 520 亿元人民币（合 82.7 亿美元），南下交易每日额度分别从 105 亿提高至 420 亿元人民币。港交所数据显示，2018 年北上交易总成交量为 46.74 亿元人民币，相比 2017 年增长 106%。2018 年南下交易成交量为 28.34 亿元港币，比 2017 年增长 25%。自沪深港通启动以来，截至 2018 年末，内地资本净流入达 6,417 亿元人民币，香港资本净流入达 8,089 亿元港币。⁶⁵

额度限制会给机构投资者带来问题的原因，是额度的存在可能会无意中阻止买入订单的操作，使得投资组合无法满足投资委托。而偏离投资委托，不管是出于何种原因，都会产生“跟踪误差”，即投资组合业绩偏离基准，这是衡量基金业绩的重要方法。额度是一种隐性成本，取消总额度限制可消除部分风险。虽然北上交易每日额度仅在沪港通启用当日触顶过一次，但如今 A 股已获准纳入明晟新兴市场指数，北上投资有望大幅增加，并有可能突破最大额度。本协会鼓励监管部门考虑取消额度，或改善现有的额度管理体制，尤其是二级帐户之间的额度再分配制度。

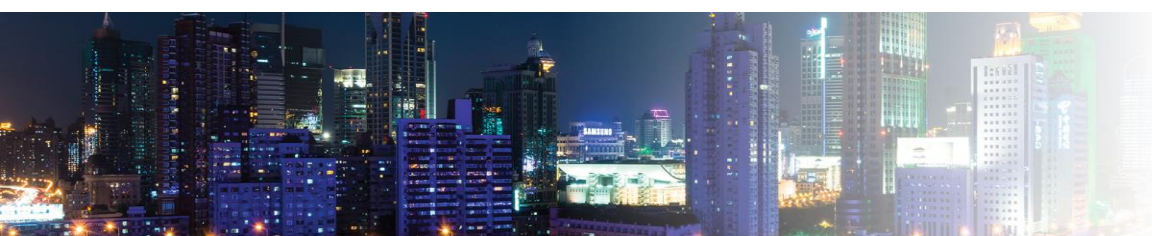
法律、法规及操作影响

互联互通机制的基本原则是遵循属地管理。提供 A 股产品的香港券商和投资者须遵循《证券及期货条例》和香港证监会的各项规定。在两地监管机关的合作实践中，存在更为微妙的差异。起初，由于境外投资者的股票都存在港交所的综合账户中，没有明确的客户信息，所以他们对 A 股的法律索偿权表示担忧。直到中国证监会于 2016 年 5 月发布了常见问题解答，境外投资者才基本上放下了顾虑。虽然在随后的 6 月份，明晟表示拒绝将 A 股纳入明晟新兴市场指数。

在中国，关键的操作问题在于：股票是在交易日当日结算的（T+0），但是付款要等到第二日（T+1）。这与大部分发达市场使用的方式恰恰相反。在发达市场，股票和资金同日结算，通常是在交易后两天进行（T+2）。券商、托管人和港交所共同制定了一些方法来克服这种结算分离障碍，尽管操作风险和交易对手风险并未完全消失。正如前面股权市场一节所述，我们相信，中国股权市场如果能用券款兑付机制来进行股权结算，会大大增加对全球投资者的吸引力。

沪深港通未来展望

港交所已宣布将在互联互通机制中加入更多产品，特别是 ETF、新股发行、场内衍生品，以及最终的认股权证。南下投资者可能对在香港交易的 ETF 尤其感兴趣，他们可以利用全球性或区域性 ETF 来快速实现投资组合多样化。而对有些北上投资者来说，由于境外指数管理公司对 A



股的认可不足，中国大陆的 ETF 对他们更有吸引力。2018 年 12 月 9 日，港交所宣布将于 2019 年年中将同股不同权的上市公司纳入港股通交易范围，收到广泛好评。⁶⁶

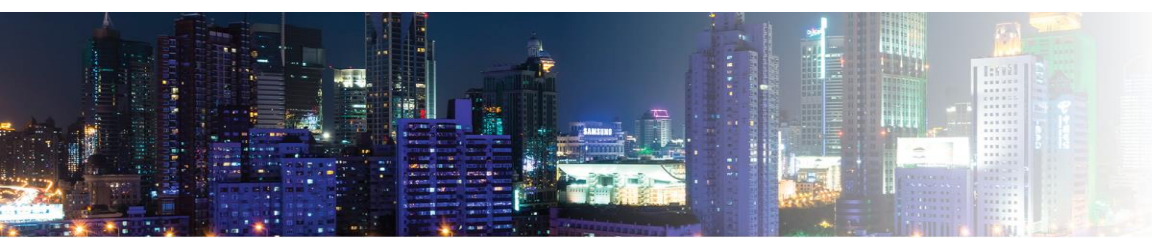
2018 年 4 月，港交所修订了《上市规则》，允许同股不同权的公司上市。规则还允许一家公司的控股权由几个股东掌握，这种结构在科技公司中很常见，因为创始人想要保持对公司长期发展愿景的控制。双重股权交易在许多地区都得到认可，尤其是纽交所，这也是阿里巴巴 2014 年放弃港交所，转而奔赴纽约完成 250 亿美元 IPO 的原因。

一项针对“南下交易”的禁令突然颁布，给小米公司在 2018 年 6 月的上市带来巨大冲击（小米是香港的第一家同股不同权的上市公司）。沪深交易所与港交所禁止部分指数股参与交易，所以此次暂时叫停双重股权公司“南下交易”并非违规，但却打乱了港交所意图成为“新经济股”交易中心的计划。本协会赞同港交所的观点，即沪深港通应该允许同股不同权企业上市，因为香港市场已经有相当完善的保护机制。港交所目前只接受预估市值达 400 亿港币的公司上市，且要求其建立由完全独立的非执行董事组成的公司管理委员会。为了与内地监管机构就同股不同权公司的上市达成一致意见，港交所同意对在港上市的此类公司采用稳定交易期机制，之后这些企业可以参与“南下交易”。但稳定交易期机制的具体时间尚未确定。本协会认为，一旦该机制具备可行性，南下交易禁令就应立即取消。⁶⁷

沪深港通还可能将场内衍生品纳入其中，如在中金所交易的沪深 300 股指期货合约，或是在香港交易的恒生股指期货。如有沪深 300 股指期货的存在，境外对华投资者就有机会获得更丰富的投资组合和更健全的风险管理。港交所可进行货币期货交易，并拥有全世界最活跃的认股证和结构性产品市场，例如牛熊证。这些产品最终都可能纳入互联互通机制。总体上，本协会认为，若能向特定类型的内地投资者开放和交叉销售在港上市的认股权证和牛熊证，则有助于提高此类资金流的透明度，并让那些帮助发行此类产品的境外机构进入境内市场的本地金融机构获得大量机会。若允许推出以 A 股为标的的工具的类似产品，则发行人为了对冲风险敞口，将大幅增加北上交易量。

自从 2018 年 A 股被纳入明晟指数起，中国官方已经允许投资者通过沪深港通进入在岸外汇市场。但是，还没有一家银行知道如何实现此类交易，监管机构也没有发布任何指引。2019 年预计 A 股将被纳入更多股指，有人担心离岸人民币流动性是否能满足资金流入的要求。因此，我们将敦促监管机构和主要利益攸关方就人民币兑换和沪深港通风险对冲交易制定框架。

主管部门称，中国最早到 2020 年会取消资本管制。若能实现，境外投资者就能购买人民币，并投资任何中国资产，不再受许多制约（或与中国境内投资者所受限制相同）。考虑到除中国以外的全球跨境投资运作方式，也许有人会猜测沪深港通会被全球模式取代。不过到那时，也许沪深港通已经成为大家熟悉的投资途径之一。假如港交所能维持高水平的服务，沪深港通或许能够长存。成功的关键在于保障沪深港通能以高效率、低成本的方式为不同的投资者提供市场准入。



内地散户进入沪深港通

外管局对内地散户在沪深港通交易设定了限制，即必须在中国境外居住满一年。我们认为应修改这一限制。内地居民容易就可以在中资证券公司开立账户，继而开始投资沪深港通。一些券商没有用于审核些客户资金来源的资格衡量标准，还有一些券商只要求资金来自获批的香港商业银行即可。实际上，很难核实某个散户是否在中国境外居住一年以上。同时，允许公司进行投资也给散户提供了一条避开限制的途径。因此，这一限制对防止潜在违规投资毫无意义，反而更难查清投资者的身份，可能会增加监管难度。也就是说，监管机构需要更加细致的审核才能确定投资者的真实身份。这样的限制也让在境外配置资产的中国居民很难将 A 股纳入其全球投资组合，也使产品的发售更加复杂。这一限制已在很大程度上挫伤了国际财富管理机构将 A 股纳入其全球投资组合的积极性。

1c. 股票/上市衍生品挂钩场外交易产品（境内外）

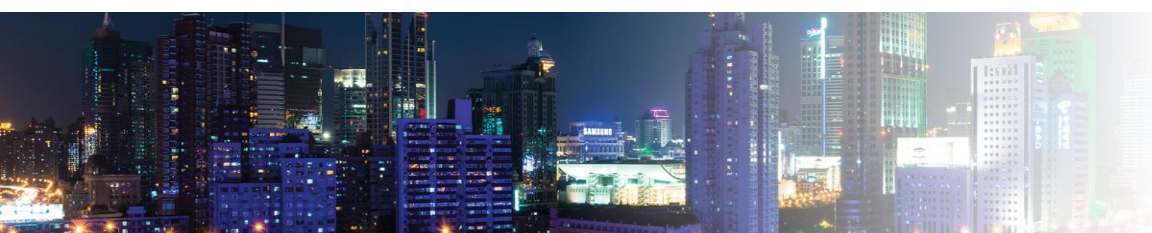
本协会提倡在风险管理体系稳健的前提下，发展场外股权类衍生品交易，并制定允许本地金融机构（包括境外金融机构的子公司）参与股权类衍生品交易的规则。然而，在此方面，中国的监管政策鲜有触及，也模棱两可，且因为市场波动已数次变更。在前几年，有参与者认为，中国监管机构是反对 QFII 进行场外衍生品交易的，也同样询问中国监管机构是否会允许境外金融机构的客户以场外交易的方式在香港或其他境外市场进行投资和对冲交易。一般来说，境外金融机构需要有透明的客户风险管理机制，以支持在中国股票市场开展做市交易活动。因此，我们希望中国监管机构支持这些境外场外交易市场的发展，与此同时，确保 QFII 能够遵循市场行为准则和境内交易规则。

1d. 基金互认

2015 年 5 月 22 日，中国证监会和香港证监会就开展内地与香港基金互认工作联合发表声明，基金互认的初始投资额度为资金进出各 3,000 亿元人民币。基金互认自 2015 年 7 月 1 日起正式施行。截至 2015 年 12 月 18 日，中国证监会审批通过了首批北上的 3 只香港互认基金、香港证监会审批通过了 4 只南下的内地互认基金。截至 2018 年 12 月，共有 17 只北上互认基金和 50 只南下互认基金获准交易。

鉴于通过审批的互认基金中，北上的香港互认基金和南下的内地基金数目悬殊，因此，在北上基金认可或审批流程中，应当提升透明度，加以改善。虽然截至 2018 年 12 月底只有 17 支北上基金获得审批，这些基金共募集了 90.2 亿元，而南下基金仅募集了 4.3 亿元。⁶⁸投资者之所以对南下的内地基金缺乏兴趣，可能是由于担心人民币贬值和中国经济不稳定所致。另一方面，出于相同的担忧，再加上对多样性的追求，也许能解释为什么中国内地投资者会对北上基金青睐有加。

目前审批通过的只有传统类型的基金。随着基金互认机制的不断发展，希望将来可能会加入更多不同类型的基金和其他产品，为中国内地和香港的投资者提供更多的选择。此外，允许境外机构获得投资管理授权，有助于增加合格产品种类，让境内投资者参与国际市场投资。这将使中国投资者的投资多样化，更重要的是降低投资过度集中所带来的风险。香港市场相较中国内



地更小，在涉及香港注册基金时，希望能就“基金的资产管理规模中至少有 50%来自基金原管辖区域”的要求加以调整。本协会希望取消基金必须要在香港注册超过三年的限制，并能与卢森堡等其他主要基金注册地签署基金互认协议。

1e. 中国银行间债券市场开放

1997 年 6 月，中国人民银行要求所有的商业银行通过电子交易系统将他们的债券回购和债券现货交易从证券交易所中转移至一个银行间操作系统中。银行间债券市场上交易主要的债务工具包括：政府债券、中央银行票据（基本上是一年期国债，但由中国人民银行发行）、金融机构债券等债务融资工具。中国银行间债券市场现已成为中国最大的债券市场（占中国未偿债券托管总量的 90%）。再加上中国内地的两大证券交易所的债券交易，中国的债券市场规模仅次于美国和日本，位居全球第三。

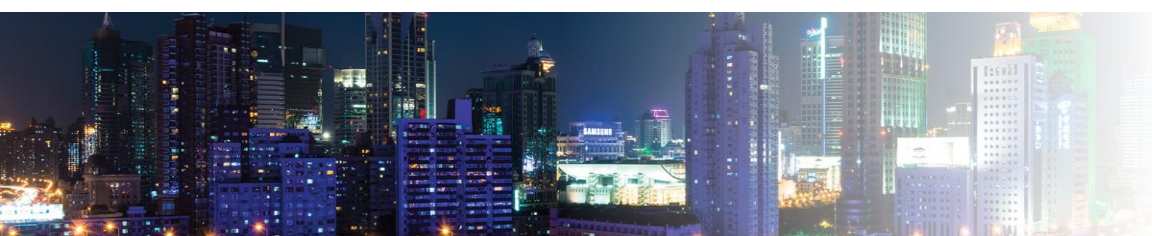
开放历程

2005 年，中国人民银行同意泛亚基金和亚债中国基金进入中国银行间债券市场，从此开启了向境外投资者开放的历程。中国银行间债券市场真正的自由化是从 2010 年开始的，当时，“三大类境外机构”——即境外中央银行或货币管理部门；香港、澳门地区人民币业务清算行；跨境贸易人民币结算境外参加银行，获准在中国银行间债券市场进行债券交易和结算。在这之后，中国银行间债券市场进一步自由化：2011 年，香港 RQFII 获准在中国银行间债券市场开展投资业务；2012 年扩展至香港、新加坡和台湾的保险公司；2013 年 QFII 获准进场中国银行间债券市场，随后所有 RQFII 均获得许可。

中国银行间债券市场明显加速了向境外投资者开放的步伐。2015 年 7 月，中国人民银行宣布允许境外央行、货币当局、国际金融组织以及主权财富基金（统称为境外机构）在中国银行间债券市场开展投资业务，无须满足任何审批要求，也不受额度限制，仅需在中国人民银行备案即可。2016 年 2 月，中国人民银行宣布允许大多数境外机构投资者均可通过新的备案系统在中国银行间债券市场开展投资业务，而无须提前审批，也没有额度限制（“直接准入机制”）。这些称境外机构投资者包括商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司（及其投资产品、养老基金、慈善基金，以及捐赠基金），还有其他中国人民银行认可的中长期机构投资者。起初，监管机构表示这些机构既不能通过直接准入机制、也不能利用 QFII/RQFII 制度来进入中国银行间债券市场。但最终还是表明这两种机制都可以作为境外机构服务不同客户和/或提供产品的渠道。

中长期投资者

根据中国人民银行对直接准入机制的规定，判定境外机构是否是中长期投资者、是否符合这一机制的要求由结算代理银行来进行。倘若判定条件能实现标准化，判定人也不是个体结算代理银行，将会更有帮助。



境内对冲和回购渠道：

与股票基金投资者不同，对于全球债券基金，在货币对冲基础上进行投资是非常普遍的。因此，可使用境内外汇即期和远期市场交易来便捷地对冲人民币风险敞口，对债券投资者而言极为重要。此外，境外投资者希望参与到利率对冲交易之中，包括使用境内利率掉期和债券期货。目前，境外机构投资者缺乏进入在岸债券回购市场的途径。主要原因在于市场交易形式（质押式回购）、市场协议（当地的 GMRA/NAFMII 协议与客户在其他市场使用的协议并不相同），以及投资者难以通过全球托管银行开展三方回购。

债券相关产品

境外机构投资者成功进入中国银行间债券市场之后，他们持有境内债券会引发其他顾虑。例如，投资者是否会发行一些与在中国银行间债券市场交易的债券相关的境外市场准入产品（比如本身就没有达到合格要求的投资者）；境外投资者是否可用境外信用相关产品来帮助对冲潜在债券违约以及对境内债券进行担保所带来的风险。阐明上述情况将有助于促进更多境外投资者参与中国银行间债券市场。

1f. 债券通

债券通北向通交易是香港为固定收益交易创造的新机制，在 2017 年 7 月 3 日正式启动，以近 1,300 亿元人民币（197.2 亿美元）的交易量，在第一年就打破了境外资本流动的最高记录。除已有的 QFII 和 RQFII 机制、中国银行间债券市场参与者直投和全球各大中央银行专门准入渠道、主权财富基金和多边机构外，境外投资者和市场参与者对新增的准入机制也表示欢迎。

据港交所统计，截至 2018 年末，已有来自 24 个国家和地区的 503 个机构投资者在香港注册。⁶⁹截至 2019 年 1 月，已增加至 558 个。⁷⁰据港交所统计，2018 年的日均成交量达到 36 亿元人民币，2019 年 1 月，增加至 60 亿元人民币。中国银行间债券市场的境外投资者持有规模在 2018 年 12 月 31 日达到了 1.73 万亿元人民币，与 2017 年 7 月债券通启动时相比翻了一番。⁷¹据中央结算公司统计，2018 年 8 月，境外投资者的持有规模首次突破 1 万亿元人民币，境外机构在中国债券市场的占比上升至 8%。⁷²

