asifma

Growing Asia's Markets

中国资本市场

市场转型

2023 年 6 月

免责声明

本报告《中国资本市场：市场转型》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，因此本报告中对类似类型的数据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；若任何信息将会过时或不准确，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。

ASIFMA 是一家独立的区域性行业协会，会员基础广泛，由买方和卖方市场超过 170 家领先金融机构组成，包括银行、资产管理人、律师事务所、市场基础设施服务提供商等。我们与各会员共同发掘金融行业的共同利益，推动亚洲各资本市场发展的流动性、深度和广度。我们致力于促进亚洲资本市场的稳定、创新和竞争力，为区域经济的增长提供必要动力。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 GFMA 联盟与位于美国的 SIFMA 及位于欧洲的 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。有关 ASIFMA 的更多信息载于：www.asifma.org。

目录

A. 报告摘要 10

1. 建议清单 13

B. 股票——一级市场 22

1. 中国一级市场 22
1a. 境内公司境外上市 23
1b. IPO 注册制改革 25
1c. 定价和配售改革 27

C. 股票——二级市场 29

1. QFI 29
1a. 2020 年以来的主要进展 29
1b. 货银对付和资金提前到位 30
1c. 交易后和监管报告（交收周期） 30
1d. 多经纪商模式 31
1e. 融资融券 31

2. 沪深港通 32
2a. 沪深港通交易范围 33
2b. 股票互联互通节假日交易 37
2c. 融资融券 38
2d. 允许境内交易台管理北向订单 39
2e. 上交所/深交所双语发布沪深港通规则 40
2f. 跨托管人持仓汇总 41

3. 短线交易收益归入规定 41

4. 境内衍生品投资渠道 42
4a. QFI 投资者参与境内衍生品市场 43
4b. 沪深港通/其他境外投资者对境内衍生品的投资渠道 43
4c. 未来产品发展——个股期权 43

5. 大宗交易 45

6. 程序化交易 46

D. 固定收益 49

1. 引言 49

2. 债券市场 51
2a. 银行间债券市场 51
2b. 债券通 53
2c. 统一各投资准入渠道 57
2d. 银行间债券市场和交易所债券市场互联互通 58
2e. 交易平台和电子化 59
2f. 债券资本市场 59

3. 融资（回购与债券借贷）与担保品 60
3a. 借助债券通参与境内回购市场 60
3b. 为境外投资者参与境内回购市场提供便利 60
3c. 回购和债券借贷交易终止净额机制的可执行性 61
3d. 对回购/债券借贷实施保证金逐日盯市制度 62
3e. 担保品、三方回购与全球托管人连接 63

4. 衍生品 65
4a. 场外衍生品 65
4b. 国债期货 69

5. 其他 72
5a. 境内清算基础设施与境外债券市场（自贸区债券、玉兰债等）的同步 72
5b. 国际评级机构的境内许可 72
5c. 第 108 号通知：在银行间交易所债券市场互联互通机制下符合免税条件的合格“债券”范围 72

E. 外汇 76

1. 引言 76

2. 离岸市场 77
2a. 人民币国际化 77
2b. 流动性和风险对冲 80

3. 在岸市场 81
3a. CFETS 人民币汇率指数 81
3b. 人民币交易区间 82
3c. 中国银行间外汇市场准入 82
3d. 交易 83
3e. 新产品开发 87
3f. 其他 87

F. 境内经营 89

1. 境外企业境内经营 89
1a. 基金管理公司——与境外母公司共享信息和研究成果 89
1b. 私募证券投资基金管理人 91

1c. 经纪商评级 92
1d. 衍生品许可证 93
1e. 投资者适当性评估 93
1f. 养老基金 94
1g. 托管人结算资质 94
1h. 第三方接入 94

2. 双重许可制度 95

G. 其他互联互通机制 98

1. 基金互认安排 98
1a. 管理资产规模 50/50 要求 98
1b. 基金资格和委托 99

2."跨境理财通" 99

3. QDII 103

4. QDLP 104

H. 跨境数据 106

1. 数据出境途径 106
1a. 重要数据和关键信息基础设施定义 106
1b. 数据出境途径 107
1c. 跨境合作 109

2. 金融业数据跨境共享 110
2a. 分析和研究数据 110
2b. 持股信息 111
2c. 反洗钱/反恐融资信息 112

I. 技术和网络安全 114

1. 中国的公有云 114

2. 网络安全 116
2a. 等级保护计划 116
2b. 安全健全的网络监管要求 116
2c. 金融业网络安全概况 118

J. 其他税务事项 120

1. 增值税法草案 120

2. 统一报告标准 **121**

K. 可持续金融 **123**

1. 中国可持续金融业的行业发展 **123**
1a. 绿色债券发行量快速增长 123
1b. 绿色信贷 124

2. 政策动态 **124**
2a. 国家政策和法规 124
2b. 债券市场监管框架 125
2c. 绿色债券评估认证机构 126
2d. 绿色信贷监管框架 127
2e. 可持续性相关信息披露 128
2f. 碳市场 129

3. 中国在全球可持续金融舞台上的作用 **130**
3a. 拓展绿色金融的国际合作空间 130
3b. 大湾区 131
3c. 一带一路 132

4. 资产管理的可持续性 **132**

L. 市场基础设施 **135**

1. 支付 **135**
1a. 跨境支付和结算风险 135
1b. 离岸人民币——同步交收/结算风险 136

2. 清算 **137**

3. 其他 **140**
3a. 境外金融基础设施 140

M. 附件 **142**

附件 1：北交所、上交所和深交所主要上市规则 **142**

附件 2：QFI 与沪深港通机制对比 **146**

附件 3：中国银行间债券市场直接投资渠道与债券通机制对比 **148**

附件 4：外商独资基金管理公司、私募证券投资基金管理人及外资控股的银行理财子公司名单 **152**

附件 5："1+N"体系 **154**

附件 6：9 个地方试点碳排放权交易平台详细信息 156

N. 术语 158

亚洲证券业与金融市场协会感谢方达律师事务所任志毅（合伙人）和王辉（合伙人）作为总编辑和统筹人提供的支持，保证本报告的整体性，审阅与编辑律师事务所和会员的供稿。

并且我们感谢方达律师事务所、君合律师事务所和金杜律师事务所提供的支持，它们作为本报告多个章节的主要起草者做出了贡献。

A. 报告摘要

随着中国走出新冠疫情，我们相信中国规模庞大且活力充沛的资本市场将继续转型，为国内外投资者提供更多投资机会。我们感谢并欢迎中国政府近年来为了向境外投资者进一步开放金融市场及便利国内投资者利用资本市场实施的改革措施。值得注意的是：

(a) 扩大沪深港通机制、最近在中国的香港特别行政区（“香港”）推出人民币柜台交易，以及预计将在香港推出的中国国债期货。这些举措与中国证监会副主席方星海在 2022 年 9 月举行的 2022 中国国际金融年度论坛上宣布的关键举措相得益彰；

(b) 推出并发展各种市场互联互通安排及新投资产品，并取消对诸多金融机构的外资持股限制和 QFI 投资国内证券的额度限制；

(c) 上交所推出科创板，中国各交易所推出注册制 IPO 制度；

(d) 近期在 2023 年 5 月 15 日推出的互换通机制，便利境外投资者通过香港投资于境内利率互换市场；以及

(e) 实施的重大法律改革，包括 2022 年通过的《期货和衍生品法》及审议中的《金融稳定法（草案）》。

本协会借此机会代表本协会会员感谢中国监管机构、市场参与者和其他利益相关方在建立健全的中国资本市场所需的改革道路上的贡献。随着中国继续推进金融发展和改革之旅，本协会欣然继续充当政策制定者和市场参与者之间的重要桥梁，从行业专家及国际视角出发，对政策变化产生的问题提出反馈意见。

本报告旨在辨明中国资本市场有待进一步完善的领域，并提出关于潜在市场发展领域的见解，我们相信其与中国共产党二十大报告中的相关政策相一致，特别是要深化金融体制改革，加强和完善现代金融监管，保障金融稳定，健全资本市场功能。我们的建议按相关目标总结如下 [1]。

1) 推进“高水平对外开放”

为了进一步吸引境外投资者投资中国境内市场和降低在岸对冲成本，我们建议：(1) 将所有投资管理人（包括境外投资管理人）与境内公募基金同等对待，豁免“短线交易收益归入”要求（*建议 18*）；(2) 取消外汇利润卖出的额度限制及远期外汇销售业务的风险准备金率（*建议 77*、*78*）；以及 (3) 增加可以用于对冲货币风险和市场风险的产品种类（*建议 47*、*67*、*81*）。

为进一步提高境内投资对全球投资者的吸引力，并鼓励境外投资者投资中国资本市场，我们还建议：

[1] 请参阅第 13-21 页，了解完整的建议清单。本报告摘要中提到的建议指建议清单中列出的建议。

- 为全球投资者提供更多的使用风险管理工具的机会，如融资融券（*建议 11*、*14*），提高场内衍生品对冲额度（*建议 20*）；

- 拓宽 QFI 投资者和沪深港通投资者参与大宗交易的渠道（*建议 23*、*24*）；

- 取消 QFI 投资者资金提前到位要求，从而享受货银对付改革的益处（*建议 8*）；

- 为境外投资者在各种市场联通机制下的投资提供税收优惠待遇（*建议 61*、*97*、*98*）；

- 允许使用“债券通”资产作为非集中清算衍生品的保证金（*建议 54*）；以及

- 将客户适当性框架从产品导向方式转变为基于投资组合的整体方式（*建议 87*）。

2) 增强国内国际市场联动效应

市场参与者普遍希望各种互联互通机制（包括沪深港通、债券通、跨境理财通、互换通、QDII、QFI 和基金互认安排）能提供更丰富多样的产品。例如：

- 进一步放宽沪深港通的合资格产品标准，纳入所有 A 股（*建议 12*）；

- 进一步扩展沪深港通的节假日交易机制，以方便在假日进行交易（*建议 13*）；

- 扩大“跨境理财通”下可投资的理财产品范围，纳入高风险产品，包括股票基金、在香港之外注册成立的产品，及投资于境外基金的香港基金（*建议 93*）；

- 允许保险公司在 QDII 计划下投资私募信贷基金（*建议 101*）；

- 放宽对基金互认安排合资格基金的注册地限制及投资管理授权限制（*建议 91*）；以及

- 推出回购交易互联互通机制，允许境外投资者利用其互联互通基础设施参与境内流动性和融资市场（*建议 47*）。

为了促进中国境内资本市场与境外市场的进一步融合和联通，我们建议增加“跨境理财通”的投资额度（*建议 94*），并进一步扩大沪深港通（针对融资融券）、“债券通”和“跨境理财通”（针对销售）下的合格参与者范围（*建议 14*、*38*、*95*）。

此外，我们建议允许境外实体更积极地参与中国资本市场。例如，应欢迎境外做市商来促进市场流动性（*建议 36*、*39*、*73*），允许境外银行分行在银行间债券市场直接交易多层托管银行模式下担任本地托管人（*建议 59*）。并且，应允许国际经纪商和评级机构进一步参与中国境内市场（*建议 69*、*75*）。

3) 实现跨境数据共享，培育充满活力、全球互联的金融市场

我们恭敬地提出，中国有关跨境数据共享（尤其是集团成员之间的数据共享）的要求较为严格或不够明确，给资本市场参与者带来了运营上的不确定性和挑战，阻碍了他们为开展关键业务、提高效率而跨境共享数据的能力，特别是在金融领域。总的来说，我们建议采用以风险为本的方法，重新审视和评估适用于跨境数据传输的规则，并明确如何实施该等规则（*建议 103-109*）。就金融领域而言，我们建议从一般禁令中剔除某些类型的数据。例如，允许在集团各公司之间共享研究、投资展望、投资组合或财务分析、持股信息和反洗钱/反恐融资信息，以满足合法商业、合规和风险管理之需（*建议 110-112*）。

4) 营造“一流营商环境”，推进依法治理

我们认为，对以下主题进行额外监管指导，或专门立法，将有助于明确政策和监管预期，并便利市场参与者的合规工作：（1）证券和期货市场的程序化交易规则（*建议 25*）；（2）债券市场的交易协议（*建议 45*）；（3）QDLP 制度的工作流程（*建议 102*）；（4）个人信息跨境传输所需个人信息保护影响评估报告的形式和范围（*建议 109*）；以及（5）银行间债券市场直接交易服务下的多层托管银行模式（*建议 58*）。

我们希望监管部门能阐明现行法律和监管框架的若干方面，以便增强投资者的理解，促进他们对投资机会和风险的知情评估。例如以下相关方面：（1）与中国公司境外上市相关的境内存放工作底稿要求和敏感信息传输许可要求（*建议 1、2*）；（2）报升规则对于持有未偿还借入证券的 QFI 的多头交易如何适用（*建议 11*）；以及（3）符合适用的税务豁免条件的债券投资（*建议 76*）。

我们建议中国资本市场更广泛地认可和采用国际认可的标准和行业文件，例如采用国际掉期及衍生工具协会主协议开展场外衍生品交易（*建议 63*），采用全球证券借贷主协议开展债券借贷交易（*建议 52*），采用全球回购主协议开展回购交易（*建议 49*），以及采取国际标准化组织的清算和结算系统标准（*建议 9*）。

此外，我们认为规范和简化股票市场、债券市场以及外汇市场的流程和程序，将有助于提高中国资本市场的可及性和效率。我们建议进一步加强中国的市场基础设施，例如支付和清算系统，包括：

- 开发离岸人民币同步交收风险缓解基础设施，以保护市场参与者免受损失（*建议 147*）；以及

- 完成上海清算所的规则更新，以允许清算会员根据适用的清算规则在清算机构自身违约时，启动终止净额结算机制（*建议 148*）。

5) 实施人才发展改革，加强人才国际交流

我们建议引入双重许可制度，允许在大湾区内的一个市场获得许可的个人和实体，在无需重新申请单独的许可的情况下，在大湾区其他市场从事某些活动（*建议 90*）。

对于拥有分开的 QFI 和沪深港通团队的经纪商，我们建议允许其境内交易台代表境外关联方管理沪深港通订单，以消除壁垒和为境内工作人员提供更多机会（*建议 15*）。

我们建议允许在内地设有投资组合或投资经理的资产管理公司向其境外关联方和/或该等关联方的境外基金提供投资建议（*建议 83*）。

6) 加速发展数字经济，加强网络和数据安全保障

我们希望监管部门阐明以下内容：（1）是否允许金融机构的中国实体使用公共云（*建议 113*）；（2）在中国使用云服务提供商的要求和预期（*建议 113*）；以及（3）中国人民银行对于金融领域采用云计算的路线图（*建议 114*）。

为了管理网络风险，我们建议：（1）对敏感数据的收集限制于与实现特定目的直接相关和必要的数据（*建议 117*）；（2）及时向受影响的行业成员披露未来重大网络事件或数据泄露事件（*建议 118*）；（3）探索接收和处理敏感数据以及金融机构证明网络安全能力的替代方式（*建议 115*、*118*）；以及（4）认可国际金融行业创建的“金融业网络安全概况”（*建议 119*）。

7) 追求绿色和可持续发展

我们建议扩大中国人民银行碳减排支持工具（*建议 134*），提供激励措施以鼓励金融机构参与绿色金融产品设计和投资（*建议 132*），吸引混合型资金流入节能和低碳行业（*建议 133*），以及进一步加强与可持续性相关的信息披露（*建议 135-138*）。

1. 建议清单

主题	建议	页码[2]
股票——一级市场		
境内公司境外上市	1. 明确“境内存放要求”，更好地指导证券公司和证券服务机构遵守中国内地的法规。 2. 明确“出境审批要求”中的敏感信息要求。 3. 明确“配合审批要求”仅适用于境内的证券公司和证券服务机构。	23
IPO 注册制改革	4. 分阶段取消目前科创板和创业板的强制性保荐人跟投要求。	25
定价和配售改革	5. 在定价和配售过程中给予发行人和承销商更多灵活性。 6. 取消“最高报价剔除”规则和关于超出“四个值”孰低值的特别公告要求。 7. 优化战略配售流程。	27
股票——二级市场		
QFI	8. **（货银对付和资金提前到位）**取消资金提前到位要求。 9. **（交易后和监管报告）**采用 ISO 标准进行清算和结算。	29

[2] 点击访问或查阅相应页面以获取详细的建议。

	10. **（多经纪商模式）**改革上交所和深交所的交易规则，允许采用多经纪商模式。 11. **（融资融券）**对报升规则如何适用于 QFI 投资者给予说明，避免损害多头持有人交易的能力。	
沪深港通	12. **（交易范围）**扩大合格投资范围（在股票和 ETF 方面）。 13. **（节假日交易）**将交易日历扩大到对方市场的所有市场交易日。 14. **（融资融券）**将交易所参与者和合格机构的附属机构列为合格的证券借贷参与者，并将合格机构的类别扩大到包括经认可、受监管的机构，如代理贷款人和托管人。 15. **（由境内交易台管理北向订单）**允许经纪商的境内交易台代表境外关联公司管理北向订单。 16. **（上交所/深交所的双语规则）**沪深港通规则同时用中英双语发布，理想情况下，英文版也具有约束力，或者至少可以在上交所和深交所的官方网站上提供英文版。 17. **（跨托管人持仓汇总）**允许沪深港通投资者在同一实益所有人层面上，汇总在不同托管人开立账户中的持仓。	32
短线交易收益归入规定	18. 向所有投资管理公司（包括境外投资管理管理公司）授予与国内公募基金同等的待遇，豁免短线交易收益归入规则，并对同一资产管理人根据单独协议管理的基金和/或客户持仓情况进行单独考察，不要求将此类持股在基金管理公司层面进行汇总。	41
境内衍生品投资准入	19. 面向 QFI 投资者，发展多样化衍生产品（如债券期货和 ETF 期权）。 20. 取消只能开展对冲的限制，或增加对冲额度计算灵活性。 21. 为没有 QFI 牌照的境外投资者，包括沪深港通计划下的投资者，提供境内衍生品投资准入。 22. 推出个股期权。	42
大宗交易	23. 为沪深港通参与者提供大宗交易机制。 24. 对于 QFI 投资者，延长上交所主板和深交所大宗交易执行指令确认期。	45
程序化交易	25. 建立并实施股票交易的程序化交易注册和报告机制；为证券市场和期货市场建立统一、专门的程序化交易法规。 26. 特别要关注及时的注册和报告、系统安全性，以及交易所正常交易秩序的安全性。	46
固定收益		
中国银行间债券市场	27. 加快银行间债券市场做市商申请程序并批准境外公司申请。 28. 简化同一境外主体在 QFII 和直接投资渠道下的债券非交易过户手续。 29. 提高或取消双币种比例要求。 30. 允许采用境外名义持有人概念的综合账户结构。	51

债券通“北向通”	31. 允许在循环结算中仅变更结算日期。 32. 不将变更结算日视为未结算交易，无需提交失败交易结算报告。 33. 允许通过电子方式报告交易结算失败。 34. 允许同时以资产管理人和客户名义在中国外汇交易中心注册账户（与 QFI 计划账户结构相同）。 35. 当资产管理人变更但客户不变更时，可进行非交易过户。	53
债券通“南向通”	36. 增加额度与做市商数量。 37. 扩大合格资产的范围，明确其范围。 38. 扩大合格投资者群体规模。 39. 允许更多托管人和做市商加入计划。	55
“债券通”一般建议	40. 简化操作和交易流程。 41. 简化并精简“债券通”计划下与境内货币对冲相关的文件流程。 42. 解除银行间债券市场做市商地位与“债券通”做市商地位之间的联系，以便符合条件的外资银行和在中国运营的外资证券公司可以直接申请成为债券通做市商。 43. 将参与相同市场的不同渠道合并为一（如将银行间债券市场直接投资机制和“债券通”合并为银行间债券市场渠道）。 44. 批准尽快启动中国银行间债券市场和交易所债券市场之间的互联互通。 45. 发展境内交易平台，具体而言，发展双向价格请求和报价（请求市场报价）的能力以及市场参与者动态应对价格水平的能力。。 46. 继续改革熊猫债券市场，吸引更多的国际发行人和投资者。	56
债券回购和债券借贷	47. 允许国际投资者通过债券通“北向通”渠道参与债券回购市场。 48. 允许第三方机构将银行间债券市场持有的债券作为担保品来获得在岸人民币。 49. 承认全球回购主协议（GMRA）为中国法律下有效的标准回购主协议。 50. 中国的法律法规应明确规定对债券回购交易实施终止净额结算机制。 51. 详细说明：在回购交易中，如果回购方破产，质押债券该如何处理。 52. 为本地和国际主协议下的债券借贷交易提供类似的框架，即鼓励在中国采用全球证券借贷主协议，并在法律中明确规定证券借贷交易终止净额结算条款。 53. 在中国债券回购市场推出每日保证金制度和“盯市”机制。	60

境内债券的使用、托管和结算	54. 允许使用“债券通”计划下持有的债券作为非集中清算保证金、在“互换通”计划下用于提供保证金，并拓展到其他衍生交易和目的。 55. 发展三方服务，并将中债登、上清所平台连接到国际三方（和双边）担保品管理平台，允许更广泛地使用中国固定收益资产作为境内外担保品。 56. 在银行间债券市场直接投资计划下，允许国际中央证券存管机构和托管行在中债登/上清所层面开立综合账户，并在国际中央证券存管机构和托管行的离岸账簿中进行境外结算。 57. 在银行间债券市场直接投资计划下，在债券结算代理方面，采用国际最佳做法，并要求将交易和结算功能分开 58. 为银行间债券市场直接投资计划下的多层托管银行模式制定详细指引。 59. 在银行间债券市场直接投资计划下，允许境外银行分行成为多层托管模式的合格本地托管人。 60. 允许境外银行分行开展托管业务时，借助母公司的资本能力，满足适用的资产净额要求。	63
场外衍生品	61. 对香港市场投资者通过“互换通”交易获得的收益，从中国企业所得税和中国增值税的角度来看，应都不需要纳税。 62. 简化银行间债券市场直接投资渠道、“债券通”和 QFI 渠道在可投资产品方面的标准，以便能够通过债券通“北向通”道获得更丰富的对冲工具和融资产品，例如债券期货、利率掉期和债券回购等。 63. 在《期货和衍生品法》颁布之后，场外衍生品更广泛地采用 ISDA/CSA 协议（而非中国银行间市场交易商协会回购主协议）。 64. 实施非集中清算保证金规则下的初始保证金交换做法，并允许境外投资者在与中国境内交易对手进行跨境交易时，遵守其本国的监管要求。 65. 最终完成编写《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见（征求意见稿）》，并予以公布。	65
国债期货	66. 尽快推出港交所中国国债期货产品。 67. 加快境外投资者直接参与境内国债期货投资的步伐。 68. 取消只能出于对冲目的交易金融期货的限制。 69. 允许美国期货经纪商成为在境内期货交易所开展业务的境外中介机构/境外经纪商。 70. 统一境外中介机构和合格境外机构的规则和合约。 71. 简化境外中介机构的境外投资者注册过程和文件要求。 72. 允许美国实体通过境外中介机构申请成为境外投资者。 73. 在期货/上市领域推出做市商概念。	69
其他固定收益事项	74. 市场与国际最佳做法接轨：境内清算基础设施与境外债券市场保持同步。 75. 允许境外评级机构进入中国市场，并与境内同行享受公平的竞争环境。	72

	76. 扩大 108 号文中免除企业所得税和增值税的债券范围，将所有具有与债券相同特征的债务工具的利息收入包括在内，供境外投资者享受免税优惠，包括资产支持票据、资产支持证券、非公开定向债务融资工具和银行间存款证，并为在中国市场交易但不在免税范围内的债务工具提供预提税机制。	
外汇		
	77. 取消外汇利润卖出的额度限制（目前妨碍银行主动管理外汇风险）。 78. 取消针对远期外汇销售 20%的风险准备金比率。 79. 面向整个行业将 API 连接扩展到中国外汇交易中心的所有交易模式和协议。 80. 简化面向客户交易的单证核查要求。 81. 向市场推出新产品，为终端用户提供具有成本效益的手段，以对冲货币风险，如障碍人民币外汇期权。 82. 加强监管机构之间的协调，放宽某些限制银行为境外投资者服务能力的比例要求。	76
境内经营		
境外企业境内经营	83. **（基金管理公司）** - 取消或放宽对基金管理公司与其外国股东之间分享研究和其他信息的限制。 - 允许基金管理公司为投资于中国市场的境外投资组合或基金的投资开展管理、交易和/或提供建议（在这种情况下，明确这种境内活动不会导致投资组合或基金在中国形成纳税义务，目前这一点并不明确）。 84. **（私募基金管理公司）**允许外商独资私募证券投资基金管理人为投资于中国市场的境外投资组合或基金的投资（除他们的关联 QFI 外）开展管理、交易和/或提供建议，明确税收待遇，即上述服务不会导致境外投资组合或基金在中国成为纳税主体。 85. **（经纪商评级）**修订经纪商评级制度，使奖惩结构更加对称。 86. **（衍生品交易牌照）**降低注册资本和净资本的重要性，明确现有的一级衍生品牌照审批程序。 87. **（投资者适当性评估）**重新调整责任标准，更好地反映资产管理公司可能依赖代销机构进行投资者适当性评估的实际和商业现实；将客户适当性框架从产品导向方法，转变为基于投资组合的全面方法。 88. **（托管结算资格）**允许外国银行分行凭借总行的资本能力开展 QFI 结算业务。 89. **（第三方接入）**取消《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》草案中关于经纪人必须在过去三年中的两年被评为 A 级或以上的前提条件。	89
双重许可制度	90. 引入双重许可制度，从而允许在大湾区内的一个司法管辖区获得许可的个人和实体，在不必另行获得许可的情	95

		况下，在另一司法管辖区从事规定范围内的活动，将大大加强大湾区的跨境人力资本流动，促进整个大湾区金融市场的一体化发展。	
其他互联互通机制			
基金互认计划	91.	允许北向互认基金的设立地点具有更多灵活性，特别是像 UCITS 这样在全球广受认可的基金，这不仅会为内地投资者提供更多选择，还会提高基金互认对可能尚未在香港建立业务的全球基金管理人的吸引力。如果不允许海外设立的基金参加基金互认计划，允许香港基金管理人将投资管理委托给境外管理人，这将有助于扩大内地投资者的基金选择，以便可以从更多样化投资的基金中受益。	98
“跨境理财通”计划	92. 93. 94. 95. 96. 97. 98. 99.	取消“北向通”下于内地银行面对面开户的规定，或向已是内地相关银行香港分行现有客户的投资者提供豁免。 扩大“跨境理财通”下可投资的理财产品范围，纳入高风险产品，包括股票基金、在香港之外注册的产品及投资于境外基金的香港基金。 增加个人投资额度，或者将投资者分为零售投资者和专业投资者两类，并分别增加个人投资额度。 扩大合资格分销商范围，允许证券公司和基金管理公司通过“跨境理财通”销售产品。 放宽“不主动推销”模式，以便产品发行人（如必要，在分销银行在场的情况下或协同分销银行）在大湾区不同市场内举行教育和产品信息说明会。 扩大税收豁免，包括对“跨境理财通”下进行的所有投资产生的任何收益、资本利得和分红免征企业所得税、个人所得税和增值税。 明确规定在大湾区开展与“跨境理财通”相关的跨境活动，并不会在内地产生企业和个人所得税的纳税义务。 在大湾区不同市场内部署自动化流程，并实施统一的标准、规程和程序，以优化大湾区内的跨境支付和结算系统。	99
QDII	100. 101.	继续拓宽 QDII 机制，将 QDII 作为连接境内投资者与境外产品的重要渠道，促进交流全球最佳实践。 增加保险公司可以投资的合格境外资产类别，包括私募信贷基金（例如优先级、夹层和特殊机会债务）。	103
QDLP	102.	完善各地 QDLP 审批流程，推动 QDLP 工作流程标准化。	104
跨境数据			
数据出境途径	103. 104. 105.	在兼顾网络/数据安全和数据自由流动需求的基础上，明确定义关键信息基础设施和重要数据，以实现高效的业务运营，并采取基于风险的管理方法。 建立网上申报渠道，简化数据出境安全评估申请流程，促进企业与监管部门之间的沟通。 就数据处理者提交的安全评估报告和其他申报材料，给予灵活回旋空间，如对难以获取的信息的披露要求。	106

	106. 107. 108. 109.	确认在向香港传输数据时是否可以采取简化、宽松的程序。 澄清如果数据出境采用标准合同，中国境内受托方如何才能合法地将需要传输的数据发送到境外接收方。 允许在保留规定的所有安全保障的实质内容前提下，修改标准合同的措辞。 对于个人信息出境，监管机构应进一步指导企业进行个人信息保护影响评估。这包括但不限于引入“白名单”机制或类似机制，供评估境外接收方所在司法管辖区的法律和政策是否会影响标准合同的履行。	
金融业数据跨境共享	110. 111. 112.	允许国际资产管理公司与其境内子公司之间共享研究成果，交流投资前景以及投资组合或财务分析。 允许集团内部（包括境外子公司）共享在中国上市公司的持股信息，以遵守履行的信息披露义务。 允许集团内部（包括境外子公司）为了内控和合规的目的共享反洗钱和反恐怖融资信息。	110
技术和网络安全			
中国的公有云	113. 114.	阐明金融机构在中国的实体可以继续使用全球系统和应用；对于在中国部署的应用程序，监管机构应明确说明可以使用哪些云服务提供商来部署和访问这些应用程序，以及相关的要求和期望。 明确中国人民银行在金融社区云计算方面的规划。	114
等级保护计划	115. 116.	允许接受全球技术支持，以便全球金融机构能够充分利用全集团范围内的专业知识。 允许全球企业利用国际最佳做法，并在中国拥有一致的技术栈。	116
网络监管要求	117. 118. 119. 120. 121.	限制收集敏感数据，只收集直接相关和必要的数据，以实现特定目的，并采用适当安全的方法和做法，接收或查阅来自公司的敏感数据。 及时向受影响的行业成员披露未来重大网络事件或数据泄露，并公布他们从行业收集的敏感数据可能已遭泄露的信息。 重新考虑由监管机构主导或监管机构委托的第三方渗透测试。 与金融机构合作，确定金融机构可以展示其网络安全能力的替代方法。 认可网络风险协会的“金融业网络安全概况”。	116
其他税务事项			
《增值税法草案》	122. 123. 124. 125. 126. 127.	让纳税人自主灵活选择接受或放弃免税待遇。 促进金融行业全面采用数字化发票。 为金融业设定过渡期。 阐明“消费地”规则下的原则。 明确不可抵扣项目，或提供简单合理的进项税部分抵扣方法，以减轻纳税人的增值税管理和合规成本。 为境外投资者交易《增值税法草案》下金融产品和衍生产品获取的收益提供一般性免税待遇。	120

	128. 阐明免税金融产品和衍生品的范围，包括场外衍生产品 129. 使用金融服务业广泛接受的定义，来阐释《增值税法》或其实施细则中关于金融产品交易收益的“上市”概念。 130. 明确区分应税活动和非应税活动的原则，或增加“国务院财政、税务主管部门规定的其他情形”的“兜底条款”。 131. 继续实施现行增值税优惠政策，但这些政策没有明确列入《增值税法草案》中。	
可持续金融		
国家政策和法规	132. 提供税收优惠或利息补贴以及其他适当的激励，以鼓励金融机构积极参与绿色金融产品的设计、发行和投资。 133. 吸引混合型资金流入节能低碳领域。	124
绿色债券监管框架	134. 进一步扩大中国人民银行对国际金融机构推出的碳减排支持工具范围。	127
与可持续性相关的信息披露	135. 在 2025 年前在整体经济中出台国内披露框架，与全球标准保持一致。这些框架至少应涵盖气候报告，以符合气候相关财务信息披露工作组（“TCFD”）2021 年的建议和国际可持续发展准则理事会（“ISSB”）的气候报告标准。这将减少碎片化风险，避免各法域之间或对国际金融机构的要求不一致或相互冲突的情况。 136. 我们鼓励监管机构考虑采取“分阶段”的信息披露报告方法——这是基于认识到了初始阶段的弹性需求，且有时间让相关机制逐步成熟、标准化进程得以发展、数据得以准备充足。 137. 我们支持企业利用母公司层面的披露来满足本地的信息披露要求。 138. 就过渡计划而言，我们支持在 TCFD 和 ISSB 框架下调整过渡计划（鉴于该等框架是全球标准，大多数法域都熟悉根据该标准进行报告），而不是强加新要求。	128
碳市场	139. 鼓励发展中国碳配额市场，将其作为碳定价的主要驱动力，支持各个碳市场的进一步整合，探索建立期货市场，鼓励境外金融机构参与流动性建设、套期保值和碳定价（以及拍卖等其他定价机制）。 140. 我们鼓励中国自愿碳市场的发展与国际标准接轨，如自愿碳市场诚信委员会，以减少市场碎片化风险，并促进国际资本流动。自愿碳市场诚信委员会标准在很大程度上代表了碳信贷质量的行业最佳标准，并将有助于确保碳信贷得到适当验证、透明报告，并准确反映实际减排量。 141. 我们支持在内地交易所和香港 Core Climate 交易平台之间建立互联互通机制，这是连接国际市场的第一步。	129
中国在全球可持续金融舞台上的作用	142. 鼓励进一步发展《共同分类目录》，以完成其余行业的比较，这可能为区域分类目录之间的进一步比较提供模板，有助于实现互操作性/等价性。	130

	143. 144.	与其他国际市场的情况类似，我们欢迎中国金融政策制定者和行业之间的持续接触和政策讨论——无论是正式还是非正式的对话。这将使中国政策制定者能够获得来自行业的坦率反馈，并理解国际市场上的有效做法。这将有助于中国监管机构利用国际最佳实践。 我们也欢迎中国政府对能力建设的支持，因为应对气候变化是一个全行业的挑战。这是一条我们都需要共同跨越的学习曲线，时间是最重要的。	
资产管理的可持续性	145. 146.	关注区域和国际的可持续性发展动态。 注重非规范性披露规则，这些规则可以保护终端投资者的利益，但不会限制新生可持续投资市场不断发展的动力。	132
市场基础设施			
支付	147.	允许开发离岸人民币同步交收风险缓解基础设施，保护所有市场参与者（包括中国内地和国际实体）支付本金免受损失。	135
清算	148.	上海清算所在修改清算指南中规定的结算方法后更新法律意见。	137
境外金融基础设施	149.	制定发牌或登记流程，授权境外金融市场基础设施提供跨境服务，详细要求包括报告范围和机制，以确保相关金融市场基础设施清楚了解监管期望。	140

B. 股票——一级市场

1. 中国一级市场

近年来，亚洲地区越来越呈现出改革新股发行市场的趋势，市场和监管机构努力在允许企业进入全球资本市场和保护投资者之间取得平衡。在新加坡、韩国、香港特别行政区和中国大陆，监管机构和交易所一直在积极与市场参与者接触，探讨此类改革。由于对资本的竞争日益激烈，加上寻求在国际市场上市的公司数量不断增加，对新股发行监管的重视程度也随之提高。地区监管机构一直在征询公众意见，并实施新的规定和指导意见，以提高市场透明度、公司治理水平，降低投资者风险。此外，监管机构之间的国际合作也愈加得以推进，以确保不同司法管辖区的规则适用的一致性。这些改革旨在为寻求全球上市的企业创造更加稳定安全的环境，同时确保提振投资者对市场的信心。

在这样的大背景下，中国的表现尤为积极，中国企业分别通过境内外交易所成功进行境内外融资。过去三年来，中国内地和香港的一级市场都进行了重大改革。最近几年，中国内地进行了监管改革，加强对中资企业（民营和国有）在进入全球资本市场的同时确保符合中央政府有关行业改革政策的治理。在最近的政府工作报告中 [3]，中央政府重申要通过充分利用国际和国内市场和资源，推动高质量发展和合作，遵循市场规律和国际规则等目标。最近几年中国内地新股发行市场监管改革主要包括：

- 中国将上海证券交易所（“上交所”）科创板、深圳证券交易所（“深交所”）创业板和近期成立的北京证券交易所（“北交所”）的成功试点经验扩大到上交所和深交所的主板，以及全国中小企业股份转让系统，为中国内地的交易所建立新股发行注册制框架。关于三家全国性交易所最新上市标准及相关关键规则对比，请参见本报告附件 1；

- 中国证券监督管理委员会（“证监会”）发布《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》（“《新备案办法》”），正式认可此前在监管灰色地带运作多年的 VIE 架构。

香港的一些关键 IPO 改革包括：

- 港交所改进《上市规则》第十九 C 章，促进在海外市场上市的中资企业的回归，包括为那些已经有不同投票权（WVR）架构的公司提供豁免；

- 港交所最近还推出特专科技公司上市机制（《上市规则》第十八 C 章），为企业提供纳斯达克和上交所科创板之外的新的替代选择；

[3] 向第十三届全国人民代表大会第五次会议所作的政府工作报告英文版，http://english.www.gov.cn/premier/news/202203/12/content_WS622c96d7c6d09c94e48a68ff.html。
向第十四届全国人民代表大会第一次会议所作的政府工作报告英文版，http://english.www.gov.cn/news/topnews/202303/15/content_WS64110ba2c6d0f528699db479.html。

- 为消除投资者对定价发现和价格稳定性的担忧，香港证监会还推出了有关新股发行簿记建档过程的新《行为守则》。

关于境外上市问题，中美在审计合作方面取得突破，证监会也发布规定以加强对海外上市的监管：

- 长期悬而未决的美国上市公司会计监督委员会审计在美上市中资企业问题在 2022 年出现解决方案。基于互惠原则，2022 年 8 月，中美两国在中国证监会和财政部与美国上市公司会计监督委员会之间达成审计监督合作协议，允许美国官员查看在美上市中资企业的审计文件。2022 年 12 月，美国上市公司会计监督委员会向美国证券交易委员会确认，其已经获准不受限制地成功检查中国审计师的工作 [4]，并于 2023 年 5 月发布了 2022 年检查的两家事务所的检查报告 [5]；以及

- 中国证监会与美国证券交易委员会越来越积极地开展对话与合作，凸显了弥补中国红筹公司（通常通过 VIE 结构在境外注册成立）监管遗留漏洞的需要，这些公司申请在境外交易所上市时，历史上未受中国证监会监管。因此，中国证监会发布了关于修改海外上市规则的意见稿，并发布了关于境内公司境外证券发行与上市的新规定。根据这些规定，中国证监会要求寻求境外发行上市的中国境内企业提交申请并完成审查程序，确保符合中国的法规和政策。今后，中国境内公司的定义将基于实质情况（资产和收入所在地、管理团队和客户群体的位置/国籍）而非基于形式（公司注册地）。中国证监会有权接受或拒绝任何境外发行和上市申请，并将作为把关人进行监督，以更好地维护境外投资者的利益。

本协会会员欢迎上述 IPO 市场改革的重大进展，但希望就新规则提出一些建议，包括境内公司境外上市（*第 1a. 节*），IPO 注册制改革（*第 1b. 节*）和定价和配售改革（*第 1c. 节*）。

1a. 境内公司境外上市

本协会欢迎出台长期以来备受期待的境内企业境外上市监管新规，主要包括《新备案办法》和《关于加强境内企业境外发行证券和上市相关保密和档案管理工作的规定》（“《档案规定》”）。这些新规支持了一些中国公司通过境外上市进行融资的需求，但也为企业提供了更清晰的程序和做法。行业也非常赞赏消除一直以来对 VIE 结构监管的不确定性。

自四十年前中国启动改革开放以来，全球公司在连接中国与全球资本市场方面发挥着关键作用，并且已证明其推动中国经济发展的价值。全球公司可以为价格发现过程带来的效应，包括获得更多的广泛和多样化的全球市场机构投资者，因此，利用全球公司，以及中国本地公司，为中

[4] 美国上市公司会计监督委员会新闻稿和美国证监会声明，https://pcaobus.org/news-events/news-releases/news-release-detail/fact-sheet-pcaob-secures-complete-access-to-inspect-investigate-chinese-firms-for-first-time-in-history；https://www.sec.gov/news/statement/gensler-determination-statement-20221215。

[5] 美国上市公司会计监督委员会新闻稿，https://pcaobus.org/news-events/news-releases/news-release-detail/pcaob-releases-2022-inspection-reports-for-mainland-china-hong-kong-audit-firms。

国企业融资的做法应该继续被采纳。然而，许多全球公司（包括我们的会员）对新规提出了一些疑虑，下文将重点说明：

○ **境内存放要求**

本协会会员在理解《新备案办法》的基础上，注意到并尊重中国证监会强调了保守国家秘密和国家安全相关事项的重要性。《档案规定》第九条进一步要求，为境内企业境外发行上市提供相应服务的证券公司、证券服务机构在境内形成的工作底稿应当存放在境内（“境内存放要求”），需要出境的，按照国家有关规定办理审批手续（“出境审批要求”）。

本协会成员认为，解读并阐明境内存放要求，可以更好地指导证券公司和证券服务机构遵守中国内地的法规，特别是以下方面：

- 《新备案办法》或《档案规定》目前均没有提供具体指导，说明什么是为境内企业境外发行上市提供相应服务的“证券公司、证券服务机构在境内形成的工作底稿”。在实践中，由于交易人员经常往返于境内外开展各项工作，加上会议地点不定，很难区分什么时候的“工作底稿”是“在境内形成的”、什么时候不是，尤其是现在相当一部分记录和文件往往是以电子形式，而不是纸质形式制备的。

- 此外，一些为境内企业境外发行上市提供服务的证券公司在中国大陆没有设立任何实体机构，也没有任何办公室、系统或服务器。在境内存放要求下，这些证券公司没有正式的场所或实际方法，来保留或储存在中国大陆产生的这些工作底稿。

- 国际投资银行、证券公司及其相关人员必须遵守境外发行和上市地和许多其他适用于其公司集团司法管辖区的适用法律、法规、规章、标准和行为准则。同时，也必须遵守公司内部关于发行和上市活动中保存记录的政策，以便向所管辖境外监管机构披露信息、配合工作。这意味着需要他们在中国大陆以外保留相关文件。

建议：

综上，证券公司和证券服务机构似乎应当能够采取合理方式，继续遵守境外发行和上市所在地的当地法律、法规、规章、标准和行为准则，在境外进行必要的文件保管和档案记录保留，以履行在相关司法管辖区域的境外发行和上市时应尽的相关职责和义务。本协会建议对“境内存放要求”进行解释和澄清，以更好地指导证券公司和证券服务机构有能力遵守中国大陆法规。

○ **出境审批要求**

允许证券公司在其拥有和控制的场所（包括中国大陆以外的场所）保存其在境外发行和上市过程中的所有工作底稿，并可随时查阅，以确保遵守当地相关法律、法规、规章、标准和守则，这是极为重要的。

建议：

一些市场观点认为：(i) 出境审批要求仅适用于那些涉及中国国家机密和国家安全事项的工作底稿（“敏感信息”），但证券公司转移或传送该等敏感信息的审批程序应在中国相关法律法规中有所规定；(ii) 如果涉及敏感信息，境内发行人在处理这些敏感信息时必须遵守中国相关法律法规，而且证券公司认识到应从境内发行人那里获得关于其遵守这些法律和法规的确认。市场参与者恳请中国监管部门确认这种理解是否正确。

- **配合审批要求**

《档案规定》第十一条还规定，境外证券监督管理机构及有关主管部门提出就境内企业境外发行上市相关活动对境内企业以及为该等企业境外发行上市提供相应服务的境内证券公司、证券服务机构进行检查或调查取证的，应当通过跨境监管合作机制进行，证监会或有关主管部门依据双多边合作机制提供必要的协助。境内有关企业、证券公司和证券服务机构，在配合境外证券监督管理机构或境外有关主管部门检查、调查或为配合检查、调查而提供文件、资料前，应当经证监会或有关主管部门同意（“配合审批要求”）。

建议：

本协会会员倾向的理解是，“配合审批要求”只适用于受中国证监会直接监管的境内证券公司和证券服务机构，当这些机构面临境外证券监管机构或主管部门的检查、调查或证据要求时（即，“配合审批要求”不适用于投资银行或证券公司集团内的任何境外实体，或任何其他不受中国证监会直接监管的境外证券公司和证券服务机构）。如果中国监管机构可以确认上述理解的正确性，市场参与者将不胜感激。

1b. IPO 注册制改革

2023 年 2 月 17 日，主要由中国证监会和各证券交易所等发布了总共 165 项修订的或新出台的制度规则，将注册制扩大到所有上市板块、产品和活动。此前，自 2019 年起，注册制试点工作先后分别在上交所的科创板、深交所的创业板、北交所等实施。

股票发行注册制旨在参考注册制试点的经验和做法，在结构、发行条件、信息披露、审批程序和监管处罚等方面与科创板和创业板总体一致。注册制改革以信息披露为监管主题，目标是为直接融资提供更多便利，同时进一步加强风险防控。

中国的股票发行核准制由来已久，新出台的《首次公开发行股票注册管理办法》（“《管理办法》”）是中国一级市场改革迈出的重要一步，明确了主板、科创板和创业板的不同定位，以及各大交易所和中国证监会之间的监管责任。此外，还明确了发行人、保荐人和证券服务机构的责任，主要包括发行人应确保信息披露准确、真实，并充分揭示可预见的、重大的直接或间接的风险，保荐人应审慎核查申请文件并承担责任，证券服务机构应就其专业义务对相关事项承担责任等。

《管理办法》对发行条件和注册程序提出了明确要求，包括交易所审查、中国证监会注册、预期时限和工作流程的透明度。同时，加强了问责制，对违反相关规定的活动进行监管。

本协会会员广泛支持新规则，因为这表明中国 IPO 市场正朝着市场化方向发展，以完善价格发现机制，提高 IPO 申请审查和注册程序的清晰度和透明度。将科创板和创业板的成功试点措施推广到上交所及深交所主板，有助于提高境内交易所的融资能力，同时保护投资者和市场利益相关方的利益。

虽然 IPO 市场改革得到了业界的大力支持，但本协会想分享以下建议，以更好地统一主板、科创板和创业板的做法，并与全球标准接轨。

- **科创板和创业板保荐人跟投机制**

新规并未要求保荐机构相关子公司在主板 IPO 中进行跟投。在此基础上，本协会将继续建议逐步取消科创板关于所有发行人的强制跟投要求，以及创业板关于四类发行人的强制跟投要求[6]，并最终统一所有上市板块的保荐人责任要求。

