



人民币国际化背景下自贸区债券 业务发展定位与举措研究

上海财经大学中债国际研究所

上海财经大学课题组

二〇一九年十二月

课题负责人：

曹啸副教授 上海财经大学金融学院院长助理

课题组核心成员：

计小青博士 上海财经大学财经研究所副研究员

王梦飞 上海财经大学金融学院

夏小云 上海财经大学金融学院

课题管理部门负责人：

闫彦明博士 中央结算公司上海总部研发部总经理

课题经理：

徐昱程 中央结算公司上海总部研发部

课题联系方式：

曹啸 (caoxiao@mail.shufe.edu.cn)

徐昱程 (xuyc@chinabond.com.cn)

摘 要

2019年7月27日，国务院正式印发《中国（上海）自由贸易试验区临港新片区总体方案》（简称《方案》），标志着各方期待的临港新片区正式启航。新片区的建设目标是打造更具国际市场影响力和竞争力的特殊经济功能区，方案指出，“加快建立与国际通行规则相衔接的制度体系，更好地满足由商品和要素流动型开放向经贸规则、法律规制、政务服务运作模式等制度型开放转变的要求。”金融开放创新试点是自贸试验区改革开放的重要内容，债券业务是自贸区金融开放创新的重要组成部分。在此背景下，探索上海自贸试验区债券业务的发展定位与下一步发展举措，具有重要的现实意义。

立足于人民币国际化和我国金融体制改革的发展背景，结合近年来上海自贸试验区在债券业务及跨境投融资创新发展中积累的经验，本报告将上海自贸试验区债券业务进一步创新发展的定位聚焦于两个层次。

第一个层次是上海自贸试验区债券业务应服务于在岸市场开放，探索制度创新先行先试。报告从立法和监管架构、发行和信息披露机制、中介机构管理、投资者保护制度四个方面梳理了银行间债券市场存在的问题和主要经济体（美国、英国、日本等）债券市场制度建设的相关经验，在此基础上提出自贸试验区制度创新的设想。具体而言：**一**是在监管架构方面，探索统筹债券市场监管相关功能、更多地发挥自律的作用、构建法治化市场化的自贸区债券业务规则体系；**二**是在发行制度方面，探索以“监管沙盒”方式试行债券发行真正备案制，同时完善信息披露标准；**三**是在中介机构选择方面，创新提出“投票选择中介机构”模式；**四**是在投资者保护体系方面，探索加大处罚力度，完善民事赔偿制度。

第二个层次是上海自贸区债券业务应服务于人民币国际化与金融业开放战略，探索跨境投融资业务创新。报告提出，自贸区债券业务应坚持以提升金融服务实体经济能力、防范债券业务相关金融风险、助力人民币国际化深化发展为发展目标，并与长三角一体化建设、“一带一路”倡议等发展战略紧密结合。例如，可紧密结合长三角一体化建设，研究设计符合“长三角”城市群发展阶段的特色化政策工具、设计区域专项债券提供自贸区金融服务；可探索完善“一带一路”债券服务功能，以提高债券流动性、缓解“一带一路”风险约束。

在两层次研究的基础上，报告对上海自贸试验区债券业务现阶段发展提出“可操作、可落地”的创新举措建议。在**制度创新**方面，一是完善市场化债券发行机制，建议强化备案流程透明性、按照“沙箱试验”的方式开展试点、推进信息披露标准化、建立信用评价体系 and 中介机构选择机制、加强投资者保护制度建设；二是对接境外投资者特点，试点采用国际化规则，建议为境外投资者提供回购主协议选择权、探索提供司法仲裁选择机会、试点推行代扣代缴机制。在**产品创新**方面，一是探索在自贸试验区试点发行丝路主题债券和资产证券化创新产品，借鉴“银登模式”，试行穿透式信息披露机制；优先支持国家开发银行等机构依托中央结算公司跨境发行平台试点推出相关产品；二是紧密对接长三角一体化建设，强化债券服务实体经济功能，建议试点推出长三角地方政府集合债券、拓展长三角政府债券柜台市场业务、为优质企业跨境债券发行提供便利、协调推动长三角债券市场环境效益指标披露。在**服务创新**方面，一是在首单自贸区和境外债券发行基础上，探索完善为自贸试验区中资企业外债发行提供后台服务的模式；二是强化金融市场基准定价功能，更好发挥上海关键收益率（SKY）作为市场基准利率的作用，发展“一带一路”债券指数和指数基金；三是丰富金融担保品功能，拓展担保品跨境应用领域，推动人民币债券作为担保品在“一带一路”沿线跨境使用。

目 录

摘 要.....	I
第一章 绪论.....	- 1 -
一、研究背景与研究意义.....	- 1 -
（一）对上海自贸试验区及新片区和上海国际金融中心建设的意义.....	- 2 -
（二）对人民币国际化与资本项目开放的意义.....	- 3 -
（三）对完善我国债券市场制度建设的意义.....	- 4 -
（四）对“一带一路”、长三角一体化等国家战略及金融服务实体经济的意义.....	- 5 -
二、研究内容和研究框架.....	- 6 -
（一）研究内容.....	- 6 -
（二）研究框架.....	- 7 -
第二章 中国（上海）自贸试验区及新片区发展回顾.....	- 9 -
一、上海自贸试验区总体方案印发.....	- 10 -
二、上海自贸试验区进一步深化方案印发.....	- 11 -
三、上海自贸试验区“全面深化改革开放方案”印发.....	- 11 -
四、上海自贸试验区临港新片区总体方案印发.....	- 12 -
第三章 上海自贸试验区债券业务现状和发展定位.....	- 19 -
一、上海自贸试验区金融创新成果.....	- 19 -
二、上海自贸试验区债券业务现状.....	- 21 -
（一）首单自贸债：上海市地方政府债券.....	- 21 -
（二）首单上海自贸试验区和境外债券.....	- 23 -
（三）其他自贸区债券类业务.....	- 23 -
三、上海自贸试验区债券业务发展定位探索.....	- 24 -
（一）第一层次：服务于在岸市场开放，制度创新先行先试.....	- 24 -
（二）第二层次：服务于人民币国际化，跨境业务试点推进.....	- 25 -
第四章 我国债券市场发展现状和问题分析.....	- 27 -
一、立法和监管架构.....	- 27 -
（一）债券市场法律法规系统性有待提升.....	- 27 -
（二）债券市场多部门监管仍需统筹协调.....	- 28 -
二、发行和信息披露机制.....	- 30 -
（一）券种发行监管和标准有待整合.....	- 30 -

(二) 信息披露标准和质量有待提升.....	- 35 -
三、中介机构管理：以信用评级行业为例.....	- 37 -
(一) 信用评级行业尚无上位法.....	- 37 -
(二) 信用评级机构独立性有待加强.....	- 37 -
(三) 信用评级指导意义有待提升.....	- 37 -
(四) 评级市场沟通渠道有待疏通.....	- 37 -
四、投资者保护制度.....	- 38 -
(一) 刑事和行政处罚力度偏弱.....	- 38 -
(二) 民事诉讼和赔偿起步较晚.....	- 39 -
(三) 银行间市场与交易所市场差异探析.....	- 41 -
第五章 债券市场制度建设的国际经验.....	- 45 -
一、立法和监管架构.....	- 45 -
(一) 美国债券市场立法和监管架构.....	- 45 -
(二) 英国债券市场立法和监管架构.....	- 47 -
(三) 日本债券市场立法和监管架构.....	- 49 -
二、发行和信息披露机制.....	- 50 -
(一) 美国债券市场发行和信息披露机制.....	- 50 -
(二) 英国债券市场发行和信息披露机制.....	- 57 -
三、中介机构管理机制：以信用评级行业为例.....	- 60 -
(一) 美国信用评级行业监管发展情况.....	- 60 -
(二) 美国信用评级行业监管立法框架.....	- 62 -
(三) 美国中介机构替代性补偿模式探索.....	- 65 -
四、投资者保护机制.....	- 70 -
(一) 美国投资者保护体系概览.....	- 70 -
(二) 境外投资者保护机制实践.....	- 74 -
第六章 上海自贸试验区债券业务制度创新的几点设想.....	- 79 -
一、立法和监管架构：完善债券市场监管机制与行业自律.....	- 79 -
(一) 构建法治化、市场化债券业务规则体系.....	- 79 -
(二) 探索功能监管，加强监管协调合作.....	- 80 -
(三) 发挥自律组织作用，形成协同监管体系.....	- 81 -
二、发行和信息披露机制：试点发行备案制，完善信息披露标准.....	- 82 -
(一) 试点以信息披露为核心的发行备案制.....	- 83 -
(二) 推进信息披露标准化建设.....	- 85 -
(三) 建立多层次信息披露体系.....	- 86 -
(四) 自贸区试点债券发行备案制的几点设想.....	- 86 -

三、中介机构管理：探索“投票选择中介机构”模式.....	- 87 -
（一）加快评级机构专门监管立法.....	- 87 -
（二）确立评级机构统一监管框架.....	- 88 -
（三）完善评级机构内部控制机制.....	- 88 -
（四）建立评级机构法律责任制度.....	- 88 -
（五）自贸区试点中介机构选择模式的几点设想.....	- 89 -
四、投资者保护体系：加大刑事行政处罚力度，完善民事赔偿制度.....	- 91 -
（一）加大刑事和行政处罚力度，提高违规成本.....	- 92 -
（二）完善民事赔偿制度，探索多元化救济模式.....	- 93 -
（三）协调刑事行政民事关系，加强执法司法配合.....	- 95 -
第七章 上海自贸试验区跨境债券业务创新设想.....	- 97 -
一、上海自贸试验区跨境债券业务的发展原则.....	- 97 -
（一）提升金融服务实体经济能力.....	- 97 -
（二）防范债券业务相关金融风险.....	- 97 -
（三）助力人民币国际化深化发展.....	- 98 -
二、上海自贸试验区跨境债券业务发展方向.....	- 99 -
（一）支持长三角一体化发展.....	- 99 -
（二）支持“一带一路”倡议发展.....	- 101 -
（三）支持“投债联动”助力“双创”发展.....	- 104 -
（四）支持中资企业发行外债.....	- 106 -
三、上海自贸试验区跨境债券业务可行性分析.....	- 107 -
（一）探索推出自贸区长三角专项债券等产品.....	- 107 -
（二）推动完善自贸区“一带一路”债券服务功能.....	- 109 -
（三）探索发行“投债联动”科创债券.....	- 110 -
（四）探索完善中资企业外债发行服务功能.....	- 111 -
第八章 上海自贸试验区债券业务发展措施建议.....	- 117 -
一、制度创新建议.....	- 118 -
（一）完善债券市场化发行机制，试点推行真正备案制.....	- 118 -
（二）对接境外投资者特点，试点采用国际化市场规则.....	- 119 -
二、产品创新建议.....	- 121 -
（一）对接“一带一路”投融资需求，试点发行丝路主题债券和资产证券化产品.....	- 121 -
（二）对接长三角一体化建设，强化债券服务实体经济功能.....	- 122 -
三、服务创新建议.....	- 123 -
（一）深化金融基础设施职能，为中资企业外债提供后台服务.....	- 123 -
（二）强化金融市场基准定价功能，支持面向全球金融市场的金融信息服务.....	- 124 -

(三) 丰富金融担保品功能，拓展人民币债券作为担保品跨境应用领域	- 124 -
子报告：上海自贸试验区中资美元债业务方案探索	- 127 -
一、中资美元债发展现状	- 127 -
二、中资美元债政策环境梳理	- 128 -
三、中资美元债发行模式及流程	- 133 -
四、上海自贸区中资美元债业务展望	- 139 -
参考文献.....	- 143 -
附录 1：境外融资和发债政策汇总.....	- 145 -
附录 2：中资美元债调查问卷.....	- 148 -
附录 3：绿色债券环境效益信息披露指标体系简介	- 165 -
附录 4：科创债“投债联动”模式理论框架	- 171 -
后 记	- 177 -

第一章 绪论

一、研究背景与研究意义

建设中国（上海）自由贸易试验区及新片区，是党和国家在新形势下深化改革和扩大开放的重大举措。金融开放创新试点是自贸试验区改革开放的重要内容，自贸试验区债券业务作为自贸区金融开放创新的重要组成部分，其重要意义不言而喻。

2017年3月31日，国务院正式印发《全面深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放方案》。这是上海自贸试验区继“总体方案”、“进一步深改方案”后，推出的全面深化改革开放的“3.0版方案”，在推进金融开放创新方面有较多新表述。方案突出了建设“三区一堡”的新目标、提出“两个最高”的新要求和加强“三个联动”的新格局，就金融开放创新提出了新的政策措施，具体包括加强与境外人民币离岸市场战略合作，稳妥推进境外机构和企业发行人民币债券和资产证券化产品等，为自贸试验区债券业务创新指明了方向。

2019年7月27日，国务院正式印发《中国（上海）自由贸易试验区临港新片区总体方案》（简称《方案》），标志着各方期待的临港新片区的正式启航。《方案》提出了新片区“实施具有较强国际市场竞争力的开放政策和制度”为要点的指导思想，及2025、2035年两大阶段性目标，明确规划面积为119.5平方公里。从新老片区的关系来看，新片区物理上分布在浦东新区临港地区、是非传统金融集聚区，但定位上是制度创新的前沿；陆家嘴作为上海自贸试验区核心区域之一，是金融要素市场与基础设施高度集聚的区域，是金融市场创新的中心。从《方案》与相关政策情况看，与以往自贸试验区相比，新片区并不是简单的面积扩大，而是有明确、更高的定位，强调原创性、根本性制度创新。在金融领域，新片区将试行更开放、更便利、更自由的金融政策，通过有序推进各项金融开放创新措施、进一步健全金融法治环境等，打造金融开放创新的新高地。

2019年8月26日，国务院正式印发《中国（山东）、（江苏）、（广西）、（河北）、（云南）、（黑龙江）自由贸易试验区总体方案》，由此我国自贸区数量增至

18 个，上海自贸试验区在“雁阵”结构中居于领头地位，在金融领域与其他自贸区的“特色金融”相比更凸显市场集聚、开放前沿等综合优势，并将在贸易与金融“双轮驱动”中发挥“破冰船”“试验田”作用。在政策自由度方面，新片区将体现“首试”“就高”等优势特点，从而在“深水区”推动金融市场制度与业务创新、加速推进跨境业务等方面肩负新的重任。

在自贸区债券业务发展方面，2016 年，中央国债登记结算有限责任公司（以下简称中央结算公司）发布《自贸试验区债券业务指引》，上海市成功发行首只自贸区地方政府债券，标志着自贸试验区债券业务体系已基本构建，为境外机构参与中国债券市场提供更为便捷的途径与方式，也标志着自贸试验区面向国际的金融交易平台建设正在有序推进。2016 年 12 月，第一单自贸区债券发行。2019 年 11 月，进一步探索支持首单自贸区海外债券发行，实现全英文信息披露。下一步，明确上海自贸试验区债券业务定位，加快推进自贸区债券业务创新，对于上海国际金融中心与自贸试验区建设、推进人民币国际化和资本项目开放具有重大意义。

（一）对上海自贸试验区及新片区和上海国际金融中心建设的意义

2019 年 1 月 17 日，经国务院同意，人民银行会同发展改革委科技部、工业和信息化部、财政部、银保监会、证监会、外汇管理局联合印发《上海国际金融中心建设行动计划（2018-2020 年）》（简称行动计划）。《行动计划》提出上海国际金融中心建设的总目标是“到 2020 年，上海基本确立以人民币产品为主导、具有较强金融资源配置能力和辐射能力的全球性金融市场地位，基本形成公平法治、创新高效透明开放的金融服务体系，基本建成与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心，迈入全球金融中心前列”。具体包括三个方面的预期性指标：一是金融国际化程度进一步提升，到 2020 年，参与上海金融市场的境外投资者规模显著扩大，国际债券规模显著增加，上海金融市场国际影响力显著提升，上海外汇市场交易规模显著扩大。二是金融服务功能进一步完善。显著提高直接融资特别是股权融资比重，人民币跨境支付清算安排更加完善。三是金融发展环境进步优化。到 2020 年，上海金融人才结构明显优化，金融发展环境的国际竞争力明显增强，金融监管和风险防范能力有效提高。2019 年 6 月，

易纲行长在出席第十一届陆家嘴论坛时也指出，“上海国际金融中心建设，核心是使得上海成为全球人民币金融资产配置和管理中心。”

“十三五”时期是上海到 2020 年“基本建成与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心”的决定性阶段。推进国际金融中心建设，就是要对标一流、补齐短板。与国际成熟的金融中心城市相比，上海的金融要素市场规模体量已经位居世界前列，但制度建设有待完善、国际化和开放程度有待提升。这与加强中国（上海）自由贸易试验区债券业务创新，推动债券市场开放发展的目标不谋而合。加快金融改革创新，加强自贸试验区与国际金融中心建设联动，在债券市场领域也应当有所作为。通过加快建设面向国际的金融市场平台，推进自贸试验区国际债券市场建设，扩大国际债券的发行规模，将有助于增强上海国际金融中心的辐射力和全球影响力，有力地促进中国债券市场开放发展。

（二）对人民币国际化与资本项目开放的意义

长期以来，我国重视在岸人民币金融市场的发展，根据国际清算银行（BIS）的统计，中国债市规模已于 2018 年末超越日本位居全球第二位。随着人民币国际化程度持续提升，离岸人民币债券也不断发展，如财政部于 2018 年 10 月在香港发行两年期和五年期人民币国债，合计规模 50 亿元；2019 年 7 月，财政部在澳门成功发行 20 亿元人民币国债，这是财政部首次在澳门发行国债，由中央国债登记结算有限责任公司（简称中央结算公司）为此次发行提供了全面支持，协助澳门债券市场快速、高质量地完成了系统部署、制度建设、流程设计等；如人民银行于 2019 年 9 月在香港发行 100 亿元央票，这也是年内第 5 次在香港发行央票，旨在稳定离岸人民币汇率。近年来，中资金融机构也陆续推出了一些离岸人民币债券新产品，如在中债担保品业务中心支持下，中国银行成功以境内债券为担保在伦敦发行 20 亿元绿色金融债；其约翰内斯堡分行 2017 年在非洲发行首只离岸人民币债券“彩虹债”；其澳门分行 2018 年发行 40 亿元离岸人民币债券。

资本项目开放与人民币国际化关系密切。资本项目的开放能够增加人民币的流动性，在加强人民币现有的交易媒介、价值尺度功能上进一步加强人民币的价值储藏功能，增加人民币的投资渠道，实现人民币的有效回流。债券市场作为境内开放度最高的金融子市场，对于资本项目可兑换意义重大。近年来，在岸、离岸人民币的联动性趋于增强，两者价格在多重因素作用下呈现交替式波动的特

点，而随着人民币国际化地位的提升，境外投资者持有人民币债券的意愿显著增强，在岸市场的国际影响力也持续提升。

国务院《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》的总体目标中提出，“加快探索资本项目可兑换和金融业全面开放”，第7条内容详细指出，“加快金融制度创新。在风险可控前提下，可在试验区内对人民币资本项目可兑换、金融市场利率市场化、人民币跨境使用等方面创造条件进行先行先试。”2014年人民银行《关于金融支持中国（上海）自由贸易试验区建设的意见》中指出，“坚持改革创新、先行先试，着力推进人民币跨境使用、人民币资本项目可兑换、利率市场化和外汇管理等领域改革试点”，同年，人民银行在上海自贸试验区推出FT账户试点。从实践来看，上海自贸试验区虽持续探索资本项目开放，但在我国实行较为严格外汇管制的情况下，仍需要在探索依托自贸试验区完善在岸市场制度的情况下，稳步推进资本项目可兑换，推进跨境、离岸业务的创新发展，使在、离岸债券形成更为通畅、有机的联动关系，助推人民币国际化地位的提升。

（三）对完善我国债券市场制度建设的意义

近年来我国债券市场发展迅速，但债券市场的发行和监管长期延续多部门共同治理的格局，业界对债券市场统一监管已呼吁多年，相关政策也持续跟进。2018年8月，国务院金融稳定委员会强调“建立统一管理和协调发展的债券市场”；国家“十三五”规划纲要提出，“完善债券发行备案制和金融基础设施，加快债券市场互联互通，更好服务实体经济发展”；第五次全国金融工作会议提出“金融要把为实体经济服务作为出发点和落脚点，全面提升服务效率和水平，把更多金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节，更好的满足人民群众和实体经济多样化金融需求”、“促进融资便利化、降低实体经济成本、提高资源配置效率”。

另一方面，债券市场违约常态化的背景对制度建设提出了更高的要求。在2014年3月，上海超日太阳能科技股份有限公司发行的“11超日债”利息无法按时全额支付，成为国内债券市场上首只实质性违约的公募债券，中国债券市场的“刚性兑付”由此开始打破。近两年，我国债券市场违约事件不断增多，违约事件由风险较高的中小企业、民营企业开始，逐步向大型企业、国有企业蔓延，债券违

约将会持续，债券市场也进入了后“刚性兑付”时代。随着债券违约的常态化，这对债券市场配套的制度建设提出了更高要求，特别在跨境业务背景下，在完善的制度框架下才能更好地保护发行人和投资者利益以及进一步推进债券市场的开放发展。

上海自贸试验区为境内债券市场提供了先行先试的有利条件。从市场机构的角度来看，自贸试验区债券业务创新将采用更加符合国际市场通行的标准，这将有利于中资市场机构逐步适应国际标准，为参与国际竞争打下良好基础。从金融基础设施的角度来看，上海自贸试验区债券业务创新有助于其更好地将国际债券市场通行规则与国内债券市场特点相结合，发挥好债券市场建设者的作用。从监管角度来看，对于上海自贸试验区债券业务的监管创新，最终有望形成对整个债券市场监管可复制、可推广的经验。

以债券发行制度为例，试点、推广备案制对于境内债券市场具有重要意义，但考虑到难以准确判断改革效果和影响，有必要采取“监管沙盒”，在上海自贸区内，参考海外成熟市场举措，设计具体方案，推出真正意义上的债券备案制发行试点，有助于完善市场化发行机制，提升市场效率。

（四）对“一带一路”、长三角一体化等国家战略及金融服务实体经济的意义

金融与实体经济密不可分。金融深化与金融抑制理论系统论证了金融发展与经济增长之间的联动关系。在利率市场化的大背景下，债券市场承担了服务实体经济，推进供给侧结构性改革的重要任务。而上海自贸试验区作为中国债券市场先行先试的试验田，将主要从以下几个方面助力金融服务实体经济。

一是能够拓宽发行人的融资渠道，降低发行人财务风险。上海自贸区债券是面向上海自贸区内以及境外投资者发行的债券，与传统银行间债券市场以及离岸债券市场的投资者结构存在差别。对于发行人来说，在银行间债券业务环境和离岸债券市场受到不利因素冲击、发债受阻时，可以选择在上海自贸试验区发行债券，降低了自身的财务风险。

二是有望降低发行人的融资成本。具体体现在以下两个方面：一方面，从直接意义上降低发行人融资成本。随着未来中国资本项目的逐步开放以及宏观经济基本面的改变，自贸试验区内资金利率低于传统银行间市场的情况有望出现。另

一方面，从间接层面上降低发行人发债融资的相关成本。第一，在上海自贸试验区发行债券的资金使用方式更加灵活多样。首单上海市政府自贸区债券属于一般债券，资金用于偿还市本级一般债务。随着自贸试验区债券的发行人种类逐渐多样化，资金使用方式也会根据不同发行人的需求而不断创新，有望形成募集资金境内外自由分配、使用方式（新建项目、并购、偿还贷款、补充流动性等）自由决定的局面。第二，通过提供本土便利化服务，在上海自贸区发行债券相对于在离岸市场上发债能够节约设立离岸 SPV、聘请国外律师、海外路演等昂贵的中介费用。第三，上海自贸区债券业务在债券种类、发行方式等方面的创新能够提高效率，降低制度成本。自贸试验区作为先行先试的试验田，债券种类能够更好地匹配金融入方和贷出方的需求，通过借鉴国际标准来推动上海自贸试验区债券业务的发行标准创新。

三是服务国家战略，支持长三角和“一带一路”建设。临港新片区方案中着重提出，要加强与长三角协同创新发展。根据习近平总书记在 2018 年在首届进出口博览会上的讲话，新片区、长三角一体化是交给上海三大任务中的两个关键词。一直以来，上海自贸试验区的发展都与长三角地区保持良好互动关系，前者将可复制可推广经验延伸至长三角，后者为自贸区创新提供坚实的腹地基础。进一步看，推动长三角高质量、一体化发展，需要在跨省域层面进行创新、协调，这可以发行新片区优势来形成新思路、新方法。如新片区方案中提出，“支持境内外投资者在新片区设立联合创新专项资金……允许相关资金在长三角地区自由使用”，下一步可探索发挥债券市场融资功能，整合推出自贸区、“一带一路”等债券新产品，为长三角一体化发展提供更为便利、丰富的跨境投融资服务，从而探索出自贸区与经济腹地之间、债券市场与实体经济之间协同发展的新路径。这需要强化长三角与新片区的功能与政策协调。

二、研究内容和研究框架

（一）研究内容

本课题研究的主要内容如下：

第一章，绪论。介绍上海自贸试验区债券业务发展的背景及课题研究的意义。
第二章，上海自贸试验区发展回顾。介绍自 2013 年上海自贸试验区建立以来四

个阶段的发展情况，侧重梳理新片区政策。第三章，上海自贸试验区债券业务现状和定位。介绍上海自贸试验区首单自贸债、首单自贸试验区和境外债券的发行经验，探索提出自贸试验区债券业务发展定位的两个层次：制度创新先行先试、发展跨境投融资业务。第四章，我国债券市场发展现状和问题分析。从立法和监管架构、发行和信息披露机制、中介机构管理、投资者保护制度四个方面梳理在岸债券市场存在的问题。第五章，债券市场制度建设的国际经验。梳理主要经济体（美国、英国、日本等）在上述四个方面的发展经验。第六章，上海自贸试验区债券业务制度创新的几点设想。基于第四章和第五章，提出在上海自贸试验区先行先试相关制度创新的设想。第七章，上海自贸试验区跨境债券业务创新设想。从自贸区支持长三角一体化建设、推出“一带一路”债券服务体系、探索科创债“投债联动”发行模式、为中资企业发行外债提供后台服务四个角度切入，从理论角度研究相关的业务模式，并给出相关债券业务的可行性分析，提出服务创新举措建议。第八章，上海自贸试验区债券业务发展措施建议。总结全文，归纳提出制度创新、产品创新和服务创新建议。

此外，本课题基于中资美元债发展现状和政策梳理，形成子报告：上海自贸试验区中资美元债业务方案探索。出于对报告篇幅和研究内容相关性的考虑，将子报告置于文末，谨供参考。

（二）研究框架

本课题技术路线图如图 1-1 所示。

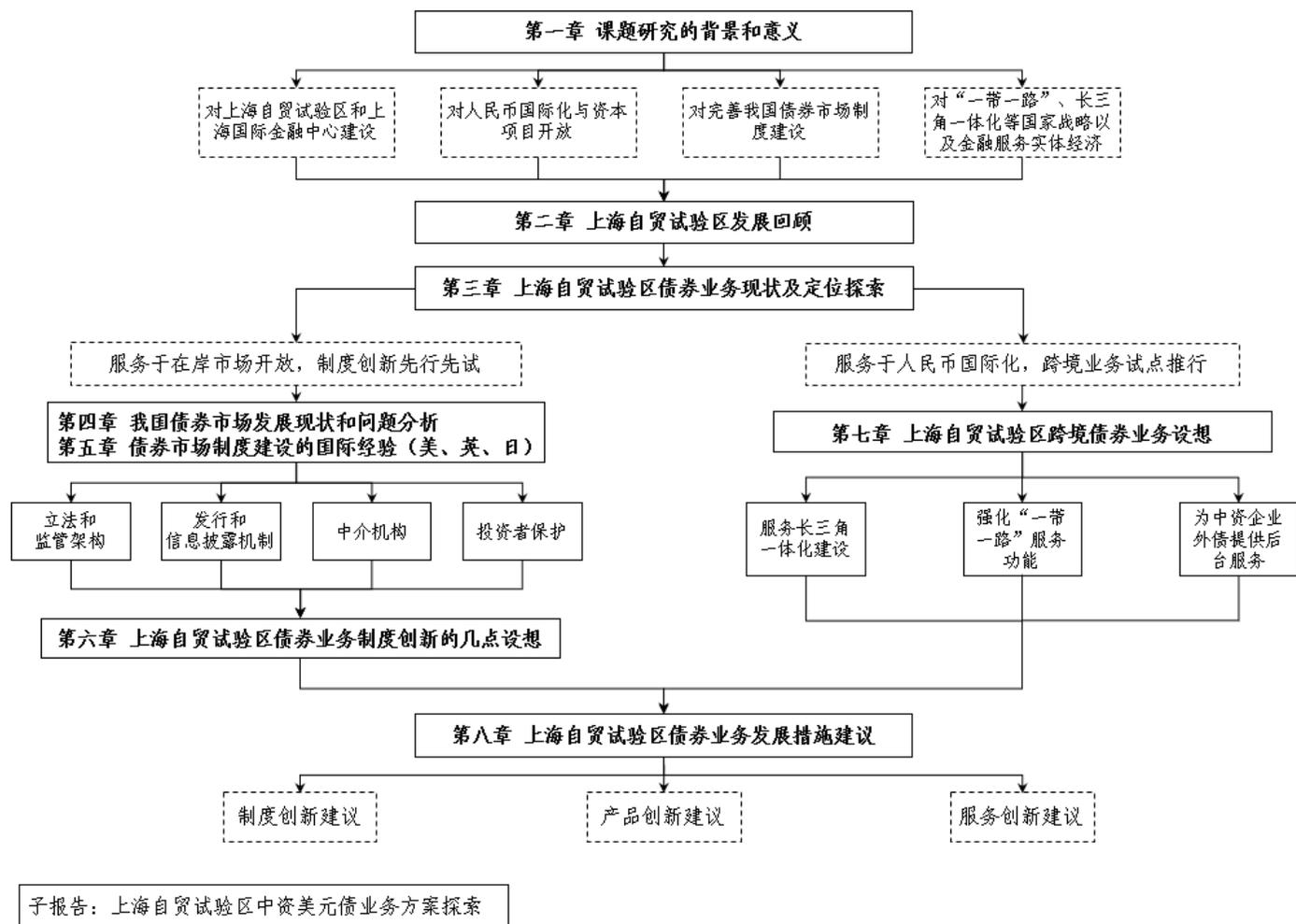


图 1-1 技术路线图

第二章 中国（上海）自贸试验区及新片区发展回顾

自由贸易园区（Free trade zone）是各国或地区在境内设立的实行优惠税收和特殊监管政策的小块特定区域，是普遍采用的促进开放的区域管理模式。参考海外相关模式，2013年9月29日，中国（上海）自由贸易试验区正式挂牌成立，这是我国大陆上的第一个自贸区，也是我国推动形成新一轮全面开放格局的重要载体。在近6年的发展过程中，上海自贸试验区在中央及相关主管部门、上海市地方政府的大力支持下，形成了一系列可复制可推广的经验。

以此为先导，国务院陆续推出多批次的自贸试验区。2015年4月，广东、天津和福建3个自贸区挂牌成立。2016年8月，党中央、国务院决定，在辽宁省、浙江省、河南省、湖北省、重庆市、四川省、陕西省新设立7个自贸区。2018年4月，在庆祝海南建省办经济特区30周年大会上，海南自贸区破土而出。至此，我国自贸区战略建设已经形成“1+3+7+1”雁阵引领的开放格局，覆盖我国从南到北、从沿海到内陆的广大区域。2019年8月6日，上海自贸试验区临港新片区方案正式发布；8月26日，国务院印发山东、江苏、广西、河北、云南、黑龙江等6个新设自由贸易试验区总体方案，至此我国自贸试验区数量已增至18个。临港新片区和新一轮自贸试验区的推出，使自贸区覆盖范围进一步从沿海向内陆和边境延伸，功能创新范围从贸易向金融等纵深领域推进，也标志着改革开放再掀热潮。