目前已经取得了许多积极的进展，例如，中央结算公司采用实时货银对付的方式进行结算；在债券通机制下，进行大宗交易；以及财政部和国家税务局联合声明，境外机构投资者所获债券收益暂免 3 年企业所得税和增值税。要使债券通成为更具吸引力的投资渠道，还有很多方面可以改进，例如，理顺申请流程；允许使用替代交易平台和灵活指定多家外汇结算银行（方便客户核实哪家银行能以最佳价格执行外汇对冲交易）以降低交易成本；以及引入额外的对冲工具，包括境内回购、境内利率掉期和债券期货。重要的是，中国人民银行应允许更多境外机构投资者担任境外市场做市商的角色。这将有助于中国人民银行实现发展债券通的目标，进而促进融资渠道的多元化发展，并进一步按照国际最佳做法改革中国资本市场。

债券通最大的优势之一是，境外机构投资者可通过中国境外的国际电子平台（TradeWeb 和彭博）在中国银行间债券市场进行债券交易，并且可以直接从指定做市商（截至 2018 年 12 月，



已有 34 家指定做市商）处获得出价和报价，而无需通过境内代理进行手动操作。一般来说，债券通机制下的投资者受益于更简单的申请流程。目前这个流程一般耗时几周，但也可能更久。参与者还可以利用现有的境外托管人，而无需在中国指定结算代理。

与沪深港通和中国股票交易不同的是，债券通机制下，结算周期为 T+2 日。为了增强债券通机制对境外机构投资者的吸引力，如将结算周期延长到 T+3 日或更长的时间会更好。

交易费

债券通的投资者必须指定一名托管人（CMU 托管人），该托管人必须是香港金融管理局（“香港金管局”）债务工具中央结算系统（CMU）的成员。CMU 托管人将为境外机构投资者指定外汇结算银行。此外，境外机构投资者还必须同中国外汇交易中心与香港交易所的合资公司——债券通有限公司（BCCL）接洽，以获得申请审查和其他市场准入指导和支持。

由于债券通的参与方较多，债券通机制下的费用（包括 CMU 托管费和交易费、外汇交易中心交易费用、交易平台费用和债券通有限公司服务费）可能高于参与者直投模式下的费用。但是，我们注意到，债券通有限公司对其服务费进行了调整：从 2018 年 7 月 1 日起，对于期限超过一年的交易工具，其服务费率下调至 0.0060%；对于剩余期限小于或等于一年的所有交易工具，服务费率下调至 0.0025%。

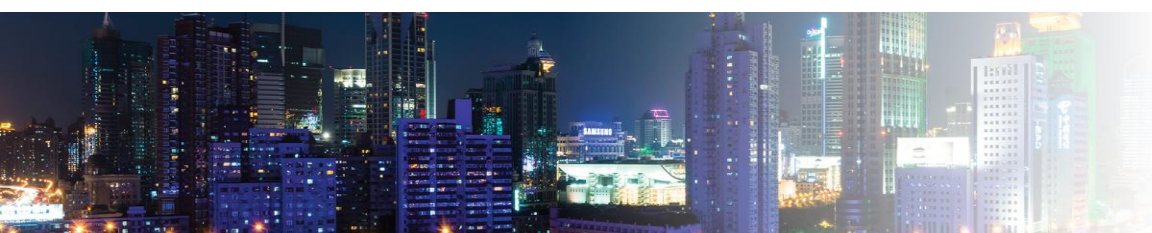
目前，外汇交易中心交易费、债券通有限公司服务费，以及 TradeWeb 等交易平台收取的费用按月计算，这些费用随后由平台呈现给境外机构投资者，而每笔交易的明细则不作区分。这对那些以资产/基金管理为主营业务的境外机构投资者来说，是一个很大的问题，因为他们需要将这些费用的明细分摊给其客户和/或基金。由于债券交易的全球惯例是本金交易，相关服务费和其他费用包含在利差中，而非单独向投资者收取，因此对于某些资产/基金管理人来说，即使可以按每笔交易对相关费用进行细分，也很难向客户收取。

境外机构投资者希望，至少债券通机制下的交易费用和其他收费按逐笔交易的方式向标的基金或所涉交易客户账户的托管人收取。如果债券交易相关的费用和收费能像世界其他地区那样纳入价差，那效果更好。

外汇交易对手方的选择

许多境外机构投资者，尤其是基金管理人，依仗其全球托管人安排兑换外汇，用以开展债券通投资和对冲。

在债券通下，这些托管人必须指定一个分托管人（CMU 托管人），该托管人必须是香港金管局债务工具中央结算系统的成员。每个 CMU 托管人只能指定一家外汇结算行，结算行通常也是 CMU 成员，或隶属于 CMU 成员机构。境外机构投资者无论是通过 QFII 或 RQFII、参与者直投模式，还是债券通开展投资，都应当在同一家结算行进行资金汇入和汇出操作，这限制了其对外汇交易对手方的选择范围。准许 CMU 成员指定多家外汇结算银行，或在某家外汇结算银行开立账户，会大大改善这种情况。就更广泛的外汇结算问题而言，我们认为，全球托管银行今后



可能被授予开展在岸外汇结算的权利，满足客户的外汇需求。对于境外投资者而言，这是很好的改观该举措，能够降低进入门槛，推动进一步的投资。

债券通回购

债券通推行了一年之后，中国人民银行就宣布，可能将债券通业务范围扩展到债券回购。这对于境外投资者以及债券通而言，无疑是个好消息。虽然官方尚未披露细节，我们相信，若接下来推出措施，债券通回购对境外投资者一定很有吸引力。这样一来，在债券通登记的境外投资者就能进行境外双边债券回购交易。两个 CMU 账户可以参照《全球总回购协议》转让所有权，通过 CMU 进行结算、登记，并利用现有的债券通渠道在外汇交易中心记账。若借由国际托管银行服务提供商开展交易，这类交易还可以变成三方回购。

境内对冲

对于希望利用债券通进行投资的境外机构投资者而言，对冲利率风险及其他在岸风险同样重要。允许债券通参与者像外机构投资者通过参与者直投模式那样，进行债券借贷、债券远期交易、利率掉期和订立远期利率合同，是境外机构投资者最希望看到的。另外，借助债券通，向境外机构投资者开放中国的债券回购市场和债券期货市场，将有助于提高境外投资者对此渠道的兴趣。

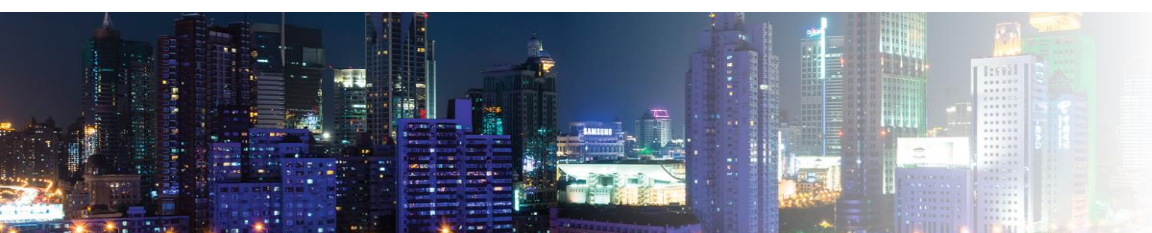
然而，境外机构投资者的主要关切之一，便是他们签订这些对冲协议应遵守的法律文书。境外机构投资者更倾向于采用全球公认的国际掉期与衍生工具协会（ISDA）文书，加上所有权完全转让，而非由中国银行间市场交易商协会（NAFMII）的文件。

操作基础设施和规定的标准化

如今，债券通仅接受人工确认交易信息，这大大增加了发生错误和交易失败的风险。另外，每个全球托管人都必须建立起自己的系统，以便将来自其客户的操作指令传达至相关市场及下属托管人来处理交易并区分资金渠道。债券通体系中对于发送指令并没有统一标准，每个托管人采用的方式都不尽相同。其中一些发送指令的方式并不符合直通处理金融服务的要求，因而无法加速交易进程。这样一来，债券通的操作流程就变得效率低下且成本高昂。因此，有关部门（中国人民银行和香港金管局等）以及在岸、离岸托管机构（CMU、中央结算公司、上清所等）应与行业一同合作，建立标准化的债券通操作基础设施，并引入自动化解决方案（比如 Omego 中央交易管理系统）。

债券通要求提供外汇交易中心编号，才能撮合和结算一单交易，使得大宗交易的处理十分不便。对此，相关机构应该采用更加可行的替代方案。

还有一个问题是，如果境外机构投资者通过债券通进行投资时，使用的是在岸人民币，那么卖出后获得的收益必须再次投资，或者应在“合理期限”内汇出。该文件并未定义“合理期限”，而是交由外汇结算银行来规定，所以，各家外汇结算银行所做的解释也各不相同。境外机构投资者希望中国人民银行阐明“合理期限”的含义，方便一贯地应用，同时说明违反该规定的机构是否会受处罚。如有，希望能明确处罚内容。



在债券通模式下，CMU 托管人也负责确保境外机构投资者的资金兑换和外汇风险对冲是基于“真实合理”的需求。如果 CMU 托管人指定的外汇结算银行怀疑这类交易的真实性和合理性，则可请 CMU 托管人予以进一步解释和说明。因为对什么是“真实合理”的理解不同，境外机构投资者不清楚哪些交易是允许的、哪些是不允许的。境外投资者希望有关部门能够阐明什么是“真实合理”的交易。

相关部门应该采用首选结算地（PSET）匹配方法。如果在整个市场上推行这种自动化的方法，就可以减少人工操作带来的风险

报告失败交易

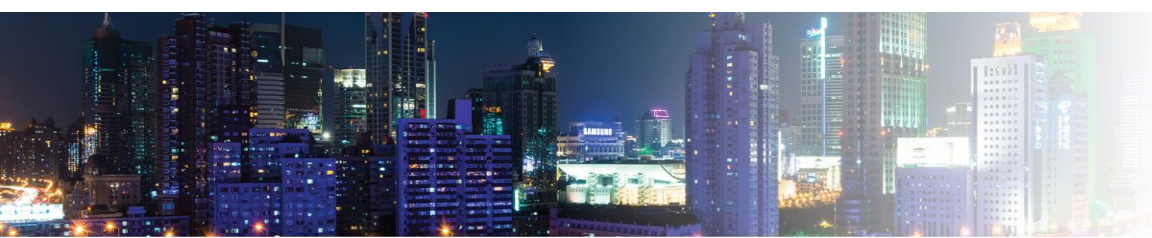
债券通和参与者直投模式一样，都会出现交易失败问题。一旦交易失败，双方必须取消该交易，且如果一方有要求，则双方须执行新的交易。境外投资者和境内对手方都必须向外汇交易中心和相关存管机构填写交易失败报备表。政府债券的存管机构是中央国债登记结算有限责任公司，公司债券的存管机构则是上海清算所。报备表需用中文填写，而且程序并不规范，此外，上报流程还取决于 CMU 是否对交易进行了确认。若允许用英文填写失败报备表，并向 CMU 托管人（类似于参与者直投模式下的结算代理人）报告失败原因，再由 CMU 托管人向外汇交易中心和相关存管机构报告失败交易，则将有助于规范失败交易报告流程。如果在 CMU 成员层级集中记录失败原因，则可提高报告效率。如果由债券通公司负责所有失败交易的上报，则可将所需信息以数据或文档形式分享给中央结算公司、上清所和 CMU，无需（在填写中文报备表方面有困难）的境外投资者和境内对手方提交失败交易报备表。

违约处理（三方回购）

为了增加境外投资者可投的三方回购债券的数量，有必要阐明三方回购的违约处理办法。当前的国际通行做法是：当交易对手方违约时，逆回购方需要获得正回购方的授权书，才能在相关交易平台出售债券，以清算担保品，收回资金。如果想要极大地提高境外投资者在三方回购市场的参与度，那么应该具体规定境外机构参与的三方回购交易是如何处理违约的。

大宗交易

债券通于 2018 年 8 月 31 日推出了大宗交易分仓服务，允许资产管理人在交易前将交易分配给多个客户账户。通过交易前分仓功能，境外机构投资者可以在执行单笔大宗交易的同时，将不同比例和数量的债券分配给最多 30 个独立账户。若对单笔大宗交易分配的账户数不设限制，将大有裨益。除此之外，还有一些规定给处理大宗交易带来了挑战，例如要求输入中国外汇交易中心交易号码才可撮合和结算交易。和沪深港通类似，债券通相关各参与方也应组建工作小组，与业界代表合作，共同寻找这类问题的解决方案。



1g. 熊猫债券

熊猫债券，是由境外借款人在中国内地发行的以人民币计价的债券。自中国 2016 年恢复对债券市场的强力政策支持以来，熊猫债券出现了爆炸式增长。2018 年上半年，中国银行间债券市场共发售 23 支熊猫债券，总额达 412.6 亿元人民币，占熊猫债券发行总额的 80.13%。⁷³

我们认为，熊猫债券在过去一年中的迅猛发展只是一个小小的开端，这一市场将在接下来的十年中成为亚洲最重要的新市场。这种乐观的预测反应了熊猫债券对发行人和投资者具有极大的吸引力，也体现了政策支持力度之大。

熊猫债券对发行人具有很大的吸引力，因为它能带来独特的机会。首先，对那些想在境内使用筹集所得资金的发行人而言，比起在境外发行，利用熊猫债券更为便捷（在境外，由于监管障碍，向境内汇款更为复杂）。其次，通过熊猫债券还能获得新类别的债券买家。第三，熊猫债券为发行人提供了新的资金来源，在一些情况下可能是发行人成本最低的筹资渠道。

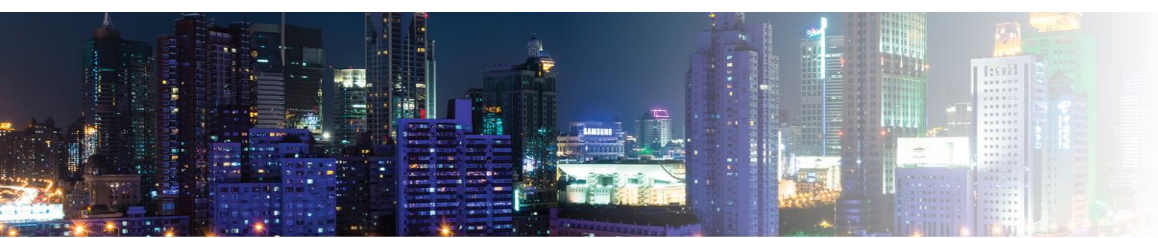
无论是对境内投资者还是境外投资者，熊猫债券都具有很大的吸引力，因为它对两者都有好处。熊猫债券使境内投资者可以投资境内原本无法接触到的发行人，还可以自由投资此前只能通过特别渠道（QDII、RQDII）投资的境外发行人。境外投资者可以接触到他们在其他境内市场中无法接触到的发行人，包括拥有比中国公债的国际信用度还要高的境外发行人（比如亚洲开发银行）。

中国监管机构很有可能会继续为熊猫债市场提供强有力的政策支持。然而，有些问题仍然悬而未决。实际上，只有一部分发行人能比较容易地进入市场，包括主权和半主权发行人（如亚洲开发银行等多边机构）。此外，截至 2019 年初，发行人必须提供符合中国会计准则、香港会计准则或国际财务报告准则的财务报表，且需经过在内地或香港获得执业资格的审计师审计。已有人向中国政府提交意见书，建议允许遵循当地通用会计原则（GAAP）或美国通用会计准则的其他地区机构也能在会计目的和扩大审计师资格范围方面获得同等权限。

根据当前的规则，所有潜在的熊猫债券发行人都必须按照中国审计标准要求的格式递交过去三年的财务报表。如果这一问题能够得到妥善解决，更广范围的发行人（包括国际企业）将很有可能发行数量更大的熊猫债券。我们建议中国考虑认可“会计属地原则”或至少认可其符合或大致符合国际财务报告准则的部分。此外，中国监管机构将美国公认会计原则排除在可接纳的审计标准范围之外。这导致美国的金融机构和企业都无法在中国银行间债券市场发行债券。与此相反的是，由于中国的审计框架大致上符合国际财务报告准则，美国的金融监管机构反而承认中国的审计系统。

目前，获取中国银行间市场交易商协会会员资格的应用评分机制并不利于境外银行。例如，该机制在筛选申请时，仅考虑境内业务额而将境外母公司的业务排除在外，并且以此来与中国境内银行的境内母公司相比。这样一来，中国境内公司就更占优势。

我们还认为，应该允许合格的境外发行人将债券收益自由汇出。如今，境外发行人汇出资金需要获得中国人民银行和外汇管理局的审批，因此面临审批方面的不确定性。这一现行机制中，发行人民币债券仅仅是为了将收益兑换为美元或其他外汇，因此增加了时间和成本。



虽然短期内存在不少障碍，从中期和远期来看，鉴于中国政府对市场开放事宜的严肃态度，我们有理由保持乐观，相信未来熊猫债券市场会持续发展下去。

1h.信用评级

信用评级和研究帮助投资者分析与固定收益证券和其他金融债务相关的信用风险。对中国境内债券市场感兴趣的国际投资者，在进行信用风险分析时，中国境内信用评级机构发布的信用评级是十分有益的。但许多国际投资者更为青睐国际信用评级机构发布的信用评级。

由于国际信用评级机构会随着市场需求变化而变化，在发展过程中，逐渐形成了以下几大特点：

- 通过深刻有力的分析来支撑论点
- 使用符号来简明扼要表达观点
- 观点公开
- 市场及行业涵盖广，可比性强

信用评级促进了市场参与者之间的交流与讨论，这种交流也进一步帮助完善债务市场的完整性，提高对信用风险的认识。对于国际投资者来说，国际信用评级机构所发布的信用评级，其可信度和全球可比性至关重要。

中国现已允许境外信用评级机构在其国内设立分公司，无需通过中国当地的合资合作伙伴运营。截至 2019 年 3 月，在已经申请建立分公司的三家国际评级机构中，只有标普获得了批准。而穆迪投资者服务公司和惠誉国际仍然在等待中国人民银行批复。