具体而言，科创板和创业板的保荐机构跟投要求是中国市场的独特现象。本协会希望有机会与中国证监会进行讨论，以更好地理解保荐人跟投要求旨在解决的风险，并探讨其他解决方案是否同样甚至更为有效。由于对潜在利益冲突的担心，保荐人参与 IPO 通常需要经过境外证券交易所和母国监管机构的额外审查。

建议：

为了进一步吸引更多的国际市场参与者参与中国内地新股市场，不妨考虑是否可以分阶段取消目前科创板和创业板的强制性 IPO 保荐人跟投要求，使其与主板和国际惯例一致。例如，香港的法规对承销商针对发行人的独立性持谨慎态度，要求承销商向香港交易所声明其独立性，并披露利益；新加坡要求，如果承销商和相关客户可能在所推销的证券中获取任何利益，则必须在证券上市前披露。我们的详细建议如下：

- 首先，放宽对科创板的跟投要求，向创业板的做法看齐，即该机制只实施于四类股票——未盈利、红筹架构、存在表决权差异安排以及高价发行的股票。

- 其次，在需要跟投的四种情况下，进一步将红筹架构公司的范围限制在未在境外上市的公司。

- 最后，随着股票发行注册制改革的不断深入，在长期内逐步取消所有上市板块的跟投要求。

[6] 《上海证券交易所首次公开发行证券发行与承销业务实施细则》和《深圳证券交易所首次公开发行证券发行与承销业务实施细则》。

1c. 定价和配售改革

○ **在定价和配售过程中给予发行人和承销商更多灵活性**

本协会继续建议给予发行人和承销商在 IPO 定价和配售方面更多的自主权，并取消公募基金、社保基金、养老金等特定机构投资者的最低优先配售比例。本协会会员认识到，最新规则将优先配售给该等机构投资者的比例从网下发行证券数量的 40%提高到 70%，并将 QFI 投资者纳入该等投资者清单。[7]

建议：

本协会继续建议，应适当考虑风险承受能力更强的投资者。在这种情况中，证券公司可以根据发行人的发展阶段、机构投资者的资质和背景、报价、锁定期的自愿承诺、自愿定金和市场情况等做出定价和配售决策。同时，监管机构可以列举出其希望发行人和券商在定价时考虑的因素，从而为定价行为提供一定的指导。这样，就可能充分发挥市场的定价功能，推动市场化定价机制的构建，有利于形成更合理的价格发现机制。

○ **取消“最高报价剔除”规则和关于超出“四个值”孰低值的特别公告要求**

根据最新规则，科创板/创业板的剔除不超过 3%的最高报价的要求 [8]和当发行价格超出“四个值”的孰低值时的风险特别公告要求 [9]适用于主板 IPO。本协会会员认为，注册制 IPO 制度可以缩小新股发行价格与二级市场价格之间的差距。投资者也会逐渐意识到风险，并基于理性判断做出决定。因此，从长远来看，承销商通过剔除最高报价来人为调整报价和价格的必要性将减少。

建议：

因此，本协会继续建议在所有市场和部门取消“最高报价剔除”要求和关于超出“四个值”孰低值的特别公告要求。这将使报出合理和相对较高价格的投资者购得股票，而不是被剔除在外。

○ **优化战略配售流程**

根据科创板和创业板的相关做法，战略投资者往往需要在了解潜在发行价格区间之前签署战略投资协议。此外，法规规定的战略投资锁定期较长，导致投资风险相对较高。关键信息的缺失也往往使成熟的机构投资者难以通过内部审批程序，从而会抑制投资者参与战略配售的积极性。

---

[7] 《上海证券交易所首次公开发行证券发行与承销业务实施细则》第二十六条和《深圳证券交易所首次公开发行证券发行与承销业务实施细则》第二十五条。
[8] 《上海证券交易所首次公开发行证券发行与承销业务实施细则》第十六条和《深圳证券交易所首次公开发行证券发行与承销业务实施细则》第十四条。
[9] 《上海证券交易所首次公开发行证券发行与承销业务实施细则》第十九条和《深圳证券交易所首次公开发行证券发行与承销业务实施细则》第十六条。

建议：

因此，本协会建议优化战略配售流程。本协会的会员认为，在确定发行价格区间时/之后签署战略投资协议非常重要，这样可以保证投资者的投资风险敞口和潜在收益的透明度，提高投资者的投资热情和确定性。

针对 股票——一级市场 的建议
境内公司境外上市
1. 明确“境内存放要求”，更好地指导证券公司和证券服务机构遵守中国内地的法规。
2. 明确“出境审批要求”中的敏感信息要求。
3. 明确“配合审批要求”仅适用于境内的证券公司和证券服务机构。
IPO 注册制改革
4. 分阶段取消目前科创板和创业板的强制性保荐人跟投要求。
定价和配售改革
5. 在定价和配售过程中给予发行人和承销商更多灵活性。
6. 取消“最高报价剔除”规则和关于超出“四个值”孰低值的特别公告要求。
7. 优化战略配售流程。

C. 股票——二级市场

1. QFI

1a. 2020 年以来的主要进展

自 2020 年以来，合格境外投资者（“QFI”）制度取得了重大进展，主要包括以下方面：

- **取消证券投资额度**：2020 年 5 月 7 日中国人民银行和国家外汇管理局发布的《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》不再对合格境外机构投资者（“QFII”）和人民币合格境外机构投资者（“RQFII”）的境内证券投资额度设定限制；

- **合并 QFII 和 RQFII 制度**：2020 年 9 月，证监会正式发布了期待已久的《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》以及《关于实施<合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法>有关问题的规定》（“QFI 管理新规”），QFII 和 RQFII 制度正式合并为统一的 QFI 制度；

- **合资格机构**： QFI 管理新规大大放宽了资格要求。其中，QFI 的具体资产管理规模和运营年限要求被取消，改为一些更加普遍的要求，如财务稳健、资信良好、具备证券期货投资经验、健全有效的治理结构、内部控制、合规管理制度，近 3 年或自成立以来无重大监管处罚记录；

- **投资范围**：QFI 的投资范围得以大幅拓宽，额外包括了在银行间债券市场交易的债券类、利率类和外汇类衍生品，在中金所上市交易的金融期货合约，在获准的期货交易所上市交易的商品期货合约，在获准的交易所上市交易的期权，以及投资范围符合 QFI 投资范围的私募投资基金（即基本上是私募证券投资基金），等等；

- **经纪商**：此前 QFII 和 RQFII 在上交所和深交所分别只能通过最多 3 家经纪商进行交易。此外，通过一个经纪商买入的股票必须通过同一经纪商卖出。QFI 管理新规取消了 QFI 可以使用的经纪商数量的限制，但是其买入的证券仍然需要通过同一经纪商卖出；以及

- **北交所于 2021 年 11 月开始运营**：自 2021 年 11 月 15 日起，北交所开始运营，QFI 投资者可以投资北交所上市股票，投资范围进一步扩大。请参阅本报告的附件 1，了解北交所的更多详情，以及与其他内地交易所情况比较。

上述变化受到境外金融市场参与者的欢迎。自新规发布以来，QFI 的数量得以大幅增加。截至 2023 年 4 月，中国证监会共批准 768 家 QFI（包括 QFII 和 RQFII）投资者，其中 266 家 QFI 投资者在 2020 年 11 月 1 日 QFI 管理新规生效后获批。[10]

[10] QFI 名录，http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101900/c1029652/content.shtml。

沪深港通机制亦有重大发展（见下文 C.2 节），请参阅本报告的附件 2，了解现行的 QFI 机制和沪深港通机制的区别。

1b. 货银对付和资金提前到位

货银对付（DVP）是多数国际市场普遍采用的核心交收机制，要求股票交收与现金交收同时（或在同一天内）进行，以更好地保护交易对手方免受交收风险。

本协会成员欢迎 2022 年中国证监会推出、并由中证登实施的货银对付改革。在实施货银对付之前，中证登在 T 日向投资者交割股票，但直到 T+1 日才完成现金交收。实施货银对付后，中证登面临的交收风险得以降低。

然而，投资者仍需要预先将资金准备到位，才能开展股票购买交易，无法充分享受货银对付改革的益处。中国 A 股要求交易成功交割，因此通过经纪商购买 A 股一般需要资金提前到位。此外，QFI 投资者通常必须在 T-1 日将必要资金汇入境内，为开展买入交易做好准备。然而，如今随着货银对付机制得到实施以保护中证登免受交收失败的影响，机构投资者非常期待取消目前的资金事先到位要求，以便共享货银对付改革的益处。

货银对付改革对机构投资者而言有利于增强结算体系安全性，进一步吸引境外资金进入中国市场。取消资金提前到位要求，能够进一步帮助机构投资者分享货银对付改革的益处并提高资金使用效率。由于已经实施货银对付，这些对投资者的益处并不会影响中证登的交易对手方风险。

建议：

我们建议取消资金提前到位要求，这将改善机构投资者的资产安全顾虑同时不会影响中证登的风险，并将提高流动性。

1c. 交易后和监管报告（交收周期）

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，不应像同地区的其它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、中证登、中国外汇交易中心、上海清算所等），它们处理的产品有时相互重叠，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）和唯一交易识别码（UTI）。

建议：

向境外参与者和供应商开放中国资本市场需要通过采用国际标准和选择全球供应商来便利参与市场。中国监管机构、清算所和机构采用 ISO 清算和结算标准，以及围绕这些标准形成的全球的市场惯例，将极大方便中国投资者建立全球影响力，并便利国际投资者扩大对中国的投资。

ISO 20022 数据模型也是利用分布式账本技术和 API 等新技术的良好的灵活的基础，实现信息交换标准的交互性。这能够便利金融科技在中国交易后领域的应用。

亚太地区某些司法管辖区域（如新加坡、香港、日本和澳大利亚）已经规定使用 ISO 20022 开展衍生品交易报告，预计将于 2024 年实施。这与欧盟和美国市场的发展相一致。我们建议中国大陆与这些亚太地区的其他司法管辖区域一致，通过采用标准化来减轻境外报告方的报告负担。

1d. 多经纪商模式

2020 年 11 月生效的 QFI 管理新规取消了对经纪商数量的限制。然而，在实践中，如果一个 QFI 投资者通过一个经纪商买入股票，根据以下证券交易所的规则，实质上无法通过另一个经纪商卖出股票：

(1) 上交所规则：根据《上海证券交易所交易规则》和《上海证券交易所指定交易实施细则》，每个证券账户只能指定一个经纪商，并通过经纪商专门的参与者业务单元参与证券交易。证券账户在未完成相应变更程序前，不得变更指定的经纪商。2020 年 10 月 30 日发布的《上海证券交易所证券交易规则适用指引第 1 号——合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者》重申了此规则，规定“合格境外投资者开立多个证券账户或衍生品合约账户参与本所证券及其衍生品种交易的，一个账户只能指定在一家境内证券公司或期货公司”；

(2) 深交所规则：《深圳证券交易所交易规则》第 4.1.2 条规定，投资者买入的证券可以通过原买入证券的交易单元委托卖出，也可以向原买入证券的交易单元发出转托管指令，转托管完成后，在转入的交易单元委托卖出。

因此，通过经纪商买入的股票只能通过原先买入股票的经纪商卖出，除非重新指定经纪商或完成托管转移手续。这种限制与全球惯例和沪深港通机制不同——通常，全球投资者可以自由通过任何经纪商买卖它们的任何股票。这增加了境外投资者的集中度风险，因为投资者的投资理念和交易详情很容易被一个经纪商掌握。此外，单一经纪商的研究能力和交易执行能力可能难以满足最佳执行要求。这种限制还增加了境外投资者的运营复杂性和合规成本。上述限制已成为境外投资者选择利用沪深港通机制，而不是 QFI 机制的主要原因之一。

建议：

改革上交所和深交所的交易规则，允许采用多经纪商模式。至于具体的改进措施，可以参考中国 B 股或港交所的交易制度。

1e. 融资融券

2020 年 11 月实施的 QFI 改革允许 QFI 投资者参与中国的融资融券机制。业内广泛欢迎这项提高二级市场流动性和为 QFI 资产所有者提供更多对冲工具的重要进展。随着借贷固定定价改为借贷可变定价，借贷机制也得到显著改善。这一变化令人鼓舞，可提高二级市场活力，便于所有参与者更灵活地投资，也有利于境内和 QFI 多头投资者获得更好的回报。

然而，QFI 投资者参与融资融券受到交易所相关规则中的报升规则限制 [11]，行业建议重新考虑这些规则。当前的报升规则要求，只要“投资者”持有融入的证券，该投资者卖出通过“其所有或控制的证券账户”持有的相同证券的，价格应当不低于该证券的最新成交价，“超出融券数量的部分除外”。

建议：

行业欢迎针对上述报升规则如何适用于 QFI 投资者给予说明。特别是，

- 像是 QFI 等境外机构会运作多个客户账户，同时也管理自营仓位。这些账户实质上是隔离的，所以，行业想理解这些账户是否不得不被视为投资者“所有或控制的证券账户”；
- 此外，业内建议隔离不同的交易台。对许多境外机构而言，即使在同一实体内，也可能同时有多个独立的交易台采取不同的投资策略。

行业认为，进行上述说明是合理的，因为刻板地解读报升规则会损害多头持有人交易的能力，这与市场精神不符。隔离客户账户与自有仓位，以及不同交易台，有助于增加市场流动性和对所有投资者的公平性，而不会产生恶意卖空的风险。

2. 沪深港通

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 12 月，港交所和深交所之间建立了类似的联系。一般而言，投资者要想购买另一个司法管辖区域的股票，需通过境内券商和目标司法管辖区域的对应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，境内外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。

由于中国内地对资本账户的限制，境外投资者无法在中国内地金融机构开户，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一可控渠道，允许资金进出股票市场。投资者必须在香港购买离岸人民币，或让券商代为购买。当境外投资者通过沪深港通机制卖出股票，人民币交易在香港完成。沪深港通机制创造了一个“闭环”，将购买股票的人民币与中国其它经济活动隔开。

[11] 《上海证券交易所融资融券交易实施细则》第十二条和《深圳证券交易所融资融券交易实施细则》第 2.10 条。

沪深港通让全世界的投资者，无论是机构投资者还是散户，都能够投资 A 股。沪深港通不设锁定期，也没有资金汇出限制。

2a. 沪深港通交易范围

○ **合资格股票**

与 QFI 远为广泛的投资范围（例如全部 A 股）相比，沪深港通的投资范围相对较小，限于上交所和深交所上市的符合条件的 A 股。自 2023 年 3 月 13 日起，随着上交所和深交所相关规则（即《上海证券交易所沪港通业务实施办法（2023 年修订）》和《深圳证券交易所深港通实施办法（2023 年修订）》）和港交所《交易所规则》（十四 A 章和十四 B 章）正式实施，沪深港通的符合条件股票范围大幅扩大。截至 2023 年 6 月 15 日，上交所上市的 2263 只股票中的 1268 只股票（增加了 674 只）和深交所上市的 2830 只股票中的 1374 只股票（增加了 480 只）符合沪深港通的北向交易条件。[12]关于符合北向交易条件股票的关键变化主要包括以下内容 [13]：

表1：上交所/深交所合资格股票扩容

	沪股通	深股通
选取标准		
基准指数	- 从上证 180 指数和上证 380 指数，扩大到**上证 A 股指数** - 从上交所大盘股和中盘股，扩大到中盘股和小盘股 - 每个行业的可选股票再无数量限制	- 从深成指和中小板创新指数扩大到**深证综合指数** - 基准指数成分股基本涵盖在深交所上市的所有股票
纳入条件	满足以下条件的上证 A 股指数成份股/为深证综合指数成份股的深交所上市 A 股： - 过去六个月的日均市值须达人民币 50 亿元或以上； - 过去六个月的日均成交金额须达人民币 3000 万元或以上； - 过去六个月的停牌天数比例低于50%；及 - 具有**表决权差异安排**的公司股票于首次纳入时的额外条件： ○ 已于上交所/深交所上市不少于六个月及二十个沪股/深股交易日； ○ 前 183 个日历日的日均市值须达人民币 200 亿元或以上；	

[12] 沪股通股票/中华通股票名单和深股通股票/中华通股票名单，https://www.hkex.com.hk/Mutual-Market/Stock-Connect/Eligible-Stocks/View-All-Eligible-Securities?sc_lang=en。
上交所市场总貌，http://www.sse.com.cn/market/view/。
深交所市场总貌，http://www.szse.cn/market/overview/index.html。
[13] 《上海证券交易所沪港通业务实施办法》《深圳证券交易所深港通业务实施办法》和港交所《交易所规则》。

	沪股通	深股通
	○ 前 183 个日历日的成交总额须达人民币 60 亿元或以上；且 ○ 不曾因违反上交所/深交所规则下对具有表决权差异安排的公司的规定，而被上交所/深交所公开谴责 - A+H 股 但前提是： (i) 其并非以人民币以外的货币于上交所/深交所交易；以及(ii) 其未被实施风险警示（ST/*ST 公司或被实施退市程序的股份等）	
只能卖出的合资格股票	在任何半年度考察中，符合以下任何标准的合资格股票（非 A+H 股）将成为只能卖出的股票： - 其过去六个月的日均市值低于人民币 40 亿元； - 其过去六个月的日均成交金额低于人民币 2000 万元；或 - 其过去六个月的被停牌的天数占比 50%或以上	
考察机制		
调整机制	**半年度考察** - 每年5月31日和11月30日，对上证A股指数成分股/为深证综合指数成分股的A股进行考察 - 合资格股票名单会分别在6月和12月生效 **月度考察** - 在每个月的月底，考察（1）当月新纳入为上证A股指数/深证综合指数的股票；以及（2）当月被解除风险警示的股票 - 合资格股票名单会在下个月生效	

由于一些上交所和深交所的股票被从构成沪深港通合资格股票的指数中剔除，这些股票只能被卖出。如果所有 A 股都能纳入沪深港通交易范围，那么市场参与者就不必担心股票被从符合条件的名单中剔除，也不必担心投资者受到该等股票只能卖出的限制。

建议：

境外投资者希望看到沪深港通的投资范围尽快扩大到所有 A 股，并在将来与 QFI 的投资范围相近。扩大产品和功能的种类有助于改善境内资本市场的定价和流动性，借助于允许境外投资者更好地对冲交易、管理交易成本并执行更复杂的交易策略。这些工具将是吸引有意增加并对冲境内资本市场敞口的境外机构投资者参与境内市场的关键。我们期待这些改变能够尽快得以落实。

○ **纳入ETF**

在最近扩大沪深港通合资格股票范围之前，交易所交易基金（ETF）于 2022 年 7 月 4 日被纳入了沪深港通。将 ETF 纳入沪深港通北向和南向交易的条件要求如下 [14]：

表 2：沪深港通 ETF 纳入条件

	北向交易内地 ETF 纳入条件	南向交易香港 ETF 纳入条件
最近六个月日均资产管理规模	人民币 15 亿元或以上	17 亿港元或以上
交易货币	人民币	港币
ETF 最短上市时间	6 个月	
ETF 类型	所有类型	所有类型，但合成 ETF，或杠杆型 ETF 或反向 ETF 除外
ETF 追踪的基准指数	推出一年或以上	
基准指数中股票的最低权重	在上交所/深交所上市 A 股占 90%或以上	在港交所上市股票占 90%或以上
沪深港通成分股在基准指数中的最低权重	80%	- 恒生指数、恒生中国企业指数、恒生科技指数和恒生香港上市生物科技指数为 70%。 - 其他指数为 80%。
基准指数中的成分股	**- 宽基指数：**单一成份股权重不超过 30%。 **- 非宽基指数：** (1) 成份股数量不低于三十只； (2) 单一成份证券权重不超过 15%； (3) 前五大成份证券权重合计占比不超过 60%； (4) 权重占比合计 90%以上的成份股最近一年日均成交金额位于其所在证券交易所上市股票的前 80%。	

最初的合资格 ETF 名单中包括 83 只内地 ETF[15]和 4 只香港 ETF[16]。在 2022 年 11 月南向第一次审查和 2023 年 1 月北向第一次审查后，这一数字增加到 97 只内地 ETF（60 只上交所上市和 37

[14] 《深圳证券交易所深港通业务实施办法》第二十五和第七十六条、《上海证券交易所沪港通业务实施办法》第二十六和第七十六条。
[15] 北向通初始合资格 ETF 名单，https://www.hkex.com.hk/Mutual-Market/Stock-Connect/Reference-Materials/Inclusion-of-ETFs-in-Stock-Connect?sc_lang=zh-HK。
[16] 南向通初始合资格 ETF 名单，http://www.sse.com.cn/services/hkexsc/disclo/announ/c/c_20220628_5704774.shtml。

只深交所上市）[17]和 5 只香港 ETF。这种审查每六个月进行一次。然而，截至 2023 年 3 月，内地 ETF 通过沪深港通进行的总交易量仅占北向交易总量的 0.37%，而香港 ETF 的总交易量约占南向交易总量的 5%。

尽管将 ETF 纳入沪深港通投资范围为投资者进入内地和香港的 ETF 市场提供了新机会，但由于 ETF 的资格要求等原因，真正投资这些 ETF 的渠道仍然受限。截至 2022 年底，符合沪深港通交易条件的北向 ETF 资产管理规模约占中国 ETF 市场总量的 4%。虽然符合交易条件的南向 ETF 资产管理规模约占香港 ETF 市场总量的 52%，但仅限于 145 只香港 ETF 中的 5 只较大的 ETF，其中一只占总资产规模的 35%。

在将 ETF 纳入沪深港通交易范围（即允许投资者交易在对面市场——内地或香港上市的 ETF）之前，中国已经推出了 ETF 交叉上市制度。最初是在 2019 年 6 月在上交所和东京证券交易所（“东交所”）之间进行交叉上市，随后是在上交所和深交所与香港交易所、深交所与东交所，以及深交所与新加坡交易所之间进行 ETF 交叉上市。与通过沪深港通交易的 ETF 不同，在 ETF 交叉上市计划下，境外投资者可以投资于将 90%或以上的资产投资于在内地上市的 ETF 的东交所、或香港交易所或新加坡交易所上市的 ETF；内地投资者可以投资于将 90%以上的资产投资于在日本或香港或新加坡上市的 ETF 的上交所或深交所的类似 ETF。截至 2022 年底，在上交所-东交所互通机制下，有 4 只上交所 ETF 和 5 只东交所 ETF 在对方市场交叉上市交易，而其他互通机制下，只有一两只 ETF 在对方市场交叉上市。 ETF 交叉上市不成功的原因之一是基金中基金结构会产生额外的成本。

建议：

鉴于境内外投资者对 ETF 的兴趣日益浓厚，扩大合资格 ETF 的范围，有助于吸引更多的 ETF 投资，促进 ETF 发行人之间的竞争，这最终将符合投资者的最大利益。

因此，我们建议扩大 ETF 范围，以包括所有在内地和香港上市的 ETF，且确保这些 ETF 的标的资产由沪深港通大部分合资格股票组成。扩大交易范围后，不仅会通过 ETF 促进跨境资金流动，也会促进沪深港通合资格标的股票的交易。

例如，在保持所有其他资格标准不变的情况下，扩大基准指数的范围可能会增加符合沪深港通 ETF 部分的合资格标的总数和资产管理规模，具体如下：

ETF 上市交易所	合资格 ETF 数量		合资格 ETF 的资产管理规模	
	目前	扩大后	目前	扩大后
上交所	53	74	人民币 4970 亿元	人民币 6000 亿元

[17] 沪深港通下合资格股份，https://www.hkex.com.hk/Mutual-Market/Stock-Connect/Eligible-Stocks/View-All-Eligible-Securities?sc_lang=zh-HK。

深交所	30	44	人民币 1430 亿元	人民币 2460 亿元
香港交易所	5	13	2000 亿港元	2630 亿港元

** 这些估算数字基于截至 2022 年 11 月 30 日的数据，包括 ETF 的所有币种计价（如适用），并假设沪深港通下合格股票成为广基指数的成份股，供香港和/或内地投资者投资。*

另外，取消最低管理资产总值要求，或将其分别降至 5 亿港元（南向 ETF）和人民币 4.4 亿元（北向 ETF），也将让更多的 ETF 满足纳入沪深港通的条件。在某种程度上，维持管理资产规模要求可以确保 ETF 的流动性。然而，ETF 的流动性最终取决于标的指数，与基金规模无关，因为每一位投资 ETF 的投资者，无论投资多少，分红收益都是源自其追踪的指数。因此，取消或降低管理总值要求不会导致流动性问题。

ETF 与单一股票证券不同，因为 ETF 是基金产品，即使它们可能配置类似的资产，或跟踪相同的指数，也可能在费用、对冲、流动性等方面存在差异。因此，对于 ETF 发行人来说，重要的是能够让最终投资者了解这些 ETF 与股票之间的细微差异。沪深港通 ETF 管理人可以通过制定与实施一套框架来教育投资者理解其产品。

2b. 股票互联互通节假日交易

2014 年，沪港通正式启动，由于内地和香港的节假日安排和结算周期不同，节假日前的一些交易日暂停交易。2022 年 8 月，中国证监会会同香港证监会发布联合公告，宣布启动沪深港通交易日历优化工作，允许在所有属于两地市场交易日的日子进行沪深港通交易。根据中国证监会的计算，交易日历优化后，预计将使目前无法交易的天数减少一半左右。在新增的交易日，内地和香港的清算公司（即中证登和香港中央结算公司）之间也建立了一些具体的工作安排。内地和香港的交易所和清算公司将对新交易日的清算和结算安排、股权登记日进行调整，并制定相应的风险管理措施。

调整后，北向交易的交易和结算日历举例如下 [18]：

图 1：最新沪深港通交易和结算日历示例

北向通	香港	中国内地	交易日（T日）	证券交收（T日交易）	款项交收（T-1日交易）
2022年5月5日（星期四）	工作日		✓	✓	✓
2022年5月6日（星期五）	工作日		✗ -> ✓	✗ -> ✓	✓^
2022年5月9日（星期一）	公众假期	工作日	✗	✗	✗
2022年5月10日（星期二）	工作日		✓	✓	✓#

[18] 《优化互联互通交易日历问答》，https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Mutual-Market/Stock-Connect/Reference-Materials/Trading-Calendar-Enhancement-for-Stock-Connect/FAQ-for-Trading-Calendar-Enhancement-for-Stock-Connect.pdf。

^ 为在T日（即2022年5月6日）进行的北向交易中拥有应付持续净额交收资金头寸的中华通全面结算所参与者进行资金结算（如有）。
 # 为在前一个T日（即2022年5月6日）进行的北向交易中持有应收持续净额交收资金头寸的中华通全面结算所参与者处理资金结算（如有）；同时为在香港公休假期后的第一个香港工作日（即2022年5月9日至10日）或之前进行的与上交所/深交所证券有关的代名人活动处理资金往来。

资料来源：香港交易所

继中国证监会和香港证监会的联合公告后，上交所、深交所和港交所已发出通知，明确实际交易日[19]。2023年的新增交易日列举如下：

表3：2023年增加的沪深港通交易日

南向交易	北向交易
4月27日（星期四）	
4月28日（星期五）	
	5月25日（星期四）
6月20日（星期二	
6月21日（星期三）	
9月27日（星期三）	
9月28日（星期四）	
	10月20日（星期五）
	12月22日（星期五）

正如中国证监会所言[20]，优化沪深港通交易日历，可以更好地满足境内外投资者参与内地与香港资本市场权益资产配置的需求，增强两个资本市场的吸引力，巩固香港的国际金融中心地位。

建议：

境外投资者希望沪深港通交易日历能够扩大到对方市场的所有交易日。

每年仍有4-5个交易日，由于香港放假，北向交易暂停，而与此同时，QFI计划却开放正常交易。因此，我们请求统一QFI计划和沪深港通的假日交易日。在香港节假日开放北向交易，就可以最终实现QFI计划和沪深港通假日交易日的统一。

2c. 融资融券

根据香港交易所规则第14A16(5)至(7)条和第14B16(5)至(7)条，只有交易所参与者（即中央结算系统参与者）和合格机构（即由香港持牌或注册从事第9类（资产管理）受监管活动的人士管

[19] 详情请参阅上交所《关于2023年沪港通下新增港股通交易日有关安排的通知》和深交所《关于2023年新增港股通交易日及更新2023年深港通下的港股通交易日有关安排的通知》以及香港交易所关于优化沪港通和深港通交易日历的通知。
[20]中国证监会公告《沪深港通交易日历优化将正式实施》，http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7161565/content.shtml。

理的基金、信托或集体投资计划）可以借助沪深港通渠道进行证券借贷业务。然而，这些参与者通常并不从事证券借贷业务，表现为沪深港通推出以来，登记的证券借贷活动很少。业内认为，扩大沪深港通北向证券借贷的参与范围将提高流动性，并加强市场韧性。更高的流动性有助于降低市场波动，支持长期价格稳定，进而惠及更广泛的中国市场。

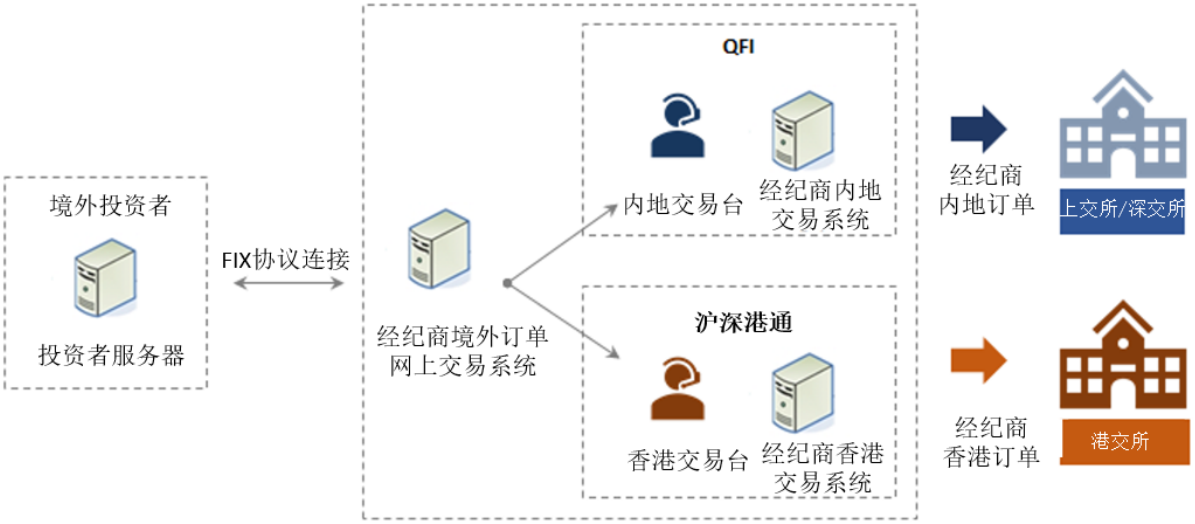
建议：

业内鼓励监管机构将交易所参与者和合格机构的关联机构纳入合格证券借贷参与者范围，并扩大合格机构的范围，以涵盖获认可和受监管的机构，如代理贷款人和托管人，因为许多资产管理人会将股票借贷活动外包给此类代理。

2d. 允许境内交易台管理北向订单

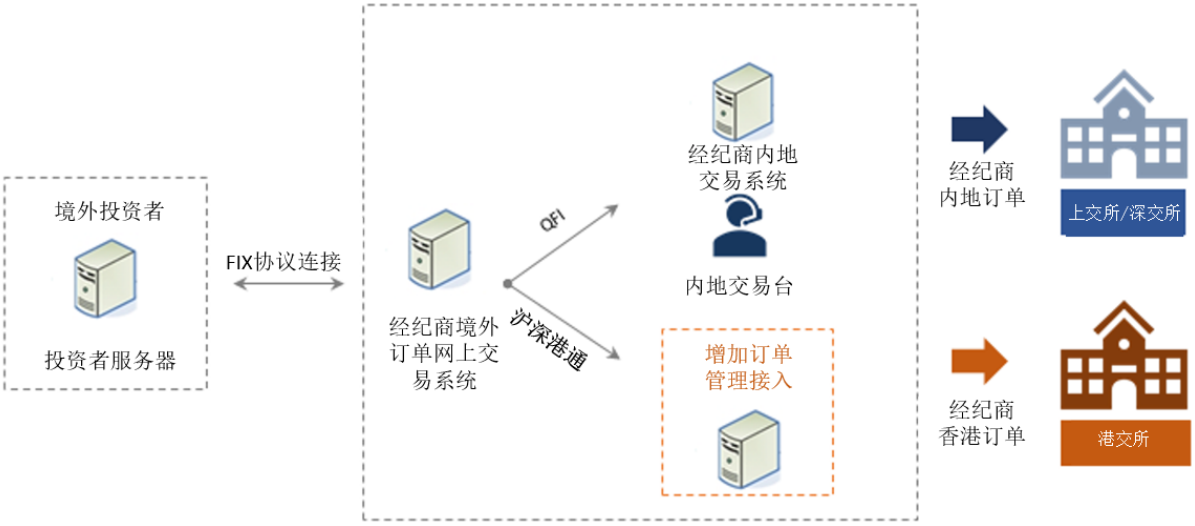
国际投资者通常通过 QFI 和沪深港通参与中国 A 股市场，这些投资者通常考虑并要求对这两个渠道进行整体风险控制和管理。例如，投资者可能同时通过两个渠道买入股票 A，并希望通过两个渠道买入的股票 A 合并持股量低于某个百分比。假设投资者使用的经纪商在境内外都拥有交易台，目前，投资者的 QFI 和沪深港通订单分别由该经纪商的境内交易台和境外交易台管理：

图 2：现状——中国内地和香港交易台分别处理 QFI 和沪深港通订单



境内和境外团队需要手动相互协调，以控制节奏并管理两个渠道的交易订单。我们建议允许内地交易台处理香港交易台的沪深港通北向交易订单：

图 3：建议——内地交易台同时处理 QFI 和沪深港通订单



允许单一的境内团队管理和监控订单有助于：

- 让一个团队管理所有 A 股相关订单，可提高效率和生产力；
- 更好地管控风险。境内团队接近本地市场，拥有第一手信息以便可以应对和管理任何突发情况；
- 一个团队管理两个渠道，可以促进公平交易，提高执行绩效；
- 促进培养中国内地资产管理人才。

建议：

我们希望监管机构能够发布明确的指导意见，允许经纪商的境内交易台代表境外关联公司管理沪深港通订单。

2e. 上交所/深交所双语发布沪深港通规则

截至 2023 年 5 月底，上交所和深交所网站上发布的上交所和深交所主要的沪深港通规则仅有中文版本，包括《上海证券交易所沪港通业务实施办法（2023 年修订）和《深圳证券交易所深港通业务实施办法（2023 年修订）》。

但是，值得注意的是，设计沪深港通北向制度是特别为了吸引国际投资者以香港（通过香港交易所）作为切入点投资沪深两市的股票，而无需在内地设立机构。因此，沪深港通北向规则以中英双语发布是很重要的，因为不能指望国际投资者精通中文，而香港的官方语言是中文和英文。

理想情况下，上交所和深交所的这些规则应同时以中英双语发布，并具有同等约束力。为此，三个交易所应协调安排及时的、一致的翻译。

即使英文版没有约束力，也应在规则生效之前（最好同时）发布两个语言版本。另外，英文版/翻译应出自一个官方来源，以确保所有的投资者处于同等位置——如果有多个非官方来源的多种英语翻译，市场将无法恰当运作。我们敦促至少应提前提供双语版的所有北向交易规则。

建议：

我们建议发布中英双语的沪深港通规则，理想情况下，英文版也具有约束力。至少将来在上交所和深交所的官方网站上提供沪深港通规则的英文翻译。

2f. 跨托管人持仓汇总

我们欢迎香港交易所于 2020 年 7 月推出的 SPSA 集中管理（Master Special Segregated Account，Master SPSA）服务，该服务允许从基金经理或整体层面进行交易前端监控，以帮助提高运营效率同时保持与原有单个基金层面的 SPSA 一致的交易后结算过程。[21]

我们建议采用类似方法，允许汇总在不同托管人的持仓。由于香港市场设置的属性，投资者/受益所有人可能直接在托管人处开户，但也可能为融资目的而在第三方代理处开立其他账户（在 SPSA 账户项下）。对于这些投资者来说，从交易角度管理日内交易的仓位在操作上会变得沉重而困难。应将同一投资者的仓位（如许多其他市场一样）进行汇总，以便能够高效地对其在不同托管人处的资产进行日内交易。不这样做将会限制这些资产的流动性，进而提高参与成本，在持有中小盘股/投资者拥有大量这些资产的情况下尤其如此。

至于对投资者 ID 透明度的担忧，适当的投资者 ID 识别措施，例如北向交易投资者识别码模式，可以实质上解决此类担忧并验证同一实益所有人。

建议：

我们建议内地监管机构与香港交易所合作，允许沪深港通投资者在同一受益所有人层面上汇总在不同托管人处开立的账户的持仓（类似于 SPSA 集中管理服务，其允许在基金经理层面汇总各底层基金的仓位）。投资者可能有多个账户，允许他们跨账户管理持仓以履行交易义务有助于实现高效稳定的交易。如果仍需要进行交易前端监控，可以在汇总仓位层面进行。

3. 短线交易收益归入规定

2020 年 3 月生效的《证券法》保留了通常被称为“短线交易收益归入”的规定，其要求上市公司持有百分之五以上股份的股东等通过将其持有的该公司的股票在买入后六个月内卖出或者

[21] 《香港交易所于 7 月 10 日推出 SPSA 集中管理服务》，https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/2020/200709news?sc_lang=zh-cn。

在卖出后六个月内又买入而所得收益归该上市公司所有[22]。 我们理解，这一要求是为了建立一种预防和威慑效应，防止股东以及其他受此规则约束的主体进行潜在的内幕交易。

然而，《证券法》并没有规定如何计算为短线交易收益归入规定之目的股东在上市公司的持股比例。根据中国证监会发布的多项规定，如 2020 年 3 月最新修订的《上市公司收购管理办法》[23]和 QFI 管理新规[24]，通常需要对一名股东及其“一致行动人”的持股进行合并计算。因此，如果一个资产管理人或资产管理集团管理多个基金和/或客户委托，可能必须将其管理和行使投票权的所有基金和客户委托的股票合并计算，因为所有这些基金和客户委托可能被视为构成“一致行动”。

目前，境内公募基金的持仓享受豁免，为短线交易收益归入规定之目的可以在单只基金层面分别计算，而不需要在基金管理公司层面与其他持仓进行合并计算。然而，待明确的是这种豁免是否适用于境外公募或零售基金，或私募基金。因此，许多全球资产管理公司目前限制其管理的每只基金和/或客户委托的单独持仓，以确保它们整体对一家上市公司的持股总量不超过触发短线交易收益归入规定的 5%的门槛。

据 2022 年 10 月的报道[25]，中国证监会正在为境外公募基金制定类似的豁免规定，使其对上市公司的持股在短线交易收益归入方面享受与境内基金相同的待遇。我们期待中国证监会确认上述内容。

建议：

对于为不同基金或客户管理资产的投资管理人而言，即使他们和所属集团管理的所有客户和/或基金对一家上市公司的持股合计超过 5%，但他们通常不是上市公司内部人士，也不知晓公司内部信息。我们建议，中国可以给予所有投资管理人（包括境外投资管理人）与国内公募基金同等的待遇，使其免于适用短线交易收益归入规定，对同一资产管理人根据不同协议管理的基金和/或客户持仓情况分别进行考察，不要求将此类持股在基金管理人层面进行合并。这也将与许多其他市场的做法一致。

4. 境内衍生品投资渠道

境外投资者欢迎扩大 QFI 投资者投资境内衍生品的渠道，便利更好的对冲和投资风险管理。然而，鉴于对中国资产的配置在不断增加以及投资者对冲风险的需要，境外投资群体建议中国监管机构考虑以下几点，以进一步开放市场。

---

[22] 《证券法》第四十四条。
[23] 例如《上市公司收购管理办法》第十三条。
[24] 《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》第十六条。
[25] 上海证券报，《证监会正研究制定外资适用特定短线交易制度》，https://news.cnstock.com/news,yw-202210-4968198.htm。

4a. QFI 投资者参与境内衍生品市场

- **衍生品类型**

原则上，QFI 投资者已被获准投资各种类型的衍生品。目前，QFI 投资者可以交易中金所的股指期货和期权（目前有 4 种期货和 3 种期权，涵盖上证 50、沪深 300/中证 500/中证 1000），以及特定的商品期货和期权。在中金所交易的国债期货和在上交所/深交所交易的 ETF 期权尚未对 QFI 投资者开放。这些产品仍有待在交易所提出申请后证监会进行审批。我们也欢迎在境内创设更多的上市衍生品用于对冲风险，例如，创业板和科创板的指数产品，以及个股期权（见下文第 4c.节关于个股期权的更多讨论）。

- **中金所指数期货和期权的对冲限制**

我们欢迎中金所为改进其对冲规定所作出的持续努力。然而，QFI 投资者受限于有关对冲头寸的名义价值、成交额等方面的对冲要求，并且必须向中金所申请对冲额度。

上述限制可能导致 QFI 投资者无法完全对冲其整个投资组合风险，而要求事先申请额度妨碍了 QFI 投资者立即交易或其它执行交易或投资组合机会的能力。

本协会恳请考虑放宽甚至理想情况下取消这些适用于 QFI 投资者的对冲要求和/或交易限制，使其享受类似于不受对冲要求约束的特定类型的中国境内投资者的待遇。

4b. 沪深港通/其他境外投资者对境内衍生品的投资渠道

除 QFI 投资者外，境外投资者，包括通过沪深港通机制交易的境外投资者，目前无法在中金所交易中国境内衍生产品。虽然业内理解境外投资者可以投资某些境外衍生品（如新交所的富时中国 A50 指数期货），但对于投资者这些境外衍生产品与中国境内资产的相关性不如境内衍生产品。理想情况下，中金所的境内衍生产品可由中国证监会根据《境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易管理暂行办法》指定开放给境外投资者交易，而其无需获得 QFI 资格。

4c. 未来产品发展——个股期权

我们建议中国内地的交易所开始上市个股期权，以满足市场需求，并从头开始建立个股期权市场。

大多数主要的全球衍生品交易所都向投资者提供个股期权。例如：

- 美国是最大的个股期权市场，目前提供 600 多只股票作为期权的标的资产。在美国，股票期权（不包括 ETF 期权）的交易量大约为每天 2200 万份合约，2022 年约交易 56 亿份合约。个股期权的日均交易额按名义值估算约为 6000 亿美元；

- 在亚太地区，印度和香港也有活跃的个股期权市场，其次是澳大利亚；

- 其他亚太市场，如台湾、韩国和日本，也提供股票期权。

从以下角度看，这样的提议有利于中国金融市场：

- 个股期权是全球金融市场的主流产品，也是投资者管理风险（如持有多头股票仓位的投资组合），或把握中国经济增长机会的有用工具。个股期权的相关好处与上交所和深交所已经提供的 ETF 期权类似。例如：
  - 可增强投资灵活性和回报，包括前期投资较低，进而可提高资本回报率，且各种策略的风险有限；
  - 可为个别标的股票量身定制对冲和风险管理方案；

- 全球投资者可以获得更广泛的投资机会，进而扩大对中国的资本投资和提高市场效率；

- 通过发展个股期权市场，中国可以填补其金融市场基础设施的空白，并与全球市场产品更好地接轨；

- 这将促进机构投资者加大对中国市场的参与力度。机构投资者通常需要更复杂的风险管理工具，而个股期权可以提供这些工具。个股期权有助于培育更稳定成熟的市场，惠及投资者和更广泛的经济。

建议：

我们建议：

- 增加 QFI 投资者可投资的衍生品产品种类（如国债期货和 ETF 期权），进一步扩充其可使用的境内对冲工具组合；

- 取消只能开展对冲的限制，或增加对冲额度计算灵活性；

- 为没有 QFI 牌照的境外投资者，包括沪深港通的境外投资者，提供中国境内衍生品投资渠道；

- 开始上市个股期权。

减少对国际准入的限制，可为中国金融市场带来以下益处：

- <u>促进经济增长，加深经济联系</u>：扩大产品范围放宽准入限制有助于深化中国金融市场改革，增加市场参与者可获得的投资工具。这将吸引境外投资者对中国的进一步投资和促进经济

长期增长。这有助于提高中国作为全球经济领导者的声誉，加强中国与其他国家的经济联系；

- 满足市场需求：股票衍生品期权是建立多元化投资组合的有用工具，取消“对冲目的”的限制可以让投资者更灵活地使用期权来实现他们的投资目标。减少对国际准入的限制也有助于为境外投资者提供同等的竞争环境，目前它们在中国投资可能比境内投资者面临更多的障碍；

- 改善市场流动性：取消“对冲目的”的限制有望通过吸引更多的投资者进入期权市场进而提高市场的流动性。更好的流动性反过来便于投资者开仓和平仓，可以降低组合管理成本和有助于降低标的资产的波动性。

5. 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（按价值和/或日平均交易额计算）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。大宗交易常被机构投资者（不论注册地）用于提高交易效率，从而降低冲击成本（通常为总交易成本的最大组成部分），并有助于履行对最终客户（通常是散户）的严格最佳执行义务。

目前，大宗交易机制不对沪深港通的参与者开放，他们只能在集合竞价市场进行交易。这限制了境内外参与者的流动性，由于许多可以提供流动性的沪深港通参与者并未获得 QFI 牌照，因此它们通常无法使用上交所和深交所的大宗交易机制。作为替代，这些参与者不得不将大宗交易分割成一定数量的小额订单进行执行，这是低效的，很容易导致价格滑动、信号风险和信息泄露。

能够以最少的滑动和干扰进行大宗交易，是全球股票市场的一个关键特点。大宗交易使机构投资者能够更高效地调整其投资组合，因此可提高允许此类交易的市场的吸引力。大宗交易对于参加北向交易的境外投资者同样重要，因此，如果他们也能使用大宗交易，将大有裨益。沪深港通参与者是一个庞大的投资群体，可以为大宗交易机制注入更多的流动性；此外，他们可以利用大宗交易来促进交易策略，为客户提供便利，并尽量减少指数再平衡日的收盘竞价时段压力。开放大宗交易可鼓励更多的机构投资者通过沪深港通参与 A 股市场。