建设上海自贸试验区及新片区，是党和国家在新形势下深化改革和扩大开放的重大举措。经过5年多的建设，上海自贸试验区交出了令人惊叹的答卷，从设立外商投资企业需提交材料由十几份减少至0，办理时间由8个工作日缩减至1个工作日；货物申报由1天缩到半小时，船舶申报由2天到2小时；3.8万余家境内外企业开立自由贸易账户7.2万个，累计办理各类本外币跨境结算折合人民币25.9万亿元，涉及161个国家和地区；同时上海自贸区按照对标国际高阶贸易投资规则的总体要求，构建了“监管沙盒机制”，并相继建立了一批创新性金融制度。人民币跨境使用及资本项目可兑换，是金融领域开放的“最后一公里”，

上海自贸区率先进行了创新试验。此外，监管到位便利，也是上海自贸区的重要试验。国际贸易单一窗口和证照分离就是其中两项重要案例。上海的国际贸易单一窗口建设以“一个平台、一次提交、结果反馈、数据共享”为原则，企业一次性递交所有材料，监管部门也通过一个平台将结果反馈给相关企业，实现企业与监管部门之间、监管部门相互之间的数据共享和国际贸易相关手续的“一网通办”。债券市场作为金融市场的重要组成部分，在上海自贸试验区金融创新中具有独特且重要的地位。加强上海自贸试验区债券业务创新，推动债券市场开放发展，有利于与上海国际金融中心建设联动，对标一流、补齐短板；有利于扩大境外人民币投资渠道，增强人民币的国际竞争力，推进我国资本市场双向开放；有利于满足全球日益增长的人民币债券需求，是对我国多层次资本市场建设的重要补充；有利于用金融支撑国家“一带一路”建设；有利于金融服务实体经济，推进供给侧结构性改革；有利于提高全市场对国际金融市场竞争的适应能力。

从上海自贸试验区挂牌至今，自贸区建设历程可以大致划分为四个阶段。

一、上海自贸试验区总体方案印发

2013年9月，国务院印发《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》，以建设开放度最高的自由贸易园区为目标，在投资、贸易、金融等领域进行探索，具体提出“在风险可控前提下，可在试验区内对人民币资本项目可兑换、利率市场化、人民币跨境使用等方面创造条件进行先行先试。”上海自贸试验区“1.0”版本确立了金融支持上海自贸试验区建设的总体政策框架，推动了金融改革的顺利起步。

2013年9月，自贸试验区挂牌后，“一行三会”出台了支持自贸区建设的51条意见（简称“金改51条”），其中中国人民银行的30条意见涉及自由贸易账户体系、资本项目可兑换、利率市场化、人民币跨境使用、外汇管理体制、风险管理六方面内容；银监会的8条措施主要是支持中外资银行入区经营发展，支持民间资本进入区内银行业；证监会的5条措施旨在深化资本市场改革、提升我国资本市场对外开放度；保监会的8项措施侧重于完善保险市场体系，促进功能型保险机构的聚集。同时，人民银行上海总部与上海银监局、证监局和保监局先后出台了支付机构跨境人民币支付业务、扩大人民币跨境使用、放开小额外币存款利率上限、外汇管理等十余项实施细则。这些意见和实施细则共同构成了上海自

贸区前两个阶段金融改革的总体政策框架。

2014年5月，自由贸易账户系统正式投入使用。银行、证券、保险等金融机构和企业都可以接入这个系统，实现与境外金融市场的融通。2015年2月，人民银行上海总部发布《中国（上海）自由贸易试验区分账核算业务境外融资与跨境资金流动宏观审慎管理实施细则》。这个阶段的标志是围绕贸易和投资便利化金融改革政策全面投入实施、以自由贸易账户为核心的强大的风险管理系统正式投入运行。在这个阶段，自贸区金融创新业务得到全面发展。

二、上海自贸试验区进一步深化方案印发

2015年4月，国务院批准印发《进一步推进中国（上海）自由贸易试验区金融开放创新试点加快上海国际金融中心建设方案》并提出要“加快建设面向国际的金融市场”“推进面向国际的金融市场平台建设，拓宽境外投资者参与境内金融市场的渠道”。

2015年10月29日，人民银行会同国家有关部委和上海市政府联合发布的《进一步推进上海自贸试验区金融开放创新试点加快上海国际金融中心建设》（金改40条），这一阶段的标志是自贸区金融改革和上海上海国际金融中心建设联动推进，围绕上海国际金融中心建设中难啃的硬骨头的改革政策全面落地实施，国际金融中心的功能要素要全面到位。

三、上海自贸试验区“全面深化改革开放方案”印发

2017年3月，国务院印发《全面深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放方案》，作为上海自贸试验区建设的“3.0”版方案，强调要“进一步深化金融开放创新，加强与上海国际金融中心建设的联动”“加快构建面向国际的金融市场体系，建设人民币全球服务体系，有序推进资本项目可兑换试点。”被认为是上海自贸区金融开放创新3.0版，主要任务是率先实现人民币资本项目有管理的自由兑换、进一步扩大人民币跨境使用、扩大金融服务业对内对外开放、加快建设面向国际的金融市场、加强金融监管切实防范风险。2018年6月21日，上海自贸试验区管委会召开了扩大金融服务业对外开放工作推进会，推出了《中国（上海）自由贸易试验区关于扩大金融服务业对外开放进一步形成开发开放新优势的意见》（“金改25条”）。

2018年10月25日，习近平总书记对自由贸易试验区建设作出重要指示并指出，“建设自由贸易试验区是党中央在新时代推进改革开放的一项战略举措，在我国改革开放进程中具有里程碑意义……一大批制度创新成果推广至全国，发挥了全面深化改革的试验田作用。”11月5日，习总书记在首届进出口博览会上宣布，“将增设中国（上海）自由贸易试验区的新片区，鼓励和支持上海在推进投资和贸易自由化、便利化方面大胆创新探索，为全国积累更多可复制、可推广的经验。”这标志着自贸区建设作为重大开放举措之一，将步入新的重要阶段。11月14日，中共上海市委书记李强围绕“增设上海自贸试验区新片区”开展调研，指出“充分认识增设上海自贸试验区新片区是开放的深化、功能的强化、布局的优化、动力的转化，是全方位、深层次、根本性的制度创新变革。要坚持对标国际一流，加强研究、拓宽视野、打开思路，持续深化自贸试验区改革创新，在推进投资和贸易自由化、便利化方面大胆创新探索，为推动新一轮高水平对外开放作出新的贡献。”2019年1月，上海市市长应勇进一步提出，“增设上海自贸试验区新片区的总体考虑是：对标国际公认的竞争力最强的自由贸易区，实施具有较强国际市场竞争力的开放政策和制度，实行有差别的探索，进行更大的风险压力测试，建设更具国际市场影响力和竞争力的特殊经济功能区。”

回顾上海自贸试验区的1.0、2.0、3.0等不同版本，体现出我国改革开放由浅入深、由点到面的渐进发展路径，也对自贸区建设向港口贸易、金融服务“双轮驱动”打下了坚实的基础。

四、上海自贸试验区临港新片区总体方案印发

根据中央的战略要求，经过半年多的酝酿，2019年7月27日，国务院正式印发《中国（上海）自由贸易试验区临港新片区总体方案》（简称《方案》），标志着各方期待的临港新片区的正式启航。《方案》提出了新片区“实施具有较强国际市场竞争力的开放政策和制度”为要点的指导思想，及2025、2035年两大阶段性目标，明确规划面积为119.5平方公里。

新片区《方案》首次提出“投资自由、贸易自由、资金自由、运输自由和人员从业自由”“推进投资贸易自由化便利化”（即“五个自由”“一大便利”），意味着我国金融服务业改革开放加快向“深水区”推进，彰显了中央在更高层次推动全方位开放、建设开放型世界经济的决心和信心。

在金融改革开放方面，新片区《方案》提出一系列具有创新意义的工作部署与要求。《方案》第六条指出，“……研究开展自由贸易账户本外币一体化功能试点，探索新片区内资本自由流入流出和自由兑换。支持新片区内企业参照国际通行规则依法合规开展跨境金融活动，支持金融机构在依法合规、风险可控、商业可持续的前提下为新片区内企业 and 非居民提供跨境发债、跨境投资并购和跨境资金集中运营等跨境金融服务。新片区内企业从境外募集的资金、符合条件的金融机构从境外募集的资金及其提供跨境服务取得的收入，可自主用于新片区内及境外的经营投资活动。支持符合条件的金融机构开展跨境证券投资、跨境保险资产管理等业务。……”

除了《方案》本身，2019年3月以来，相关法律、政策文件相继出台。在法律方面，3月15日十三届全国人大二次会议审议通过了《中华人民共和国外商投资法》，第十三条明确提出“国家根据需要，设立特殊经济区域，或者在部分地区实行外商投资试验性政策措施，促进外商投资，扩大对外开放。”在政策方面，国务院与上海市地方层面密集出台了多个政策文件，形成了自贸区新片区（简称“新片区”）建设的规划体系，从而勾勒出新片区建设的战略目标与政策轮廓。在机构方面，8月7日，上海自贸试验区临港新片区行政服务中心揭牌。接下来，有关主管部门与上海市政府或将进一步出台更为具体的操作细则，使各项政策落到实处。

从《方案》与相关政策情况看，与以往自贸试验区相比，新片区并不是简单的面积扩大，而是有明确、更高的定位，强调根本性制度创新。在金融领域，新片区将试行更开放、更便利、更自由的金融政策，通过有序推进各项金融开放创新措施、进一步健全金融法治环境等，打造金融开放创新的新高地。

从上海自贸试验区与全国其他自贸试验区的关系来看，上海自贸试验区在“雁阵”结构中居于领头地位，在金融领域与其他自贸区的“特色金融”相比更凸显市场集聚、开放前沿等综合优势，并将在贸易与金融“双轮驱动”中发挥“破冰船”“试验田”作用。在政策自由度方面，新片区将体现“首试”“就高”等优势特点，从而在“深水区”推动金融市场制度与业务创新、加速推进跨境业务等方面肩负新的重任。

表 2-1 2019 年 6 月以来自贸区新片区相关政策概览

时间	政策文件	相关要点	简析
6 月 25 日	《中共上海市委、上海市人民政府关于支持浦东新区改革开放再出发实现新时代高质量发展的若干意见》	<p>——用好自贸试验区新片区机遇，加快建立与国际通行规则相衔接的制度体系，形成更具国际市场影响力和竞争力的特殊经济功能区。</p> <p>——加快各类金融要素市场的集聚，支持金融机构从事国际业务的总部和基础设施平台落户。按照国家统一部署，完善与金融市场对外开放相关的配套政策和制度，全面提高金融市场国际化水平，切实加强金融风险防范。</p>	关键词：国际规则与制度、特殊经济功能区、基础设施平台落户
7 月 27 日	《国务院关于印发中国（上海）自由贸易试验区临港新片区总体方案的通知》	<p>指导思想：“实施具有较强国际市场竞争力的开放政策和制度，加大开放型经济的风险压力测试，实现新片区与境外投资经营便利、货物自由进出、资金流动便利、运输高度开放、人员自由执业、信息快捷联通，打造更具国际市场影响力和竞争力的特殊经济功能区，主动服务和融入国家重大战略，更好服务对外开放总体战略布局。”</p> <p>——建立以投资贸易自由化为核心的制度体系。（六）实施资金便利收付的跨境金融管理制度。在风险可控的前提下，按照法律法规规定，借鉴国际通行的金融监管规则，<u>进一步简化优质企业跨境人民币业务办理流程，推动跨境金融服务便利化。研究开展自由贸易账户本外币一体化功能试点，探索新片区内资本自由流入流出和自由兑换。支持新片区内企业参照国际通行规则依法合规开展跨境金融活动，支持金融机构在依法合规、风险可控、商业可持续的前提下为新片区内企业 and 非居民提供跨境发债、跨境投资并购和跨境资金集中运营等跨境金融服务。新片区内企业从境外募集的资金、符合条件的金融机构从境外募集的资金及其提供跨境服务取得的收入，可自主用于新片区内及境外的经营投资活动。支持符合条件的金融机构开展跨境证券投资、跨境保险资产管理等业务。按照国家统筹规划、服务实体、风险可控、分步推进的原则，稳步推进资本项目可兑换。</u></p> <p>——建立全面风险管理制度。以风险防控为底线，以分类监管、协同监管、智能监管为基础，全面提升风险防范水平和安全监管水平。（十一）强化重点领域监管。<u>建立涵盖新片区管理机构、行业主管部门、区内企业 and 相关运营主体的一体化信息管理服务</u>平台。聚焦投资、贸易、金融、……等重点领域，进一步完善外商投资安全审查、反垄断审查、行业管理……等管理措施……建立联防联控机制，实施严格监管、精准监管、有效监管。建立……国际公约、跨境资金等特殊领域的风险精准监测机制，实现全流程的风险实时监测和动态预警管理。（十二）加强信用分级管理。完善信用评价基</p>	关键词句：“五个自由”“一大便利”；国际通行金融监管规则；跨境金融服务便利化；FT 账户本外币一体化；资本自由流入流出和自由兑换；参照国际通行规则依法合规开展跨境金融活动；为新片区内企业 and 非居民提供跨境发债、跨境投资并购和跨境资金集中运营等跨境金融服务；跨境服务取得的收入，可自主用于新片区内及境外的经营投资活动；一体化信息管理服务；信用分级管理；与长三角协同创新发展；涉及到法律冲突的可按程序推

人民币国际化背景下自贸区债券业务发展定位与举措研究

		<p>本规则 and 标准, 实施经营者适当性管理... 把信用等级作为企业享受优惠政策和制度便利的重要依据。建立主动披露制度, 实施失信名单披露、市场禁入和退出制度。</p> <p>一一建设具有国际市场竞争力的开放型产业体系。(十七)拓展跨境金融服务功能。大力提升人民币跨境金融服务能力, 拓展人民币跨境金融服务深度和广度。支持开展人民币跨境贸易融资和再融资业务。... 鼓励发展环境污染责任保险等绿色金融业务。</p> <p>(十九)加强与长三角协同创新发展。支持境内外投资者在新片区设立联合创新专项资金... 允许相关资金在长三角地区自由使用。</p> <p>一一加快推进实施。(二十一)新片区的各项改革开放举措, 凡涉及调整现行法律或行政法规的, 按法定程序经全国人大或国务院统一授权后实施。</p>	<p>动法律修订。</p>
8月13日	中共上海市委、上海市人民政府关于《上海市新一轮服务业扩大开放若干措施》	<p>包括七大板块 40 项内容: (一)进一步放宽服务业外资市场准入限制, 打造国际一流营商环境。(二)实施跨境服务贸易高水平对外开放, 引领服务消费转型升级。(三)搭建开放型贸易便利化服务体系, 提升国际贸易中心建设能级。(四)提升对全球创新资源的集聚能力, 助力科技创新中心建设。(五)强化现代航运服务业对外辐射能力, 提升全球航运资源配置能力。(六)推进更高水平的金融服务业对外开放, 加快国际金融中心建设速度。(七)完善服务业国际化交流合作机制, 构筑国际人才集聚高地。</p> <p>其第五部分关于金融开放包括 5 条: 1. 将合格境内机构投资者主体资格范围, 扩大至境内外机构在本市发起设立的投资管理机构; 2. 大力发展绿色信贷... 3. 支持设立人民币跨境贸易融资和再融资服务体系, 为跨境贸易提供人民币融资服务; 4. 支持扩大知识产权质押融资... 5. 支持金融机构为大宗商品现货提供相关金融服务。</p>	<p>这是继 2018 年上海市推出《扩大开放 100 条》《中国(上海)自由贸易试验区关于扩大金融服务业对外开放进一步形成开发开放新优势的意见》(即自贸区扩大金融业开放 25 条)后的新 40 条政策, 侧重机构准入与信贷领域。</p>
7月30日	《中国(上海)自由贸易试验区临港新片区管理办法(沪府令 19 号), 8月20日起施行》	<p>《办法》共 11 章 49 条, 包括总则、管理体制、投资经营便利、贸易自由、金融开放、国际运输便利、人才服务、信息快捷联通、财税支持、风险防范和附则。</p> <p>一一第五条 (设立)中国(上海)自由贸易试验区临港新片区管理委员会(以下简称管委会)作为市人民政府的派出机构。</p> <p>一一第五章 金融开放。第十九条(跨境金融服务)。支持新片区内企业参照国际通行规则依法合规开展跨境金融活动, 支持金融机构在依法合规、风险可控、商业可持续的前提下, 为新片区内企业和非居民提供跨境发债、跨境投资并购和跨境资金集中运营等跨境金融服务。支持新片区内企业开展真实、合法的离岸转手买卖业务。金融机构可以按照国际惯例, 为新片区内企业开展离岸转手买卖业务提供高效便利的跨境金融服务。新片区支持符合条件的金融机构开展跨境证券投资、跨境保险资产管理等业</p>	<p>关键词: 赋予新片区更大改革自主权。</p> <p>在债券领域, 相关条款与前述《总体方案》基本保持一致, 但强调了“为新片区内企业开展离岸转手买卖业务提供高效便利的跨境金融服务”。</p> <p>在税收方面, “研究适</p>

		<p>务。第二十条（人民币跨境业务）……借鉴国际通行的金融监管规则，进一步简化优质企业跨境人民币业务办理流程，实施更加便利的跨境金融服务措施。第二十一条（境外资金使用）新片区内企业从境外募集的资金，可以自主用于新片区内以及境外的经营投资活动。第二十二条（资本项目开放）（与《总体方案》一致）。</p> <p>——第九章 财税支持。第三十八条（国际业务税收政策）扩大新片区服务出口增值税政策适用范围，研究适应境外投资和离岸业务发展的新片区税收政策。在不导致税基侵蚀和利润转移的前提下，探索试点自由贸易账户的税收政策安排。</p> <p>——第十章 风险防范。第四十一条（全面风险管理）、第四十四条（金融风险防范）与《总体方案》基本一致。</p>	<p>应境外投资和离岸业务发展的新片区税收政策”，支持区内相关企业给予5年内享受15%的税收优惠及其他政策待遇。</p>
8月30日	中共上海市委、上海市人民政府《关于促进中国（上海）自由贸易试验区临港新片区高质量发展实施特殊支持政策的若干意见》（从2019年9月1日起实施，有效期至2023年8月31日）	<p>共9部分50条。</p> <p>——二、赋予新片区更大改革自主权。（一）支持新片区先行先试改革举措。原则上，重大改革举措优先在新片区试点……今后上海出台的政策，对企业和人才的支持力度优于本意见相关规定的，新片区按照“政策从优”原则，普遍适用。（二）加大向新片区管理机构放权力度。赋予新片区管理机构<u>市级和区级经济管理权限</u>，在经济调节、行政审批等领域，除确需市级行政机关统一协调管理的事项外，原则上授权或委托新片区管理机构依法行使。</p> <p>——三、打造更具吸引力的人才发展环境。实行更加积极、更加开放、更加有效的人才政策，为新片区集聚海内外人才提供坚强有力的保障，让各类人才在新片区各展其才、各尽其用，打造创新活力迸发的海内外人才高地。（本部分是特殊政策的亮点）</p> <p>——四、加大财税金融政策支持力度。（十六）建立新片区专项发展资金（与《总体方案》基本一致）。（十七）实施税收支持。对新片区内符合条件从事……关键领域核心环节生产研发的企业，自设立之日起5年内减按15%税率征收企业所得税。对符合条件的集成电路生产、设计和软件企业，按照国家规定，予以享受“两免三减半”“五免五减半”等企业所得税优惠政策。对在新片区工作的境外高端、紧缺人才个人所得税税负差额部分给予补贴。……在不导致税基侵蚀和利润转移的前提下，探索试点自由贸易账户的税收政策安排。（十八）加大对新片区政府债券发行的支持力度。加大地方政府债券倾斜力度，优先支持新片区符合条件的重大项目。（十九）对标国际标准，开展跨境金融业务。（二十）加强跨境资金灵活使用。（与《总体方案》基本一致）（二十三）提高重点产业直接融资规模。</p>	<p>政策高地：重大改革举措优先在新片区试点；今后上海出台的新政策，新片区从优适用。</p> <p>人才新政：人才直接落户、缩短“居转户”年限、居住证专项加分政策、境外从业经历视同国内从业经历等突破了政策限制。</p> <p>税收政策：符合条件的企业享受“两免三减半”“五免五减半”等企业所得税优惠政策，及人才税收补贴。</p> <p>债券业务：加大新片区地方债发行力度；加大对重点产业直接融资支持力度。</p>
9月20	上海自贸区临港新片区管委	<p>——一、重点扶持领域：对标国际标准，开展跨境金融业务（支持金融机构在依法合</p>	<p>在强调重点扶持领域</p>

人民币国际化背景下自贸区债券业务发展定位与举措研究

日	<p>会：《中国(上海)自由贸易试验区临港新片区支持金融业创新发展的若干措施》</p>	<p>规、风险可控的前提下，参照国际通行规则，为区内企业和非居民提供跨境发债、跨境投资并购和跨境资金集中运营等跨境金融服务)；加强跨境资金灵活使用(开展自由贸易账户本外币一体化功能试点，探索资本自由流入流出和自由兑换)；推进建设资金管理中心；对于其他特殊或创新业务，采取个性化服务和定制化政策的方式研究解决。</p> <p>——三、金融机构扶持措施：持牌类金融机构、新型金融机构(如实缴注册资本达到一定规模的，给予相应的落户奖励，最高不超过2000万元)、投资类企业等；对新设立的金融机构，在新片区购置自用办公用房的，按实际购房房价的12%给予一次性补贴，最高不超过6000万元。</p> <p>——四、金融功能性机构扶持措施：涉及在新片区依法新注册设立，承担金融市场交易运营、结算清算、金融研究、信息统计发布等功能的各类金融机构，包括但不限于交易场所、金融要素交易平台、清算结算机构、国内外金融组织等。(政策如一次性奖励，最高不超过600万元；)</p> <p>——其他扶持措施：涉及金融人才(如高管人员安家奖励、购房补贴、税收补贴等)、金融创新奖励(每年评选出新片区十大金融创新企业、金融业十强企业、十大杰出金融创新人才，并给予对应的资金奖励)、招商引资奖励；同时要求享受政策企业作出持续经营承诺。</p>	<p>的同时，突出具体的政策优惠。</p>
---	---	--	-----------------------

资料来源：根据近期政策文件汇编形成。

第三章 上海自贸试验区债券业务现状和发展定位

本章从上海自贸试验区成立五年来在金融创新方面的成果入手,着重介绍首单自贸债、首单自贸试验区和境外债券的发行经验。在总结前期债券业务经验的基础上,结合当前上海自贸试验区发展的背景,探索提出自贸试验区债券业务发展定位的两个层次:服务于在岸市场开放,制度创新先行先试;服务于人民币国际化,跨境业务试点推进。

一、上海自贸试验区金融创新成果

上海自贸试验区是我国第一个自贸试验区,在贸易、投资、政府职能转变等诸多方面实施了一系列改革开放措施,金融改革是其重要一环。上海自贸试验区挂牌以来,各金融监管部门大力支持区内建设,推进以市场化、国际化为重点的金融改革开放,原“一行三会”等国家监管部门发布了“金改 51 条”和“金改 40 条”,陆续出台了自由贸易账户、跨境投融资汇兑便利、人民币跨境使用、利率市场化、外汇管理改革等一系列实施细则和金融制度安排。一批创新性金融制度向全国和其他自贸试验区复制推广,充分发挥了上海作为全国金融改革试验田和“先行者”的作用。

经过五年的发展,上海自贸试验区已建设成为具备国际影响力的国际开放与金融创新试验田,区内新增企业 5.9 万家,新设外资企业 1.1 万户,在期货国际化、外汇体制改革、FT 账户体系建设、人民币跨境使用以及利率市场化等一系列金融改革领域实现重大突破,并累计向全国推广 120 多项创新制度。^[1]

一是搭建了支持金融创新、有效防范风险的金融监管协调机制。比如,上海成立了上海自贸区金融工作协调推进小组,建立了上海金融综合监管联席会议机制,积极开展金融综合监管试点,搭建了新型金融业态监测分析平台,加强监管联动,合力防范金融风险,努力探索功能监管模式。此外,相关金融监管部门还

[1] “上海深化改革扩大开放、推动高质量发展情况通报会举行”,国务院新闻办公室网站, <http://www.scio.gov.cn/xwfbh/gssxwfbh/xwfbh/shanghai/Document/1651739/1651739.htm>, 2019 年 4 月 11 日。

分别推出上海自贸区金融机构和高管准入简化制度,建立了银行业务创新与监管互动机制、航运保险产品注册制等。

二是不断深化外汇管理体制改革的,极大地便利了外贸和投资。区内以“区内优于区外”为政策原则,推进简政放权,在外资和外债自愿结汇方面开展先行先试。区内正探索跨国公司外汇资金集中运营的管理制度,加强结汇售汇有效管理,便利国际大宗商品在银行柜台的交易,同时深化外汇投资改革,促进符合条件的境外机构投资者进行跨境证券投资。

三是推进 FT 账户体系建设。为适应上海自贸试验区金融制度创新和负面清单管理等新形势,加强金融风险防控,人民银行在自贸区建立了 FT 账户监测管理系统,并随着 FT 账户的不断扩大而逐步完善。2015 年,人民银行上海总部启动 FT 账户本外币一体化服务功能,提供了包括跨境融资、并购、理财等在内的金融服务,有效支持了自贸区航运指数及大宗商品衍生品中央对手清算业务等。根据《上海市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》,截至 2018 年底,全市已有 56 家金融机构通过分账核算系统验收,上海自贸试验区累计已开立 FT 账户 13.6 万个,全年跨境人民币结算总额 25518.88 亿。

四是推进人民币跨境使用。2015 年 10 月 8 日,人民币跨境支付系统(Cross-border Interbank Payment System, 简称 CIPS)第一期正式运行。经过近三年的发展,CIPS 二期于 2018 年 3 月 26 日投产试运行。上海自贸试验区在双向跨境人民币资金池等创新业务方面取得一定成效。2018 年,上海自贸试验区内跨境人民币结算总额为 2.55 万亿元,占全市比重 35.3%;跨境双向人民币资金池收支总额 4826 亿元,同比增长 1.7 倍,政策发布以来,已累计有近 900 家企业开展跨境双向资金池业务,资金池收支总额约 1.5 万亿元。

五是推进人民币计价期货品种国际化。2018 年 3 月,原油期货在上海国际能源交易中心上线交易,这是我国第一个国际化期货品种。截至 2018 年 9 月 1 日,以人民币计价的原油期货总成交量高达近 1109 万手,累计成交总额达 53900 亿元。就成交量来看,上海原油期货已成为继 WTI 和 OIL 之后的全球第三大原油期货品种。

六是金融支持上海科创中心建设。2016 年 11 月,人民银行将自由贸易账户

主体资格拓展到上海科技创新职业清单内的企业和个人可开立 FT 账户，已不再局限在上海自贸区范围内。去年，市相关部门再次发文称，不在清单内的企业，如有跨境筹资、增资扩股、收购兼并、上市、资金集中管理等实际跨境需求的科创类企业，以及在其发展周期中起推动作用的市场主体，如科技创新初期引入的境外种子基金、天使基金、境外风投资本、融资提供主体等，也均可以开立自由贸易账户。

二、上海自贸试验区债券业务现状

（一）首单自贸债：上海市地方政府债券

2016 年 12 月 8 日，上海市财政局在中央国债登记结算有限责任公司上海分公司，通过财政部政府债券发行系统面向中国（上海）自由贸易试验区区内及境外机构投资者成功发行 30 亿元地方政府债券。本次招标发行的上海市政府自贸区债券是 2009 年地方政府债券获准发行以来，首只面向自贸区区内及境外投资者发行的债券品种，同时也是上海自贸区自 2013 年成立以来，首只在区内发行的政府债券，实现了我国地方政府债券市场发展和上海自贸区金融创新的深度融合。作为自贸区债券业务创新发展的良好开端，上海市政府自贸区债券成功招标发行，对于发行人、承销商和中央托管机构而言，都为发展自贸区债券业务探索和积累了一系列可复制、可推广的有益经验。

中央结算公司作为我国重要的中央登记托管结算机构，在《中央国债登记结算有限责任公司中国（上海）自由贸易试验区债券业务指引》（简称“指引”）的框架下，为该只债券发行提供现场业务技术支持以及登记、托管、结算、付息兑付、估值、信息披露等一体化服务。按照《指引》要求，自贸区债券业务与中国此前业已存在的银行间债券市场、交易所债券市场具有明显的差异。从投资主体看，设立自贸区分账核算单元的境内机构、开立自由贸易账户（FT 账户）的境内外机构、开立非居民人民币账户（NRA 账户）的境外机构均可以参与投资。而境外主体投资银行间债券市场的，一般需要设立 NRA 账户。

值得注意的，根据上海自贸区“境内关外”的监管制度，与自贸区债券相关的资金，遵循类似“一线放开、二线管住”的管理原则。即通过自贸区债券融得

的资金，或者投资自贸区债券获得的本金和利息，可以在自贸区内流动，也可以自由汇出境外；但如果需要回流境内非自贸区账户，则需要向相关监管部门进行报备审批。境内主体投资自贸区债券，被视同为境外投资管理。

在债券交易方面，由中央结算公司作为登记托管结算机构，为自贸区债券发行提供现场业务技术支持，同时提供后续登记、托管、结算、付息兑付、估值、信息披露等一体化服务。在发行环节，利用中央结算公司成熟的综合发行系统，实现了面向境外机构（含自贸区机构和持有 FT 账户的境内机构）的离岸发行模式，类似于在香港、伦敦等地的离岸人民币市场发行，但自贸区内人民币流动性相对更加充足。在托管环节，在投资者现有的一级账户体系内设置隔离的自贸区组合，既可以将自贸区债券与其他境内区外债券相互隔离，又能够最大程度地保障投资者资产集中配置和管理的需求。在结算环节，中央结算公司为投资者专门开立了券款对付（DVP）结算资金专户，用于办理自贸区债券交易的资金清算交收，实现自贸区资金与境内区外资金的隔离。

自贸区债券业务介于境内市场和传统离岸市场之间，这一特征在发行利率方面有所体现。此次上海市政府发行的自贸区债券中标利率为 2.85%，高于境内银行间市场发行的同期限国债收益率 15 个基点；低于离岸债券 15 个基点。对境内投资者来说，自贸区债券在收益方面相比境内债券有一定优势；而对发行人来说，相对于境外离岸债券，自贸区债券的发行成本又低一些。

表 3-1 首单自贸债业务要素表

债券名称	2016 年上海市政府一般债券(九期)
债券品种	地方政府债
发行时间	2016 年 12 月 8 日
期限	3 年
计划发行量	30 亿元
中标利率	2.85
招投标倍数	2.7767

（二）首单上海自贸试验区和境外债券

2019年11月8日，中央结算公司上海总部支持南京东南国资投资集团有限责任公司成功发行全球首单中国（上海）自由贸易试验区和境外债券，募集金额10亿元，发行利率4.6%。此次发行遵照国际市场惯例，采用S规则方式，并采用全英文披露发行信息，开辟了境内企业利用自贸区债券业务平台进行跨境融资的新渠道，有助于更好支持实体经济发展、提供便利化的投融资服务。