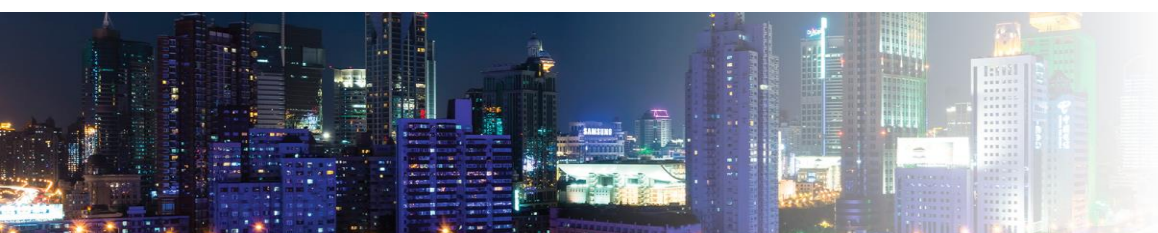
可信度

国际信用评级机构发布信用评级已有很长的历史。鉴于其中含有长期业绩记录，国际投资者对这些信用评级十分信任。假如中国债券的评级由国际信用评级机构发布，国际投资者就会认为此类评级具有预测价值。国际评级机构可以以此来提高国际投资者对人民币计价债券的认识，并加深对中国债券的理解。

目前，中国 99.5%的公开发行债券由中国前十大评级机构来判定投资等级。⁷⁴经过法律改革后，评级机构可能会被要求重新评估有关政府自动纾困可能性的假设，并扩大其评级范围。

2009-2018 按年度计算的累计发行人加权违约率

Rating	1	2	3	4	5	10
Aaa	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Aaa	0.000	0.002	0.005	0.005	0.008	0.020
Aaa	0.002	0.004	0.007	0.010	0.019	0.023
Baa	0.009	0.009	0.015	0.014	0.015	0.022
Baa	0.018	0.022	0.022	0.035	0.042	0.094
Baa	0.071	0.083	0.099	0.116	0.125	0.240
Caa-C	0.530	0.333	0.365	0.406	0.434	0.556
IG	0.004	0.005	0.008	0.010	0.014	0.021
SG	0.121	0.151	0.167	0.190	0.203	0.291



All	0.050	0.062	0.069	0.078	0.085	0.115
Data in percent						

图 30：2009-2018 按年度计算的累计发行人加权违约率

资料来源：穆迪投资者服务公司、穆迪分析公司，及/或其联营公司和授权商。保留所有权利。所提供的信息须遵守以下链接中的条款和条件：<https://www.moodys.com/Pages/globaldisclaimer.aspx>。

可比性

国际信用评级机构发布的信用评级具有普遍参考价值，便于人们比较不同市场、行业和地区。国际投资者对中国市场的重视和兴趣与日俱增。作为分析工作的一部分，国际投资者会寻求国际信用评级机构的观点，帮助他们了解中国债券相比于其他债券的信用价值。例如，一位投资者看到某芬兰债券发行人的评级是 **BB**，而另一个巴西发行人评级为 **B**，就可以轻松得知国际信用评级机构对这两家公司相对信用价值的看法。

本协会于 2016 年发布的关于《投资中国内地在岸债券市场》的全球投资者调查进一步表明了国际信用评级机构对国际投资者的重要性。调查结果显示，60%的调查对象认为“国际信用评级机构所覆盖的发行人范围”是信用评级信息中第一或第二大重要因素（共五大因素）。

虽然我们的讨论焦点侧重于投资者，国际信用评级机构的参与也有利于境内债券市场中的发行人，无论是境内发行人还是国际发行人（在发行熊猫债券的情况下）。

因此，如果国际信用评级机构参与中国境内债券的评级，则可以作为国际投资者流向中国境内市场的资金流桥梁。近来中国政府提倡取消关于信用评级机构的境外投资限制，受此鼓舞，我们建议中国监管机构通过以下两种方式来欢迎国际信用评级机构的参与：第一，促使国际信用评级机构在中国市场内的运作不受限制；第二，创造与国际证监会组织制定的《信用评级机构基本行为准则》中规定的国际标准一致的监管环境。

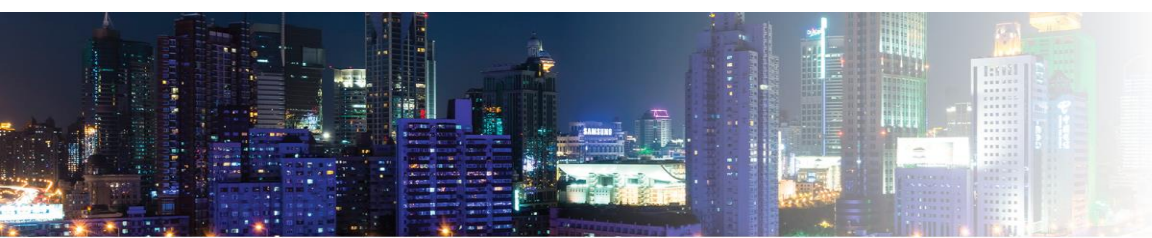
1i. 税务确定性

预扣税机制

一直以来，境外机构投资者通过参与者直投模式和债券通的投资并不踊跃。一个主要原因是对境外机构投资者债券收益的税收待遇不甚明确。2018 年 8 月 30 日，国务院终于宣布，对境外机构投资者投资境内债券的收益暂免征三年的企业所得税和增值税。随后，财政部和税务总局于 2018 年 11 月 22 日联合发布公告，确定自 2018 年 11 月 7 日起连续三年对境外机构投资者投资境内债券市场取得的利息收入暂免征收企业所得税和增值税。然而，境外机构投资者仍在等待官方对若干领域作出进一步说明。

免税政策溯及力

根据财政部和税务总局发布的联合公告，自 2018 年 11 月 7 日起，对境外机构投资者投资境内债券市场所取得的利息收入免征企业所得税和增值税。然而，在此之前的税收待遇对于境外机



构投资者而言仍不甚清楚。由于缺少有效的企业所得税和增值税代扣代缴机制，对境外机构投资者而言，尽管并非不可能，但在 2018 年 11 月 7 日前缴纳这两项税款存在一定难度。境外机构投资者，尤其是基金公司和基金管理人，难以抉择是否要在基金的资产负债表中计提这一部分税款。但凡计提，就会对基金投资债券的预期收益产生直接影响。此外，向基金份额持有人追收此类税款是不切实际，甚至是不可能的。

境外基金公司和基金管理人需要确定性，因此十分希望财政部和税务总局能够明确说明，是否需要缴纳 2018 年 11 月 7 日前应付的企业所得税及增值税，最好是确认无论在此之前税款是否已经扣缴或计提，都不会改变或试图改变境外基金和基金管理人之前的税务处理方式。若财政部和税务总局能够对此进行明确说明或给出明确答复，将有助于整个基金行业的发展。若不明确说明是否应缴纳在 2018 年 11 月 7 日前所得债券利息的企业所得税和增值税，境外机构投资者汇出利润时，或将在税款清算过程中遇到困难，以及发生不必要的延误。境外机构投资者担心，若财政部和税务总局不给出明确的指导意见，不同地方的税务局会采取不同的立场和做法，导致不一致问题，对其造成不利影响。

免税政策永久性

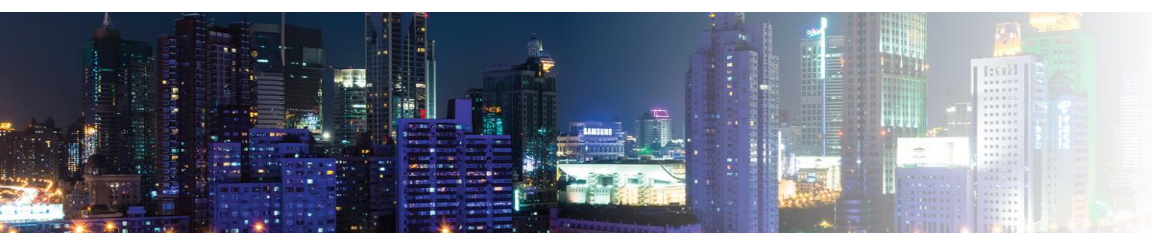
此外，由于免税期仅为三年，境外机构投资者希望能在期限结束前尽可能提前收到通知，至少提前六个月为佳。鉴于美国、日本、澳大利亚等大多数国家都对境外投资者投资政府债券和部分公司债券所取得的利息收入免征预提所得税，境外投资者希望中国也能够出台一项永久的免税政策。据我们所知，中国是唯一一个对非政府债券利息收入和其他金融产品征收增值税的国家。若能永久免征债券利息收入增值税，将有助于中国吸引更多境外机构投资者投资其债券市场。重要的是，如果三年后重新征收企业所得税和增值税，需要制定具体的预扣机制来保障境外投资者实现税务合规，完善缴税流程。此外，还需要合理通知境外投资者，为其留出足够时间以采取适当的流程和程序。

免税范围

国务院发布的通知以及随后财政部和税务总局出台的文件的总体精神，是对境外机构投资者免征企业所得税和增值税。我们猜测，这些豁免适用于所有境外机构投资者，不管他们过去或将来通过何种渠道参与中国债券市场。如财政部和税务总局能发表回复从而证实此猜想，则将对投资者大有裨益。

此外，我们希望有关部门能够明确表示，免税政策适用于所有“债务工具”，而非仅限于“债券”。中国银行间债券市场存在各种可交易的工具，除了债券（如国债、地方政府债券、央行债券、金融债券以及公司债券等），还有资产担保证券和存款证等。境外机构投资者还可通过参与者直投模式投资或交易债券借贷、债券远期、远期利率协议和利率掉期等衍生品。明确免税政策涵盖以上哪些债务工具将对投资者大有帮助。

对于境外投资者而言，明确投资所涉税收待遇是一大重要考虑因素。若能制定这些方面的实施细则，则将有助于进一步推动中国债券市场发展。



境外账户税收合规法案

中国实际同意与美国签署范本一（**Model 1**）政府间协定（IGA），以实施境外账户税收合规法案（以下简称《合规法案》）。该法案自 2014 年 7 月 1 日起生效。几乎五年过去了，政府间协议谈判仍在进行中。2016 年 7 月，美国的《2016-27 号公告》向实际同意或已经签署政府间协议但尚未生效的管辖区施压，要求其提供签署或实施政府间协定的详细步骤计划和时间表。美国将审查并剔除那些未决心要从 2017 年 1 月开始实施政府间协议的管辖区。

如果美国将中国除名，中国的金融机构将不得不遵守《合规法案》的规定。《合规法案》规定，金融机构应对新账户和现有账户进行尽职调查，对非参与境外金融机构和税务“钉子户”的美国来源支付款项扣除税务，并直接向美国国税局汇报需报告账户。由于现行中国法律不允许金融机构扣除税项和汇报，中国金融机构可能会被视为非参与境外金融机构。根据《合规法案》的要求，非参与境外金融机构不能开立美国账户，必须向预扣代理表明其为“非参与”境外金融机构，将在美国的固定、可确定、年度或定期的收入（FDAP）中预扣 30% 的税项，并向美国国税局汇报。此外，某些非美国来源支付款项可能会因其金额符合《合规法案》预提规定（境外转手付款），进而需要支付相应的预提税。尽管目前美国财政部的规定尚未界定何谓非美国来源款项。

虽然截至 2019 年 1 月，中国仍是实际同意加入政府间协议的国家之一，但美国国税局仍在不断修订这一名单。同时，金融机构需要与其监管机构和政府当局沟通，以便将指南草案和详细信息发布到报告中，使行业能够做好遵守的准备。同时，我们敦促中国相关政府部门与国税局保持对话，确保中国仍在名单上，并最终加入政府间协议。

共同申报准则

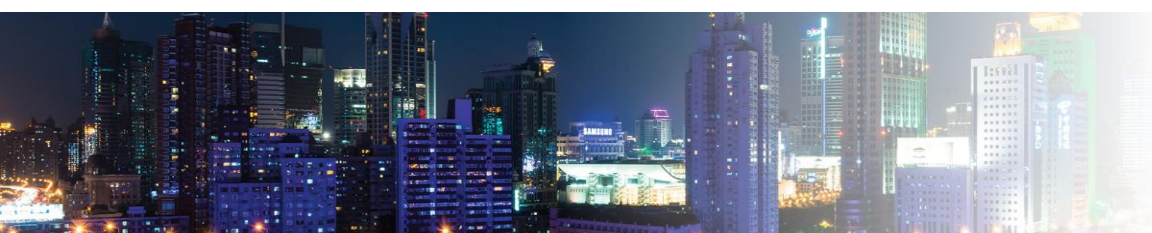
共同申报准则是经济合作与发展组织创立的一项准则。要求金融机构在合作管辖区的居民持有账户的情况下，报告账户持有人信息，目的是提高税务透明度。现已有 100 多个司法管辖区承诺通过签订多边或双边《主管当局协议》（CAA）来采纳共同申报准则。

共同申报准则要求金融机构确定金融账户持有人的税收居民身份，并向当地税务机关报告相关信息（在中国，这个税务机关就是国家税务局）。税收居民身份信息将通过标记搜索和/或自我认证来进行收集。来自与中国签订了《主管当局协议》的管辖区的居民，凡持有账户的，应报告给国家税务局。需报告的信息包括但不限于个人信息、账户余额和支付款项。由于 CRS 是通过制定当地法律实施的，违反共同申报准则规定将受到中国法律的处罚。

2015 年 12 月 17 日，中国签署了多边《主管当局协议》，确认了其将于 2017 年 1 月 1 日之前实施共同申报准则并于 2018 年 9 月前交换信息的承诺。2017 年 5 月，中国发布了立法和常见问题解答。

1j. 统一市场准入渠道

目前，中国为境外投资者提供了多种市场准入渠道，但因准入条件各不相同，可能会令投资者产生困惑。这不仅使得市场参与者难以制定有效的入市流程，还会限制其灵活互补地采用各种



机制开展投资，增加了因操作失误而造成的市场风险。此外，中国逐渐适得其反地开放限制较少的新准入渠道。此前通过原有渠道进入中国市场的投资者因此处于不利地位。中国应努力统一和协调各种准入渠道，完善或进一步开放已有渠道，而非提供新渠道。如果需要开辟新渠道，也应让投资者无缝、无成本地向新渠道转移投资资金，或至少为投资者提供具有前瞻性的新老投资渠道过渡机制。

例如，尽管 QFII 和 RQFII 取消了资金汇出限制和本金锁定期要求，许多投资者希望还能进一步取消额度限制。此外，随着中国允许境外投资者参与大宗商品等新型资产投资，QFII 和 RQFII 等作为最早向境外投资者开放的公开市场，也应相应地扩大可投资范围，纳入对冲工具以及境外投资者能在其他渠道参与的交易。QFII 和 RQFII 渠道相结合，将能在一定程度上实现以上目标，进一步提高投资效率和灵活性。

2. 在中国开展业务

2a. 外资所有权限制

长期以来，中国限制外资在境内金融服务公司的持股比例不得超过 49%。但与此同时，中国公司可以享受美国和欧盟宽松的市场准入、完善的法律框架和更少的并购限制。

2017 年 11 月，国务院新闻办公室宣布，将证券公司、基金管理公司及期货公司的外资直接持股或间接持股比例放宽至 51%，且三年后还将进一步放宽。2018 年 8 月 23 日，银保监会宣布外资银行可对中资银行及资产管理公司 100%控股。2019 年 3 月 15 日，在全国人民代表大会的最后一天，新的《外商投资法》获得通过并将于 2020 年 1 月 1 日生效。新法取代了指导中国改革开放的三部法律：《中外合资企业法》、《中外合作经营企业法》和《外商独资企业法》。

但是，新法中个别法规不甚明确。境外机构投资者希望在 2021 年外资比例限制取消前，尽快实现 100%持股。即使外资持股比例 51%的限制已取消，但仍存在一些隐性因素阻碍外商享受新规的好处，妨碍中国经济从金融开放中充分获益。目前，外资所有权新规的实施经验表明，审批方面仍存在许多问题。

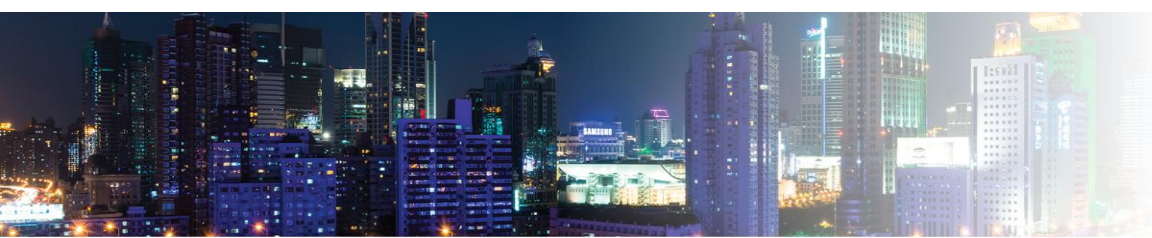
审批程序中存在许多阻碍，一些境外投资者需要等待一年以上，才能达到现行的 51%持股比例。在 100%所有权新规生效时，申请程序、审批条款以及材料提交和审查的时间表都应该透明化。

2018 年 3 月 9 日，中国证监会发布了《证券公司股权管理规定（征求意见稿）》。尽管该管理规定适用于中国证券公司的境内外股东，但许多要求尤其对境外公司不利，包括：

新的资格要求：证券公司控股股东资产净值不低于 1,000 亿元人民币；股东需履行披露义务；一些规定要求十分严格，实际中很难操作。

限制非金融机构对证券公司的持股比例，可能会对境外投资者带来尤其不利的影响，并导致证券公司现有股权结构重组。

征求意见稿中未明确规定证券公司现有股东在新规生效前获得的股份是否需要符合新的资格要求以及其他要求，也未说明是否会留给股东足够的宽限期来达到这些要求。



征求意见稿未明确表示在评估股东是否符合资格要求时，是否会考虑母公司的直接股东。允许境外金融公司在中国建立外商独资子公司将有利于中国经济。行业竞争衰弱、国际公司参与受限，则会加剧证券市场面临的挑战，如低效资本配置、A股过度投机、产品开发和创新能力不足，以及合并和收购交易初期面临停滞等。允许境外公司建立子公司，将吸引更多的人力资本，促进技术发展，提升风险管理，推进金融创新。境外公司将会引进更多产品，并且/或者将其子公司从亚洲其他地区转移至中国。这将提升上海和其他中国城市作为国际金融中心的地位，也会促进就业、增加税收。