可以采用分阶段的方式为沪深港通参与者提供大宗交易机制。在第一阶段，业界建议建立一个独立、对等的大宗交易机制，允许沪深港通参与者之间进行大宗交易，这个机制可以是类似于在岸大宗交易机制的框架（例如，采用相同的交易量/价值门槛、价格区间等）。境外参与者之间的大宗交易也可以为他们提供更好的框架，来管理外资持股比例限制。在大宗交易机制下，不会出现与报告有关的重大问题，因为根据目前的沪深港通协议，监管机构已经可以查验参与者的持仓，而且如果需要，境外投资者应该可以在大宗交易后每天分享交易数据。在第二阶段，希望沪深港通参与者能像 QFI 投资者一样使用境内大宗交易机制。

在 QFI 方面，本协会希望看到上交所和深交所的大宗交易指令确认期调整一致并延长。目前，对于上交所和深交所，基本上大宗交易的执行订单只能在收盘后的特定时间窗口（即 15:00-15:30）进行确认，例外是科创板大宗交易可以在交易日内（即 9:30-11:30 和 13:00-15:30）进行确认 [26]。我们请求延长上交所主板和深交所大宗交易的订单确认时间，使之与科创板保持一致。

建议：

为沪深港通参与者提供进行大宗交易的机制。对于 QFI 投资者，延长上交所主板和深交所大宗交易的执行指令确认期，以便在整个交易日进行匹配。

6. 程序化交易

程序化交易是国外证券和期货市场上广泛使用的一种交易方式。其在交易中占有较高的比例，在提高市场流动性、风险管理和价格发现效率方面发挥了积极作用。

在中国，对市场参与者来说实用的程序化交易规则对市场的长期可持续发展至关重要。2019 年 12 月发布的修订版《证券法》要求，进行程序化交易的，应向证券交易所报告，不得影响证券交易所系统安全或正常交易秩序，并符合监管机构的规定。2019 年《证券法》实施后，监管部门尚未对程序化交易进一步出台支持性规定，建立证券市场程序化交易注册和报告机制进展缓慢；与此同时，已在证券交易所 ETF 期权交易和可转债交易中建立并妥善执行程序化交易注册和报告机制。股票交易中缺乏程序化交易注册和报告机制已成为当前阶段专业投资者和机构投资者的主要关注点之一。

在期货市场，2022 年 4 月 20 日颁布的《期货和衍生品法》也规定，进行程序化交易的，应向交易所报告，不得影响交易所的系统安全或正常交易秩序。2023 年 3 月 29 日发布的《期货交易所管理办法》规定，交易所应建立程序化交易报告制度。在期货交易所层面，在《期货和衍生品法》发布前，期货交易所已经以程序化交易的备案和注册为核心，建立并实施了程序化交易注册和报告机制。下表总结了交易所发布的与程序化交易相关的主要规则：

表 4：交易所发布的与建立程序化交易注册和报告机制有关的规则

交易所	规则名称	发布日期
深交所	《关于股票期权程序化交易管理的通知》	2019 年 12 月
	《关于可转换公司债券程序化交易报告工作有关事项的通知》	2021 年 2 月
上交所	《关于可转换公司债券程序化交易报告工作有关事项的通知》	2021 年 2 月

[26]《上海证券交易所交易规则（2023 年修订）》第 3.6.3 条和 6.1.13 条，以及《深圳证券交易所交易规则（2023 年修订）》第 3.5.7 条。

	《上海证券交易所股票期权试点交易规则》	2015 年 1 月
大连商品交易所	《大连商品交易所交易细则》	2021 年 1 月
	《关于申报程序化交易应用情况的通知》	2010 年
上海期货交易所	《上海期货交易所交易规则》	2021 年 6 月
	《关于完善部分程序化交易客户报备信息要求的通知》	2021 年 6 月
	《关于做好程序化交易备案工作的通知》	2010 年
郑州商品交易所	《郑州商品交易所交易规则》	2021 年
	《关于程序化交易报备工作的通知》	2010 年
中国金融期货交易所	《中国金融期货交易所交易规则》	2020 年 3 月
上海国际能源交易中心	《上海国际能源交易中心交易细则》	2021 年 12 月
	《关于做好程序化交易备案工作的通知》	2018 年

建议：

我们强烈建议尽快建立并实施股票交易的程序化交易注册和报告机制。除了上述由交易所制定的程序化交易规则外，我们建议制定适用于证券和期货两个市场的统一的专门的程序化交易法规。我们注意到，制定程序化交易规定已经连续几年被列入中国证监会的立法计划，我们期待法规的发布，以便为行业提供明确的指导。

我们建议监管机构和交易所特别关注及时的注册和报告、系统安全性以及交易所正常交易秩序的安全性。

针对 股票——二级市场 的建议

QFI：

1. **（货银对付和资金提前到位）**取消资金提前到位要求。
2. **（交易后和监管报告）**采用 ISO 标准进行清算和结算。
3. **（多经纪商模式）**改革上交所和深交所的交易规则，允许采用多经纪商模式。
4. **（融资融券）**对报升规则如何适用于 QFI 投资者给予说明，避免损害多头持有人交易的能力。

沪深港通：

5. **（交易范围）**扩大合格投资范围（在股票和 ETF 方面）。
6. **（节假日交易）**将交易日历扩大到对方市场的所有市场交易日。
7. **（融资融券）**将交易所参与者和合格机构的附属机构列为合格的证券借贷参与者，并将合格机构的类别扩大到包括经认可、受监管的机构，如代理贷款人和托管人。
8. **（由境内交易台管理北向订单）**允许经纪商的境内交易台代表境外关联公司管理北向订单。

9. **（上交所/深交所的双语规则）**沪深港通规则同时用中英双语发布，理想情况下，英文版也具有约束力，或者至少可以在上交所和深交所的官方网站上提供英文版。
10. **（跨托管人持仓汇总）**允许沪深港通投资者在同一实益所有人层面上，汇总在不同托管人开立账户中的持仓。

短线交易收益归入规定：

11. 向所有投资管理公司（包括境外投资管理管理公司）授予与国内公募基金同等的待遇，豁免短线交易收益归入规则，并对同一资产管理人根据单独协议管理的基金和/或客户持仓情况进行单独考察，不要求将此类持股在基金管理公司层面进行汇总。

境内衍生品投资准入：

12. 面向 QFI 投资者，发展多样化衍生产品（如债券期货和 ETF 期权）。
13. 取消只能开展对冲的限制，或增加对冲额度计算灵活性。
14. 为没有 QFI 牌照的境外投资者，包括沪深港通计划下的投资者，提供境内衍生品投资准入。
15. 推出个股期权。

大宗交易：

16. 为沪深港通参与者提供大宗交易机制。
17. 对于 QFI 投资者，延长上交所主板和深交所大宗交易执行指令确认期。

程序化交易：

18. 建立并实施股票交易的程序化交易注册和报告机制；为证券市场和期货市场建立统一、专门的程序化交易法规。
19. 特别要关注及时的注册和报告、系统安全性，以及交易所正常交易秩序的安全性。

D. 固定收益

1. 引言

目前，中国的债券市场规模达 21.6 万亿美元，是全球仅次于美国（51.9 万亿美元）的第二大债券市场，过去 5 年内增长了近 80%。超过 65%的市场工具是由政府相关实体发行的，而由于中国企业对贷款的依赖度较高（比例较美国高 50%）[27]，公司债券市场的增长并不如主要竞争对手经济体。此外，虽然债券市场规模很大，但二级市场的流动性相对其规模而言比较有限。目前，境外投资者的参与主要集中在政府债券市场，相比其他大型债券市场而言，规模较小。尽管如此，继 2021 年 3 月富时罗素宣布将中国国债纳入富时世界国债指数后，境外投资者的兴趣有所增加。

2019 年、2020 年和 2021 年，彭博巴克莱、摩根大通和富时罗素将中国政府债券纳入各自债券指数。到 2022 年底，境外投资者持有中国政府债券的比例增长至大约 9%[28]。美国加息导致部分资金从中国债券市场流出，但尽管如此，通过债券通和银行间债券市场直接投资渠道进入中国债券市场的境外投资者数量在 2022 年仍分别增长 7%和 11%[29]。为更好地将资金配置给健康有活力、可促进经济增长的企业，中国需要继续降低企业对贷款市场的依赖，并激励企业发行债券，让投资者能够正确评估发行人的信用风险。

发展与国际接轨、区分度强、透明度高的信用评级，建立机制完善且准入通畅的上市和场外衍生品市场，培育运作良好的回购和证券借贷市场，都可以提高市场的流动性和透明度，对于希望自信且轻松地参与债券市场的投资者而言，这些都是重要的因素。

就公司债券市场而言，最重要的是建立或允许存在独立的信用评级系统，对高质量和较低质量的公司适当分级。目前，当 95%的中国信用债券被评为 AA 级或以上（相比之下，美国信用债券市场的这一比例只有不到 6%）[30]，要实现上述目标，几乎是不可能的。为改善信用风险分析，

---

[27] AsianBondsOnline 数据，https://asianbondsonline.adb.org/economy/?economy=CN。
[28] AsianBondsOnline 数据，https://asianbondsonline.adb.org/economy/?economy=CN。
[29] 中国外汇交易中心，2022 年 7 月境外投资市场概况，https://www.chinamoney.com.cn/dqs/rest/cm-s-security/dealPath?path=Jnw5ofpjlbE%253DuZ9TuHgZHBAAf1R6YB58X9SXXiP3hNK67FRxcSLg0ss9tPZQsD3w4ftL6ZHpKzPolhkMwKNZ24EC1DSuR3jOJ2Wqf7pWcAlJhKUqcTFoRKY%253D&cp=scggbbscggscggtz&ut=KasPdlLswHlLElqfJ5iE%2BZ33J5FCEQ5Vp05El1bYFZZ/BSUYsBGmnqnz8OQFr9sBdrm/qNQ%2Bbu7g%0ATkeE5jgd7JgT7cVQ2uNTja5k2Pz69jQgRK/rNdf/fLkvH7oaLCd8Y8WH7cXKQOi8Y3gyxZf67wEd%0A76S2sEpTcbf53iq57LM=%0A&sign=Q/d8solfMh3GOoMI5WmGUaZA1ukiCpO5sMwap9ByMZnt4tsJZeSkX6Wq1v3lRrKsnQLcWdAPun00%0ALsYa5AtcTZpCs2CvuKf8xTKL5JKkAphGIIEbpsADAhjeg2dCZIBVMUOFd2LaiLvRLJLML9AfJTc/%0AI44XV2MvFkyyEBuTLsA=%0；
国际资本市场协会，《中国银行间债券市场投资手册》，https://www.icmagroup.org/assets/documents/About-ICMA/APAC/NAFMII-and-ICMA-Investing-in-Chinas-Interbank-Bond-Market-Handbook-September-2021-230921.pdf。
[30] 《中国债券市场的未来》，https://www.elibrary.imf.org/downloadpdf/book/9781513582788/9781513582788.xml。
《中国境内信用债券市场简介》，https://www.invesco.com/content/dam/invesco/apac-master/en/pdf/invest_china/2021/june/introduction-to-china-onshore-credit-bond-market.pdf。

需要认可境外评级机构，并允许其对所有债券进行评级，以确保与本地竞争对手公平竞争。监管机构应鼓励中国国内信用评级、信息披露和尽职调查程序进一步与国际标准和国际最佳实践接轨。

衍生品市场需要进一步得以发展，使做市商和投资者能够适当对冲利率风险、市场风险和信用风险，这最终有利于价格发现，降低融资成本，优化资源配置。

债券期货是最重要的上市衍生品，但流动性不足。国内五大银行持有大量相关政府债券，尽管自 2020 年初以来在法律上获准，但迄今为止，它们在期货市场上并不活跃。

为进一步发展流动性，基于公平竞争原则向更广泛的参与者提供对冲工具，建议继续通过 QFI 机制和银行间债券市场直接投资渠道，扩大境内机构和国际投资者直接准入。中国证监会副主席方星海在去年的中国国际金融论坛上的讲话中表示，监管机构支持香港推出中国国债期货，并加快允许外资进入国内国债期货市场的进程[31]（方星海副主席在 2023 年 5 月 25 日第二十届上海衍生品市场论坛的演讲中又再次重申这一承诺），这让市场感到鼓舞。最近又宣布了一批新的获批参与者，其中包括一家外资银行，并且香港交易所将推动（重新）推出财政部国债期货。[32]

利率互换交易流动性相对较高，但浮动参考利率可能并不完全与企业融资参考利率一致。相比于中国银行间市场交易商协会（NAFMII）文件而言，国际投资者通常使用的国际掉期与衍生工具协会（ISDA）文件在国内的使用受到限制。这可能会降低国际投资者在国内衍生品市场的积极性，进而减弱市场流动性。从离岸准入角度来看，2023 年 5 月 15 日启动的“互换通”受到市场的热烈欢迎。

固定收益市场的另一块基石是功能完善的回购市场，即让卖方可以将债券借给买方，而买方又可以在市场上交易这些借入的债券，为投资者提供了流动性。与国际标准相反的是，中国的债券是质押式的，所有权未发生转移，这阻碍了再质押，因而降低了流动性。同时，中国回购市场也没有三方回购，而三方回购是鼓励保险公司、养老基金等债券持有人为这些工具融资所必需具备的重要特征，尽管我们了解到中央结算公司正在制定解决方案。对于更熟悉债券回购业务的境外投资者而言，合理的做法是，允许他们通过任何渠道（包括利用“债券通”）参与债券回购市场，而不是像现在这样只允许公共部门投资者和境外参加行通过银行间债券市场直接投资渠道和 QFI 机制进入，并使用全球认可的全球主回购协议（GMRA），而不是中国银行间市场交易商协会的文件，除承认并允许国际三方代理机构支持债券回购之外。

[31] 方星海副主席在 2022 年服贸会中国国际金融年度论坛上的致辞，http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c5603389/content.shtml。
[32] 《渣打银行参与中国国债期货交易》，https://global.chinadaily.com.cn/a/202301/05/WS63b6868aa31057c47eba7e42.html。

2022 年 8 月颁布的《期货和衍生品法》承认了衍生品工具的终止净额结算[33]，这是中国监管框架的重大进步。目前国际投资者期待出台类似框架，承认全球主回购协议为有效的终止净额结算主协议。

香港于 2022 年 8 月发布的《香港债券市场发展督导委员会报告》（“报告”）使我们深受鼓舞。该报告由香港财政司司长陈茂波先生牵头，就本章所涉及的领域提出了一些战略方向。[34]香港是进出中国投资的通道，报告中的建议，包括吸引内地实体发行人民币债券、发展债券相关市场组成部分，如衍生品和回购，以及加强债务工具中央结算系统（CMU）功能和基础设施等，广受 ASIFMA 及其成员的欢迎。这些建议不仅有助于人民币债券市场的发展，也有助于人民币的国际化进程。

最后，由于全球固定收益市场主要由机构投资者主导，无论是境内还是境外投资者，参与规模都需要大幅增加。这需要吸引保险公司、养老基金或资产管理人，以及通过推出债券 ETF 和共同基金，扩大零售投资者可投的固定收益产品范围，以部分释放大量零售银行存款（32 万亿美元），作为未来发展的潜在资金来源。

2. 债券市场

2a. 银行间债券市场

- **加快银行间债券市场做市商申请程序，并开始允许境外公司准入**

2020 年 12 月，中国人民银行推出了银行间债券市场做市商备案制，取代以前的审批制。[35]中国外汇交易中心随后发布了相关实施细则。这是进一步允许合格金融机构申请成为银行间债券市场做市商的重要举措，从而有助于加强银行间债券市场整体交易流动性。

根据中国外汇交易中心于 2020 年 12 月 25 日发布的《全国银行间同业拆借中心银行间债券市场现券做市商业务操作指引》（“《外汇交易中心指引》”），中国外汇交易中心应在收到金融机构提交的所有必要申请文件后 10 个工作日内，告知符合中国人民银行公告[2020]第 21 号规定的金融机构与中国外汇交易中心签订做市业务协议。金融机构应在收到通知后的 10 个工作日内签订协议。协议签署后，中国外汇交易中心应向中国人民银行报告，该金融机构将试开展现券做市业务 6 个月。如果金融机构在 6 个月的试开展现券做市业务期间未出现不合格做市商的情况，则中国外汇交易中心将向市场公告该金融机构正式获得开展现券做市业务的资格，并向中国人民银行报告有关情况。[36]

---

[33] 《期货和衍生品法》第三十七条。

[34] 《香港债券市场发展督导委员会报告》，https://www.fstb.gov.hk/fsb/sc/publication/report/docs/Report%20of%20the%20Steering%20Committee%20on%20Bond%20Market%20Development%20in%20Hong%20Kong_SC_2022_08.pdf。

[35] 《中国人民银行公告[2020]第 21 号——完善银行间债券市场现券做市商管理有关事宜》。

[36] 《全国银行间同业拆借中心银行间债券市场现券做市商业务操作指引》第三条、第四条。

我们注意到，在 2022 年没有新增银行间债券市场做市商。备案流程也比市场预期更加漫长，所以新增加的做市商非常有限。特别是在新机制下，没有引进外资金融机构。

建议：

我们期待中国外汇交易中心加快审核流程并推动符合条件的境外金融机构成为银行间债券市场债券做市商，以体现备案机制的本质。

- **简化同一境外投资者在 QFI 机制和银行间债券市场直接投资渠道下的债券非交易过户手续**

2019 年 9 月 30 日，中国人民银行和国家外汇管理局发布了《关于进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》[37]（“《通知》”），允许同一境外机构投资者将其在 QFI 项下的债券和银行间债券市场直接投资渠道下的债券进行双向非交易过户。同一境外机构投资者可以根据自身投资管理需要，将其在 QFI 项下债券账户和银行间债券市场直接投资项下的债券账户中所持有的银行间市场债券进行双向非交易过户。

根据中央结算公司于 2019 年 11 月 18 日发布的《关于境外机构投资者申请不同渠道下债券非交易过户的实施细则》[38]（“《中央结算公司操作细则》”），为进行双向非交易过户业务办理，QFI 投资者应委托其结算代理人向中央结算公司递交申请材料。中央结算公司应对申请材料进行审慎审核，并在收到申请之日起 2 个工作日内通知结算代理人审核结果。申请获得批准后，中央结算公司应在 2 个工作日内办理债券过户。[39]

虽然投资者欢迎 2019 年发布的《通知》及相关的《中央结算公司操作细则》，以规范外资机构投资者申请将其在 QFI 项下债券账户和银行间债券市场直接投资项下的债券账户中所持有的银行间市场债券进行双向非交易过户的操作程序，目前的程序通常需要投资者 5-7 天才能完成该等过户。其他国际中央证券存管机构允许的类似过户通常采取 T+0/T+1，具体取决于时区（例如，澳大利亚政府债券在澳大利亚结算所和欧洲债券结算系统之间进行重新调整；日本政府债券在日本央行和欧洲债券结算系统之间进行重新调整）。

建议：

我们建议中央结算公司简化流程，措施包括：1）允许投资者提交电子版申请材料，而不需要快递纸质材料；2）在投资者希望将债券过户至原账户时，免除再次提交申请材料的要求；以及 3）允许投资者提交的申请材料涵盖名义金额小于人民币 20 亿元的任何过户请求（即对于金额较小的债券的过户，允许一次性提交申请材料）。

---

[37]《关于进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》，http://www.safe.gov.cn/safe/2019/1015/14366.html。

[38]《中央国债登记结算有限责任公司关于境外机构投资者申请不同渠道下债券非交易过户的实施细则》，https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/sczy/ywwj/ywgz/jyjs/20210623/158167464.shtml。

[39]《中央国债登记结算有限责任公司关于境外机构投资者申请不同渠道下债券非交易过户的实施细则》第二条、第三条。

○ **双币种比例限制**

继中国人民银行、国家外汇管理局联合发布《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定》（银发〔2022〕258 号）之后，国家外汇管理局于 2023 年 3 月发布政策问答，明确并拓宽了人民币和外币汇入流程，同时放宽了外币汇出的比例限制[40]，受到国际投资者的欢迎。

建议：

我们建议中国人民银行和国家外汇管理局进一步提高并最终取消双币种比例限制，便于投资者灵活使用其中任何一种货币为账户注资。

○ **承认采用境外名义持有人概念的综合账户结构**

境外投资者非常倾向于通过综合账户结构进入市场，这是最高效、最方便的结构。“债券通”已经引入了综合账户概念，允许 CMU 在中央结算公司和上海清算所开立综合账户，代表境外投资者结算和保管债券。[41]我们认为这个概念也可以应用于银行间债券市场直接投资渠道，即国际中央证券存管机构/托管行可以在中央结算公司/上海清算所开设一个综合账户，类似于债券通中的 CMU。境外名义持有人概念将使得综合账户以国际中央证券存管机构/托管行的名义合法持有，同时完全承认账户内持有的债券的实益所有权属于底层投资者。

建议：

我们建议监管机构允许国际中央证券存管机构和托管行在中央结算公司/上海清算所层面开立综合账户，代表底层境外投资者持有资产。可以通过向中国人民银行和/或市场基础设施提交持仓和交易报告等方式，提高受益人所有权透明度。

2b. 债券通

○ **债券通“北向通”**

许多全球资产管理人对“债券通”北向通道感到满意，许多初期问题得到了解决。例如，在 ASIFMA 的竭力主张下，中国外汇交易中心于 2021 年 4 月推出了一项国际支付服务，便于境内债券交易商报出包含应付债券通有限公司和部分交易平台交易费用的价格。截至 2023 年 2 月，80-90%的境内交易商支持这项服务。

(1) 循环结算

[40] 《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定》政策问答，https://www.safe.gov.cn/safe/2023/0321/22487.html。
[41] 债券通交易结算机制，https://www.chinabondconnect.com/sc/Northbound/Trading-And-Settlement/Trading-Mechanism.html。

“债券通”交易的结算周期从 T+0 延长至 T+3，乃至 T+4，甚至更长。此外，在 ASIFMA 的建议下，债券通于 2020 年 3 月推出了循环结算机制，允许境外投资者在原结算日结算失败的情况下在原定结算日后 3 个工作日内向中央结算公司或上海清算所申请循环结算。[42]然而，在实际操作中，境外投资者很少使用循环结算机制，原因如下：

国际上许多其他债券市场的循环结算不涉及结算金额（交易价格）的变化，与此不同的是，“债券通”投资者需要与交易对手重新协商结算金额 [43]，这就相当于达成一笔新的交易，这违背了循环结算的初衷。此外，与可以通过直通式处理（STP）进行的常规交易相比，循环结算需要境外投资者手动向其全球托管人或香港金管局 CMU 发送指令。[44]并且，选择循环结算的境外投资者仍需要提交交易结算失败报告。因此，很多境外投资者宁愿交易失败并遵循交易结算失败报告程序，也不愿意选择循环结算。

建议：

我们建议，如果境外投资者选择循环结算，除了改变结算日期外，不改变原未结算交易的其他条款。并且，结算日期的变化能够通过 STP 系统发送，这样，境外投资者无需重新手动向其托管人发送指令。更重要的是，变更结算日期不应视为交易失败，因此也无需提交交易结算失败报告。

(2) 交易结算失败报告

根据目前的“债券通”交易规则，如果一笔交易结算失败，北向交易的双方都必须及时向中国外汇交易中心报告结算失败，并向清算公司（上海清算所或中央结算公司）提交另一份报告。[45]交易对手需要在同一份报告表上签字，然后由境外投资者提交。由于境外投资者的交易对手位于中国内地的不同地区，这对境外投资者而言麻烦且费时。

建议：

我们建议，交易结算失败报告可以由每个交易对手独立以电子方式完成。据我们了解，中国外汇交易中心正在更新系统，以便实现前述建议的电子报告形式，我们非常感谢他们为方便境外投资者使用“债券通”所做的一切努力。

---

[42] 《中央国债登记结算有限责任公司关于为境外机构投资者提供循环结算服务的实施细则（暂行）》第二条、《银行间市场清算所股份有限公司关于向境外机构投资者提供循环结算服务和灵活结算周期安排的通知》第二条。

[43] 《中央国债登记结算有限责任公司关于为境外机构投资者提供循环结算服务的实施细则（暂行）》第六条。

[44] 《中央国债登记结算有限责任公司关于为境外机构投资者提供循环结算服务的实施细则（暂行）》第五条。

[45] 《全国银行间同业拆借中心“债券通”交易规则（试行）》第 5.3 条、《关于落实中国人民银行<“债券通”结算操作暂行规程>相关事宜的通知》第四（三）条、《银行间市场清算所股份有限公司“债券通”北向通业务指南（试行）》第 4.3 条。

(3) 非交易过户

为响应 ASIFMA 的请求，便于境外投资者能够将各种投资渠道下的债券持仓合并，中国人民银行和国家外汇管理局宣布，从 2019 年 11 月 15 日起，允许境外投资者在其银行间债券市场直接投资账户与 QFI 账户之间进行债券非交易过户和现金划转。[46]然而，由于境外与境内互联互通机制采取闭环框架，不允许在“债券通”账户与银行间债券市场直接投资账户或 QFI 账户之间进行此类非交易过户。尽管如此，我们仍建议中国人民银行和国家外汇管理局考虑允许这些账户之间进行一次性非交易过户，以满足希望在一个渠道下合并债券持仓的境外投资者的需求。

就“债券通”本身的过户机制而言，我们了解到，同一账户持有人的债券持仓可进行非交易过户。但是，如果中国外汇交易中心账户以原资产管理人的名义开立（即使在 CMU 以客户名义在原资产管理人下开立子账户），且客户希望更换新资产管理人，则客户的持仓无法通过非交易过户路径转移至新资产管理人。这意味着客户只能在原资产管理人账户下出售持仓，并将所得款项转移至新资产管理人，以重新购买持仓。这不仅会产生交易成本，还可能产生收益或损失，并在此过程中产生税收。

尽管如此，我们通过香港金管局从债券通有限公司了解到，如果原资产管理人愿意通过债券通有限公司向中国外汇交易中心提交债券通注册更新表，将有关账户的所有权变更为新资产管理人，投资者可以在不变更外汇交易中心账户的情况下变更资产管理人，并且无需清算账户资产。债券通有限公司和中国外汇交易中心过去曾推行过此类变更，而且 CMU 已有相应程序来支持必要的纯券过户。但是，并非所有的资产管理人都愿意采用这种途径。

建议：

为了使投资者能够在不产生成本、支出和税费的情况下更换资产管理人，我们建议中国外汇交易中心账户允许同时以资产管理人和客户的名义注册（如采用 QFI 账户结构）。此外，当资产管理人更换但客户保持不变时，应允许进行非交易过户。毕竟，债券持仓或资产的实益所有人仍然是同一人，不应该要求其在更换资产管理人时卖出持仓。

- **“债券通”南向通：增加额度与做市商**

中国人民银行于 2021 年 9 月 14 日发布了《关于开展内地与香港债券市场互联互通南向合作的通知》（“《中国人民银行“南向通”通知》”）。根据这则通知，债券通“南向通”机制下的资金净流出受限于年度总额度和每日额度。目前，年度总额度为 5000 亿元等值人民币，每日额度为 200 亿元等值人民币。[47]

最近，人民币与其他外币（尤其是美元）之间的利差激增，增加了境内投资者对外币计价资产的兴趣，境内投资者利用外汇额度的比例达到 80%。但是，通过南向通进入合格债券市场的渠

[46] 《中央国债登记结算有限责任公司关于境外机构投资者申请不同渠道下债券非交易过户的实施细则》。
[47] 《中国人民银行关于开展内地与香港债券市场互联互通南向合作的通知》第九条。

道在交易前层面受到限制：需要在交易前向中国人民银行进行申请，这是为适应市场情况而施加管理的审批过程，导致审批速度变慢，甚至遭拒。

在这种情况下，新增额度深受投资者欢迎，但也需要扩大债券范围，并增加新的合格债券（参考沪深港通做法），以满足潜在的强劲市场需求。

在做市商方面，香港金管局指定 13 家金融机构作为债券通南向交易的做市商 [48]。我们注意到，自 2021 年 9 月以来，香港金管局未指定新的债券通“南向通”做市商。

建议：

我们建议扩大合格资产的范围，明确其范围（例如与信用、大宗商品或股票相关的结构性票据），扩大合格投资者的基础，目前仅限于 QDII 投资者和 41 家公开市场操作银行。[49]同时，也希望更多托管人和做市商加入该机制。

- **将银行间债券市场做市商资格与“债券通”做市商资格脱钩**

2020 年 12 月 23 日，中国人民银行发布《关于完善银行间债券市场现券做市商管理有关事宜的通知》（中国人民银行公告〔2020〕第 21 号），自 2021 年 4 月 1 日起实施。自此，境内金融机构可与中国外汇交易中心签订做市业务协议，开展做市业务，无需再经中国人民银行批准。[50]根据中国银行间债券市场做市商新的备案机制，合格的银行间债券市场做市商应为境内金融机构，如商业银行或证券公司，并具有与拟开展的做市业务相适应的定价能力、资本实力和风险管理能力，以及支持做市业务的相关业务系统和专业团队。[51]

在债券通做市商准入方面，根据中国外汇交易中心发布的《全国银行间同业拆借中心“债券通”交易规则（试行）》，债券通报价机构应是具备较强的报价、定价能力，且具有良好国际声誉的做市机构，具备支持“北向通”业务持续稳定开展的人员、制度和设施，以及其他为债券市场提供流动性所必要的能力。[52]

根据外汇交易中心的惯例，具备银行间债券市场做市商资格往往是成为债券通做市商的先决条件。一些境外机构的境内实体有意愿并有能力申请成为债券通做市商，且有能力引进和服务新的境外客户利用债券通机制交易中国债券，但它们不是银行间债券市场做市商。这种情况的典型例子是，自 2020 年 4 月以来，中国人民银行和中国外汇交易中心尚未批准任何新的债券通做市商。因此，我们呼吁将银行间债券市场做市商与“债券通”做市商的要求脱钩，以便符合条件的在中国运营的外资银行和外资证券公司可以直接申请成为债券通做市商。这将吸引优质

[48] 香港金管局于 2021 年 9 月 17 日在其网站上公布了债券通下南向交易的指定做市商名单，https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2021/09/20210917-6/；https://www.chinabondconnect.com/sc/Southbound/Market-Makers.html。
[49] 中国人民银行《关于开展内地与香港债券市场互联互通南向合作的通知》答记者问。
[50] 《关于完善银行间债券市场现券做市商管理有关事宜的公告》第三条。
[51] 《关于完善银行间债券市场现券做市商管理有关事宜的公告》第一条。
[52] 《全国银行间同业拆借中心“债券通”交易规则（试行）》第 2.4 条、第 2.5 条。

境外投资者，并加强中国与全球金融市场的联系。允许更多外国做市商参与“债券通”，也符合中国的人民币国际化和开放资本市场的目标。

- **评估各种操作和交易过程（北向通和南向通）**

债券通机制与中国银行间债券市场直接投资机制在各种操作和交易流程以及相关监管要求方面都存在差异。请参考附件 3，我们汇总比较了中国银行间债券市场直接投资机制和“债券通”机制（以及关于债券交易方面的 QFI 机制），供参考。我们相信，任何操作和交易流程的简化，都将有助于吸引更多的外资参与到债券通机制中。因此，我们希望监管机构能够继续改善债券通机制的操作和交易流程。我们的核心建议之一包括与境内货币对冲相关文件流程有关的建议。

- **境内货币对冲相关文件流程**

在北向通机制下，中国人民银行于 2017 年 6 月 21 日发布了《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》，规定债券通投资者可以与香港指定结算行（“香港结算行”）进行资金汇兑或外汇风险对冲业务，香港结算行须履行某些核查、信息收集和报告义务。

此外，中国外汇交易中心于 2020 年 9 月 24 日发布了《关于落实完善债券通渠道资金汇兑和外汇风险管理有关安排的公告》[53]，规定每个债券通投资者可以选择不超过三家香港结算行办理资金汇兑和外汇风险对冲业务，债券通投资者应及时告知主香港结算行其资金汇兑和风险对冲交易背后的投资需求。香港结算行应根据其从债券通投资者收集的交易信息审核这些交易的真实性并监控这些交易，并通过中国外汇交易中心交易后处理平台履行信息报送义务。报告的内容应包括成交日期、境外投资者主体名称、债券持有人名称、境外投资者所在国家/地区、交易产品、交易方向、金额、汇率、用途/来源和交易类型。

在南向通机制下，《中国人民银行“南向通”通知》规定，使用人民币投资外币债券的境内投资者，可通过银行间外汇市场办理外汇资金兑换和外汇风险对冲业务，投资的债券到期或卖出后境内投资者不再继续投资的，相关资金应汇回境内并兑换回人民币。中国人民银行会同国家外汇管理局对境内投资者开展南向通业务的资金汇兑、资金汇出汇入、信息报送等进行监督管理，以防范境内投资者通过南向通机制进行违法违规活动。[54]

建议：

鉴于登记和报告程序仍然繁琐耗时，希望能简化并精简“债券通”机制下与境内货币对冲相关的文件程序。

2c. 统一各投资准入渠道

[53]《关于落实完善债券通渠道资金汇兑和外汇风险管理有关安排的公告》，https://www.chinamoney.com.cn/chinese/scggwhscggscggtz/20200924/1785563.html。

[54]《中国人民银行关于开展内地与香港债券市场互联互通南向合作的通知》第八条、第十二条。

目前，中国向境外机构投资者提供多种投资准入渠道，但投资范围和要求都存在差异，这让境外机构投资者感到困惑，使他们难以便捷地投资中国股票和债券市场。

经过近 20 年的运作，中国在 2020 年 9 月简化了第一个面向境外机构投资者的投资准入机制，将 QFI 机制与后续的 RQFII 机制合并为统一的 QFI 机制。同时，中国也于 2010 年推出了中国银行间债券市场（CIBM）渠道，随后于 2014 年推出了“股票通”机制，并于 2017 年推出“债券通”机制。

由于这些机制的投资范围不同（境内机制的投资范围更广，允许的投资活动更多）、操作要求各异（如在境内投资时受到资本管制），境外机构投资者往往不得不在不同准入渠道之间进行选择，或者承担通过多个渠道投资而产生的时间和成本，因为这些渠道通常需要不同的基础设施或系统支持。就像金融机构必须通过许多不同的实体在中国经营一样，境外机构投资者在中国境内投资需要通过多个准入渠道，导致效率极低。统一投资相同市场的不同渠道，如将中国银行间债券市场直接投资机制和“债券通”合并为中国银行间债券市场渠道，将大大减少所涉及的复杂问题，提高境外机构投资者投资中国的便利性。境外机构投资者希望将他们的头寸合并到同一个机制中，以方便管理、减少重复，最大限度地减少操作风险，实现成本效益，为最终投资者提供最优回报。

我们感谢中国人民银行、中国证监会和国家外汇管理局于 2022 年 5 月联合发布《关于进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜的公告》（〔2022〕第 4 号），规定了“一套制度规则、一个债券市场”的原则。该公告为统一并进一步扩大“债券通”和银行间债券市场直接投资的投资范围提供了监管依据，规定投资范围包括债券现券（包括在银行间债券市场交易和在交易所交易的债券现券）、债券借贷、以风险管理为目的的衍生品、开放式债券指数证券投资基金，以及中国人民银行和中国证监会认可的其他投资工具。[55]但即便如此，据我们了解，这是未来发展的方向，但目前尚未正式实施。

建议：

统一投资相同市场的不同渠道，如将中国银行间债券市场直接投资机制和“债券通”合并为中国银行间债券市场渠道，将大大减少所涉及的复杂问题，提高境外机构投资者投资中国的便利性。境外机构投资者希望将他们的头寸合并到同一个机制中，以方便管理、减少重复，最大限度地减少操作风险，实现成本效益，为最终投资者提供最优回报。

2d. 银行间债券市场和交易所债券市场互联互通

2020 年 7 月，中国人民银行和中国证监会联合公告，允许已进入银行间债券市场或交易所债券市场的投资者通过交易平台（即上交所、深交所和中国外汇交易中心）之间的连接机制买卖

[55] 《关于进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜的公告》第五条。

两个市场上的交易流通债券，无需进行额外投资者备案或开户[56]。两个市场下的债券市场结算机构之间应相互开立名义持有人账户，用于持有通过互联互通机制交易的债券。[57]

根据第 4 号公告，互联互通机制将向债券通和银行间债券市场直接投资的投资者开放。[58]据我们了解，2023 年初已完成互联互通系统升级，但尚未正式推出。

除互联互通机制外，第 4 号公告还提供了另一种渠道，供此类境外机构投资者参与交易所债券市场，即通过直接在交易所债券市场开立债券账户。我们从中国人民银行了解到，无论是通过互联互通渠道，还是“直接投资”渠道，原则上无需另行备案或审批。[59]

建议：

我们了解到，从技术角度来看，该机制已经准备就绪。因此，我们期待监管机构尽快批准推出该机制，满足境外投资者强劲的投资需求。

2e. 交易平台和电子化

我们鼓励并希望看到中国境内交易平台进一步发展。具体而言，双向价格请求和报价（请求市场报价）的能力以及市场参与者动态应对价格水平的能力。这些在其他市场相对常见的特征将提高中国市场的成熟度，并通过缩小买卖差价更好地保护客户。

2f. 债券资本市场

- **熊猫债券市场（特别是针对银行间市场和证券交易所市场国际发行人）的最新监管动态**

2022 年 12 月，中国人民银行和国家外汇管理局联合发布了《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定》（银发〔2022〕258 号），统一了境外发行人在银行间债券市场和交易所债券市场发行的人民币计价债券登记、汇款和开户要求。该规定进一步放宽了熊猫债券发行所得款项在境内使用或汇出至境外的方式。

建议：

这种增强的灵活性受到熊猫债券发行人的欢迎，因为允许他们将发行所得款项汇出，而以前的政策只允许少数几家境外发行人在中国使用其发行熊猫债券所得的资金。展望未来，重要的是要阐明境外发行人如何将所得款项汇出境外，特别是考虑到通常需要得到国家外汇管理局的批准。理想情况下，应允许发行人在结算当日直接汇出所得款项，或者尽可能缩短所得款项在汇往境外前在境内账户中持有的时间。此建议可以扩展到利息支付和赎回机制。

[56] 《中国人民银行、中国证券监督管理委员会公告[2020]第 7 号》。
[57] 《中国人民银行、中国证券监督管理委员会公告[2020]第 7 号》第三条。
[58] 《关于进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜的公告》第四条。
[59] 人民银行有关负责人就《中国人民银行 中国证监会 国家外汇管理局公告〔2022〕第 4 号》答记者问。

因此，有必要建立一套非常清晰的流程，尽可能减少跨境资金流动中的障碍。我们建议中国人民银行和国家外汇管理局继续进行熊猫债券市场改革，吸引更多的国际发行人和投资者。

3. 融资（回购与债券借贷）与担保品

3a. 借助债券通参与境内回购市场

目前，境外投资者可以通过三个渠道在银行间债券市场进行交易，即银行间债券市场参与者直投、“债券通”、和 QFI 机制。在银行间债券市场参与者直投渠道下，仅“主权类机构”（包括境外央行或货币当局、国际金融组织、主权财富基金、境外参加银行和人民币业务清算行）可以参与境内债券回购交易 [60]，而境外商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司等“商业类机构”无法交易境内债券回购。此外，在银行间债券市场参与者直投渠道和 QFI 机制下，“商业类机构”目前只能基于套期保值需求开展债券借贷、债券远期、利率远期和利率互换交易 [61]。“债券通”则仅允许境外投资者进行现券交易 [62]。尽管需求不断增长，但目前境外“商业类机构”投资者无法通过这三个渠道中的任何一个进入境内债券回购市场。

如同投资者即将可以通过“互换通”参与境内利率互换以对冲市场风险一样，随着“债券通”的成功，“债券通”投资者希望优化其持有债券的融资，并获得境内回购市场的流动性。

建议：

允许境外投资者通过北向通渠道参与境内债券回购市场。

3b. 为境外投资者参与境内回购市场提供便利

如前文所述，目前境内回购市场参与者仅限于主权类机构、超国家机构、境外人民币业务清算行和境外银行间债券市场参加银行。合格境外参与者难以从境内交易对手方获得流动性。在中国银行间市场交易商协会回购主协议（境内唯一认可的回购主协议）项下，交易双方无法自由使用被质押的债券，债券流动性因此受到限制。ASIFMA 会员希望中国监管机构可以适时允许境外投资者参与境内债券回购交易活动，这将有助于更多境外投资者参与中国债券市场。

建议：

---

60 《中国人民银行关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》《中国人民银行关于境外人民币业务清算行、境外参加银行开展银行间债券市场债券回购交易的通知》。

61 《中国人民银行公告（2016）第 3 号—关于进一步做好境外机构投资者投资银行间债券市场有关事宜的公告》及其答记者问。

62 《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》（中国人民银行令〔2017〕第 1 号）及其答记者问，http://www.scio.gov.cn/xwfbh/gbwxwfbh/xwfbh/rmyh/Document/1556566/1556566.htm。

ASIFMA 会员建议拓宽境外投资者参与境内债券回购市场的渠道。这将有助于提高流动性，降低市场波动，并支持中长期价格稳定。如果允许第三方机构提供银行间债券市场的债券头寸作为担保品来获得在岸人民币（如下文第 3.e 节所述），将取得更好的效果。

3c. 回购和债券借贷交易终止净额机制的可执行性

- **认可《全球回购主协议》（GMRA）作为中国的标准回购主协议**

GMRA 被公认为回购交易标准主协议，通用于名义金额约 1 万亿美元的市场。金融机构依靠 GMRA 条款的可执行性来实施净额结算并根据《巴塞尔协议 III》的规定降低自身的资本要求。

与在境内市场中广泛使用的《中国银行间市场债券回购交易主协议（2013 年版）》项下的质押式回购不同，在 GMRA 下，市场参与者交换相关债券时所有权也发生转移。这意味着，GMRA 的规定与其他被 2021 年 11 月《关于衍生工具交易对手违约风险资产计量规则有关问题的通知》（银保监办发[2021]第 124 号）（“《银保监会通知》”）及《关于衍生工具交易对手违约风险资产计量规则有关问题的通知》答记者问（“《答记者问》”）所明确认可的主协议，在终止净额结算和所有权转让式担保品（其有效性依赖于终止净额结算的可执行性）等问题上相似。

建议：

ASIFMA 成员欢迎《银保监会通知》中的澄清以及中国人民银行和银保监会《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》（“《资本管理办法草案》”，于 2023 年 2 月 18 日发布并公开征求意见）附件 9 第二（五）条项下规定支持在中国境内对回购交易进行净额结算的可执行性，以及净额结算在商业银行风险权重计算项下的适用性。考虑到 GMRA 在全球回购市场上的普遍适用性，以及它与中国人民银行和银保监会已经认可的其他主协议的相似性，我们建议中国人民银行和银保监会考虑明确认可 GMAR 作为《资本管理办法草案》《银保监会通知》及更广泛的中国法律所认可的具有法律效力的净额结算主协议。

- **在立法层面规定终止净额结算的可执行性**

就终止净额机制而言，过去两年中国监管框架与其他主要金融市场渐趋一致。最值得瞩目的立法进展是 2022 年 8 月 1 日生效的《期货和衍生品法》明确承认场外衍生品交易终止净额结算的法律效力，使得终止净额结算在中国得到了法律的认可和保护[63]。

尽管《期货和衍生品法》不适用于债券回购，但市场参与者正在积极考虑在其他主协议（包括 GMRA）下对债券回购交易进行终止净额结算的可执行性。

就中国回购交易的终止净额结算的可执行性而言，《银保监会通知》及其《答记者问》向金融机构释放了一定程度的积极信号。《答记者问》澄清了《银保监会通知》中合格主协议的范围，

[63] 《期货和衍生品法》第三十五条。

将目前国内市场常用的《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》《中国证券期货市场衍生品交易主协议》、国际市场常用的《国际掉期及衍生工具协会 2002 年主协议》纳入，并采用“银保监会认可的其他合法有效净额结算主协议”的表述预留政策空间。然而，与《期货和衍生品法》规定的场外衍生品不同，《银保监会通知》和《答记者问》并不是一项具体的立法，因此不能提供与《期货和衍生品法》相关规定同样强有力的法律依据。

建议：

我们建议监管机构支持在立法层面纳入具体条款，例如在《金融稳定法（草案）》或《企业破产法》的修订中，保护债券回购交易的终止净额结算。

我们建议中证登进一步澄清在回购交易中，如果逆回购方破产，如何处理被质押债券的问题。例如，根据现行结算规则和流程，在正回购方归还借入资金，但逆回购方已经破产的情形下，尚不清楚中证登是否会自动释放被质押债券（以及如果不释放，具体释放流程是什么），这将对评估回购交易对手风险带来不确定性。

- **对中国和国际主协议（如 GMSLA）下的债券借贷交易规定类似框架**

2021 年 11 月《银保监会通知》明确了债券回购交易的适用性（除 GMRA 下的交易外），但未涉及债券借贷交易。市场参与者正在积极考虑在其他主协议（包括 GMSLA）下对债券借贷交易进行终止净额结算的可执行性。银行间债券市场参与者直投渠道的投资者和 QFI 投资者在银行间债券市场从事债券借贷交易已有时日，但外资参与不够活跃，原因在于境外投资者需要采用《中国银行间市场债券借贷交易主协议（2022 年版）》，而其终止净额结算条款的可执行性存在不确定性，且债券借贷费用较高。

建议：

若对债券借贷交易采取类似的监管框架，即认可 GMSLA 作为中国债券借贷交易主协议，并在立法中纳入债券借贷交易终止净额结算条款，将促进境外投资者参与中国债券市场，并受到国际机构欢迎。