上海自贸区和境外债券是中央结算公司上海总部在总结2016年支持上海市自贸区地方政府债券发行的经验基础上，经过三年的自主创新攻坚，精心打造并重磅推出的全新业务体系，标志着中国金融基础设施对外开放、走向国际实现了新的突破。

中央结算公司由上海总部牵头，集团全部核心债券业务部门联动参与，经过认真研究和反复论证，形成了支持东南集团发行外债的全生命周期业务方案，并制定了专门的《上海自贸区和境外债券业务指引》，进一步将投资者开户、发行登记、托管结算、付息兑付等业务规则标准化，为最终成功发行以及今后的复制推广奠定了基础。

方案和指引制定过程中，中央结算公司始终遵循依法合规、风险可控、循序渐进的基本原则，在既有制度框架内设计业务规则，未对外债管理、资金跨境等政策进行突破。在具体业务流程上，尊重国际市场惯例，尽量保留现有境外发债成熟流程，仅对原来由西方登记托管机构承担的职责进行替代，不干涉市场自主行为，并减免发行登记费用，最大程度帮助市场机构降低成本。

（三）其他自贸区债券类业务

一是自贸区跨境同业存单业务。中国外汇交易中心推出自贸试验区跨境同业存单发行、交易与信息服务。2015年10月起，陆续有境内外银行发行跨境同业存单。二是自贸区柜台债业务。2016年9月23日，中国银行与上清所合作，在上海自贸试验区内为自贸区企业客户叙做首笔基于FT账户体系的自贸区柜台债券交易。

三、上海自贸试验区债券业务发展定位探索

根据中央及相关金融主管部门关于上海自贸试验区的政策文件，自贸试验区应在金融改革开放过程中发挥“破冰船”“试验田”作用，为全国金融改革开放提供有益经验。基于相关政策内容，本课题结合我国债券市场发展现状，探索对自贸试验区债券业务的发展定位探索如下：

（一）第一层次：服务于在岸市场开放，制度创新先行先试

自贸试验区作为“在岸市场的延伸”，在风险可控的前提下，侧重在制度、功能、服务等领域进行创新试点，在有效防范金融风险的前提下提高创新效率，并适时将改革经验由自贸区向在岸市场推广。

建设上海自贸试验区是党中央、国务院全面深化改革和扩大开放的重要战略举措。2017年以来，习近平总书记对上海自贸试验区建设作出重要指示，强调要“解放思想、勇于突破、当好标杆”“要对照最高标准”“大胆试、大胆闯、自主改”；2017年3月，国务院正式印发《全面深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放方案》进一步明确了上海自贸试验区将建成具有最高水平、最高标准和最高开放度的自贸试验区，尤其是在金融改革开放领域发挥优势、积累成果；今年，临港新片区方案发布，其定位于“打造更具国际市场影响力和竞争力的特殊经济功能区”。

因此，在上海自贸试验区研究并推进债券创新业务具备先天优势。自贸试验区是新时期金融开放创新试点的重要平台，是进行债券业务创新压力测试的试验田，也是探索与国际最先进制度接轨的过渡带，可探索在监管立法、发行制度、中介机构管理、投资者保护制度方面探索制度创新。可充分利用自贸区债券业务在创新试点方面的“监管沙盒”（Regulatory Sandbox）^[2]价值，为在岸债券市场制度改革创新提供先行先试的安全空间。在“监管沙盒”过程中，增进监管部门对监管、政策和法律事项的理解，掌握试验的最新动态，及时对试点改革作好价值总结，待条件成熟后将经验向在岸市场推广。

[2] “监管沙盒”（Regulatory Sandbox）是指金融监管部门为了促进地区金融创新和金融科技发展，让部分取得许可的金融机构或初创科技型企业，在一定时间和有限范围内测试新金融产品、新金融模式或新业务流程，并在这一过程中对测试项目降低准入门槛和放宽监管限制。监管沙盒由英国 FCA（Financial Conduct Authority，金融行为监管局）首创实践，很快在国际上风行，被视作金融科技监管模式的创新。

(二) 第二层次：服务于人民币国际化，跨境业务试点推进

自贸试验区作为债市开放的前沿阵地，有条件在外汇管理框架下推动资本项目可兑换，探索跨境债券业务产品创新，优先在国家重点战略领域建立境内外联动的投融资一体化市场。

按照临港新片区总体方案：“为新片区内企业和非居民提供跨境发债……等跨境金融服务”，探索优先支持区内符合条件的企业发行境外中资本、外币债券；“开展自由贸易账户本外币一体化功能试点，探索新片区内资本自由流入流出和自由兑换”，增强本外币债券业务的跨境金融渗透强度。立足于新片区“蓄水池”、“双向流通管道”的构想，探索“引进来”与“走出去”的双向通道，进一步聚集境内外债券投融资主体，提高跨境投融资业务活跃度。在具体业务层面，可进一步发挥自贸区在债券产品创新方面的示范作用，构建“一带一路”债券服务体系，为“一带一路”沿线国家/地区提供债券融资便利，支持上海建设“一带一路”桥头堡；推动长三角优质企业发行自贸区企业债券，加大对长三角优质企业发掘和支持力度，落实中央提出的新片区与长三角“协同创新发展”战略；探索科创债，满足科创企业差异化的融资需求，进一步丰富债券融资的层次。

第四章 我国债券市场发展现状和问题分析

自贸试验区债券业务定位的第一个层次是服务于在岸债券市场开放和发展。本章从立法和监管架构、发行和信息披露机制、中介机构管理、投资者保护制度四个方面梳理了在岸债券市场制度建设方面存在的问题,提出自贸试验区债券业务在制度创新层面可能先行先试的方向。

一、立法和监管架构

(一) 债券市场法律法规系统性有待提升

目前我国债券市场表现为多部门监管的格局,相关法律法规体系建设亟待进一步统筹、完善。

一是尚缺乏对债券市场监管体系系统的顶层规范。与债券市场直接或间接相关的具有法律效力的法律法规、规章制度共计近 4000 项。从效力级别上看,具体有 3 项法律, 34 项行政法规、109 项司法解释、1710 项部门规章、2525 项行业规定。这些相关的法律法规、规章制度,表面上组成了一个多层次的债券市场法律体系,但在法律法规层面缺少对债券市场监管体系系统的原则性规范,即整个债券市场监管体系不系统完整。

表 4-1 各品种债券一、二级市场监管的主要法律依据

债券类别	一级市场发行监管	二级市场交易监管	主要监管法律依据
国债	财政部	证监会、银行间交易商协会	《预算法》《国库券条例》
央行	中国人民银行	银行间交易商协会	《中国人民银行法》
政策性金融债	中国人民银行	银行间交易商协会	《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》《中国人民银行法》
商业银行债	银监会、中国人民银行	银行间交易商协会	《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》《中国人民银行法》
非银行金融机构债券	银监会、证监会、保监会、中国人民银行	银行间交易商协会	《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》《中国人民银行法》
企业债	国家发展改革委	证监会、银行间交易商协会	《企业债券管理条例》

公司债	证监会	证监会	《证券法》《公司法》《公司债券发行与交易管理办法》
短融/中票	银行间交易商协会	银行间交易商协会	《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》《中国人民银行法》
信贷资产支持证券	银监会、中国人民银行	银行间交易商协会	《信贷资产证券化试点管理办法》《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》
券商资产支持证券	证监会	证监会	《证券法》《证券公司监督管理条例》《证券公司资产证券化业务管理规定》
可转换债券	中国人民银行、证监会	证监会、银行间交易商协会	《证券法》《公司法》《公司债券发行与交易管理办法》

二是不同券种发行的法律依据效力不同。出于历史原因，债券市场牵涉的监管部门比较多，目前暂未形成统一监管，如果未来以功能监管为改革方向，有必要由国家统一的法律对根本性的问题进行规范，构建证券法律体系。目前《证券法》中仅对公司债券的发行做了规定，其他债券并未涉及，《中国人民银行法》中仅提及中国人民银行对银行间债券市场实施监管。国家法律层面缺乏对债券市场监管的统一规范依据，也使得不同债券发行的法律依据效力各不相同。

三是债券市场规范性文件需进一步梳理。在中国证券法律规范群构建的过程中，规范性文件具有重要地位，它具有相对快速反映市场需求与及时适用于市场的双重优势，在中国证券市场实践中发挥着重要作用。由于中国的行政监管体系较为复杂，部门条规多且庞杂，其中部分规范性文件已不适应债券市场发展的需要，还有不少条款与国际规则存有较大差距。在自贸区债券市场改革中，有待推进相关政府部门“放、管、服”，梳理和修正束缚市场发展的部门规章，提高监管的效率和透明度。

（二）债券市场多部门监管仍需统筹协调

按监管部门来看，目前中国债券市场具有财政部、中国人民银行、国家发展改革委员会、中国证监会、中国银保监会等多部门监管的特点。这种多部门监管

体制是中国债券市场发展进程中立足国情、逐步演变的结果，对于促进债券市场各券种的发展发挥了重要作用，但在现阶段债券市场发展中也出现了不少值得关注的问题。

一是多部门监管格局对监管分工和协调提出了较高的要求。我国债券市场既存在着机构监管与功能监管部门的分工，也存在着不同功能监管部门之间的分工。在监管目标方面，机构监管主要在市场准入、经营业务、市场退出等方面做出限制性的规定，对金融机构内部组织结构、风险管理和控制提出合规要求；功能性监管主要在债券发行、交易等方面做出规定，侧重于对信息披露、交易制度、信用评级等方面进行规范性管理。

能否实现监管目标、有效控制系统性风险，关键在于以明晰的监管边界为基础，形成良好的监管协调机制。多部门监管格局下两种监管的分工，反映了我国债券市场发展的历史实情，但在我国债券市场规模快速增长、产品不断创新、投资者类型持续丰富的现阶段，这一格局提高了机构监管和功能监管的分工难度，为了避免部门间监管权限交叉和空白，监管协调也面临更高的要求。



图 4-1 中国债券市场监管架构

二是多部门监管竞争在一定程度上有利于激发市场创新，但同时需警惕监管套利风险。以企业融资为例，公司债、企业债和中期票据三种债券一定程度上可以相互替代，对应证监会、国家发展改革委员会、银行间市场交易商协会三个差异性的监管主体，形成了差异化的规范标准，各监管部门为了扩大各自对债券市场的影响力，相互之间存在竞争。从制度变迁的经验来看，监管思路 and 方式往往存在着“路径依赖”和惯性，适当的监管竞争可以促进监管者之间出现对比和学习效应，从而增强改进监管的压力和动力。例如短期融资券、中期票据等非债务融资工具注册制发行管理方式的出现，对于国家发展改革委员会、证监会放松发行管制、提高发行审批及核准效率起到了积极促进作用。

需要注意的是，监管竞争带来的监管改进不具有内生性，容易导致“监管竞次”，引发市场主体“监管套利”，加大系统性风险。在监管协调机制缺位的情况下，还可能引致监管越位，阻碍市场信息联通或统一市场规则。随着债券市场国际化程度提高，发行人和投资者的复杂程度也随之提高。出台自贸区债券业务相关政策和制度设计时，应充分运用自贸区债券业务的协调机制，进行信息沟通或共同参与制定政策，协同监管，避免监管套利及其可能引发的市场风险。

二、发行和信息披露机制

(一) 券种发行监管和标准有待整合

中国债券市场不同券种由不同部门监管，相互独立，不同市场、券种的监管标准不一，集中体现在不同债券发行的监管标准和监管方式差异上。

国债、地方政府债券发行根据国务院下达的限额，报本级人民代表大会常务委员会批准，其可分为一般债券和专项债券（投资项目有一定收入作为还款来源之一），对于各期限债券占总发行债券比例有不同限制。

金融债可进一步分为央行监管的政策性银行金融债、商业银行金融债、企业集团财务公司债，以及一行三会主管的商业银行次级债、保险公司债、证券公司债等等。根据具体品种不同对于资本充足率、净资产额等有不同要求。

非金融企业发行债券则更为复杂。

企业债由国家发展改革委员会主管，实行**审批制**，对于股份有限公司，核心

发行条件为净资产不低于 3000 万，对于有限责任公司则为净资产不低于 6000 万；所有拟发行企业债的企业累计债券总额不超过净资产 40%、最近三年平均可分配利润足以支付一年利息等。此外，对于发行企业债的不同用途还有不同的限制。

非金融企业债务融资工具监管主体为央行下的银行间交易商协会，**实行注册制**，一次注册后不再需要监管审批。发行没有盈利要求，除超短融 SCP 和非公开定向债务融资工具 PPN 之外，受到累计债券总额不超过净资产 40%的限制。

证监会监管下的公司债，实行**核准制**，最常见的品种为公开发行的“大公募”（面向公众投资者）和“小公募”（面向合格投资者），发行大公募需要最近三年无债务违约或迟延支付本息；最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于债券一年利息的 1.5 倍；债券信用评级达到 AAA 级。否则只能发行小公募。此外，二者均需满足累计发行债券余额不超过净资产 40%的要求。^[3]

发行监管是债券市场事前监管的重要环节，在监管深度上，企业债、公司债均采取审批或准审批方式发行，中期票据等采取有别于审批制的注册制。审批制的核心就是“严进”，形成“市场准入为稀缺资源”的现象，促使发债资源向优秀企业集中，淡化后续的市场监管和处置，这种重审轻管的制度在信用债市场已有“以审代管”和“审管分离”的演变趋势。交易商协会实行注册制的实质是由交易商协会会员代表组成的审核委员会对利益相关人之间的相互审批，以行业自律代替行政执法监管，难以避免“既是裁判员，又是运动员”的特点，形成了“轻审批、轻监管”的现象。

随着我国债券市场的开放，愈来愈多境内外企业将参与到上海自贸区债券业务中。我国债券市场审批制度的法律依据尚未统一，多部门监管格局下各券种的发行制度相互独立，使得发行人审批规则尚未明确，一定程度上阻碍了我国债券

[3] 公司债适用《证券法》。2019 年 12 月《证券法》第二次修订提出全面推行注册制，证券发行注册制的具体范围、实施步骤，由国务院规定。在发行条件方面，修订版《证券法》将债券公开发行的下列条件进行了删除（授权国务院灵活掌握）：（1）股份有限公司净资产不低于人民币三千万元，有限责任公司的净资产不低于人民币六千万元；（2）累计债券余额不超过公司净资产的 40%；（3）募集的资金投向符合国家产业政策；（4）债券的利率不超过国务院限定的利率水平；（5）前一次公开发行的公司债券尚未募足的，不得公开发行公司债券。

市场的发展与开放。

表 4-2 中国债券市场不同品种的发行标准、监管机构和发行管理方式

债券类别	监管机构	发行主体	发行条件	发行管理方式
地方政府债券	财政部	地方政府	一般债券：期限为 1、3、5、7 和 10 年，单一年度发行规模不超过 30%。 专项债券：期限为 1、2、3、5、7 和 10 年，7 年和 10 年期发行规模不超过 50%。	省、自治区、直辖市依照国务院下达的限额，报本级人民代表大会常务委员会批准。
企业债	国家发展改革委	具有法人资格的企业	股份有限公司净资产不低于 3000 万，有限责任公司净资产不低于 6000 万；累计债券总额不超过净资产 40%；最近三年平均可分配利润足以支付一年利息。 用于固定资产投资项目的，原则上累计发行额不超过总投资 60%；用于收购产权（股权）的，比照该比例执行；用于调整债务结构的，不受该比例限制，但企业应提供银行同意以债还贷的证明；用于补充营运资金的，不超过发债总额的 20%（最新法规针对一定评级以上拓宽到 40%）。	企业提出申请，国家发展改革委审批（包括省级发展改革委预审）。
非金融企业债务融资工具	央行下的银行间交易商协会	具有法人资格的非金融企业	SCP：主体需提供付费模式不同的双评级，任一评级机构出具 AA 级主体评级；近三年内需公开发行业务融资工具累计达 3 次或累计达 50 亿元等（可能放开）；不受债券余额不超过净资产 40% 限制；期限在 270 天以内。 CP：待偿还余额不超过净资产 40%；期限不超过 1 年。 MTN：待偿还余额不超过净资产 40%。 SMECN：待偿还余额不超过净资产 40%；募集资金不超过 2 亿；单支集合票据注册金额不超过 10 亿。 PPN：发行前应与拟投资该期定向工具的定向投资人达成《定向发行协议》；不受债券余额不超过净资产 40% 限制。	实行注册会议制度，按照交易商协会相关工作指引注册发行，由注册会议决定是否接受债务融资工具发行注册；一次注册后可根据资金需求及市场情况分期发行，不需要监管机构审批。
金融债	人民银行、银保监会、证监会	金融机构	政策性银行金融债：按年向央行报送金融债券发行申请，经央行核准后方可发行。 商业银行金融债：核心资本充足率不低于 4%；最近三年连续盈利等。 企业集团财务公司：资本充足率不低于 10% 等。 商业银行次级债：核心资本充足率不低于 5%（公开）或 4%（私募）等。 保险公司补充债：连续经营超过三年；上年末经审计和最近一季度财务报告中净资产不低于人民币 10 亿元；偿付能力充足率不	政策性银行金融债、商业银行金融债、企业集团财务公司：央行审批； 商业银行次级债：银监会审批后央行审批； 保险公司补充债：保监会审批后央行审批；

人民币国际化背景下自贸区债券业务发展定位与举措研究

			低于 100%。 证券公司债券：（公开）最近 1 期期末经审计净资产不低于 10 亿元等；（定向）最近 1 期期末经审计净资产不低于 5 亿元等。	证券公司债券： 证监会审批。
公司债	证监会	所有公司制法人（地方融资平台除外）	大公募条件（否则只能小公募）：最近三年无债务违约或延迟支付本息；最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于债券一年利息的 1.5 倍；债券信用评级达到 AAA 级。 累计发行债券余额不超过净资产 40%。	大公募：证监会审批； 小公募：交易所预审后证监会简化审核流程。

表 4-3 企业债与公司债发行规则对比

	企业债	公司债
法规依据	1、企业债券管理条例 2、关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知 3、关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知（发改办财金[2015]1327号） 4、企业申请企业债券“直通车”机制的通知（发改办财金[2016]628号）	《公司债券发行与交易管理办法》
监管机构	发改委	证监会
审批机构	境内具有法人资格的企业	公司制法人
发行条件	1、主体资格： （1）股份有限公司的净资产不低于人民币 3000 万元，有限责任公司和其他类型企业的净资产不低于人民币 6000 万元； （2）近 3 个会计年度连续盈利； （3）最近三年平均可分配利润（净利润）足以支付企业债券一年的利息； （4）已发行的企业债券或者其他债务未处于违约或者延迟支付本息的状态； （5）最近三年没有重大违法违规行为； （6）资产负债率超过 85%的企业发行企业债，不予受理，但主体信用级别达到 AAA，可适当放宽要求； （7）对于已发行过企业债的企业而言，前一次发行已募足，未擅自改变资金用途。 2、发债规模： 累计债券余额不超过企业有效净资产（不包括少数股东权益）的 40%。	1、大公募发行人需具备以下条件： （1）发行人最近三年无债务违约或者延迟支付本息的事实； （2）发行人最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于债券一年利息的 1.5 倍。对于需要编制合并财务报表的公司，其可分配利润是指合并报表归属于母公司所有者的净利润。 （3）债券信用评级达到 AAA 级。 如未达到上述条件的发行人仅能发行小公募债。 2、公开发行公司债券（包括大公募和小公募），应当符合下列条件： （1）净资产 股份有限公司的净资产不低于人民币三千元，有限责任公司的净资产不低于人民币六千元。 净资产指实际发行前最近一期的净资产，对于需要编制合并财务报表的公司，指合并报表所有者权益，含少数股东权益。 （2）债券余额

上海财经大学中债国际研究所

		<p>发行人累计债券余额不超过公司净资产的百分之四十。</p> <p>发行人及其子公司发行在外的债券余额全额计算。</p> <p>累计债券余额原则上以债券面值为准，对于可转债、可交换公司债券等股债混合型品种，其账面价值与面值差异较大的，可以债券账面价值为准。</p>
募集资金用途	资金投向符合国家产业政策和行业发展方向	符合国家产业政策
审批方式	<p>1、申报</p> <p>(1) 央企的申请材料直接申报；</p> <p>(2) 国务院行业管理部门所属企业的申请材料由行业管理部门转报；</p> <p>(3) 地方企业直接向省级发展改革部门提交企业债券申报材料，抄送地市级、县级发展改革部门。省级发展改革部门应于 5 个工作日内向国家发改委转报。</p> <p>根据最新发改委规定《企业申请企业债券“直通车”机制的通知》(发改办财金[2016]628号)，试点的 20 个市/县的企业可申请“直通车”机制，即直接向国家发改委送交材料申请发债。</p> <p>2、审核</p> <p>国家发改委对申请材料进行审核；</p> <p>(1) 3127 号规定省级发展改革部门应于 5 个工作日内向国家发改委转报；</p> <p>(2) 从省级发展改革部门转报直至发改委核准，应在 30 个工作日内完成(情况复杂的不超过 60 个工作日)，其中第三方技术评估(中债登)不超过 15 个工作日。</p> <p>(3) 两条豁免条款：</p> <p>① 符合条件的企业债券可豁免委内复审环节；</p> <p>② 符合条件的企业债券可直接向发改委申报发行债券(须同时抄送省级发展改革部门，由其并行出具转报文件)，大幅度简化了审核流程。</p>	<p>《公司债券发行与交易管理办法》取消了保荐制和发审委制度，申请文件报送主体由保荐机构改为发行人和主承；申请文件目录中的发行保荐书改为主承出具的核查意见。证监会审核期限为自受理之日起三个月内做出是否核准发行的决定。</p> <p>在审核程序上，“大公募”、“小公募”实行分类管理制度：</p> <p>(1) 大公募的审核流程：由证监会公司债券监管部对是否受理进行审核并决定，证监会对是否核准公司债发行做出决定。</p> <p>(2) 小公募的审核流程：相较于面向公众投资者的审核流程更为简化。发行人需先向沪、深交易所提交公开发行并上市申请材料，由交易所对是否符合上市条件进行预审，预审通过后，发行人向证监会报送行政许可申请材料，证监会将以交易所预审意见为基础简化审核流程。如果交易所出具预审意见后，发行人发生重大事项变更的，亦应及时先向交易所报告。证监会为方便发行人，相关行政许可申请受理及批文均放在交易所现场办理。</p>
交易市场	银行间及交易所债券市场	证券交易所上市交易或在全国中小企业股份转让系统转让
托管机构	中央国债登记结算有限责任公司	中国证券登记结算有限公司
其他	<p>(1) 债券的利率由企业根据市场情况确定，但不得超过国务院限定的利率水平；</p> <p>(2) 应收账款、其他应收款、长期应收款方面：重点关注以上科目余额合计超过净资产的 40%；应收账款类科目和</p>	<p>存在下列情形之一的，不得公开发行公司债券：</p> <p>(1) 最近 36 个月内公司财务会计文件存在虚假记载，或公司存在其他重大违法行为；</p> <p>(2) 申请材料存在虚假记载、误导性</p>

	在建工程合计超过净资产的60%的,不予受理。	陈述或者重大遗漏; (3) 对已发行的公司债券或者其他债务有违约或者迟延支付本息的事实,仍处于继续状态; (4) 前一次公开发行的公司债券尚未募足; (5) 违反本法规定,改变公开发行公司债券所募资金的用途; (6) 严重损害投资者合法权益和社会公共利益的其他情形; (7) 发行人属于地方政府融资平台公司。
--	------------------------	---

(二) 信息披露标准和质量有待提升

我国债券市场信息披露制度虽已确立,但仍存在一些问题:

一是**信息披露标准不一**。银行间债券市场企业的信息披露制度包括《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》《非金融企业债务融资工具存续期信息披露表格体系》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具主承销商后续管理工作指引》等,同时针对部分债券品种如资产支持证券出台专门的信息披露规则。涉及的内容包括定期财务信息、重大事项、已披露信息变更、信息披露事务管理制度、付息兑付相关工作等,在债务融资工具存续期内,企业应披露年报、半年报和季报。公司债信息披露制度包括两部分,一是证监会出台的《公司债券发行与交易管理办法》中信息披露相关章节,二是上海证券交易所和深圳证券交易所公布的对交易所上市债券的自律管理规定。总体而言,公司债的信息披露规则承续了股票市场信息披露的经验,相关规定较为细化。

二是**信息披露质量有待提升**。从市场运行情况看,部分发债企业存在信息披露不真实、虚假陈述,及信息披露不完整、不充分等现象。例如,个别公司借保护商业秘密为由,隐瞒对企业不利的会计信息;对资金投放去向、企业偿债能力、利润构成、盈利预测披露不完整;披露信息不准确,误导投资者。又如,部分公司的会计报表语言表达含糊,披露质量不高。

三是**信息披露问责机制不完善**。我国在债券信息披露的监管方面以发展改革委、证监会以及央行等政府监管机构为主体,以证券交易所、证券业协会、银行

间市场交易商协会等自律组织的市场监管为辅助，中介机构和自律组织的监督范围较为有限，难以对发行人的信息披露带来实质性约束。同时，监管机构对违规信息披露的问责机制不完善，惩处力度也比较低。根据《证券法》规定，发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按规定披露信息或有虚假陈述、误导性陈述或重大遗漏的，仅处以 30 万元-60 万元的罚款；而银行间市场上，根据央行《金融违法行为处罚办法》，金融机构提供虚假的或者隐瞒重要事实的财务报告、统计报告的，仅处以 10 万元-50 万元的罚款。较低的违规成本导致监管机构难以实质性地遏制市场上不主动披露负面信息或信息造假的行为，投资者维权的难度较大。因此，在法律层面尚需对信息披露制度做基础建设，通过法律对公司债券发行首次信息披露、交易的持续性信息披露和重大事项的临时性信息披露做出规定，让监管部门在对信息披露进行监管时，能够有法可依。

四是尚未形成多层次的信息披露体系。在对接国际规则方面，主要国际债券市场的监管机构一般都认为在债券发行过程中，对于专业/机构投资者不需要做出与向散户投资者同等的信息披露，因为专业/机构投资者有能力或资源对发行人和债券的风险和投资价值进行评判，从而保护自身利益。各主要国际债券市场均对债券发行人在财务信息披露、会计准则和审计机构资质方面给予了灵活性。自贸区债券业务应充分借鉴主要国际债券市场的经验，增加相关制度弹性，提升法律法规与其约束对象的匹配度。

表 4-4 中、日信息披露制度比较

	地方政府债券	公司债券	金融债券
中国	尚无成型的信息披露机制。	持续信息披露但没有指定统一、详细的信息披露规范。	披露发行前的的募集说明书和发行公告，发行后的定期年报披露、跟踪信用评级报告等。
日本	实际赤字率、综合实际赤字率、实际债务偿还率、公共企业资金不足率；财务稳健阶段，所有财政状况必须充分披露；预警阶段，每项财政指标都需满足规定界限；重建阶段，若财政指标不满足规定下限，地方政府就需要在中央政府的监督下财政重建。	将详尽信息在事业债发行申请登记表予以披露，并保证至少 5 年时间里向社会发放，接受公众查询。	遵守《金融商品交易法》；及时向内阁总理大臣提交“有价证券报告书”。

三、中介机构管理：以信用评级行业为例

（一）信用评级行业尚无上位法

相较于欧美发达国家，我国没有一部统一完整的信用评级上位法，信用评级市场的法律约束力不足。目前主要以人民银行的相关指导意见、规范、通知为主，如《中国人民银行信用评级管理指导意见》、《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》、《中国人民银行关于加强银行间债券市场信用评级作业管理的通知》，以及证监会的《证券市场资信评级业务管理暂行办法》等对评级机构的行为进行规范。

（二）信用评级机构独立性有待加强

当前存在“以评级换市场”的现象，使评级机构的专业性与独立性受到损害。在起始阶段债券市场容量很小的时候，存在一些先导进入的信用评级机构，而部分其他后进入者为争夺市场会选择以“牺牲级别”来参与竞争，原有机构为保住市场份额也相应调整评级政策以应对市场变化，行业格局变成竞争性格局，评级机构之间的过度竞争导致评级的权威性、独立性和行业形象大打折扣。

（三）信用评级指导意义有待提升

根据有关研究^[4]统计，我国债券市场的评级结果分布并不理想，评级结果与海外评级存在落差，一定程度上偏离了其作为金融体系审慎监管和防范风险辅助器的功能定位。目前，我国发行主体评级 85%落在 AA 及以上的区间，债项评级 98%落在 AA 及以上的区间。对于国内投资者来说，区分度不高的外部评级结果仅能作为投资者区分监管或客户要求的符号，而无法真正帮助辨识信用风险程度和防范信用风险，从而无法有效指导投资决策。

（四）评级市场沟通渠道有待疏通

信息披露不够充分，评级机构与投资者沟通不畅，市场对其评级结果难以有效理解。评级机构公布的评级报告由于行文要求等，难以将企业情况全部和充分

[4] “中国信用评级行业的规范与发展”，信用中国网站，https://www.creditchina.gov.cn/biaozhونغuifan/hangyexingbiaozhونغuifan/201903/t20190306_148930.html，2019年3月6日。

展示。早期，投资者对债券发行人有疑问，可以和评级机构的分析师直接沟通，但后来评级机构中止了这一做法，而国际评级机构的分析师与投资者有较多的交流互动。投资者与评级机构分析师沟通渠道中断后，投资者仅从公开评级报告难以就一些企业关键和敏感的信息作出判断，这一情况也影响了从投资角度对评级报告效用的评判。

四、投资者保护制度

（一）刑事和行政处罚力度偏弱

我国证券市场的违规处罚历来集中于刑事和行政处罚，体现为重刑事、行政，轻民事的特点。但是细究相关法律规定，对于欺诈上市和违规信息披露的处罚力度相较于其他国家仍然较弱，以下以虚假陈述为例，列举《证券法》和《刑法》中的相关规定。

在行政法律责任方面，《证券法》规定，“**发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息，或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。发行人、上市公司或者其他信息披露义务人的控股股东、实际控制人指使从事前两款违法行为的，依照前两款的规定处罚。**”^[5]

对于证券服务机构，“**证券服务机构未勤勉尽责，所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，没收业务收入，暂停或者撤销证券服务业务许可，并处以业务收入一倍以上五倍以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，撤销证券从业资格，并处以三万元以上十万元以下的罚款。**”

在**监管措施**方面，中国证监会可采取责令改正、监管谈话、出具警示函、责令公开说明、责令参加培训、责令定期报告、认定为不适当人选、暂不受理与行政许可有关的文件等相关监管措施。

[5] 2019年12月《证券法》第二次修订大幅度提高行政处罚罚款额度，按照违法所得计算罚款幅度的，处罚标准由原来的一至五倍，提高到一至十倍；实行定额罚的，由原来规定的三十万元至六十万元，分别提高到最高二百万元至二千万元（如欺诈发行行为），以及一百万元至一千万元（如虚假陈述、操纵市场行为）、五十万元至五百万元（如内幕交易行为）等。

在刑事法律责任方面,《刑法》规定“在招股说明书、认股书、公司、企业债券募集办法中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容,发行股票或者公司、企业债券,数额巨大、后果严重或者有其他严重情节的,处五年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处非法募集资金金额百分之一以上百分之五以下罚金。单位犯前款罪的,对单位判处罚金,并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员,处五年以下有期徒刑或者拘役。”“依法负有信息披露义务的公司、企业向股东和社会公众提供虚假的或者隐瞒重要事实的财务会计报告,或者对依法应当披露的其他重要信息不按照规定披露,严重损害股东或者其他利益,或者有其他严重情节的,对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员,处三年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处二万元以上二十万元以下罚金。”