但即便允许境外公司在中国建立全资子公司，竞争障碍仍然存在。境外券商在获得市场份额时依然面临挑战。因为它们缺乏零售业务所需的分支网络，难以与境内券商竞争。因此，境外公司将重心转移到机构客户身上。虽然中国境内证券业拥有这些优势，但也可能正是由于这些优势的存在，使得他们在外资开放方面落后于银行业。因此，尽管中国正与美国、欧盟进行条约谈判，我们仍建议中国对其证券部门实行开放策略，因为当前的证券行业开放程度无法满足中国资本市场发展的必要条件。

在外资持股比例 51% 的规定中还存在许多无形障碍，包括境外持股人的金融及其他资格要求。例如资产净值不低于 1,000 亿元人民币；现有合资企业和新合资企业审批规定不同等。现有的合资企业每六个月只能申请两项新的许可证，而新合资企业一次可以申请四项新的许可证。事实上，提高持股比例的申请流程并不透明。这导致了不公平的竞争环境。这也是为什么境外债券通做市商寥寥无几的原因之一。

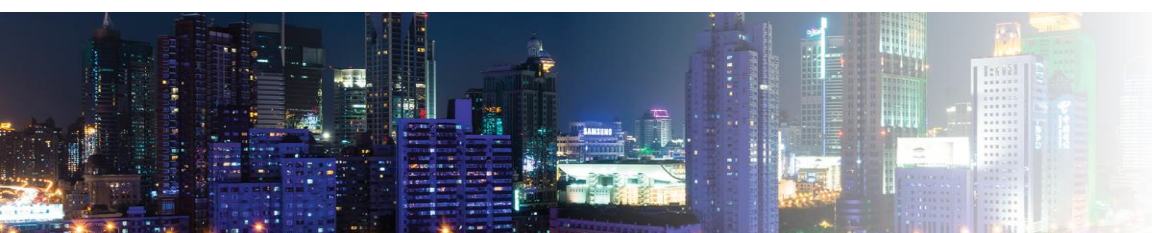
2b. 外商独资私募基金管理人

近来有可喜迹象表明，中国允许境外金融机构在华设立外商独资企业以开展私募证券投资基金管理业务，即在中国境内筹集资金并投资于中国证券市场。2017 年 1 月，中国证券投资基金业协会根据外商独资私募证券投资基金管理人登记政策登记了第一家外商独资私募证券投资基金管理人，预计在不久的将来，会有更多此类外商独资企业登记成功。

2016 年 6 月，自从中国允许境外投资者设立外商独资私募基金管理业务后，引起了外商的极大兴趣。但是，私募基金的境外股东或控制人必须符合下列资格要求：1) 必须是注册地的金融监管机构批准的金融机构；2) 其注册地的证券监管机构必须和中国证监会或其他证监会承认的机构签订了谅解备忘录；3) 在过去三年里，没有受到任何监管或司法部门的重大处罚。

为了提供与证券和期货投资相关的投资管理和咨询服务，私募基金管理人必须首先向中国证券投资基金业协会申请登记。截至 2018 年 12 月，已有 16 个外商独资私募基金管理人在基金业协会登记。在中国，私募基金可以通过在一级市场进行私募以及在二级市场开展股票、债券和相关衍生品（包括大宗商品衍生品）投资，从至多 200 个合格投资者那里募集资金。

私募基金必须在注册后的六个月内发行第一只基金，必须至少要有两位投资人，每位投资人认购金额不低于人民币 100 万元人民币。截至 2018 年 12 月，16 家外商独资私募基金共推出了 25 只在岸私募基金。其中 17 只是股权基金，5 只是固定收益基金，1 只是期货基金，另外 2 只是混合型基金。



实际上，境外投资者已经设立了很多投资管理外商独资企业。大多设在上海，但北京和深圳也有。由于外商独资私募基金在办结登记手续六个月之内必须发行首只私募基金，所以许多外商独资企业尚未在中国证券投资基金业协会正式登记为外商独资私募基金。不过，我们预计，一旦准备好发行首只基金，许多外商独资企业就会向中国证券投资基金业协会登记。

种子资金

基金管理人为其首只基金提供初始投资，这种做法在境外十分常见。不过，外管局规定，私募基金不得用自己的注册资本投资其基金，但可以用其利润或任何其他合法收入进行投资。如果外商独资私募基金位于中国境内的关联公司已获准投资私募基金，则也可以投资其基金。

由于外商独资私募基金都刚设立不久，在中国尚未形成品牌，因此许多外资企业在设立首只基金时，都会面临融资难题。若在中国境内没有关联公司，则尤其如此。QFII/RQFII 已获准投资证券投资基金。如允许其投资零售共同基金和私募证券投资基金，则可为外商独资私募基金设立首只基金提供现成的种子资金来源。让 QFII/RQFII 成为外商独资私募基金的初始投资者，将提升内地投资者对该基金的信心，为私募基金管理公司在华融资并建立业绩记录奠定基础。因此，本协会强烈建议将 QFII/RQFII 纳入私募基金的合格投资者名单。

据我们了解，证监会已允许部分 QFII/RQFII 投资基金管理公司的一些特定客户资产管理产品，以及证券公司提供的类似于私募证券产品的集体投资产品。境外机构投资者期待证监会发布明确政策，允许 QFII/RQFII 投资以上产品，包括外商独资私募基金的产品。

投资者群体

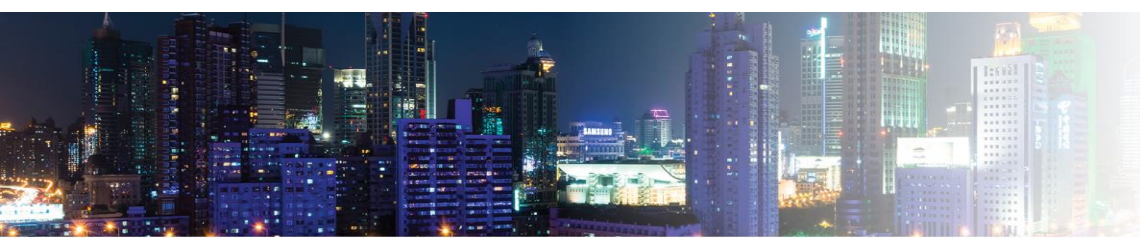
目前，中国的保险公司可以投资私募股权投资基金。外商独资私募基金希望保险公司也能够获准投资私募证券投资基金，从而成为其基金的又一个资金来源。同样，若能扩展私募股权投资基金的投资者类型，允许全国社会保障基金和企业年金投资外商独资私募基金，则将大有裨益。

尽管中国的商业银行不可以将自有基金投资于金融机构发行的股票或理财产品（请注意，目前私募基金不属于金融机构），但商业银行理财子公司发行的理财产品可以投资于管理人条件达到银保监会要求的私募基金。

分销挑战

外商独资私募基金可以直接向合格的机构和散户投资者销售产品，也可以通过具有基金分销许可证的分销商销售基金。通常的做法是，分销实体从合格的机构和散户投资者筹集到资本后，发行资产管理产品（投资功能产品），然后投资外商独资私募基金。

但是，2018 年 4 月 27 日，中国人民银行、证监会、银保监会、外汇管理局联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》）。证监会和银保监会随后发布了实施办法，一系列的问题也随之而来。《指导意见》为规范金融机构的资产管理业务和资产管理产品提供了统一的监管框架。金融机构是指银行、信托、基金、期货和保险资产管理公司。



在证监会发布的实施办法中，针对投资集中度这一问题提出了新要求。这些新要求尤其给外商独资私募基金带来了阻碍。要求规定：(a) 基金管理公司、证券公司、期货公司以及各自的子公司投资于同一资产管理产品的资金，不得超过该资产 25% 的资产净值；(b) 同一证券公司或期货公司投资于所有资产管理产品的资金，不得超过该资产 25% 的资产净值（称“双 25% 要求”）。但是该要求不限制下列情况：(i) 投资者均为符合中国证监会规定的专业投资者且单个投资者投资金额不低于 1000 万元的封闭式集合资产管理计划；(ii) 完全按照有关指数的构成比例进行证券投资的集合资产管理计划；或是 (iii) 证监会认定不受资产比例限制的其他集合资产管理计划。

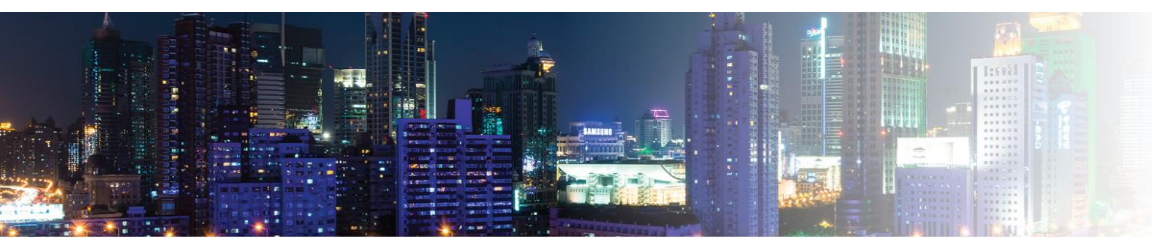
双 25% 要求实际上意味着一个投资功能产品至少需要投资四个不相关的私募基金，或者一个私募基金必须至少吸纳四个不相关的投资功能产品投资者，这样导致投资功能产品设计和运营起来极其复杂，且难以实施。最终，这将导致私募基金融资面临比当前更大的困难。尽管我们理解《指导意见》的目的是为了防止出现多层嵌套的产品投资，但也确实影响了外商独资私募基金和合格境内有限合伙人（QDLP）通过母基金产品融资的能力，因为母基金产品已经是双层嵌套结构。同时，也限制了投资者采用多元资产投资策略投资任何资产管理产品的能力，因为要落实多元资产投资策略，必须利用标的股权和固定收益私募基金。

《指导意见》和相关实施办法的出台实际上关闭了私募基金（包括外商独资私募基金和 QDLP）通过银行分销基金的渠道，因为银行理财产品只能投资于由“具有专业投资能力和资质的受金融监督管理部门或银保监会认可的其他机构监管”的金融机构管理的资产管理产品，而私募基金不满足这些条件。私募基金只能投资于银行近期才设立的理财产品子公司发行的资产管理产品。结果就是，很多私募基金只能利用证券和期货经营机构（包括证券公司、基金管理公司、期货公司，及其私人资产管理的子公司）以及理财平台为私募基金筹集资本。

投资功能产品在境外市场十分常见，所以我们认为监管部门的目的在于对这类型产品实施投资集中度限制。实际上，双 25% 要求会严重限制外商独资私募基金的筹资能力，而且阻碍其引入更多符合境内投资者需求的投资策略。如果多层投资存在合理理由或策略考虑（例如，资产配置），而不是想形成嵌套并充当投资渠道，我们认为应该放宽投资限制和双 25% 要求。否则，这些要求将使得本来境内客户就很少的新外商独资私募基金和 QDLP 管理人难以在境内市场筹措资金，这可能会降低一些潜在境外投资者在中国设立外商独资私募基金或 QDLP 基金的兴趣。

截至 2018 年年底，已有 15 个合格境内 QDLP 基金在中国证券投资基金业协会注册。因为 QDLP 基金是主联结构基金，主要目标是投资境外母基金，所以境外机构投资者希望证监会以书面形式确认。《指导意见》的双重限制要求和证监会实施细则中的投资集中度限制不适用于 QDLP 产品的离岸投资。

很多全球资产管理人表示希望登记成为外商独资私募证券投资基金管理人，致力于通过配置资源来支持其在中国的业务扩张计划。然而，外资企业可能必须攻克各种“技术难题”。例如，首先是如何获得合适的“投资类企业”的名称和业务范围，因为该类业务的资金汇出已在 2017 年年初暂停。目前尚不明确地方政府何时能全面予以恢复。



在中国证券投资基金业协会开始登记外商独资私募证券投资基金管理人之前，上海、深圳以及中国其他几个城市已经启动了试点计划，允许境外基金管理人设立外商独资企业并在中国境内募集资金。但募集的资金限于在境外投资。合格境内有限合伙人（QDLP）和合格境内投资者（QDIE）是两项最知名的试点机制，旨在打开 QDII 以外的另三个渠道，促进对外投资。鉴于这两项试点都是地方政府发起的，地方政府要求那些使用当地对外投资额度的外商独资企业必须要在当地设立不足为奇。对于境外基金管理公司来说，随着业务范围不断扩大或变化，可能需要在另一个地方或多个地点设立不同的外商独资企业。但这样一来，对这些（或任何）公司来说，资本和其他资源的利用率就会降低。

境外公司对地方政府推出上述试点机制深表赞赏，但也认识到这种试点方案的试验基础存在不确定性，且怎样成为以及何时成为全国性政策也存在不确定性。随着外商独资私募证券投资基金管理人政策的出台，我们希望中国当局能适时准许参加 QDLP 或 QDIE 试点的外商独资企业能享受此政策，或者准许一家外商独资私募证券投资基金管理人在不同城市申请各种试点项目，以便境外基金管理人能通过一个而非多个实体，在不同辖区开展业务。我们认为，如果能成功整合不同政策，就能提高效率、推动增长、促进长期资本自由流通。这三点对基金管理业来说尤为重要，原因之一是规模经济效应不仅会降低基金管理公司的运营成本，也会降低终端投资者或基金购买者的成本。

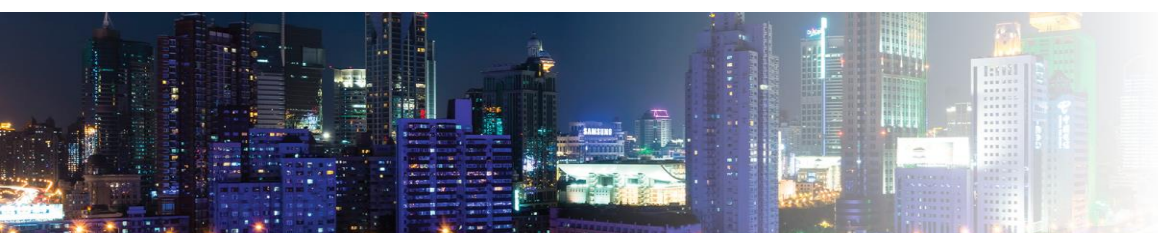
2c. 债券承销及结算许可

尽管中国出台了开放措施，但境外金融机构仍旧面临重重障碍。自 2017 年以来，只有五家国际银行在中国获得了分包销许可证，包括摩根大通、花旗银行、法国巴黎银行和德意志银行。还有三家境外银行在 2017 年 10 月获得共同管理许可。而且，中国对承销商的资本要求要高于其他国家。2017 年 10 月，汇丰银行成为首家在中国银行间债券市场获批开展境外非金融企业熊猫债主承销业务的外资银行。⁷⁵

国际银行及金融机构虽然在此领域经验丰富，但目前要获得承销和结算许可仍有难度。例如，境外银行若要获得承销许可，首先要取得那些已在市场中活跃的承销商的认可。要让公司的竞争对手认可其市场中的参与，这对境外银行来说是一个重大障碍。此外，当前的申请评分机制只考虑境外银行的境内营业额，其境外营业不在考虑范围内，因此对它们而言颇为不利。

因此，目前尚无一家境外银行获得完全的授权许可，它们难以在国内债券交易中发挥主导作用。2018 年 12 月，至少有两家美国银行提交的主承销许可申请被拒（获得主承销许可的企业可在银行间债券市场代表客户共同牵头和安排债券发行）。拒绝的理由模棱两可且非常主观，只表示风险控制框架不完善，以及 2017 年的银团资金总额不足。若没有主承销许可证，境外公司只能屈居中国竞争对手之下，在承销过程中只能扮演支持角色，这大大限制了中国蓬勃发展的债券市场的盈利能力和增长潜力。此外，监管部门拒绝这两家美国公司承销许可申请时给出的银团资金额度不足理由，变成了很难逾越的障碍。

我们认为，应公平透明地向国际金融机构授予债券承销和结算许可。



3. 在中国筹资

3a.QDII 和 RQDII

2006 年，中国启动了 QFII 制度的镜像版本——QDII 制度。在 QDII 制度之下，经中国监管部门许可，中国内地机构投资者可获取 QDII 许可证和额度，以便投资境外市场。外管局授予每个 QDII 投资者特定限额。

QDII 制度概览

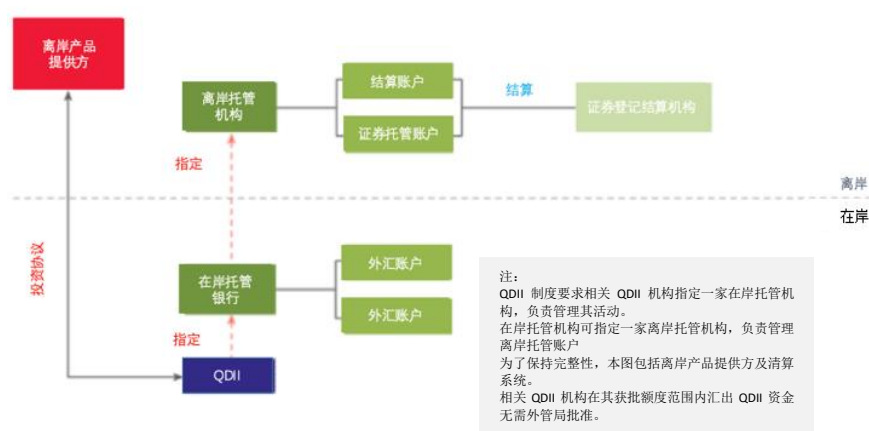


图 31: QDII 概览

资料来源：亚洲证券业与金融市场协会

中国的《证券法》规定，QDII 机构（除 QDII 保险公司之外）须重组境外投资产品，才能将其作为向国内投资者售出的 QDII 产品。

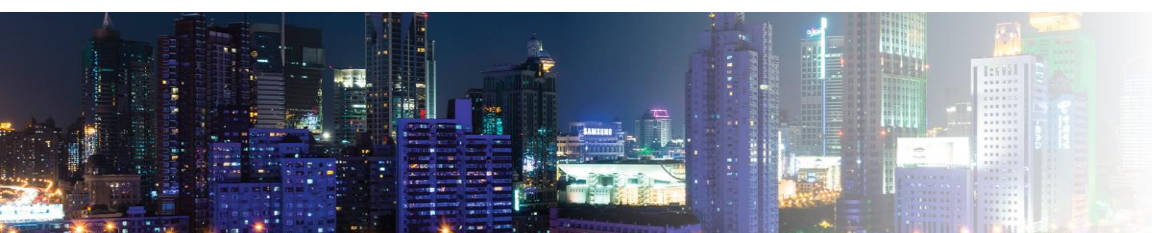
中国的监管机构向 QDII 机构提出的要求涉及以下几个方面：

- QDII 机构在境内募集资金的渠道
- QDII 机构在境内可进行的销售活动
- 境内投资者必须达到的投资条件
- QDII 机构必须遵循的投资规则

由于同时存在不同的 QDII 监管制度，不同类别的 QDII 机构只能进行特定的离岸投资。针对这些由不同类别的 QDII 机构投资的不同的离岸投资产品，也有许多不同类型的投资规定。⁷⁶