3d. 对回购/债券借贷实施保证金逐日盯市制度

中国的质押式回购交易不允许资金融出方再质押或使用被质押债券，包括用于弥补空头头寸，这降低了流动性并不利于债券效率优化，阻碍了回购市场流动性的进一步提升。一旦资金融入方违约，由于资金融出方没有直接明确的权利以清算违约的资金融入方提供的担保品，资金融出方无法降低（或至少无法及时降低）交易对手方的信用风险和流动性风险。此外，中国的回购市场目前没有保证金支付机制或担保品“盯市”机制，为弥补这一不足，不得不设置较高的折价比例，导致较长期限交易的流动性受限。

建议：

在质押式回购制度下，因为违约事件发生时资金融出方难以获得被质押的担保品，资金融入方的信用（在其他条件相同的情况下）更加重要。因此，在中国回购市场实施每日保证金和“盯市”机制，将大有裨益，这将有助于促进更长期限的回购交易；同时，通过提高底层资产对长期投资者的吸引力，并为做市商和那些希望通过空头头寸锁定长期借款的交易参与者提供便利，可以提升市场流动性。这一举措将大大有利于境内、外投资者和交易商。

3e. 担保品、三方回购与全球托管人连接

- **以“债券通”资产作为非集中清算保证金规则（UMR）下的担保品**

“债券通”是最受境外投资者欢迎的投资渠道之一。市场参与者对于将“债券通”资产用作担保品的需求不断增加，特别是巴塞尔银行监管委员会和国际证监会组织（BCBS-IOSCO）发表了与非中央结算衍生品保证金要求的框架，也称为“非集中清算保证金规则（UMR）”。

境外机构使用境内“债券通”资产作为非集中清算保证金规则（UMR）下合格担保品和信用增级手段面临一定实际困难。首先，让“债券通”资产有资格作为非集中清算保证金规则（UMR）下初始保证金的关键要求之一是，如果投资者违约（包括投资者资不抵债或进入破产程序），债权人需要有能力通过投资者的“债券通北向通”渠道清算被抵押的“债券通”资产，以在“不受任何监管或法律限制或第三方索赔（托管留置权或通常对清算系统内所有债券施加的留置权除外）的情况下”执行其担保权益。然而，债券通有限公司可以暂停或终止投资者使用“债券通北向通”的权利，这可能成为债权人清算“债券通”资产的法律障碍，导致无法满足上述初始保证金资格和有关担保物强制执行的法律确定性的要求[64]。其次，只允许设置一个托管人可能会给市场参与者使用“债券通”资产作为非集中清算保证金规则（UMR）下的担保品带来挑战，因为担保品提供者指定的初始保证金托管人只能选择单一“债券通”托管人，而且该托管人必须独立于担保品提供者和担保品接收方。此外，由于每个投资者只能开设一个 CMU 账户，导致托管人必须确保在将头寸转移到担保品提供者的主账户之前，不会发出任何指令。这增加了参与者的操作限制。

建议：

ASIFMA 会员对于将“债券通”资产作为非集中清算保证金规则（UMR）下的合格担保品具有很大需求。因此，解决上述实际困难将对投资者很有帮助，且有助于更多投资者使用通过“债券通”购入的债券。

- **将“债券通”资产用于满足“互换通”下保证金要求**

总体而言，全球市场对担保品的需求不断增加。因此，金融机构正在努力提供并优化其各种资产池。就“债券通”而言，投资者希望将他们的“债券通”资产用作担保品，开展流动性管理并满足保证金需求。

[64] 《债券通有限公司准入规则》（2021 年 6 月 9 日更新）第 6.2.1 条。

建议：

ASIFMA 会员希望（作为第一步）将“债券通”资产用作“互换通”下的保证金，之后再扩大到其他衍生品交易和目的（见上文“以‘债券通’资产作为非集中清算保证金规则（UMR）下的担保品”），这可以进一步增加标的债券的流动性。

- **支持中央结算公司和上海清算所加快发展三方回购服务以及与国际双边/三方担保品管理人的互联互通**

过去几年，中央结算公司开展了全面的担保品管理服务，如担保品选择、估值、质押、解除质押、“盯市”和担保品调整。2018 年，中国人民银行宣布通过中央结算公司、上海清算所和中国外汇交易中心在银行间债券市场推出通用质押券三方回购服务[65]。尽管三方回购已经取得一定进展，且由国际三方代理机构推动的一些举措已允许在一定程度上使用中国债券作为担保品，但还有一些工作需要完成。如前文所述，功能完善的（双边和三方）回购市场对确保债券市场的流动性和透明度至关重要。

建议：

ASIFMA 建议中央结算公司和上海清算所继续发展其三方回购服务，并致力将其平台与国际（三方和双边）担保品管理人之间建立连接，允许更广泛地使用中国固定收益资产作为境内外担保品。

- **在境外担保品管理相关交易中使用中国债券**

银行间债券市场参与者直投渠道目前采用隔离账户结构，导致无法在境外担保品管理相关交易活动中使用中国债券。这些债券被“锁定”在中央结算公司/上海清算所的隔离账户中，意味着任何债券流动（即使出于担保品管理目的）仅能在境内进行，这导致债券作为担保工具的效率低下。对于国际投资者而言，在双边/三方回购交易中使用债券（尤其是优质债券，如中国政府债券）作为再融资的担保品，是非常重要的。实现这一点的先决条件，是允许境外投资者在国际中央证券存管机构/境外托管行开立综合账户并进行境外结算，而无需像现在这样，必须通过境内平台执行每笔交易。

建议：

ASIFMA 会员建议允许国际中央证券存管机构和境外托管行在中央结算公司/上海清算所层面开立综合账户，并在国际中央证券存管机构和境外托管行的离岸账簿中进行境外结算。监管部门“看穿”债券受益所有人的要求，可以通过持有并向中国人民银行发送交易报告和/或通过市场基础设施来实现。

---

[65] 《中国人民银行公告（2018）第 18 号—开展银行间债券市场三方回购交易有关事宜公告》《关于开展通用质押式回购交易清算业务的通知》。

- **交易、结算和托管模式**

债券结算代理模式下的交易和结算分离：在现有的债券结算代理模式下，中国内地的债券结算代理目前同时负责银行间债券市场的交易和结算[66]。相比之下，在全球金融市场，交易和结算通常由不同的金融机构负责实施。这意味着在中国内地市场，全球托管人必须指示本地次托管人，其交易部门不得参与银行间债券市场交易结算。如果未适当分离交易和结算功能，则全球托管人不认为银行间债券市场资产受其托管，导致境外投资者的资产得不到适当的保护。

建议：

我们建议中国人民银行在债券结算代理机制方面采用国际最佳做法，并要求将交易和结算功能分开。

多层托管模式：ASIFMA 会员希望中国人民银行明确银行间债券市场参与者直投渠道下多层托管模式的详细指引。在银行间债券市场参与者直投渠道下，应允许境外银行分行成为多层托管模式下的合格本地托管人。

建议：

ASIFMA 会员建议中国人民银行考虑采用与中国证监会相同的做法，即就境外银行分行的托管业务资质而言，允许境外银行分行利用母行的资本能力满足适用的净资产要求。

4. 衍生品

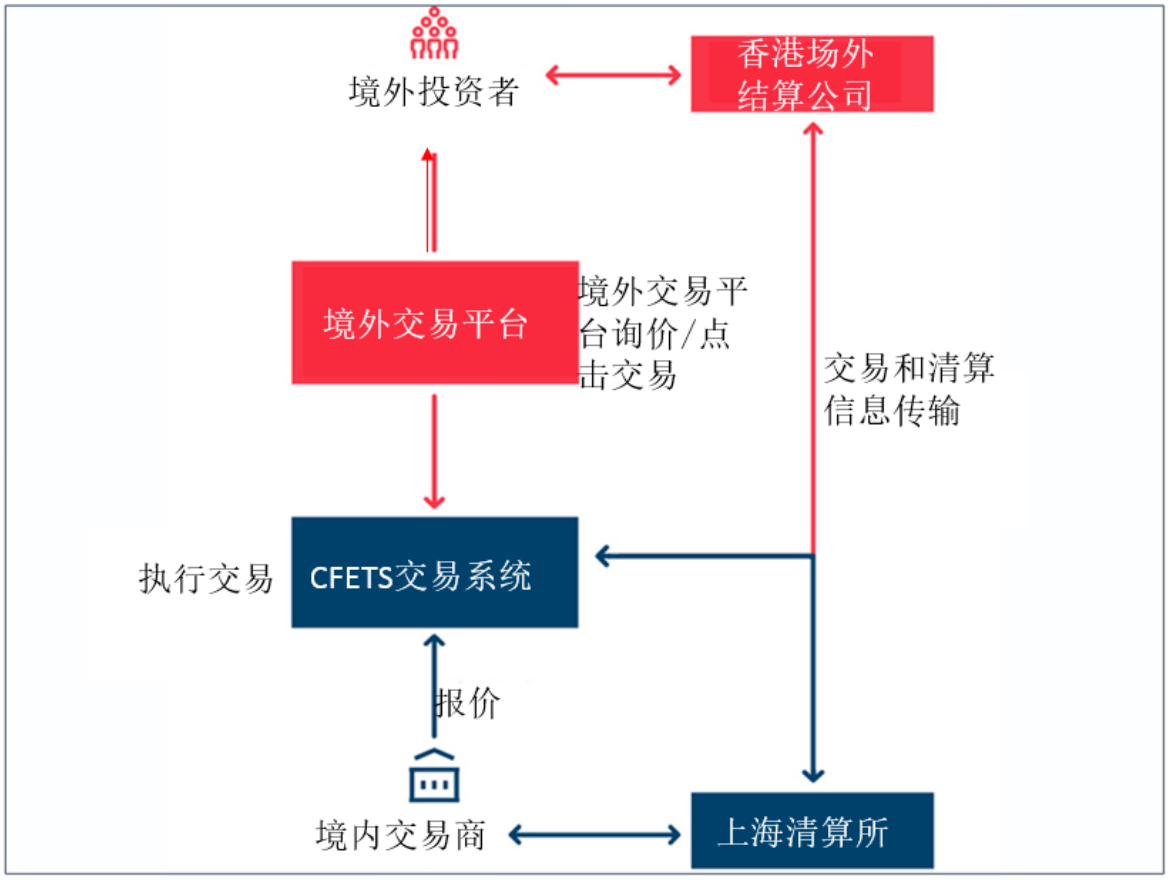
4a. 场外衍生品

- **回顾“互换通”落地**

2022 年 7 月 4 日，中国人民银行、香港证券及期货事务监察委员会和香港金管局发布联合公告，开展香港与内地利率互换市场互联互通合作（“互换通”）[67]。市场对此表示欢迎，因为这将增加市场参与者债券投资组合利率风险的管理工具。经过从监管、交易和运作等方面一年的精心规划，“互换通”于 2023 年 5 月 15 日正式开通。

[66] 《中国人民银行关于开办债券结算代理业务有关问题的通知》第五条。
[67] 《中国人民银行 香港证券及期货事务监察委员会 香港金融管理局联合公告》，https://www.gov.cn/xinwen/2022-07/04/content_5699140.htm。

图 4：“互换通”交易与结算流程



资料来源：债券通有限公司

- **“互换通”的税务问题**

对于香港市场投资者通过“互换通”进行利率互换交易享受何种中国税务待遇，目前还没有明确的指引。我们希望香港证券及期货事务监察委员会可以与内地的有关部门（包括中国人民银行、财政部和国家税务总局）协调，共同对此做出澄清。我们建议，香港市场投资者“互换通”交易所获得的收入，应免征中国企业所得税和中国增值税。此建议与“沪深港通”和“债券通”下的各种免征税规定一致，且符合《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划》提出的稳步推进金融领域对外开放、深化境内外资本市场互联互通的要求。

从中国增值税角度来看，在“互换通”下的利率互换交易中，(i) 只有固定和浮动利率的净额结算，没有关联的贷款本金，双方之间没有贷款人-借款人或债权人-债务人的关系，因此香港投资者在“互换通”下的利率互换交易结算净额不应被视为利息收入；(ii)虽然利率互换是一种衍生品，但不存在衍生品的所有权转让，因此利率互换交易结算净额不应视为《财政部、国家

税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知（财税〔2016〕36 号）》[68]项下的金融衍生品转让收入，因此不应征收中国增值税。

从中国企业所得税的角度来看，在“互换通”下的利率互换交易中，只有固定和浮动利率的净额结算，没有关联的贷款本金，双方之间也没有贷款人-借款人或债权人-债务人的关系，因此香港投资者在“互换通”下的利率互换交易结算净额不应被视为利息收入。此外，根据旧外资企业所得税制度下的、目前已失效的《关于中国境内企业与外国企业进行融资业务掉期交易扣缴所得税有关问题的通知（国税函[2004]753 号）》，只有当中国实体与境外债权人（或因持股关系与境外债权人相关的实质性境外债权人）进行融资交易，然后与同一境外债权人就相关基础融资交易进行利率互换交易的情况下，中国实体向境外债权人支付的利率互换交易交割净额才应被视为利息收入，并应征收中国企业所得税 [69]。国税函[2004]753 号规定可以作为很好的参考——鉴于“互换通”机制下不存在对应基础融资交易，双方之间没有贷款人-借款人或债权人-债务人的关系，因此香港投资者通过“互换通”下的利率互换交易取得的结算净额不应征收企业所得税。

建议：

就香港市场投资者通过“互换通”交易获得的收入而言，从中国企业所得税和中国增值税的角度来看，都不应征税，这样才与“沪深港通”和“债券通”的免征税待遇一致。

- **让境外投资者从不同投资渠道获得公平的利率衍生品投资机会**

近年来，境外机构提升了人民币债券资产的配置。随着在中国债券市场的投资规模快速增加，境外机构管理利率风险的需求也不断提升，对境内利率衍生品交易的需求也与日俱增。

目前，允许银行间债券市场参与者直投渠道的投资者和 QFI 投资者为对冲风险目的开展境内利率衍生品交易。对“债券通”而言，自其 2017 年开通以来，一直是境外投资者参与中国固定收益市场的重要渠道。投资者希望获得境内风险管理工具，以对冲因“债券通北向通”投资产生的利率风险。投资者迫切希望统一银行间债券市场参与者直投渠道、“债券通”和 QFI 机制下可投资工具准入标准，以便所有投资者都能够获得对冲工具和融资产品，例如债券期货、利率互换和债券回购等。

建议：

若债券做市商、资产管理人、养老基金和保险公司能够投资上述工具，将大大促进其业务发展，并将有助于进一步稳定和提高境内债券市场整体的流动性。

---

[68] 《财政部、国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知（财税[2016]36 号）》之附件“销售服务、无形资产、不动产注释”。

[69] 《关于中国境内企业与外国企业进行融资业务掉期交易扣缴所得税有关问题的通知（国税函[2004]753 号）》第三条、第四条。

- **继 2022 年 8 月生效实施的《期货和衍生品法》之后，支持在场外衍生品交易中广泛采用 ISDA/CSA 协议（除中国银行间市场交易商协会主协议之外）**

《期货和衍生品法》要求必须向中国监管机构备案场外衍生产品交易中采用的主协议。[70]虽然《期货和衍生品法》释放了尊重市场惯例的信号，但尚不清楚在这一备案要求下，是否可以继续使用国际行业协会发布的、被广泛采用的国际主协议，如 ISDA/CSA 协议。

对境外投资者而言，在使用中国交易渠道时，能否延续其交易习惯至关重要。如果让投资者在各方达成一致的基础上有权选择使用其他市场上广泛适用的法律文件，如 ISDA/CSA 以及 GMRA，将极大提高投资信心与动力，进而促进更多的境外机构参与中国境内场外衍生产品市场。

- **继《期货和衍生品法》出台后，根据非集中清算保证金规则（UMR）交换保证金**

根据巴塞尔银行监管委员会和国际证监会组织发布的非集中清算保证金规则（UMR），对于非经中央对手方清算所清算的场外衍生产品合约，交易对手方必须交换保证金。UMR 规定，交易对手方必须交换两类保证金：一是变动保证金，旨在管理当前的风险敞口，且按“盯市”估值方法计算；二是初始保证金，旨在管理最后一次交换变动保证金到交易对手方违约后清算头寸期间的潜在未来风险敞口。在一个或多个交易对手发生违约时，初始保证金保护交易各方免受清算现有头寸并以新头寸替代期间合约市值变化产生的潜在未来风险敞口影响。在大多数情况下，初始保证金需要在 T+1 日内交换。初始保证金必须通过第三方托管人独立托管，且不允许对初始保证金进行再质押。

目前，境内金融交易对手为管理境内场外衍生品交易风险敞口而交换保证金的做法并不常见。国际市场认为，建立有助于支持整体金融市场高效顺畅运作的清晰的净额结算规则、支持强制执行担保的法律框架，以及支持保证金交换的技术和市场基础设施，能够降低对冲成本，提高衍生品作为风险缓释工具的效率。

建议：

尽管中国大部分场外利率衍生品交易强制进行集中清算，但市场参与者建议适时实施非集中清算保证金规则（UMR）下的保证金交换规则，以与其他市场的做法保持一致，并使得境外投资者在与中国境内交易对手进行跨境交易时，能够遵守其本国的监管要求。

- **《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见（征求意见稿）》的进展**

2021 年 12 月 3 日，中国人民银行与银保监会、中国证监会和国家外汇管理局共同起草了《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见（征求意见稿）》（“《指导意见》”）。《指导意见》是场外衍生品业务的“超级指南”。中国人民银行力图从宏观审慎管理角度制定出一套统一适用不同类型金融机构衍生品服务提供者（主要包括受银保监会监管的银行保险机构，以及受中国证监会监管的证券期货经营机构）的概括性监管标准和原则。在征求意见期内，ASIFMA 会

[70] 《期货和衍生品法》第三十三条。

员希望中国人民银行能够澄清包括以下两项规定：1) 对理财产品的影响，即《指导意见》是否适用于理财产品；2) 对通过衍生品进行跨境套期保值的影响，即“套期保值”的定义，因为《指导意见》指出“银行保险机构原则上不得开展场外衍生品跨境非套期保值交易，另有规定的除外”[71]和“跨境衍生品业务主要是指境内金融机构与境外交易对手在境外市场达成的场外衍生品交易，以及有关金融管理部门规定的其他情况”[72]。意见反馈截止时间为 2021 年 12 月 18 日。目前，尚不清楚《指导意见》的正式版本何时发布。

4b. 国债期货

- **港交所推出五年期中国财政部国债期货**

在过去几年里，中国在便利境外投资者参与中国银行间债券市场方面取得了一些进展，并向市场传递出中国正进一步开放国内资本市场的信号。同时，2016 年人民币正式被纳入特别提款权货币篮子，也增加了人民币债券资产的投资需求。包括全球基金经理在内的全球投资者开始考虑重新配置人民币债券资产，特别是中国主权债券。债券期货流动性较好，有助于境外投资者利用风险转移和管理渠道，改善利率风险对冲能力。因此，放开债券期货投资准入可能会加强境外投资者扩大持有中国债券资产的意愿。

在此背景下，2017 年 3 月，香港期货交易所有限公司宣布，证券及期货事务监察委员会已批准推出财政部国债期货合约。[73]交易财政部国债期货合约属于试点计划，是在境外市场推出的首个中国国债期货。

鉴于“债券通”已于 2017 年 7 月 3 日正式启动，而且考虑到在香港进一步发展以内地资产为标的的离岸衍生品需要制定更明确的监管要求并加强内地与香港监管机构的合作，香港交易所决定在 2017 年 12 月合约期满后，暂停财政部国债试点计划。

最近在 2022 年 9 月，中国证监会副主席方星海在中国国际服务贸易交易会和 2022 年中国国际金融年度论坛上公开致辞，中国证监会将与相关国内监管机构和香港监管机构合作，推出多项新政策举措，扩大内地资本市场与香港资本市场的合作，包括支持香港推出中国国债期货，加快允许境外投资者进入境内国债期货市场的进程 [74]。此后，港交所积极寻求监管部门的批准，并与业界和 ASIFMA 合作，以期在不久的将来重新推出港交所财政部国债期货。

- **拓宽境外投资者直接参与境内国债期货投资的渠道并加快发展步伐**

活跃、流动性强、监管有序的国债期货市场有助于参与者快速对冲大额头寸，更有效地降低风险，同时深化相关债券和衍生品市场。我们 2020 年的调查证实，提供对冲工具是吸引国际投

[71] 《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见（征求意见稿）》第十七条。
[72] 《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见（征求意见稿）》起草说明。
[73] 香港交易所将推出五年期中国财政部国债期货，https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/News/News-Release/2017/1703242news?sc_lang=zh-cn。
[74] 方星海副主席在 2022 年服贸会中国国际金融年度论坛上的致辞，http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c5603389/content.shtml。

资者的关键。纵观全球最具深度且富有流动性的市场，不难发现债券期货提高了相关现货市场的流动性，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有利，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，并为投资者提供更强的流动性。

中国于 2015 年 3 月，即五年期国债期货正式上市交易之后两年，在中金所推出了 10 年期国债期货。2018 年推出了 2 年期国债期货合约，但至今交易量并不大。今年 4 月，中国证监会为中金所推出 30 年期国债期货开了绿灯，不久后首批三个合约上市交易。[75]银行急需对冲其持有的债券头寸，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，只有有限的国内银行和一家外资银行可直接参与期货市场交易，但银行作为债券的主要持有人理应参与其中。由于国内五大银行拥有绝大部分已发行的国债，但它们在市场上交易并不活跃，这限制了国债的流动性，削弱了国债期货作为高效、廉价对冲工具的作用。

建议：

为了让国债期货市场具备更高的流动性、透明度，并吸引更多境外投资者参与，我们希望监管机构扩大直接进入国债期货市场合格机构的范围并加快进程。

- **突破“套期保值”目的限制，向 QFI 投资者进一步开放上市衍生品交易**

就债券类和利率类衍生产品而言，中国人民银行在中国人民银行公告[2016]第 3 号及后续问答中明确表示，合格境外机构投资者可以基于套期保值目的开展债券借贷、债券远期、远期利率协议和利率互换交易。[76]而对于外汇衍生品，中国人民银行和国家外汇管理局于 2020 年 5 月 7 日联合发布的《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》及其问答中明确，合格境外机构投资者可以根据自身实际需要进行外汇衍生品交易，以对冲其境内证券投资中的外汇风险。[77]此外，《关于实施<合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法>有关问题的规定》也强调，国家外汇管理局仅允许合格境外机构投资者基于套期保值目的交易外汇衍生品。[78]

根据现行合格投资者规则制度，合格境外机构投资者可以投资在中金所上市和交易的金融期货合约，但可以参与的金融期货品种和交易方式须经中国证监会批准。目前，合格投资者只能投资于在中金所上市交易的股指期货，还不能参与中国国债期货交易。

建议：

[75] 中金所关于 30 年期国债期货合约上市交易有关事项的通知，http://www.cffex.com.cn/jystz/20230414/32098.html。
[76] 中国人民银行公告[2016]第 3 号答记者问，http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113472/3070371/index.html。
[77]《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》第十六条、第十七条、第十八条。
[78]《关于实施<合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法>有关问题的规定》第六条第一款第（八）项。

在现阶段，中国监管机构仍坚持要求，合格境外机构投资者必须以套期保值为目的进行金融期货交易。然而，现行法律法规并没有明确要求合格境外机构投资者必须以套期保值为目的进行商品期货交易。我们期待中国监管机构在将来考虑进一步开放合格境外机构投资者参与上市衍生品交易，而不仅限于“套期保值”目的。

- **与境内期货和上市市场有关的其他建议**

除上述建议外，我们还希望监管机构能考虑以下***建议***：

(1) 境外中介机构或境外经纪商是不直接在境内交易所交易，但获准代表国际客户在境内期货公司开立账户的境外实体。截至 2023 年 5 月，上海国际能源交易中心已有超过 80 家获批境外中介机构/境外经纪商、大连商品交易所已有超过 80 家获批境外中介机构/境外经纪商、郑州商品交易所已有超过 50 家获批境外中介机构/境外经纪商，包括来自香港、新加坡、法国、德国、瑞士、荷兰、日本和英国的公司。[79]然而，迄今为止，还没有美国实体获批成为境内期货交易所的境外中介机构/境外经纪商，而美国法规要求美国投资者必须通过美国期货经纪商开展投资。因此，尽管中国正在持续推进商品期货市场国际化进程，但美国投资者目前无法参与中国境内期货市场。此外，非美国投资者也受到影响：由于与其他中介机构建立结算关系需要投入大量时间和资源，因此许多投资者选择通过受美国商品期货交易委员会监管的中介机构结算其全球期货交易。目前，中国监管机构和期货交易所仍未继续批准美国公司的境外中介机构/境外经纪商申请。

    我们建议中国监管机构扩大并加快境外投资者直接进入境内期货市场，批准美国期货经纪商成为境外中介机构/境外经纪商，并在境内期货交易所开展业务。

(2) 统一境外中介机构和合格境外机构的规则和合约。目前，某些合约仅适用于境外中介机构或合格境外机构。

(3) 简化境外中介机构的境外投资者注册流程和文件要求。

(4) 无论美国实体持股比例如何，允许其通过境外中介机构申请成为境外投资者。

(5) 在期货/上市领域引入做市商概念（目前还不存在这样的概念）。这将提高市场的流动性和活力。

[79] 上海国际能源交易中心获批境外中介机构/境外经纪商名单，https://www.ine.cn/bourseService/memberoversea/overseaagency/；
大连商品交易所获批境外中介机构/境外经纪商名单，http://www.dce.com.cn/dalianshangpin/gywm7/jyshy/jwjjgmd/index.html；
郑州商品交易所获批境外中介机构/境外经纪商名单，http://www.czce.com.cn/cn/jysfw/hyfw/jwjjgmd/H77040216index_1.htm。

5. 其他

5a. 境内清算基础设施与境外债券市场（自贸区债券、玉兰债等）的同步

金融市场基础设施提高了为国际投资者提供新产品和渠道的能力。2020 年，上海清算所与欧洲债券结算系统合作发行“玉兰债”[80]，这是由上海清算所发行的以外币计价的中国公司债券。中央结算公司制定了一项支持上海自贸区债券发行的计划。上海自贸区首单债券于 2019 年发行，但实际上到 2023 年第一季度，发行量才迅速增加。

离岸投资者要利用此类基础设施，需要采取额外的步骤（例如直接或通过受托人在中央结算公司开立账户），这可能会限制他们参与此类计划或工具。因此，境内外清算基础设施的进一步同步和互联将受到境外投资者的欢迎。

5b. 国际评级机构的境内许可

为继续向国际从业者开放金融市场，中国已允许国际评级机构成立全资拥有的境内机构，并提供国内评级服务。标普和惠誉现均在银行间债券市场积极开展评级服务。鉴于国际评级机构可以为境内投资者提供不同的视角，并为境外投资者提供可比的评估，我们建议监管机构进一步授予这些国际公司准入许可，并与境内同行享受公平的竞争环境。

5c. 第 108 号通知：在银行间交易所债券市场互联互通机制下符合免税条件的合格“债券”范围

中国税务部门为方便境外投资者投资中国债券市场，出台了相关的税收优惠政策，即财税〔2018〕108 号通知（“108 号文”）和财政部、国家税务总局公告 2021 年第 34 号（“34 号文”），对中国债券市场获得的债券利息收入提供企业所得税和增值税免税优惠。[81]108 号文和 34 号文是开放中国债券市场的重要一步，通过为债券投资提供免税待遇吸引更多的境外资本。

然而，符合上述免税待遇的债务工具范围仍存在一定的市场不确定性。除了传统的债券，如政府债券、金融债券和公司债券外，还有许多新类型的具有与债券相同特征的债务工具，包括资产支持票据、资产支持证券、非公开定向债务融资工具和银行同业存单。我们建议财政部、国家税务总局和其他相关部门达成共识，进一步阐明享受免税待遇的“债券”范围。换言之，对境外投资者的债务工具利息收入免征企业所得税和增值税的税收豁免应适用于由中国证监会、中国人民银行或其他相关部门监管、并依法在中国市场发行和交易的所有“债务工具”，包括存款工具（例如存单）。

[80] 上海清算所关于“玉兰债”发行登记，https://www.shclearing.com.cn/gywm/xwdt/202102/t20210204_810719.html。

[81] 108 号文规定，自 2018 年 11 月 7 日起至 2021 年 11 月 6 日止，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企业所得税和增值税。34 号文将上述税收减免期限延长至 2025 年 12 月 31 日。

如果在中国市场交易的其他债务工具不在免税“债券”范围内，我们建议税务机关为境外投资者的利息收入提供有效的预提机制。此外，在设计预提机制时，我们建议考虑交易的复杂性带来的征税细节。例如，当投资者购买债务工具/可转让存单时，利息收入可能已经包括在购买价格中，预提政策应阐明这种情况下的计税基础，即利息收入是按收付实现制还是权责发生制计算，否则可能会导致不同投资者的税收不公平问题。因此，如果其他债务工具不在免税“债券”范围内，制定清晰有效的预提机制，将对中国债券市场的发展至关重要。

针对 固定收益 的建议

中国银行间债券市场：

1. 加快银行间债券市场做市商申请程序并批准境外公司申请。
2. 简化同一境外主体在 QFII 和直接投资渠道下的债券非交易过户手续。
3. 提高或取消双币种比例要求。
4. 允许采用境外名义持有人概念的综合账户结构。

债券通“北向通”：

5. 允许在循环结算中仅变更结算日期。
6. 不将变更结算日视为未结算交易，无需提交失败交易结算报告。
7. 允许通过电子方式报告交易结算失败。
8. 允许同时以资产管理人和客户名义在中国外汇交易中心注册账户（与 QFI 计划账户结构相同）。
9. 当资产管理人变更但客户不变更时，可进行非交易过户。

债券通“南向通”：

10. 增加额度与做市商数量。
11. 扩大合格资产的范围，明确其范围。
12. 扩大合格投资者群体规模。
13. 允许更多托管人和做市商加入计划。

“债券通”一般建议

14. 简化操作和交易流程。
15. 简化并精简“债券通”计划下与境内货币对冲相关的文件流程。
16. 解除银行间债券市场做市商地位与“债券通”做市商地位之间的联系，以便符合条件的外资银行和在中国运营的外资证券公司可以直接申请成为债券通做市商 。
17. 将参与相同市场的不同渠道合并为一（如将银行间债券市场直接投资机制和“债券通”合并为银行间债券市场渠道）。
18. 批准尽快启动中国银行间债券市场和交易所债券市场之间的互联互通。
19. 发展境内交易平台，具体而言，发展双向价格请求和报价（请求市场报价）的能力以及市场参与者动态应对价格水平的能力。
20. 继续改革熊猫债券市场，吸引更多的国际发行人和投资者。

债券回购和债券借贷：

21. 允许国际投资者通过债券通“北向通”渠道参与债券回购市场。
22. 允许第三方机构将银行间债券市场持有的债券作为担保品来获得在岸人民币。
23. 承认全球回购主协议（GMRA）为中国法律下有效的标准回购主协议。
24. 中国的法律法规应明确规定对债券回购交易实施终止净额结算机制。
25. 详细说明：在回购交易中，如果回购方破产，质押债券该如何处理。
26. 为本地和国际主协议下的债券借贷交易提供类似的框架，即鼓励在中国采用全球证券借贷主协议，并在法律中明确规定证券借贷交易终止净额结算条款。
27. 在中国债券回购市场推出每日保证金制度和“盯市”机制。

境内债券的使用、托管和结算

28. 允许使用“债券通”计划下持有的债券作为非集中清算保证金、在“互换通”计划下用于提供保证金，并拓展到其他衍生交易和目的。
29. 发展三方服务，并将中债登、上清所平台连接到国际三方（和双边）担保品管理平台，允许更广泛地使用中国固定收益资产作为境内外担保品。
30. 在银行间债券市场直接投资计划下，允许国际中央证券存管机构和托管行在中债登/上清所层面开立综合账户，并在国际中央证券存管机构和托管行的离岸账簿中进行境外结算。
31. 在银行间债券市场直接投资计划下，在债券结算代理方面，采用国际最佳做法，并要求将交易和结算功能分开。
32. 为银行间债券市场直接投资计划下的多层托管银行模式制定详细指引。
33. 在银行间债券市场直接投资计划下，允许境外银行分行成为多层托管模式的合格本地托管人。
34. 允许境外银行分行开展托管业务时，借助母公司的资本能力，满足适用的资产净额要求。

场外衍生品：

35. 对香港市场投资者通过“互换通”交易获得的收益，从中国企业所得税和中国增值税的角度来看，应都不需要纳税。
36. 简化银行间债券市场直接投资渠道、“债券通”和 QFI 渠道在可投资产品方面的标准，以便所有投资者能够获得更丰富的对冲工具和融资产品，例如债券期货、利率掉期和债券回购等。
37. 在《期货和衍生品法》颁布之后，场外衍生品更广泛地采用 ISDA/CSA 协议（而非中国银行间市场交易商协会回购主协议）。
38. 实施非集中清算保证金规则下的初始保证金交换做法，并允许境外投资者在与中国境内交易对手进行跨境交易时，遵守其本国的监管要求。
39. 最终完成编写《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见（征求意见稿）》，并予以公布。

国债期货：

40. 尽快推出港交所中国国债期货产品。
41. 加快境外投资者直接参与境内国债期货投资的步伐。

42. 取消只能出于对冲目的交易金融期货的限制。
43. 允许美国期货经纪商成为在境内期货交易所开展业务的境外中介机构/境外经纪商。
44. 统一境外中介机构和合格境外机构的规则和合约。
45. 简化境外中介机构的境外投资者注册过程和文件要求。
46. 允许美国实体通过境外中介机构申请成为境外投资者。
47. 在期货/上市领域推出做市商概念。

其他固定收益事项：

48. 市场与国际最佳做法接轨：境内清算基础设施与境外债券市场保持同步。
49. 允许境外评级机构进入中国市场，并与境内同行享受公平的竞争环境。
50. 扩大 108 号文中免除企业所得税和增值税的债券范围，将所有具有与债券相同特征的债务工具的利息收入包括在内，供境外投资者享受免税优惠，包括资产支持票据、资产支持证券、非公开定向债务融资工具和银行间存款证，并为在中国市场交易但不在免税范围内的债务工具提供预提税机制。

E. 外汇

1. 引言

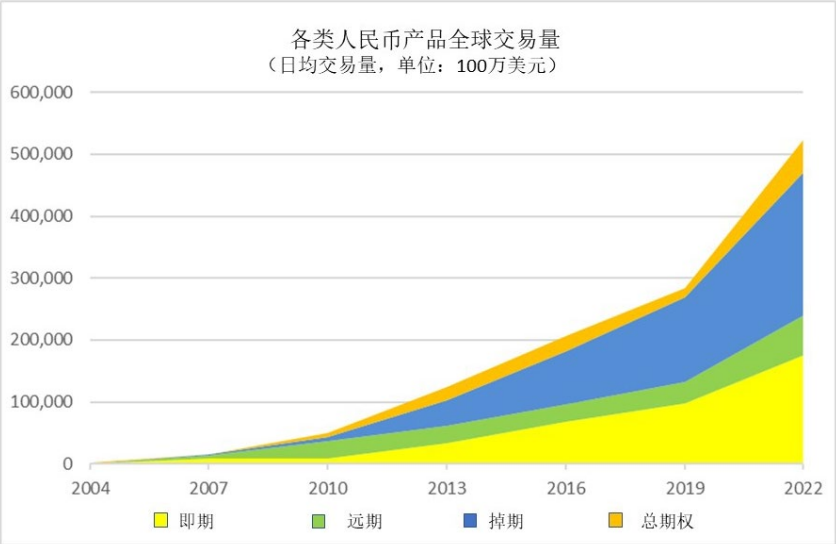
过去三年来，人民币的使用范围和影响力持续增长。2019 年 4 月至 2022 年 4 月期间，全球人民币外汇交易量大幅增加。随着自 2019 年以来即期交易量增长 81%和外汇掉期交易量增长 69%，目前人民币是全球交易量排名第五[82]（2019 年为第八）的货币。

这一增长大部分由香港、伦敦、纽约和新加坡的交易推动，自 2019 年以来四地交易量分别增加了 78%、163%、181%和 138%。现在两个最大的人民币交易中心是香港和伦敦，两者总量合计占全球交易量的 50%。

2019 年，中国大陆是全球第二大人民币外汇交易中心，境内交易量占全球总量的 28.1%，仅次于香港（见下*图 6：按国家/地区的人民币交易量*）。然而，在 2022 年，中国境内的交易量占全球交易量比例已经下降到 17.4%[83]。

2022 年 4 月，在岸人民币市场日均交易量为 890 亿美元[84]，比同期离岸人民币市场规模几乎小 70%。事实上，相对于中国的 GDP 以及其与世界其他国家的经济联系而言，人民币市场规模仍然很小。2022 年 4 月，中国的外汇衍生品市场交易额仅占 GDP 的 3%，与之相比，而美元占 GDP 的 30%，新兴市场经济体货币的中值也达到 GDP 的 6%[85]。

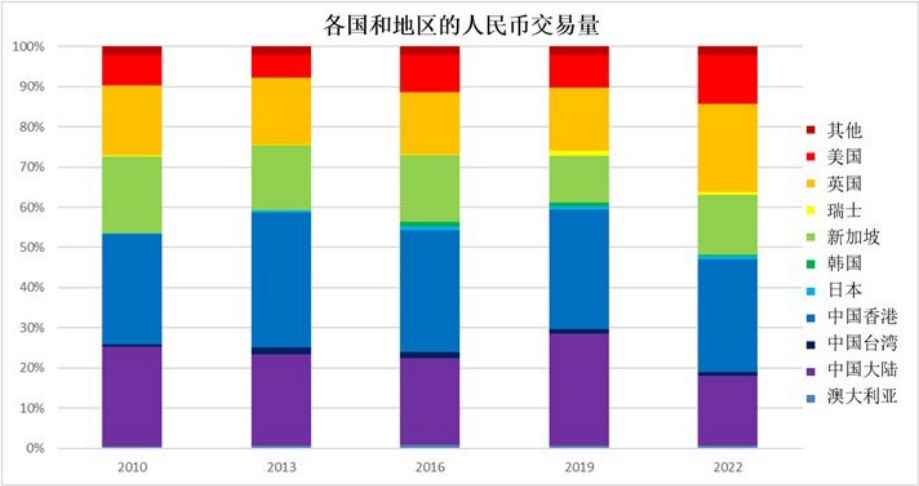
图 5：按产品的全球人民币交易量（2004-2022 年）



资料来源：国际清算银行

[82] 2022 年 4 月的场外外汇交易额，https://www.bis.org/statistics/rpfx22_fx.htm。
[83] 离岸人民币市场迈入新阶段，http://www.china-cer.com.cn/guwen/2023010322812.html。
[84] 中国外汇市场交易概况数据，https://www.safe.gov.cn/safe/zgwhscjygk/index.html。
[85] 国际清算银行季度评论--“国际银行业和金融市场发展动态”（2022 年 12 月），https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2212.pdf。

图 6：按国家/地区的人民币交易量



资料来源：国际清算银行

2. 离岸市场

2a. 人民币国际化

国际化虽然没有标准的路径，但通常需要循序渐进：首先改革汇率制度，加大市场决定汇率的力度，然后实现资本和经常项目可兑换，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，加强外界对此货币的信心。中国的人民币国际化走了一条截然不同的道路，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市场上的使用量，在此期间，人民币的汇率通常受到管制。

人民币国际化的益处显而易见：

a. 降低中国企业面临的外汇风险；

b. 提高中国金融机构的融资效率，提高国际竞争力；

c. 通过提高市场流动性以提高境内货币政策的有效性，使市场利率对官方利率变化更加敏感；

d. 使用人民币作为跨境交易的计价/结算货币；

e. 增加跨境交易量；

f. 外汇储备保值。

i. 使用人民币作为计价货币/支付货币

人民币国际化政策的一个重要组成部分，是促进人民币在跨境经常项目交易结算中的使用。2009 年 7 月，中国启动跨境贸易人民币结算试点工作，最初仅限于与香港、澳门和东盟国家开展贸易的中国内地五个地区的特定企业。2012 年，所有内地企业和经常项目交易均有资格使用人民币计价和结算，至此，试点计划结束。

然而，尽管人民币得到了推广，但在过去两年中，人民币作为全球支付货币的使用实际上有所下降。虽然人民币是国际使用量第五大货币，但其作为全球支付货币的份额已从 2021 年 2 月的 2.2%微降至 2023 年 2 月的 2.19%。2019 年 2 月，人民币在全球支付中的份额为 1.85%[86]。

尽管最近使用人民币进行跨境结算的情况趋于平稳，但“一带一路”和区域全面经济伙伴关系（RCEP）参与国家[87]对人民币的需求较大。

- 在“一带一路”参与国家之中，随着中国企业在基建、与中国大陆贸易以及当地投资中更频繁地使用人民币计价，人民币在贸易和投资中的使用量也越来越大。因此，越来越多的当地实体准备持有人民币。

- 过去两年来，东盟一直是中国最大的贸易伙伴。根据中国海关总署的数据，2022 年双边贸易额达到 6.52 万亿元人民币，占中国外贸总额的 15.5%[88]。因此，在整个区域全面经济伙伴关系中，人民币被用于跨境支付的接受程度越来越高。此外，作为区域货币合作的例证，中国和印度尼西亚实施了本币结算合作框架[89]，允许在获批货币交易商结算的双边交易中同时使用印尼盾和人民币，而不需要美元作为中间货币。该框架还促进了直接汇率报价的使用，并放宽了与两种货币之间外汇交易有关的某些规定。

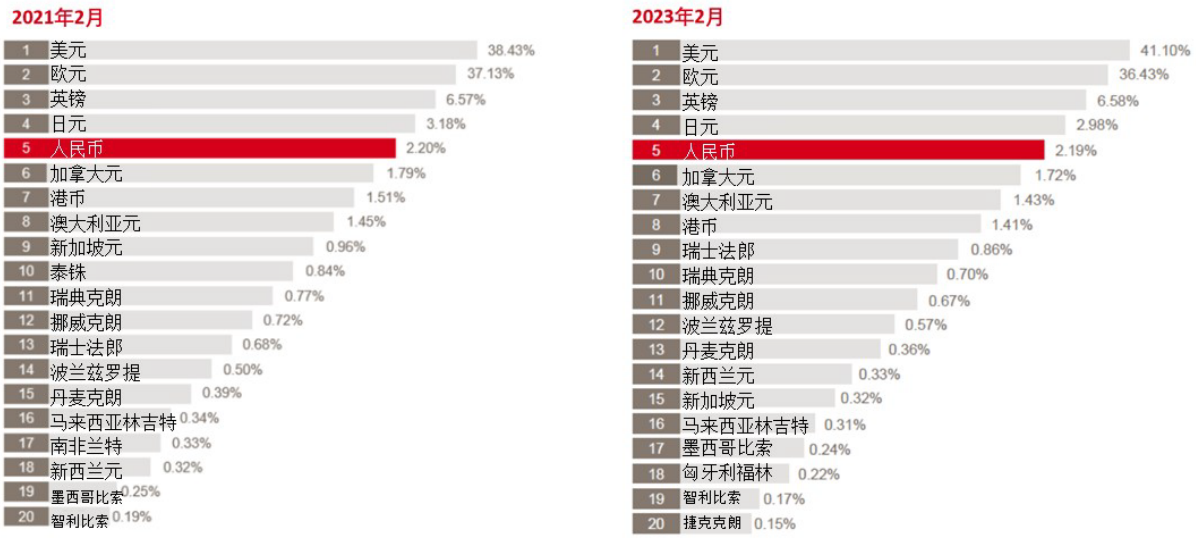
[86] 《人民币追踪》报告， https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/rmb-tracker-document-centre?page=5。

[87] 区域全面经济伙伴关系（RCEP）是东南亚国家联盟（东盟）十个成员国（文莱、柬埔寨、印度尼西亚、老挝、马来西亚、缅甸、菲律宾、新加坡、泰国、越南）与其五个自贸区伙伴（澳大利亚、中国、日本、新西兰和大韩民国）之间的自由贸易协定。RCEP 是世界上最大的自贸区，占世界人口、贸易量和 GDP 的大约 30%。

[88] 海关总署新闻发言人的新闻发布会实录，https://www.gov.cn/xinwen/2023-01/13/content_5736993.htm。

[89] 《2021 年人民币国际化报告》，https://www.gov.cn/xinwen/2021-09/19/5638362/files/652d7b67eb94463f925be3985fcdb860.pdf。

图 7：人民币作为全球支付货币的份额



资料来源：2023 年 3 月环球同业银行金融电讯协会（SWIFT）发布的《人民币追踪》报告

中国人民银行在《2022 年人民币国际化报告》[90]中表示，在下一阶段的国际化进程中，中国将推动金融市场全面制度型开放，提高人民币金融资产的流动性。中国还将进一步便利境外投资者进入中国市场投资，丰富可投资的资产种类，便利境外投资者特别是央行类机构更多配置人民币资产。这将推动更高水平金融市场双向开放，促进人民币在岸、离岸市场良性循环。因此，预计更多的境外投资者将愿意持有人民币资产。

作为 2023 年人民币国际化计划的一部分，中国政府将在香港推出包括“点心”债在内的一系列全面人民币计价金融产品，促进香港成为离岸人民币中心。

ii. 双边互换协议

过去 14 年来，中国已经与累计 40 个国家和地区的中央银行或货币当局签署双边本币互换协议，价值人民币 4 万亿元，这些互换协议已成为重要的资金来源[91]。签约的中央银行通常在流动性紧张时向其境内金融机构提供外币。

iii. 人民币纳入特别提款权货币篮子

2016 年 10 月 1 日，人民币被纳入国际货币基金组织的特别提款权（SDR）货币篮子，权重为 10.92%，位列第三。这表明，中国的人民币国际化和拓宽在岸资本市场和离岸资本市场准入的努力在世界舞台上获得了认可。尽管预计人民币加入 SDR 可以增加以人民币计价资产对投资者的吸引力，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

[90] 《2022 年人民币国际化报告》，http://www.gov.cn/xinwen/2022-09/24/content_5711660.htm。
[91] “深度关注丨人民币缘何受欢迎”，https://www.ccdi.gov.cn/toutiaon/202304/t20230417_258946.html。

储备货币的地位一样，仍然停滞不前。考虑到中国将继续保持对资本流出的严格限制，中短期内进一步推进货币自由化的可能性不大。

2022 年 5 月 11 日，国际货币基金组织完成了对构成 SDR 的一揽子货币的估值方法五年一次的审查。人民币权重从 10.92%提高到 12.28%[92]。