从上述条文来看,尽管《证券法》和《刑法》对于发行人、上市公司或其他信息披露义务人、证券服务机构等有明确的处罚规定,但是处罚金额上限较低,对于直接责任人的处罚震慑力度有限。

(二) 民事诉讼和赔偿起步较晚

相对刑事和行政处罚而言,当前我国证券侵权赔偿的民事诉讼制度比较滞后,主要表现以下几个方面:执法上以罚代偿,投资者成为损失最终承担人;司法实践中存在证券侵权诉讼行政前置程序;现有司法解释未统一赔偿原则、计算标准和计算方法;群体性诉讼制度有待完善,相应的民事赔偿制度难以落到实处。

一是民事赔偿力度不够,历来重刑事、行政处罚,轻民事赔偿。我国证券领域的民事赔偿尚处起步阶段。目前证券领域民事赔偿的规定仅限于证券的虚假陈述,其历史发展至今也仅有十余年^[6]。2002年最高人民法院发布《股东告上市公司虚假陈述案可以受理的通知》,其中规定:针对证券市场中发生的一系列证券虚假陈述行为都保留其民事诉讼途径,只要其符合《民事诉讼法》的相关受理规定,人民法院都应当受理。2003年,最高人民法院发布《关于审理证券市场因虚

[6] 在《证券法》颁布之前,1993年颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》以及《禁止证券欺诈行为暂行办法》对虚假陈述有相关规定,但是具体原则与方法并没有进行详细的规定。1988年,颁布了《证券法》,该法只规定了从事证券虚假陈述行为的主体应当承担相应的行政责任以及刑事责任,未规定民事责任。2001年最高人民法院发布了《关于涉证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》。

假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(简称《若干规定》),其对于虚假陈述的因果关系、赔偿的范围、赔偿金额的计算都给出了规定,适用至今。

二是目前证券民事赔偿仍以刑事和行政处罚为前置条件。《若干规定》第六条指出,“投资人以自己受到虚假陈述侵害为由,依据有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书,对虚假陈述行为人提起的民事赔偿诉讼,符合民事诉讼法第一百零八条规定的,人民法院应当受理。”2015年4月,我国进行了立案制改革,该改革规定了对于凡是拥有明确被告、具体真实诉情的案件,与该案具有利害关系的当事人都可以向法院提起诉讼,法院也应当予以立案。2015年12月,最高人民法院在《最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题》中指出由于立案登记制的确立,需要取消对于证券虚假陈述等法律行为的前置程序。但是该文件并不是作为一项司法解释而存在的,其只是最高人民法院的一种意向,目前前置程序依然存在。

三是《若干规定》中的赔偿规则和损失计量方法有改进空间^[7]。其一,《若干规定》中,投资者能够获得的补偿仅限于直接损失(投资差额损失和附随的交易税费损失),排除了任何形式和任何情况下的间接损失。例如,在欺诈行为未被揭露或更正前,买进又卖出的投资者的损失应当得到赔偿,但在当前规定下不被认可。其二,《若干规定》仅考虑到了诱多性虚假陈述对投资者的影响,而忽略了诱空性虚假陈述的存在。其三,关于基准日、揭露日和更正日的相关规定有待完善。基准日的确定也有较大争议,《若干规定》预设证券累计成交量达到可流通部分的100%之日表明证券价格已经去除了虚假陈述的影响,有待进一步完善。

[7] 《若干规定》第三十条,“证券交易市场上,投资者仅就因虚假陈述而导致实际损失为限受偿,包括投资差额损失、投资差额部分的佣金和印花税以及上诉款项所涉及的资金利息。投资差额损失=买入平均价格×买入总数量-卖出平均价格×卖出总数量-揭露日至基准日平均收盘价×剩余数量”。第三十一条,“投资人在基准日及以前卖出证券的,其投资差额损失,以买入证券平均价格与实际卖出证券平均价格之差,乘以投资人所持证券数量计算。”第三十二条,“投资人在基准日之后卖出或者仍持有证券的,其投资差额损失,以买入证券平均价格与虚假陈述揭露日或者更正日起至基准日期间,每个交易日收盘价的平均价格之差,乘以投资人所持证券数量计算。”第三十三条,“投资差额损失计算的基准日,是指虚假陈述揭露或者更正后,为将投资人应获赔偿限定在虚假陈述所造成的损失范围内,确定损失计算的合理期间而规定的截止日期。基准日分别按下列情况确定:

(一)揭露日或者更正日起,至被虚假陈述影响的证券累计成交量达到其可流通部分100%之日。但通过大宗交易协议转让的证券成交量不予计算。

(二)按前项规定在开庭审理前尚不能确定的,则以揭露日或者更正日后第30个交易日为基准日。

(三)已经退出证券交易市场的,以摘牌日前一交易日为基准日。

(四)已经停止证券交易的,可以停牌日前一交易日为基准日;恢复交易的,可以本条第(一)项规定确定基准日。”

其四，毛损失法^[8]的适用性存在争议。其五，系统性风险的剔除方法未予明确。

四是民事诉讼渠道不通畅，尚未建立起完善的群体性诉讼机制^[9]。一方面证券群体纠纷数量呈急剧上升趋势；另一方面，根据最高院的相关司法解释，不宜以集团诉讼的形式受理。《民事诉讼法》规定的代表人诉讼、公益诉讼因为功能定位不完全、程序设计过于严格，在证券诉讼领域一直形同虚设；第十五条规定的支持诉讼在实践中更是鲜有提及。举例而言，代表人诉讼是我国法定的群体性诉讼制度，其以共同诉讼和诉讼代理为理论基础。代表人诉讼分为人数确定的代表人诉讼和人数不确定的代表人诉讼，而根据《若干规定》，“证券民事赔偿案件的原告可以选择单独诉讼或者共同诉讼方式提起诉讼，共同诉讼的原告人数应当在开庭审理前确定”，表明在证券民事赔偿领域适用人数确定的代表人诉讼制度，实际上是一种明示授权、默示推出的机制，无法较好地发挥作用。

（三）银行间市场与交易所市场差异探析

上述提到的《证券法》和《若干规定》等规定实际上调整的范围是交易所证券市场，未覆盖银行间债券市场。从银行间债券市场投资者保护制度的情况来看，特点大体和上述情况类似，但在以下几个方面存在一定差异，有必要在此予以说明。

一是《证券法》调整范围有限，银行间债券市场行政规章层级较低。银行间债券市场独立于交易所市场，不受《证券法》及其相关解释的规范和限制^[10]，而目前银行间市场规制非金融企业债务融资工具的规范是围绕《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》（简称《管理办法》）制定的一系列行业规定，《管理办法》的效力级别仅为行政规章，银行间市场目前没有法律层级的规范。以承销商为例，在交易所市场，因披露不实受损的投资人可直接向承销商索赔，

[8] 毛损失法直接将原告证券的初始买入价格与最终卖出价作差，《若干规定》基于该方法适当改进。国际上使用较多的还有直接损失法、撤销交易法、返还不当得利等。

[9] 2019年12月《证券法》第二次修订规定，在投资者保护机构提起代表人诉讼的情况下，可按照“明示退出、默示加入”的规则进行处理。这一点与其他国家的集团诉讼机制较为接近，但作为代表人的主体是特定的。

[10] 根据2019年12月《证券法》第二次修订第二条规定，目前仍只有公司债券及政府债券适用《证券法》相关规定，发改委企业债、银行间债券尚未纳入本法适用范畴。公开发行的企业债、银行间债券是否会随之变更公开发行的基本条件，尚待相关部门明确。

但是在银行间债券市场，因监管机构以及规范体系不同，虽同为债券投资人，欲向承销商追究责任却存在诸多障碍。一般而言，《管理办法》以及相关行业规定可以作为认定承销商构成侵权的标准，受侵害的持券人可依据《民法总则》/《民法通则》、《侵权责任法》向违规承销商追究侵权责任。

二是银行间市场与交易所市场同样存在处罚过轻的现象。银行间市场上，根据中国人民银行出台的《金融违法行为处罚办法》，金融机构提供虚假的或者隐瞒重要事实的财务报告、统计报告的，仅处以 10 万元-50 万元的罚款。较低的违规成本导致监管机构难以实质性地遏制市场上不主动披露负面信息或信息造假的行为，投资者维权的难度较大。

三是承销商与其他中介机构责任承担方式不明确。《管理办法》第 10 条规定专业机构和人员应当就其负有责任的部分承担相应的法律责任，未明确何为相应的法律责任。《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》(简称《信息披露规则》)第 32 条规定中介机构及经办人员应当就其负有责任的部分依法承担民事责任，也未明确何等民事责任。以承销商为例，《证券法》第 69 条要求承销商对募集说明书中的不实披露与发行人承担连带责任，但并未强调募集说明书须由承销商出具，然而《管理办法》以及《信息披露规则》均规定承销商仅对其“出具”的文件承担责任。募集说明书，作为债券发行最重要的信息披露文件，实际由主承销商主导编撰，但却是以发行人单独署名发布，即从表面上，主承销商并非出具募集说明书的行为主体，无需对募集说明书的真实性负责，在实践中承销商是否如交易所市场承担连带责任存在争议。

四是前置程序弱化，投资人举证困难。如前所述，在交易所市场，因虚假陈述引发的民事赔偿案件立案受理时以监管部门的行政处罚或生效的刑事判决认定为前置条件。尽管前置条件存废存在争议，但是是否存在虚假陈述已经由监管机构或入者法院刑庭查清，持券人可以行政处罚决定书或者刑事判决书作为有力证据进行索赔。而银行间市场没有前置程序，虽然从效率上对投资人有利，但对于普通投资人来说，调查取证相当困难。

五是行业自律监管的效力有待提升。例如，根据银行间市场交易商协会《非金融企业债务融资工具市场自律处分规则》(2013 年 6 月 27 日修订)，交易商协

会可以对发行人、承销商或其他中介机构给予诫勉谈话、通报批评、警告、严重警告或公开谴责的自律处分，并可以据情并处责令改正、责令致歉、暂停相关业务、暂停会员权利、认定不适当人选或取消会员资格。但是，自律处分并非行政处罚，并不代表对相关机构违规事件的定性，这可能导致自律处分认定的事实在诉讼中作为证据的效力、市场威慑力等打折扣。

第五章 债券市场制度建设的国际经验

本章延续第四章关于立法和监管架构、发行和信息披露机制、中介机构管理、投资者保护四个方面的分析，有针对性地梳理了主要经济体（美国、英国、日本等）债券市场制度建设的相关经验。

一、立法和监管架构

（一）美国债券市场立法和监管架构

1. 集中统一管理为主，市场自律管理为辅

美国证券交易委员会（SEC）由《1934年证券交易法》授权成立，作为直属美国国会的独立的准司法机构，是美国证券行业最高监管机构。其监管职责三位一体（发行注册、市场监管，部分机构监管），监管职责主要包括三方面：一是全权监管证券市场、保护投资者利益（包括上市公司信息披露）；二是负责不具备豁免权的证券发行注册、管理发行人的信息披露；三是负责证券机构、投资机构、投资顾问的注册和监管。

SEC执法和监管的权限充足。在《证券法》及《证券交易法》的授权下，有市场监察、调查权、检察权、控诉权、处罚权、民事强制执行权、授权自律组织进行查核及处罚的权力。在美国法院的许可下，可进行传唤、搜索、扣押、保全证据、执行听证、和解、裁决等准司法权。

美国债券市场体现出功能监管的特点。从一级市场来看，美国财政部和美联储共同管理国债发行市场，美国地方政府及公共部门管理市政债券^[11]，SEC管理非银行类公司债券市场^[12]。从二级市场（包括场内市场和场外市场）来看，SEC

[11] 市政债的规则制定主要由市政债券规则制定委员会（MSRB）完成，各州政府对市政债和仅在本州发行的债券具有管理权。

[12] 商业银行发行的公司债豁免在证监会注册，由货币监理署等银行监管机构负责监管。

统一监管二级市场，美国金融业监管局（FINRA）^[13]作为自律机构，在 SEC 的领导下发挥一线监管的职能。从金融基础设施层面来看，SEC 统一监管登记、托管、清算、结算市场^[14]。二是 SEC 内部的组织架构也充分体现了功能监管的思路。以注册审核为例，SEC 内部部门并非以 IPO、再融资、债券发行、结构性融资等证券产品作为区分标准，而是统一由公司融资部负责注册审核，有利于统一审核标准，节省审核资源。

美国债券市场自律组织发挥较大作用。SEC 直接监管的对象为非存款类机构的公司债，但对存款类机构的公司债、政府债、市政债的监管权限很小，SEC 通过自律机构对交易主体、交易行为进行间接监管。美国债券自律机构包括交易所（如纽交所、纳斯达克）、FINRA、市政债券法制委员会（MSRB）和结算托管机构（全美证券托管清算公司 DTCC）等。美国证监会授权交易所对场内债券交易进行监管，授权 FINRA 和 MSRB 对场外债券交易进行监管。由于 90% 以上的债券交易发生在场外，且 FINRA 与纽交所、NASDAQ 交易所等交易所签订监管协议，因此 FINRA 等机构是债券交易的实质监管者。FINRA 是美国最大的独立证券业自律监管机构，由美国证券交易商协会与纽交所的会员监管、执行和仲裁三个部门于 2007 年合并而成。FINRA 的监管对象是美国所有从事公开证券业务的券商，包括证券经纪商、自营商、地方债券经纪商或自营商、政府债券经纪商或自营商。MSRB 还专门开发了一个市政债券的信息披露平台，即 EMMA。从 2002 年开始，联邦机构债券要根据证券交易法第 13 部分规定，要及时提供完整的、经审计的年报、季报和临时报表，SEC 比照上市公司信息披露要求审核上述报表。

2. 集中立法管理体制，法律法规体系完善

美国的证券监管体制是集中立法管理体制的典型代表。从美国债券市场法律

[13] FINRA 在 2007 年由美国证券交易商协会（NASD，美国当时最有影响的证券业自律组织）和纽约证券交易所监管局（NYSE Regulation, Inc.）的会员监管、执行和仲裁的部门，合并发起成立。FINRA 与美国主要交易所签订监管协议，负责大多数交易所的市场监管工作；FINRA 根据 SEC 授权，负责场外市场的市场监管。

[14] 美国国债的登记托管和结算机构为美联储电子证券服务系统（FedWire），清算机构为美国证券存托与清算公司（DTCC）子公司固定收益证券清算公司（FICC）的子部门政府证券清算部（GSD）；其他债券的登记、托管、结算机构为 DTCC 子公司美国证券托管公司（DTC），清算机构为 DTCC 子公司全美证券清算公司（NSCC）。

体系来看,各层次法律来源、效力范围明确,形成多层次的法律法规体系。美国债券市场的监管法规包括四个层次:证券统一立法《1933年证券法》《1934年证券交易法》和《政府证券法》;美国财政部、美联储、SEC、联邦存款保险公司(FDIC)、货币监理署(OCC)等颁布的法律法规;证监会授权下的自律组织颁布的自律规定;《蓝天法》,即各州政府颁布的法律法规。

第一层次为《证券法》、《证券交易法》、《政府证券法》,前两部法律是对证券的统一立法,不区分股票与债券,分别侧重证券发行和交易立法,是美国证券市场的基本大法。《政府证券法》是对国债和联邦机构的债券发行、交易、保护投资者等方面进行立法。

第二层次为美国证监会、财政部、美联储、货币监管局、联邦存款保险公司等颁布的法律法规。其中,证监会对美国证券市场以及非存款类金融机构(券商、基金等)具有最高监管权,其他政府机关的法规主要对其监管主体参与证券市场的资格进行监管。

第三层次为证监会授权下自律性质机构(如交易所、美国金融业监管局FINRA等)颁布的自律性规定。这些规定的核心是监管交易主体的交易行为,重点在于对债券二级市场的透明度进行监管。

从第四层次来看,这些法案由美国各州政府负责实施,用于规范一个区域内的证券交易,以及股票经纪人和投资顾问的注册。这些法律法规要求在州一级进行发行销售的证券及参与其中的证券机构、投资公司等要进行注册,以防州民在证券发行与销售过程被误导或欺诈。于1996年颁布的《全国证券市场促进法案》在削减州政府对证券市场的监管权力的同时加强SEC的联邦监管权限,使得州政府对证券发行销售注册、自营商、经纪商注册制度的影响力大幅下降。

(二) 英国债券市场立法和监管架构

英国债券市场在监管方面的特点体现为国内宏观审慎+微观“双峰”监管,其国内行业自律组织作用较大。此外,英国脱欧前受到欧洲证券监管。

根据2012年金融服务法,英国于2013年4月1日对原金融服务局(FSA)进行整改,宏观监管层面交由金融政策委员会(FPC),微观层面设立金融行为监

管局（FCA），并设立审慎监管局（PRA）组建“双峰”（twin peaks）微观监管体系。其中英格兰银行负责管理运行 FPC 及 PRA；FCA 对财政部以及议会负责，由金融服务业提供资金。英格兰银行与 FCA 对市场、交易所、清算和结算机构均有监管职能。

FPC 负责对金融体系进行更广泛的宏观审慎监督，以保护和增强英国的金融稳定。PRA 负责对在英国运营的银行和大型资产管理公司进行审慎监管。PRA 的总体目标要求其在 PRA 授权人员的监管中考虑财务稳定性。FCA 承继了 FSA 先前执行的大多数职能，包括英国上市管理局 UKLA、市场行为职能以及对公司执行商业法规的监管。FCA 要求公司在操作风险管理中遵守高标准，并有相应的程序来确保关键服务的连续性。

2012 年金融服务法对 FCA 和 PRA 的关系进行了专门的规定，包括：如果一方出台的政策或措施会对另一方监管领域产生实质性的不利影响，则必须事先会商对方；对于监管边界不清晰的情形，财政部（HM Treasury）有权裁定某一监管事项属于 FCA 还是 PRA；对于 FCA 采取的监管措施，如果相应机构也属 PRA 监管范围且 PRA 认为该监管措施不利于金融系统稳定，则可以要求 FCA 停止实施。根据法律要求，FCA 和 PRA 签署了谅解备忘录，对双方在信息共享、政策制定、机构批准、双重监管、金融犯罪与诈骗等领域的协调、合作等进行了约定。

除受国内监管之外，英国债市在脱欧之前还受欧盟监管。在英国债券市场的债券、机构及金融基础设施，需遵守金融工具市场指令（MiFID）、金融工具市场指令第二版（MiFID II）、金融工具市场规定（MiFIDR）、招股说明书指引、欧盟信用评级机构监管法规、中央证券托管机构管理条例（CSDR）等欧盟颁布的条例。

宏观层面上的欧盟监管部门为欧洲系统性风险委员会（ESRB），其职责是对欧盟金融系统进行监管，预防和减轻系统性风险。在微观层面，根据 2010 年欧洲指令第 1092-1096 号，欧盟建立了欧洲金融监管体系（ESFS），下设三个监督当局（ESA），其中欧洲证券及市场管理局（ESMA）主要负责与各国监管机构配合，从事机构层面的微观审慎监管并履行金融消费者保护的职责。

在欧洲金融监管体系的安排下，各成员国金融监管当局仍然保持对本国国内

金融市场和金融机构的监管主权,对本国金融市场和金融机构的日常运营掌握监管权。对于跨国金融机构的监管方面,ESMA 的出现弥补了各成员国金融监管当局的监管漏洞。

当前英格兰银行及 FCA 正探索如何在脱欧后代替欧盟履行相应监管职能。

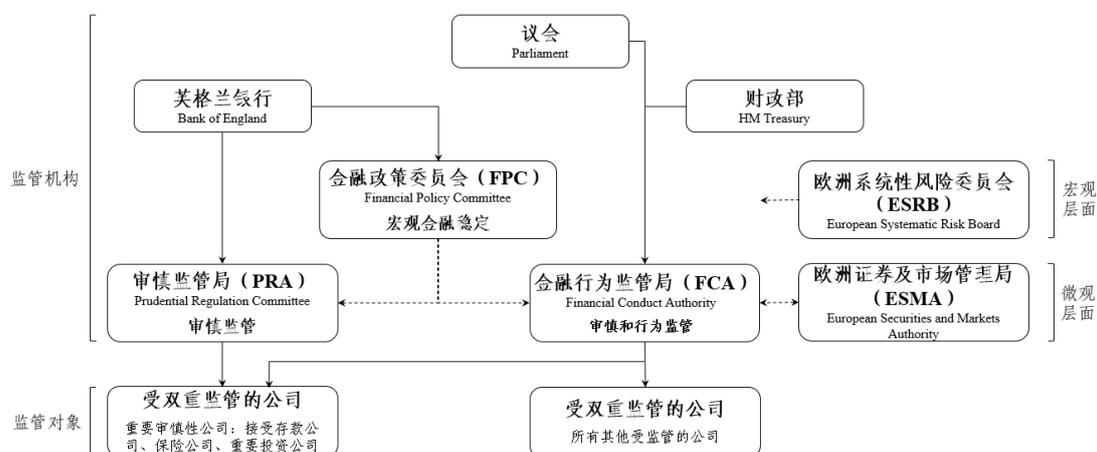


图 5-1 英国债券市场监管架构

强调行业自律一直是英国债券市场管理的传统,场外市场更是如此。目前英国债券市场协会达几十个,其中发挥重要作用的有国际资本市场协会(ICMA)等 5 个协会。ICMA 是由活跃在欧洲市场上的大型金融机构组成的自律性组织,主要职能如下:第一,发布相关规则指引。第二,促进场外交易合约的标准化,第三,促进监管当局和市场机构的沟通。一方面促进市场主体对管理法规的了解和执行,另一方面代表市场主体与管理当局进行沟通,反映市场利益诉求。第四,为会员提供交易和服务,ICMA 开发了 TRAX 系统,集风险管理、金融产品交易匹配和信息服务于一身。

(三) 日本债券市场立法和监管架构

日本金融体系监管框架是典型的集中监管模式。金融服务厅(FSA)监管日本的资本市场,金融服务厅(FSA)直辖的下属机构——证券交易监督委员会(SEC)承担着企业债市场审核注册登记、行政调查、协调组织等职责,是日本企业债券市场的直接监管者。此外,金融服务厅(FSA)下设证券课负责制定与

债券市场交易有关的法律、交易机构经营行为的合法性等工作，二者部门间分工明确，权责划分较为清晰。

除此之外，日本还有非常强大的自律组织监管体系。根据《金融工具和交易法》(FIEA)，日本证券商协会(JISDA)和日本的7家交易所——福岡证券交易所(FSE)、名古屋证券交易所(NSE)、大阪证券交易所(OSE和JASDAQ)、札幌证券交易所(SSE)、东京证券交易所(AIM)(其包含：东京AIM股票交易市场、东京证券交易所专业债券交易市场)和东京证券交易所(TSE)，作为监管和检查日常证券交易的自律组织以完善日本证券市场的监管。

二、发行和信息披露机制

(一) 美国债券市场发行和信息披露机制

1933年，美国颁布《证券法》，明确了以信息披露为核心的注册制在美国证券市场的地位。美国注册制可以细分为三个层面，一是美国证券交易委员会(SEC)层面的注册^[15]，二是州层面的注册^[16]，三是交易所层面的注册。其中，SEC的审核是核心，负责审核全国范围发行的证券，交易所只负责审核在本交易所上市的证券，各州监管部门只负责审核在本州发行的证券。

SEC层面以信息披露为原则，不对材料进行实质性审核，只考察材料的完备性，是最重要的环节。交易所和各州监管部门进行辅助审核。由于美国联邦与州政府独特的宪政分权机制，两者各自拥有一套证券法律系统和相关规则，使得美国本土公司在各州境内的IPO，除了需要向SEC注册，还需接受发行证券所在州的证券监管部门的实质或形式审核^[17]。交易所也对所内上市的公司进行辅助审核，主要考虑公司的各项指标是不是达到了交易所规定的相应上市标准。以纳斯达克与纽交所为例，其对公司首次上市申请仅进行合规性审核，检查公司是否

[15] SEC的法律依据主要是1933年颁布的《证券法》(Security Act of 1933)、1934年颁布的《证券交易法》(Security Exchange Act of 1934)，2002年颁布的《萨班斯-奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act)以及最近颁布的《多德-弗兰克法案》(Dodd-Frank Act)。除《萨班斯法案》对公司治理有一定要求之外，法律不设发行条件，不对证券的投资价值进行判断。

[16] 各个州证券监管部门的依据主要是各州颁布的证券监管法案，这些法案被统称为《蓝天法》(Blue-Sky Law)。

[17] 由于各州的证券审核体系不同，且跨州的证券发行越来越多，1996年美国出台了《全国证券市场改进法案》，其中最重要的一条就是在纽交所、美国证券交易所、NASDAQ/NMS，及其他SEC认为有类似上市标准的证券交易所上市的证券，自动豁免各州的注册监管，简化了注册程序。其他豁免州层面注册的证券包括共同基金，只固定销售给某些机构投资者的股票，政府发行的债券、市政债、银行发行的证券以及商业票据。

满足首次上市定量标准和定性要求，不对公司的盈利前景、募集资金用途合理性提出实质性意见。

从券种来看，部分券种豁免 SEC 的注册。例如，国债发行市场由美国财政部与美联储共同管理，国债豁免在 SEC 注册。财政部代表联邦政府发行国债，主要负责管理国债额度并提供税收优惠。美联储负责国债发行的具体事宜(发行、登记、托管、结算、利息支付、赎回等)。联邦机构债券发行可以比照国债，由联邦政府所属机构或联邦政府创办经营机构发行。市政债由美国地方政府和公共部门发行并自主管理，不需向 SEC 登记注册。公司债由上市或非上市公司发行，SEC 负责不具备豁免权的债券的发行注册，并管理发行人的信息披露。存款类金融机构（主要是银行）发行的公司债豁免在 SEC 注册，并由货币监管局等银行监管机构负责监管。其他类型信用类债券均由 SEC 统一登记注册发行，实行集中管理，避免监管套利。

纵观以美国为代表的注册制，尤其是信息披露方面的流程和实践，可归纳出以下几个特点。

1. 注册过程透明可预期

1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》确定了美国债券注册发行的审核机构。其中规定，公司公开发行债券必须向 SEC 进行注册登记。根据 1934 年发布的《证券交易法》，SEC 是依法设立的，独立的，超党派的非政府机构，直接向国会负责，负责债券在申请注册登记过程中材料的审核。具体审核交由公司融资部进行，对拟发行证券公司派出一至两位工作人员进行审查，对提交的材料提出修改意见，负责审核的工作人员都是会计或法律方面的专业人士。

1933 年出台的《证券法》在第六、七、八节中规定了债券发行的所有审核程序。第六节规定：美国债券发行必须以向 SEC 上交说明书的方式进行登记注册，也对签署说明书的人员和相关费用做出了规定。第七节规定了说明书所要包含的具体内容。第八节则详细阐述了具体的审核程序。

从 SEC 层面注册的具体流程来看，首先发行人通过 EDGAR 电子系统向 SEC

递交注册文件^[18], SEC 根据发行人的标准行业分类码组织专业审核小组。拟发行企业上交材料后,若 SEC 没有提出修改意见,则从第 20 天开始,申报即算生效。对于说明书存在不足的情况,SEC 根据审核情况向企业发出审阅意见函 (Letter of Comments), 发行人反馈回复函 (Response Letter) 并附上修改后的注册文件,每一次文件补正申报,都会重新开始计算 20 天的生效期限;若仍有不明确之处,上述过程重复直至 SEC 认为所有投资者需要了解的信息已经完整披露。值得注意的是,SEC 收到注册文件之后,随即通过 EDGAR 系统向社会公众公开;而审核过程中的 SEC 审阅意见函和发行人的回复函,也将在注册文件生效若干日后通过电子系统公开,供公众查阅,确保 SEC 审核过程的公开性和透明性。



图 5-2 美国证券 SEC 注册流程

资料来源: 根据公开资料整理、绘制。

2. 信息披露制度高度标准化

美国的信息披露制度经历了一系列演变,形成了目前规则统一、重点突出的信息披露体系。起初,发行和日常披露的内容散落于《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》的各处规定中。1977 年,SEC 制定了 S-K 条例,明确规定了需

[18] 提交的注册文件包括募集说明书、年度和季度报告、委托书等。

要披露的重大信息，统一了两部法律的信息披露要求。《1933年证券法》下的注册表（S-1、S-2和S-3表等^[19]）和《1934年证券交易法》下的报告表（10-K、10-Q和8-K表等）的内容均以S-K条例内容作为依据。此后，SEC陆续制定了S-X条例、S-B条例等^[20]，至此形成了标准化的信息披露制度，有效减轻企业发行和日常披露的负担。美国注册制披露文件的另一特点是详略得当，体现相关性和重大性原则，强调风险披露的充分性和准确性，语言浅白，便于投资者理解。此外，SEC严格监管发行人和承销商在披露文件之外不当发表信息影响市场的“抢跑”（Gun Jumping）^[21]行为，确保了注册文件在注册制和信息披露制度中的核心地位。

3. 优质企业注册流程简化

实践中，通常认为资质较好的企业的信息被较多评级机构和市场人士跟踪，信息反映较为及时、全面，因此可适当简化其信息披露的流程和内容，这体现在两个方面。一方面，美国1982年出台的统一披露制度（Integrated Disclosure System）规定，对于履行报告义务三年（现为12个月）以上，并且由非关联机构持有该公司有表决权股票总市值在1.5亿美元（现为7500万美元）的公司，可使用S-3表格^[22]进行发行注册，并且可以最大程度援引定期报告中的公司信息，仅需在募集说明书中披露与发行有关的具体信息及最近一次报告以来公司状况发生的重大变化，简化了其披露的内容。另一方面，上述统一信息披露制度为储架发行（Shelf Offering）提供了技术条件，415规则的制定意味着优质企业（适用S-3和F-3表格的国内外发行人，称为“成熟发行人”）可以一次注册，多次

[19] S系列表格适用于美国国内发行人，F系列表格适用于外国发行人。

[20] S-K条例规定非财务方面的信息披露规则，S-X条例规定财务报表方面的信息披露规则，S-B条例则规定小企业的信息披露规则。

[21] 具体规定是：（a）在向SEC递交注册文件（包含的主要是披露文件）之前，不得向市场提及IPO；（b）在递交注册文件公司IPO成为公开信息后，发行人可开展市场推广活动，但只能基于披露文件；（c）只有在注册文件生效后，方可与投资人确认订单，达成销售。

[22] S-3表格适用资质较好的发行人，S-1表格则适用一般发行人，S-2表格现已不适用。

发行^[23]。特别地，规模较大的知名成熟发行人（Well-Known Seasoned Issuer）^[24]可适用自动储架发行机制，其储架注册无须 SEC 审核和确认令，一经提交即生效，极大地简化了优质企业的注册发行流程。储架注册过程中仍涉及到信息披露，一是在注册时企业需提交基本募集说明书（base prospectus），二是公司在每次实际发行时提交募集说明书补充件，三是注册生效 9 个月后，若募集说明书中有超过 16 个月前的信息，或企业信息发生根本性变化，或发行计划发生重大变化，则需按规定定期更新募集说明书中的信息。

4. 私募和小额发行适当豁免

《1933 年证券法》规定，除非有其他项下规定的豁免，所有证券都需完成第 5 条规定的 SEC 注册程序。除上述政府类债券等豁免证券外，豁免条款较多地应用于小额和私募发行等方面^[25]，一方面成为 SEC 支持中小企业融资的抓手，另一方面也便于将监管资源更集中于公开发行政券的监管。