2014 年启动的 RQDII 制度允许 RQDII 投资者利用自有的人民币资金，或以从中国机构或个人投资者中募集而来的人民币资金来投资境外人民币计价产品。

与 QDII 制度不同的是，RQDII 投资者无需由外管局授予额度。只要不超过向监管部门申报或其批准的额度上限，合格 RQDII 投资者从国内投资者中募集而来的资金均可用于投资。

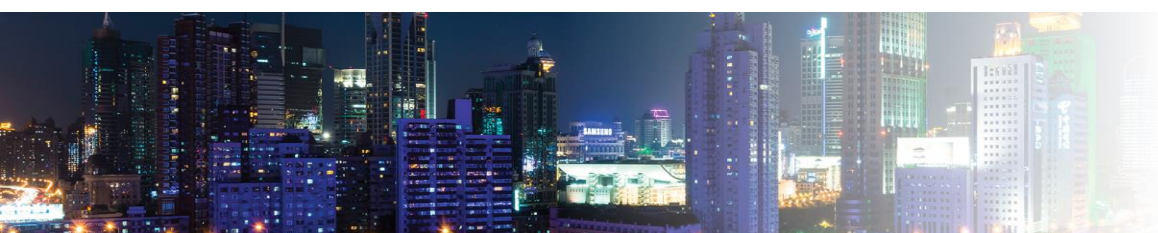


然而，出于对资本外流的担忧，中国从 2015 年 12 月起停止批准 QDIIs/RQDII 额度。2018 年 4 月至 6 月批准了新额度，外管局于 2018 年 4 月 11 日宣布，将加强 QDII 计划，并研究下一步该如何改进。

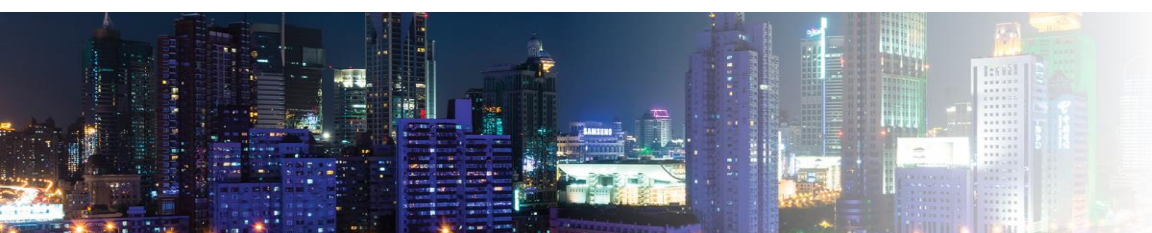
由于 QDII/RQDII 是境外资产管理人的另一个重要准入渠道，我们期望看到这两个制度在近期能再度开放。本协会认为，应授予 QDII 更多额度，最好能制定授予更多 QDII 额度的时间表。我们也希望看到银行 QDII 产品的高收益投资比例限制从产品净值的 20% 增加到 30%-40%。

针对市场准入的建议

1. **统一准入渠道**统一相似准入计划的要求，以期未来进行整合和/或接轨，以提高效率。在可行的情况下，对照刺激大量外资进入中国的最终目标，考虑实现不同投资渠道相互替代性积极影响。
2. **营造公平的竞争环境**：应尽快批准 51% 外资持股申请和所有必要许可证的申请，确保外资证券合资企业能够在中国与国内企业平等运营和竞争。
3. **债券承销**：允许国际银行和金融机构在公平、透明的基础上获得债券和资产担保证券承销许可，营造公平的竞争环境。国际银行及金融机构在获取承销许可证方面面临繁琐、且往往是歧视性的程序。审批制度包括成立一个由现有承销商组成的小组，这实际上要求新进入市场的参与者必须得到竞争对手的批准。
4. **简化许可证申请流程**：本协会建议中国为申请本地经营（如牵头债券承销、期货、托管等）许可证的境外金融服务公司建立同等、透明、简化的审批程序。关于境外金融机构所有权面临的持续限制，本协会成员希望立即实现 100% 所有权目标，而不是在三年内逐步取消所有限制。
5. **重新考虑资格要求**：行业依然在等待证监会就《证券公司股权管理规定（征求意见稿）》提供反馈。虽然《管理规定》将同时适用于境内外公司，但提出了境外公司难以达到的新的资格要求（例如，控股合资公司净资产必须达到 1,000 亿元人民币）。
6. **对现有和新进外资证券公司之间的许可条件应平等**：应允许现有合资公司与新合资企业一样，一次可以申请相同数量的许可证。目前，现有的合资企业每六个月只能申请两项新的许可证，而新合资企业一次可以申请四项新的许可证。
7. **让现有合资企业享受同等待遇**：证监会《外商投资证券公司管理办法》中加强的资格要求应同等适用于新的和现有的证券合资公司。现有合资企业应适用新的要求，因为它们成立时已经过审查和批准。
8. **额度**：取消所有准入计划下的所有资金回撤限制（如针对 QFII 投资者的限制）和投资额度（如“沪港通”和“深港通”机制下的每日额度）。
9. **QFII/RQFII 限制**：允许 QFII/RQFII 投资中国的私募基金。
10. **北向基金的批准**：提高在基金互认机制下北上基金审批流程的透明度和效率。
11. **扩大发行人范围**：扩大熊猫债券发行人的范围，允许国际信用评级机构对熊猫债券进行评级，更灵活地采用会计规则，与全球规则接轨（尤其是美国公认会计原则）。
12. **改善债券通**：进一步加强债券通，包括简化注册程序，加快批准更多交易平台，降低登记和交易成本，推出债券通回购计划（引入知名的全球托管商，采用三方回购模式）。最后，扩大核准券商的范围，允许受监管的境外券商参与。
13. **境外机构参与境内信托投资**：允许境外投资进入境内信托控股公司，投资证券化资产。
14. **《网络安全法》**：采取灵活且基于风险的监管办法，采用全球标准和最佳做法。



15. **投资者教育：**推进投资者教育计划，传授投资的关键原则，例如了解投资风险、多元化投资的作用，以及在适当的投资范围内建立投资组合的重要性。取消外资在证券、信托、资产管理和信用评级实体中的所有权限制。
16. **控股股东资格要求：**我们希望降低国内证券公司控股股东的资格要求，或者至少考虑母公司/集团，而不是直属控股公司。我们也希望现有合资公司享受同等待遇。
17. **对境外投资者 10%的限制：**此外，还需要明确如何计算单一境外投资者 10%的限额，特别是如果投资者是代表多个客户或基金进行投资的资产管理公司。
18. **内地投资者在沪深港通交易的资格：**外管局应重新考虑关于沪深港通内地参与者“必须在中国境外居住满一年”的要求。

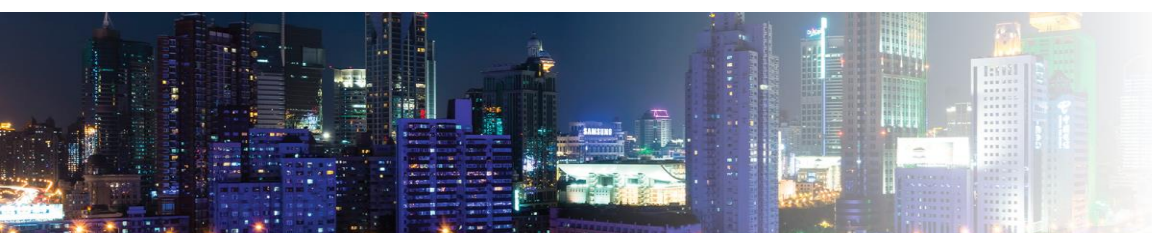


J. 所有建议清单汇总

股票市场建议

发展中国股票市场

1. **以单个客户/基金，而非以基金管理人为单位来计算短线交易收益归入。**因为基金管理人通常代表大量的基金和客户开展投资（汇总的基金一般视为是“统一行动”的）。大型基金管理人面临触发 5% 门槛的风险，这可能会限制其进一步扩大在华投资组合管理规模的能力，随权重增加，限制更显突出。
2. **继续增强收盘集合竞价交易时段（CAS）的稳健性：**由于存在结构性和操作性障碍，上交所和深交所收盘集合竞价交易时段的成交量仍然较低，这一问题需要解决。若市场监督部门能就收盘集合竞价时段的交易规则传递明确且一致的信息，允许收盘集合竞价时段撤销指令，并允许其他更多指令类型（如收盘市价单）进入市场，则将有助于鼓励更多券商参与收盘集合竞价交易。股票借贷也有助于提高收盘阶段的参与度，在此期间，也能更好地匹配大宗交易买卖委托，同时最小化价格冲击。
3. **与国际结算周期接轨，使现金结算和股票交割同步进行：**考虑到客户来自全球各地，加上如今 T+0 结算周期中出现的操作挑战，允许券款对付能更好地保护投资者，也能为转向 T+2 或 T+1 做好铺垫，从而与全球结算周期接轨，降低结算风险。我们认识到，这可能是需要长期才能完成的解决方案。但我们也注意到，证券借贷可能有助于解决过渡期间的一些操作挑战（对于未能解决的结算而言）。
4. **直接市场接入资格标准—**我们对监管部门拟议放宽第三方接入规则，允许机构客户能通过券商交易系统直接交易表示非常欢迎。但目前的草案规则要求本地券商（包括合资企业）只有在过去三年内有两年达到 A 级及以上，才能向客户提供直接市场接入服务。对于难以达到评定 A 级所需盈利水平的现有或新证券合资企业，这一要求可能会带来准入的壁垒。为客户提供直接市场接入已是企业的重要盈利来源，如无法提供此服务，企业可能很难达到理想的盈利水平。据我们所知，其他市场所并不要求券商必须达到特定盈利能力才能拓展业务范围。对有意向在中国发展业务的境外券商而言，这一评级要求可能是一大壁垒，导致其难以向中国注资，也会削弱它们对中国市场的投资兴趣。
5. **直接市场接入券商对 QFII 尽职调查要求—**根据草案准则，券商需从 QFII 客户处获取交易系统结构、功能设计、产品结构、产品管理模型和风险管理控制的信息同时，本地券商（包括合资企业）还需将这类信息提交给证监会。目前，证监向 QFII 提出要求后，即可以随时查看这些信息。因此，有人担心这类属于知识产权的机密信息会被分享给当地券商。虽然在岸券商有责任维护市场诚信机制，监督 QFII 客户的外汇交易活动，但尽职调查的核心应当是风险管理控制，而非核查 QFII 客户的产品供应及其他一般被认定为商业机密的事项。
6. **减少对金融衍生品的限制：**期货合同和其他金融衍生品是投资者对冲头寸的重要工具。
7. **批准场外交易平台，**包括多边交易设施（MTF）和另类交易系统（ATS）等非交易所交易平台，推动实现最佳执行。



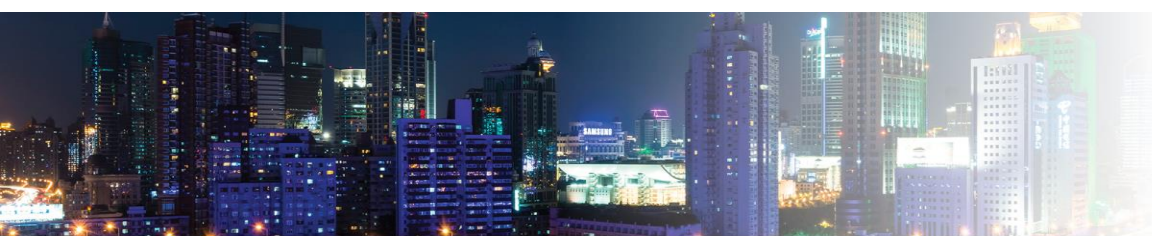
8. **准入渠道的相互替代和统一：**建议让投资者为相同的受益所有人轻松切换投资渠道，而无需清算和汇出投资资金，以便在未来实现渠道整合或对接，提高交易效率。
9. **允许 QFII/RQFII 和沪深港通机制中的投资以在岸人民币结算。**

沪股通和深股通

10. **基金管理人一级的综合交易：**能否进行综合交易是衡量市场成熟程度的重要指标。尽管在基金管理人一级编派券商客户编码有助于在交易后公平合理地对标的基金进行平均定价和分配，但如果允许基金管理人一级进行综合交易，则将进一步提高交易效率，并且能够更好地为客户执行交易。而且还可促进收盘市价单指令发展，这一点前文已有描述。
11. **大宗交易：**虽然中国的大宗交易已对 QFII/RQFII 开放，但暂未对沪深港通的投资者开放。券商需要通过大宗交易获得更大的流动性，以匹配大额交易，尤其是在重新平衡投资组合期间。
12. **高效股票借贷环境：**投资组合规模随着时间的推移和额外权重的增加而增加，因此投资者将需要进行证券借贷和卖空，以更好地对冲市场敞口。有效的证券借贷机制也有助于避免证券交割失败，支持采用保证成交量加权平均价格算法（GVWAP），从而实现最佳执行。
13. **节假日交易：**由于内地和香港的假期安排不同，目前在香港假期期间以及前一天，沪深港通都休市。当内地股市开放交易时，应允许投资者通过沪深港通进行交易。
14. **沪深港通的稳定性和风险管控：**应继续与港交所合作，通过按需节流的方式来提高经纪人交易商委托单吞吐量，这将为算法提供更大的灵活性，增加收盘集合竞价交易时段的交易量，并更好地为客户实现最佳执行。
15. **简化美元的实时货银对付流程，**能够吸引更多全球投资者通过沪深港通参与 A 股市场，因为当前的截止时限控制太紧（简化实时货银对付流程对离岸人民币同样有益）。
16. **优化特别独立户口的客户引导表格和流程，**使特别独立户口开户更简化、更高效。
17. **增加或取消沪深港通的每日额度：**尽管 2018 年 4 月将以前的北向和南向交易每日额度翻两番是一项受欢迎的措施，但最终应取消或增加每日额度，以实现市场的完全开放。

QFII/RQFII

18. **取消购买和出售同一只股票必须由同一经纪人办理的限制。**在沪深港通机制下，在香港的投资者面临选择权不足的情况，这有可能不利于最佳执行。
19. **大宗交易：**目前的大宗交易时间是下午 3:00 到 3:30，但由于人工操作复杂耗时，大宗交易很难得到有效利用，对需要交易成百上千个标的基金的基金管理人而言尤为如此。本协会建议使用主机对主机接口，实现大宗交易流程自动化。
20. **改善 QFII/RQFII 额度管理：**考虑到客户的动态需求和市场的性质，应允许客户经理在不受过多行政限制的情况下，持续管理、转移和重新分配不同子账户之间的额度。
21. **取消额度计划（QFII 总额度最近增加到 3,000 亿美元）：**尽管 2019 年 1 月将 QFII 额度翻番受到投资者欢迎，但随着中国资本市场逐步实现全球化，自然会取消额度计划。



22. **取消最低结算准备金以降低结算风险：**目前，QFII/RQFII 有义务向深圳和上海的中央存款机构交存准备金。具体额度按规定的投资额度百分比为计算。这些资金不能用来开展交易或汇出。应根据国际惯例，用即日融通额替代这一规定。
23. **高效股票借贷环境：**投资组合规模随着时间的推移和额外权重的增加而增加，因此投资者将需要进行证券借贷和卖空，以更好地对冲市场敞口。有效的证券借贷机制也有助于避免证券交割失败，支持保证成交量加权平均价格算法，从而实现最佳执行。

针对固定收益产品的建议

发展中国一级市场

24. 在信息披露等问题方面采用国际最佳做法。在新债发行和后续发行时，无论对于招股书还是发行文件，机构投资者都不需要给散户投资者诸多详细信息，因此可以简化对机构投资者披露的信息。
25. **强化尽职调查过程，**特别是金融（发行人的财务账户）、法律（与发行人注册成立相关的问题）和业务（涉及发行人业务活动的当前情况和未来展望/前景）的关键方面。
26. 通过在发行人/承销商/账簿管理人之间，以及在投资者之间开展反复沟通一类似于国际公开发售时开展的过程，**精简市场询价过程**，在定价方面提供更多的灵活性。
27. **促进债券通等境外投资渠道的 SPV 公司注册**，从而便利 ABS 发行和境外投资者对其投资。

发展二级市场、传统回购市场、债券期货、固定收益衍生品

28. **拍卖/市场供应与市场流动性：**采取行动扩大发行规模并鼓励做市商提供足够的定价透明度，都是建立有效基准收益率曲线的重要步骤。只要可行，应重新开放未偿还债券交易。回购非指标债券（代之以流动性更强的指标债券）也值得考虑。任何能促进大型境内银行交易/债券交易的监管做法同样可取。许多境内银行采取买入并持有至到期策略，这显然在一定程度上阻碍了市场流动性。允许银行和境外投资者交易期货，同样能提高市场流动性的总体水平。
29. **信用违约掉期市场指南：**监管机构应发布离岸投资者和其他市场参与者参与中国国内信用违约掉期市场的指南。
30. **监管机构应将信用违约掉期的中央清算和中央对手方的指定正式化**，以降低交易对手风险。
31. **三方回购：**中国人民银行已宣布在银行间债券市场推出三方回购交易。虽然目前只有银行间债券托管结算机构可作为第三方机构，这已是重大的进步，因为未来具备相应能力的大型银行也希望能够提供三方回购服务。中国人民银行应该尽快考虑拓宽第三方机构范围。
32. **回购：**向所有权转让（传统回购）模式发展，加快采纳国际通用的《全球回购主协议》，方便境外投资者。此外，债券通，即通过三方回购交易，先让境外客户直接开展回购交易，是境外投资者投资中国市场的重要渠道。我们在债券通的市场准入部分中探讨过相关事宜。