根据国际货币基金组织的数据，截至 2022 年第四季度，人民币在全球货币储备中的份额为 2.69%，低于 2022 年第一季度的 2.87%，但高于 2021 年第一季度的 2.5%[93]。

2b. 流动性和风险对冲

2017 年，中国银行间债券市场允许外国机构投资者从事境内外汇风险对冲安排，向开放境内资本市场方向迈出了重要一步[94]。2020 年 2 月 1 日，境外机构投资者的准入限制进一步放宽，将境外机构的交易对象扩大到三家外汇银行，而不仅是境外投资者的境内代理行[95]。此前，在中国境内缺乏外汇风险对冲能力是境外投资者面临的一大障碍，他们只能花费更多的资金使用离岸外汇对冲工具。其后，中国人民银行、国家外汇管理局于 2022 年 11 月联合发布《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定》，并于 2023 年 1 月 1 日正式生效。新规允许境外投资者与其结算代理人、托管人、任何其他金融机构进行直接外汇交易，或通过主经纪业务进入银行间外汇市场交易，以便为境外投资者提供更多选择，帮助他们获得更好的外汇汇率。

2018 年 6 月，中国进一步开放境内外汇市场，允许 QFII 和 RQFII 渠道的投资者直接对冲外汇风险，而无需通过托管人进行交易[96]。此后，在 2022 年，国家外汇管理局进一步解除了限制，取消了投资者可使用的第三方银行的数量上限[97]。

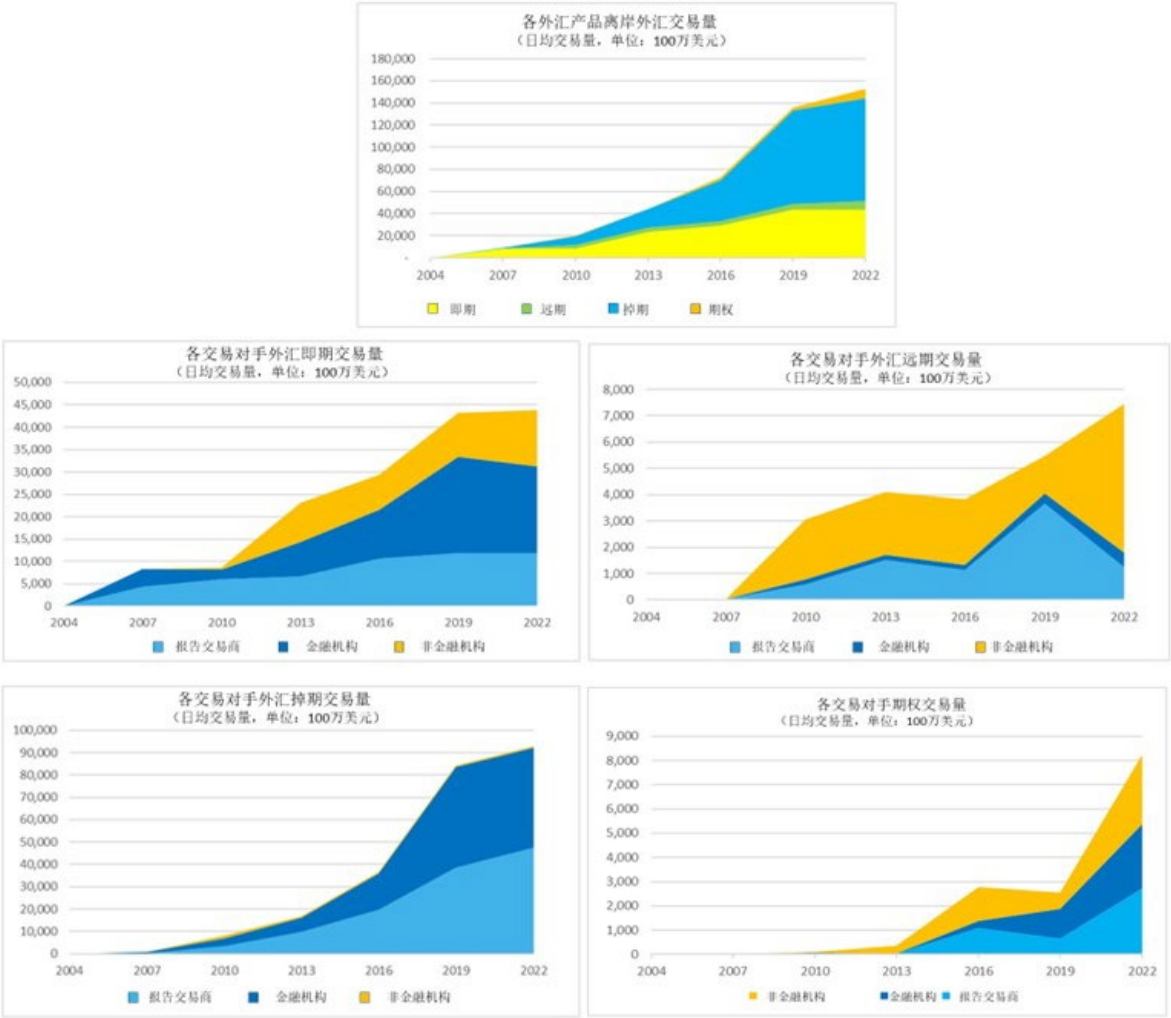
自中国于 2010 年推出可交割离岸人民币以来，外汇市场显然取得不少进步，但境内市场规模仍然受到不少因素的限制，包括：

- 市场准入渠道有限，减少了市场参与者的数量，限制了流动性提供方的天然对冲能力，增加了终端用户的成本。
- 中国缺乏离岸人民币交易同步交收风险缓释基础设施来保护本金不受损失。这种风险缓解机制对投资者而言非常重要，发达市场货币都有这一机制，包括在与离岸人民币交易中最具流动性的货币。

[92] SDR 权重由 10.92%上调至 12.28%——人民币国际化再现新成果，https://www.gov.cn/xinwen/2022-05/16/content_5690597.htm。
[93] 国际货币基金组织官方外汇储备货币构成。
[94] 《国家外汇管理局关于银行间债券市场境外机构投资者外汇风险管理有关问题的通知》（已失效）。
[95] 《国家外汇管理局关于完善银行间债券市场境外机构投资者外汇风险管理有关问题的通知》（已失效）。
[96] “QFII、RQFII 再迎改革利好，金融对外开放更进一步”，https://www.gov.cn/xinwen/2018-06/12/content_5298189.htm。
[97] 《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》。

3. 在岸市场

图 8：在岸外汇交易量



资料来源：国际清算银行

3a. CFETS 人民币汇率指数

2015 年 12 月，中国外汇交易中心发布了 CFETS 人民币汇率指数，用于确定人民币汇率，并将重点从美元/人民币汇率，转移到更好地反映人民币对其贸易伙伴使用的一篮子货币的汇率。CFETS 人民币汇率指数最初由 13 种货币组成，包括世界上所有主要储备货币。指数权重分配主要基于对外贸易加权平均值，以考虑到再出口，这些货币加起来占篮子的 80%以上。美元的权重最大，占 26.4%，而欧元和日元部分的权重分别为 21.4%和 14.7%。

2016 年 12 月，CFETS 人民币汇率指数新增 11 种货币，美元、欧元和日元的权重也相应调低。此后，人民币指数的构成得到了进一步完善。中国外汇交易中心最近宣布，从 2023 年 1 月 1

日起，CFETS 人民币汇率指数的美元权重将从 19.88%降至 19.83%，欧元权重从 18.45%降至 18.21%[98]。

3b. 人民币交易区间

为了加强人民币货币制度，中国人民银行扩大了银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动区间。2007 年，从 0.3%扩大至 0.5%，然后在 2012 年 4 月再次扩大至 1%，最近一次是在 2014 年 3 月扩大至 2%[99]。

扩大交易价浮动区间，有助于提高对投资者的吸引力，推动人民币更广泛地用于跨境贸易结算。然而，中国人民银行的目标是将汇率保持在严格控制的范围内，所以情况并非总是如此。因此，市场力量没有充分发挥对汇率的决定作用。

3c. 中国银行间外汇市场准入

目前，银行间外汇市场的境外会员包括 60 家境外中央银行、62 家境外参加行和 22 家境外人民币清算行。2023 年 2 月，前述境外机构成交量仅占中国在岸外汇市场总量的 1.66%[100]。

i. 交易时间

中国外汇交易中心宣布，自 2023 年 1 月 3 日起，银行间外汇市场交易时间由 9:30-23:30 调整至为 9:30-次日 3:00，包括人民币外汇即期、远期、掉期、货币掉期和期权全部交易品种。对于在 24:00-次日 03:00 之间执行的交易，交易日为前一天，起息日和到期日均以交易日期为基准进行计算。同一交易日期（每日 9:30-次日 3:00）的即期交易适用该交易日 9:15 发布的中间价及波幅[101]。

ii. 第 159 号通知

2018 年 6 月，中国人民银行发布了《中国人民银行关于完善人民币购售业务管理有关问题的通知》（“第 159 号通知”）。这既是重大政策改革举措，也是积极回应市场主体诉求、便利境外金融机构进入境内美元/人民币外汇市场的举措。根据第 159 号通知，境外参加行既可以通过境外清算行或境内代理行，也可以直接进入境内银行间外汇市场代表公司和机构客户开展跨境人民币交易。

根据第 159 号通知：

---

[98] 《关于调整 CFETS 人民币汇率指数、SDR 货币篮子人民币汇率指数货币篮子权重的公告》。

[99] 中国人民银行公告〔2014〕第 5 号，http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125217/125922/125945/2805761/index.html。

[100] 中国外汇交易中心发布的通讯，2023 年 2 月，https://iftp.chinamoney.com.cn/dqs/fileDownLoad.do?mode=open&contentId=2587442&priority=0。

[101] 《外汇交易中心关于延长银行间外汇市场交易时间有关事项的通知》，https://www.chinamoney.com.cn/chinese/rdgz/20221230/2526857.html#cp=rdgz。

a. 境外参加行既可以通过其各自所在地的人民币清算行或境内代理行间接进入境内银行间外汇市场，也可以申请成为中国外汇交易中心会员直接进入境内银行间外汇市场，但只能在两个渠道中选择其一。
b. 境内代理行、境外清算行与境外参加行可为经常项下和直接投资、经批准的证券投资等资本和金融项下的跨境人民币结算需求办理人民币购售业务，交易品种包括即期、远期、外汇掉期、货币掉期和期权等。
c. 境外参加行集团必须通过境内代理行或境外清算行或中国外汇交易中心向中国人民银行上海总部备案。一个境外参加行集团只能指定一个分支机构进行这种跨境人民币活动。
d. 在境内银行间外汇市场直接进行交易的境外清算行和境外参加行都需要向中国外汇交易中心报告。

既不是境外中央银行、境外清算行也不是境外参加行的实体，只能通过境外参加行间接在中国银行间外汇市场进行交易。

3d. 交易

i. 《中国外汇市场准则》（“《中国准则》”）

《全球外汇市场准则》[102]（“《全球准则》”）包含 55 项公认的外汇市场良好实践原则，制定这些原则是为了提供一套共同的指导准则，促进批发外汇市场的诚信和有效运作。《全球准则》由各中央银行和市场参与者共同制定，并在 2017 年首次发布。

全球外汇市场委员会成立于 2017 年 5 月，是一个汇集各国央行和私营部门参与者的论坛，旨在推动外汇市场趋势和发展方面的合作和沟通，并负责维护和更新《全球准则》。全球外汇市场委员会定期基于外汇市场的发展动态，评估是否需要对《全球准则》进行特定修订，并适时进行全面审查。由中国人民银行主持的中国外汇市场指导委员会是全球外汇市场委员的会员之一。

《全球准则》不对市场参与者施加法律或监管义务，也不取代监管，而是通过确定全球良好做法和流程，补充任何及所有当地法律、规则和法规。

中国的外汇市场是全球外汇市场的一部分，因此，中国人民银行结合中国外汇市场的发展阶段和主流实践，对《全球准则》进行了细化和补充，形成《中国准则》[103]。从一开始，《中国准则》的设计就是要与《全球准则》保持高度一致[104]。

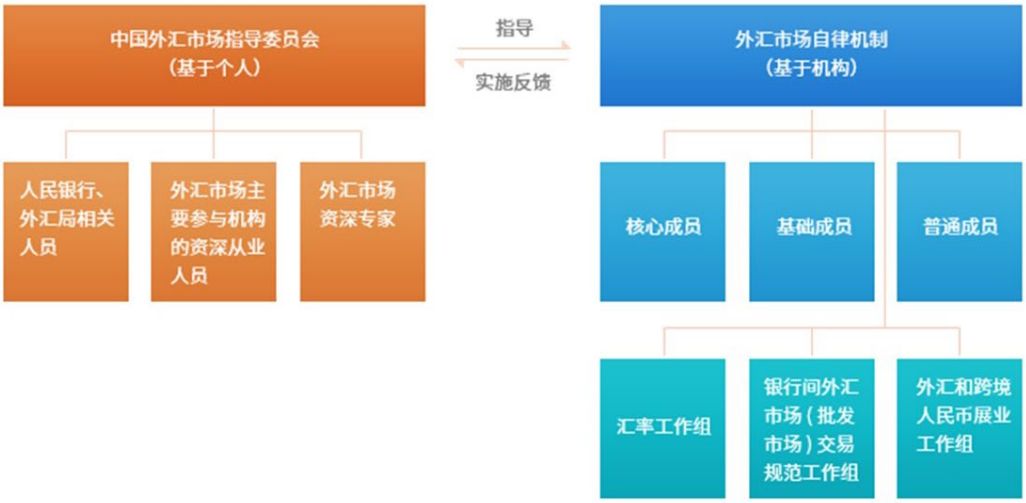
---

[102] 《全球外汇市场准则》，https://www.globalfxc.org/docs/fx_global.pdf。
[103] 《中国外汇市场准则》，https://www.safe.gov.cn/en/file/file/20211231/240c3891ff7744cd9cba0749541afe27.pdf?n=Guidelines%20on%20Code%20of%20Conduct%20for%20the%20Foreign%20Exchange%20Market。
[104] 《中国外汇市场准则》发布，促进外汇市场规范发展，https://www.chinamoney.com.cn/chinese/jzdt/20170509/1004519.html#cp=jzdt。

比较对这两部准则不难发现，《中国准则》与《全球准则》相比“不矛盾”，融入了《全球准则》中的原则。因此，《全球准则》和《中国准则》构成一个有机整体，需要在中国外汇市场上推广的外汇行为准则体系由两者组成。

中国外汇市场指导委员会由中国人民银行和国家外汇管理局联合发起，负责提供改革和发展指导，促进外汇市场的健康有序发展[105]。成员包括中国人民银行、国家外汇管理局、一级市场参与者和基础设施提供者[106]。

图 9：中国外汇市场/制度



资料来源：中国外汇交易中心

作为全球外汇市场委员会的会员，中国外汇市场指导委员会承诺“将推动其辖内机构开展外汇业务时遵守《全球准则》的相关原则，并将推动上述原则在整个外汇行业的实施”。57 个市场参与者已签署遵守《全球准则》和《中国准则》的承诺声明[107]。

中国外汇市场自律框架于 2016 年 6 月由中国外汇市场和相关市场成员创建[108]。作为一种自律和协调机制，该框架旨在保障公平竞争，支持外汇市场健康发展；负责对美元/人民币中间价报价、银行间外汇批发市场交易以及外汇零售和跨境人民币业务进行自律管理，以保障公平竞争，支持外汇市场健康发展。

ii. 交易成本

[105] 外汇市场自律机制的基本情况，https://www.chinamoney.com.cn/chinese/jzdt/20160801/1003990.html#cp=jzdt。
[106] 关于发布新版《全国外汇市场自律机制成员名单》的公告，https://www.chinamoney.com.cn/chinese/jzdt/20210607/1978810.html#cp=jzdt。
[107] 市场参与者名单，https://www.chinamoney.com.cn/english/cfxcpr/。
[108] 中国外汇市场自律框架概述，https://www.chinamoney.com.cn/english/cfxovv/。

目前，除了即期外汇和外汇掉期的流动性较强外，境内市场效率低、成本高，对有资格在中国外汇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，但交易量并未如愿增加，因此，相较于中国的经济体量以及与其他新兴和发达市场经济体相比，中国外汇衍生品市场的规模依旧很小。

外汇市场准入限制是导致增长缓慢的一个因素。在境外市场，有许多非银行参与者进行双向交易，使银行可以避免因积压风险敞口带来的成本。在境内市场，对冲往往是单向的，非银行参与者无法进入市场，这会使银行承担风险累积的成本，该等成本需要通过扩大利差来转嫁，这抑制了终端用户的需求。

中国人民银行决定，自 2022 年 9 月 28 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 上调至 20%[109]，这要求各银行在央行存放利息为 0、为期一年的美元计价存款。存款规模按客户做多美元/做空人民币的所有新外汇远期和掉期合同名义价值的 20%计算。这笔存款必须由银行存入，导致银行只能扩大利差，将准备金成本转嫁给终端用户。这种额外的成本可能会抑制终端用户对冲外汇风险的积极性，在美元/人民币波动较大的情况下会变成重大风险。

《国家外汇管理局关于印发<银行办理结售汇业务管理办法实施细则>的通知》规定，外汇利润只能根据额度出售，而且只能在每个季度末出售。该额度基于每季度末银行财务报表结果计算得出。此外，年末卖出的外汇利润总额需要与银行年度审计报告相符。这些外汇利润只有在抵消了往年亏损（若有）之后，才能出售。这一额度要求给银行带来了限制，导致银行无法随时根据需要自由卖出外汇风险。

建议：

应考虑取消外汇利润卖出的额度限制，因为这目前妨碍了银行主动管理外汇风险。

鉴于人民币汇率日趋稳定，并与美元总体走势一致，我们建议取消远期外汇卖出的 20%风险准备金率要求。流动性提供商为维持存款而产生的额外成本将体现在给客户的报价中，并可能挫伤终端用户对冲外汇风险的积极性，而这在美元/人民币汇率波动较大时期是重大风险。

iii. 电子化执行

银行和客户更倾向于选择电子化执行。电子化执行可以提高直通处理率，大大减少错误率，提高价格透明度和执行效率，并节约成本。目前，全球各类产品交易总量的 55%以上均采取电子化执行，即期交易电子化执行率更是高达 65%以上，这显著提高了市场效率，缩小了买卖差价，并增加了市场成交量。此外，电子化执行有助于开展交易成本分析，进而激励提高执行效率，降低执行成本。

[109] 中国人民银行决定将远期售汇业务的外汇风险准备金率调整为 20%，http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4666334/index.html。

借助技术手段，流动性提供者可通过应用程式界面（API）实时访问银行流动性和定价数据，从而使得电子化执行服务不断改进。银行也能够实现自动化风险管理，消除人工对冲操作，同时通过改善监测和监控能力，加强其控制环境。

中国外汇交易中心成立于 1994 年，旨在开发基础设施，为人民币外汇银行间市场提供创新渠道。其战略目标是打造“全球人民币及相关产品交易主平台和定价中心”[110]。

2018 年 2 月，中国外汇交易中心充分利用 NEX Markets 电子经纪服务平台（简称 EBS）的底层技术，推出 CFETS FX2017 交易平台。由此，中国外汇交易中心会员可以以匿名的方式进入中央流动性交易池，通过中央限价订单簿电子化执行即期交易，即银行间外汇市场标准化外汇产品交易模块（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流动性提供者中作出选择。目前，期权只通过双边询价方式交易。

对于可以通过 CFETS 平台交易的外汇产品，交易模式包括报价驱动、订单驱动和协商驱动；交易方式包括匿名交易、双边交易和撮合交易（C-trade）[111]。为实施报价驱动交易模式，CFETS FX2017 交易平台推出了具有一键式功能的双边询价点击成交交易。流动性提供者可以提供可执行/阶梯报价，而流动性消费者可以通过一键单击功能或提交订单执行交易。

应市场需求，中国外汇交易中心不断调整其产品与服务。最近推出的订单驱动模式日益重要，规模现已与报价驱动模式相近。然而，与报价驱动模式不同，订单驱动模式下不提供 API 接口。

中国外汇交易中心还提供与人民币计价利率、人民币汇率及即期和衍生品市场相关产品的发行、交易、信息和交易后服务。此外，其每天发布市场基准，包括人民币中间价、上海银行间同业拆放利率（Shibor）、贷款市场报价利率（LPR）、中国外汇交易中心人民币指数系列、回购定盘利率、债券指数、收益率曲线等。

建议：

将 API 连接扩展到中国外汇交易中心的所有交易模式和协议。我们理解中国外汇交易中心平台订单驱动模式下有 API 接口，但目前还没有对外开放。API 接口：

a. 提高透明度，能够在执行前持续监测市场价格；

b. 从单一自动化入口点到结算，改善直通式处理率；

c. 便于终端用户利用订单管理系统访问多个流动性池，无论票面额度如何，都能低成本且高效地执行订单；

[110] 中国外汇交易中心概况，https://www.chinamoney.com.cn/chinese/acfact/。
[111] 《中国外汇交易中心产品指引》。

d. 有助于开展交易成本分析，增进对执行成本的理解，进而激励提高执行效率，降低执行成本。

3e. 新产品开发

2022 年 6 月，中国外汇交易中心在银行间人民币/外汇市场推出了新的外汇期权产品，包括普通美式期权和亚式期权，以及在银行间 10 国集团（G10）外币对市场推出的普通美式期权、亚式期权、欧式障碍期权和欧式数字期权[112]。

我们完全支持增加新的产品种类，以使市场参与者能够对冲其外汇风险。

除最近开发的产品外，向市场提供更多新产品仍有机会和空间，从而为市场参与者提供具有成本效益的手段来对冲其货币风险；美元/人民币障碍期权就是这样一个机会。

3f. 其他

i. 验证实际经济交易的真实性

为了开展境内外汇交易，协助交易的银行需要能够证明外汇交易具有“支付目的”，即外汇交易存在某种实际经济原因，例如获得进出口商品所需的货币，或购买股票或债券所需的货币。银行需要就这些要求涉及的每笔外汇交易建立充分的审核档案记录。

适当验证控制措施通常需要人工操作，且需要在执行时进行验证，因而会影响客户订单执行效率。

建议：

对于面向客户的交易，应考虑降低单证核查比例。例如，只有当客户交易的一定比例和客户交易名义金额的一定百分比未满足单证核查要求时，才视为违规。为提高效率，可以将单证核查工作转为交易后进行，并鼓励客户使用电子化交易从而提高自身交易执行的效率。

ii. 为 QFI 和 QDLP 提供的第三方外汇执行服务

中国人民银行和国家外汇管理局联合颁布的《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》让我们深感鼓舞。该规定取消了额度要求，简化了 QFI 投资者资金汇入、汇出以及货币兑换的管理要求。目前，汇入外汇资金以投资的 QFI 投资者仅需与 QFI 托管人执行外汇要求。提高灵活性有助于境外投资者与任何有能力进行外汇交易的境内交易对手执行交易。放开外汇交易对手方数量限制，有助于实现最佳执行，满足境外投资者要求。汇入和汇出资金继续通过 QFI 托管人维护的境内账户进行，QFI 托管人可以继续实施监测。

[112] 《关于银行间外汇市场新增期权品种的通知》，https://www.chinamoney.com.cn/chinese/rdgz/20220526/2380657.html#cp=rdgz。

现行规则也不允许汇入外汇资金的 QDLP 与第三方执行外汇交易。从市场角度来看，QDLP 客户越来越需要通过第三方执行外汇交易，以实现资金汇入、汇出，并对冲风险。为了促进价格发现和公开市场竞争，我们恳请监管机构允许境外投资者与任何有能力进行外汇交易的境内交易对手执行交易。监管机构已经放宽对中国银行间债券市场投资者的类似限制，因此他们可以与任何境内交易对手执行外汇交易（用于结算）。

iii. 放宽银保监会比例要求

我们建议银保监会放松某些比例要求，因为这些要求限制了银行为境外投资者提供服务的能力。例如，根据《商业银行流动性风险管理办法》，外商独资银行、中外合资银行境内本外币资产低于境内本外币负债，或者集团内跨境资金净流出比例超过 25%，或者外国银行分行跨境资金净流出比例超过 50%的，应当在 2 个工作日内向银保监会报告。这种比例要求限制了银行接受客户存款用于结算的能力。

针对 外汇 的建议
1. 应考虑取消外汇利润卖出的额度限制，因为这目前妨碍了银行主动管理外汇风险。 2. 鉴于人民币的外汇汇率日趋稳定，并与美元大致同步变动，我们建议取消针对远期外汇销售 20%的风险准备金比率。流动性提供商为维持存款而产生的额外成本将体现在给客户的报价中，并可能挫伤终端用户对冲外汇风险的积极性，而这在美元/人民币汇率波动较大时期是重大风险。 3. 面向整个行业，将 API 连接扩展到中国外汇交易中心的所有交易模式和协议。我们理解中国外汇交易中心平台订单驱动模式下有 API 接口，但目前还没有对行业开放。扩大 API 接入将有助于： a. 提高透明度，能够在执行前持续监测市场价格； b. 从单一自动化入口点到结算，改善直通式处理率； c. 便于终端用户利用订单管理系统访问多个流动性池，无论票面额度如何，都能低成本且高效地执行订单； d. 有助于开展交易成本分析，增进对执行成本的理解，进而激励提高执行效率，降低执行成本。 4. 进一步简化面向客户交易的单证核查要求。允许一定比例的客户交易或一定比例的客户交易名义金额不进行单证核查，这可以提高客户使用电子化交易的意愿，从而提高其交易执行效率。 5. 继续向市场推出新产品，为终端用户提供具有成本效益的手段，以对冲货币风险，如障碍人民币外汇期权。 6. 加强监管机构之间的协调，放宽某些限制银行对境外投资者服务能力的比例要求，例如，“公司间净资金流出比例”会限制银行从客户处吸收存款进行结算的能力。

F. 境内经营

1. 境外企业境内经营

2019 年 7 月，国务院金融稳定发展委员会办公室出台了《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》，为进一步促进境内金融业对外开放奠定了基础。此后，随着各种外商持股比例限制的取消，许多境外金融机构在中国设立了外商全资子公司或取得了合资企业的多数或 100% 股权。下表列出了过去大约三年的放宽措施。

表 5：外商投资境内金融业的放宽措施

证券公司	***2020年4月1日*** 取消外资持股比例限制
基金管理公司	***2020年4月1日*** 取消外资持股比例限制
期货公司	***2020年1月1日*** 取消外资持股比例限制
QFII/RQFII	***2020年11月11日*** 扩大投资范围，纳入大宗商品和期权
私募证券投资基金管理人	***2020年9月22日*** 30家外商独资私募证券投资基金管理人
保险公司	***2020年1月1日*** 取消人寿保险公司外资持股比例限制/扩大保险经纪商业务范围
资产管理公司	***2020年3月23日*** 澄清外商设立资产管理公司的条件和门槛
银行理财	***2019年7月20日*** 允许外商控股
QDLP/QDIE/QFLP	***2020年*** 批准新额度

我们注意到，监管机构、行业和投资者通过跨境资本流出和流入参与资产管理的意愿和力度都在不断增强。行业渴望满足对多样化产品日益增长的需求，并引入全球专业知识和最优解决方案，配合国家促进高质量发展的战略规划。特别是，我们看到一些公募基金管理公司得以成立，其外资持股比例限制于 2020 年 4 月 1 日完全取消。截至 2023 年 6 月初，大约有 8 家外商独资基金管理公司，31 家外商独资私募证券投资基金管理人，5 家外资控股的银行理财子公司（孙公司）[113]。

1a. 基金管理公司——与境外母公司共享信息和研究成果

- **信息共享**

随着 8 家全球资产管理公司开始运营其外商独资基金管理公司，它们希望在理想情况下将其内地子公司纳入全球运营模式。然而，根据中国证监会 2006 年 6 月颁布的《证券投资基金管理公司治理准则（试行）》第 19 条，基金管理公司的股东不得直接或间接要求公司提供基金投

[113] 请参阅附件 4，查看外商独资基金管理公司、外商独资私募证券投资基金管理人及外资控股的银行理财子公司名单。

资和研究方面的非公开信息或资料。近期，中国证监会 2022 年 5 月颁布的《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》第 33 条要求，基金管理公司应当建立与股东之间的业务和客户“关键信息”隔离制度。

尽管我们相信这些要求的主要目的是防止基金管理公司的非公开信息泄露，避免股东开展抢先交易等情形，损害零售投资者利益。然而，这些要求会对中国投资者和全球公司都产生负面影响，因为：

- 这些信息在被母公司或集团公司用于集团监督、合规、内部控制和风险管理目的时，可以为基金管理公司的零售投资者提供额外的保护；

- 全球资产管理公司内部的信息（如研究信息）分享，是全球资产管理人运营方式的基础，如果外资基金管理公司的运营与任何其它完全内资的资产管理人一样，无法分享和利用集团的全球实践、信息、经验和专业知识，其对于中国的投资者而言缺乏差异性或无法带来额外的益处。

与多数其他司法管辖区域一样，关于非公开信息（无论是基金管理公司的信息或是其隶属集团的信息）的滥用和其他市场滥用行为的担忧可以通过适当的保障和控制来应对，而股东可以通过对基金管理子公司活动的密切监控来帮助实现这一点。

该等要求也不合理地限制了股东能够在多数司法管辖区域合理获取的信息，这一点尤其适用于在全球受到强监管以及集团母公司经常需要对其全资或控股子公司的行为或不当行为承担责任的全球金融机构。获取基金管理子公司的信息，是这些机构的全球合规、监测、监督和风险管理的一部分，具有重要的意义。如果无法获取相关信息，全球金融机构或资产管理人可能违反其本国的法律法规。

- **研究共享**

对于在内地设立基金管理公司的全球资产管理公司来说，它们不仅希望能够通过在集团内部共享投资观点，为内地投资者提供丰富的境内公募基金产品选择，还希望能利用境内基金管理公司发展的人才和资源，为内地以外的投资者提供关于中国市场、中国上市公司以及境内基金产品的可靠研究和建议，这将吸引更多境外投资流入中国。

事实上，许多在内地设有基金管理公司的全球资产管理公司都希望基金管理公司的投资组合经理能够为其投资于中国市场的境外基金提供管理或建议。目前这是不可能的，因为基金管理公司未被允许为境外投资组合或基金管理投资或提供建议。如上所述，我们理解基金管理公司不能与股东共享研究和其他“关键信息”方面。

集团内的研究共享不会自动意味着或导致境外干预基金管理公司的投资决策，因为基金管理公司仍在境内独立运营。引入全球资产管理公司的投资管理和咨询经验至中国境内可以帮助：（1）培养中国国内的资产管理人才；（2）向中国境内转移更多的研究活动和投资决策，尤其

是对于持有中国敞口的境外基金和投资组合；（3）国际投资者更好地了解中国公司的价值和中国市场；以及（4）将中国建设为区域性/国际性的资产管理中心。

建议：

如果中国将受益于吸引境外资产管理机构进入其市场，中国证监会目前关于基金管理公司与其外国股东之间共享信息的限制必须被取消或放宽。

除了允许基金管理公司为了合法目的且在具备适当保障措施下共享研究和其他信息外，我们建议允许基金管理公司为投资于中国市场的境外投资组合或基金的投资开展管理、交易和/或提供建议，因为这不仅可以将这些境外投资组合和基金的投资决策带至中国境内，而且可以迅速培养中国国内的资产管理人才，帮助中国成为区域性/国际性的资产管理中心。

假设基金管理公司可以为境外投资组合或基金开展管理、交易和/或提供建议，我们希望内地的税务机关阐明上述境内活动不会导致投资组合或基金在中国形成纳税义务，目前这一点尚不明确。我们了解到，根据中国现行税法，委托中国投资组合管理人来管理或部分管理、交易或建议这些国际策略，可能会导致境外基金/投资组合增加在中国应缴纳的税负；而如果委托境外投资组合管理人来管理，这种情况就不会发生。因此，希望税务机关能明确规定境外基金或投资组合不会因为使用基金管理公司的此类服务，而承担额外的税负（包括基金管理公司提供的投资组合管理、建议或交易服务所产生的收入或收益的增值税），也不会被认定为中国税收居民或设有机构或场所的非税收居民。这将有助于为这些境外资产管理公司在境内的设立或扩展业务明确税收待遇，利用境内资源，为其境内员工创造工作机会。我们想要强调的是，以上建议不会影响境外投资基金和机构客户继续就其来源于中国的收入和资本利得纳税（通常是以预扣的方式），以及作为未在中国境内设立机构或场所的非居民纳税人就其资本利得纳税。

1b. 私募证券投资基金管理人

外商独资私募证券投资基金管理人在2017年被首次引入时，它们只被允许为其私募基金从境内合格投资者募集资金，且资金应当用于投资境内资本市场。

在本协会提出关于平等待遇的建议后，2019 年 8 月，外商独资私募证券投资基金管理人被允许像境内私募基金管理人一样，投资沪深港通南向交易 [114]。同样，在本协会的呼吁下，2020 年 9 月发布的 QFI 管理新规允许 QFI 投资者委托其关联外商独资私募证券投资基金管理人作为其投资顾问 [115]（以及投资属于 QFI 投资范围的私募投资基金，即实质上是私募证券投资基金管理人发行的基金），为外商独资私募证券投资基金管理人的私募证券投资基金募资提供了新的便利的途径。本协会的资产管理人成员对这些措施非常感激。

---

[114] 中国证券投资基金业协会公告，https://www.amac.org.cn/aboutassociation/gyxh_xhdt/xhdt_xhgg/201908/t20190809_2480.html。
证监会公布 9 项对外开放措施的具体内容，https://www.gov.cn/xinwen/2019-06/15/content_5400452.htm。

[115]《关于实施＜合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法＞有关问题的规定》第六条第（5）项。

外商独资私募证券投资基金管理人规模往往较小，最低员工要求为5人[116]，而基金管理公司的最低员工要求是 30 人[117]。因此，许多外商独资私募证券投资基金管理人倾向于借助其母公司或集团的资源。我们希望它们能够继续如此操作。

建议：

类似于对基金管理公司的建议，我们建议，除了为关联 QFI 提供投资建议外，允许外商独资私募证券投资基金管理人为投资于中国市场的境外投资组合或基金的投资开展管理、交易和/或提供建议，并明确上述服务不会导致境外投资组合或基金在中国成为纳税主体。

1c. 经纪商评级

当前的经纪商评级制度的奖惩结构似乎是不对称的，更偏向业务规模较大的经纪商，因为规模目前是评估中一项重要的加分因素[118]。相比之下，风险管理机制等仅仅是评级中的轻微扣分因素[119]。换言之，如果一个经纪商的风险管理机制方面存在问题，只会被扣几分，而不太可能影响其评级。目前，如果经纪商拥有庞大的客户群（多半为国内经纪商），该经纪商很容易通过执行大量交易弥补被扣的少量分数。

除了相比质量更为奖励数量外，当前的评分体系还奖励大公司的多样化。公司的业务线越多，得分越高。上一年度营业收入和上一年度净利润这两项指标还会为业务线加分提供加成[120]。

由于外商独资或外商控股经纪商（“境外经纪商”）进入市场较晚，其客户群规模远不及国内同行。境外经纪商虽然在风险管理或其他类似方面具有优势，但缺乏客户基础，在当前的奖惩结构下，可能很难提高自身评级。

建议：

我们建议中国证监会修改经纪商评级制度，使奖惩结构更加对称，并为境内经纪商和境外经纪商营造更加公平的竞争环境。例如，如果经纪商在风险管理机制方面存在问题，应该受到比现在更高力度的惩罚。

我们进一步建议，中国证监会对加分业务线的数量设置上限，仅将其作为评价收入和风险多样性的一项因素。

---

[116] 《私募投资基金登记备案办法》第八条第（4）款规定：……专职员工不少于 5 人。

[117] 根据 2022 年 6 月 20 日起施行的《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》第六条的规定，基金管理公司具有基金从业资格的人员原则上不少于 30 人。

[118] 《证券公司分类监管规定》第十三条规定，证券公司上一年度代理买卖证券业务净收入或营业部平均代理买卖证券业务净收入位于行业前 5-20 名的，分别加 0.5-2 分。

[119] 《证券公司分类监管规定》第十二条规定，全面风险管理存在一定问题，按具体评价标准每项扣 0.5 分。

[120] 《证券公司分类监管规定》第十三条规定，证券公司上一年度代理买卖证券业务净收入或营业部平均代理买卖证券业务净收入位于行业前 5-20 名的，分别加 0.5-2 分。

1d. 衍生品许可证

根据《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》，衍生品交易资质须经由中国证监会批准。该办法第 27 条规定，中国证监会的申请审核标准包括注册资本和净资本等。我们担心注册资本和净资本会是否成为中国证监会审核申请的决定因素，我们认为风险管理能力等因素也需要得到应有的重视。

此外，现有一级衍生品牌照的审批程序在标准或审批时间方面不够透明[121]。例如，不清楚名义规模是否会成为一项主要因素。明确审批程序可以吸引外资经纪商，有助于促进市场发展，加强市场流动性。

建议：

我们建议在审批衍生品许可申请时不要过分强调注册资本和净资本。我们进一步建议明确现有的一级衍生品牌照审批程序。

1e. 投资者适当性评估

我们理解中国市场有一项独特的要求，即资产管理人和代销机构须对投资者适当性负连带责任，尽管在大多数第三方代销的情况下资产管理人无法了解最终客户，必须依靠代销机构开展投资者适当性评估。这项要求与大多数（如果不是全部）其他司法辖区有较大差异，其他司法辖区一般由代销机构（接纳最终客户并“拥有”客户关系）承担责任。尽管资产管理人可以通过要求代销机构提供投资者信息来降低责任风险，但代销机构通常会拒绝这样的要求，因为代销机构认为这些信息是其专有的，应作为商业机密来维护。对投资者的保护并不会因为施加连带责任而得到加强（事实上，代销机构通常是被地方监管部门监督的受监管实体），而让资产管理人来负责信息验证也不现实。因此，我们建议监管机构考虑重新调整责任标准，以更好地反映实际情况和商业现实，并与全球惯例更加一致。

此外，中国的投资者适当性评估框架专注于单一产品风险等级方法。随着中国的产品格局不断演变，以及客户更加成熟，客户的需求不断增加，适当性框架应当朝着整体/投资组合适当性方法发展，而非以产品为基础的方法。

建议：

无论从实际角度，还是商业角度，资产管理人可能依赖代销机构进行投资者适当性评估，因此，责任也应由代销机构承担，而不是资产管理人。

建议投资者适当性框架从以产品为基础，转变为以整体和投资组合为基础的方法。

---

[121] 《证券公司场外期权业务管理办法》第七条第（1）项规定，“最近一年分类评级在 A 类 AA 级以上的，经中国证监会认可，可以成为一级交易商。”

1f. 养老基金

未来养老金市场的机遇令人兴奋，尤其是关注养老金第三支柱。凭借现有的合作关系以及作为全国社会保障基金的海外管理人，本协会的成员已经在养老金第一支柱方面积累了中国养老金的知识和经验。作为对推广个人投资者养老金第三支柱的全国战略举措的响应，本协会的资产管理成员希望能够分享管理海外养老金方案和产品的专业知识和经验，例如资产负债匹配（ALM）机制和负债驱动投资（LDI）机制。我们建议三个不同养老金支柱的参加标准可以更加透明，试点工作可以尽快正式落地。

1g. 托管人结算资质

我们欢迎中国证监会 2020 年 7 月发布的《证券投资基金托管业务管理办法》中的改革，允许外国银行分行开展托管业务时穿透凭借总行的资本能力来满足适用的净资产要求。

然而，根据《中国证券登记结算有限责任公司结算参与人管理工作指引（2017 年修订版）》，商业银行申请 QFI 托管结算资格，提交的文件包括关于实收资本不少于 80 亿元人民币等事项的承诺函 [122]。我们建议中证登考虑相同做法，允许外国银行分行凭借总行的资本能力开展 QFI 结算业务。

建议：

允许外国银行分行凭借总行的资本能力开展 QFI 结算业务。

1h. 第三方接入

2015 年，中国证监会发布了《关于加强证券公司信息系统外部接入管理的通知》和《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》，对所谓的第三方接入或外部接入作出了限制。2019 年，中国证监会发布了《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定（征求意见稿）》（“《外部接入征求意见稿》”），旨在规范经纪商提供的交易信息系统接入，也似乎表明中国证监会有意允许机构投资者使用经纪商的交易系统，通过经纪商的系统接口向交易所发送指令。

然而，《外部接入征求意见稿》仍未颁布。正如《外部接入征求意见稿》的说明所言，随着证券市场的发展，基金管理人、保险公司等机构投资者的交易比例逐年增加，传统的人工操作已经无法满足机构投资者进行分仓管理、统一风控的需求。《外部接入征求意见稿》可以引导证券公司在安全、合规的前提下，向机构投资者提供外部接口服务。因此，业界期待早日颁布该规定。

[122] 《中国证券登记结算有限责任公司结算参与人管理工作指引（2017 年修订版）》第 12 和 43 页。

业界还关注《外部接入征求意见稿》中的经纪商标准。特别是，《外部接入征求意见稿》要求寻求提供第三方接入的证券经纪商必须在过去三年内至少有两年获得 A 级或者以上级别评级。对于寻求为投资者提供第三方接入的外商投资证券公司来说，该评级要求可能是重大的挑战。

建议：

我们期待颁布《外部接入征求意见稿》，同时建议取消征求意见稿中经纪商必须在过去三年内两年获得 A 级或以上级别评级的要求。

2. 双重许可制度

大湾区资格互认安排概述

为了提升大湾区内的市场一体化，于 2003 年 12 月，香港证监会与中国证监会签署了《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排——与证券及期货人员资格有关的安排》。根据该安排，双方就证券期货业专业人员资格互认的若干安排达成一致（“资格互认安排”）。

在资格互认安排下：

(i) 持有（或曾于最近三年内持有）香港证监会发出的相关牌照的香港特别行政区永久性居民（“香港持牌人员”）如拟申请在内地取得证券行业资格，可通过内地考试，获内地监管机构授予从业资格。只有在特殊情况下，拟担任内地中介机构高级管理人员的申请人才会根据具体情况就此考试要求获得豁免。一旦香港持牌人员取得从业资格，若其在香港担任持牌代表，则该从业许可将等同于在内地取得一般从业资格。

(ii) 持有有效且相关从业资格的内地公民（“内地持牌人员”），将被视为已取得在香港担任持牌代表的从业资格。在内地持有高级管理人员任职资格的内地持牌人员，将被视为已符合在香港担任负责人员的从业资格。

取得从业资格后，相关专业人员需按照内地或香港的相关程序申请执业资格或执照。

行业面临的主要挑战

1. **个人** 香港持牌人员和内地持牌人员仍然需要经过繁琐的程序才能在对方市场从事持牌活动。例如，香港持牌人员需要通过内地法律法规考试，并在内地申请执业资格，而内地持牌人员则需要通过香港法规考试。

   如果香港持牌人员未在内地取得相关资格，则不得在内地从事任何受监管的活动（包括向合资格内地投资者推广“跨境理财南向通”下的理财产品）。

2. **实体** 在实体层面，根据中国法律的一般规定，在不会触发相关许可要求的情况下，境外持牌实体（及其雇员）只能在内地从事有限的活动。市场普遍认为，该活动必须：

   (i) 仅用于教育/品牌推广目的；

   (ii) 不以产生任何收益或利润为目的。

   从本质上而言，境外持牌实体（及其雇员）不得在境内推销或销售特定的境外服务或产品，甚至不得在境内接受客户对任何境外产品或服务的要约，否则会触发相关许可要求。这些规定限制了投资者对产品（例如在“跨境理财通”下的产品）的了解，从而严重阻碍了“跨境理财通”的吸引力和成功率（有关这方面的进一步讨论，请参见本报告第 G 节（其他互联互通机制）的第二部分（跨境理财通）。

双重许可制度可能带来的机遇

引入双重许可制度，从而允许在大湾区内的一个司法管辖区获得许可的个人和实体，在不必另行获得许可的情况下，在另一司法管辖区从事规定范围内的活动，将大大加强大湾区的跨境人力资本流动，并促进整个大湾区金融市场的一体化发展。

正如本报告第 G 节（其他互联互通机制）第二部分（跨境理财通）所强调的，实施“跨境理财通”的主要挑战之一，是禁止香港与内地之间的跨境营销活动，这限制了参与“跨境理财通”的银行直接向潜在投资者推广其理财产品。引入双重许可制度，将允许参与“跨境理财通”的银行积极推广其在“跨境理财通”下销售的理财产品，从而加强“跨境理财通”的实施和运作。

建议：

本协会建议引入双重许可制度，允许在大湾区内一个司法管辖区获得许可的个人和实体，在不必另行获得许可的情况下，在另一司法管辖区从事规定范围内的活动。在大湾区内互认专业人员的资格和从业许可对于整个大湾区的金融市场一体化发展至关重要。尽管实施双重许可制度需要采取措施，以确保满足对获互认持牌实体的期望，且任何获互认的专业人员具备足够的经验和能力，该发展将推动整个大湾区金融市场的互联互通，尤其促进“跨境理财通”的实施和运作。

针对 境内经营 的建议
境外企业的境内经营： 1. **（基金管理公司）** - 取消或放宽对基金管理公司与其外国股东之间分享研究和其他信息的限制。 - 允许基金管理公司为投资于中国市场的境外投资组合或基金的投资开展管理、交易和/或提供建议（在这种情况下，明确这种境内活动不会导致投资组合或基金在中国形成纳税义务，目前这一点并不明确）。

2. **（私募基金管理公司）**允许外商独资私募证券投资基金管理人为投资于中国市场的境外投资组合或基金的投资（除他们的关联 QFI 外）开展管理、交易和/或提供建议，明确税收待遇，即上述服务不会导致境外投资组合或基金在中国成为纳税主体。
3. **（经纪商评级）**修订经纪商评级制度，使奖惩结构更加对称。
4. **（衍生品交易牌照）**降低注册资本和净资本的重要性，明确现有的一级衍生品牌照审批程序。
5. （**投资者适当性评估**）重新调整责任标准，更好地反映资产管理公司可能依赖代销机构进行投资者适当性评估的实际和商业现实；将客户适当性框架从产品导向方法，转变为基于投资组合的全面方法。
6. **（托管结算资格）**允许外国银行分行凭借总行的资本能力开展 QFI 结算业务。
7. **（第三方接入）**取消《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》草案中关于经纪人必须在过去三年中的两年被评为 A 级或以上的前提条件。