1936 年，A 条例颁布，也称“有条件小额发行豁免”。根据该条例规定，不超过 500 万^[26]美元的证券发行可适用简化的注册流程，且该种证券可以在二级市场自由交易。A 条例仍属于公开发行的范畴，发行人虽然不需要提供审计报告，但是需向 SEC 提交问答格式的发行通函，通函中需提供财务报告（无需审计）；同时需向投资者提供发行通函。虽然不豁免各州的注册监管，但是使用 SCOR 表格和区域审查程序，简化了流程。

1982 年，D 条例颁布，简化和统一了私募发行和小额发行豁免制度。D 条例包含 504 规则、505 规则和 506 规则。一是小额发行豁免 504 规则。企业销售总

[23] 此前，储架发行在再融资等领域已有应用，415 规则第一次将储架发行的适用情形拓宽到符合条件的首次证券发行。

[24] 知名成熟发行人除了需满足成熟发行人的条件外，还需在提交储架注册说明书之前 60 日内，至少拥有 7.5 亿美元的、由非关联方持有的普通股；或者在过去三年已通过初次发行方式发行了 10 亿美元的不可转换证券（股本证券除外）。

[25] 1933 年《证券法》第 4（2）条指出，“本法第 5 条不适用于不涉及公开发行之发行人的交易”，首次明确了私募发行可豁免注册，但对于何为“私募发行”未给出明确定义；第 3（b）条对小额发行给出了类似的豁免，具体条款为“委员会（SEC）可以不时通过规章且取决于其中的规定而将任何种类证券归类于本章项下可豁免证券，但前提应是委员会认为基于小额发行的特点或者公开发售的限制性而对此类证券施加本法要求在公共利益和保护投资者利益方面并无必要。但若向公众发售证券的发行总额超过 500 万美元，则该证券之发行不得依本目的的规定而被予以豁免。”

[26] 2012 年颁布的《JOBS》法案将最高发行限额从 500 万美元提高至 5000 万美元，修改后的 A 条例也被称为 A+ 条例；同时，A+ 条例也以 2000 万美元为界区分了两个层级的发行活动，两个层级在募资上限、材料递交、投资者限制、州注册和投资者投资限额方面均存在一定差异。

金额小于 500 万美元的债券，SEC 可根据情况自行设定公司取得豁免权的条件。满足该条款的公司便无需注册发行债券，仅仅需要填写一张表格，该表格只需要公司提供公司名称、地址以及管理层等信息。二是私募发行的豁免 505 规则。私募发行并不公开，所以不需要注册，该条件下的企业能够向 35 个以内的“非合格投资者”和任意数量的“合格投资者”销售债券。前两个规则对发行规模都存在较大限制，而且无法自动获得各州蓝天法的注册豁免，极大限制了这两个规则的使用。三是前两者的混合豁免 506 规则，这个规则最为常用，也被称为“私募的安全港”。该规则对投资人数^[27]和发行额度均不设限制，不仅可以豁免 SEC 注册，而且根据 1996 年《全国证券市场改进法案》规定可以豁免在各州注册；但是，506 规则的缺点在于，其禁止发行人采取广告或劝诱方式发行证券^[28]，且该规则下发行的证券属于受限制的证券（Restricted Securities），若不在 SEC 注册，则一年内不得转售。1990 年，144A 规则颁布^[29]，其目标在于解决上述私募证券^[30]的流动性问题，放宽转售限制。该规则从转售对象入手，提出了“合格机构购买者”（QIB）的概念，在符合条件的机构投资者中构建了一个自由交易的市场，正是该规则的推出促成了美国私募发行市场的迅猛发展，144A 规则也成为外国高收益债的主要发行渠道。

表 5-1 美国注册制下小额、私募发行的豁免规定

豁免政策	豁免规定	评价
《1933 年证券法》	第 3 (b) 条: 小额发行豁免注册 (不超过 500 万美元) 第 4 (2) 条: 私募发行豁免注册	内容过于原则和抽象
A 条例 (1936)	有条件小额发行豁免: 不超过 500 万美元 (《JOBS 法案》提升到 5000 万美元)	缺点: 1) 实际上是简化的注册程序, 发行人需向 SEC 提交问答格式的发行通函, 通函中需提供财务报告 (无需审计); 向投资者发

[27] 不设投资人数限制主要是针对合格投资者 (Accredited Investors); 对于非合格投资者, 人数限定不超过 35 人。

[28] 2012 年出台的《JOBS 法案》要求制定规则, 取消 506 规则私募发行的广告劝诱禁令, 即只要证券购买者是合格投资者, 且发行人采取了合理步骤确认其合格投资者的身份, 发行人就可以通过广告劝诱方式与投资者进行交流。

[29] 同年, S 规则颁布, 规定向美国以外个人或机构发行债券无需 SEC 注册, 该规则的信息披露要求低于 144A 规则。许多美国公司使用 S 规则进行离岸发行, 中资美元债多数也采用该规则发行。

[30] 凡未在全国性交易市场上市或未在全美国证券商协会自动报价系统 NASDAQ 报价的证券均可援引 144A 规则, 免除注册手续。

			行通函); 2) 不豁免州层面注册
D 条例 (1982)	504 规则	小额发行豁免: 12 个月内的总额不超过 100 万美元的向任意数量投资者的销售以及推销行为可得到豁免	优点: 1) 可转让; 2) 可通过公开广告和一般性劝诱方式发行 缺点: 1) 无法自动获得各州蓝天法的注册豁免; 2) 融资额度小
	505 规则	小额发行和私募发行的混合豁免: 发行企业任何 12 个月内向不超过 35 个非合格投资者及任意数量合格投资者的不超过 500 万美元的推销或销售行为	缺点: 1) 无法自动获得各州蓝天法的注册豁免; 2) 不得采用公开广告及公开劝诱形式利用该条款进行销售及推销; 3) 受限证券, 6 个月内无法转让
	506 规则	私募发行豁免 (私募的“安全港”): 向无限制合格投资者 (accredited investors) 和不超过 35 个其他投资者发行债券	优点: 1) 投资人数不受限制; 2) 发行额无限制; 3) 豁免在各州注册 缺点: 1) 禁止发行人采取广告或劝诱方式发行证券 (2012 年《JOBS 法案》取消该禁令); 2) 属于受限证券, 若不在 SEC 注册, 一年内不得转让
144A 规则 (1990)	向机构投资者的非公开证券转售豁免: (1) 凡未在全国性交易市场上市或未在全美国证券商协会自动报价系统 NASDAQ 报价的证券均可援引 144A 法案免除注册手续, 成为 144A 证券 (2) 从转售对象入手, 提出了“合格机构购买者” (QIB) 的概念, 在符合条件的机构投资者中构建了一个自由交易的市场		解决了私募证券的流动性问题, 放宽转售限制 144A 规则的便利性使其逐步成为高收益债券发行的最主要方式 多数 144A 证券会转换为注册的证券, 以进行公开交易提高流动性
S 条例 (1990)	Rules Governing Offers and Sales Made Outside the United States Without Registration Under the Securities Act of 1933 (证券在境外发行、交易, 不会回流到美国市场)		并非是《1933 年证券法》的注册豁免条款, 而是本就无须注册

资料来源: 根据公开资料整理。

表 5-2 144A 规则的具体安排

发行对象	美国境内合格机构投资者 (QIBs) 且人数无限制
QIBs 规定	(a) 任何拥有并自主投资至少 1 亿美元于非关联人证券的保险公司、共同基金、养老基金等机构投资者; (b) 任何拥有并自主投资至少 1 千万美元于非关联人证券的证券经纪商; (c) 任何拥有并自主投资至少 1 亿美元于非关联人证券, 并拥有 2500 万美元净资本的银行等
规定	可以在美国之外发行, 也可以向美国的合格机构投资者发行, 符合美国证券法 144A 规则
适用法律	美国证券法 1990 年通过的 144A 规则。使用纽约法律和 SEC 的相关监管规则, 发行人可以依据 144A 规则豁免 SEC 的登记要求
目标投资	美国与亚洲机构投资者起主导作用;

人民币国际化背景下自贸区债券业务发展定位与举措研究

者	具体为：美国机构投资者（QIBs）、欧洲和亚洲（基金管理公司、资产管理公司、商业银行、中央银行、养老金、保险公司及散户）	
发行信息披露	（1）发行人业务性质和主要产品； （2）近两年的资产负债表、损益表和留存收益表（不要求其符合 GAAP 准则）；债券可以在合格投资者间交易	
转售信息披露	公众公司	发行人没有主动披露义务，即发行人没有应原持有人要求提供任何信息给受让人的义务；出售人有让受让人知晓是依照 144A 规则规定出售的义务
	非公众公司	持有人或其指定的受让人有权要求该发行人提供公司经营情况和财务信息；出售人有让受让人知晓是按照 144A 规则规定出售的义务

表 5-3 Rule 144A 和 Reg S 对比

	Rule 144A	Reg S
评级	最好 2 个评级机构给予评级	最好 1-2 个评级机构给予评级，欧洲的一些发行人可在没有评级的情况下依靠他们的品牌名称进入市场
交易时间	6-10 周	5-7 周
信用研究	根据法律规定可以进行交易前研究	
交易规模	一般大于 5 亿美元	一般低于 5 亿美元
发行期限	长期融资	中期融资
目标投资者	美国与亚洲机构投资者起主导作用	亚洲投资者扮演关键角色，欧洲投资者角色次之
信息披露要求	比 Reg S 更为严格；需要 10b-5 法律意见	较 144A 宽松；较容易的披露和法律意见要求
会计报告要求	需要 SAS 72 式的有反面保证的安慰函	可以选择是否需要 AS 72 式的有反面保证的安慰函
路演推介	5-7 天，在美国、亚洲和欧洲进行	3-5 天，在亚洲和欧洲进行

（二）英国债券市场发行和信息披露机制

1. 英国债券发行市场

伦敦证券交易所为英国债券主要的场内市场，目前伦交所提供主板市场（Main Market）、专业证券市场（Professional Securities Market）和国际证券市场（International Securities Market）。债券发行人可以具体申请债券场内交易市场。

主板市场为伦交所主要的债券市场，受到欧盟指令的监管影响，目前市场上共有来自全球超过 1.45 万只债券上市，其中包括主权债券，主板市场也是英国国债的首选上市场所。

专业证券市场是一个创新的专业市场，由交易所监管，与欧盟指令所监管的

其他市场相比，提供了更加灵活的额度和信息披露替代方案，目前有超过 550 种债务证券被允许进入专业证券市场。

国际证券市场为英国及全球债券提供了更加灵活的上市规则。

2. 信息披露具体规定

不同市场的主管部门及发行主体不同，因此适用的信息披露要求也存在着差异。主板市场属于欧盟法律监管的市场，由 UKLA 负责监管，要求最为严格，受《上市规则》第 17 章、《招股说明书指令》、《市场滥用监管》及《透明指令》等披露准则的要求，PSM 市场同样受 UKLA 监管，需遵守《上市规则》第 4 章、《招股说明书指令》及《市场滥用监管》，ISM 市场仅需受伦交所管理，遵守《ISM 规则手册》、《市场滥用监管》。同时，所有获准交易的证券必须符合伦交所的《准入和披露标准》。

(1) 首次发行披露

根据 FCA 发布的手册，主板市场上债券的募集说明书需披露对投资者进行知情评估所需的必要信息，该信息取决于：(a) 发行人的性质；(b) 证券的种类；(c) 发行人的情况；(d) 在适当的情况下，非权益性证券的单位面额是否至少为 100000 欧元，还是仅在受监管的市场或其特定部分进行交易。募集说明书主要信息包括 (a) 发行人和任何担保人的资产和负债，损益，财务状况和前景；(b) 证券所附的权利；(c) 发行的原因及其对发行人的影响等。

PSM 市场上的债券发布的上市详情 (listing particulars) 的基本信息需包含负责人、法定审计师、风险因素 (可能会影响发行人履行其在证券下的义务能力的重大风险)、业务情况、趋势分析、财务信息 (最近两年的财务数据和经审计财务报告，且最近一年经审计的财务数据与募集说明书公布日期之间不得多于 18 个月)、盈利展望等内容。FCA 要求至少包含可供投资者及其专业顾问对以下内容进行知情评估的信息：(a) 证券发行人的资产和负债，财务状况，损益和前景；(b) 证券所附权利。

ISM 指导手册中，要求 ISM 上市债券至少披露负责人、法定审计师、风险因素、发行人信息、义务情况、组织架构、趋势分析及盈利预测等八项内容。

(2) 持续性义务披露

为了确保对于投资者的保护，债务发行人需要遵守某些持续性义务披露，这些义务在《披露和透明度》规则以及《上市规则》第 4 章和第 17 章中作了详细规定。关于持续义务的规则旨在提高发行过程透明度。它们广泛涉及内部信息、定期报告（年报及半年报）的发布、相关信息的适当传播以及投资者的待遇。对于发行人为国家、地区或地方当局以及国际公共机构的债券，要求遵守 Disclosure Guidance and Transparency Rules（DTR）中的权利变更的披露、平等对待原则、提交信息和使用语言及信息传播等规则。

对于内部信息，包括（a）发行人的资产和负债；（b）发行人的业务表现或对业绩的期望；（c）发行人的财务状况；（d）发行人的业务过程；（e）发行人业务的重大新动向；（f）向市场提前披露的信息，FCA 要求必须尽快在所有证券上市的司法管辖区向市场披露，并制定和维护内部人员名单。

对于定期报告，根据 FCA 手册要求，年度报告应当包含经审计的财务报表、管理报告及责任声明，同时应满足：（a）在批准后尽快发布其年度报告和年度账目；（b）在与其有关的财政期间结束后的六个月内批准并发布其年度报告和账目；（c）年度报告和帐目必须是根据发行人的国家法律，并在所有实质性方面，根据国家会计准则或 IAS 编写的，同时已按照适用于欧洲经济区国家的审核标准或等效的审核标准进行了独立审核和报告。PSM 市场及 ISM 市场可采用发行人所在地的会计准则。

对于半年报，FCA 要求包含简明资产负债表、简明损益表和账目的解释性说明，同时：（a）发行人必须公布涵盖该财政年度前六个月的半年度财务报告；（b）半年度财务报告必须在报告所涉期间结束后尽快公布，但不得迟于三个月；（c）发行人必须确保半年度财务报告向公众开放至少十年。在 PSM 市场的债券可以免于披露半年报。

（3）非上市交易债券的信息披露

对于那些不在 MA、PSM 或 ISM 市场上交易的债券，即使公开发行人，只要符合欧盟规定的豁免情形，发行人就不需要为投资人准备募集说明书。这些豁免情形包括四种：一是只向合格投资者发行债券；二是在每个欧盟成员国向不超过

150 个合格投资人之外其他投资人（包括个人和法人机构）发行债券；三是每一个投资者支付的对价不少于 10 万欧元（或等值的英镑）；四是债券面值不低于 10 万欧元（或等值货币）。

私募发行备忘录需要披露的信息，取决于发行人类型（比如上市公司和非上市公司）、债券类型以及投资人对发行人的了解等因素。另外，以非公开方式在英国发行债券，发行人必须对所有投资人在信息披露方面一视同仁，不得采取“选择性”的信息披露，不得向潜在投资人披露“内幕信息”。

三、中介机构管理机制：以信用评级行业为例^[31]

债券发行及存续期内，中介机构主要有承销商、信用评级机构、会计师事务所、律师事务所四类，现有制度下四类中介机构均由发行人自行选择，这种传统意义上的“发行人选择、发行人付费”模式尽管在组织结构上维持了简单的委托关系，但在实践中很难保持中介机构的独立地位。中介机构与发行人建立直接的业务委托和费用补偿关系，往往在开展业务过程中诱导或者迫使其做出有违客观公正的判断，进而向市场传达带有主观性的结论，给投资者带来损失。

鉴于承销商在债券发行业务中的定位与另三类略有不同，前者除了承担一部分尽职调查义务之外，还需与发行人共同完成前期材料和流程的准备工作，原则上承销商由发行人自主选择、并以承担连带责任的形式受到实质约束的方式较为合理，而另三类中介机构，其选择补偿模式、监管架构均有较大的创新空间。本节以美国信用评级行业为例，梳理了其立法架构的演变、监管机制的设计及在替代性补偿模式方面的最新探索。

（一）美国信用评级行业监管发展情况

1. 安然事件前：评级行业主要以自律监管为主

信用评级制度起源于美国，早期信用评级行业主要以自律监管为主，政府的作用较为有限。美国信用评级行业在 20 世纪初出现，直至 30 年代经济大萧条后评级机构声望渐起，监管机构才开始予以重视。1930 年货币监理署在监管规则中首次引用信用评级来限定投资范围，以发挥其对投资者的参考作用。1975 年，

[31] 陈代娣，陶丽博，《美国信用评级机构监管法律制度介绍及启示》，《债券》，2012（10）。

美国证券交易委员会首次在此前制定的《1934 年证券交易法》下的证券公司净资本规则中使用了“国家认可统计评级机构（Nationally Recognized Statistical Rating Organization, NRSRO）”一词，并通过向特定评级机构发送无异议函（no-action letters），确认该评级机构发布的评级结果是被国内大部分重要使用者认可的方式，来授予该评级机构国家认可统计评级机构（NRSROs）的资质。首批获得 NRSRO 资质的评级机构经过发展成为现在的三家国际性评级机构——穆迪、标普、惠誉。

尽管联邦和州立法开始广泛地引用借助外部评级结果来监管银行等金融机构，但相应的监管制度几乎空白，甚至 SEC 制定了 Rule 436（g）规则将评级机构明确排除在《1933 年证券法》规定的专家责任之外。

2. 安然事件后：监管逐步强化

2001 年安然公司破产事件为评级行业监管敲响了警钟。2002 年出台的《萨班斯—奥克斯利法案》（Sarbanes-Oxley Act）Sec 702（b）中要求 SEC 就评级机构在证券市场的角色和作用进行研究。此后，美国开始一步步搭建信用评级机构监管法律框架，基本遵循“调查研究——国会出台基本法律——监管部门根据授权制定具体实施规则——根据实践进一步修改立法”的思路。

2006 年 9 月，美国国会通过了《信用评级机构改革法案》（Credit Rating Agency Reform Act），初步搭建了以 SEC 为 NRSROs 唯一监管机构的制度框架。2007 年 SEC 根据《信用评级机构改革法案》的授权，制定了六条 1934 年《证券交易法》下的细则，细化了监管框架。2008 年，SEC 公布了对三家国际评级机构——穆迪、标普、惠誉的检查报告，在此基础上，于 2009 年对规则作了修订，强化了评级方法的透明度、评级表现的披露等方面内容。

3. 次贷危机后：立法改革进一步加强

2010 年《多德——弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）出台，用九个条款（Sec.931—Sec.939）修改了 1934 年《证券交易法》的 Sec 15E，加入了许多实质性内容：在利益冲突方面提出了业务隔离要求、离职人员回顾审查制度；针对评级流程和方法要求提

高透明度并建立内部控制制度；明确了董事会、独立董事的职责；明确专家责任对 NRSROs 的适用；授权 SEC 对 NRSROs 进行检查，并就前述制度制定相关实施细则。

（二）美国信用评级行业监管立法框架

1. 美国信用评级行业监管立法框架

目前美国评级机构监管制度主要由联邦法律构成，并形成了上下两层的体系结构。

美国评级机构监管制度的上层体系是国会制定的基本法律，属于美国法典（United States Code, U.S.C）体系。这一层次的法律有 1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》、2006 年《信用评级机构改革法案》、2010 年《多德——弗兰克法案》。其中后两部法案主要是对《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法》的增补和修改。以证券初次发行作为主要规制对象的 1933 年《证券法》只规定了适用于评级机构的专家责任。1934 年《证券交易法》是评级监管中最重要的文件，其从七个方面构建了监管框架，并对 SEC 授予监管权力，尤其是规则制定权，并就个别事项规定基本要点，如评级流程与方法、评级表现的披露。

美国评级机构监管制度的下层体系是 SEC 依据法律授权制定的行政规章，属于联邦法规（Code of Federal Regulation, C.F.R）体系，为基本法律的实施作了具体的操作性规定。SEC 的七条证券交易法实施细则从操作性角度，围绕着 1934 年《证券交易法》的内容作了具体要求。另外，SEC、美联储、美国保险业联盟委员及货币监理署等联邦监管机构会在自己制定的监管规则中引用 NRSROs 评级结果。

2. 美国信用评级行业改革措施及主要制度内容

一是强化评级机构治理，巩固信息披露监督。

评级机构治理方面，评级机构需建立相互制衡的组织架构和完善的内控机制。具体而言，信用评级机构的董事会成员中，独立董事过半数且人数不低于 2 人；设置合规检察官一职，以监督整个评级过程的独立性和可靠性；保证规章制度及科学的评级方法得到有效贯彻。

在强化信息披露方面，对披露要求和披露方式作了规范。一方面，保证评级

机构的信息渠道，废除其公平信息披露豁免权，使其可以及时获取发行方的披露信息，同时要求评级机构应及时向公众披露在评级过程中所获取的信息。另一方面，评级机构应披露自身公司状况、评级方法、评级业绩等信息，辅助投资者判断信用评级报告的可靠性。为增强披露信息的可读性并方便投资者横向比较，SEC 规定了统一的披露语言规范和格式。

二是完善信用评级问责机制，保护投资者利益。

2010 年《多德—弗兰克法案》，明确规定了信用评级机构的民事责任：废除了之前信用评级机构以“前瞻性报告”为由享有的诉讼豁免制度，去除了对评级报告的避风港保护，打开了投资者诉讼维权的大门，同时，降低了对信用评级欺诈提起集团诉讼的门槛，增强了投资者对评级机构诉讼维权的可行性。

另外，根据 1933 年《证券法》第 7、11 条，发行主体向 SEC 申请注册需提交注册报告书及专家意见两部分内容，其中专家意见为支持注册报告书的各类说明及相关材料，如审计报告等。出具专家意见的机构需对专家意见中的重大遗漏和误导性陈述承担法律责任。但是根据 1933 年《证券法》436（g）规则，信用评级报告可以不提交作为专家意见，因而评级机构可以规避其应承担的法律责任。《多德—弗兰克法案》废除了 436（g）规则，同时规定如果注册报告书中包含评级信息，则必须提交信用评级报告作为专家意见。信用评级机构需对其报告中的重大遗漏和不实陈述承担相应的法律责任。

三是优化评级办法，改良信用评级业务模式。

SEC 为优化评价办法，制定统一的评级标准和评级流程，便于信用评级机构保持评级报告的一致性和可靠性，提升评级报告的公信力。根据 SEC 要求，评级机构在进行评级时应通过多种渠道收集相关信息，包括投资者反映的信息及媒体报道等，以提升评级报告的全面性。在评级报告完成后，SEC 还会组织评审专家对评级机构采用的评级流程、评级方法等内容进行二次评估，判断评级结果是否具有客观性和审慎性。传统的发行人付费模式容易使评级机构因利益驱使而丧失评级的客观性。为破解评级行业受制于与发行主体利益牵扯的难题，SEC 积极探索更加合理的信用评级业务模式。

表 5-4 美国信用评级机构监管法律制度要点

事项	基本法律（1934 年《证券交易法》）		行政规章
注册申请工作	申请表须包含的信息		统一报表格式 Form NRSRO
	NRSRO 及时更新注册信息的义务； NRSRO 撤回申请的权利		首次申请、再次申请、补充材料、撤回申请；更新注册信息、年度确认、撤回注册、公开申请信息的程序规定
信息披露	评级表现	要求在注册信息中披露； 基本披露要求：跨年度、类型多元，适应付费模式特点、机构间可比	披露对象、时间、数量、格式
	评级流程与方法	要求在注册信息中披露； 基本披露要求：与评级结果公布同时、及时反映变化、基础数据及假设的格式化披露	
	ABS 信息披露	要求 ABS 发行人、承销商须公布第三方尽职调查的内容	ABS 评级相关信息依据在 NRSRO 间共享； NRSRO 公布评级结果同时附带资产回购信息
利益冲突防范	要求 NRSROs 建立防范机制；列举冲突类型		区别相对禁止和绝对禁止两类冲突，列举具体情形
	向 SEC 提交财务报告；		报告内容
	要求建立评级业务与市场业务的隔离机制； 授予 SEC 以处罚权		
	离职人员回顾审查制度内容		
	要求 NRSROs 报告特别人员变动的情况； SEC 须对该情况进行公布		
内部管理制度	内控制度	要求 NRSROs 建立相关制度； 并向 SEC 提交相关年报	业务记录的制作和保存的内容、期间、保存方式
	合规专员	规定职责内容、限定行为范围； 要求财务独立	
	董事会与独立董事	职责内容；人数要求； 独立性要求（财务、身份、业务）	
非公开信息使用	要求 NRSRO 建立相关制度		列举三种禁止行为
禁止有损市场秩序的行为	授权 SEC 对此类行为进行限制		列举三种禁止行为
SEC 对 NRSROs 的检查	授予 SEC 检查执行权、处罚权以及相关规则制定权；		
	检查内容；要求公布检查结果		

3. 美国信用评级机构的法律责任

金融危机前，信用评级机构不需要对其言论承担法律责任。在金融危机后，美国逐步强化了责任追究机制，摒弃了以往认为信用评级仅仅是“观点”的看法，制定了针对信用评级机构违反监管规定的处罚措施，追究其过失责任。

《多德-弗兰克法案》从三个方面强化责任追究机制，一是明确评级机构“专家”地位，如有评级或相关言论不实或误导、评级调研中蓄意失职等行为的要承担相应民事责任。二是赋予美国证监会对评级机构进行反欺诈调查权力，可对评级机构实施罚款、暂停或撤销其注册资格等处罚，并将处罚范围从机构扩展至个人和评级机构管理层。三是允许投资者起诉评级机构，评级机构引用宪法第一修正案无效。

（三）美国中介机构替代性补偿模式探索^[32]

2010年7月21日，时任美国总统奥巴马签署《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》，其中针对信用评级机构组织和管理提出了改进要求。该法案要求美国联邦审计署（United States Government Accountability Office, GAO）研究信用评级机构的替代性补偿模式。2012年1月，GAO列举了七种替代性模式，整理了SEC收到的市场参与者对各模式的征求意见，并采访了SEC内部员工和模式设计者，最终形成了对七种替代性模式的研究报告。需要注意的是，替代性模式目前没有得到实施。

替代性补偿模式的主要目的是解决传统发行人付费模式带来的发行人与投资者利益冲突问题，并提高信用评级的质量。对一项替代性补偿模式的评估有下列关注点：

表 5-5 替代性补偿模式评估体系

因素	描述
独立性	替代性补偿模式可以缓解支付评级的实体与信用评级机构之间固有的利益冲

[32] SEC. 2012. Report to Congress on Assigned Credit Ratings (As Required by Section 939F of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act).
GAO. 2012. Credit Rating Agencies (Alternative Compensation Models for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations).

	突。 关键问题包括：替代性补偿模式中是否存在哪些潜在的利益冲突，并且需要采取哪些控制措施（如果有）来减轻这些冲突？
问责制	替代性补偿模式可以提高信用评级机构对评级准确性和及时性的责任。 关键问题包括：替代性补偿模式如何为信用评级机构创造经济激励机制，以在发行期间提供高质量评级？如何评估信用评级机构的绩效以及由谁评估？
竞争性	替代性补偿模式在多大程度上创造了信用评级机构通过以具有竞争力的价格提供更高质量的评级来争夺客户的环境。 关键问题包括：替代性补偿模式在多大程度上鼓励信用评级机构围绕评级质量、评级费用和产品创新展开竞争？在多大程度上赋予信用评级机构在规模、资源和专业性方面的灵活性？
透明度	替代性补偿模式的可访问性、可用性和清晰度，以及有关模式的信息向市场参与者的传播。 关键问题包括：确定收费标准、补偿信用评级机构的流程和程序的透明度如何？信用评级机构将如何获得评级业务？
可行性	可以在证券市场中实施替代性补偿模式的简便性。 关键问题包括：实施替代性补偿模式的成本是多少，谁来承担？谁来管理替代性补偿模式？要实现它，需要什么基础结构？
接受度	证券市场对替代性补偿模式的接受度。 关键问题包括：市场参与者在选择信用评级机构、评估评级质量以及确定补偿中起什么作用？
监管	对替代性补偿模式进行评估以确保其能够按预期工作。 关键问题包括：该替代性补偿模式是否提供独立的内部控制功能？替代性补偿模式提供了哪些外部监督以确保其按预期工作？

1. 随机选择模式（Random Selection Model）

评级委员会随机选择评级机构，对新发行债券进行评级。评级委员会可以是非营利组织，也可以是类似于 SEC 的政府机构，也可以是公私合营公司，并由评级委员会制定行业准入标准。所有发行人或保荐人向评级委员会提出评级申请，评级委员会随机指派相应类别的评级机构进行评级。随机指派过程中，评级委员会仅向评级机构传达获指派机会与发行人的基本信息（不提供发行人名称）。待评级机构确定接受评级业务，评级委员会将向评级机构提供发行人详细信息。

发行人将评级费用（包括支付给评级委员会的费用以覆盖其运营成本）支付给评级委员会。评级委员会根据发行种类对评级费用进行分配，并向评级机构支付。

表 5-6 对随机选择模式的评价

因素	描述
竞争性	对评级质量形成反向激励 信用评级机构获取业务与否不与任何专业性的指标或能力挂钩，对评级质量形

成反向激励。

2. 投资者所有信用评级机构模式 (Investor-Owned Credit Rating Agency Model)

由经验丰富的投资者创建并运营信用评级公司。发行人必须获得两项评级，一项由投资者所有信用评级机构产生，另一项由投资者自主选择的信用评级机构产生，并且，在获得投资者所有的评级机构的书面通知（确认发行人已向其支付评级费用并由其提供评级服务）前，其他评级机构不能公开发布评级。

在加入以上的投资者组织之前，投资者（机构投资者）需要证明其具备“丰富的经验（Highly Sophisticated）”，即管理资产规模达到数十亿美元、并能准确代表买方的投资兴趣。投资者（对信用评级机构具有所有权的）对信用评级机构拥有多数投票权和运营管理权，并可以自主决定营利性/非营利性。信用评级费用将由市场定价，评级结果对公众免费提供。

表 5-7 对投资者所有信用评级机构模式的评价

因素	描述
独立性	<p>引入了新的利益冲突，评级结果可能出现有失公允的情况 投资者所有的信用评级机构可能由于承受了来自投资者的压力（投资者为了获得高于实际的风险补偿）而倾向于给出过低评级；相反的情况发生在存续期，投资者账面持有某项债券，为了避免出现资产减值，使得投资者所有的信用评级机构承受来自投资者希望其给出过高评级的压力。</p>
可行性	<p>评级所需资源不足 投资者所有信用评级机构模式要求投资者所有的评级机构对所有债券进行评级，事实上没有一家评级机构具备足够的资源实现信用评级的全覆盖，这在债券市场几乎是不可能实现的。</p> <p>投资者难以达成一致性合作 现实中投资者对于研究服务的支付意愿不强，搭便车现象严重，投资者内部存在利益冲突，投资者所有信用评级机构模式需要投资者内部达成一致性合作，难度较大。</p>

3. 独立模式 (Stand-Alone Model)

独立模式下信用评级机构不收取发行人费用，而是通过在一级市场发行环节和二级市场交易环节收取交易费用进行补偿。发行人或二级市场卖方将支付部分费用，同时购买证券的投资者（在一级市场或二级市场）将支付另一部分费用。