33. **人民币能力和在多个外汇银行兑换的能力：**指数追踪基金会引发两个常见问题，一为使用人民币的能力（一些黄金期货合约至今仍不能使用在岸人民币报价），另一为实现（和检验）最佳交易，在多个外汇银行兑换在岸人民币的能力。
34. **延长结算周期：**投资者再次提出需要延长结算周期（不仅仅是 T+0、T+1、T+2 等结算机制）。

清算和结算事宜

35. **A 类会员的角色可以分为交易和结算功能，**以便让专业交易和结算服务提供商独立为客户服务。
36. **A 类会员可以是中国外汇交易系统的会员，**若他们采购并执行交易，则可负责交易/交易匹配事宜。如果他们愿意，也可以提供结算功能。但此功能不需要捆绑。
37. **应允许券商、资产管理人或投资者进行交易并进入中国外汇交易系统代表投资者进行交易配对。**
38. **应允许托管人依其现有的许可证即可在存管机构提供结算服务，**这在全球几乎所有其他市场都是允许的。必要时，还可以要求他们向中国外汇交易中心报告场外交易情况，以便中国外汇交易中心掌握所有交易和执行数据。
39. **应禁止可能影响市场交易执行合法性的交易执行或服务。**
40. **应允许投资者自行或委托其券商/全球托管人/国际中央证券存管机构使用中介机构的交易 ID 或自己的交易 ID，在境外的中国外汇交易系统中输入交易指令。**或者，也可以通过境内结算代理在境内的交易。
41. **应考虑与参与清算过程的清算会员一起，在中国银行间债券市场为所有场外交易确立中央清算交易对手，**以最大限度地降低（中央国债登记结算有限责任公司各项结算的）清算风险
42. **A 类会员和托管银行应有资格申请成为债券交易清算会员。**这是也是中国股票市场框架及国际最佳做法一致的。
43. **投资者应在通过本地托管人持有的全球托管人或国际中央证券存管机构账户中结算交易。**应允许本地托管人直接与境内中央证券存管机构直接确认这些交易。

增值税和企业所得税减免（2018 年 11 月）

44. **税收减免适用于所有获批的债务工具、投资渠道以及交易类型（包括现金、回购、债券借贷和债券衍生品交易）。**
45. **在理想情况下，应该在三年期限截止前，至少提前六个月延长期限。**若不延续该税收政策，也应提前六个月告知境外投资者。

综合建议

46. **采取措施提高二级市场流动性，如上文所述。**
47. **向所有权转让的（传统）回购市场发展，采纳其他市场通用的协议（《全球回购主协议》）以及采取在债券通/市场准入部分列出的其他措施，从而鼓励境外投资者进一步参与回购市场。**



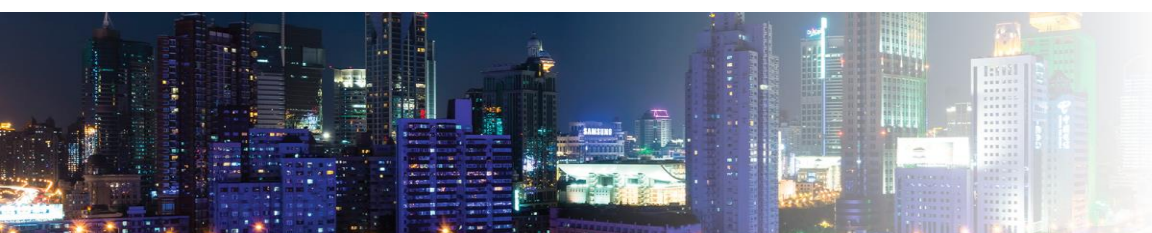
48. 在发行新产品时及后续阶段，在发行说明/发行文件中，应按符合国际标准的最佳做法进行信息披露。
49. 加强一级市场的金融、法务和业务尽职调查程序。
50. 简化累计市场询价流程，提供类似国际发行采用的定价流程，使定价过程更加灵活。
51. 允许所有类型的投资者参与债券期货市场。
52. 为中国境内信用违约掉期市场上的境外投资者和其他市场参与者提供指南。
53. 将信用违约掉期的集中清算和中央对手方的指定正式化，以便缓释对手方风险。
54. 考虑推出环境、社会和治理(ESG)债券和社会债券，以及与联合国可持续目标挂钩的债券
55. 统一不同的证券化制度，打造一个更大、更深入、流动性更强的证券化市场。

针对外汇的建议

56. 鼓励发展与中国外汇交易中心系统（CFETS）形成竞争的平台：继续鼓励加大电子执行价格竞争，允许其他平台加入，提高效率，从而降低交易成本。
57. 继续适时推出新产品，为最终用户提供更多成本低成本的汇率风险对冲方式。
58. 阐明根据本地货币市场的增值税豁免规定，是否可以免除银行间外汇市场外汇对冲交易的增值税。
59. 将外汇交易成本降到最低，鼓励市场参与者积极对冲外汇敞口。
60. 在进行实体经济交易外汇结算时，考虑只要求提供数字化的相关文件，以便大幅提高市场效率，降低操作风险和成本。
61. 向债券通投资者阐明外汇对冲流程。
62. 采用中国银行间债券市场参与者直投模式（CIBM Direct）的投资者，应不仅可以通过在岸代理银行对冲外汇，也可以通过其他在岸外汇市场做市商对冲外汇。

针对法律法规的建议

63. 通过制定更加开放的市场咨询流程，大力宣传新立法规，向公众征询意见，提高监管透明度与一致性。
64. 提高审计与会计标准的透明度和可靠性，以此增强国际投资者对中国公司治理的信心。
65. 在企业重组或破产案件中，以公平、透明、明确的方式，通过确保所有投资者的直接担保权益（如有）的强制执行等一系列措施，让投资者有能力预测违约影响，改善企业处置和破产流程。
66. 实施符合金融稳定委员会《金融机构有效处置框架的关键属性》的金融机构破产处置和恢复机制。
67. 在法规中清晰、明确地加入国际通用强制执行终止净额结算条款。
68. 修订《证券法》，为国际市场采用的变动保证金交换手段提供支持，同时应符合国际统一标准。



69. **反洗钱制度**在维护健全系统的同时，应采用国际最佳做法标准，并采取基于风险的管理方法，避免给市场参与者造成不合理的负担。
70. **跨机构合作**：推动各集团间以及集团内各公司紧密合作，以提高效率和合作收益；在保证机构遵守境内法律的前提下，允许其进行中国境内及跨境的跨机构合作，将更好地顺应当今全球组织结构矩阵化的趋势。例如，一个管理团队或委员会可以通过各个法人实体集中管理该集团在中国的所有业务，同时通过一个商业服务中心共享集中服务。举例来说，近日，银保监会批准安联保险集团在上海建立一家全资控股公司，以安联财产保险（中国）有限公司的名义开展保险、资产管理及其他可能的金融服务业务。

公司治理建议

71. **党组织的作用**：2010 年起出台的政策加强了国有和民营企业内部党组织的地位和重要性，2017 年又发布了重要声明并修订了《公司章程》。需要对党组织的角色作出更多披露，应发布与董事会和监事会报告相似的披露报告。
72. **在《公司法》中明确党组织和董事会的关系**，加强对董事会的评估，增强各委员会的作用。
73. **监事会**：中国企业采取董事会与监事会“双会”架构，其中监事会的职能与董事会和审计委员会职能有重合。《公司法》与官方政策都需要明确监事会和董事会的责任划分。应鼓励监事会充分发挥职权，应让民营企业自主选择是否在其治理架构中加入监事会。
74. **阐明职能**：要阐明董事会、监事会、党组织的职能划分，因为在实践中三者职能常发生重合。
75. **修改有关独立董事的“三分之一”规则**：由于规定董事会成员中必须至少包括三分之一独立董事，所以设立包括三位独立董事在内的九人董事会的做法在中国十分普遍。应该修改“三分之一”规则，公司应当进行董事培训，废除董事代理制。
76. **加强审计委员会**：尽管在境外机构投资者看来，2017 年以来企业报告制度已明显改善，但审计委员会应当发挥更大作用，内部审计委员会应当向审计委员会进行报告。外聘审计机构应当赋予更大的话语权。
77. **鼓励投资者在 ESG 报告中发挥作用**：ESG 报告制度 2006 年开始，但关于其对投资者的影响，至今仍存诸多疑惑。投资者应当在指导上市公司进行合规操作方面发挥作用，重点关注大型上市公司，优先考虑关键问题的信息需求，鼓励其使用第三方或者独立数据源，试行“合规或解释”的监管方法。
78. **审查收购条例和《公司法》**：中国国内企业的并购活动在 2016 年到达顶峰之后小幅下滑，因为去监管已经渗透到了经济的主要领域。以交易额计算，国有企业主导了并购交易，这些并购交易主要是由政策推动的。需要重新审查收购法规和结合《公司法》中关于股东大会表决的条款。

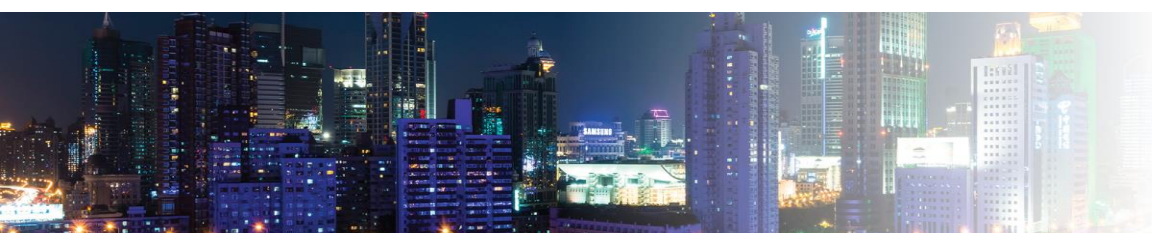


针对市场基础设施的建议

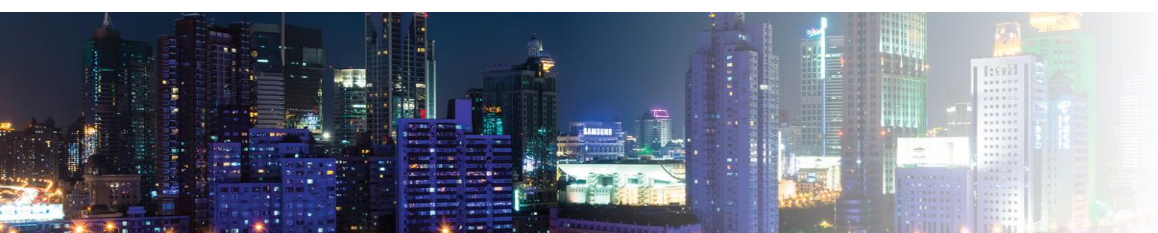
79. 在《破产法》中增加法律法规，规范与中央对手方的交易和各金融基础设施的交易的**结算最终性**，反映 CPMI 中的金融市场基础设施原则中的国际标准。
80. 允许清算会员对保证金账户中的现金拥有担保物权，且此担保物权应得到中国《物权法》或《证券法》的认可。
81. 上海清算所申请取得《欧洲市场基础设施监管规则》认可的同等中央对手方地位和美国商品期货交易委员会授予的衍生品清算机构豁免地位**应为当务之急**。
82. 允许境外投资者选择使用综合账户，为他们提供在其他发达市场可享受到的低成本、高效率优势。由于投资者在整个过程中无需开立隔离账户，这将简化操作模式，缩短新产品上市时间。
83. 确保境内市场基础设施与国际标准兼容，包括金融市场基础设施原则，以便提高人民币作为国际货币的用量。
84. 在央行现金账户下以同步支付方式开展的人民币多边净额结算将推动人民币在国际贸易、投资 and 外汇储备中的用量持续稳定增长，还将满足国际公认标准。
85. 允许第三方托管人代表发起交易对手方持有初始保证金。

针对市场准入的建议

86. **统一准入渠道**统一相似准入计划的要求，以期未来进行整合和/或接轨，以提高效率。在可行的情况下，为了刺激大量外资流入中国的最终目标，考虑实现不同投资渠道相互替代性的积极影响。
87. **营造公平的竞争环境**：应尽快批准 51% 外资持股申请和所有必要许可证的申请，确保外资证券合资企业能够在中国与国内企业平等运营和竞争。
88. **债券承销**：允许国际银行和金融机构在公平、透明的基础上获得债券和资产担保证券承销许可，营造公平的竞争环境。国际银行及金融机构在获取承销许可证方面面临苛刻、且往往具有歧视性的流程。审批制度包括成立一个由现有承销商组成的小组，这实际上要求新进入市场的参与者必须得到竞争对手的批准。
89. **简化许可证申请流程**：本协会建议中国为申请本地经营（如牵头债券承销、期货、托管等）许可证的境外金融服务公司建立同等、透明、简化的审批程序。关于境外金融机构所有权面临的持续限制，本协会成员希望立即实现 100% 所有权目标，而不是在三年内逐步取消所有限制。
90. **重新考虑资格要求**：行业依然在等待证监会就《证券公司股权管理规定（征求意见稿）》提供反馈。虽然《管理规定》将同时适用于境内外公司，但提出了境外公司难以达到的新的资格要求（例如，控股合资公司净资产必须达到 1,000 亿元人民币）。
91. **对现有和新进外资证券公司之间的许可条件应平等**：应允许现有合资企业与新合资企业一样，一次可以申请相同数量的许可证。目前，现有的合资企业每六个月只能申请两项新的许可证，而新合资企业一次可以申请四项新的许可证。

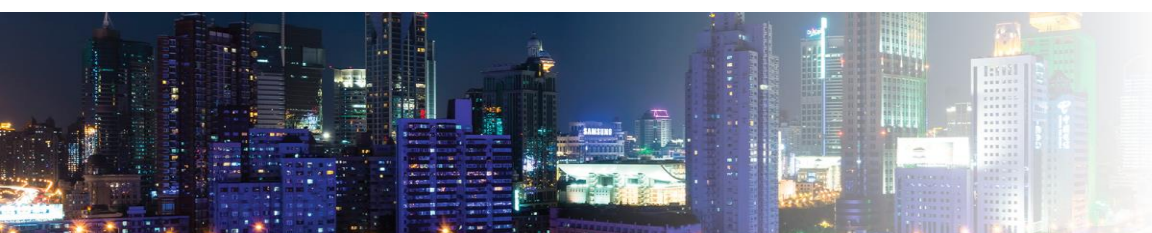


92. **让现有合资企业享受同等待遇：**证监会《外商投资证券公司管理办法》中加强的资格要求应同等适用于新的和现有的证券合资公司。现有合资企业应适用新的要求，因为它们成立时已经过审查和批准。
93. **额度：**取消所有准入计划下的所有资金回撤限制（如针对 QFII 投资者的限制）和投资额度（如“沪港通”和“深港通”机制下的每日额度）。
94. **QFII/RQFII 限制：**允许 QFII/RQFII 投资中国的私募基金。
95. **北向基金的批准：**提高在基金互认机制下北向基金审批流程的透明度和效率。
96. **扩大发行人范围：**扩大熊猫债券发行人的范围，允许国际信用评级机构对熊猫债券进行评级，更灵活地采用会计规则，与全球规则接轨（尤其是美国公认会计原则）。
97. **改善债券通：**进一步加强债券通，包括简化注册程序，加快批准更多交易平台，降低登记和交易成本，推出债券通回购计划（引入知名的全球托管商，采用三方回购模式）。最后，扩大核准券商的范围，允许受监管的境外券商参与。
98. **境外机构参与境内信托投资：**允许境外投资进入境内信托控股公司，投资证券化资产。
99. **《网络安全法》：**采取灵活且基于风险的监管办法，采用全球标准和最佳做法。
100. **投资者教育：**推进投资者教育计划，传授投资的关键原则，例如了解投资风险、多元化投资的作用，以及在适当的投资范围内建立投资组合的重要性。取消外资在证券、信托、资产管理和信用评级实体中的所有权限制。
101. **控股股东资格要求：**我们希望降低国内证券公司控股股东的资格要求，或者至少考虑母公司/集团，而不是直属控股公司。我们也希望现有合资公司享受同等待遇。
102. **对境外投资者 10%的限制：**此外，还需要明确如何计算单一境外投资者 10%的限额，特别是如果投资者是代表多个客户或基金进行投资的资产管理公司。
103. **内地投资者在沪深港通交易的资格：**外管局应重新考虑关于沪深港通内地参与者“必须在中国境外居住满一年”的要求。