双重许可制度

8. 引入双重许可制度，从而允许在大湾区内的一个司法管辖区获得许可的个人和实体，在不必另行获得许可的情况下，在另一司法管辖区从事规定范围内的活动，将大大加强大湾区的跨境人力资本流动，促进整个大湾区金融市场的一体化发展。

G. 其他互联互通机制

1. 基金互认安排

基金互认自 2015 年 5 月启动，允许内地和香港符合条件的零售基金在对方的市场注册和销售。截至 2022 年底，有 38 只来自香港的北向基金获准在内地销售，有 47 只来自内地的南向基金获准在香港销售。然而，自 2021 年 4 月以来，没有任何新的北向基金获得批准，而最后一只获批的南向基金是在 2017 年 [123]。

表 6：基金互认安排—获批基金和净资本流量 [124]

	北向		南向	
	获批香港基金	资本净流出额（截至年末）	获批内地基金	资本净流入额（截至年末）
2015	3	N.A.	13	N.A.
2016	3	人民币 77.7 亿元	33	人民币 1.0 亿元
2017	4	人民币 124.6 亿元	1	人民币 3.4 亿元
2018	7	人民币 90.2 亿元	0	人民币 4.3 亿元
2019	6	人民币 161.8 亿元	0	人民币 2.7 亿元
2020	6	人民币 144.2 亿元	0	人民币 3.1 亿元
2021	9	人民币 142.4 亿元	0	人民币 10.3 亿元
2022	0	人民币 115.4 亿元	0	人民币 10.2 亿元
总计	38		47	

如上表所示，内地公募基金对香港投资者的吸引力远远较低，可能的原因是已经有许多现有基金专注投资内地市场。相比之下，香港公募基金对内地投资者有较大吸引力。然而，过去几年里，香港公募基金的净流入量一直在下降，可能的原因是业绩表现不佳或市场整体下行。

1a. 管理资产规模 50/50 要求

基金互认机制之所以未能像许多人预期的那样大受欢迎，原因之一是限制在对方市场募集的资金不得超过基金资产的 50%[125]。这项 50/50 资产管理规模要求限制了香港基金在内地筹集的投

[123] 北向基金清单，http://eid.csrc.gov.cn/fund；南向基金清单，https://apps.sfc.hk/productlistWeb/searchProduct/UTMF.do。
[124] 香港基金内地发行销售资金汇出入情况表，http://www.safe.gov.cn/safe/2018/0424/8884.html。
内地基金香港发行销售资金汇出入情况表，http://www.safe.gov.cn/safe/2018/0424/8885.html。
[125] 《香港互认基金管理暂行规定》第四条第五项。

资者资金不能超过在香港的资产管理规模，而香港市场规模远小于内地市场。据报道，2021年有一只北向基金在接近 50%限制时，不得不停止向内地投资者销售。[126]

我们理解，要求一只基金在其注册地募集一半资产以及在投资目的地募集其余的一半资产，体现了基金互认安排的互惠本质，然而，一个不可否认的事实是，中国内地的市场规模远大于香港市场，因此香港基金将在香港的投资者资金增加到匹配内地的资金是非常困难的。这就限制了基金互认机制对全球基金管理人申请内地认可其香港基金在内地获得认可的收益和吸引力。

建议：

建议取消或提高对北向香港基金在内地募集资金不超过其基金资产 50%的要求。

1b. 基金资格和委托

目前，只有经香港证监会注册和许可的资产管理人所管理的在香港设立的基金才有资格成为北向互认基金[127]。此外，基金的资产管理人不能将其投资管理职能委托给在香港以外的机构[128]。这些要求减少了内地投资者多样化其投资于更广范围基金的机会，比如在香港零售投资者中广泛销售的投资于许多其它市场的 UCITS 基金，以及利用其他市场基金管理人的专业技能的机会。

建议：

允许北向互认基金的设立地点具有更多灵活性，特别是像 UCITS 这样在全球广受认可的基金，这不仅会为内地投资者提供更多选择，还会提高基金互认对可能尚未在香港建立业务的全球基金管理人的吸引力。如果不允许海外设立的基金参加基金互认计划，允许香港基金管理人将投资管理委托给境外管理人，这将有助于扩大内地投资者的基金选择，以便可以从更多样化投资的基金中受益。

2. “跨境理财通”

大湾区背景和机遇

2021 年 9 月启动的**“跨境理财通”计划**，是面向粤港澳地区（**“大湾区”**）个人投资者首次推出的跨境投资互惠市场准入机制。该计划允许个人投资者通过封闭式的资金流通渠道，投资大湾区内合格银行发行的跨境理财产品。

[126] 摩根太平洋科技基金暂停内地申购，https://mp.weixin.qq.com/s/LFNi9NNoEAIGvdCAvLwykg。
[127] 《香港互认基金管理暂行规定》第四条第一项和第二项。
[128] 《香港互认基金管理暂行规定》第四条第二项。

推出“跨境理财通”计划和跨境投资是大湾区金融市场开放的重要里程碑，也是大湾区金融发展的重大突破。大湾区人口超过 8600 万，经济总量超过 1.9 万亿美元[129]，占中国 GDP 的 10% 以上[130]，“跨境理财通”计划在推动大湾区内金融经济发展方面发挥着重要作用。

截至 2023 年 5 月底，共有 23 家香港银行参与“南向通”计划，22 家香港银行参与“北向通”计划[131]。尽管“跨境理财通”计划在公布时在市场上引起了极大的关注，但北向计划和南向计划的流量均未达到预期。“跨境理财通”计划（包括北向和南向计划）的总额度为 1500 亿元，但截至 2023 年 4 月 16 日，北向计划和南向计划下的跨境汇款净值分别约为 2.608 亿元和 6.0865 亿元，分别占总额度的 0.17%和 0.41%[132]。

“跨境理财通”计划下资金流量不足的原因之一，可能是香港和大湾区内其他地区之间一直到 2023 年 1 月实施的防疫相关旅行限制。合格投资者如果想投资大湾区内另一个司法管辖区银行发行的理财产品，通常需要亲自跨境开设投资账户，才能根据“跨境理财通”计划进行投资，这很可能是一个重要因素。下面列出了“跨境理财通”计划未能像其他内地与香港互联互通机制一样成功的关键原因。

1. **跨境开户**。在“南向通”计划下，内地合格投资者必须在香港银行开立新的投资账户，专门用于开展“跨境理财通”南向计划下的投资，不论他们是否已在该香港银行持有账户。然而，在本协会的建议下，最终的规则规定，合格的内地投资者可以亲自前往香港开户，或由内地合作银行证明身份（即通过内地合作银行认证客户身份和身份证明文件）的方式，在大湾区开立南向投资专用账户，无需前往香港。

   在“北向通”计划下，符合条件的香港投资者如果在大湾区的相关内地银行持有带有投资功能的银行账户，可以选择将这些账户指定为北向计划的专用投资账户。然而，那些在内地银行没有现有投资账户的投资者则需要亲自前往内地，在内地银行开设新的投资账户，以便进行北向投资。

   建议：

   为了鼓励更多香港投资者参与北向投资，建议香港投资者无需亲自去内地城市开户，在香港就可以办理委托内地的银行远程开立投资账户，并享有类似的账户操作权限。如果无法为香港投资者提供此选项，我们建议对于那些已经是香港内地银行现有客户的香港投资者，豁免大湾区内亲自开户要求，因为这些银行已经对此类客户进行了客户尽职调查和身份验证。

---

[129] 2021 年数据；根据香港贸易发展局公布的统计数据，https://research.hktdc.com/en/article/MzYzMDE5NzQ5。

[130] 2021 年数据；根据世界银行公布的统计数据， https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=CN。

[131] 根据香港金融管理局公布的统计数据， https://www.hkma.gov.hk/eng/key-functions/international-financial-centre/wealth-management-connect/。

[132] 根据中国人民银行广州分行公布的统计数据， http://guangzhou.pbc.gov.cn/guangzhou/129196/4332364/index.html

2. **产品限制。**除了开户手续繁琐外，“跨境理财通”计划缺乏投资者参与的另一个关键原因是产品限制。目前，只有低到中等风险的产品才有资格在“跨境理财通”计划下交易。考虑到低到中等风险的产品通常包括债券和一些平衡型基金，很少包括股票基金，而固定收益产品的利率往往较低，因此“跨境理财通”计划下提供的产品对期望获得更高回报的投资者来说，通常不太有吸引力。

   作为“跨境理财通”计划的替代方案，寻求获得更高回报的基金的投资者可以通过基金互认计划，投资本地基金或跨境基金，两者投资范围均不限于低到中等风险基金。股票基金被视为高风险产品，一度占香港基金总销售额的 50-60%，但 2022 年，股票基金销售额占香港基金总销售额的 33%，混合或平衡基金销售额占 35%[133]。 根据中国证券投资基金业协会《全国公募基金市场投资者状况调查报告（2020 年度）》[134]，超过 70%的内地零售投资者选择股票基金（不包括指数基金），作为首选公募基金投资。 除非将股票基金纳入投资范围，否则投资者对“跨境理财通”计划的兴趣将一直有限。

   建议：

   我们建议扩大“跨境理财通”计划下提供的理财产品范围，纳入：a）高风险产品，包括股票基金；b）在香港之外注册成立的产品；和 c）在香港注册成立但投资于境外基金的香港基金。这将为大湾区投资者提供更多投资选择和分散投资机会，特别是因为很多在香港注册的基金投资于内地。

   在香港财政司司长于 2023 年 2 月 22 日发布的《2023-24 年度财政预算案》中，香港特区政府宣布计划进一步扩大内地与香港之间的相互市场准入，并加强“跨境理财通”计划[135]。香港金管局总裁在 2023 年 5 月 9 日的彭博财富亚洲峰会上宣布，金管局正在与内地主管部门进行持续讨论，计划扩大“跨境理财通”计划下提供的产品范围，可能扩展至全球股票产品，并希望在不久的将来推出“跨境理财通 2.0”。市场对这一举措表示欢迎，并期待看到加强“跨境理财通”计划的进一步实施细节。

3. **参与者限制**。“跨境理财通”计划对计划参与者，即投资者和银行，设定了资格要求。例如，投资经验不足两年和/或家庭金融资产价值低于人民币 200 万元（或净值低于人民币 100 万元）的投资者将无权在“跨境理财通”计划下投资。此外，每个个人投资者在“跨境理财通”计划下的总投资额度为 100 万元。考虑到合格投资者的资本要求和分配给“跨境理财通”计划的总额度，个人投资额度相对较小。

---

[133] 根据香港投资基金协会公布的统计数据，https://www.hkifa.org.hk/upload/Documents/Retail-Funds/Sales-Redemptins-Data/2022-YTD.pdf。

[134] 《全国公募基金市场投资者状况调查报告（2020 年度）》，https://www.amac.org.cn/researchstatistics/report/tzzbg/202201/P020220107702402352747.pdf。

[135] 《2023-24 年度财政预算案》载于：https://www.budget.gov.hk/2023/eng/speech.html

建议：

我们欢迎香港金管局最近在 2023 年 5 月举行的彭博财富亚洲峰会上提出在“跨境理财通 2.0”计划下提高个人投资额度。为了使计划取得更大的成功，我们建议增加个人投资额度，或者将投资者分为两类，即散户投资者和专业投资者，并分别提高他们的个人投资额度。

目前，只有符合一定资格要求的银行有权参与分销“跨境理财通”计划下的公募基金/理财产品。由于这些产品也由证券公司、基金管理公司（在内地）和私人银行（在香港和澳门）销售或分销，我们建议将这些实体纳入合格参与者范围，以进一步鼓励更多投资者参加“跨境理财通”计划。

4. **投资建议和产品管理人角色**。“跨境理财通”计划的实施采取“仅执行”（即“不主动推销”）模式，以避免出现跨境营销和监管问题。但是，若投资者不跨境进行实地考察，就无法向产品发行人或分销产品的银行询问或获取投资建议，因此，他们难以评估“跨境理财通”计划下特定产品的投资潜力和吸引力。这可能为投资者参与计划带来了重大障碍。

建议：

为增强投资者对“跨境理财通”计划下所提供产品的认识，并帮助投资者做出知情的投资决定，我们建议放宽严格的“不主动推销”模式，以便产品发行人在必要时在分销银行的陪同或协同下，在大湾区不同市场内举行教育和产品信息说明会。虽然大湾区不同市场内的相关监管机构可能需要达成互相理解或签订合作协议，但放宽“不主动招揽”模式肯定会提高“跨境理财通”计划的参与度，并促进其进一步发展。

5. **税收影响**。有利的税收政策通常是跨境投资计划成功的重要决定因素。

建议：

我们建议，“跨境理财通”计划下的投资者税收待遇应简单易懂，易于实施，并在内地、香港和澳门之间互利互惠。我们建议出台广泛税收豁免，包括对“跨境理财通”计划下所有投资产生的任何收益、资本利得和分红，免征企业所得税、个人所得税和增值税，与基金互认、股票市场互联互通机制和“债券通”计划下的税收待遇保持一致。复杂模糊的税收规则将对个人投资者产生特别不利的影响，因为他们没有能力或资源来处理此类复杂问题。

此外，我们建议出台特定的税收规定或行政措施，明确规定香港参与银行或香港产品发行人（例如香港资产管理人）在大湾区开展与“跨境理财通”相关的跨境活动，并不会在中国内地产生企业所得税和个人所得税纳税义务。

6. **跨境支付和结算**。在香港货币及金融研究中心进行的一项调查中[136]，受访者指出了在进行跨境支付和结算活动方面的三大挑战[137]，具体如下：

   (i) 缺乏完全自动化的程序供开展支付和结算活动；

   (ii) 支付和结算活动依赖传统技术；

   (iii) 大湾区内不同市场适用的标准、规程和程序不一致。

   这些障碍不仅增加了大湾区内部跨境支付和结算交易的复杂性，限制了进行此类交易的效率，而且还会引发更多的安全问题和错误风险。

   建议：

   市场期待进一步完善“跨境理财通 2.0”下的理财产品销售流程。我们建议大湾区不同市场内部署自动化流程，并实施一套统一的标准、协议和程序，加强大湾区内的跨境支付和结算系统。

3. QDII

截至2022年12月，国家外汇管理局已向各类机构投资者批准总计约1597亿美元的QDII额度。虽然我们欢迎持续批准增加总额度，我们观察到年度增长率相对较小，约为1.5%[138]。

建议：

投资的多样化，包括对本国以外市场的投资，对所有投资者都是重要的。因此，拓宽境内机构投资者的 QDII 机制，可以让投资者寻求其它市场的潜在更高回报，以及通过境外投资开展学习。

此外，我们也建议增加 QDII 的投资范围。在《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》的基础上，我们建议国家金融监督管理总局考虑将私募信贷基金（如优先级、夹层和特殊机会债务）加入中国保险公司在 QDII 机制下可以投资的合格境外资产类别。我们看到，全球的保险公司，考虑到第二代偿付能力监管框架下的资本效率，多年来增加对私募信贷的资产配置的趋势。我们相信，扩大保险公司允许的投资范围，有助于进一步满足中国资产配置者日益增长的需求，并促进市场的进一步发展和成熟。

---

[136] 香港货币及金融研究中心，“大湾区的跨境支付和结算系统”（2023 年 3 月），https://www.aof.org.hk/docs/default-source/hkimr/applied-research-report/gbarep.pdf。

[137] 共有 58 个机构参加了调查。在这些机构中，31 家来自银行部门，14 家来自保险部门，13 家来自资产管理部门。

[138] 证券日报报道，http://www.zqrb.cn/fund/jijindongtai/2022-12-17/A1671240994822.html。

4. QDLP

目前，寻求取得内地 QDLP 牌照的境外另类投资管理人较少。我们认为，这是由于申请所需满足的条件不够明确，而且 QDLP 审批流程在不同地区的解释和实施存在差异。

建议：

我们建议相关监管机构继续完善指导意见，并推动 QDLP 工作流程的标准化。我们相信，这类举措将进一步鼓励和吸引成熟的另类投资管理人进入中国市场，从而丰富境内投资者可选择的产品。

针对 其他互联互通机制 的建议

基金互认计划：

1. 允许北向互认基金的设立地点具有更多灵活性，特别是像 UCITS 这样在全球广受认可的基金，这不仅会为内地投资者提供更多选择，还会提高基金互认对可能尚未在香港建立业务的全球基金管理人的吸引力。如果不允许海外设立的基金参加基金互认计划，允许香港基金管理人将投资管理委托给境外管理人，这将有助于扩大内地投资者的基金选择，以便可以从更多样化投资的基金中受益。

“跨境理财通”计划：

2. 取消“北向通”下于内地银行面对面开户的规定，或向已是内地相关银行香港分行现有客户的投资者提供豁免。
3. 扩大“跨境理财通”下可投资的理财产品范围，纳入高风险产品，包括股票基金、在香港之外注册的产品及投资于境外基金的香港基金。
4. 增加个人投资额度，或者将投资者分为零售投资者和专业投资者两类，并分别增加个人投资额度。
5. 扩大合资格分销商范围，允许证券公司和基金管理公司通过“跨境理财通”销售产品。
6. 放宽“不主动推销”模式，以便产品发行人（如必要，在分销银行在场的情况下或协同分销银行）在大湾区不同市场内举行教育和产品信息说明会。
7. 扩大税收豁免，包括对“跨境理财通”下进行的所有投资产生的任何收益、资本利得和分红免征企业所得税、个人所得税和增值税。
8. 明确规定在大湾区开展与“跨境理财通”相关的跨境活动，并不会在内地产生企业和个人所得税的纳税义务。
9. 在大湾区不同市场内部署自动化流程，并实施统一的标准、规程和程序，以优化大湾区内的跨境支付和结算系统。

QDII：

10. 继续拓宽 QDII 机制，将 QDII 作为连接境内投资者与境外产品的重要渠道，促进交流全球最佳实践；
11. 增加保险公司可以投资的合格境外资产类别，包括私募信贷基金（例如优先级、夹层和特殊机会债务）。

QDLP：

12. 完善各地 QDLP 审批流程，推动 QDLP 工作流程标准化。

H. 跨境数据

过去几年来，中国的数字经济发展加速。日经指数的一项调查显示，2019 年，中国跨境数据流占全球总量的 23%，而美国以 12%位居第二 [139]。根据一份国家数据报告，2022 年，中国是世界数据产量第二大国，年内数据产量达到了 8.1ZB，占全球数据总量的 10.5%[140]。大量数据资源对经济竞争力具有无可估量的价值。因此，中国越来越重视数据安全，特别是对跨境数据传输的监管。在金融业，行业规则对个人金融信息等金融数据的保护提出了更详细的要求。尽管行业支持数据保护，但我们期望中国的跨境数据规则与国际最佳做法保持一致，并在数据自由流动与数据安全之间取得平衡。跨境数据规则不确定，可能导致行业难以全面遵守这些要求，我们期待中国当局进一步阐明情况，提供详细指导，确保跨境数据规则得到有效实施，并促进数据有序流动，同时不妨碍资本流动的高效运作。

2023 年 3 月发布的《党和国家机构改革方案》同样值得关注，该方案优化调整了金融监管和数据管理等关键领域机构的职责。根据该方案，中国将组建国家数据局，负责协调推进数据基础制度建设，统筹数据资源整合共享和开发利用，统筹推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设等。与“数字中国、数字经济和数字社会”以及数据基础设施相关的网信办和国家发改委的特定职能将重新分配给国家数据局。此外，中国在中国银保监会的基础上，于 2023 年 5 月 18 日组建了国家金融监督管理总局，扩大了监管职责范围，纳入中国人民银行在与金融集团和金融消费者保护相关的监管职责，以及中国证监会的投资者保护职责。

1. 数据出境途径

1a. 重要数据和关键信息基础设施定义

在《网络安全法》《数据安全法》和《个人信息保护法》这三大法律框架下，关键信息基础设施运营商收集的个人信息和重要数据必须存储在中国大陆境内，经跨境传输安全评估后方可进行跨境传输。

鉴于关键信息基础设施运营商和重要数据处理者的义务重大，本协会的主要关切是关键信息基础设施和重要数据在金融领域的定义不明确：

- **关键信息基础设施。**2021 年颁布的《关键信息基础设施安全保护条例》只规定了关键信息基础设施的一般范围，并允许各行业和部门的主管监管机构制定认定规则，组织开展认定工作。到目前为止，中国金融监管部门还没有公布金融业的相关关键信息基础设施规则或名单。

[139] 日经新闻，2020 年 11 月 24 日，全球互联网发生分化之际，中国一跃成为世界数据超级大国，可参阅：https://kr-asia.com/china-rises-as-worlds-data-superpower-as-internet-fractures。
[140] 网信办，2023 年 5 月 23 日，《数字中国发展报告（2022 年）》，可参阅：http://www.cac.gov.cn/2023-05/22/c_1686402318492248.htm。

- **重要数据。**虽然全国信息安全标准化技术委员会正在完善《信息安全技术 重要数据识别指南（征求意见稿）》，还起草了《信息安全技术 重要数据处理安全要求》，但由于金融行业缺乏重要数据目录，“重要数据”的具体范围要经过监管审查才能确认。除了上述国家标准本身，在金融领域的执行情况和网信办对此的态度也有待明确。

建议：

我们欢迎监管机构进一步阐明这些关键概念，从而减少阻碍公司有效使用属于这些类别数据的不确定性。

我们建议在兼顾网络/数据安全和数据自由流动需求的基础上，明确定义关键信息基础设施和重要数据，以实现高效的业务运营，并采取基于风险的管理方法。我们尤其建议阐明：重要数据的范围只包括影响中国国家利益的数据，而不仅仅是数据出境者的利益。

1b. 数据出境途径

上述三部关键法律为中国企业数据出境确立了基本途径，包括：

- **安全评估**：按规定通过网信办组织的安全评估；
- **认证**：获得专业机构颁发的个人信息保护认证；
- **标准合同**：根据网信办制定的标准合同，与海外接收方签订合同。

我们很高兴看到近年来中国数据出境制度的监管进展：《数据出境安全评估办法》已经生效，全国信息安全标准化技术委员会发布了一套新的个人信息跨境传输认证规范，期待已久的《个人信息出境标准合同》也已发布。然而，数据出境途径下的一些要求在业内引起了争议，并可能大大增加国内外公司的合规成本。

(1) 安全评估

网信办于 2022 年发布了《数据出境安全评估办法》，并制定了相关的申报指南，为如何进行安全评估提供了详细的指导和参考。根据该《办法》，如果触发以下任何一种情形，必须适用网信办组织的安全评估：

- 数据处理者向境外提供重要数据；
- 关键信息基础设施运营者和处理 100 万人以上个人信息的数据处理者向境外提供个人信息；
- 自上年 1 月 1 日起累计向境外提供 10 万人个人信息或者 1 万人敏感个人信息的数据处理者向境外提供个人信息。

在安全评估的申报程序和方法方面，监管部门仍在努力审查市场提交的数以千计的自评估材料，我们期待在网信办完成总结结果后得到更明确的指导。

建议：

- 建议建立线上申报渠道，简化申报流程，促进企业与监管部门的沟通（我们了解苏州网信办推出了线上申报平台[141]，期待在全国范围内建立统一的申请平台）。

- 同时，建议监管部门就数据处理者提交的安全评估报告和其他申请材料，给予灵活回旋空间，比如对一些难以获取的信息（如境外数据中心的 IP 地址）的披露要求。

- 我们期待监管机构对安全评估要求的例外情况作出进一步解释。例如，如果一家公司处理超过 100 万客户的个人信息（未将任何客户的个人信息传输到中国境外），仅出于内部人力资源管理目的，将几百名员工的个人信息传输到境外时，就必须进行数据出境安全评估，这必将大大增加市场参与者的合规成本。

- 我们也欢迎监管机构确认：在大湾区发展规划背景下，是否将内地向香港的数据传输视为跨境传输；如果是的话，是否有更简化、更宽松的程序可以适用于向香港的数据传输。

(2) 认证

最近，中国的个人信息跨境传输认证制度得到了进一步发展。2022 年 11 月，国家市场监督管理总局与网信办联合发布《关于实施个人信息保护认证的公告》。全国信息安全标准化技术委员会还发布了《网络安全标准实践指南—个人信息跨境处理活动安全认证规范 V2.0》，以及名为《信息安全技术 个人信息跨境传输认证要求（征求意见稿）》的国家标准草案。根据上述规则，认证制度的适用范围现在扩展到所有个人信息的跨境传输，而不仅仅是以前版本中规定的个人信息的集团内部传输。

此外，与标准合同途径相比，认证途径似乎并无明显优势。认证途径要求个人信息处理者进行个人信息保护影响评估，与海外接收方签订有约束力、可执行的法律文件，并与海外接收方遵守相同的公司规则。个人信息处理者和海外接收方都应设立数据保护组织，并指定个人信息保护责任人，并进一步接受认证机构的持续监督。

(3) 标准合同

期待已久的《个人信息出境标准合同办法》（《标准合同办法》）于 2023 年 2 月 24 日公布并于 2023 年 6 月 1 日生效。

本协会于 2022 年 7 月 29 日向网信办提交了关于标准合同草案的意见答复，我们很高兴看到本协会的一些建议似乎已经被纳入最终的《标准合同办法》中。《标准合同办法》明确规定，“基于个人同意向境外提供个人信息的，应当取得个人信息主体的单独同意”。换言之，如果个人信息的跨境传输是基于其他法律依据，而不是个人同意，则该数据出境活动不需要另行同意。

《标准合同办法》第 4 条第 6 款规定，境外接收方接到所在国家或者地区的政府部门、司法机构关于提供本合同项下的个人信息要求的，应当立即通知个人信息处理者。然而，对许多金融

[141] 苏州市数据出境安全评估申报备案平台：https://jy.suzhou.com.cn/dataexport/#/export-index；
平台使用说明：https://www.ourjiangsu.com/a/20230303/1677810563234.shtml。

机构来说，向个人信息处理者发出通知并不可行，因为这可能会触发反洗钱/打击资助恐怖主义法律下的“通风报信”条款。这些金融机构在其所在的司法管辖区都必须遵守这些法律。一般来说，“通风报信”罪属于刑事犯罪，指在进行内部或外部怀疑报告后，任何人披露可能损害调查的信息。我们建议在这一款加入保留条款，如“在海外接收方所遵守法律法规允许的范围内”。

建议：

网信办通过发布《标准合同办法》，为个人信息的跨境传输创建了全面灵活的法律框架。尽管如此，由于行业认为《标准合同办法》是促进个人信息跨境传输的关键机制之一，我们建议在《标准合同办法》下进一步考虑以下问题：

- 《标准合同办法》的应用场景：与欧洲《通用数据保护条例》下标准合同条款提供四个模块（即数据控制者对数据控制者、数据控制者对数据处理者、数据处理者对数据控制者、数据处理者对数据处理者）不同，中国的《标准合同办法》只有一种形式，可用于个人信息处理者（类似于《通用数据保护条例》下的数据控制者）向海外接收方传输个人信息。在此方面，根据《个人信息保护法》和《标准合同办法》，目前不清楚中国的受托人如何合法地将必要的数据传输给海外接收方。建议网信办对此进行解释和澄清说明。

- 修改《标准合同办法》：我们建议在保持所有规定的保障措施的前提下，允许修改《标准合同办法》的措辞。这样，金融机构就可以利用与《标准合同办法》基本相似的现有数据传输协议。

- 《个人信息保护影响评估报告》：尽管《标准合同办法》规定了《个人信息保护影响评估报告》中需要评估的风险因素，网信办也发布了《个人信息出境标准合同备案指南（第一版）》，但本协会建议网信办进一步阐明要求。例如，评估因素之一是海外接收方所在司法管辖区的法律和政策是否会影响《标准合同办法》的执行。由于中国境内实体不熟悉境外法律和政策，此类评估对他们来说很繁琐，会增加合规成本。对此，建议网信办发布标准化的外国法律和政策评估，以确保市场一致性。为了与国际最佳实践保持一致，本协会还建议采用“白名单”或类似机制，减轻跨境数据传输制度下境内内地实体的负担。

1c. 跨境合作

近年来，中国一直在加快数字发展，扩大制度开放，并从 2022 年起积极推进加入《数字经济伙伴关系协定》（DEPA）的谈判 [142]。在此背景下，我们建议与更多志同道合的国家签订最佳数字贸易协定，以促进“可信数据流动”，并建议双方公私部门之间建立专门的工作机制，对符合跨境交换条件的数据进行分类，评估每种数据类型的敏感性，并商定可接受的监督和保证模式，为行业层面的合规流程带来确定性，同时享受跨境数据传输的益处。

[142] 国务院新闻办公室，2022 年 8 月 23 日，中国推进加入《数字经济伙伴关系协定》的谈判：商务部，载于：http://english.scio.gov.cn/pressroom/2022-08/23/content_78384212.htm。

我们还提倡跨境金融监管对话，分享最佳做法，解决潜在摩擦，并建立监管机构与监管机构的谅解备忘录，以提供更多关于实施跨境数据流动承诺的细节。

根据《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）等国际协议的建议[143]，应允许金融机构在正常业务过程中进行必要的跨境数据传输。

2. 金融业数据跨境共享

虽然《网络安全法》《数据安全法》和《个人信息保护法》这三大法律提供了基本的数据输出途径，但行业参与者在金融行业某些数据的跨境共享方面仍面临许多挑战，如研究数据、持股信息和反洗钱/反恐融资信息。对数据共享设限，可能会阻碍国际机构的进入和/或继续运营，因为它们无法充分利用全球专业知识、集中式基础设施以及风险控制功能带来的益处。我们充分理解数据安全对国家安全、经济稳定和国内实体及个人合法权益的重要性。另一方面，为了实现金融业数据的跨境共享，有必要制定更加明确和量身定制的规则。因此，本协会建议在一般限制条款中允许一些例外情况，并对研究数据、持股信息以及反洗钱/反恐融资信息的共享采取基于风险的方法。我们愿意与中国主管部门合作，更好地采用这种基于风险的方法，同时对跨境数据传输进行充分控制。

2a. 分析和研究数据

国际资产管理公司及其在岸全资或控股子公司之间共享研究成果、交流投资前景、观点以及投资组合或财务分析数据，对其运营战略至关重要，也是在全球范围内吸引投资者的关键因素（见本协会 2023 年 2 月的白皮书《研究分享对全球资产管理公司的重要性》）。共享研究成果的好处包括但不限于：

- 利用在其他市场获得的经验和知识，拓宽境内分析师的视野，最终使中国投资者受益；
- 通过分享本地知识和经验，加深境外投资者对中国市场的了解，从而吸引更多的境外投资；
- 带来全球一流的合规、风险控制和监测做法，有助于更好地保护中国投资者的利益；
- 培养境内资产管理人才，服务国内市场和未来的对外投资；
- 为中国成为服务本地和全球投资者的区域金融资产管理中心奠定基础。

中国法规对研究和分析数据共享的某些限制可能对国际资产管理公司及其境内子公司产生超出预料的影响。

[143] 根据 RCEP 第 8 章（金融服务）附件 8A 第 9 条第 2 款，缔约方不得采取措施阻止：（a）金融服务供应商在其境内开展正常业务所必需的信息的转移，包括以电子或其他方式转移数据；或（b）处理金融服务供应商在其境内开展正常业务所必需的信息。可参阅：https://rcepsec.org/wp-content/uploads/2020/11/Chapter-8-Annex-8A.pdf。

中国证监会颁布的《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》要求公募基金管理公司采取有效措施，保证其研究和投资决策科学专业、独立客观。虽然国际资产管理公司采用全球研究成果共享模式，但投资组合经理根据自己的投资理念和基金/客户的投资目标，并结合他们可获得的研究信息，独立管理其投资组合。公募基金管理公司的投资组合经理应在遵守中国法律的前提下，作出独立的投资决定。然而，共享研究成果不应等同于投资决策。保障投资决策的独立性不一定要求禁止共享研究成果，而且可以通过采取适当的公司治理、程序和控制措施，来降低与此相关的风险。

此外，中国证监会发布的《证券投资基金管理公司治理准则（试行）》规定，公募基金管理公司股东不得直接或间接要求公司董事、经理层人员及公司员工提供基金投资、研究等方面的非公开信息和资料。中国证监会之所以担忧公募基金管理公司与其股东分享信息，可能是因为公募基金管理公司管理的是零售公募基金，若公募基金管理公司泄露任何非公开信息，可能损害散户投资者的利益。然而，金融机构都会制定有关使用和获取非公开信息的政策、程序和控制措施，这是常见的要求和全球公认的惯例。

总的来说，允许国际资产管理公司及其境内子公司之间共享研究和分析成果的益处大于风险，而且可以通过采取适当的公司治理和控制措施来缓解风险。

建议：

本协会建议允许境内基金管理公司与全球关联方交换、分享研究分析信息。

2b. 持股信息

中国企业需要与境外分支机构分享其在上市公司的持股信息，以确保对一致行动的投资者的持股情况进行监督。我们了解到，中国有关法律法规禁止公募基金管理公司或银行理财子公司向其股东提供非公开信息[144]或关键敏感信息[145]。除非持股比例达到上市公司 5%或以上，否则信息可能被视为非公开信息。尽管如此，集团必须汇总各成员机构在上市公司的持股情况，以便监控其在全球范围内的整体持股状况，并履行各国法规要求的信息披露义务。中国法律法规中也有类似的信息披露要求，例如《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》第 16 条。

建议：

[144] 《证券投资基金管理公司治理准则（试行）》第 19 条规定，公募基金管理公司股东不得直接或间接要求公司董事、经理层人员及公司员工提供基金投资、研究等方面的非公开信息和资料。

[145] 《商业银行理财子公司管理办法》第四十一条规定，理财子公司应当建立关键敏感信息隔离制度，严格隔离投资运作等关键敏感信息传递，不得提供存在潜在利益冲突的投资、研究、客户敏感信息等资料。

本协会建议将持股信息作为非公开信息的例外，并允许在集团内共享，包括由境内实体向同一集团内的境外关联公司共享。

此外，根据中国法律和法规，制定这些信息共享限制的目的，是确保公募基金管理公司和理财子公司的独立性。公募基金管理公司和理财子公司可以采取适当公司治理和内部控制机制，缓解泄露非公开信息的风险，从而保障自身运作的独立性。有鉴于此，为履行中国的信息披露义务而在集团内部共享中国上市公司的持股信息，那么这种共享可能就不属于中国法规禁止或限制的“非公开信息共享”的范围。我们请求中国主管部门进一步澄清此类问题。

2c. 反洗钱/反恐融资信息

中国法律法规在总体上审慎对待反洗钱和反恐怖融资信息的跨境转移，相关方需要对这些信息进行严格保密。

根据《反洗钱法》，在履行反洗钱职责或义务过程中获得的客户身份资料和交易信息必须保密；非依法律规定，不得向任何单位和个人提供。《涉及恐怖活动资产冻结管理办法》要求境内机构不得擅自向境外监管机构提供客户身份信息及交易信息。在银行业，《银行业金融机构反洗钱和反恐怖融资管理办法》明确规定，除非法律要求，银行业金融机构非依法律规定，不得向任何单位和个人提供客户身份资料及交易信息。

我们同意，境内公司从其客户尽职调查或“了解你的客户”过程中获得的客户身份信息和交易记录应予以保密，但与母公司（无论是境内还是境外）分享此类信息，是内部控制和合规的关键部分，特别是在反洗钱、反恐怖融资以及防止内幕交易和市场操纵方面。

建议：

我们注意到 2021 年发布的《反洗钱法》（修订草案公开征求意见稿）作了一些积极的修改，明确规定了向中国金融监管机构申请向海外监管机构提供合规信息的程序。我们也期待中国主管部门规定境内公司与境外母公司共享反洗钱和反恐怖融资信息的途径。

更广泛地说，我们建议在获得客户同意或合法的商业需求如此要求的情况下，放宽金融机构出于风险管理或客户服务目的而传输数据的限制。这有助于更有效地进行信息共享，满足境外监管机构的要求，并提高反洗钱/反恐融资措施的有效性。

针对 跨境数据 的建议
数据出境途径： 1. 在兼顾网络/数据安全和数据自由流动需求的基础上，明确定义关键信息基础设施和重要数据，以实现高效的业务运营，并采取基于风险的管理方法。 2. 建立网上申报渠道，简化数据出境安全评估申请流程，促进企业与监管部门之间的沟通。

3. 就数据处理者提交的安全评估报告和其他申报材料，给予灵活回旋空间，如对难以获取的信息的披露要求。
4. 确认在向香港传输数据时是否可以采取简化、宽松的程序。
5. 澄清如果数据出境采用标准合同，中国境内受托方如何才能合法地将需要传输的数据发送到境外接收方。
6. 允许在保留规定的所有安全保障的实质内容前提下，修改标准合同的措辞。
7. 对于个人信息出境，监管机构应进一步指导企业进行个人信息保护影响评估。这包括但不限于引入“白名单”机制或类似机制，供评估境外接收方所在司法管辖区的法律和政策是否会影响标准合同的履行。

金融业数据跨境共享：

8. 允许国际资产管理公司与其境内子公司之间共享研究成果，交流投资前景以及投资组合或财务分析。
9. 允许集团内部（包括境外子公司）共享在中国上市公司的持股信息，以遵守履行的信息披露义务。
10. 允许集团内部（包括境外子公司）为了内控和合规的目的共享反洗钱和反恐怖融资信息。

I. 技术和网络安全

1. 中国的公有云

根据麦肯锡的数据[146]，中国是仅次于美国的世界第二大云计算市场，中国的公有云计算市场规模预计将从 2021 年到 2025 年翻一番，达到 900 亿美元。云计算是数字经济的重要支柱。《十四五数字经济发展规划》规定，到 2025 年，包括云计算在内的数字经济核心产业增加值占 GDP 的比重将提高到 10%。此外，中国人民银行发布的《金融科技发展规划（2022-2025 年）》表示支持技术创新，包括使用云计算。

尽管政府大力支持发展云计算，但根据麦肯锡的一项研究[147]，中国金融业对公有云的采用远远低于其他行业，这可能是由于监管不够明确。

明确监管规定的必要性

越来越多的全球金融机构正在加速采用云计算，以利用更大的计算能力，促进创新，降低成本，降低风险，提高运营韧性。许多金融机构都制定了优先发展云计算能力的战略。很多全球金融机构制定了全公司的全球云战略，支持总部及世界各地附属实体的业务，包括设立在中国的实体。然而，金融机构很难理解中国监管部门对其在中国使用公有云的监管期望。业界观察到，对金融机构使用公有云的监管指导不够明确，有时监管指导不鼓励使用公有云。全球金融机构需要中国金融监管机构就监管期望提供明确的指导。参考许多其他司法辖区监管部门的做法，我们建议中国金融监管机构支持中国的金融机构使用公有云，并阐明适用的准则和法规。这样可以提供清晰明确的监管指引，有助于中国的金融机构开发和实施云计算战略，反过来这也将推动中国市场的创新和韧性。业界随时准备与监管机构分享满足不同的云采用需求方案。

全集团云计算安排

随着金融业加快采用云计算，大多数全球金融机构已经部署，或迁移到许多兼容云计算的应用程序，以受益于云计算可能带来的优势。全球金融机构拥有全球系统和全球公有云战略（例如，由全球供应商在全球范围内推出特定的应用程序），使金融机构遍布全球的集团实体受益。例如，管理系统、报告系统和协作办公系统。这种集团范围内的全球安排创造了一致的技术栈，可支持效率，促进创新，加强韧性。中国经济也将会因采用全球系统和应用程序而受益，因为跨境贸易需要全球系统的支持。

目前，由于监管缺乏确定性，尚不清楚这些全球应用和设置中，哪些可以扩展到在中国运营的金融机构实体。由于缺乏明确监管指导，全球金融机构的中国实体不确定能否利用整个公司集团层面提供的服务，并有可能因此而落伍。

---

[146] 《中国的云计算：2025 年展望》，https://www.mckinsey.com/capabilities/mckinsey-digital/our-insights/cloud-in-china-the-outlook-for-2025。

因此，我们寻求中国金融监管机构明确，集团在中国的实体可以推出和使用哪些全球云应用程序和系统。我们希望监管机构确认这一点：全球金融机构的中国实体可以继续利用内部管理系统和内部协作办公系统（如 Office 365、Microsoft Teams）等。

境内部署的系统

对于任何需要在中国本地部署的系统，我们希望金融监管机构提供明确指导，说明对受监管实体在中国使用公有云的监管期望，包括对可以使用的云服务提供商设置的任何要求。

我们希望中国金融监管机构能分享在中国金融部门采用公有云的路线图。中国金融监管机构发布有关公有云使用的清晰透明的公开指引，将有助于消除金融机构在中国进行云迁移时面临的不确定性。我们希望监管机构将与行业协作，以确保任何框架、规则或指引都能落实，同时也允许金融机构充分利用公有云的优势。

建议：

行业观察人士审阅了与云计算相关的现行的行业标准和指南以及草案，希望监管机构对一些关键术语和建议进行澄清说明。

1) 明确全球/本地系统：金融机构希望监管部门确认：金融机构在中国的实体可以继续使用全球系统和应用；对于在中国部署的应用程序，监管机构应明确说明可以使用哪些云服务提供商来部署和访问这些应用程序，以及相关的要求和期望。

2) 明确媒体报道提及的中国人民银行在金融社区云计算方面的计划：我们注意到一些媒体对金融社区云的报道。2021 年 6 月，监管机构还起草了《金融云备案管理办法》（简称“云办法”），并向一些金融机构和云服务提供商征求意见。金融社区云是一种隔离的、高度安全的托管服务，专为满足监管机构对监控、调查和审计金融服务公司活动的需求而设计。我们对金融社区云的发展方向表示担忧，因为与超大规模云的一般产品相比，物理或概念上的社区云提供的产品和服务可能较差，这可能进一步限制金融机构运营、扩容和创新。社区云还可能将金融机构聚集在一起，增加集中风险。然而，如果中国人民银行确实采用金融社区云，我们希望能更新有关金融社区云服务提供商备案状态的最新信息，以及向金融机构开放使用金融社区云的预估时间表。我们从媒体报道中了解到，《云办法》明确要求使用金融社区云的金融机构选择那些已经完成监管机构备案要求的云服务提供商。然而，《云办法》仍未明确是否所有金融机构的业务（包括核心系统和非核心系统）都应该在金融社区云端运行。我们恳请中国人民银行进一步澄清并提供与《云办法》实施相关的路线图。金融机构需要这些监管清晰度，因为这将影响他们与云服务提供商的合作关系，以及他们的云架构。

2. 网络安全

2a. 等级保护计划

背景

十多年来，中国政府积极探讨全面的 IT 系统安全保护计划，最终提出了网络安全等级保护计划。根据 IT 系统对中国国家安全、社会秩序、公共利益以及个人和组织的合法利益的重要性，该计划将信息系统分为五个等级，并提出了具体的相应安全要求[148]。自 2017 年 6 月起，《网络安全法》（第 21 条）中也包含了网络安全等级保护计划，使遵守等级保护计划成为法定义务。

问题

2018 年 6 月颁布的《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》对在中国境内运营的网络的结构和维护提出了一些重要要求。其中一项要求是，第三级及以上网络空间的经营者必须与同级公安机关建立联系。[149]这项要求过于宽泛，令人不安，可能会给行业带来重大风险。业界还注意到，征求意见稿要求第三级以上网络仅能在境内实施技术维护[150]。如上所述，中国的全球性金融机构受益于全球运营和支持模式，有时会与全球团队合作进行技术支持和维护。我们建议允许这种全球技术支持，以便全球金融机构能够充分利用全集团范围内的专业知识。最后，征求意见稿要求第三级以上网络空间必须使用经认可的密码技术、产品和服务。[151]全球公司利用一致的技术基础设施有助于降低复杂性和风险。业界希望中国允许全球企业利用国际最佳做法，并在中国拥有一致的技术栈。

建议：

我们建议等级保护计划：

- 允许这种全球技术支持，以便全球金融机构能够充分利用全集团范围内的专业知识；
- 允许全球企业利用国际最佳做法，并在中国拥有一致的技术栈。

2b. 安全健全的网络监管要求

业界注意到，某些监管做法可能会无意中给金融机构和整个行业带来风险，业界希望提高对安全监管做法的认知，尽量减少对金融机构和行业的风险。这类监管做法的例子包括收集涉及详细 IT 资产信息的敏感数据，以及要求（通过第三方）对金融机构进行网络渗透测试等等。

1) 数据收集和处理

[148]《信息安全等级保护管理办法》第 6 条和第 7 条。
[149]《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》第 30 条。
[150]《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》第 29 条。
[151]《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》第 47 条。

2022 年，中国人民银行要求金融机构提供大量详细的信息技术资产信息（序列号、软件版本等），以创建一个覆盖全行业的信息技术资产管理平台。所要求提供的数据性质敏感，如果泄露或被恶意行为者获取，可能会被用来攻击金融机构。考虑到金融行业内部的相互关联性，金融机构严格控制敏感数据，以保护自身和行业。但是，要求披露此类信息给公司外的任何第三方将增加数字足迹，增加对公司的网络风险。行业希望强调与此类敏感数据收集相关的风险，并鼓励金融监管机构只收集达到监管目标所需的相关最小数据，减少电子足迹。

建议：

我们推许中国金融监管机构在网络安全控制和能力建设方面采取的持续措施，并希望继续加强这些控制和能力，以达到金融机构根据现行监管规则和指引实施的网络安全保护水平。同时，我们建议监管机构：

- 限制收集敏感数据，只收集直接相关和必要的数据，以实现特定目的，并采用适当安全的方法和做法，接收或查阅来自公司的敏感数据。例如，如果监管机构在监督过程中需要某些非常敏感的数据，我们希望监管机构考虑在公司业务现场查看这些数据，而不是通过电子方式发送敏感数据，因此可以减少数据泄露风险；