信用评级机构将根据这些交易费用在证券的存续期内获得补偿，此外，评级结果对公众免费提供。

独立模式下信用评级机构可以与被评级的公司进行互动并提供咨询，但不能收取咨询费用。

表 5-8 对独立模式的评价

因素	描述
独立性	在本质上没有打破发行人与信用评级机构之间的利益链条 独立模式下，发行人自主选择评级机构，并支付一部分评级费用，使得发行人对于评级机构仍有一定影响力；甚至，独立模式下投资者支付的费用根据二级市场交易确定，使得投资者对于评级机构没有太多实质性的影响力。
可行性	对现有系统的功能、运行和管理增加了难度 评级费用的归集和拨付依赖于二级市场交易系统，在功能实现、运行和管理方面增加了难度。
接受度	费用分配方式影响一、二级市场公平 某些证券的二级市场交易量较低，只能借助于交易环节费用率提高或者一级市场支付费用提高，否则无法有效补偿评级机构的费用，影响不同情况下发行人和投资者对于该模式的接受度。
竞争性	费用分配方式无法反映评级质量，从而不能对信用评级机构的评级质量产生正向激励

4. 指定信用评级机构模式（Designation Model）

所有信用评级机构可以自由选择对新发行的债券进行评级，而债券持有人有权对评级费用的拨付进行指定。当发行人将债券推向市场时，必须向所有感兴趣的信用评级机构提供信息，并向第三方管理机构支付评级费用。在发行阶段购买债券的投资者将根据其对评级基础研究的看法，分别指定一个或几个信用评级机构对债券进行评级。第三方管理机构将按照投资者的指定情况拨付评级费用。进行初始发行评级后，发行人将继续向第三方管理机构支付存续期评级费用，最后一笔评级费用将随证券到期一起支付。评级结果对公众免费提供，而基础研究将分发给证券持有人，并分发给潜在的证券持有人（由相关信用评级机构酌情决定）。

表 5-9 对指定信用评级机构模式的评价

因素	描述
独立性	可能引发新的利益冲突 信用评级机构可能为了获取评级资格而通过给出过低评级以迎合投资者。
可行性	可能导致信用评级机构无法获得应有的评级费用 信用评级机构先于指派进行评级，有可能导致部分评级机构尽管提供了评级服

	务，但因投资者不指派而无法获得评级费用补偿，带来评级质量的反向激励；此外，该模式下评级服务效率不高，可能同时有多家评级机构获得投资者指派，而摊薄单个机构的费用收入。
--	--

5. 用户付费模式 (User-Pays Model)

所有使用评级服务的用户都将与信用评级机构签订合同并支付评级费用。该模式的“用户”为在经审计的财务报告中包含受相关评级的证券的任何实体。用户须在相关资产或负债涉及经评级证券的每个期间支付相应的评级费用。

用户付费模式需要外部审计和公司审计监督委员会的密切合作。用户须向审计师证明其已为相关评级服务支付费用，除非审计师对信用评级机构得到的付款感到满意，否则将不会发表审计意见。

表 5-10 对用户付费模式的评价

因素	描述
独立性	评级结果可能受到用户意愿的影响
可行性	为了确定评级服务的“用户”身份，引入了复杂的审计机制 确定“用户”身份难度较大，尤其是涉及底层资产、衍生品等情况时，依靠财务报告资产和负债项目审计而确定几乎无法实现。 将付费环节独立于投资交易环节，引入了更复杂的支付方式 单一投资者可能持有多种债券，在用户付费模式下，投资者需要分别于每只债券的信用评级机构签订合同，并以资产负债端的持有量为依据进行费用支付，过于复杂，实现成本高昂。

6. 替代用户付费模式 (Alternative Users-Pays Model)

替代用户付费模式在债券发行之前集中债权人资源确保完成评级。政府机构或独立委员会将管理由债券投资者提供资金的评级用户费用系统 (user-fee system)，该系统将为信用评级机构的竞争性招标过程提供资金。在债券发行前，该机构或委员会将征求评级，并通过用户费用来支付评级费用和相关的管理费用。模式建议依照债券发行规模的一定比例来一次性收取用户费用。

信用评级机构有权对评级进行竞标，由上述机构或委员会评估投标并最终选择中标机构。

表 5-11 对替代用户付费模式的评价

因素	描述
----	----

可行性	<p>对政府机构或独立委员会提出了较高的要求</p> <p>替代用户付费模式需要政府机构或独立委员会在评级机构选择过程中起决定性作用，对选择标准、透明度等提出了较高的要求。</p> <p>向用户收费的标准不明及用户的支付意愿较难保证</p>
-----	--

7. 发行人和投资者双重付费模式（Issuer and Investor-Pays Model）

在发行人和投资者双重付费模式下，最初，所有信用评级机构将被放置在连续的队列中，当代表某家机构的编号被轮到时，该机构获得评级业务（获得评级业务的评级机构可以根据能力和意愿选择放弃）。在此基础上，未来的评级业务分配将根据信用评级机构的业绩，表现优异的机构将获得更多业务。为确保公平和严格，每项债券评级将至少分配两个信用评级机构进行评级。

评级费用向债券发行人和二级市场投资者双方收取、存入专门的基金，并定期确定和重置。定期审查将考虑首次发行和二级市场交易的历史和预计交易量，以确定可以使评级业务吸引和保留合格机构的费用。通过美国评级基金支付的所有评级和相关研究报告将免费向公众开放。

表 5-12 对发行人和投资者双重付费模式的评价

因素	描述
可行性	没有明确二级市场投资者付费制度，在可行性方面存在疑问

四、投资者保护机制

针对我国债券市场，尤其是银行间债券市场投资者保护机制的薄弱环节，有必要借鉴相关国际经验。本节首先以美国为例，概述其信息披露方面投资者保护机制及其特点，随后就国际上比较有代表性的几类投资者保护制度进行介绍。

（一）美国投资者保护体系概览

美国现行债券市场信息披露制度的显著特征是以法律为后盾，以政府监管为主导，同时充分发挥自律监管组织和市场中介机构的作用。该制度体系有五个层次：第一个层次是发行人需构建有利于有效信息披露的公司治理结构。第二个层次是债券市场中介机构需对发行人的信息披露进行监督，其中涉及为发行人提供独立专业意见的会计师事务所、律师事务所以及评级机构等。第三个层次是自律组织对信息披露的自律管理。证券交易所和美国金融业监管服务局（FINRA）对

上市公司与在 OTC 市场交易的公司进行信息披露的一线监督。第四个层次是 SEC 的监管。SEC 监督发行人、中介机构和自律组织的信息披露行为，并对违反 SEC 信息披露规章的行为课以行政处罚，对于涉嫌违法者则协助联邦法庭进行惩处。第五个层次是司法监管，即通过一系列证券法律规范信息披露行为。违反信息披露法律规范的行为可能导致刑事责任或民事责任。

上述五个层次的体系中，第三层次自律管理、第四层 SEC 监管和第五层次司法监管实际上就是投资者保护的内容。从具体内容来看，可概括出以下几个方面的特点。

一是**证券欺诈和虚假陈述的刑事处罚较严厉**。美国法律通过严厉的刑事措施打击各种损害投资者权益的行为。如《1934 年证券交易法》规定，如存在重大信息作虚假陈述，相关主体可被判处最高 10 年的有期徒刑。安然事件直接导致了《萨班斯-奥克斯利法案》的产生，该法案强化了上市公司高管对财务报告的责任，公司高管须对财务报告的真实性的负责。该法案规定，财务报表被证实存在违规不实之处，上市公司的首席执行官、首席财务官将按证券欺诈罪最高可判处 25 年刑期。对犯有证券欺诈罪的个人和公司的罚金最高分别可达 500 万美元和 2500 万美元。执行证券发行的会计师事务所如涉及信息造假，将予以罚款或判处 20 年入狱的处罚。

表 5-13 美国部分监管法案及处罚措施

法案	监管项目	监管对象	惩罚措施
证券交易法	证券欺诈	发行人（个人）	最高 500 万美元罚款，20 年有期徒刑，或并罚；暂停证券生效、撤销注册等
		发行人（公司）	最高 2500 万美元罚款；暂停证券生效，撤销注册等
	不按时披露信息	发行人	推迟披露每一天处 100 美元罚款；暂停证券生效，撤销注册等
《萨班斯-奥克斯利法案》	证券欺诈	会计审计机构	最高 1500 万美元罚款，撤销注册资格，暂停从业等
		会计师	最高 75 万美元罚款，撤销注册资格，暂停从业等
		发行公司官员	最高 500 万美元罚款，20 年监禁，或并罚
《信用评级机	评级信息不真实	评级机构	罚款、撤销注册等

二是对中介机构监管框架清晰、责任明确。其一，在对注册会计师的监管方面，2002年《萨班斯—奥克斯利法案》确立了美国会计职业界的双层监管架构，即成立“公众公司会计监督委员会”（PCAOB）负责证券市场审计业务监管^[33]，SEC对PCAOB进行监管。若会计师事务所违反了法律法规中有关会计师责任的要求，则要承担行政和法律责任。从行政责任来看，PCAOB可以进行谴责、吊销会计师资格，对违规行为处以民事罚款等。从法律责任来看，会计师应对公司信息披露承担连带责任，除非被告能够举证其已经尽到了勤勉尽职和合理调查的责任。其二，在对律师的监管方面，《萨班斯—奥克斯利法案》赋予SEC对证券业律师进行监管的权力。律师负有“梯式报告”的义务^[34]。与注册会计师相比，对律师的责任要求相对较弱。“梯式报告”只是向公司管理层逐级报告，且没有明确规定不履行“梯式报告”的律师所应承担的法律责任。其三，在对信用评级机构的监管方面，2006年颁布的《信用评级机构改革法案》明确了SEC对“国家认可统计评级机构”（NRSRO）进行监管的权力，要求NRSRO必须向SEC申请注册并接受SEC持续监管。《多德—弗兰克法案》要求SEC建立信用评级办公室，专司对信用评级机构的监管，包括为资产证券化发行人指派评级机构、对信用评级机构进行年度评估、对出具不当评级结果的评级机构注销评级资质等。金融危机后，逐步强化了评级机构的“专家”责任，SEC有权暂停或吊销评级机构的NRSRO登记，有权对评级机构进行反欺诈调查、对评级机构实施罚款和撤销注册等，司法实践中允许投资者起诉评级机构。

三是SEC兼具制定规则、行政和准司法权限。其一，SEC根据《1933年证券法》《1934年证券交易法》《萨班斯—奥克斯利法案》^[35]的原则性规定，SEC制定公开发行和私募发行证券的信息披露详细规则，如S-K规则、S-X规则、D条

[33] PCAOB负责制定审计准则，以及对从事债券市场审计业务的会计师事务所进行登记、检查、调查和处罚。

[34] 梯式报告义务即律师应当将公司不当行为的证据报告给公司的首席律师和首席执行官，若首席律师或高级职员未对该证据予以适当回应，律师应将该违法之证据继续呈报给发行人董事会的审计委员会、董事会的其他委员会或董事会本身，如果律师对客户采取的矫正措施不满意，就应中止业务，并要向SEC报告

[35] 《1933年证券法》约束核心是发行信息披露，《1934年证券交易法》约束核心是持续信息披露，在重大事项信息披露方面的核心法律是《萨班斯—奥克斯利法案》。

例、144A 条例等。此外，SEC 还承担注册审核的职能，这一点在之前章节已有详细论述。**其二**，SEC 可对信息披露违规行为进行调查、裁定和惩处。当 SEC 就违反信息披露法规的行为展开调查时，SEC 可以发出传票，要求美国境内任何证人到任何指定地点作证或提供有关文件。如果当事人拒绝执行传票，SEC 可申请法院强制执行或对当事人处以监禁、罚款等惩罚。SEC 经过调查后，可以通过三种程序处理案件：第一种是案件移送程序。如被调查者涉嫌犯罪，会将调查结果及证据移送司法部长，由其决定是否启动刑事诉讼程序。第二种是民事救济程序。如果被调查者违反了联邦证券法但尚未构成犯罪，SEC 可能作为民事诉讼原告，向法院申请追究被调查者民事法律责任。第三种是行政制裁程序，如禁止违法者进入证券市场、禁止有价证券继续上市交易、对相关从业机构和人员进行纪律处分、对违反法律法规的人处以罚款等。**其三**，如前所述，SEC 对证券市场和各类中介机构履行监管职能。

四是投资者赔偿机制综合全面，民事和行政诉讼、行政和解、赔偿基金制度较为完善。**其一**，有权对违法行为人提起诉讼的主体既可以是投资者个人或集团，也可以是作为证券监管机构的 SEC。SEC 可依法行使职权，对违法行为人开展正当程序调查，掌握违法行为人实施的且不易为投资者察觉、难以收集证据的事实，同时消除投资者提起赔偿诉讼时面临的举证困难和诉讼成本过高等问题，提高其在诉讼中获胜的可能或迫使行为人主动提出和解并“吐出”违法所得，缴纳民事罚金。**其二**，由 SEC 对证券违法行为人提起诉讼，保护投资者合法权益的制度设计与公平基金相辅相成。被告行为人根据诉讼判决应支付的或者在和解协议中承诺支付的违法所得与民事罚金可通过公平基金返还给投资者以弥补其遭受的投资损失。**其三**，救济手段比较灵活，较多采用庭外和解的方式。根据美国《行政争议替代解决法》《美国 SEC 行为规范》等有关规定，无论是在进入正式的民事诉讼或行政审裁程序前的调查阶段，还是调查完毕以后的诉讼/审裁阶段，相对方都可以提请和 SEC 进行和解。在美国联邦证券集体诉讼案件中，许多案件都会在庭审前和解，或者在起诉阶段被驳回起诉，还有大量案件在诉讼或审裁进行的过程中和解，只有少数案件会真正进入庭审阶段。

（二）境外投资者保护机制实践

投资者保护制度内容繁多，本节仅选取发达国家较具代表性的几项投资者保护实践进行介绍。其中，投资者保护基金是发达国家较为常见的保护机制，大部分是由金融同业机构缴纳会费作为资金来源，用于防范金融机构倒闭等风险，少数也可用于赔偿由于金融机构过失对投资者造成的损失；投资者赔偿基金是以行政罚没款和罚款赔偿投资者损失的制度安排；集体诉讼机制是保障中小投资者利益的诉讼机制；SEC 的举报机制则是对合格举报者的一种激励制度。

1. 投资者保护基金制度

投资者保护基金是指一种在上市公司、证券公司出现支付危机、面临破产或倒闭清算时，由基金直接向危机或破产机构的相关投资者赔偿部分或全部损失的保障机制。

投资者保护基金制度起源于上世纪 60 年代末，加拿大最先于 1969 年建立了加拿大投资者保护基金，旨在保护投资者减少因相关证券经营机构破产而招致的损失。紧随其后，美国在 1970 年就颁布了保护基金专门性立法——《证券投资者保护法》，对证券投资者保护做了明确的规定，并成立了证券投资者保护公司。80 年代后期，英国、澳大利亚、中国香港等国家和地区陆续建立了类似的制度安排。

从立法来看，境外对证券投资者保护基金立法分为单独立法和综合立法两大类。单独立法的代表有美国 1970 年《联邦证券投资者保护法》、爱尔兰 1998 年《证券投资者保护法》等，综合立法的代表有澳大利亚 1987 年《国家担保基金法》、德国《1998 年存款保护和投资者赔偿法》等。

从监管来看，共有四种模式。一是由证券监管当局认可并监管，如美国受 SEC 监管，英国受 FCA 和 PRA 直接监管^[36]；二是由自律组织行业协会监管，如日本；三是由交易所运作并监管，如澳大利亚和中国香港；四是由多家机构共同监管，如加拿大。

[36] FSCS 董事会由金融行为管理局 (Financial Conduct Authority, FCA) 和审慎管理局 (Prudential Regulation Authority, PRA) 任命，以确保其独立于监管机构运作，FSCS 主席的任命需要得到财政部 (Treasury) 的批准。

从资金来源看,投资者保护基金一般强制要求经营机构成为基金会员,定期缴纳会费。各国投资者保护基金的资金来源不一,其他的资金来源还包括基金本身的投资收益、向政府或银行等金融机构的借款、违规会员中介机构的罚金和官方拨款等。

从赔偿的范围来看,大多数投资者保护基金的赔偿范围仅限于金融中介机构破产时对投资者造成的损失,但也有部分国家的投资者保护基金对由于金融中介机构的过失而导致的损失赔偿一定比例,如英国。

从赔偿的对象来看,这类基金一般只针对中小投资者,机构投资者无权在此安排下提出索赔。从赔偿金额来看,赔偿限额根据各国情况具体规定,部分国家有赔偿比例的限制。

表 5-14 部分国家和地区投资者保护基金的法律依据和组织形式

国家或地区	名称	法律依据	监管主体	会员组成
加拿大	加拿大投资者保护基金 (CIPF)	加拿大尚未颁布专门针对投资者保护方面的法律,因此 CIPF 的操作主要遵循加拿大破产清算法及其他事宜的法律	多伦多股票交易所、蒙特利尔交易所、加拿大风险交易所和加拿大投资经纪商协会共同监管	自律组织 (SROs 的会员) 自愿加入
美国	证券投资者保护公司 (SIPC)	1970 年《证券投资者保护法》	证券交易委员会 (SEC)	所有符合美国 1934 年《证券交易法》第 15 (b) 条的证券经纪商和自营商
香港	香港交易所赔偿基金	1974 年《证券条例》第 10 条	香港证监会	所有持牌的中介人及认可金融机构,包括交易所参与者及非交易所参与者
英国	金融服务赔偿计划 (FSCS)	2000 年《金融服务和市场法》	金融行为管理局 (FCA)、审慎管理局 (PRA)、财政部 (Treasury)	开展法律规定投资业务的所有公司
澳大利亚	证券交易担保公司 (SEGC)	1987 年《国家担保基金法》	证券交易所	澳大利亚交易所的市场参与者
欧盟	投资者赔偿计划	1997 年《投资者赔偿计划指引》	由各国自行决定	所有提供投资服务的投资公司和信贷机构

德国	证券交易赔偿基金 (EdW)	1998 年《存款保护和投资者赔偿法案》	联邦银行	从事投资、经纪、资产管理、自营和承销等业务的非存款信用机构
爱尔兰	投资者赔偿公司 (ICCL)	1998 年《投资者赔偿法》	金融服务局	基金 A 的会员为信贷机构; 基金 B 的会员为业务受到限制的投资公司、提供投资服务的保险中介人
日本	证券投资者保护基金	1998 年《证券交易法》	证券经纪商 (JSDA)	证券公司 (包括外国证券公司在日本的分公司)
印度	投资者教育保护基金 (IEPF)	1956 年《公司法》 1999 年修改《公司法》 2001 年《投资者教育及保护法规》	印度储备银行和印度证券交易所共同监管	自愿加入, 单机构必须成立 2 年后才有资格申请会员
台湾	证券投资人保护基金	2002 年《证券投资人及期货交易人保护法》	证券暨期货管理委员会	成立之初由台湾证券交易所、台北市证券商同业公会、复华证券金融公司、台湾证券集保公司、台湾证券暨期货市场发展基金会、高雄市证券商同业公会等共 10 家相关证券机构组成

资料来源: 刘洁. 海外投资者保护基金制度及借鉴[J]. 证券市场导报, 2005(08):10-18.

2. 投资者赔偿基金制度

证券投资者赔偿基金制度, 是指由专门的证券监管机构, 利用行政处罚或者其他收入来源, 为证券市场违法行为侵害的投资主体设立专项的赔偿基金, 当实际违法侵害发生时, 通过该项基金进行损害赔偿的制度。

投资者赔偿基金制度与投资者保护基金制度的区别在于: 一是前者属于事后补偿措施, 带有社会救济性, 而后者体现行业互保性质; 二是前者赔付事由主要是投资者由于受到投资对象的上市公司或相关公司主体的隐瞒、欺诈、关联交易等违法违规操作而蒙受经济损失而进行的经济赔偿, 后者则主要是针对中介机构撤销、破产等情况; 三是前者资金来源于证券市场上违规操作主体的罚没款和罚款^[37], 后者资金主要来源于会费。

从具体操作来看, 通过设立专项赔偿基金, 当特定赔偿事由发生时, 如因上市公司的虚假陈述及信息披露、股价操纵或关联性交易等行为而造成经济损失

[37] 罚没款是对上市公司违法操作行为所获得的经济利益的一种全数收缴, 而罚款则是从经济上对其不当行为所产生的恶劣影响进行的惩戒。

时，投资者可以作为救济对象，获得自己应该得到的经济赔偿。投资者赔偿基金制度是通过证券监管机构的行政执法权来执行的，从而避免了证券纠纷中可能遭遇的复杂的司法诉讼程序，属于典型的非诉讼纠纷解决方式。在证券投资者赔偿基金制度方面，国际公认比较成功的模式是美国的公平基金和加拿大魁北克省的金融服务赔偿基金。

早在 1966 年，美国联邦第二巡回法院即以案例的形式明确了由违法行为人“吐出”违法所得并将其分配给受害投资者的规则。2002 年，《萨班斯-奥克斯利法案》第 308 节创立了公平基金。根据该法案，在 SEC 依照证券法第 3 条(a)(47)规定提起的任何行政或其他法律诉讼中，如果法院判令违法行为人返还其违法所得，或该主体在诉讼和解协议中同意交出违法所得，并且 SEC 根据该法主张行为人为人缴纳民事罚金，那么经 SEC 提议或法院酌情决定，可以将该部分资金注入到公平基金中，并分配给遭受损害的投资者。为有效地管理基金并向投资者公平分配，SEC 又于 2006 年专门制定了《公平基金与吐脏计划及实践规则》。

公平基金建立在“没收违法所得”制度之上，其资金来源包括违法所得、民事罚金以及行政和解罚金。其中的违法所得和民事罚金类似于我国的行政罚没款。公平基金采取“一案一设”的临时基金形式对投资者进行补偿，未分配部分则上缴国库。公平基金赔偿的流程是，美国证券交易委员会执法部收到行政相对人上缴罚没款后 60 日内提交分配计划建议，规定受偿投资者范围、公告、申请等事项，SEC 在其网站公开征求意见 30 日后，发布命令批准、修改或否决该计划。

3. 集体诉讼机制

在美国，民事诉讼主要是采取集团诉讼的形式。集团诉讼由专业的诉讼律师牵头召集、全程包揽。投资者除签署全权委托代理协议外，在整个案件进行过程中几乎无须参与。在这种制度下，对律师的高额胜诉酬金制度安排是集团诉讼的真正推动力，证券业律师往往会主动寻找合适的集团诉讼案件，发动集团诉讼。在投资者高度分散的情况下，这是保证证券市场繁荣发展的一项重要制度。集团诉讼制度通过明示退出、默示授权的代表机制，将当事人拟制为一个集团，使判

决效力及于每一个集团成员。

在德国，则采用示范诉讼的形式。州法院将群体性诉讼中的共通事实或法律问题提炼出来作为示范诉讼移交给上级法院，并经由另行选定示范诉讼原告，让上级法院得以在一种新的两造诉讼框架内，以中间程序的方式对共通性问题统一审理，再以该示范诉讼结果作为所有个案审理的基础。

在我国台湾地区，采用团体诉讼的方式。团体诉讼制度通过赋予某些团体以诉讼主体资格，使其可以代表团体成员提起、参加诉讼，从而化零为整地将群体诉讼变为团体统一提起的单独诉讼。

4. SEC 举报人机制

早在 1934 年美国颁布的《证券交易法》中，就已对“举报奖励”进行了一定的阐述。1988 年发布的《禁止内幕交易与证券欺诈执行法》更是明确规定，向内部交易举报者提供内幕交易所得的 10% 作为举报奖金。这也是最早的根据证券业内的违法欺诈行为设立的“举报奖励”制度。

2010 年，为了回应金融“去管制化”的批评，奥巴马政府通过了《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》。其中的一项举措是在 2002 年《萨班斯-奥克斯利法案》基础上进一步加强对举报人的保护机制，从而诞生了 SEC 的举报人机制（Whistleblower Program）。2011 年 5 月 25 日，SEC 通过了举报人机制的最终规则，引入了向合格举报者提供罚没所得的激励机制。根据该计划，合格的举报人有权获得 SEC 对被控企业或个人所征罚金 30% 的奖励。

根据该项目 2018 年向国会报告的情况^[38]，自举报人机制启动以来，SEC 已向 59 位个人颁发了超过 3.26 亿美元的奖金。仅在 2018 财年，SEC 就向 13 名个人提供了超过 1.68 亿美元的举报人奖励，该金额超过了以往所有年度的奖励总额。此外，SEC 在 2018 财年发出了有史以来最大的两个举报人奖项，在一项举报中，三个人共同分享了总计 8300 万美元的奖励；另一项举报中，两个人共同分享了近 5400 万美元的奖励。

[38] 2018 Whistleblower Program Annual Report to Congress, SEC, 2018.

第六章 上海自贸试验区债券业务制度创新的几点设想

对标国际惯例，构建以投资者风险自担为前提、以发行人信息披露为核心、以中介机构尽职履责为基础、以市场自律管理为保障的市场化债券发行机制是债券市场下一步改革创新的重要方向。本报告在第四章从“立法和监管架构”、“发行和信息披露”、“中介机构管理”、“投资者保护制度”四条主线展开，分析了我国债券市场的发展现状，并对不足及存在的问题进行了分析归纳，以此为起点，在第五章对美国、英国、日本等经济体债券市场制度建设经验进行了比较研究，并在本章提出在上海自贸试验区及新片区对相关制度改革创新先行先试的思考。

对于构建债券市场化制度，四条主线各有侧重并有一定的先后及主次关系，并在内在逻辑上互有联系，形成较为完整的制度框架体系：第一，法制化、规范化的立法和监管制度体系是保障债券市场化制度得以运行落实的基石；第二，标准化、多层次的信息披露机制是试行债券备案制发行制度的核心；第三，独立、中立的中介机构运行机制是保证信息披露有效的前提；第四，完备、有序的投资者保护体系是落实投资者风险自担的保证。

一、立法和监管架构：完善债券市场监管机制与行业自律

法制化、规范化的立法和监管制度体系是保障债券市场化制度得以运行落实的基石，针对目前我国债券市场存在的法律法规系统性不高、监管统筹协调薄弱等问题，建议对标国际惯例，在新片区探索在立法层面构建债券市场业务规则体系，在监管层面构建监管机构协调、自律组织协同的监管体系，具体建议如下：

（一）构建法治化、市场化债券业务规则体系

一是全面梳理债券市场法律法规体系，在自贸区试行统一的债券业务规则。当前境内债券市场业务规则方面存在不统一的情形。其一，银行间债券市场和交易所债券市场规则不统一。上海自贸区债券因在中国境内发行，适用中国在岸的法律、监管和结算体系。目前在我国国家层面，债券市场相关的法律法规有《中

国人民共和国证券法》(2005年)、《中华人民共和国公司法》(2005年)、《中华人民共和国物权法》(2003年)、《中华人民共和国担保法》(1995年)、《中华人民共和国国库券条例》(1992年)、《企业债券管理条例》(1993年)。《证券法》作为以证监会为主导的法律,并未涵盖全部的债券市场,对于占据债券市场较大部分的银行间债券市场并未涉及。而自贸区债券业务目前存在较大的法律空白,对于自贸区债券发行人或将涉及的税收制度、法律适用、会计互认、信息披露、债券违约等诸多细节,亦没有相关法律法规予以明确。自贸试验区债券业务的成熟度和活跃度也远未达到银行间债券市场和交易所债券市场的水平。**其二**,同类债券的法律法规不统一。发改委监管的企业债、证监会监管的公司债以及交易商协会监管的非金融企业债务融资工具究其本质都是公司信用类债券,理应适用同一套发行、交易的规则。在自贸区试点创新债券业务,也是规则的创新,应考虑博采众长,在信息披露、违规处罚等方面全面汲取银行间债券市场和交易所债券市场各自相关法律法规的长处,建立统一的自贸区债券业务规则体系。

二是在此基础上,在自贸区给予市场主体一定的选择权。**其一**,可推动主管部门为境外投资者提供回购主协议的选择权。目前,全球回购主协议(GMRA)是国际通行的债券回购交易文本,签署该协议已成为国际市场惯例,并内化为各投资机构的内控制度与业务流程,短期内要改变是比较困难的。按照我国规定,目前机构参与银行间市场回购需签署中国银行间市场交易商协会制定发布的《中国银行间市场债券回购交易主协议(2013)》——尽管该协议核心机制向GMRA等通行协议靠拢,但因相关法律规则及适用性、中英文文本差异等因素,使得广大国际投资者对该协议的认可度较低。可考虑在新片区,为涉及跨境债券交易的机构提供选项,即可选择GMRA主协议或NAFMII回购主协议进行交易,从而逐步提升其对国内规则的认可度。**其二**,可探索提供债券业务司法仲裁的选择机会。如新片区发生证券纠纷,可允许当事人选择在上海金融法院、上海金融仲裁院进行判决或仲裁,或允许其选择境外法院或仲裁机构。此举有利于盘活自贸区存量资金,从长期来看有助于推动我国境内市场相关制度与国际接轨。

(二) 探索功能监管, 加强监管协调合作

从国际经验来看,多数发达国家债券市场国债发行由财政部及授权的自律部

门监管，其他公司、政府支持机构、金融机构债券发行及各类证券的二级市场流通均由证监部门及其授权的自律监管部门实施功能性监管。地方政府债券或市政债券则有的由财政部门监管，有的由证监部门监管，监管部门间的分工合作较清晰。制度创新是自贸区建设最重要的使命，探索符合我国国情和国际惯例的监管体系是自贸区金融改革的任务之一。上海自贸区“金改40条”中，就明确提出要“加强自贸试验区金融监管协调，探索功能监管”以功能性监管为主导，机构监管为辅，功能监管与机构监管相协调，发行与流通监管相协调、场内与场外市场监管相协调是债券市场监管的目标。在自贸区内应建立起债券市场的监管协调机制，促进各相关部门在债券市场监管方面达成更多共识，促进监管工作的分工协作、协调进行，为进一步监管改革探索道路。

（三）发挥自律组织作用，形成协同监管体系

由于债券市场的投资者主要为机构投资者，他们具有专业的内部控制和风险管理能力，债券自律组织自我管理、自我规范、自我约束，有其独特的优势。作为民间机构性质的自律组织，它的监管权力来自于所有的成员单位，其职能来自于监管部门的授权，并受相应监管部门的监管。主要负责债券交易市场的日常监管。证监会作为统一的监管机构要统筹使用监管资源，比如监管制度设计、债券发行者和债券投资者利益的保护以及债券违法违规行为的查处，把事中、事后监管作为其工作重心，维护证券市场公开、公平和公正。债券市场的组织、债券产品创新以及发行承销等日常的工作则可由自律监管组织进行监管。

从发达国家和众多新兴国家监管实践来看，自律组织作用重要，是债券市场监督管理体制的重要组成部分。以美国为例，虽然证监会是美国证券行业的最高监管机构，但是对债券市场的直接监管主要体现在非存款类机构的公司债上，对存款类机构的公司债、政府债和市政债的监管权限很小。对政府债和市政债，证监会的监管主要是通过反欺诈条款进行事后监督和追究责任，以及通过自律机构对交易主体及其交易行为进行间接监管，以担负起证券市场监管者角色。美国的FINRA、英国的国际资本市场协会、日本的证券业协会等自律组织都在债券市场监管中发挥了重要作用。

我国目前已经基本建立起债券市场的自律管理体系。与债券市场直接相关的自律组织主要包括中国银行间市场交易商协会、中国国债协会、中国证券业协会等协会组织，上交所、深交所等交易所，以及中央结算公司、中证登及上清所等托管结算机构。其中银行间市场交易商协会的自律管理功能最为全面，除了为会员提供服务，制定市场自律规则、业务规范和职业道德规范，并负责监督实施等主要职能之外，还依据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》履行银行间债券市场非金融企业债务融资工具注册及自律管理功能。办法明确规定：企业发行债务融资工具应在中国银行间市场交易商协会注册。而中国证券业协会、中国国债协会则主要集中于市场规范与自律、投资者及会员教育、提供信息公共品等三个方面职能。