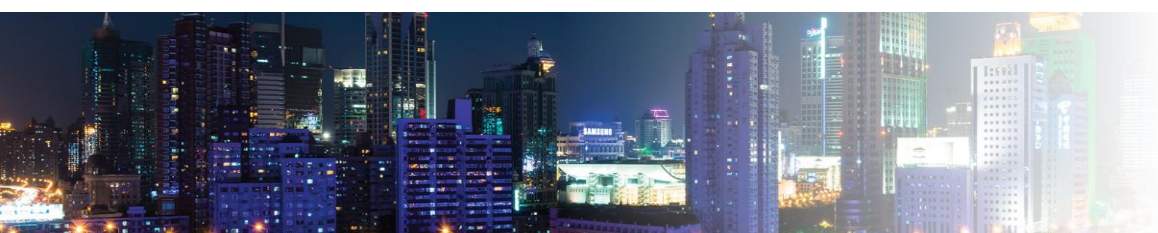


K. 术语

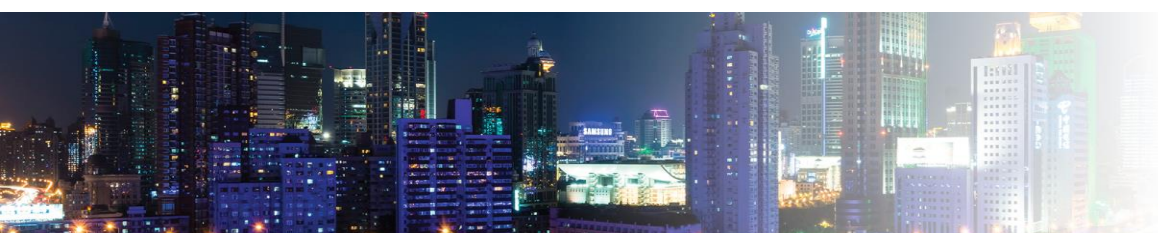
英文缩写	中文全称
AANA	平均名义数额总和
ABMF	亚洲开发银行为亚洲债券市场论坛
ABN	资产支持票据
ABS	资产支持证券
ABSP	资产支持专项计划
ACGA	亚洲公司治理协会
ADB	亚洲开发银行
ADT	平均每日成交量
AET	自动提前终止
AIFMD	《另类投资基金管理人指令》
AMAC	中国证券投资基金业协会
AML	反洗钱
AMP	资产管理产品
APLMA	亚太贷款市场公会
ASEAN	东南亚国家联盟（东盟）
ASIFMA	亚洲证券业与金融市场协会
ATS	另类交易系统
AUM	管理资产
BCAN	券商客户编码
BCBS	巴塞尔银行监理委员会
BCBS-IOSCO	巴塞尔银行监管委员会和国际证监会组织



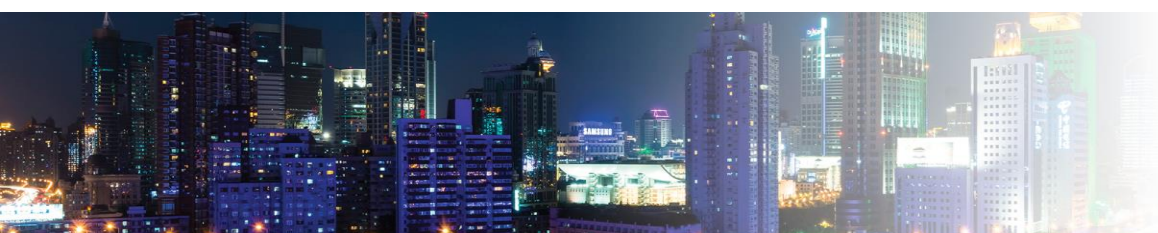
BCCL	债券通有限公司（中国外汇交易中心与香港交易所的合资公司）
BRI	一带一路倡议
CAA	《主管当局协议》
CAC（网信办）	国家互联网信息办公室
CAS	信贷资产证券化
CAS	收盘集合竞价时段
CBA	中国银行业协会
CBBC	牛熊证
CBIRC（银保监会）	中国银行保险监督管理委员会
CBRC（证监会）	中国银行业监督管理委员会（已撤销）
CCDC	中央国债登记结算有限责任公司
CCP	清算业务中央对手方
CDS	信用违约掉期
CEM	现期风险暴露法
CFEX	中国金融期货交易所（中金所）
CGB	中国政府债券（中国国债）
CIBM	中国银行间债券市场
CII	关键信息基础设施
CIPS	人民币跨境支付系统
CIRC	中国保险业监督管理委员会（已撤销）
CIT	企业所得税
CLO	贷款抵押证券
CLS	国际清算银行
CMBS	商业地产抵押贷款支持证券



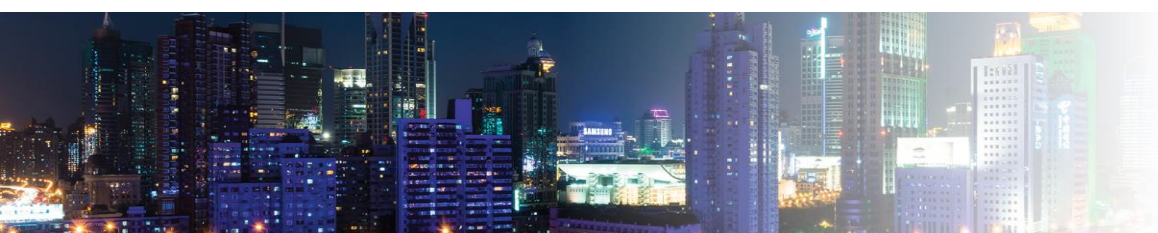
CMU	债务工具中央结算系统
COMI	支付与市场基础设施委员会
CNAPS	中国国家现代化支付系统
CNH	离岸人民币
CNY	在岸人民币
CP	商业票据
CPC	中国共产党
CPMI	支付与市场基础设施委员会
CPSS	支付和结算系统委员会（国际清算银行）
CRA	信用评级机构
CRD IV	修订版《资本要求指令》
CRR	《资本要求监管条例》
CRS	共同申报准则
CSD	中央证券存管机构
CSDCC	中国证券登记结算公司
CSFC	中国证券金融股份有限公司
CSL	《网络安全法》
CSRC	中国证券监督管理委员会（证监会）
CTM	中央交易管理系统
DCO	衍生产品清算组织（《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》）
DMA	直接市场接入
DNS	延迟净额结算
Dodd Frank	美国 2010 年《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》
DVP	券款对付



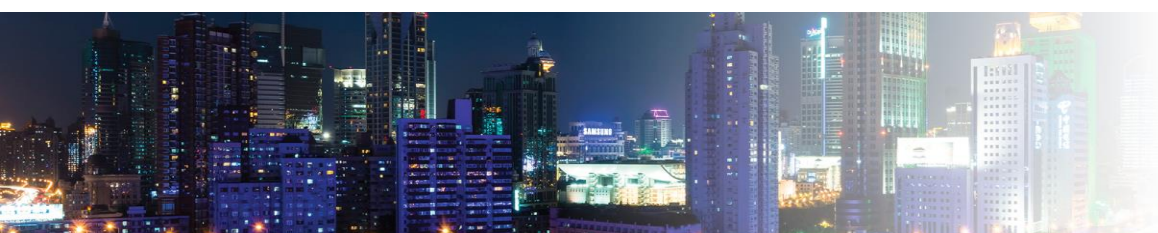
EBS	电子经纪系统
EMIR	《欧洲市场基础设施监管规则》
ESG	环境、社会和公司治理
ERISA	1974 年《雇员退休收入保障法》（美国）
ESMA	欧洲证券市场协会
ETD	场内衍生品
ETF	交易所交易基金
Fed	美国联邦储备委员会（美联储）
EU	欧洲联盟（欧盟）
FATCA	《境外账户税收合规法案》（美国）
FATF	金融行动特别工作组
FII	境外机构投资者
FMC	基金管理公司
FMI	金融市场基础设施
FOP	纯券过户
FSB	金融稳定委员会
FSDC	金融稳定与发展委员会（中国）
FTSE Russell	即英国股市指数和数据服务提供商英国金融时报股票交易所的商业名称（富时）
FTZ	自由贸易区
FX	外汇
G20	20 国集团
GAAP	通用会计准则
GBP	英镑



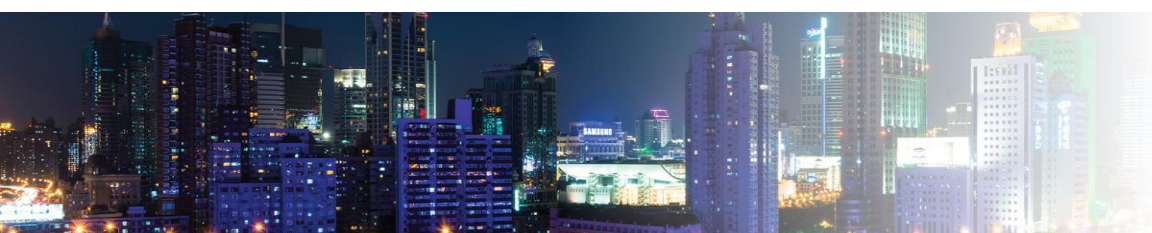
GC	全球托管人
GC	一般担保
GDP	国内生产总值
GMRA	《全球总回购协议》
G-SIB	全球系统重要性银行
G-SFII	全球系统重要性金融机构
港交所	香港联合交易所
HKICL	香港银行同业结算有限公司
HKMA	香港金融管理局（香港金管局）
ICBC	中国工商银行（工行）
ICSD	国际中央证券存管机构
ID	识别号
IGA	政府间协议
IMF	国际货币基金
IMM	内部模型办法
IOSCO	国际证监会组织
IP	间接参与者
IPO	首次公开募股（上市）
IRS	利率掉期
IRS	美国国税局
ISDA	国际掉期与衍生品协会
IST	信息安全技术
JV	合资企业
KYC	“了解您的客户”



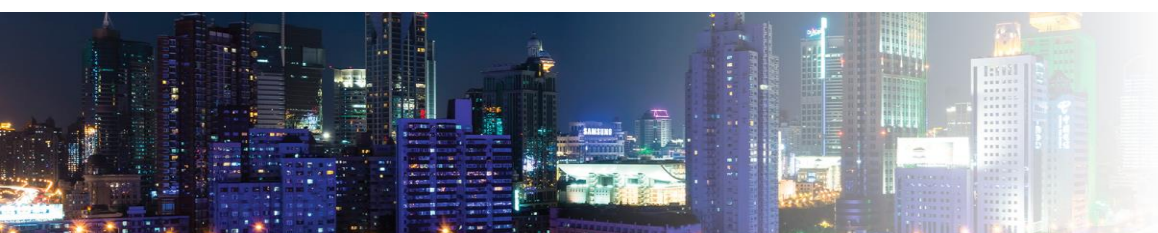
LC	本地托管人
LGFV	地方政府融资平台（融资平台）
LIBOR	伦敦银行同业拆放利率
LMA	贷款市场公会
LSOC	法律上分隔，操作上混合
M&A	合并和收购（并购）
MIIT	工业和信息化部（工信部）
MOC	收盘市价单
MOF	中国财政部
MPS	中国公安部
MRF	基金互认
MSCI	明晟（摩根士丹利资本国际公司，全球第一批市场指数于 1968 年创立）
MTF	多边交易设施
MTN	中期票据
NAFMII	中国银行间市场交易商协会
NAV	资产净值
NCD	可转让存单
NDF	无本金交割远期产品
NDRC	国家发展和改革委员会（发改委）
TMX Group	NEX Group plc，前身为 ICAP plc，是一家总部设在英国、专注于电子市场和交易后业务的企业；在伦敦证券交易所上市
NPFFI	非参与境外金融机构
NPL	不良贷款
OPB	境外参与行



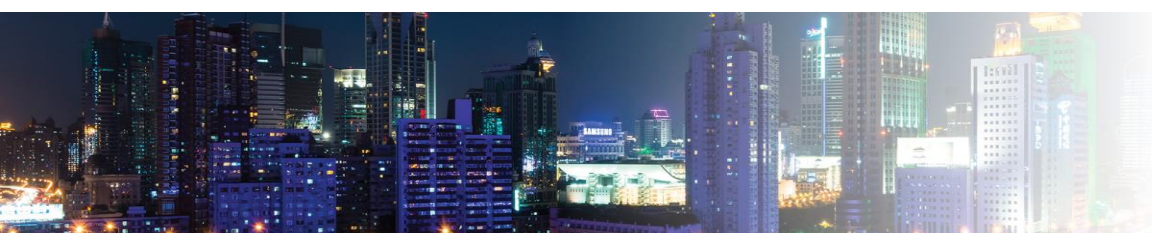
OTC	场外
PBOC	中国人民银行
PE	私募股本
PFM	私募基金管理公司
PFMI	“金融市场基础设施原则”。
PO	党组织
POE	民营企业
PPP	公私合作
中国	中华人民共和国
PSET	结算地
PVP	同步交收
QCCP	合格清算业务中央对手方
QDLP	合格境内有限合伙人
QDIE	合格境内投资企业
QDII	合格境内机构投资者
QFII	合格境外机构投资者
REIT	房地产投资信托
RFQ	请求报价
RMB	人民币/元，中国货币单位
RMBS	住宅地产抵押贷款支持证券
ROII	相关境外机构投资者
RQDII	人民币合格境内机构投资者
RQFII	人民币合格境外机构投资者
RDVP	实时货银对付



RRP	恢复和处置计划
RTGS	实时全额结算系统
RVP	券款对付
RWA	风险加权资产
S&P	标准普尔金融服务公司（标普）
SA-CCR	《交易对手信用风险计量标准方法》
SAFE	国家外汇管理局（外管局）
SAR	特别行政区
SASAC	国有资产监督管理委员会（国资委）
SAT	国家税务总局（税务总局）
SB	监事会
SBL	股票借贷
SHCH	上海清算所（上清所）
SCP	超短期和短期融资券
SDR	国际货币基金组织的特别提款权
SHIBOR	上海银行同业拆放利率
SOE	国有企业（国企）
SME	中小企业
SPSA	特殊隔离账户
SPT	特殊目的信托
SSE	上海证券交易所（上交所）
Science & Technology Innovation board	上海证券交易所科创板（科创板）
SSTP	特殊稳定交易期

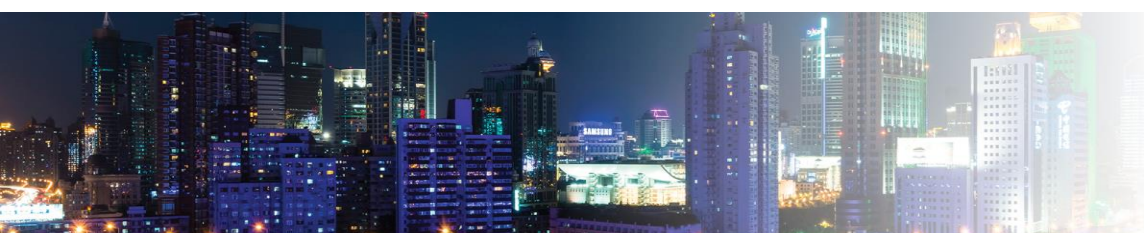


STP	直通式处理
SWIFT	环球同业银行金融电讯协会
T2S	欧洲证券结算平台 T2S
TC260	国家信息安全标准化技术委员会
TLAC	总损失吸收能力
TWAP	时间加权平均价
UK	英国
US	美国
US CFTC	美国商品期货交易委员会
USD	美元
UCITS V	《可转让证券集合投资计划》
VAT	增值税
VWAP	成交量加权平均价
WFE	世界交易所联合会
WFOE	外商独资企业
WHT	企业所得税
WTO	世界贸易组织（世贸组织）
WVR	同股不同权