- 及时向受影响的行业成员披露未来重大网络事件或数据泄露，并公布他们从行业收集的敏感数据可能已遭泄露的信息。

2) 渗透测试

业界注意到中国证监会的部分规定下的监管要求[152]和国家金融监督管理总局的监管做法要求对金融机构进行渗透测试。业界理解，监管机构想通过独立的渗透测试，更好地评估金融机构的网络安全方案及其防御的优缺点。然而，监管机构主导或监管机构委托第三方主导的渗透测试可能对企业和行业不安全。渗透测试可能具有破坏性，加上测试结果可能很敏感，这些测试会给公司带来实际风险。在没有运营背景的情况下测试系统和应用程序，可能会对企业的运营造成重大干扰。测试只能在某个特定时间点就特定漏洞进行评估，只是企业为评估风险情况和控制措施的效果可采取的成熟“深度防范”办法中众多工具之一，但无法为企业的整体安全状况提供全面的保证。

建议：

我们建议国家金融监督管理总局和中国证监会重新考虑由监管部门主导或监管部门委托第三方主导的渗透测试，认可企业主导的渗透测试和扫描，并与金融机构合作，确定金融机构可以证明其网络安全能力的替代方法。

[152]中国证监会《证券基金经营机构信息技术管理办法》（第 56 条）明确规定渗透测试是中国证监会就经营机构开展信息技术管理检查的方式之一。《证券期货业网络和信息安全管理办法》也规定，中国证监会及其委托的第三方可以采用漏洞扫描、风险评估等方式对核心机构和经营机构进行监督和检查；据此，我们担忧渗透测试可能也会被采用作为监督检查的方式之一。

2c. 金融业网络安全概况

我们建议中国监管部门重点鼓励金融机构利用基于风险和原则的网络安全框架。这种框架可以适用于各种规模的金融市场参与者。全球金融业创建了“金融业网络安全概况”[153]（又称“网络风险研究所概况”），这是一款网络风险管理评估工具，可帮助企业诊断网络风险，并应用相关标准和最佳做法来适当管理风险。“金融业网络安全概况”采用了分层机制，作为一种可缩放的机制，根据单个机构的风险和活动定制概况。影响力的四个层级反映了机构的影响力：全国性、次国家、部门性、地方性。例如，具有全国性影响的第一级机构应根据 277 条诊断规定进行评估，而具有地方性影响的第四级机构只需要根据 137 条诊断规定进行评估。“金融业网络安全概况”综合了业界以及不同市场监管机构的最佳网络安全做法。

建议：

我们认为，鼓励金融机构采用“金融业网络安全概况”，且金融监管机构承认“金融业网络安全概况”，有助于提高全球监管的协调性，提升行业的网络安全水平，并提高企业与中国主管部门的沟通效率。若监管部门能采取标准化的风险评估工具，就可以更好地识别行业的系统性风险，并有更多时间提高监管的专业化水平。我们希望中国监管机构能够像新西兰[154]、美国商品期货交易委员会[155]、日本银行/日本金融厅[156]和国际证监会组织[157]等全球许多监管机构一样，认可和采用“金融业网络安全概况”这一网络风险管理框架和标准。

针对 技术和网络安全 的建议
中国的公有云： 1. 阐明金融机构在中国的实体可以继续使用全球系统和应用；对于在中国部署的应用程序，监管机构应明确说明可以使用哪些云服务提供商来部署和访问这些应用程序，以及相关的要求和期望。 2. 明确中国人民银行在金融社区云计算方面的规划。 **等级保护计划：** 3. 允许接受全球技术支持，以便全球金融机构能够充分利用全集团范围内的专业知识。 4. 允许全球企业利用国际最佳做法，并在中国拥有一致的技术栈。 **网络监管要求：** 5. 限制收集敏感数据，只收集直接相关和必要的数据，以实现特定目的，并采用适当安全的方法和做法，接收或查阅来自公司的敏感数据。

[153] 金融业网络安全概况，https://cyberriskinstitute.org/the-profile/。
[154] 新西兰央行发布网络恢复力指南，https://www.rbnz.govt.nz/hub/news/2021/04/reserve-bank-publishes-cyber-resilience-guidance。
[155] 美国商品期货交易委员会鼓励采用标准化方法来评估网络安全准备，包括 FSSCC 网络安全档案，https://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/commisisonstatementtac071620?utm_source=govdelivery。
[156] 《金融系统报告-附件》，https://www.fsa.go.jp/news/r4/cyber/honbun.pdf。
[157] 《网络特别小组-最终报告》，https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD633.pdf。

6. 及时向受影响的行业成员披露未来重大网络事件或数据泄露，并公布他们从行业收集的敏感数据可能已遭泄露的信息。
7. 重新考虑由监管机构主导或监管机构委托的第三方渗透测试。
8. 与金融机构合作，确定金融机构可以展示其网络安全能力的替代方法。
9. 认可网络风险协会的“金融业网络安全概况”。

J. 其他税务事项

1. 增值税法草案

《中华人民共和国增值税法（草案）》（“《增值税法草案》”）于2022年12月公布。我们高兴地看到，《增值税法草案》将中国增值税规则的地位提升至法律，减少了现行规则中的不确定因素，落实经济合作与发展组织（OECD）《国际增值税/货物劳务税指南》的更多内容。如下我们提炼了《增值税法草案》的一些关键问题：

1) 贷款服务的进项税额抵扣

如果增值税立法后继续实施增值税免税政策，我们建议让纳税人自主灵活选择接受或放弃免税待遇。我们还建议尽快推动数字发票在金融业的全面应用，并允许金融机构开具电子增值税专用发票。考虑到金融机构需要升级内部IT系统来满足客户对增值税发票日益增长的需求，我们建议《增值税法草案》为金融业预留充分的准备时间。也可以考虑设置过渡期，允许将内部凭证作为进项税额抵扣的证明文件。

2) 税收管辖权：消费地规则

我们建议对“消费地”规则的相关原则作出阐释。我们建议，如果服务与中国境外的基础交易、资产、财产或事件有关，则不应对其征收增值税，以避免对中国境外“消费”的定义产生混淆。

3) 不可抵扣项目

我们建议对《增值税法草案》中不可抵扣的固定资产、无形资产和不动产进行界定，即仅指向专门用于规定项目的固定资产、无形资产和不动产。否则，我们建议提供简单且合理的进项税部分抵扣方法，减轻纳税人的增值税管理和合规成本。

4) 税收管辖权：对境外投资者的金融产品交易收益免征增值税

我们建议可以为境外投资者交易《增值税法草案》下金融产品和衍生产品获取的收益提供一般性免税待遇[158]，并阐明免税金融产品和衍生品的范围，包括场外衍生产品，如外汇掉期、外汇期权、外币间换汇换利、总收益互换、人民币可交割远期等。我们还建议使用金融服务业广泛接受的定义，来阐释《增值税法》或其实施细则中关于金融产品交易收益的“上市”概念。具体而言，上市是指股票、债券和其他金融产品在公开市场正式挂牌交易。此外，如果增值税实施细则可以明确哪些金融产品具备中国金融市场上市资格的场景，将会有助于消除境外投资者

[158] 《增值税法草案》将可能需要缴纳增值税的应税交易定义为货物的销售和进口、服务的销售、不动产的销售和无形资产的销售。金融产品的销售，只有销售方为境内单位和个人，或者金融商品在境内发行时，才属于应税交易。然而，《增值税法草案》没有对“金融产品”的范围、如何确定金融产品的销售方，以及“上市”进行定义。

投资中国金融市场的不确定性。《增值税法草案》还应阐明“上市”指向的是由中国实体上市的金融产品，还是在中国资本市场上市的金融产品。

5) 应税交易和非应税交易的范围

我们建议未来的《增值税法》可以提供区分应税活动和非应税活动的一般原则，或者增加“国务院财政、税务主管部门规定的其他情形”的“兜底条款”等规定，为实施细则进一步说明非应税交易提供空间。

6) 延续适用于金融业的增值税优惠政策

《增值税法草案》第 22 条罗列了增值税的优惠政策，但并未包括当前有效实施的所有增值税优惠措施，我们建议未来的《增值税法》可以明确这些未被包括的优惠政策会继续有效。如下我们总结了《增值税法草案》第 22 条未涵盖的与中国金融服务业有关的增值税优惠政策，但并非穷尽式的列举。

表 7：《增值税法草案》第 22 条未涵盖的与中国金融服务业有关的增值税优惠政策

增值税优惠政策	相关规则
对同业拆借免征增值税	财税〔2016〕36 号、财税〔2016〕46 号、财税〔2016〕70 号
对逆回购产生的利息收入免征增值税	财税〔2016〕46 号、财税〔2016〕70 号
对票据贴现产生的利息收入免征增值税	财税〔2017〕58 号
对 QFII 和 RQFII 投资者买卖本地证券获得的资本收益免征增值税	财税〔2016〕36 号、财税〔2016〕70 号
对在银行间债券市场本币市场（包括货币市场、债券市场和衍生品市场）交易金融产品产生的资本利得免征增值税	财税〔2016〕36 号、财税〔2016〕70 号
对境外金融机构的债券利息免征增值税	财税〔2018〕108 号
对通过互联互通交易 A 股产生的资本利得免征增值税	财税〔2016〕36 号、财税〔2016〕127 号
对内地与香港基金互认下交易基金权益产生的资本利得免征增值税	财税〔2016〕36 号
对保险公司一年以上人身保险产品的保费收入免征增值税。	财税〔2016〕36 号

2. 统一报告标准

通过《非居民金融账户涉税信息尽职调查管理办法》，中国确立了引入共同申报准则（Common Reporting Standard，CRS）的法律框架，提出了对境内基金产品账户持有人开展尽职调查和报告要求。由于代名人概念在中国的缺失，在中国代销机构不被视为共同申报准则项

下的账户持有人，因此尽职调查和报告的对象还是底层的投资者。实践中这一流程由代销机构完成，但基金管理人承担合规责任。在有第三方代销机构的情况下这可能会造成信息传输相关问题，并且异于国际上一般由代销机构承担责任的做法。

建议：

我们建议将合规责任与市场惯例保持一致。我们还注意到，第三方代销机构在遵守共同申报准则义务方面的表现可以通过基金管理人提交的年度共同申报准则报告和自我评估报告等方式向中国税务机关披露。

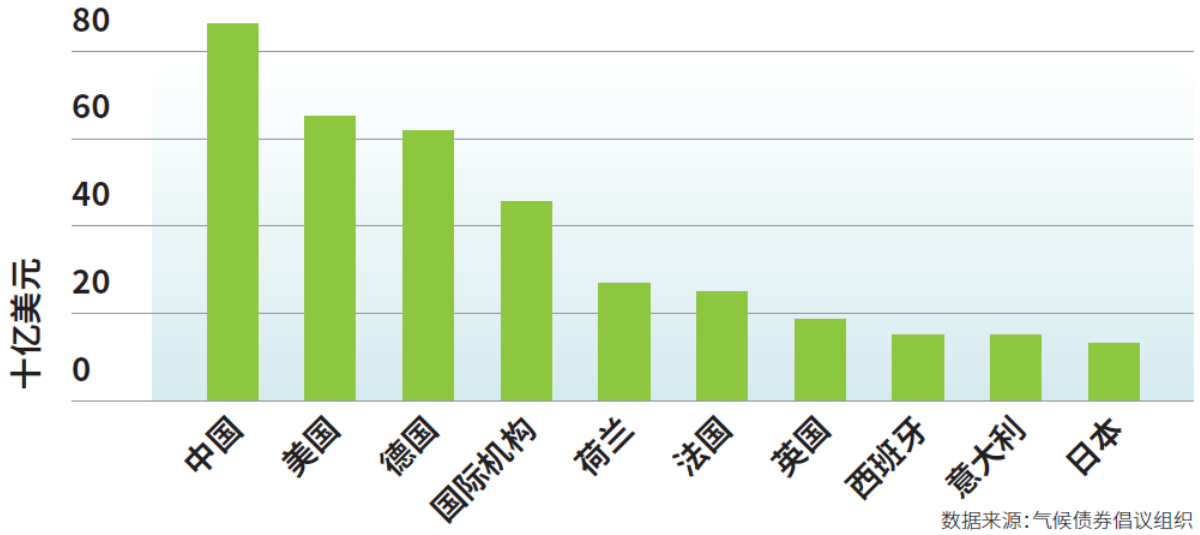
K. 可持续金融

1. 中国可持续金融业的行业发展

1a. 绿色债券发行量快速增长

自 2016 年中国开始建立绿色金融体系以来，中国的绿色债券市场持续增长，并在 2022 年创下新高。截至 2022 年底，境内外市场累计发行的贴标绿色债券达到 4890 亿美元（约人民币 3.3 万亿元），其中近 2869 亿美元（约人民币 1.9 万亿元）符合气候债券倡议组织（CBI）对绿色债券的定义，发行量排名从 2020 年的第四位跃升至 2021 年的第二位 [159]，并在 2022 年跃居第一 [160]。

图 10：中国于 2022 年成为全球最大绿色债券发行市场
（按符合 CBI 定义的绿色债券计）



2022 年，中国在境内外市场发行了 1550 亿美元（人民币 1 万亿元）的贴标绿色债券，同比增长 35%，根据 CBI 绿色债券数据库的记录，其中 854 亿美元（人民币 5752 亿元）符合 CBI 对绿色债券的定义 [161]。尽管如此，贴标绿色债券仅占中国整个债券市场总量的约 1.5%，存在很大的增长空间 [162]。

---

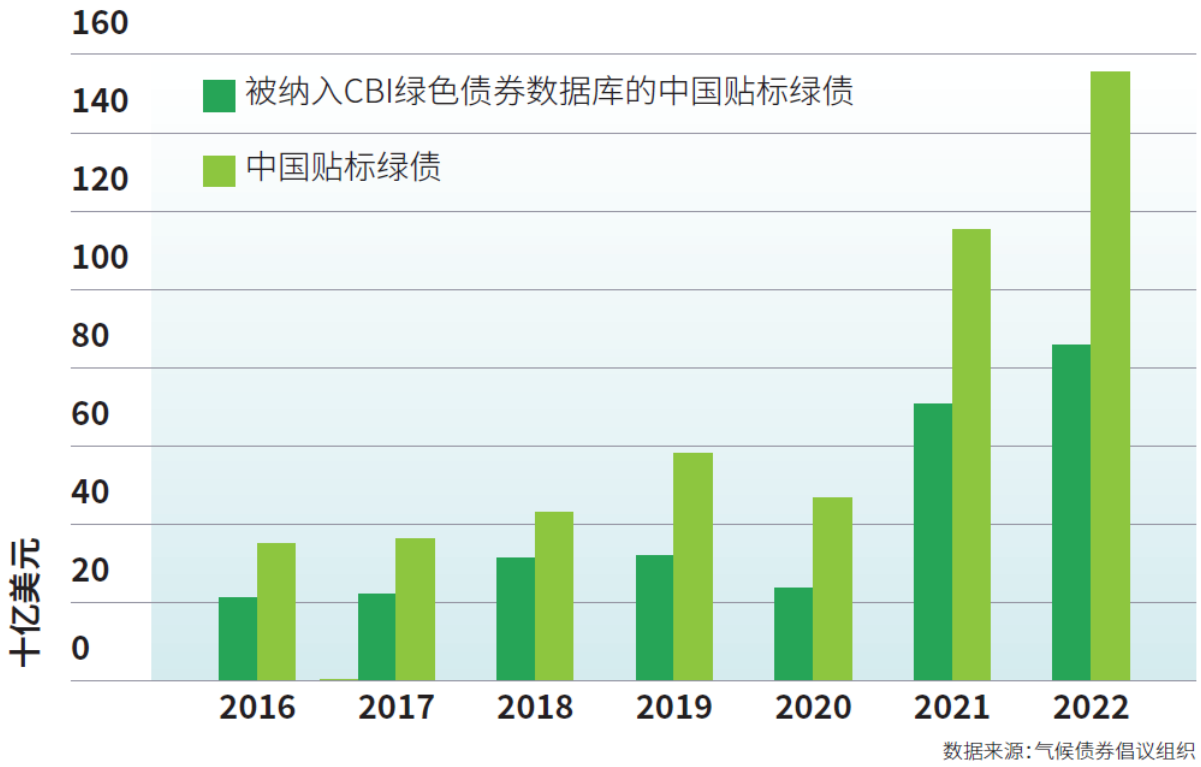
[159]《中国绿色债券市场报告 2021》第 4 页，由气候债券倡议组织、中央国债登记结算有限责任公司中债研发中心联合编制。详情请参阅气候债券倡议组织网站：https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_china_sotm_2021_0.pdf。

[160]《中国可持续债券市场报告 2022》第 3 页和第 5 页，由气候债券倡议组织、中央国债登记结算有限责任公司中债研发中心及兴业经济研究咨询股份有限公司联合编制。详情请参阅气候债券倡议组织网站：https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_china_sotm_22_en.pdf。

[161]《中国可持续债券市场报告 2022》第 3 页。

[162]《中国可持续债券市场报告 2022》第 4 页。

图 11：2022 年中国的贴标绿色债券发行规模持续增长



1b. 绿色信贷

2022 年末，本外币绿色贷款余额共计人民币 22.03 万亿元，比上年末高 5.5 个百分点，高于各项贷款增速 28.1 个百分点。其中，投向具有直接和间接碳减排效益项目的贷款分别为人民币 8.62 万亿元和人民币 6.08 万亿元，合计占绿色贷款的 66.7%[163]。

分用途看，基础设施绿色升级产业、清洁能源产业和节能环保产业贷款余额分别为人民币 9.82 万亿元、人民币 5.68 万亿元和人民币 3.08 万亿元，同比分别增长 32.8%、34.9%和 59.1%。分行业看，电力、热力、燃气及水生产和供应业绿色贷款余额为人民币 5.62 万亿元，同比增长 27.4%；交通运输、仓储和邮政业绿色贷款余额为人民币 4.58 万亿元，同比增长 10.8%[164]。

2. 政策动态

2a. 国家政策和法规

2015 年 12 月，银行间市场的监管主体中国人民银行发布了“中国人民银行公告[2015]第 39 号”，旨在指导银行间债券市场发行绿色金融债券。这是绿色金融市场的标志性政策，标志着中国的绿色金融债券市场正式启动。与该公告同时发布的还有《绿色债券支持项目目录》

[163]《2022 年四季度金融机构贷款投向统计报告》第 4 部分，由中国人民银行 2023 年 2 月 3 日发布，详情请参阅网址：http://www.gov.cn/xinwen/2023-02/03/content_5739947.htm。
[164] 同上。

（2015 年版）。作为中国首个绿色债券标准，《绿色债券支持项目目录》成为其后五年绿色债券市场发行人和中介机构的重要参考，并在 2021 年进行了更新[165]。

2016 年 8 月，《关于构建绿色金融体系的指导意见》发布，旨在加快经济发展和绿色转型。

2020 年 5 月，中共中央成立领导小组，推动和加快建立碳达峰碳中和“1+N”政策体系[166]。

2020 年 9 月，国家主席习近平在第七十五届联合国大会上向全世界宣布：“中国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”[167]。

2021 年 2 月，国务院印发《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》，指导发展绿色金融。

2022 年 5 月，《国务院办公厅转发关于促进新时代新能源高质量发展实施方案的通知》要求丰富绿色金融产品和服务，研究探索将新能源项目纳入基础设施不动产投资信托基金（REITs）试点支持范围，支持将符合条件的新能源项目温室气体核证减排量纳入全国碳排放权交易市场。

2022 年 10 月，国家发改委发布《关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》，探索开展投资项目环境、社会和治理（ESG）评价，学习借鉴国际经验。

2023 年 3 月，国家发改委发布《绿色产业指导目录》（2023 年版）（征求意见稿），向社会公开征求意见。

建议：

建议对金融机构推广绿色金融给予普遍政策激励：

- 提供税收优惠或利息补贴以及其他适当的激励，以鼓励金融机构积极参与绿色金融产品的设计、发行和投资
- 吸引混合型资金流入节能低碳领域

2b. 债券市场监管框架

中国有多个债券市场，因此对不同市场和产品的监管规定有所不同。在国家层面，监管机构主要包括监管银行间市场的中国人民银行、监管交易所市场的中国证监会，以及监管企业债券发行的国家发改委。

[165]《关于印发<绿色债券支持项目目录（2021 年版）>的通知》，由中国人民银行、国家发改委和中国证监会联合发布，2021 年 7 月 1 日生效。
[166] 新华网，详情请参阅网址：http://www.news.cn/politics/xxjxs/2021-10/29/c_1128011295.htm。
[167] 详情请参阅商务部网站：http://www.mofcom.gov.cn/article/i/jyjl/m/202009/20200903003397.shtml。

银行间市场

2017 年 3 月，银行间市场交易商协会颁布了《非金融企业绿色债务融资工具业务指引》及配套表格，首次明确了非金融企业发行绿色债务融资工具的各项要求，有效推动了绿色债券在中国的发展。在低碳发展背景下，2021 年，银行间市场交易商协会新增了碳中和债券[168]和可持续发展挂钩债券[169]两种创新绿色债券类型，拓宽了绿色债券的范围，有望吸引更多优质资产进入绿色债券市场。

交易所市场

2021 年 7 月，上海证券交易所[170]和深圳证券交易所[171]分别发布公告，修订特定债券品种指引，明确了“碳中和绿色公司债券”和“蓝色债券”等新子品种，还进一步优化了募集资金使用和信息披露要求，确保募集资金流向绿色和低碳产业领域。

企业债券

2015 年底，国家发改委发布了《绿色债券发行指引》，明确了绿色企业债券的审核要求，鼓励将债券募集资金投向节能减排技术改造、绿色城镇化等 12 类项目。

2019 年 2 月，国家发改委等七部门联合发布了中国首个《绿色产业指导目录》（2019 年版），作为地方政府和主管部门明确绿色产业发展重点、制定绿色产业政策、引导社会资本投资的主要依据。如上文第 2a 节所述，《绿色产业指导目录》（2023 年版）（征求意见稿）已经公布，向社会公开征求意见。

2c. 绿色债券评估认证机构

随着绿色债券市场的增长，从事绿色债券评估的机构也在不断发展。

“绿色债券评估认证机构”是指对债券是否符合绿色债券相关要求实施评估、审查或认证程序，发表评估、审查或认证结论，并出具报告的机构[172]。

---

[168] 详情请参阅中国银行间市场交易商协会网站：https://www.nafmii.org.cn/cpxl/zwrzgj/bdffdxfcp/tsyt/202112/t20211201_94660.html。

[169] 详情请参阅中国银行间市场交易商协会网站：https://www.nafmii.org.cn/xhdt/202104/t20210428_197371.html。

[170] 《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第 2 号——特定品种公司债券（2021 年修订）》，由上海证券交易所发布，2021 年 7 月 13 日生效。

[171] 《深圳证券交易所公司债券创新品种业务指引第 1 号——绿色公司债券（2021 年修订）》，由深圳证券交易所发布，2021 年 7 月 13 日生效。

[172] 《绿色债券评估认证行为指引（暂行）》第二条，由中国人民银行、中国证监会发布，2017 年 10 月 26 日生效。

2017 年 10 月，中国人民银行和中国证监会联合发布《绿色债券评估认证行为指引（暂行）》，首次规定由第三方机构对绿色债券进行评估和认证。《绿色债券评估认证行为指引（暂行）》规定，评估认证机构应符合相关资质，并向绿色债券标准委员会备案。

2021 年 9 月，作为绿色债券自律管理协调机制，绿色债券标准委员会发布了《绿色债券评估认证机构市场化评议操作细则（试行）》及配套文件（绿色债券标准委员会公告[2021]1 号），首次以自律规则的形式明确了绿色债券评估认证机构市场化评议的资质、材料和提交方式。

2022 年 7 月，绿色债券标准委员会发布《中国绿色债券原则》。该原则适用于在中国境内发行的绿色债券（不仅限于在银行间市场发行），是中国绿色债券市场发展的里程碑，也是中国绿色债券标准与国际接轨的重要标志。《中国绿色债券原则》参考了国际资本市场协会发布的《绿色债券原则》，将募集资金用途、项目评估与遴选、募集资金管理和存续期信息披露列为四个核心要素，涵盖发行前后两个时间段。

2022 年 10 月，《绿色债务融资工具评估认证机构公示名单》正式公布 [173]。

2d. 绿色信贷监管框架

2016 年 5 月，中国证监会发布了《资产证券化监管问答（一）》，明确了鼓励绿色环保产业相关项目通过资产证券化融资和发展 [174]。

2021 年 7 月，中国人民银行发布《银行业金融机构绿色金融评价方案》，每季度对 24 家主要银行业金融机构和地方银行业金融机构进行绿色金融评价。

2021 年 11 月，中国人民银行推出结构性货币政策工具“碳减排支持工具”，全国性金融机构将暂时获得支持工具 [175]，即金融机构将从人民银行获得低成本资金，向目标企业发放贷款。

通过“先贷后借”的直达机制，中国人民银行对金融机构向碳减排重点领域内相关企业发放的符合条件的碳减排贷款，按贷款本金的 60%提供资金支持，利率为 1.75%[176]。

2022 年 6 月，银保监会发布《银行业保险业绿色金融指引》，明确“从战略高度推进绿色金融”，为银行定调绿色金融发展目标、构建绿色金融发展路径、开展绿色金融市场业务等提供鲜明指导。

---

[173]《绿色债务融资工具评估认证机构公示名单》，银行间市场交易商协会发布，2022 年 10 月 31 日生效。

[174] 中国证监会于 2016 年 5 月 13 日发布《资产证券化监管回答（一）》。详情请参阅中国证监会网站：http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100107/c1447212/content.shtml。

[175]《中国人民银行推出碳减排支持工具》，2021 年 11 月 8 日发布。详情请参阅中央人民政府网站：http://www.gov.cn/xinwen/2021-11/08/content_5649848.htm。

[176]《中国人民银行有关负责人就碳减排支持工具答记者问》第 2 部分，中国人民银行 2021 年 11 月 8 日发布。

建议：

进一步扩大中国人民银行对国际金融机构推出的碳减排支持工具范围

2e. 可持续性相关信息披露

中国的可持续性披露框架一直在发展，并有望进一步与国际惯例接轨，特别是在强制披露方面。

2022 年 5 月，中国证监会发布了《上市公司投资者关系管理工作指引》，其中将“公司的环境、社会和治理信息”列为投资者关系管理中上市公司与投资者沟通的主要内容。

同月，国务院国有资产监督管理委员会发布工作计划，促进中央直属国有企业的高质量发展。

如上文第 2d 小节所述，2022 年 6 月，银保监会发布《银行业保险业绿色金融指引》，指导银行保险机构将 ESG 纳入风险管理体系，加强 ESG 信息披露。该指引于 6 月 1 日生效，要求前述机构在一年内建立内部绿色金融管理制度和流程。

2023 年 2 月，上海证券交易所和深圳证券交易所分别发布了其《股票上市规则（2023 年 2 月修订）》，要求上市公司积极贯彻可持续发展理念，主动承担社会责任，维护社会公共利益，注重环境保护。上市公司应按照规定编制和披露社会责任报告及其他文件。在发生违反社会责任或其他重大事件时，上市公司应充分评估潜在影响并及时披露，说明原因和解决方案。

建议：

我们鼓励政策制定者继续将可持续目标纳入整个金融体系和全球经济，并支持资本市场发展，推进绿色经济转型。在此背景下，我们提出以下建议供政策制定者参考：

- 在 2025 年前在整体经济中出台国内披露框架，与全球标准保持一致。这些框架至少应涵盖气候报告，以符合气候相关财务信息披露工作组（TCFD）2021 年的建议和国际可持续发展准则理事会（ISSB）的气候报告标准。这将减少碎片化风险，避免各法域之间或对国际金融机构的要求不一致或相互冲突的情况。

- 我们鼓励监管机构考虑采取“分阶段”的信息披露报告方法——这是基于认识到了初始阶段的弹性需求，且有时间让相关机制逐步成熟、标准化进程得以发展、数据得以准备充足。

- 我们支持企业利用母公司层面的披露来满足本地的信息披露要求。

- 就过渡计划而言，我们支持在 TCFD 和 ISSB 框架下调整过渡计划（鉴于该等框架是全球标准，大多数法域都熟悉根据该标准进行报告），而不是强加新要求。

2f. 碳市场

2020 年 9 月，习近平主席在第七十五届联合国大会上宣布了“双碳”目标。2020 年 5 月，碳达峰碳中和“1+N”政策体系建立[177]。2021 年 9 月和 10 月，《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》[178]和《2030 年前碳达峰行动方案》[179]得以出台。此后，能源、工业、交通、城乡建设等领域的碳达峰实施方案也相继出台。

目前，中国在北京、天津、上海、重庆、湖北、广州、深圳、四川、福建设有 9 个地方试点碳排放权交易平台，共同推出了“碳普惠共同机制”。这些平台主要以现货交易为主。平台详情请参阅附件 6。

自 2013 年以来，中国的全国碳交易市场不断发展，并于 2021 年 7 月在北京、上海和武汉同时正式启动[180]。全国碳排放权交易市场的交易中心位于上海，碳配额登记系统设在武汉。企业在武汉注册登记账户，在上海进行交易，两地共同承担全国碳排放权交易体系的支柱作用。北京提出承建全国温室气体自愿减排管理和交易中心，作为全国碳市场的重要补充。

中国在充分借鉴地方碳交易试点市场的经验基础上，首先从电力行业入手，正在分阶段推进全国碳市场的发展。碳市场交易的品类主要有两种类型，即碳排放配额（CEA）和国家核证自愿减排量（CCER）。

全国碳市场上线交易自 2021 年 7 月开市以来，工作的重点已从地方试点示范，转向发展和完善全国统一碳交易市场。根据《碳排放权交易管理办法（试行）》，已纳入全国碳交易市场的重点排放企业将不再参与地方碳交易市场，确保全国碳交易市场统一、完整、公平[181]。根据《全国碳排放权交易市场建设方案（发电行业）》，试点碳交易市场将逐步向全国碳交易市场过渡，同时继续探索全国碳交易市场的新路径[182]。

2022 年，全国碳市场的建设步伐稳中有进。相比于 2021 年，2022 年全国碳市场呈现量跌价升的态势，CEA 成交量与成交额分别为 5089 万吨和人民币 28 亿元，CEA 收盘价和年内成交均价分别为人民币 55 元/吨和 55.3 元/吨[183]。

---

[177] 请参阅附件 5 了解“1+N”体系。
[178]《中共中央 国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，由国务院发布，2021 年 9 月 22 日生效。
[179]《2030 年前碳达峰行动方案》，由国务院发布，2021 年 10 月 24 日生效。
[180] 详情请参阅中央人民政府官方网站：http://www.gov.cn/xinwen/2022-07/22/content_5702238.htm。
[181] 《碳排放权交易管理办法（试行）》第 13 条，由生态环境部发布，2021 年 2 月 1 日生效。
[182]《全国碳排放权交易市场建设方案（发电行业）》第 7 条，由国家发改委发布，2017 年 12 月 18 日生效。
[183] 郭敏平等，《2022 中国碳市场年报》第 1 部分，2023 年 2 月 14 日发布，详情请参阅中央财经大学绿色金融国际研究院网站：https://iigf.cufe.edu.cn/info/1012/6391.htm。

2022 年，市场上共成交了 795.9 万吨 CCER，同比下降 95.46%。成交量的月度和地域分布也相对集中。复旦碳价指数显示，CCER 的价格区间从 2022 年初的人民币 35 元/吨左右上涨到年底的人民币 60 元/吨左右 [184]。

2023 年 3 月，生态环境部发布《关于公开征集温室气体自愿减排项目方法学建议的函》，这似乎预示着 CCER 申报工作正式重启 [185]。预计国家 CCER 市场的建设将得到推进。

另外，海南国际碳排放权交易中心于 2022 年 7 月成立，首笔跨境碳交易于 2022 年 12 月 30 日成功完成，交易产品为核证碳减排标准（VCS）下的国际核证减排量（VCUs）。海南国际碳排放权交易中心有望成为贸易和金融的离岸中心，以简化商品、资金和人才的流动，旨在将中国的国家交易计划与全球市场连接起来。

建议：

鼓励发展中国碳配额市场，将其作为碳定价的主要驱动力，支持各个碳市场的进一步整合，探索建立期货市场，鼓励境外金融机构参与流动性建设、套期保值和碳定价（以及拍卖等其他定价机制）。

我们鼓励中国自愿碳市场的发展与国际标准接轨，如自愿碳市场诚信委员会（ICVCM）推出的标准，以减少市场碎片化风险，促进国际资本流动。自愿碳市场诚信委员会标准在很大程度上代表了碳信贷质量的行业最佳实践，并将有助于确保碳信贷得到适当验证、透明报告，并准确反映实际减排量。

我们支持在内地交易所和香港 Core Climate 交易平台之间建立互联互通机制，作为连接国际市场的初步尝试。

另外，虽然生态环境部一直在推动《碳排放权交易管理暂行条例》的立法，但加快碳市场立法将大有裨益，以确保在发生任何违约事件时保持流动性。

3. 中国在全球可持续金融舞台上的作用

3a. 拓展绿色金融的国际合作空间

2021 年 11 月 4 日，在《联合国气候变化框架公约》缔约方大会第二十六次会议期间，可持续金融国际平台发布了《共同分类目录—减缓气候变化》（“《共同分类目录》”）。《共同分类目录》基于中国的《绿色债券支持项目目录》和欧盟的《可持续金融分类方案——气候授权法案》而制定，涵盖了农林牧渔、制造业、能源、供水和固体废弃物、建筑和交通储能等六个领域，有利于促进中欧绿色投融资合作，引导跨境投融资，降低绿色认证成本。《共同分类目

[184] 《2022 中国碳市场年报》第 1 部分。
[185] 《关于公开征集温室气体自愿减排项目方法学建议的函》，由生态环境部 2023 年 3 月 30 日发布。

录》的发布，基于对中国和欧盟标准的详细比较，标志着中国和欧盟在协调绿色标准方面开展的密切合作。

在双边层面上，中英两国成立了英中绿色金融中心，组织两国金融机构开展环境信息披露试点项目。德国国际合作机构（GIZ）是促进中德绿色金融合作的主要渠道，已经主办了若干次圆桌会议，并为中欧低碳生态城市合作项目提供技术支持。2023 年 4 月 21 日，新加坡金融管理局和人民银行宣布成立中国-新加坡绿色金融工作组，深化新加坡和中国在绿色和转型金融方面的双边合作，促进公共和私营部门进一步合作，更好地满足亚洲向低碳未来转型的需求[186]。

3b. 大湾区

2019 年，国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，将在大湾区大力发展绿色金融[187]。绿色金融已经成为粤港澳大湾区金融改革与创新发展的重要组成部分。2020 年，中国提出“碳达峰”和“碳中和”战略目标，给大湾区绿色金融业带来了更多的发展机遇。在发展规划、行业标准、激励机制、实施路径等方面的绿色金融政策得以出台，以引导和规范绿色金融体系的建立，但这些政策主要集中在香港、广州和深圳，而大湾区其他领域的政策体系尚待发展[188]。

香港是亚洲重要的可持续金融市场。2020 年 4 月，香港证券及期货事务监察委员会发布了《致证监会认可单位信托及互惠基金的管理公司的通函—环境、社会及管治基金》，助力提高绿色金融产品的信息透明度[189]。2021 年，亚洲大约三分之一的绿色和可持续债券在香港融资和发行。此外，香港特区政府在 2022 年 12 月推出了绿色及可持续金融能力建设试点支持计划，旨在支持培育行业人才，为市场从业者以及潜在从业者参加相关培训和获得相关专业资格提供补贴[190]。香港金管局也于 2022 年 12 月向认可机构发出了一份通函《绿色及可持续产品的尽职调查程序》及附件，基于一轮主题检查，提出了与管理绿色和可持续产品有关的尽职调查和其他流程的最佳实践指导[191]。

澳门的绿色债券市场仍处于起步阶段。2019 年，中国银行澳门分行发行了首只额度为人民币 70 亿元的绿色债券[192]，珠海大横琴投资有限公司发行了人民币 8 亿元的高级绿色债券，并在香港和澳门上市[193]。

---

[186] 详情请参阅新加坡金融管理局的官方网站：https://www.mas.gov.sg/news/media-releases/2023/singapore-and-china-establish-green-finance-taskforce。
[187]《粤港澳大湾区发展规划纲要》，由国务院发布，2019 年 2 月 18 日生效。
[188] 成丽莉，欧伟祥，《提升大湾区绿色金融驱动力》，《中国金融》2021 年第 23 期。
[189]《致证监会认可单位信托及互惠基金的管理公司的通函 — 环境、社会及管治基金》，由香港证券及期货事务监察委员会发布，2021 年 6 月 29 日生效，网址：https://sc.sfc.hk/TuniS/apps.sfc.hk/edistributionWeb/api/circular/openFile?lang=TC&refNo=21EC27。
[190] 详情请参阅香港金融管理局网站：https://www2.hkma.org.hk/general/gsf/#:~:text=The%20Pilot%20Green%20and%20Sustainable%20Finance%20Capacity%20Building,up%20relevant%20training%20and%20acquiring%20relevant%20professional%20qualifications。
[191] 详情请参阅香港金融管理局网站：https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-information/guidelines-and-circular/2022/20221209e3.pdf。
[192] 详情请参阅中国银行官方网站：https://www.boc.cn/aboutboc/ab8/201910/t20191012_16785448.html。
[193] 详情请参阅新华网：Http://m.xinhuanet.com/gd/2019-11/22/c_1125263323.htm。

珠江三角洲的完整产业体系、香港的成熟资本市场和澳门的开放制度环境，为三地的绿色金融合作提供了广阔的空间。2020 年 9 月，粤港澳大湾区绿色金融联盟揭牌，旨在促进大湾区的跨境协调与合作，支持绿色金融的发展[194]。

3c. 一带一路

自 2013 年习近平主席提出“一带一路”倡议以来，中国已与 151 个国家和 32 个国际组织签署了 200 多份“一带一路”倡议合作文件，建立了 90 多个双边合作机制[195]。

2017 年，中国工商银行发起并成立了“一带一路”银行家圆桌会，号召各国金融机构共同参与，探讨“一带一路”倡议的绿色发展策略。在圆桌会的推动下，中国工商银行联合牛津经济学院发布了“一带一路”绿色金融（投资）指数研究报告。

建议：

鼓励进一步发展《共同分类目录》，以完成其余行业的比较，这可能为区域分类目录之间的进一步比较提供模板，有助于实现互操作性/等价性。

与其他国际市场的情况类似，我们欢迎中国金融政策制定者和行业之间的持续接触和政策讨论——无论是正式还是非正式的对话。这将使中国政策制定者能够获得来自行业的坦率反馈，并理解国际市场上的有效做法。这将有助于中国监管机构利用国际最佳实践。

我们也欢迎中国政府对能力建设的支持，因为应对气候变化是一个全行业的挑战。这是一条我们都需要共同跨越的学习曲线，时间是最重要的。

4. 资产管理的可持续性

自 2017 年以来，中国证券投资基金业协会（“中基协”）通过对上市公司 ESG 评价体系的各种研究，对绿色和可持续投资进行了评估。2018 年 11 月，中基协发布了《绿色投资指引（试行）》，为基金管理人提高环境绩效、促进绿色产业发展、降低环境风险提供建议和指导[196]。在 2019 年至 2022 年期间，中基协每年开展了一次绿色投资情况自评估。截至 2021 年 7 月，超过 50%的受访基金管理公司已将绿色投资纳入公司战略，87%开展了绿色研究，72%发行了绿色投资产品；而从受访私募基金管理人来看，只有 17%将绿色投资纳入公司战略，74%开展了绿色研究，但只有 3%发行了绿色投资产品[197]。

---

[194] 成丽莉，欧伟祥，《提升大湾区绿色金融驱动力》，《中国金融》2021 年第 23 期。
[195] 详情请参阅中国“一带一路”网：https://www.yidaiyilu.gov.cn/xwzx/roll/77298.htm。
[196] 《绿色投资指引（试行）》，由中国证券投资基金业协会发布，2018 年 11 月 10 日生效。
[197]《基金管理人绿色投资自评估报告（2022）》，由中国证券投资基金业协会 2022 年 12 月发布，详情请参阅网址：https://www.amac.org.cn/aboutassociation/gyxh_xhdt/xhdt_xhyw/202212/P020221213341035900020.pdf。

2022 年 4 月，中国企业改革与发展研究会联合多家研究机构和国内领先企业发布了《企业 ESG 披露指南》，为 ESG 信息披露提供了非约束性框架 [198]。在中国参与制定的国际可持续标准于 2023 年 6 月发布后，ESG 信息预计会被要求强制披露。目前希望申请设立 ESG 主题基金的基金管理公司应遵守《公开募集证券投资基金运作管理办法》。该办法对公募基金提出了一般要求，如要求基金名称和招募说明书必须准确反映基金特征，不得误导投资者，并要求 80%或更高比例的非现金资产必须按照基金名称（如显示投资方向）所述的投资方向进行投资 [199]。

中国证监会正在推广上市公司治理与股东参与度改革，以支持资产管理机构开展可持续投资与履行受托管理责任。2022 年 4 月，中国证监会发布了《上市公司投资者关系管理工作指引》，正式规定了投资关系部门的职能和责任 [200]。2023 年 5 月，中国证监会发布《上市公司独立董事管理办法（征求意见稿）》，明确了独立董事的职责和责任 [201]。

建议：

关注区域和国际的可持续性发展动态。

注重非规范性披露规则，这些规则可以保护终端投资者的利益，但不会限制新生可持续投资市场不断发展的动力。

针对 可持续金融 的建议
国家政策和法规，建议对金融机构推广绿色金融给予普遍政策激励： 1. 提供税收优惠或利息补贴以及其他适当的激励，以鼓励金融机构积极参与绿色金融产品的设计、发行和投资。 2. 吸引混合型资金流入节能低碳领域。 **绿色信贷监管框架：** 3. 进一步扩大中国人民银行对国际金融机构推出的碳减排支持工具范围。 **与可持续性相关的信息披露：** 4. 我们鼓励政策制定者继续将可持续目标纳入整个金融体系和全球经济，并支持资本市场发展，推进向绿色经济转型。 在此背景下，我们提出以下建议供政策制定者参考： 5. 在 2025 年前在整体经济中出台国内披露框架，与全球标准保持一致。这些框架至少应涵盖气候报告，以符合气候相关财务信息披露工作组（“TCFD”）2021 年的建议和国际可

[198] 《企业 ESG 披露指南》，由中国企业改革与发展研究会发布，2022 年 6 月 1 日生效。
[199] 《公开募集证券投资基金运作管理办法》，中国证监会发布，2014 年 8 月 8 日生效。
[200] 《上市公司投资者关系管理工作指引》，中国证监会发布，2022 年 5 月 15 日生效。
[201] 《上市公司独立董事管理办法（征求意见稿）》中国证监会 2023 年 4 月 14 日发布。

持续发展准则理事会（“ISSB”）的气候报告标准。这将减少碎片化风险，避免各法域之间或对国际金融机构的要求不一致或相互冲突的情况。

6. 我们鼓励监管机构考虑采取“分阶段”的信息披露报告方法——这是基于认识到了初始阶段的弹性需求，且有时间让相关机制逐步成熟、标准化进程得以发展、数据得以准备充足。
7. 我们支持企业利用母公司层面的披露来满足本地的信息披露要求。
8. 就过渡计划而言，我们支持在 TCFD 和 ISSB 框架下调整过渡计划（鉴于该等框架是全球标准，大多数法域都熟悉根据该标准进行报告），而不是强加新要求。

碳市场：

9. 鼓励发展中国碳配额市场，将其作为碳定价的主要驱动力，支持各个碳市场的进一步整合，探索建立期货市场，鼓励境外金融机构参与流动性建设、套期保值和碳定价（以及拍卖等其他定价机制）。
10. 我们鼓励中国自愿碳市场的发展与国际标准接轨，如自愿碳市场诚信委员会，以减少市场碎片化风险，并促进国际资本流动。自愿碳市场诚信委员会标准在很大程度上代表了碳信贷质量的行业最佳标准，并将有助于确保碳信贷得到适当验证、透明报告，并准确反映实际减排量。
11. 我们支持在内地交易所和香港 Core Climate 交易平台之间建立互联互通机制，这是连接国际市场的第一步。

中国在全球可持续金融舞台上的作用：

12. 鼓励进一步发展《共同分类目录》，以完成其余行业的比较，这可能为区域分类目录之间的进一步比较提供模板，有助于实现互操作性/等价性。
13. 与其他国际市场的情况类似，我们欢迎中国金融政策制定者和行业之间的持续接触和政策讨论——无论是正式还是非正式的对话。这将使中国政策制定者能够获得来自行业的坦率反馈，并理解国际市场上的有效做法。这将有助于中国监管机构利用国际最佳实践。
14. 我们也欢迎中国政府对能力建设的支持，因为应对气候变化是一个全行业的挑战。这是一条我们都需要共同跨越的学习曲线，时间是最重要的。

资产管理的可持续性：

15. 关注区域和国际的可持续性发展动态。
16. 注重非规范性披露规则，这些规则可以保护终端投资者的利益，但不会限制新生可持续投资市场不断发展的动力。

L. 市场基础设施

1. 支付

1a. 跨境支付和结算风险

人民币在境内通过中国现代化支付系统（CNAPS）进行结算，这是由中国人民银行运营的人民币结算系统，提供实时全额和净额结算[202]。要直接访问 CNAPS，银行需要在中国人民银行的分支机构开立结算账户。

人民币作为结算货币使用比例过低的原因之一，是支持跨境人民币支付的基础设施不足，跨境人民币支付要通过各个结算中心和往来银行的零星网络完成。跨境人民币支付受到多重因素的制约，包括复杂的路径要求、需要维护多个海外往来账户、一些离岸人民币结算中心的流动性短缺、结算中心的营业时间不同，以及国际和中国境内支付系统之间缺乏共同标准。

今天，所有主要的人民币结算中心都由专门的人民币结算银行提供服务，为市场参与者之间的人民币支付和交易结算提供便利。

2015 年，中国推出人民币跨境支付系统（CIPS）[203]，以解决这些问题。CIPS 是一个实时全额结算系统，既允许境内银行直接接入，也允许境内外银行间接接入，为参与者提供了统一的入口和人民币支付的集中结算平台，加快了支付处理速度，并降低了跨境支付成本。因此，CIPS 将在人民币成为国际支付货币的过程中发挥关键作用。