在自贸区债券业务体系中，可以充分发挥债券市场行业自律组织贴近市场、灵活性强的优势，及时敏锐地应对市场的变化，在促进国际投资者交流、自律组织的国际合作、制定自贸区市场自律规则、行业标准和规范、整合自贸区市场信息资源以及投资者教育等方面有所作为。形成政府与社会共治、政府监管与自律组织监管协同的监管体系。

二、发行和信息披露机制：试点发行备案制，完善信息披露标准

国家“十三五”规划纲要明确提出，“完善债券发行注册制和金融基础设施，加快债券市场互联互通”。2019年12月《证券法》第二次修订稿提出注册制全面推行，由国务院确定实施步骤^[39]。近年来，我国债券市场各主管部门探索简化行政审批流程，在提高发行效率 and 市场化程度方面成效显著，助推了债券市场不断做大做强。但在实际操作中，行政干预因素依然存在，与真正意义上的注册制还存在差距，如地方债发行环节存在银行间、交易所的市场分割现象，交易所发行的窗口指导较为突出，债券一、二级市场价格存在一定脱节。下一步，建议对

[39] 《证券法》第二次修订稿第九条指出，“公开发行证券，必须符合法律、行政法规规定的条件，并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门注册。未经依法注册，任何单位和个人不得公开发行证券。证券发行注册制的具体范围、实施步骤，由国务院规定。”同时，修订稿强化证券发行中的信息披露。增加规定，“发行人报送的证券发行申请文件，应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息，内容应当真实、准确、完整。”根据第二条规定，目前仍只有公司债券及政府债券适用《证券法》相关规定，发改委企业债、银行间债券尚未纳入《证券法》适用范畴。公开发行的企业债、银行间债券是否会随之变更公开发行的基本条件，尚待相关部门明确。

标国际惯例,在新片区构建以投资者风险自担为前提、以发行人信息披露为核心、以中介机构尽职履责为基础、以市场自律管理为保障的债券发行和信息披露机制,具体建议如下:

(一) 试点以信息披露为核心的发行备案制

备案制是指发行人在准备发行债券时,必须将依法公开的各种资料完整、真实、准确地向债券主管机关呈报并申请备案,作形式审查,至于发行人营业性质,发行人财力、素质及发展前景,发行数量与价格等实质条件均不作为发行审核要件,不做出价值判断。申报文件提交后,经过法定期间,主管机关若无异议,申请即自动生效。形式审核(备案制)与实质审核(核准制)的区分在于审核机关是否对公司的价值做出判断,是备案制与核准制的划分标准。

债券发行备案的目的是向投资者提供据以判断债券实质要件的形式资料,以便做出投资决定,债券备案并不能成为投资者免受损失的保护伞。如果公开方式适当,债券管理机构不得以发行债券价格或其他条件不公平,或发行者提出的公司前景不尽合理等理由而拒绝备案。

备案制的特点主要表现为:一是**信息披露完整、真实且及时**。信息披露是备案制的核心,高质量的信息披露是必须的,以真实、完整、及时为主要表现。以美国债券市场实施的备案制为例,它是通过层层监督来确保上市公司信息披露的质量。第一,发行人要对其信息的真实性承担法律责任,监管部门一旦发现公司信息披露造假,所有在文件上签字的公司高管和债券中介机构责任人都要接受刑事处罚以及经济处罚。第二,中介机构也需履行监督上市公司信息真实性的要求,比如募集材料中的法律意见书需要律师签字并负责,定期报告中的财务报表真实性由备案会计师签字并负责。第三,债券监管机构需要检查发行人信息披露的如实性以及中介机构工作的称职性,不尽职的中介机构将受到处罚,以此来督促上市公司和中介机构均履行如实披露信息的责任。第四,建立行业自律组织,监督发行人以及中介机构。二是**事后控制加强**。因为备案制下的备案程序并不能够保证备案文件中陈述的事实准确性,因此备案制下,事后控制非常重要。投资者只要在投资过程中发觉发行人有虚假的陈述,就可以要求发行人提供赔偿;一旦

发现虚假陈述，将对发行人严惩不贷。三是**投资风险自负**。与核准制的不同，备案制下投资者的风险更大，对专业能力要求更高。备案制假设债券投资者为消息灵通、能够判断投资的商业利益并趋利避害的人，他们在信息充分、准确的情况下，能够做出正确的投资判断。同时，对于投资者来说，只要发行公开要素具备，则投资风险自负。

近年来，我国债券市场违约事件不断增多，短期来看，这对债券市场的整体造成了一定的负面影响：一方面导致部分债券发行人在后续发债时难度更大，增加发行人的融资成本，部分发行人可能还会推迟甚至取消债券发行；另一方面会扰乱债券市场，造成投资者经济损失，打击投资信心。但长期来讲，债券违约使得真实的信用风险公开化，打破刚性兑付，让投资者直面风险，这是债券市场走向健康发展的必然道路。在此背景下，试点实行备案制具有重要的现实意义。

一是实行债券市场备案制改革是进一步深化我国市场经济体制改革的必然要求。与发达国家相比，我国市场经济体制不完善、不健全，还存在许多问题，其一表现为资源配置效率较低，政府职能还存在部分错位现象。鉴于此，为高效发挥市场机制在资源配置中的决定性作用，必须摒弃债券发行核准制，实行债券发行备案制。推进备案制改革，是实现我国债券市场长期健康发展的需要。

二是要想实现债券市场的长期、稳定和健康发展，必须处理好政府和债券市场的关系。推行债券发行备案制，有利于厘清市场和政府的关系，避免中国债券市场的过度行政化和政策市特征，使市场机制和市场规律得以充分发挥作用。

三是债券市场的长期健康发展，有赖于加强对市场的监管，特别是要强化对市场各种违法违规行为的惩罚力度。实行债券备案制，可以使监管部门摆脱市场保护者的角色尴尬，进而成为一个超脱的市场监管者，专注于对债券发行后各环节和整个市场运行的监管，惩罚市场违法违规行为，以保证市场良好的运行秩序。推进债券发行备案制改革，是促进债券中介机构尽职尽责的重要举措。债券中介机构是债券市场正常运行的重要因素，要保证债券市场的长期健康发展，还必须强化债券中介机构的责任。推进债券发行备案制，意味着证券公司、会计师事务所、律师事务所、资产评估师事务所等所有有关的中介机构都将对债券发行过程及其合法合规性承担实质性责任，这对促进债券中介机构的尽职尽责、保证债券

市场健康发展无疑是一项重要的举措。

四是推进债券发行备案制改革，有利于培育成熟的投资者。中国债券市场的长期健康发展还有赖于投资者的成熟。推进债券发行备案制，可以让投资者明白，政府不再承担企业债券发行的审批责任，债券发行上市完全是一种企业行为和市场行为，投资盈亏的责任也将由投资者自己完全承担。

（二）推进信息披露标准化建设

从发展趋势看，债券发行从核准制向备案制转型，降低发行主体准入门槛，提高信息披露在投资者保护方面的作用，有利于提高债券市场活力，更好发挥融资功能。从投资者保护的角度出发，对不同发行主体和不同交易场所建立松紧一致、协调统一的信息披露制度，并加强对发行主体信息披露及时性和完整性的监督。对投资与交易主体涉及广大个人投资者的公开发行债券，任何与投资决策相关的信息都应向公众及时充分披露，对非公开发行债券，信息披露的内容、频率与范围可根据投资者要求确定。同时，对规定披露的信息，特别是财务信息，可设计和推广标准化的表格和文本格式，提高不同发行主体披露信息的一致性和可比性，对非财务信息应充分揭示不同发行主体的具体状况。

建议以金融功能监管为导向，统筹发展改革委、证监会、交易商协会关于债券发行的要求，对公司信用类债券建立统一的信息披露要求与格式，通过披露信息的标准化格式填报，提高不同发行主体披露信息的一致性和可比性；同时，建立详细的披露指引，突出重点性、相关性较大的事项。可以考虑建立常态化的自贸试验区债券业务工作组，研究制定自贸试验区债券业务标准，统一管理自贸区公司信用类债券，参照企业债交由第三方机构进行预审的机制，从而推动自贸试验区公司信用类债券发行管理的统一。

此外，建议参照国际投资者熟悉的信息披露机制所要求的材料和披露方式，按照发行募集说明书、认购协议、信托契约（代理协议）、法律意见书、会计师事务所的安慰函等材料进行披露；建议参考国际经验，适时推进发行披露与日常披露的统一化，允许资质较高的发行人在发行文件中援引定期报告，以规范、简化披露流程；同时，建议进一步推行中英文（或多种外文）信息披露和对外公告，

为境外发行人和投资者提供便利。

（三）建立多层次信息披露体系

需要建立与多层次债券市场相匹配的多层次债券信息披露制度。建议在投资者保护和债券发行人成本中找到平衡点，建立针对不同发行方式、不同市场的多层次信息披露制度。

建议为自贸区债券发行人及中介机构建立信用评价体系，通过与各级政府政务系统互联互通，运用大数据手段归集相关信息，建立机构及从业人员信用档案。对于评价结果较好且不存在负面信用行为的企业，在后续事中事后监管中可适当减少信息报送及检查频次，并在下一次备案发行时适当简化信息披露材料要求；对于评价结果较差且存在问题的企业，可取消备案制资格，对相关责任方进行惩戒，必要时启动与相关管理部门的联合执法。从而，在给予自贸区发债企业适当发行自由度的同时，能够在市场准入、投资者保护，以及确保信息披露完整、真实和有效等方面提供支持。

例如，可参考国际经验，建立发行人“白名单”制度，对于忠实履行披露义务、无违规发行记录且股本规模较大的发行人给予简化信息披露材料要求等优惠政策。又如，在高收益债券的私募发行中，可以豁免大多数信息披露义务以降低发行成本。对于自贸区债券，可以适当简化披露流程，以吸引境外发行人和国际投资者。

（四）自贸区试点债券发行备案制的几点设想

改革债券发行审批制度，由现行的核准制向备案制转变，可以参考美国注册制的经验，充分利用上海自贸试验区“沙箱试验”，进行风险可控、经验可复制的备案制先行先试。具体而言，以投资者风险自担为前提、以发行人信息披露为核心、以中介机构尽职履责为基础、以市场自律管理为保障，在上海自贸试验区推行真正的债券发行备案制试点，通过“对标国际、简政放权、形成合力”激活自贸区债市，使其成为服务实体、服务开放的示范区。

在自贸区债券发行备案制试点机制的设计中，具体有以下几点设想：

一是按照“沙箱试验”方式，先行先试，分步推广。考虑将备案制发行试点首先聚焦于自贸区及新片区内企业债券发行业务，待试点经验成熟，再向长三角

等地推广。

二是提高备案流程透明度，实现备案过程可预期。参考美国证券交易委员会（SEC）做法，自贸区企业向监管部门递交发行材料，同步在其网站向投资者和公众披露公开。监管部门仅对材料的完备性开展形式审查。若监管部门和公众在 25 个工作日内对发行材料无异议，则自动准予发债；对于说明书存在不足的情况，监管部门向企业发出审阅意见函，发行人反馈回复函并附上修改后的备案材料，并重新开始计算 25 个工作日的披露期限，上述过程直至监管部门认为所有投资者需要了解的信息已经完整披露。

三是提高中介机构独立性和客观性，创新中介机构管理模式。配合备案发行对材料披露的质量要求，强调中介机构独立性和客观性。发挥中央结算公司等中立金融基础设施的系统优势、数据优势，尝试在自贸区债券业务中率先推行“买方投票机制”，鼓励债券投资人参与对信用评级机构、会计师事务所、律师事务所等中介进行投票选择，并探索基于信息质量的激励补偿机制。

四是推进信息披露标准化，探索信息披露差别化。对信用债券统一信息披露要求和格式化填报，提高不同发行主体披露信息的可比性；建立规范、详细的披露指引，突出重要影响事项。同时，在建立标准化信息披露的基础上，引入发行人“白名单”制度，有序推广多层次信息披露制度，简化高质量发行人的信息披露要求。

三、中介机构管理：探索“投票选择中介机构”模式

独立、中立的中介机构运行机制是保证信息披露有效的前提，进而影响以信息披露为核心的发行备案制试点的最终落实效果。解决独立性是国内外信用评级行业的共有问题，除此之外，目前我国信用评级行业尚无上位法，并缺乏市场有效沟通，导致评级指导意义不强的局面。下一步，建议在充分吸收国际探索的前提下，从立法监管、内部控制、中介机构补偿方案设计等方面构建全面的信用评级机制，具体建议如下：

（一）加快评级机构专门监管立法

美国对评级机构进行了专门的监管立法，包括《多德——弗兰克法案》、《信

用评级机构改革法案》等国会通过的法律，还有 SEC 颁布大量具体的监管规则。在立法层面搭建了上下层统一，且较为完善的监管框架，并且形成了一套遵循“调查研究——国会出台基本法律——监管部门根据授权制定具体实施规则——根据实践进一步修改立法”的立法程序，不断在法律层面完善信用评级行业的监管依据。

相比之下，目前我国有关评级机构的立法散见于部委文件，如中国人民银行的《信用评级管理指导意见》、《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》，证监会的《证券市场资信评级业务管理暂行办法》、《资信评级机构出具证券公司债券信用评级报告准则》等，在法律层次上过低，在内容上较为分散且标准不一。在加快评级机构监管立法过程中，需要从评级机构监管和评级业务指导两个不同层面的分头展开，构建上下协调的法制框架。

(二) 确立评级机构统一监管框架

美国对评级机构实行统一监管模式，证券交易委员会是法定的监管机构。《多德——弗兰克法案》进一步在 SEC 内部设立高度独立的信用评级办公室以强化评级机构的日常监管和定期检查，并接受社会监督。我国评级机构目前是多头监管，中国人民银行负责银行间债券市场和信贷市场、借款企业、担保机构信用评级的监管，证监会负责证券市场评级业务监管，发改委负责非上市公司企业债评级的监管，保监会负责保险公司投资企业债券评级的监管。建议在立法层面确立统一的监管部门，对评级机构实行统一监管，提供统一标准的评级指导。

(三) 完善评级机构内部控制机制

《多德——弗兰克法案》在强化政府对评级机构的监管之外，同时加强了评级机构建立更完善的内部控制的要求，注重发挥董事会和合规监察员的重要性。

后期立法过程中可以考虑借鉴美国“内”、“外”结合的监管约束设计，在完善外部“管理”、“惩罚”等政府主导的监管机制外，突出市场主体内部治理结构的重要性，以指导等方式引导评级机构建立合规的内部控制体系，提高监管的立体性。

(四) 建立评级机构法律责任制度

金融危机前，美国信用评级机构不需对其言论承担法律责任，危机后以《多

德——弗兰克法案》为代表，美国开始检讨评级机构的法律特权，逐步强化了评级机构的“专家”责任，SEC 有权暂停或吊销评级机构的 NRSRO 登记，有权对评级机构进行反欺诈调查、对评级机构实施罚款和撤销注册等，司法实践中允许投资者起诉评级机构。

我国现有立法对评级机构法律责任特别是民事赔偿责任的规定过于简单，司法实践中几乎没有受评对象或投资者对评级机构提起诉讼的案例，急需建立评级机构法律责任制度。

(五) 自贸区试点中介机构选择模式的几点设想

本小节以信用评级制度为例，另两类中介机构可据此类推。

1. 保证信用评级机构中立性和独立性

信用评级机构在债券评级制度中居于核心地位，评级机构的性质对评级结果有重大影响。为了保证评级结果客观、公正、可信，信用评级机构应保持中立性和独立性。

评级机构的中立性体现为评级活动不受来自于任何方面的压力和干扰，由评级机构的独立性来保证和体现。为了保持评级业务的独立性，各评级机构应尽量避免在人员、资金方面与政府、金融当局以及与评级有利害关系的各方（发行人、承销公司、受托公司、投资者等）发生任何关系，以防止评级业务受政府、金融当局干预和利害关系各方的影响。为投资者服务是评级机构生存的最终依据和经济条件。但是由于中立性的要求，评级机构也不能对投资者有任何偏向，否则会导致评级标准过严，提高债券发行人的筹资成本。

理论上，评级机构为保持良好商誉并拓展业务，应尽力提升其服务质量，保证评级结果的可靠性和科学性。但在各国实践中，信用评级行业都或多或少陷入了利益牵扯的困境，尤其在 2008 年金融危机中，信用评级行业的公信力受到了极大的质疑，美国也在其后出台了改革方案以对评级行业加强监管，并责令监管机构对替代性补偿方案进行了研究，然而相关的替代方案并未得到市场的认可，搁置至今。

从国际评级制度的发展经验及其改革的方向来看，改变评级行业“发行人选

择、发行人付费”的模式是保持评级机构独立性，进而保证其独立性的核心。而维持透明高效的行业监管、保持合理的成本开支，形成能带动行业正向激励的补偿方案，将是落实改革方案的重要基础。

2. 现有替代性补偿模式存在的问题

根据替代性补偿模式评估的七要素，现有补偿模式最突出的矛盾集中在独立性、可行性和竞争性方面。

一是独立性。替代性补偿模式的出发点主要是切断原发行人付费模式带来的利益链，解决投资者和发行人（及与发行人关系密切的信用评级机构）的利益冲突问题，因此，独立性是评价替代模仿最重要的指标。现有替代性补偿模式通过打破原有发行人付费的模式，缓解了投资者与信用评级机构间的利益冲突，但在评级机构选择或付费过程中引入投资者因素后，出现了新的利益冲突：发行人与投资者对评级的结果主观需求不同（多数情况下相反），一旦某一方占据主动，将有可能迫使评级机构做出有利于这一方的评级结果。

二是可行性。部分替代模式对第三方管理机构及其他配套系统的要求过高，运营、管理成本较高，甚至会带来第三方管理机构的公允性问题。

三是竞争性。部分替代模式忽略了与评级质量挂钩的激励性补偿方式，信用评级机构选择环节与质量评价费用补偿环节相互独立，使得行业缺乏必要的激励机制与竞争，有可能带来负向激励。

3. “投票选择中介机构”模式设计概述

可探索由中央结算公司等基础设施牵头开展“投票选择中介机构”模式的组织和管理。例如，可利用现有中国债券信息网提供统一的信息披露平台，组织相关业务信息等披露；可利用现有债券招投标系统提供统一的投票平台，组织投票；负责投票后管理，根据投票结果委任中介机构，收集、拨付评级费用；可利用现有中债估值体系，负责评级绩效评估。

由发行人、信用债投资机构分享投票权。具体而言，在发行期，发行人与在中央结算公司登记持有信用债的投资人共享投票权，投资者投票权均等，并依据市场实情合理确认发行人投票权，双方共同投票决定中介机构；在存续期，发行人与在中央结算公司登记持有信用债的投资人共享投票权，考虑由持债规模决定

投资者投票权，并依据市场实情合理确定发行人投票权，双方共同投票。投票时间、结果公示，参照中债企业债券招标过程。为保证投资者参与投票，可考虑由发行人对参与投票的投资人拨付一定的物质激励，另设兜底条款，即投票率不达标的情况下由发行人自主决定中介机构。

评级费用由发行人向中央结算公司拨付，并由后者分两期对评级机构完成最终拨付，其中第二期拨付比例根据评级质量评估结果作相应调整，留存评级费用提存作投资者保护基金。

4. 中债金融估值中心“中债市场隐含评级-债券债项评级”创新举措

中债市场隐含评级-债券债项评级是综合市场价格信号、发行主体公开信息等因素得出的动态反映市场投资者对债券的信用评价。它是对评级公司评级的修订和补充，也是形成中债估值的重要产品。中债金融估值中心于2008年推出中债市场隐含评级-债券债项评级，目前已覆盖所有在岸人民币信用类债券，每日发布中债市场隐含评级4万余条，已成为市场信用判断的重要风向标。

与评级公司评级相比，中债市场隐含评级-债券债项评级的特点为对信用风险及时预警、填补评级公司空白、与评级公司评级互为校验以及挖掘投资机会。近年来，债券市场重大信用事件频发，中债市场隐含评级-债券债项评级的市场关注度越来越高，也成为信用风险评价的重要参考指标。另外，在IFRS9新规的预期信用损失模型中，可通过中债市场隐含评级-债券债项评级的调整判断债券信用风险是否增加，并根据估值收益率的变化，对债券存续期的信用损失予以确认。

中债市场隐含评级在评级模式创新中可以发挥重要的作用。其一，在上述“投票选择中介机构模式”中，可以利用中债市场隐含评级作为评级质量评估的标准；其二，中债市场隐含评级本身由于其中立性、独立性，是评级模式的一种重大改进，可考虑采取综合收费等模式，完善其在评级市场的进一步应用。

四、投资者保护体系：加大刑事处罚力度，完善民事赔偿制度

在自贸区新片区推行备案制，是以投资者风险自担为前提、以发行人信息披露

露为核心、以中介机构尽职履责为基础、以市场自律管理为保障的。其中，投资者风险自担需有良好的投资者保护机制作为保障。目前我国债券市场处罚力度整体偏弱，民事处罚起步较晚，投资者保护亟待丰富完善。从国际经验出发，针对我国银行间债券市场投资者保护存在的问题，具体建议如下：

（一）加大刑事和行政处罚力度，提高违规成本

一是建议加大处罚力度，起到惩戒警示作用。其一，相较于主要经济体证券市场行政处罚的力度，我国《证券法》和银行间相关规定的处罚力度较弱，可考虑突破相关处罚上限。一方面，监管部门和行业自律机构需要强化债券市场信息披露的惩罚机制，例如效仿深交所建立上市发行企业的诚信档案和信息披露考评制度、加大对信息披露主体违规的行政处罚以及完善债券市场的退出机制等，以增加发行人的信息披露违规成本，促使其改善债券信息披露质量。另一方面，需要从制度、法律上强化承销机构、会计审计机构、律师事务所等中介机构的责任，加大中介机构的违规成本，对于情节严重的中介机构负责人应当追究其法律责任。建立主承销商为主导的持续督导制度，对债券存续期间的经营情况进行督导，保证发行人合规经营，保护投资者利益。**其二**，加大对涉案个人和经营团队的处罚力度。过度加大处罚力度只会提高违规成本、不改变违规主体的主观意愿和客观条件，同时过重的处罚成本将通过资产价格损益向投资者转移，加重投资者损失。因此，加大对涉案个人和经营团队的处罚力度，一方面能够起到警示作用，同时也能控制处罚成本过度向投资者转嫁的作用。**其三**，可适当引入惩罚性赔偿。从国际经验来看，民事赔偿中不适宜引入多倍赔偿，尤其是在大陆法系国家，通常认为惩罚性赔偿制度存在道德风险，因此以填平原则为主；尽管英美法系国家在判例法中偶有多倍民事赔偿，但做法并非主流。而在刑事处罚和行政处罚中，多倍损失赔偿较为常见，我国可在现行法律规定基础上探索更具有震慑力度的处罚规定。

二是完善举报机制。与美国证券业监管制度相比，中国证券业监管制度明显还有较大的完善空间，尤其是在“有奖举报”方面，在很长一段时间都处于监管的空白。直到2014年出台的《证券期货违法违规行为举报工作暂行规定》，才对证券业内举报奖励制度予以明确的规定。但在规定中，并未对举报人的资格和程

序予以明确的解释，奖励额度也仅仅是罚没金额的1%，与美国的举报奖励额度相差甚远。与美国等发达国家相比，由于缺乏足够的物质激励和配套措施，举报人的积极性普遍不高，通过知情人举报来获取相关线索和证据的比例依然偏低，建议进一步完善相关制度建设。

（二）完善民事赔偿制度，探索多元化救济模式

一是完善受托管理人制度和债券持有人会议制度，推动完善诉讼主体制度。

[40]从诉讼主体来看，目前债券的受托管理人提起诉讼已有判例。在我国，受托管理人提起诉讼需满足两个条件，一是《募集说明书》明确约定受托管理人可以自己名义代表债券持有人提起诉讼，二是《募集说明书》明确赋予债券持有人会议通过表决的形式确定债券托管人代表债券持有人提起诉讼。在实践中，由于受托管理人制度和债券持有人会议制度在我国尚不完善，这一诉讼形式仍存在诸多不足。其一，受托管理人制度和债券持有人会议制度未覆盖全部信用券种，证监会引进了债券受托管理人和债券持有人会议两项制度，交易商协会推出并修订了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》，其他券种尚未覆盖。其二，持有人会议制度实际保护效力有待提高，只具有合同约束力，而不具备法律强制约束力。其三，利益冲突现象较为突出。我国的受托管理人往往由承销机构挂名，而承销机构又作为持有人会议召集人，造成作用有所重叠；而且由于托管的就是其承销的债券，职责难以到位。下一步，一是建议完善受托管理人制度和债券持有人会议制度相关制度建设，解决上述问题；二是建议参考美国SEC可提起民事诉讼的国际经验，考虑从司法层面允许诸如投保基金公司、证券监管机构等具有信息和专业优势的机构通过代表投资者提起民事诉讼的方式来保护投资者利益。

二是进一步完善群体性诉讼机制，推进示范判决和支持诉讼制度建设。在诉

[40]2019年12月发布的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要（征求意见稿）》提出，“债券持有人自行或共同提起诉讼。在债券持有人会议决议授权受托管理人或推选代表人代表部分债券持有人提起诉讼、申请发行人重整或破产清算的情况下，其他债券持有人另行单独或共同提起诉讼的，人民法院应当依法予以受理”“债券持有人会议以受托管理人怠于行使职责为由作出自行主张权利的有效决议后，债券持有人根据决议单独、共同或者代表其他债券持有人向人民法院提起诉讼、申请发行人重整或破产清算的，人民法院应当依法予以受理”。

讼方面，目前国内实施的代表人诉讼制度，要求权利人必须向法院进行登记后才能参加，否则未登记权利人就需在诉讼时效期间重新独立提起诉讼，由法院裁定适用对代表人诉讼的判决和裁定。这样一来，我国代表人诉讼制度使当事人诉讼成本大大提高，相当多的投资者因此放弃诉权的行使。而我国目前集体诉讼机制尚存在着争议，未有明确的法律支持。建议如下：**其一**，完善示范判决机制。今年，上海金融法院借鉴德国示范诉讼的形式，已有第一例示范判决^[41]，5月5日，针对方正科技公司虚假陈述做出一审判决，在实施日、揭露日、基准日认定，因果关系，损失认定和计算等方面给出判例，为今后进一步探索类似的群体诉讼机制打下了良好的基础。**其二**，推动支持诉讼制度建设。我国《民事诉讼法》规定，机关、社会团体、企业事业单位对损害国家、集体或者个人民事权益的行为，可以支持受损害的单位或者个人向人民法院起诉，这是我国支持诉讼制度的主要法律依据。2016年，中证中小投资者服务中心推出中小投资者权益保护的新途径——支持诉讼机制，充分吸收支持诉讼制度的合理内核，立足于自身公益机构的性质，探索构建支持投资者诉讼维权机制。截至2018年7月底，投服中心已提起10起证券支持诉讼，累计接受投资者申请973人次，诉求总金额达6000余万元。其中，10起案件均为虚假陈述类民事赔偿支持诉讼。下一步，在银行间债券市场可探索推出类似制度，建议由金融基础设施及行业协会等第三方代为提供诉讼法律援助，在自贸区进行先行先试。

三是完善债券市场投资者保护基金制度。**其一**，建议完善中国证券投资者保护基金的赔偿范围。2005年8月，中国证券投资者保护基金有限责任公司根据同年6月经国务院批准的《证券投资者保护基金管理办法》正式注册成立，投保基金公司主要职能是监测证券公司风险，并在证券公司被撤销、关闭和破产或被证监会采取行政接管、托管经营等强制性监管措施时，按照国家有关政策对债权人予以偿付。在赔付范围方面，建议借鉴国外经验，将证券公司欺诈、内幕交易、

[41] 上海金融法院的证券纠纷示范判决机制是指在处理群体性证券纠纷时，选取具有代表性的案件先行审理、先行判决，通过发挥示范案件的引领作用，妥善化解其他平行案件的纠纷解决机制。具体而言，法院在处理因证券市场虚假陈述、内幕交易、操纵市场等行为引发的民事赔偿群体性纠纷时，选取具有共通的事实争点和法律争点的代表性案件作为示范案件先行审理。在审理中重点围绕与其他平行案件共通的普遍问题展开，然后先行做出判决，统一法律适用，宣示法律规则。在判决生效后，通过示范判决所确立的事实认定和法律适用标准，引导其余平行案件以调解、和解或者简化审理的方式化解纠纷。

操作市场等违规行为造成的客户损失列入基金赔付范围,而将因市场价格变动的客户损失、因通货膨胀等宏观经济原因及不可抗力等造成的损失以及证券公司不当投资建议造成的客户损失排除在基金赔付范围以外。**其二**,建议进一步推动专项补偿基金相关职能。自投保基金公司成立至 2013 年底,积极推动落实违法责任主体先行赔付机制^[42],先后担任万福生科、海联讯和欣泰电气三单专项补偿基金管理人。三单专项补偿基金中,接受补偿的适格投资者共计 34306 人,占适格投资者总人数的 95%以上,共计支付补偿金 5.1 亿元,占赔付总金额比例的 99%以上。建议在此基础上,建立常态化补偿基金机制。**其三**,在银行间债券市场建立类似的投资者保护机制,建立中介费用递延支付制度或者纳入投资者保护基金进行专项账户管理,一旦发行人出现损害投资者利益的行为,中介机构督导不力的,可以先行扣罚预留的中介费用。从具体操作层面来看,可以在自贸区先行先试,在自贸区试点债券备案制与中介机构选择机制的基础上,建议推动各主管部门建立统一的发行人与中介机构发行保证金制,可由发行人与中介机构分别根据发行额一定比例缴纳保证金至中央结算公司保证金账户,如出现虚假陈述、欺诈发行等情况并导致投资者损失的情况,从保证金中拨付投资者补偿款的一定比例。

(三) 协调刑事行政民事关系, 加强执法司法配合

一是尝试推动投资者保护机构设立赔偿基金, 使用行政罚没款及罚款进行民事赔偿。在实践中, 行政处罚往往先于民事判决做出, 导致违法者支付高额罚款或罚金后, 出现无力支付民事赔偿的情况。用罚没款设立投资者损害补偿基金, 需推动设立国家行政罚款、刑事罚金回拨制度。目前, 我国《行政处罚法》第五十三条规定, 行政机关罚款、没收违法所得或者没收非法财物拍卖的款项应当全部上缴国库。从行政罚款上缴国库的一般立法规定来看, 用行政罚款赔偿投资者可以采取资金拨付的形式, 即同一事由的罚没款项不直接上缴国库, 而改为由有关机构代为保管并设立投资者补偿基金, 在出现民事赔偿而违法者支付能力不足

[42] 这些先行赔付案例的特点体现为, 一是先偿后追, 二是补偿与和解并重, 三是监管部门在对责任主体实施处罚时, 统筹考虑到了其是否主动消除市场负面影响的因素。

时，投资者损害补偿基金将罚没款用于民事赔偿，剩余部分再上缴国库。在我国赔偿基金的设计形式上，建议参考美国公平基金的做法，采用“一案一设”的形式，即将某一发行主体的违法操作的罚没款及罚款建立专项基金，用该项基金对该侵害行为所涉及的投资主体进行赔偿。“一案一设”的基金形式的优点在于赔偿具有明显针对性，可以降低基金的运行成本，同时资金来源更明确。目前，境内在先行赔付方面已有良好实践，可以在此基础上探索罚没款设立“一案一设”的投资者补偿基金。从赔偿基金的管理人来看，该类基金是依靠行政权力建立起来的基金制度，因此它对管理人的要求是必须具有权威性，拥有强大的行政执法力。从赔偿对象来看，可以参考国际经验将机构投资者排除在外，并借鉴我国证券投资者保护基金制度的相关规定，可以将个人的累计债权为 300 万元以下的投资者界定为证券投资者赔偿基金的赔偿对象。