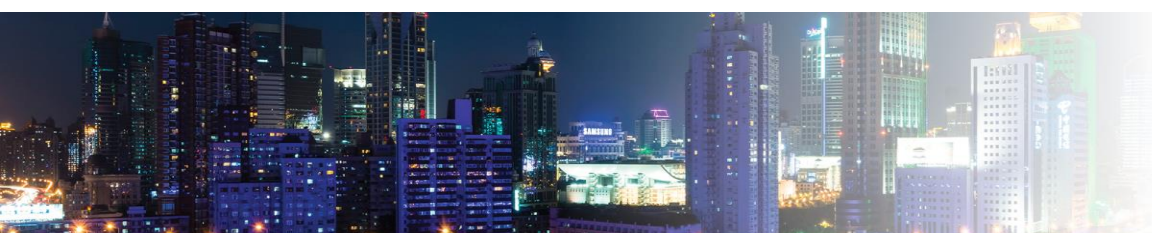


L. 尾注

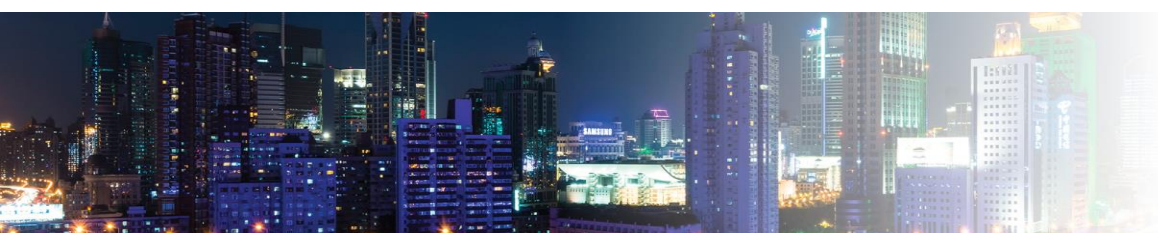
- ¹ 《绿色贷款原则》贷款市场公会、亚太贷款市场公会和银团贷款及交易公会。2018 年 12 月。
https://www.lma.eu.com/application/files/9115/4452/5458/741_LM_Green_Loan_Principles_Booklet_V8.pdf
- ² 《中国绿色债券市场 2018》。气候债券倡议组织和中央国债登记结算有限责任公司。2018 年 2 月 28 日。
<https://www.climatebonds.net/2019/02/new-china-green-bond-market-2018-report-2018-china-cements-position-leading-green>
- ³ Wei Chen、Xiliu Chen、Chang-Tai Hsieh、Zheng (Michael) Song, 《中国国民经济核算研究报告》, 2019 年 3 月 7 日, 布鲁金斯经济活动论文, 2019 年春季刊, 布鲁金斯学会, <https://www.brookings.edu/bpea-articles/a-forensic-examination-of-chinas-national-accounts/>
- ⁴ Krohn, Christian, “为什么股市很重要”, 欧洲金融市场协会, 2015 年 12 月,
http://www.afme.eu/globalassets/downloads/publications/afme_whyequity_nov2015_low-res.pdf.
- ⁵ 港交所, 《年度市场统计数字》, <http://www.HKEX.com>
- ⁶ Enoch Yiu, 《2018 年香港通过上市改革从纽约手中夺回全球新股发行的桂冠》, 南华早报, 2018 年 12 月 24 日, <https://www.scmp.com/print/business/companies/article/2179283/hong-kong-easily-regains-2018-global-ipo-crown-new-york-thanks>
- ⁷ “中小微企业对 GDP 的贡献超过 65%”, 东方网, 2015 年 5 月 3 日。
http://news.eastday.com/eastday/13news/auto/news/china/u7ai3544562_K4.html.
- ⁸ Tsai, Kellee, “中国的中小企业融资: 近期趋势和影子银行之后的前景展望。” 科大新兴市场研究所, 2015 年 5 月。
- ⁹ Lardy, Nicholas R. 《市场高于毛泽东: 中国私营企业的崛起》(Markets over Mao: the rise of private business in China.) 华盛顿特区: 彼得森国际经济研究所, 2014 年。
- ¹⁰ Georgina Lee, 《混合所有制改革: 私募股权投资国企的机遇》, 南华早报, 2017 年 12 月 5 日,
<https://www.scmp.com/print/business/companies/article/2123007/mixed-ownership-reform-opportunity-private-equity-invest-state>
- ¹¹ Zhong Nan, 《深化混合所有制改革》, 中国日报, 2018 年 11 月 18 日,
<https://www.chinadailyhk.com/articles/24/14/252/1542765144912.html>
- ¹² Zhang Lin, 《中国混合所有制改革的三大风险》, 南华早报, 2018 年 8 月 7 日,
<https://www.scmp.com/print/news/china/economy/article/2158036/three-dangers-chinas-mixed-ownership-reform>
- ¹³ Georgina Lee, 《混合所有制改革: 私募股权投资国企的机遇》, 南华早报, 2017 年 12 月 5 日,
<https://www.scmp.com/print/business/companies/article/2123007/mixed-ownership-reform-opportunity-private-equity-invest-state>
- ¹⁴ Zhong Nan, 《深化混合所有制改革》, 中国日报, 2019 年 1 月 18 日,
<http://www.chinadaily.com.cn/a/201901/18/WS5c411273a3106c65c34e5231.html>
- ¹⁵ “明晟关于将中国 A 股指数纳入路线图的磋商”, 明晟。2016 年 6 月
- ¹⁶ “提高新兴市场交易中的流动性” 世界交易所联合会, 2016 年。
- ¹⁷ ASIFMA 报告: 中国债券市场发展路线图, ASIFMA, 2014 年 6 月。
- ¹⁸ Shevlin, Aiden 和 Lan Wu. “中国: 利率市场化之路” (China: The path to interest rate liberalization) 摩根大通资产管理部, 2015 年。
- ¹⁹ ASIFMA 报告: 中国债券市场发展路线图, ASIFMA, 2014 年 6 月。
- ²⁰ ASIFMA 报告: 中国债券市场发展路线图, ASIFMA, 2014 年 6 月。
<https://www.wind.com.cn/en/data.html>
- ²¹ <https://www.wind.com.cn/en/data.html>
- ²² 富时中国债券 2018 年第四季度研究报告, ftserussell.com, 2019 年 2 月,
<https://www.ftserussell.com/files/research/ftse-russell-china-bond-research-report-q4-2018>
- ²³ 中国银行, 《中国银行计划在境外市场发行第一笔可持续发展债券》, 2018 年 5 月 31 日
http://www.boc.cn/investor/ir10/201805/t20180531_12400399.html; 安永, 中国银行(香港)可持续发展债券 / 可持续发展债券计划外部评估表, 2018 年 5 月 29 日,
<http://pic.bankofchina.com/bocappd/report/201808/PO20180802409476770633.pdf>
- ²⁴ 富时中国债券 2018 年第四季度研究报告, ftserussell.com, 2019 年 2 月,
<https://www.ftserussell.com/files/research/ftse-russell-china-bond-research-report-q4-2018>



- ²⁵ 富时推出中国绿色债券指数系列，2019 年 1 月 17 日，<https://www.ftserussell.com/files/press-releases/ftse-russell-launches-chinese-green-bond-index-series>
- ²⁶ 气候债券倡议组织，中央国债登记结算有限责任公司，2018 年中国绿色债券市场报告，2019 年 2 月
<https://www.climatebonds.net/resources/reports/china-green-bond-market-2018>
- ²⁷ 《Cerulli 表示投资者希望 ESG 在债券中发挥更大作用》，机构投资者杂志，2018 年 11 月 12 日
<https://www.institutionalinvestor.com/article/b1bsswzcb7gs6/Investors-Want-ESG-to-Take-Off-in-Bonds-Cerulli-Says>
- ²⁸ ASIFMA 报告：中国债券市场发展路线图，ASIFMA，2014 年 6 月。
- ²⁹ 27 个省会城市或自治区首府、4 个直辖市和 5 个计划单列市
- ³⁰ Lianting Tu, “市政债务使得中国投身债券市场”，路透社，2014 年 5 月 22 日，
<https://www.reuters.com/article/china-municipals/china-turns-to-bond-market-for-municipal-debt-idUSL1N0070AE20140522>.
- ³¹ David Furey、Bruce Zhang 和 James Binny, “中国开放债券市场：全球投资者需要知道什么”，道富环球投资管理，2018 年 6 月，<https://www.ssga.com/investment-topics/general-investing/2018/05/opening-of-chinas-bond-market-what-global-investors-need-to-know.pdf>
- ³² 2018 年第四季度亚洲信用报告，ASIFMA，<https://www.asifma.org/wp-content/uploads/2019/01/asia-credit-report-2018-q4.pdf>
- ³³ 2018 年 11 月数据来自中央结算公司的每月公告，<http://www.ccdc.com.cn/ccdc/cn/index/index.shtml>
- ³⁴ 中央结算公司和东方金诚国际信用评估有限公司，2018 年资产证券化发展报告，2019 年 1 月，
<http://www.ccdc.com.cn/ccdc/cn/business/c150471295/c150471502/c150481996/list.shtml>
- ³⁵ 陈科, “中国资产支持证券化：发展与风险”，鹏元资信评估结构融资部，2018 年 1 月 17 日，
<https://www.pyrating.com/Plugins/Pdfjs/pdfjs/web/viewer.html?file=/Upload/Reports/201801/20180119173509657978307.pdf>
- ³⁶ ASIFMA：2018 年亚洲证券化报告，ASIFMA，2018 年 9 月，<https://www.asifma.org/wp-content/uploads/2018/09/asifma-2018-securitization-handbook-final-003.pdf>
- ³⁷ “中国宣布对境外投资者的债券利息收入免征三年税”，www.pwccn.com，2018 年 9 月，
- ³⁸ 最高效的做法是开具一次性证明，作为所有相关税收缴纳的长期有效的指示，直到受益人撤销或更改才作废。
- ³⁹ 人民币追踪：每月报告和统计人民币成为国际货币的进展，SWIFT，<https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/document-centre>
- ⁴⁰ 外汇交易与场外交易衍生产品市场活动的三年一度的调查，国际清算银行，2018 年 5 月，
https://www.bis.org/statistics/d12_2.pdf
- ⁴¹ 2019 年 1 月投资趋势监控报告，联合国贸易和发展会议，
https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/diaeiainf2019d1_en.pdf
- ⁴² ASIFMA 报告：中国债券市场发展路线图，ASIFMA，2014 年 6 月。
- ⁴³ “为何需要企业治理”，世界银行集团国际金融公司，2013。
http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/corporate_governance/overview/why_corporate_governance.
- ⁴⁴ 艾哲明，李睿, “治理在觉醒：中国公司治理进化史”，亚洲公司治理协会报告 2018,2018 年 7 月，
<https://www.acga-asia.org/advocacy-detail.php?id=158&sk=&sa=>
- ⁴⁵ 艾哲明，李睿, “治理在觉醒：中国公司治理进化史”，亚洲公司治理协会报告 2018,2018 年七月，
<https://www.acga-asia.org/advocacy-detail.php?id=158&sk=&sa=>，39-40 页。
- ⁴⁶ 吴佳柏及贾一真称, “中国拟遏制地方坏账管理公司违规” 《金融时报》，2019 年 2 月 18 日，
<https://www.ft.com/content/2a68072a-328d-11e9-bd3a-8b2a211d90d5>
- ⁴⁷ 吴佳柏, “中国将有更多金融机构存在“大而不倒”问题”，《金融时报》，2018 年 11 月 27 日
<https://www.ft.com/content/22279e54-f22d-11e8-ae55-df4bf40f9d0d>
- ⁴⁸ 《不使用终止净额结算机制阻碍中国境内银行的资本发展》，Aileen Chung and Blake Evans-Pritchard, 风险网，2019 年 1 月 10 日。
<https://www.risk.net/regulation/6281996/non-netting-status-denies-capital-boost-for-chinese-banks>



- ⁴⁹ 《不使用终止净额结算机制阻碍中国境内银行的资本发展》，Aileen Chung and Blake Evans-Pritchard，风险网，2019年1月10日。<https://www.risk.net/regulation/6281996/non-netting-status-denies-capital-boost-for-chinese-banks>
- ⁵⁰ 蒋雪晴，“中国银行业监管机构正起草破产处置条例”，《中国日报》，2017年8月10日。http://www.chinadaily.com.cn/business/2017-08/10/content_30401338.htm
- ⁵¹ “巴塞尔银行监管委员会和国际证监会组织联合发布的《非中央结算衍生工具的保证金要求》”国际清算银行，2015年3月，<https://www.bis.org/bcbs/publ/d317.pdf>
- ⁵² 马尼什·萨姆塔尼，“巴塞尔方面考虑2020年降低初始保证金”，《亚洲监管》，2019年1月21日，<https://www.regulationasia.com/basel-regulators-consider-2020-initial-margin-relief/>
- ⁵³ Jack Wagner，“中国网络安全法：你需要知道些什么”《外交学者》，2017年6月1日，<https://thediplomat.com/2017/06/chinas-cyber-security-law-what-you-need-to-know/>
- ⁵⁴ 值得注意的是，如果上海清算所违约，清算会员无法根据上海清算所的规定终止净额结算。
- ⁵⁵ 截至本文撰写时，上海清算所的自动提前终止规定已调整，但其网站上公布的会员协议仍为旧版，其中采用的是未调整的自动提前终止规定。
- ⁵⁶ 根据巴塞尔银行监管委员会发布的有关银行的中央对手方风险的资本要求 (<http://www.bis.org/publ/bcbs282.pdf>)，所有银行必须持有一定资本，对抗中央对手方带来的风险。欧洲是唯一将同等性认可等同于合格中央对手方地位的司法管辖区。
- ⁵⁷ 投资者的资产从一个破产清算会员转移到另一个会员。
- ⁵⁸ 数据：人民币跨境支付系统，<http://www.cips.com.cn/cipsen/7052/7057/index.html>
- ⁵⁹ 《巴塞尔委员会外汇交易结算风险管理的监管指引》国际清算银行，2013年2月。
<http://www.bis.org/publ/bcbs241.pdf>.
- ⁶⁰ 即“金融市场基础设施原则”，国际清算银行，2012年4月。
<http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>.
- ⁶¹ 《人民币崛起与金融化》，《国际清算银行季报》，2016年12月，
https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1612u.htm
- ⁶² 《中国将合并 QFII 和 RQFII 制度以促进外资流入》，路透，2019年1月31日，
<https://www.reuters.com/article/china-markets-foreign-investment/china-says-to-combine-qfii-rqfii-schemes-boost-foreign-investment-idUSB9N1ZF01K>
- ⁶³ Choo Lye Tan, K&L Gates, 《合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）制度在2018年仍然具有相关性吗？》，Lexology，2018年9月4日，
<https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=c0593bfc-8a55-45ed-988c-42a467b5eb2c>
本文将集中讨论沪深港通的北上交易，境外投资者可借此准入中国内地A股市场。
- ⁶⁵ 港交所，《2018年全年业绩、股息及暂停办理股份过户登记手续》，截至2018年12月31日，
<https://www.HKEX.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/News-Release/2019/190227news/190227news.pdf>
- ⁶⁶ “就同股不同权的公司纳入港股通股票范围达成共识”，港交所，2018年12月9日
https://www.HKEX.com.hk/News/News-Release/2018/181209news?sc_lang=en
- ⁶⁷ Jonathan Breen，“股票：沪港交易所就双重上市达成一致意见”，《亚洲货币》，2018年12月19日，
<https://www.euromoney.com/article/b1c9zhtymw0j2q/equity-stock-connect-bourses-agree-on-dual-class-shares>
- ⁶⁸ ASIFMA，《从资产管理的角度看境外机构投资者在中国的投资》，2019年3月，
<https://www.asifma.org/research/foreign-institutional-investment-in-china-an-asset-management-perspective/>
- ⁶⁹ 港交所，《2018年全年业绩、股息及暂停办理股份过户登记手续》，截至2018年12月31日，
<https://www.HKEX.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/News-Release/2019/190227news/190227news.pdf>
- ⁷⁰ ASIFMA，《从资产管理的角度看境外机构投资者在中国的投资》，2019年3月，
<https://www.asifma.org/research/foreign-institutional-investment-in-china-an-asset-management-perspective/>
- ⁷¹ 港交所，《2018年全年业绩、股息及暂停办理股份过户登记手续》，截至2018年12月31日，
<https://www.HKEX.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/News-Release/2019/190227news/190227news.pdf>



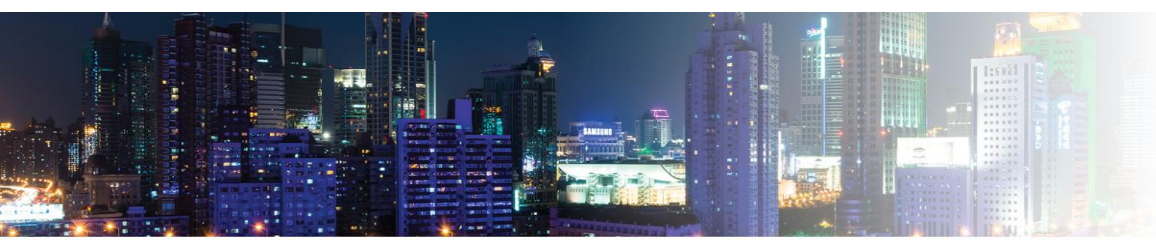
⁷² 路透，“境外投资者持有总额首次突破 1 万亿元人民币” 2018 年 9 月 5 日，南华早报 <https://www.scmp.com/business/banking-finance/article/2162829/overseas-investors-holdings-chinese-bonds-topped-1-trillion34>

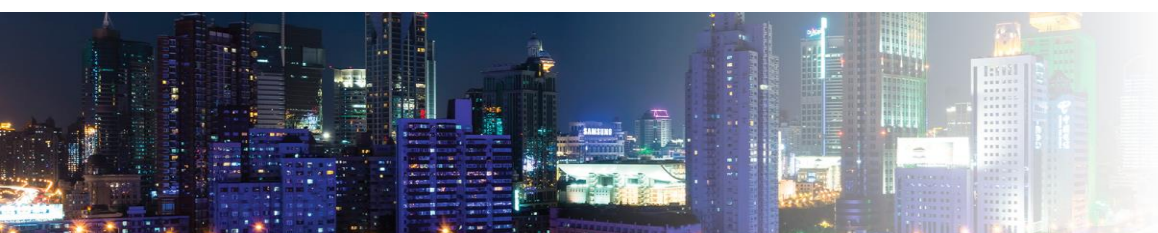
⁷³ 汉坤律师事务所，《银行间市场熊猫债新规解读》，汉坤法律评述，2018 年 10 月 11 日 <https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/fcb354c853fce886924b35d605ada902.pdf>

⁷⁴ 詹姆斯·凯杰，《中国境内信用评级机构无视债务问题》，金融时报，2016 年 7 月 1 日，<https://www.ft.com/content/dca6f042-3ec8-11e6-8716-a4a71e8140b0?siteedition=intl - axzz4K6lrH9h9>.

⁷⁵ 汇丰银行（中国）有限公司发布消息称，“汇丰银行成为首家在中国银行间债券市场获批开展境外非金融企业熊猫债主承销业务的外资银行。” 2017 年 10 月 27 日，<https://www.about.hsbc.com.cn/-/media/china/.../171027-panda-bond-issuance-en.pdf>

⁷⁶ “ASIFMA 报告：跨境人民币市场准入方案与改革”，ASIFMA，2016 年 12 月。





香港

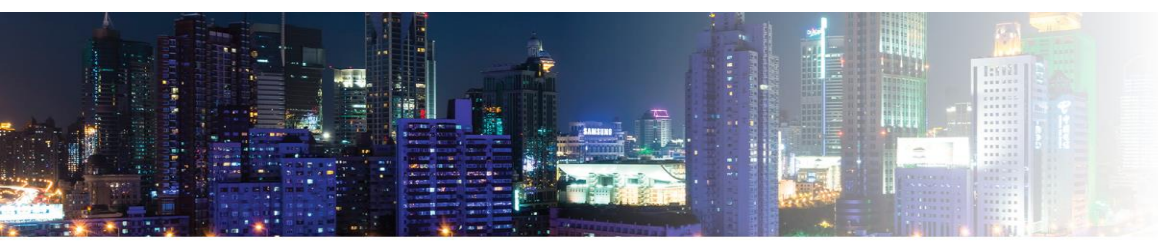
金钟道 89 号

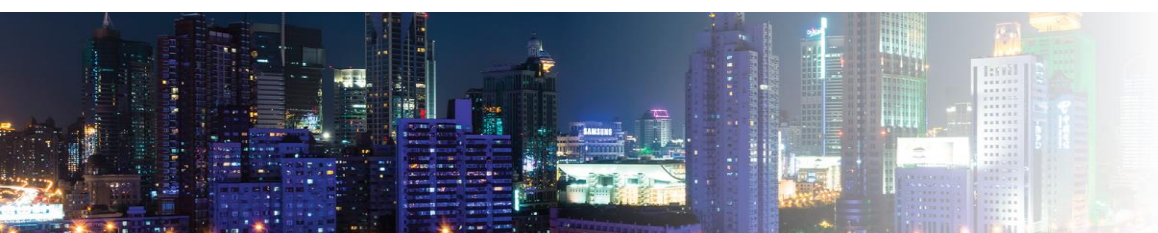
力宝中心

第二座 3603 室

电话: +852 2531 6500

WWW.ASIFMA.ORG





UNIT 3603, TOWER 2

LIPPO CENTRE

89 QUEENSWAY

ADMIRALTY

HONG KONG

TEL +852 2531 6500

WWW.ASIFMA.ORG