CIPS 支付报文同时支持英文和中文，且遵循 ISO20022 报文标准和 SWIFT 银行识别码，因此通过 CIPS 进行的跨境支付能够实现更高的直通率。

截至 2023 年 4 月，CIPS 有 80 个直接参与者[204]和 1357 个间接参与者[205]，运营时间为 5×24 小时+4 小时。

CIPS 采用实时全额结算（RTGS）和定时净额结算机制（DNS）相结合的混合结算机制，以优化流动性安排，满足 CIPS 参与者的多样化需求。CIPS 提供广泛的结算和清算服务，包括人民币付款交割（DVP）结算、人民币对外币同步交收（PVP）、中央对手集中清算，以及其他跨境人民币交易结算等业务[206]。

---

[202] 中国人民银行关于中国现代化支付系统的介绍，http://www.pbc.gov.cn/zhifujiesuansi/128525/128527/2847564/index.html。
[203] 人民币跨境支付系统（CIPS）简介，http://www.cips.com.cn/cips/gywm/cipsxt/xtjj/index.html。
[204]直接参与者名单，http://www.cips.com.cn/cips/gywm/cipsxt/zjcyzmd/index.html。
[205] CIPS 系统参与者公告（第八十四期），http://www.cips.com.cn/cips/ywfw/cyzgg/59491/index.html。
[206] 人民币跨境支付系统简介，http://www.cips.com.cn/cips/gywm/cipsxt/xtjj/index.html。

除了人民币业务，CIPS 开始提供港币支付和清算服务，进一步便利内地投资者投资于香港金融市场。

2021 年 9 月，债券通“南向通”交易正式启动。CIPS 作为专用结算通道，与中国外汇交易中心、上海清算所和其他金融市场基础设施合作，整合了债券交易、托管和结算服务。

为了促进人民币在国际上作为支付结算货币的应用，全球银行需要进一步考虑选择和优化支付渠道，这变得日益重要和迫切。作为直接参与者连接 CIPS 不仅有助于一家银行提高人民币支付业务效率，还可以加强其作为人民币交易银行的形象。然而，考虑作为直接参与者连接 CIPS 的商业考量时，有几个因素需要权衡，比如全球人民币流动性分布状况、网络接入的总体拥有成本、与国际市场标准的一致性要求、清算流程以及服务水平协议等。

截至 2023 年 3 月 20 日，随着全球银行支付报文标准由原有的 MT 报文转变为 ISO20022 CBPR+报文，人民币跨境支付也能够享受端到端一致性的标准，传输更加详尽、结构化的支付信息，满足人民币监管报告和制裁审查要求。CIPS 发布了 CIPS ISO20022 报文与 SWIFT CBPR+报文的对照报告；SWIFT 与境内银行共同发布了 ISO20022 CBPR+中国市场报文实践指引。ISO20022 标准（用于人民币国际银行同业和中国境内支付系统）有望进一步消除人民币跨境支付的潜在摩擦，并将用户体验提升到新的水平。

1b. 离岸人民币——同步交收/结算风险

虽然离岸人民币外汇交易的物理结算基础设施已经大大改进，但是在某些方面没有达到全球公认的最佳实践标准：

- 离岸人民币外汇交易的结算主要以非同步交收（non-PVP）方式完成。参与者因此面临本金风险（或称赫斯特风险），即损失交易的所有价值的风险。按照巴塞尔银行监管委员会《外汇交易结算风险管理监管指引》[207]，在适用的情况下，银行应使用可提供同步交收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或采用相对货币。国际清算银行支付与结算委员会（CPMI）和国际证监会组织（IOSCO）共同发布了《金融市场基础设施原则》[208]，就央行资金结算提出明确指导意见，以限制信贷和流动性风险。

- 离岸人民币可以在 CLSNet 上结算 [209]，CLSNet 能自动计算双边支付净额并为参与者就其净额支付义务提供法律确认 [210]。然而，离岸人民币交易双边结算仍然按总额或净额进行。虽

[207] 外汇交易结算风险管理监管指引，https://www.bis.org/publ/bcbs241.pdf。
[208] 《金融市场基础设施原则》， https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf。
[209] CLS 介绍视频，https://www.cls-group.com/news/publications/clsnet-how-it-works/。
[210] CLSNet 介绍，https://www.cls-group.com/products/processing/clsnet/。

然通过 CLSNet 可以降低信用风险，增加流动性，但市场参与者无法享受 CLSSettlement 为 18 种合格货币[211]提供的多边净额结算的重要流动性优势[212]。

离岸人民币结算需求随着外汇交易量的增长而继续增长，流动性和交易对手限额的压力将随之增加，保证未完成结算的名义金额的风险缓释压力也会增加。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将不利于管理工作，也会导致流动性获取偶尔变得非常昂贵且获取时间难以预测。国际清算银行指出，离岸人民币是前十大货币中唯一没有资格参加 CLSSettlement 的币种，这影响了离岸人民币成为真正国际货币的能力。

建议：

我们建议中国人民银行允许开发离岸人民币同步交收风险缓解基础设施，保护所有市场参与者（包括中国内地和国际实体）支付本金免受损失。引入同步交收风险缓解是全球中央银行的优先事项，也同时与《中国外汇市场准则》第 146 条[213]和《全球外汇市场准则》第 35 和 50 条原则[214]的要求保持一致。

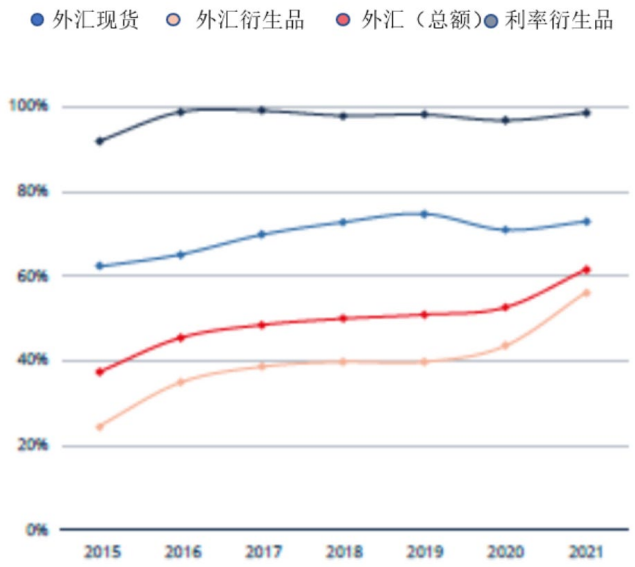
2. 清算

目前，某些人民币利率掉期必须进行强制清算，而某些银行间美元与人民币外汇交易必须通过上海清算所进行清算与结算。上海清算所目前为债券、利率衍生品、外汇现货和衍生品、信用衍生品和大宗商品衍生品提供清算服务[215]。

2021 年，外汇现货和衍生品交易的清算量约占境内银行间交易总量的 62%；利率衍生品的清算量比例为 99%。

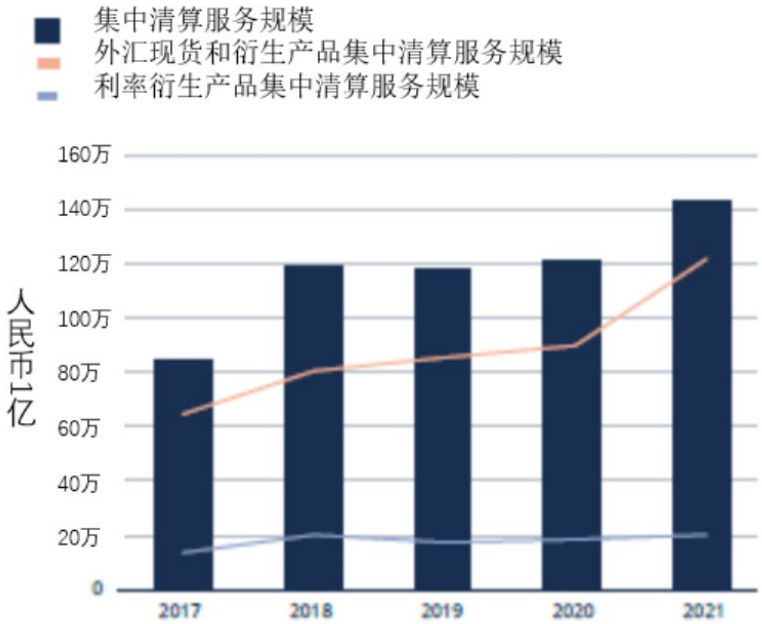
[211] CLS 的合格货币清单，https://www.cls-group.com/products/settlement/clssettlement/currencies/。
[212] CLS 主页，https://www.cls-group.com/。
[213] 《中国外汇市场准则》第 146 条规定："市场参与者应尽可能降低结算风险，包括在条件允许时使用同步交收（PVP）结算机制。"
[214] 《全球外汇市场准则》第 35 条原则要求"市场参与者应尽可能降低结算风险，包括在条件允许时使用提供同步交收的结算服务进行外汇交易结算"，第 50 条原则要求"市场参与者应恰当计量、监控并管控结算风险，相关措施应与对交易对手方类似规模和期限的其他信用敞口风险管理等同。"
[215] 上海清算所简介，https://www.shclearing.com.cn/gywm/gsjs/。

图 12：中国场外金融市场集中清算的外汇现货和衍生品及利率衍生品比例



来源：上海清算所

图 13：上海清算所场外清算市场的构成



来源：上海清算所

实施“互换通”机制，有助于离岸市场参与者与通过香港交易所场外结算公司和上海清算所达成的双边合作安排进行清算的境内交易对手方进行人民币利率互换交易。考虑到可以对冲通过中国银行间债券市场和债券通以及 QFI 制度持有债券的利率风险，利率“互换通”机制的重要性将显得尤为突出。

i. 终止净额结算

在大多数市场，银行和某些受监管的金融机构（统称为“被覆盖金融实体”）受巴塞尔银行监管委员会（“巴塞尔委员会”）发布的监管资本规则约束。因此，这些被覆盖金融实体需要持有一定的资本，来抵御与中央清算对手方交易相关的风险。

例如，根据欧盟《资本要求条例》第 296(2)(a)条[216]的规定，“机构与其交易对手方签订了一份合同净额结算协议，该协议规定了一项单一的法律义务涵盖所有包括在内的交易，因此，如果任一方违约，该机构将仅有权收取或有义务支付双方之间所有被涵盖的相关交易的正负市值净额”。对中央清算对手方来说，清算会员与中央清算对手方之间签订的协议构成合同净额结算协议。这意味着中央清算对手方的清算规则、指引，或中央清算对手方与清算会员之间的其他书面协议必须包含这样的规定：如果中央清算对手方发生违约事件，则允许清算会员与中央清算对手方进行终止净额结算。

我们欢迎上海清算所修改其清算指南，以明确确定平仓结算金额的方法，同时，引入上海清算所自身发生的违约未支付或未交付事件，以使相关未违约清算会员可对上海清算所发起终止净额结算。

***建议*:**

我们还建议上海清算所在修改清算指南中规定的结算方法后更新法律意见。

ii. 上海清算所合格中央对手方地位

2008 年全球金融危机之后，二十国集团国家出台了衍生品规定，要求在实施强制清算制度的司法管辖区中运营的中央对手方必须被认定为合格中央对手方。如果未被其他司法管辖区认定为合格中央对手方，可能会限制这些司法管辖区的实体参与境内场外衍生品市场。根据上海清算所网站[217]的信息，截至 2023 年 3 月 16 日，上海清算所有 93 个清算会员，其中 19 个是本地注册的国际银行子公司，2 个是国际银行分支机构，该等国际银行总部主要位于美国、英国、欧洲、新加坡、日本和澳大利亚。

在欧洲，欧洲证券和市场管理局于 2022 年 9 月 27 日承认上海清算所为合格中央对手方，此前中国人民银行和欧洲证券和市场管理局签署了联合谅解备忘录[218]，不久之后，欧盟委员会宣布，已批准中国人民银行关于被授权在银行间市场清算场外衍生品并受中国人民银行监管的中央对手方的监管框架等效。

---

[216] 欧盟《资本要求条例》第 296 条，https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook/interactive-single-rulebook/1894。

[217] 上海清算所成员清单，https://www.shclearing.com.cn/hyfw/qshy/qshymd/ptqshy/201512/t20151202_118618.html。

[218] 欧洲证券与市场监督管理局和中国人民银行之间的谅解备忘录，https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-pboc_china_mou.pdf。

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[219]。若未申请，则美国人士（美国银行及其海外分支机构但不包括其海外注册子公司）在第三国中央对手方进行清算的，视为违反经《多德-弗兰克法案》修订的《商品交易法》第 5b 条。自 2016 年 5 月以来，美国商品期货交易委员会每年向上海清算所授予不采取行动豁免，允许上海清算所暂时清算中国强制清算义务范围内的互换交易，为作为上海清算所的清算会员的美国人士的自营交易提供服务。然而，在上次发布的不采取行动豁免通知中（于 2023 年 7 月 31 日到期），美国商品期货交易委员会表示，如果到期日还未决定批准上海清算所申请的豁免，则不打算再次延长豁免，并鼓励任何依赖豁免的人士采取必要行动解除交易[220]。

3. 其他

3a. 境外金融基础设施

2022 年 12 月 14 日，中国人民银行就《金融基础设施监督管理办法（征求意见稿）》（“《办法》征求意见稿”）公开征求意见。《办法》征求意见稿符合国际清算银行支付和市场基础设施（CPMI）与国际证监会组织（IOSCO）共同编制的《金融市场基础设施原则》[221]。

《办法》征求意见稿第 33、37 和 38 条规定了系统重要金融市场基础设施的监管要求[222]。《金融市场基础设施原则》建议明确定义和公开披露指定为系统重要金融市场基础设施的标准，并特别建议考虑以下标准：（a）交易量和价值；（b）参与者数量和类型；（c）所服务的市场；（d）控制的市场份额；（e）与其他金融市场基础设施和其他金融机构的互联互通；（f）在短时间内使用金融市场基础设施的替代方案。我们认为，明确这些方面的要求，对于保护中国市场、为金融市场基础设施运营商提供确定性至关重要。

《办法》征求意见稿第 13 条对境外金融基础设施跨境交付管理提出了具体要求；第 30 条规定了相关报告义务。我们建议在《办法》征求意见稿中明确规定，境外金融市场基础设施仅需要遵守第 13 条和第 30 条，且该等义务仅适用于向中国客户提供的服务。

建议：

我们建议制定发牌或登记流程，授权境外金融市场基础设施提供跨境服务，详细要求包括报告范围和机制，以确保相关金融市场基础设施清楚了解监管期望。只有当中国内地企业在正常业

---

[219] 美国证券交易监督委员会《多德-弗兰克法案》第 725 条规定：“(h)豁免——委员会可以有条件或无条件地豁免衍生品清算组织根据本条规定对互换产品的清算进行注册……”。

[220] 美国商品期货交易委员会清算与风险部对上海清算所发出不采取行动函，https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8562-22。

[221] 《金融市场基础设施原则》，https://www.bis.org/cpmi/info_pfmi.htm。

[222] 《金融基础设施监督管理办法（征求意见稿）》第 33 条规定，中国人民银行有权检查金融市场基础设施，检查内容包括遵守标准、审慎原则和财务等方面；第 37 条规定了确定系统重要金融市场基础设施的标准，第 38 条规定了对金融市场基础设施的监管责任分配。

务过程中，经常使用境外金融市场基础设施提供的服务时，才要求境外金融市场基础设施进行登记或获取牌照。

针对 市场基础设施 的建议
支付
1. 允许开发离岸人民币同步交收风险缓解基础设施，保护所有市场参与者（包括中国内地和国际实体）支付本金免受损失。引入同步交收风险缓解是全球中央银行的优先事项，也同时与《中国外汇市场准则》第 146 条和《全球外汇准则》第 35 和 50 条原则的要求保持一致。
清算
2. 建议上海清算所在修改清算指南中规定的结算方法后更新法律意见。
境外金融市场基础设施
3. 建议制定发牌或登记流程，授权境外金融市场基础设施提供跨境服务，详细要求包括报告范围和机制，以确保相关金融市场基础设施清楚了解监管期望。只有当中国内地企业在正常业务过程中，经常使用境外金融市场基础设施提供的服务时，才要求境外金融市场基础设施进行登记或获取牌照。

M. 附件

附件 1：北交所、上交所和深交所主要上市规则

		北交所	上交所/深交所主板	上交所科创板	深交所创业板
1.	市场定位	创新型中小企业	“大蓝筹”企业	“硬科技”企业（聚焦新一代信息技术、人工智能、医药生物、自动化等战略性新兴行业）	“三创四新”企业（创新、创业、创意，新技术、新产业、新业态、新模式）
2.	上市流程	交易所负责受理并审核发行人公开发行并上市申请，发行人符合发行条件和信息披露要求的，交易所将审核意见、发行人注册申请文件及相关审核资料报送证监会注册。证监会在收到报送的审核意见、发行人注册申请文件及相关审核资料后，依法履行发行注册程序。在上市流程方面，三所基本相同。			
3.	上市条件——财务指标	市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项： （一）预计市值不低于 2 亿元，最近两年净利润均不低于 1500 万元且加权平均净资产收益率平均不低于 8%，或者最近一年净利润不低于 2500 万元且加权平均净资产收益率不低于 8%； （二）预计市值不低于 4 亿元，最近两年营业收入平均不低于 1 亿元，且最近一年营业收入增长率不低于	市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项： （一）最近 3 年净利润均为正，且最近 3 年净利润累计不低于 1.5 亿元，最近一年净利润不低于 6000 万元，最近 3 年经营活动产生的现金流量净额累计不低于 1 亿元或营业收入累计不低于 10 亿元； （二）预计市值不低于 50 亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营	市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项： （一）预计市值不低于人民币 10 亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元，或者预计市值不低于人民币 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元； （二）预计市值不低于人民币 15 亿元，最近一年营业收入不低于人	市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项： （一）最近两年净利润均为正，且累计净利润不低于 5000 万元； （二）预计市值不低于 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于 1 亿元； （三）预计市值不低于 50 亿元，且最近一年营业收入不低于 3 亿元。

		北交所	上交所/深交所主板	上交所科创板	深交所创业板
		30%，最近一年经营活动产生的现金流量净额为正； （三）预计市值不低于8亿元，最近一年营业收入不低于2亿元，最近两年研发投入合计占最近两年营业收入合计比例不低于8%； （四）预计市值不低于 15亿元，最近两年研发投入合计不低于5000万元。 此外，发行人申请北交所上市前暂需在新三板挂牌，申报时应为在新三板挂牌满 12 个月的新三板创新层公司。	业收入不低于 6 亿元，最近 3 年经营活动产生的现金流量净额累计不低于 1.5 亿元； （三）预计市值不低于80亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于 8 亿元。	民币 2 亿元，且最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例不低于 15%； （三）预计市值不低于人民币 20 亿元，最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币 1 亿元； （四）预计市值不低于人民币 30 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元； （五）预计市值不低于人民币 40 亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。	

		北交所	上交所/深交所主板	上交所科创板	深交所创业板
4.	锁定期	北交所仅对控股股东、实际控制人及亲属，董监高人员以及上市前持有10%以上股份的股东要求上市后限售12个月。	沪深市场要求持有首发前股份的所有股东所持股份上市后限售12个月，其中沪深公司控股股东、实际控制人所持股份上市后限售36个月，同时发行人提交申请前12个月内新增股东的，新增股东应当承诺所持新增股份自取得之日起36个月内不得转让。		
5.	保荐人跟投	无强制要求。	不允许跟投。	必须跟投。	特殊情形下保荐机构需要跟投。
6.	投资者门槛	北交所个人投资者申请交易权限开通前 20 个交易日证券账户和资金账户内的资产日均不低于 50 万元，同时要求参与证券交易 24 个月以上。	沪深主板准入无资金和交易经验要求。	科创板与北交所资金要求一致，两创板均要求参与证券交易 24 个月以上。	创业板个人投资者要求申请权限开通前 20 个交易日证券账户和资金账户内的资产日均不低于10万元。
7.	交易规则（日涨跌幅限制、大宗交易等）	- 上市首日不设置涨跌幅、之后涨跌幅为30% - 北交所限价申报有效申报价格范围为5% - 大宗交易单笔数量不低于10万股或成交金额不低于 100万元 - 已有引入做市商机制与融资融券业务	- 主板和两创板上市首五个交易日不设置涨跌幅限制，之后涨跌幅限制比例分别为10%和20%。 - 沪深主板和科创板、创业板的限价申报有效申报价格范围为2%。 - 沪深主板和科创板、创业板的大宗交易单笔数量需不低于 30 万股或200万元。 - 除了科创板容许大宗交易在整个交易时段撮合外，大宗交易基本上是在下午3点至下午3:30进行撮合。 - 除科创板外，无做市商机制		
8.	转板机制	北交所上市公司在北交所连续上市一年以上，符合	不适用		

		北交所	上交所/深交所主板	上交所科创板	深交所创业板
		科创板或创业板对应的转板条件，有意愿转板的，经公司向沪深交易所申请并经沪深交易所审核同意，即可实现股票上市地点的转换，无需履行注册程序，仅向证监会备案即可。			
9.	退市机制	北交所退市公司符合全国股转系统基础层挂牌条件或创新层条件的，还可进入全国股转系统相应层级挂牌交易继续发展，存在重大违法等情形，不符合全国股转系统挂牌条件的除外。 不符合全国股转系统挂牌条件的，将会被转到退市板块。	沪深退市公司只能直接转入全国股转系统所管理的退市板块。		

附件 2：QFI 与沪深港通机制对比

	QFI	沪深港通（北向）
合格投资者	外国机构投资者包括基金管理公司、商业银行、保险公司、证券公司、期货公司、信托公司、政府投资机构 、主权基金、养老基金、慈善基金、捐赠基金、国际组织以及中国证监会认可的其他机构。	包括个人在内的所有外国投资者（但深交所创业板股票和上交科创板股票仅限机构专业投资者）。
监管部门批准	中国证监会牌照	没有
额度	没有	沪深港通每日北向额度各 520 亿元人民币
账户结构	以“QFI + 自有资金”、“QFI + 客户名称”、“QFI + 基金”或“QFI + 客户资金”名称在托管人处开设的境内账户	通过托管人在香港的境外投资者账户，及在 CSDC 的境内名义持有人综合账户
持股形式	QFI 直接在 CSDC 开设账户	香港中央结算公司，作为投资者的名义持有人
符合条件的投资标的	• 所有在上交所/深交所/北交所/全国股转系统挂牌的证券 • 公募证券投资基金，包括封闭式、开放式和 ETF • 证券期货经营机构和中国证券投资基金业协会登记的私募投资基金管理人发行的私募投资基金 • 在经批准的交易所交易的金融期货、商品期货和期权 • 新股发行、融资融券及证券出借 • 外汇衍生品（仅限于套期保值目的）	满足以下条件的上证 A 股指数成份股/为深证综合指数成份股的深交所上市 A 股： • 过去六个月的日均市值须达人民币 50 亿元或以上； • 过去六个月的日均成交金额须达人民币 3000 万元或以上； • 过去六个月的停牌天数比例低于 50%；及 • 具有表决权差异安排的公司股票于首次纳入时的额外条件： ○ 已于上交所/深交所上市不少于六个月及二十个沪股/深股交易日；

	QFI	沪深港通（北向）
		○ 前 183 个日历日的日均市值须达人民币 200 亿元或以上； ○ 前 183 个日历日的成交总额须达人民币 60 亿元或以上；且 ○ 不曾因违反上交所/深交所规则下对具有表决权差异安排的公司的规定，而被上交所/深交所公开谴责 • A+H 股 但前提是： (i) 其并非以人民币以外的货币于上交所/深交所交易；以及(ii) 其未被实施风险警示（ST/*ST 公司或被实施退市程序的股份等）
投资货币	CNY 及 CNH	CNH、HKD 及 USD
资金提前到位要求	必须（可用资金需在 T-1 日到账）	无
赎回限额	没有	不适用
大宗交易	允许	不允许
卖空	允许	允许
证券借贷	允许	允许但有限制

附件 3：中国银行间债券市场直接投资渠道与债券通机制对比

	直投模式	债券通“北向通”	债券通“南向通”	QFI 机制
前置要求	委托结算代理人向中国人民银行上海总部申请投资备案	由 CMU 会员通过债券通有限公司向中国人民银行上海总部备案。	向中国外汇交易中心申请开展债券通“南向通”业务并开立交易账户	监管批准
监管机构	中国人民银行和国家外汇管理局	中国人民银行、国家外汇管理局和香港金管局	中国人民银行、国家外汇管理局和香港金管局	中国人民银行、国家外汇管理局和中国证监会
可交易产品	*境外央行和类似机构、境外人民币业务清算行和境外参加行*：所有可交易的产品，包括债券现券[223]、债券回购、债券借贷、债券远期、远期利率协议及利率互换； *其他境外机构投资者*： 除债券回购之外的债券现券；仅基于套期保值目的进行的债券借贷、债券远期、利率远期或互换交易。	仅债券现券。	仅债券现券	除债券回购之外的债券现券；仅基于套期保值目的进行的债券借贷、债券远期、利率远期或互换交易；交易所债券市场所有产品。
合格投资者	(i) 境外中央银行类机构[224]； (ii) 合格境外投资者； (iii) 商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司和其	与左栏相同。	49 家境内公开市场业务一级交易商[225]； QDII 和 RQDII	境外基金管理公司、商业银行、保险公司、证券公司、期货公司、信托公司、政府投资机构、主权基金、养老基金、慈善基金、捐赠基金、国

[223] 政府债券、中国人民银行票据、政策性银行债券、金融债券、公司债券、企业债券、商业票据、中期票据等。
[224] 境外央行或货币当局、国际金融组织和主权财富基金
[225] 最新数据最近更新于 2022 年 5 月 20 日，来自中国人民银行，请参考：http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125469/4560724/index.html。

	直投模式	债券通“北向通”	债券通“南向通”	QFI 机制
	他资产管理机构，或上述任何机构发行的非法人产品； (iv) 养老基金、慈善基金或捐赠基金； (v) 中国人民银行认可的其他中长期机构投资者。			际组织和中国证监会认可的其他机构。
汇入汇出中国的资金币种	外币或离岸人民币	外币或离岸人民币	外币或离岸人民币	外币或离岸人民币
交易对手方	超过 22,000 家机构，包括 92 家境内做市商 [226]	56 家境内做市商 [227]	13 家境外做市商 [228]	超过 22,000 家机构，包括 92 家境内做市商
交易平台	CFETS/Bloomberg 、MarketAxess 及 Tradeweb（与 CFETS 直接相连）	CFETS/Bloomberg 、MarketAxess 及 Tradeweb （与 CFETS 直接相连）	CFETS/Bloomberg 及 Tradeweb （与 CFETS 直接相连）	CFETS/Bloomberg 、Tradeweb（与 CFETS 直接相连）
交易机制	委托结算代理人发起交易并进行询价交易 向 92 家境内做市商发出询价请求	向 56 家境内做市商发出询价请求	向 13 家境外做市商发出询价请求	委托结算代理人发起交易并进行询价交易 向 92 家境内做市商发出询价请求

[226] 截至 2023 年 5 月 20 日的最新数据来自中国外汇交易中心，请参考 https://www.chinamoney.com.cn/chinese/mtmemrmb/。
[227] 最新数据最近更新于 2020 年 4 月 9 日，来自中国外汇交易中心，请参考 https://www.chinamoney.com.cn/chinese/bccn/。
[228] 香港金管局于 2021 年 9 月 17 日在其网站上公布了债券通下南向交易的指定做市商名单。欲了解更多信息，请参考 https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2021/09/20210917-6/。

	直投模式	债券通“北向通”	债券通“南向通”	QFI 机制
外汇风险对冲	境外银行类机构投资者[229]和境外非银行类机构投资者[230]。	香港外汇结算银行[231]	使用人民币投资外币债券的境内投资者，可通过银行间外汇市场办理外汇资金兑换和外汇风险对冲业务。	合格托管人或境内金融机构
债券结算	DVP 全额结算	DVP 全额结算	DVP 全额结算	DVP 全额结算
结算期	T+0/T+1/T+2/T+3/T+N	T+0/T+1/T+2/T+3/T+N	T+1/T+2/T+3/T+N	T+0/T+1/T+2/T+3/T+N
账户结构	直接持有	间接持有（综合账户，仅限一家托管人）	间接持有	直接持有
额度	不设单笔额度或总额度。申请人需要在中国人民银行的登记表上注明预期投资规模。	不设单笔额度或总额度。	资金净流出年度总额度为5000亿元等值人民币，每日额度为 200 亿元等值人民币。	不设单笔额度或总额度。
锁定期	无限制。	无限制。	无限制。	无限制。
汇出限制	单一币种无限制（通过人民币或外币投资）： 同时汇入“人民币+外币”进行投资	无限制。	无限制。	无限制。

[229] 境外银行类机构投资者可选择下列一种渠道对冲外汇风险：(i) 作为客户与托管人、结算代理人或境内其他金融机构直接交易；(ii) 申请成为外汇交易中心会员直接进入银行间外汇市场交易；或(iii) 申请成为外汇交易中心会员通过主经纪业务进入银行间外汇市场交易。

[230] 境外非银行类机构投资者可选择下列一种渠道对冲外汇风险：(i) 作为客户与托管人、结算代理人或境内其他金融机构直接交易；或(ii) 申请成为外汇交易中心会员通过主经纪业务进入银行间外汇市场交易。

[231] 投资者最多可以委托 3 家银行。

	直投模式	债券通“北向通”	债券通“南向通”	QFI 机制
	的，应遵守特定限制[232]			
非交易过户	同一境外机构投资者可以在其 QFII/RQFII 账户和银行间债券市场直接账户之间进行非交易债券/资金过户。	境外投资者只有在变更本地托管机构（CMU 成员）时，才可以进行非交易过户。[233]	不适用	同一境外机构投资者可以在其 QFII/RQFII 账户和银行间债券市场直接账户之间进行非交易债券/资金过户。

[232] 同时汇入“人民币+外币”进行投资的，累计汇出人民币/外币金额不得超过累计汇入人民币/外币金额的 1.2 倍。长期投资中国债券市场的，上述比例可适当放宽。具体而言，国家外汇管理局在政策问答中表示，在实际操作中，上述比例可以放宽：

(i) 以境外机构投资者获得全国银行间债券市场准入备案通知书之日起计算，1 年及以下，上述比例不得超过 1.2 倍；
(ii) 1 至 3 年（含），不得超 1.3 倍；
(iii) 3 至 5 年（含），不得超过 1.4 倍；
(iv) 5 年以上，不得超过 1.5 倍。

《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定》政策问答，http://www.safe.gov.cn/safe/2023/0321/22487.html。

[233] 为免疑问，还请注意，投资者更换资产管理人时不一定都需要进行纯券过户。如果新的资产管理人聘请的是同一家托管银行，投资者可以继续使用原来的证券账户。

附件 4：外商独资基金管理公司、私募证券投资基金管理人及外资控股的银行理财子公司名单

注：英文名称通常翻译自中文且仅供参考。

I. 外商独资基金管理公司名单
(1) 贝莱德基金管理有限公司
(2) 宏利基金管理有限公司
(3) 路博迈基金管理（中国）有限公司
(4) 富达基金管理（中国）有限公司
(5) 施罗德基金管理（中国）有限公司
(6) 摩根基金管理（中国）有限公司
(7) 摩根士丹利基金管理（中国）有限公司
(8) 联博基金管理有限公司

II. 外商独资私募证券投资基金管理人名单
(1) 瑞银资产管理（上海）有限公司
(2) 富敦投资管理（上海）有限公司
(3) 英仕曼（上海）投资管理有限公司
(4) 惠理投资管理（上海）有限公司
(5) 景顺纵横投资管理（上海）有限公司
(6) 安本私募基金管理（上海）有限公司
(7) 安中投资管理（上海）有限公司
(8) 元胜投资管理（上海）有限公司
(9) 桥水（中国）投资管理有限公司
(10) 毕盛（上海）投资管理有限公司
(11) 瀚亚投资管理（上海）有限公司
(12) 未来益财投资管理（上海）有限公司
(13) 德劭投资管理（上海）有限公司
(14) 野村投资管理（上海）有限公司
(15) 霸菱投资管理（上海）有限公司
(16) 腾胜投资管理（上海）有限公司
(17) 东亚联丰投资管理（深圳）有限公司
(18) 罗素投资管理（上海）有限公司
(19) 弘收投资管理（上海）有限公司
(20) 威廉欧奈尔投资管理（上海）有限公司
(21) 鲍尔赛嘉（上海）投资管理有限公司
(22) 迈德瑞投资管理（珠海横琴）有限公司
(23) 柏基投资管理（上海）有限公司
(24) 上海首奕投资管理有限公司
(25) 润晖投资管理（天津）有限公司
(26) 荷宝私募基金管理（上海）有限公司
(27) 先知私募基金管理（上海）有限公司
(28) 晨曦（深圳）私募证券投资基金管理有限公司
(29) 北京道泰量合私募基金管理有限公司
(30) 安盛私募基金管理（上海）有限公司

(31) 深圳市胜利私募证券投资基金管理有限公司

III. 外资控股的银行理财子公司名单

(1) 汇华理财有限公司
(2) 贝莱德建信理财有限责任公司
(3) 施罗德交银理财有限公司
(4) 高盛工银理财有限责任公司
(5) 法巴农银理财有限责任公司

附件 5：“1+N”体系

1	部门	文件
顶层设计	中共中央委员会和国务院	《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》
	国务院	《2030 年前碳达峰行动方案》
N 系列	**部门**	**文件**
能源绿色低碳转型行动	国家发改委、国家能源局	《“十四五”现代能源体系规划》
	国家发改委、国家能源局	《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》
节能降碳增效行动	国务院	《“十四五”节能减排综合工作方案》
	国家发改委、工业和信息化部、生态环境部和国家能源局	《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022 年版）》
工业领域碳达峰行动	工业和信息化部、国家发改委、生态环境部	《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》
	国家发改委、工业和信息化部、生态环境部和国家能源局	《水泥行业节能降碳改造升级实施指南》
	工业和信息化部、国家发改委、科学技术部、生态环境部、应急管理部、国家能源局	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》
	工业和信息化部、国家发改委	《关于化纤工业高质量发展的指导意见》
	工业和信息化部、国家发改委	《关于产业用纺织品行业高质量发展的指导意见》
城乡建设碳达峰行动	农业农村部	《关于拓展农业多种功能促进乡村产业高质量发展的指导意见》
	住房和城乡建设部	《“十四五”推动长江经济带发展城乡建设行动方案》
	住房和城乡建设部	《“十四五”黄河流域生态保护和高质量发展城乡建设行动方案》
	住房和城乡建设部	《“十四五”住房和城乡建设科技发展规划》
交通运输绿色低碳行动	交通运输部、国家铁路局、中国民用航空局、国家邮政局	《新时代推动中部地区交通运输高质量发展的实施意见》
循环经济助力降碳行动	国家发改委	《“十四五”循环经济发展规划》
绿色低碳科技创新行动	科学技术部、国家发改委、工业和信息化部、生态环境部、住房和城乡建	《科技支撑碳达峰碳中和实施方案（2022—2030 年）》

	设部、交通运输部、中科院、工程院、国家能源局	
碳汇能力巩固提升行动	国家林业和草原局	《林业碳汇项目审定和核证指南》
	自然资源部	《海洋碳汇经济价值核算方法》
绿色低碳全民行动	教育部	《加强碳达峰碳中和高等教育人才培养体系建设工作方案》
各地区梯次有序碳达峰行动	各省具体实施政策，以战略性指导文件、保障支撑文件、地方法规等形式出台	
保障政策	国家开发银行	《实施绿色低碳金融战略支持碳达峰碳中和行动方案》
	生态环境部办公厅	《企业温室气体排放核算方法与报告指南：发电设施（2022 年修订版）》
	国家发改委	《关于明确煤炭领域经营者哄抬价格行为的公告》

附件 6：9 个地方试点碳排放权交易平台详细信息

名称	概述	碳排放产品
北京绿色交易所 [234]	北京绿色交易所是国家主管部门备案的首批中国自愿减排交易机构，发起制定中国首个自愿减排标准“熊猫标准”，参与起草中国人民银行《环境权益融资工具》等绿色金融行业标准，为 2022 年冬奥会和冬残奥会碳中和方案提供碳核算及咨询服务。	北京碳排放配额（BEA）、国家核证自愿减排量（CCER）、自愿减排量、自愿节能量
上海环境能源交易所 [235]	是上海市碳交易试点的指定交易平台、经国家碳交易主管部门备案的国家核证自愿减排量交易平台，同时也是生态环境部指定的全国碳排放权交易系统建设和运营机构。 2021 年 7 月 16 日，全国碳排放权市场正式上线启动交易。上海环境能源交易所承担全国碳排放权交易系统运行维护等具体工作。	上海碳排放配额（SHEA）、国家核证自愿减排量（CCER）、上海碳配额远期（SHEAF）
广州碳排放权交易所 [236]	是国家发改委首批认定的国家核证自愿减排量交易机构之一，是大湾区唯一兼具国家碳交易试点和绿色金融改革创新试验区试点的双试点机构。 广州碳排放权交易所开启了中国首次一级市场配额拍卖，完成了国内首单国家核证自愿减排量线上交易，是全国首个配额成交量破亿吨的交易所。	广东碳排放配额（GDEA）、广东省碳普惠制核证减排量、国家核证自愿减排量（CCER）、生态补偿核证自愿减排量等
深圳排放权交易所 [237]	是以市场机制促进节能减排的综合性环境权益交易机构和低碳金融服务平台。	深圳碳排放配额（SZEA）、国家核证自愿减排量（CCER）
天津排放权交易所 [238]	是中国首批综合性环境能源交易平台。天津排放权交易所是天津碳交易试点的指定交易平台，是国家首批温室气体自愿减排交易的交易机构之一，承担过多个国家级绿色低碳课题研究项目。	天津碳排放配额（TJEA）、国家核证自愿减排量（CCER）、自愿减排量
湖北碳排放权交易中心 [239]	是经国家生态环境主管部门备案、省政府批准设立的全国首批碳排放权交易试点机构。首创了碳基金、碳托管、碳质押等碳金融产品	湖北碳排放权交易配额（HBEA）、国家核证自愿减排量（CCER）

[234] 北京绿色交易所（cbeex.com.cn）。
[235] 上海环境能源交易所（cneeex.com）。
[236] 广州碳排放权交易所（cnemission.com）。
[237] 深圳排放权交易所（szets.com）。
[238] 天津排放权交易所（chinatcx.com.cn）。
[239] 湖北碳排放权交易中心（hbets.cn）。

重庆碳排放权交易中心[240]	是一个综合性的要素资源交易市场。提供碳中和综合服务、配额交易、核证自愿减排交易产品。	重庆碳排放权配额（CQEA）、国家核证自愿减排量（CCER）
海峡股权交易中心[241]	研究并推出福建省内碳市场可交易的福建林业核证减排量项目。	福建碳排放配额（FJEA）、国家核证自愿减排量（CCER）、福建林业核证减排量（FFCER）
四川联合环境交易所[242]	是全国非试点地区第一家经国家备案的碳交易机构。环交所目前是全国唯一一家集碳排放权、用能权、排污权、水权交易为核心主业的环境资源交易平台	国家核证自愿减排量（CCER）

[240] 重庆碳排放权交易中心（tpf.cqggzy.com）。
[241] 海峡股权交易中心（hxee.com.cn）。
[242] 四川联合环境交易所（sceex.com.cn）。

N. 术语

缩写	全称
ABN	资产支持票据
ABS	资产支持证券
ADT	平均每日成交量
ALM	资产负债匹配
AMAC	中国证券投资基金业协会
AML	反洗钱
APAC	亚太地区
API	应用程序编程接口
ASEAN	东南亚国家联盟（东盟）
ASIFMA	亚洲证券业与金融市场协会
AUM	管理资产
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
BEA	北京市碳排放权配额
BIL ESP	双边询价点击成交
BIS	国际结算银行
BRBR	“一带一路”银行家圆桌会
BRI	一带一路倡议
BSA	债券结算代理
BWMS	银行理财子公司
CAC	国家互联网信息办公室（网信办）
CBEEX	北京绿色交易所
CBIRC	中国银行保险监督管理委员会（银保监会）
CCASS	中央结算及交收系统
CCCP	中华通全面结算所参与者
CCDC	中央国债登记结算有限责任公司
CCER	国家核证自愿减排量
CCP	清算业务中央对手方
CD	银行存款凭证
CEA	碳排放权配额
CERDS	中国企业改革与发展研究会
CFETS	中国外汇交易系统
CFFEX	中国金融期货交易所（中金所）
CFTC	商品期货交易委员会
CFXC	中国外汇市场指导委员会

CGB	中国政府债券
CGBP	《中国绿色债券原则》
CIBM	中国银行间债券市场
CIFXM	中国银行间外汇市场
CII	关键信息基础设施
CIPS	人民币跨境支付系统
CIT	企业所得税
CMU	债务工具中央结算系统
CNAPS	中国国家现代化支付系统
CNH	离岸人民币
CNS	持续净额交收
CNY	在岸人民币
COFER	国际货币基金组织官方外汇储备货币构成
COP26	《联合国气候变化公约》缔约大会第二十六届会议
CPC	中国共产党
CPMI-IOSCO	支付和市场基础设施与国际证监会组织
CQEA	重庆碳排放权
CRR	《资本要求监管条例》
CRS	统一报告标准
CSA	信用支持附件
CSDC/CSDCC	中国证券登记结算公司
CSL	《网络安全法》
CSOE	国资委
CSP	云服务提供商
CSRC	中国证券监督管理委员会
CTF	反恐怖融资
DCO	衍生品清算机构
DLT	分布式账本技术
DNS	延迟净额结算
DSL	《数据安全法》
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
ESMA	欧洲证券和市场管理局
ETF	交易所交易基金
EU	欧洲联盟（欧盟）
EUR	欧元

FDL	《期货和衍生品法》
FFCER	福建省森林经营碳汇
FI	金融机构
FII	境外机构投资者
FJEA	福建碳排放配额
FMC	基金管理公司
FMI	金融市场基础设施
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
FX	外汇
G10	十国集团
G20	二十国集团
GBA	粤港澳大湾区
GBSC	绿色债券标准委员会
GC	一般担保
GDEA	广东碳排放配额
GDP	国内生产总值
GEE	广州排放权交易所
GFB	绿色金融债券
GFTF	中国-新加坡绿色金融工作组
GFXC	全球外汇市场委员会
GIP	“一带一路”绿色投资原则
GIZ	德国国际合作机构
GMRA	《全球总回购协议》
GMSLA	全球证券借贷主协议
HBEA	湖北省碳排放配额
HKD	港币
HKEX	香港联合交易所
HKFE	香港期货交易所有限公司
HKMA	香港金融管理局
ICBC	中国工商银行（工行）
ICMA	国际资本市场协会
ICSD	国际中央证券存管机构
ICVCM	自愿碳市场诚信委员会
IMF	国际货币基金
IM	初始保证金
IPO	首次公开募股
IPSF	可持续金融国际平台
IRA	国际评级机构

IRD	利率衍生品
IRS	利率掉期
ISDA	国际掉期与衍生品协会
ISIN	国际证券识别编码
KYC	“了解您的客户”
LCS	本币结算
LDI	负债驱动型投资
LOF	上市开放式基金
LPR	贷款市场报价利率
MLPS	多级保护计划
MOF	中国财政部
MRF	基金互认
NAFMII	中国银行间市场交易商协会
NCD	可转让存单
NDB	国家数据局
NDRC	国家发改委
NFRA	国家金融监督管理总局
NGFS	央行与监管机构绿色金融网络
NPC	全国人民代表大会
OB	境外经纪商
ODM	买卖盘带动模式
OI	境外中介机构
OMO	公开市场活动
OPB	境外参与行
OTC	场外
PBOC	中国人民银行
PBU	参与者业务单元
PCAOB	美国上市公司会计监督委员会
PFMI	“金融市场基础设施原则”。
PIPL	《个人信息保护法》
PPN	非公开定向债务融资工具
PRB	《联合国负责任银行原则》
PRC	中华人民共和国
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
QDII	合格境内机构投资者
QDM	报价带动模式
QFLP	合格境外有限合伙人

QFI	合格境外投资者
QFII	合格境外机构投资者
RCEP	区域全面经济伙伴关系
REIT	房地产投资信托
RFM	请求市场报价
RMB	人民币/元，中国货币单位
RQFII	人民币合格境外机构投资者
RTGS	实时全额结算系统
S&P	标准普尔金融服务公司（标普）
SAFE	国家外汇管理局
SAR	特别行政区
SASAC	国有资产监督管理委员会（国资委）
SBL	融资融券/证券借贷
SHCH/SCH	上海清算所
SDR	国际货币基金组织的特别提款权
SEC	美国证券交易监督委员会
SEEE	上海环境与能源交易所
SFC	证券及期货事务监察委员会
SGX	新加坡证券交易所
SHEA	上海碳配额
SHEAF	上海碳配额远期
SHIBOR	上海银行同业拆放利率
SPSA	特殊隔离账户
SSE	上海证券交易所
SSO	个股期权
STA	国家税务总局
STAR	科创板
STP	直通式交易程序
SWIFT	环球同业银行金融电讯协会
SZEA	深圳排放额度
SZSE	深圳证券交易所
TC260	国家信息安全标准化技术委员会
TCE	天津排放权交易所
TJEA	天津碳配额
TSE	东京证券交易所
UK	英国
UMR	非集中清算保证金规则
US	美国
US CFTC	美国商品期货交易委员会

USD	美元
UTI	唯一交易识别码
VCU	国际核证减排量
VCS	核证碳减排标准
VM	变动保证金
VIE	可变利益实体
VAT	增值税
WFOE	外商独资企业
WHT	预扣所得税
WMC Scheme	理财通计划
WVR	同股不同权

asifma
Growing Asia's Markets

香港

金钟道 89 号

力宝中心

第二座 3603 室

电话：+852 2531 6500

WWW.ASIFMA.ORG