二是探索逐步取消民事赔偿前置程序。关于证券民事诉讼中的行政前置程序，学界有不同的声音。支持意见认为，应当保留前置程序，若离开前置程序，投资者很难获得上市公司造假证据；反对意见认为，前置程序违反了“司法最终审查”的原则，提高了诉讼的门槛，不利于投资者的司法保护。2015 年的立案制改革一定程度上体现了取消前置程序的大方向，但目前前置程序在交易所市场仍然适用。一种意见认为，可逐步取消民事赔偿的前置程序，而在调解程序中引入行政前置程序则是有必要性的，比如防止“滥诉”现象，提高调解成功率等，同时调解不同于诉讼，增加行政前置程序并不会影响申请人寻求司法救济的权力。

三是执法与司法的相互配合有待进一步强化。从美国和中国香港的实践来看，在发生大规模群体诉讼时，证券监管机构会迅速介入，展开调查。第一，法院会向执法部门提供司法支持。例如，中国香港《证券及期货条例》第二百一十三条赋予了“香港证监会”向法院申请强制令及其他命令的权力，包括将当事人恢复至交易前状况的命令，停止取得、处置或者买卖若干财产的命令，宣告若干合约无效等。第二，执法又回馈于司法。中国香港《证券及期货条例》第二百一十八条规定，审裁处做出的裁定，可在个人民事诉讼中作为证据。这一方面可以为民事诉讼提供证据支持，另一方面可以推动群体纠纷的和解。司法程序毕竟拖沓冗长，而内地证监机构与司法的有效配合并不多见。

第七章 上海自贸试验区跨境债券业务创新设想

本章聚焦上海自贸试验区债券业务发展的第二个层次，坚持以提升金融服务实体经济能力、防范债券业务相关金融风险、助力人民币国际化深化发展为发展目标，从自贸区支持长三角一体化建设、推出“一带一路”债券服务体系、探索为中资企业外债提供后台服务三个角度切入，将上海自贸试验区跨境债券投融资业务与国家战略紧密结合，从理论角度研究相关的业务模式，并给出相关债券业务的可行性分析。

一、上海自贸试验区跨境债券业务的发展原则

（一）提升金融服务实体经济能力

第五次全国金融工作会议指出，“坚持稳中求进工作总基调，遵循金融发展规律，紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务。”习总书记在讲话中强调，“做好金融工作要把握好以下重要原则：第一，回归本源，服从服务于经济社会发展。金融要把为实体经济服务作为出发点和落脚点，全面提升服务效率和水平，把更多金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节，更好满足人民群众和实体经济多样化的金融需求。”

债券市场作为我国最重要的直接融资渠道，应突出债券服务实体经济的功能，紧密围绕“一带一路”、“长三角一体化建设”等发展战略，顺应境内外企业多样化融资需求，立足自贸区、新片区谋求债券产品、服务创新发展。中国经济发展已经到了以改革促开放，从制度创新要效率，在组织和制度上进行创新的历史阶段。在新时期充分“激发制度活力”，创新组织、机制的基础上，适时地围绕国家重大发展战略，满足市场需求，在自贸区、新片区创设一批新的债券服务与产品业务，实现制度改革创新的成果向产品创新、服务创新转化，为实体经济增长注入新的活力。

（二）防范债券业务相关金融风险

从上海自贸试验区建设和金融改革的定位来看，中央对上海自贸试验区金融改革的定位是“在风险可控的前提下”开展创新。人民银行发布的《关于金融支持中国（上海）自由贸易试验区建设的意见》（30条）第一项措施就是“创新有利于风险管理的账户体系”，也就是“金改需要推，风险必须防，防控模式要创新”的概念。

当前，上海自贸试验区已依托自由贸易账户构建了涉外金融风险防控措施，集中于以下几个方面。第一，实体经济服务层面。按“一线”宏观审慎管理为主，不再针对单个主体、单个账户的逐笔业务；并兼顾全国尚未放开的特点，设置了“二线”有限渗透的规则，以防范自由贸易账户的开放成为实体经济层面跨境非法转移资金的渠道。第二，金融机构管理层面。除了引入更为严格的反洗钱、反恐怖融资和反逃税审查机制外，还通过设置“内嵌式防火墙”机制来开展金融开放后“金融审慎例外”规则建设的试点实践。第三，人民银行监管层面。针对自由贸易账户跨境金融服务对标国际规则的开放，人民银行工作层面进行了相应的风险管理模式调整。以事中事后的及时监测预警来替代原先金融开放中的逐单逐笔审批、核准或备案。第四，宏观审慎政策传导层面。依托自由贸易账户体系在央行、监管部门与商业金融机构之间尝试建立了跨境流动性管理宏观审慎政策传导机制（施琍娅，2018）。

基于“一线放开，二线有限渗透”的原则和现有的涉外金融风险防控体系，未来在上海自贸试验区跨境债券业务创新的过程中，仍要坚持协调金融创新与风险可控的关系。应不断完善并充分利用好自由贸易账户体系，紧密结合人民币国际化的进度与形势，严格把控国际资本进入流出渠道，在自贸区债券业务投融资的各个环节上，充分考虑未来可能存在的风险。

（三）助力人民币国际化深化发展

2019年1月17日，经国务院同意，人民银行会同发展改革委科技部、工业和信息化部、财政部、银保监会、证监会、外汇局联合印发《上海国际金融中心建设行动计划（2018-2020年）》（简称行动计划）。《行动计划》提出上海国际金融中心建设的总目标是“到2020年，上海基本确立以人民币产品为主导、具有较强金融资源配置能力和辐射能力的全球性金融市场地位，基本形成公平法治、

创新高效透明开放的金融服务体系，基本建成与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心，迈入全球金融中心前列”。2019年6月13日，易纲行长在出席第十一届陆家嘴论坛时也指出，上海国际金融中心建设，核心是使得上海成为全球人民币金融资产配置和管理中心。

上海自贸试验区债券业务应以人民币国际化的推进为发展目标。自贸区内债券发行和投资向境外主体开放，一方面为境内外机构提供新的融资渠道，对于增强人民币对国际市场参与者的吸引力，促进人民币国际化具有重要的积极作用；另一方面也为境外人民币提供了一种新的回流路径。

上海自贸试验区应形成以人民币业务为主、外币业务为辅的债券业务格局。自贸试验区可探索建立一个人民币资产配置的市场，促使境外经济主体在新片区以相对便宜的价格和通畅的渠道筹集到人民币资金，流到境外兑换所需要的相对借贷价格较高的外币资金，在合理的套利驱动下有效推动人民币国际化进程。此时，只要在境外发行具有一定市场价格优势的人民币国债，或允许境外兑换人民币方投资国内国债市场，确保流出境外的人民币具有较长时期的兑换价值，就可以支持此类业务有效运行。

二、上海自贸试验区跨境债券业务发展方向

（一）支持长三角一体化发展

2018年11月，习总书记在首届中国国家进口博览会开幕式主旨演讲中做出“将支持长江三角洲区域一体化发展并上升为国家战略”的重大决定，标志着长三角从区域性发展迈入国家层面推动高质量发展的新纪元。2019年4月，“长三角科技资源共享服务平台”正式开通。5月，中共中央政治局会议审议通过《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》；第一届长三角一体化创新成果展在安徽芜湖拉开帷幕。9月，第二届长三角科技交易博览会开幕，上海嘉定、江苏苏州、浙江温州和安徽芜湖共同签署《深化长三角地区科技创新一体化发展战略协议》，进一步加强长三角科技创新战略协同、成果对接、资源共享、生态共建等方面合作，打造长三角科技创新合作的示范模板。自今年3月嘉定区科委发布《关于嘉定区科技双创券科技服务机构入库申报的通知》以来，截至9月已有1369项服

务资源入库，其中上海市 596 项、温州市 420 项、昆山市 347 项、太仓市 6 项，自平台运行以来，共有 147 家企业申领了额度为 1470 万元的科技双创券。

长三角是我国经济发展最活跃、开放程度最高、创新能力最强的区域之一，在全国经济中具有举足轻重的地位。畅通金融血脉，让自贸区债券业务助力长三角一体化高质量发展是当前和今后一个时期的重大课题。

1. 长三角一体化发展有待进一步完善的几个方面

长三角一体化发展上升为国家战略是党中央作出的重大决策部署，要坚持稳中求进，坚持问题导向，抓住重点和关键。在推进长三角一体化发展中，要有力有序有效推进，抓好统筹协调、细化落实，需要明确现阶段在跨区合作、区域融合中面临的问题与挑战。一是**政策一致性有待进一步提高**。目前，不同金融监管部门之间的政策存在差异性，同一监管机构的政策在各地的实施情况也有差异，如企业开户、跨境人民币业务、外汇管理等方面的具体程序、管理细则不尽相同。二是**信息共享机制仍需进一步畅通**。监管机构、金融机构均对长三角一体化建设过程中的信息共享机制提出了需求。人民银行希望在金融统计、货币信贷、征信管理、反洗钱、支付结算、货币发行、外汇管理方面加强数据共享与协同监管；金融机构则希望搭建长三角重点项目信息库，加强银企需求对接等。三是**金融服务的区域融合还需进一步提升**。在实践中，金融监管部门和商业银行对异地授信有一些或明或暗的限制，异地贷款等融资审批在流程上须经多级上报，审批效率较低，此外，长三角一体化项目融资涉及三省一市行政部门，多区、跨区金融服务面临的监管环境更为复杂，金融服务急需突破跨区限制，加强融合，为区域一体化发展提供融资等金融服务便利。四是**区域金融生态需要进一步构建**。目前不同区域对各自域内部分金融业务的处理在政策上要求不同，在方式上存在差异，联网共享机制较为薄弱，涉及跨区执行过程中存在冲突，急需进一步构建区域金融生态，加强跨区合作与协调。

2. 落实长三角一体化发展规划要求，推动自贸区债券业务服务长三角高质量、一体化发展

根据上述长三角一体化发展过程中面临的问题，探索自贸区债券业务和机制创新，更好地服务长三角地区经济金融环境的一体化发展。一是加强组织领导和

进一步优化顶层设计。充分发挥年度长三角地区主要领导座谈会在顶层设计重大问题上的谋划和决策作用，提高联席会议的协调能力，建立由省市分管领导牵头的工作协调平台，引导做实工作机制，设立自贸区金融推进办公室，在组织层面支持自贸区债券业务服务长三角一体化发展。二是在自贸区研究推出符合“长三角”城市群发展阶段的特色化债券产品，探索自贸区债券业务制度创新，充分利用自贸区债券业务基础设施为长三角一体化建设提供融资便利。对应的，推动长三角地区重大金融示范项目库建设，完善自贸区债券业务等对长三角一体化项目的金融服务能力。

专栏 7-1 发挥好债券市场直接融资功能

近年来，债券市场在长三角快速发展，已经成为直接融资和资产配置的重要渠道。2017年，区域内通过上海证券交易所、中央国债登记结算有限公司共发行地方政府债券 7807 亿元、公司债券 4740 亿元、企业债券 1166 亿元，资产支持证券 2875 亿元。

借助债券市场进一步推动区域发展，可以主要从以下几个方面入手：一是加强三省一市地方政府部门与相关市场主体的协同，围绕长三角区域项目建设需求及具体项目情况，开展相关债券产品创新及政策研究，支持发行多样化债券产品，为长三角基础设施联通、社会服务一体化建设提供资金支持；二是探索推出长三角地方债指数、公司信用类债券指数、绿色债券指数等价格产品，动态监控区域信用风险状况，优化发行时间窗口选择；三是将长三角一体化与“一带一路”建设、自贸试验区建设、上海国际金融中心建设等国家战略相结合，鼓励区域内各类发行主体面向境内外投资者发行自贸区债券等创新品种，不断拓宽融资渠道。

资料来源：《长三角地区一体化发展三年行动计划（2018-2020年）》。

（二）支持“一带一路”倡议发展

“一带一路”倡议的顺利实施，核心在于构建有效的融资体系，为“一带一

路”沿线国家的投资提供充足的资金来源，尤其是要吸引和汇聚不同国家、各种类型的社会资本参与“一带一路”项目投资。理论分析表明，“一带一路”项目投资具有较高的盈利前景，社会资本有激励参与“一带一路”项目投资，获取“一带一路”沿线国家经济增长的红利，但由于在项目融资活动中客观存在的风险约束、差异性约束以及制度约束，阻碍了社会资本参与“一带一路”的项目投资。

1. “一带一路”倡议融资面临的风险约束

一是风险约束。“一带一路”倡议作为一种前所未有的全球创新战略，金融市场和投资者缺乏足够的经验和知识去预期倡议的实施前景。根据金融学理论，投资者根据过去的经验预测未来并相应地进行风险控制，当投资者对于项目缺乏足够经验时，就意味着无法保证在一定的水平上对未来进行预测，也无法进行有效的风险管理。因此，正是因为“一带一路”倡议是一种创新性的伟大实践，改变了一个发展中国家和落后国家经济增长和社会发展的模式，金融市场和投资者缺乏类似的经验和知识来预测战略实施的前景，从根本上决定了“一带一路”相关的项目融资存在较大的不确定性和风险。

观察过去世界银行等主导的对发展中国家援助的项目，可以发现，对于不确定性较强的项目融资，一般都是通过政府间合作的方式来提供融资的，原因在于政府能够把经济增长的前景纳入自身的效用函数来评估类似项目的收益和风险。

“一带一路”倡议的实施超出了过去的援助模式，超越了单个国家或者国际金融机构的能力范畴。对于所有参与主体而言，包括发展中国家和新兴市场的政府、金融机构、企业和家庭，需要找到各参与主体之间恰当的风险分担机制和风险管理的方法，解决“一带一路”倡议实施中的风险约束，从而吸引社会资本广泛参与“一带一路”倡议的投融资活动。

二是差异性约束。发展中国家与新兴市场国家在经济金融发展水平、经济结构、金融体系等方面仍存在较大差异，由此导致的利益冲突和意见分歧，会加剧“一带一路”倡议实施过程中的风险约束，难以建立恰当的风险分担、风险管理和融资机制，从而影响“一带一路”倡议的顺利实施。

发展中国家与新兴市场国家之间存在的差异性以及由此导致的利益冲突和意见分歧包含以下几个方面：**第一**，发展中国家和新兴市场国家在经济发展水平

方面具有较大的不平衡性，在经济发展水平以及发展模式上存在显著的异质性，在不同的经济发展阶段，各国的投融资需求存在较大的异质性。**第二**，发展中国家与新兴市场经济国家的金融体系发展相对落后，尤其在金融体系类型、金融监管制度、资本管制开放程度、货币的国际化程度上存在显著的差异。**第三**，“一带一路”参与国家的异质性还体现在不同国家的利益诉求之间存在冲突，一方面都存在促进基础设施建设、出口、与产业输出的强烈需求，一方面也都有保护本国产业和金融体系的需求，导致参与各国之间存在较为激烈的融资竞争。

“一带一路”沿线国家之间的异质性、差异性以及这些国家之间的利益冲突和意见分歧内在地决定了相关的融资必定是非标准化的，而且“一带一路”倡议中的差异性约束远远超过了通常的金融市场，不是一般意义上的非标准化交易的概念。这种异质性和差异性极大地增加了项目融资的成本和风险，难以通过熟悉的交易方式建立恰当的风险分担、风险管理和融资机制，阻碍了社会资本参与“一带一路”倡议中的投融资活动。

三是制度约束。前面的分析表明，“一带一路”倡议实施中的融资活动客观存在风险约束和差异性约束，这些约束在理论上并非不可克服的。相反，金融体系的价值就在于通过恰当的交易模式、组织和制度来缓解各种摩擦因素的阻碍，使得对于参与各方有利的交易能够发生。

在既有的国际金融市场体系和组织制度框架内，并不能恰当地理解“一带一路”倡议中的风险收益特征，不能准确地为“一带一路”框架内的项目风险进行准确和合理的定价，从而阻碍了社会资本参与“一带一路”倡议的投融资活动，阻碍了“一带一路”沿线国家之间的金融互通。**第一**，按照发达国家的标准所建立的评价标准，发展中国家与新兴市场国家的主权评级相对较低、经济存在较大的不确定性，决定了发展中国家与新兴市场国家的主权债券等金融产品在国际金融市场的流动性不足，发展中国家与新兴市场国家的主权融资成本相对较高，导致发展中国家和新兴市场国家在客观上存在显著的融资约束。**第二**，在发达国家主导的国际金融秩序当中，每一个发展中国家都不同程度地疏离于国际金融体系，这种疏离进一步导致了发展中国家之间金融体系的隔离，缺乏一个把发展中

国家金融体系进行有机连接的制度架构，是阻碍“一带一路”倡议实施的制度性约束。**第三**，既有的国际金融市场以及多边金融机制安排在客观上不可能对“一带一路”倡议实施过程中的风险进行准确评价，必然会高估风险，意味着在既有国际金融市场体系和金融秩序当中，“一带一路”倡议的实施必然会受到显著的融资约束。

2. 自贸区债券业务服务“一带一路”倡议的潜在发展方向

在上海自贸区完善“一带一路”债券服务功能，依托境内债券市场基础设施，开展“一带一路”债券的发行与交易，为“一带一路”长期项目融资提供流动性，有效缓解社会资本的风险预期，激励不同国家、各种类型的社会资本参与“一带一路”项目融资，降低“一带一路”项目的融资成本。**一是**“一带一路”债券服务应该面向各个国家、各个类型的机构和个人投资者开放，一个活跃的交易平台能够吸引各类投资者参与交易，从而有效缓解“一带一路”建设的融资约束，通过“一带一路”债券市场的交易实现“金融互联互通”。**二是**完善“一带一路”债券服务功能不仅能够通过可交易性和流动性缓释社会资本的风险，而且在交易平台积累一定交易量的基础上，以市场交易数据为基础，分析和发现参与者的风险偏好和需求特征，作为“一带一路”其他金融产品发行与交易的基础，适时推出各种风险缓释产品。**三是**通过整合“一带一路”债券相关服务功能，探索在自贸试验区发行丝路主题债券和丝路资产证券化产品等创新融资工具，有效盘活存量资产，吸引其他沿线国家和地区加大投融资参与力度。

(三) 支持“投债联动”助力“双创”发展

1. 科创企业面临的融资难题

近年来，我国债券市场取得了长足发展，产品种类、发行方式等方面创新不断，债券市场在金融体系和经济增长中发挥了日益重要的作用。但从目前来看，债券市场在初创型科技企业的融资中还没有发挥应有的作用，与我国债券市场的发展规模并不匹配。在技术快速变化的背景下，技术发展方向及其应用前景存在巨大的不确定性和复杂性，初创型科技企业的融资具有信息不对称和高风险的特征，同时，初创型科技企业往往具有轻资产、高投入和盈利不足的特征。通常来讲，传统的债券投资者具有风险厌恶倾向，因此，传统的债券融资并不匹配初创

型科技企业的融资需求，如何解决两者之间的不匹配问题，对于我国多层次资本市场的发展和科技创新具有重要的意义。

完善多层次、全方位的科技金融生态系统，解决初创型科技创新企业，尤其是民营初创型科技企业融资的难点和痛点，是促使我国转向创新驱动型经济增长轨道的必要条件。上海作为国际金融中心和科创中心，需要在组织和制度的创新上为中国科技金融生态系统的构建和发展提供可复制和可推广的经验，从金融创新和科技创新两个方面引领我国科技金融生态系统的发展并因此来服务全国的科技创新。

2. 自贸区债券业务服务科创中心建设的发展方向

在上海自贸区试点发行科创债，允许初创型民营科技企业按照“市场约束，风险自担”的原则，向合格投资者进行私募债券发行，并且借鉴投贷联动的经验，在初创型民营科技公司私募债券的发行中引入“投债联动”的发行方式（理论分析框架详见附录 2），实现股权投资市场和债券发行市场之间的联动，能够较好地解决科技企业融资效率和风险控制之间的权衡问题，使得“科创债”市场成为我国科技金融生态系统的有机组成部分，既丰富了我国多层次资本市场，也可以为我国的科技创新和经济增长注入新的金融支持因素。

第一，采取“投债联动”的方式进行“科创债”的发行，实现股权投资市场和债券市场之间的联动效应。“投债联动”的科创债发行方式在理论上能够解决债券投资者与科技企业风险特征之间的匹配问题。既有的研究表明，科技型企业获得 A 轮融资以后有较高的概率获得 B 轮融资，处于这个阶段的科技型企业可以进行“科创债”发行。债券接近到期日，即使科创型企业还没有盈利，可以进行 B 轮融资，满足债券到期偿还的要求。即选择预期获得 B 轮融资成功率较高的企业发行“科创债”，能够有效控制科创债违约风险，从而匹配债券投资者的风险偏好。

第二，“投债联动”的发行方式符合初创型民营科技企业创业者的利益，能够更好地鼓励科技企业的创新和研发。从融资优序理论来讲，初创型科技企业在 A 轮融资以后，通过债券的形式进行融资，在企业规模、营业收入、市场占有率

等提高以后，再进行 B 轮融资，有利于提高公司的市场估值和股权融资的溢价，符合初创型科技企业创始人的利益，因此，初创型科技企业会有较高的激励利用“科创债”进行融资，与此同时，科创债市场的发展，也提高了企业家进行科技创新研发和创业的收益，进一步发挥资本市场发挥鼓励科技创新的功能。

第三，“投债联动”的发行方式能够发挥 PE、VC 等股权投资机构在科创企业选择中的作用，降低信息不对称问题，实现股权投资市场和债券市场之间的联动效应。在一级股权投资市场，PE、VC 等股权投资机构基于对初创型科技企业发展前景的判断进行投资，PE、VC 等股权投资机构具有的专业背景、对行业发展前景的了解、在投资过程中所做的尽职调查以及在投后管理中的作用，在本质上是一个市场选择未来技术发展方向的过程，因此，有必要在“科创债”的发行过程中，将股权投资机构的参与作为“科创债”发行的前提条件。另一方面，初创型科技企业发行债券也有利于降低企业发展中的风险，符合股权投资机构的利益。“科创债”的发行在本质上是实现了一级股权投资市场与债券市场之间的联动，实现了科创型企业、股权投资机构和债券投资者之间的合作共赢。

第四，在“科创债”的发行中，允许私募股权机构、保荐人以及机构投资者之间进行风险分担方式的创新，满足不同参与人在科创债发行交易中的风险偏好。具体来讲，科创债的发行允许采取优先劣后的架构，基于对发债企业的了解，私募股权机构可以作为劣后承担风险，而商业银行等机构投资者作为优先提供融资，鼓励不同类型金融机构在支持科创型企业融资中发挥各自的相对优势。

第五，在“科创债”发行方式上，建议采取备案制。监管部门制定信息披露、违规处罚、投资者适当性管理等监管要求，而把具体的企业选择等微观问题交给市场，发挥股权投资机构和保荐机构在企业选择和技术发展方向上的优势。

（四）支持中资企业发行外债

随着国家外债管理改革不断深化，境内机构发行境外债券已成为我国利用国际资本支持国内建设的重要手段和融资渠道。近三年来，中资机构年均发行外债折合人民币超过 1.3 万亿元，相关债券存量达到 7 万亿元，形成了初具规模的中资企业境外债券市场。

现有业务模式下，发行人按外债管理制度办理发行登记备案和跨境资金签约

备案，由境外券商、银行等中介机构负责债券的承销，发行成功后选择在香港、新加坡、卢森堡等国际证券交易场所挂牌上市，最终由境外登记托管机构提供登记托管、交易后结算等服务。值得注意的是，目前外债的投资者中约七成为中资机构或其海外分支机构。

纵览国际债券市场，后台登记托管掌握重要基础信息和核心数据，在资产定价、风险监测、协助监管等领域发挥着真正的核心枢纽和基础支撑作用。现阶段，国际债券登记托管领域被欧清银行（Euroclear）和明讯银行（Clearstream）两家西方金融基础设施长期垄断，构成西方全球金融霸权体系重要一环。在单边主义兴起、保护主义抬头的国际宏观政治经济背景下，中资机构在国际债券市场中面临着越来越高的不确定性，政治风险及长臂管辖风险时有发生，因此，由一家更加可信赖的机构提供国际登记托管结算服务、打造稳健的国际债券市场基础设施服务平台迫在眉睫。

在上海自贸区探索由境内托管结算机构为中资企业外债提供服务，对于上海国际金融中心建设具有重要意义。一方面，上海作为国际金融中心，有能力在风险可控的条件下开展中资企业外债发行试点。作为我国金融改革的“试验田”，上海在自贸区金融机构市场准入、利率市场化、跨境资金使用、自由贸易账户等方面有丰富的试点经验，且取得了一定的实质性进展。另一方面，在上海自贸区探索中资企业外债发行有助于境内各类主体分享业务链条上的收益，一是为上海金融要素市场的各类机构提供中资企业外债从发行、托管、结算等业务链条上的业务机遇，二是境内发行人能够有效降低路演费用等发行成本。

三、上海自贸试验区跨境债券业务可行性分析

基于前节对自贸试验区债券业务与长三角一体化建设、“一带一路”倡议和科创中心建设的理论分析，本节提出具体的操作建议，并从政策、市场、业务基础和风险评估两个维度探讨相关操作建议的可行性，具体内容见表 7-1。

（一）探索推出自贸区长三角专项债券等产品

金融助力长三角高质量发展，是当前长三角一体化建设的推进重点。债券作为金融市场中体量最大的融资工具，可在其中发挥重要的作用。长三角地区地方

政府债券发行经验丰富、优质企业较多，可考虑在自贸区通过创新的债券业务安排，服务高质量一体化建设需求。

一是试点推出长三角地方政府集合债券。从业务安排来看，发行主体为长三角三省一市地方政府，发行对象为自贸区内和境外投资者。该券种创设的目的是服务于长三角区域一体化项目融资，可以围绕重大基础设施项目、绿色项目、重点产业项目等主题，形成长三角融资项目库，采用集合债券的形式进行融资。

从实践基础来看，2016年上海市政府发行第一单自贸债，自贸区发行地方政府债券已有先例，此类业务可操作性较强。

二是拓展长三角地方政府债券发行场所，允许长三角地方政府债券跨省上柜发行，允许长三角地方政府集合债券在柜台市场发行流通。从业务安排来看，发行主体为长三角三省一市地方政府，发行场所为银行间柜台债券市场和自贸区柜台。此为现有柜台业务的拓展，尤其是在自贸区柜台引入地方政府债券，有利于吸引境外中小投资者参与自贸区债券业务，激活自贸区债券市场。

从实践基础来看，其一是地方政府柜台业务已逐步在境内开展。2019年2月27日，财政部发布《关于开展通过商业银行柜台市场发行地方政府债券工作的通知》财库〔2019〕11号；2019年3月，宁波市财政局率先在中央结算公司上海总部，通过财政部政府债券发行系统面向商业银行柜台市场发行了全国首只地方政府债券。其二是自贸区柜台债券业务当前没有技术障碍。2016年9月23日，中国银行与上清所合作，在上海自贸试验区内为自贸区企业客户叙做首笔基于FT账户体系的自贸区柜台债券交易。其三是地方政府债券信用风险较低，将其发行场所拓展至跨省的柜台债券市场以及自贸区柜台，可操作性较强。

三是利用自由贸易（FT）账户体系，为长三角优质企业跨境贸易提供融资便利。从业务安排来看，发行主体为长三角地区优质企业，发行对象为自贸区内及境外投资者以及银行间债券市场投资者。该券种创设的目的是为长三角优质企业提供灵活的融资安排，探索该类企业在自贸区发债实施分账户管理，实现资金在区内外灵活调配。

从实践基础来看，2016年上海市政府发行第一单自贸债，自贸区发行债券涉及的分账户核算的账户体系和发行业务系统等均已具备，能够实现资金在区内

外的灵活调配。在实际操作中，建议建立长三角优质企业白名单，同时在试点初期采用额度管理的方式，以控制风险。

（二）推动完善自贸区“一带一路”债券服务功能

为解决“一带一路”融资中固有的风险约束、差异性约束和制度约束，可在上海自贸区构建“一带一路”债券服务体系，依托境内债券市场基础设施，开展“一带一路”债券的发行与交易，为“一带一路”长期项目融资提供流动性。

一是在发行券种方面，探索在自贸区发行丝路主题债券，推出丝路一般债券和丝路资产证券化等创新产品。从具体内容来看，丝路一般债券的发行主体覆盖境内外“一带一路”建设各类主体，优先支持境内外开发性金融机构；丝路资产证券化产品包括企业类 ABS 和丝路贷款的信贷 ABS (CLO)，前者优选沿线优质基建项目作为基础资产，后者优选“一带一路”专项贷款为基础资产。发行的对象为自贸区内和境外投资者，币种安排上以人民币为主，外币为辅。

从实践基础来看，丝路主题债券受到决策层的广泛关注。今年 4 月习总书记在第二届“一带一路”国际合作高峰论坛开幕式上指出要发展丝路主题债券，今年 6 月易纲行长在陆家嘴论坛上讲话也指出要支持发展丝路主题债券。从风险的角度来看，境内发行主体以政策性金融机构为主，此类主体信用资质较高，业务风险可控；境外发行主体的信用风险存在差异，应通过穿透式信息披露机制实现对风险的把控，具体操作中，可对关键业务数据做脱敏处理后，要求发行人向二级市场投资者和第三方估值机构披露资产支持证券的底层资产详细信息。

二是推动人民币债券担保品在“一带一路”领域的应用。第一阶段，可使用人民币债券资产进行质押担保，支持跨境业务合作创新。例如，使用人民币债券作为沿线多边贸易结算保证金、在自贸区内使用人民币债券作为“一带一路”专项贷款抵押物、使用人民币债券担保品为丝路主题债券发行提供增信支持；第二阶段，考虑依托人民币债券走出去，发展成为国际合格担保品资产。

从实践基础来看，人民币债券资产用于质押担保已有较为丰富的经验。2016 年 10 月，中央结算公司成功为国内某大型商业银行与境外央行办理货币互换质押业务；2016 年 11 月，支持中国银行境外发行“绿色资产担保债券”提供质押

担保管理服务；2017年5月，为财政部国际金融组织贷款项目通过担保品管理系统办理国际金融组织贷款质押业务；2018年8月，为某外资银行与国内商业银行境外分行的跨境融资业务办理了担保品质押。从政策角度来看，可借助第十次中英经济财金对话关于“推动人民币债券成为英国市场普遍接纳的合格担保品”为契机，推动人民币债券担保品跨境使用。从业务操作的可行性来看，人民币债券作为国际通行担保品仍存在一定的障碍，亟待解决。首先，国际上人民币债券资产流动性有待提升；其次，境内外金融市场在质押担保模式上存在差异性；再者，境内资本的跨境流动存在限制；最后，违约处置资金划汇机制存在一定障碍。

三是围绕丝路主题债券推出指数和衍生品服务。具体而言，探索发展“一带一路”债券指数和指数基金；鼓励推出丝路主题债券指数ETF、指数期权等衍生品。

从实践基础来看，中债金融估值中心近年来在债券收益率曲线、债券和金融资产估值、债券指数等领域已取得一定成绩。2017年，向全球发布SKY（上海关键收益率），标志着国债收益率曲线作为人民币资产定价基准开始在全球金融体系中发挥影响；近年来，推出中资美元债、人民币点心债等境外债券的收益率曲线和估值，有力支持了人民币国际化和跨境投融资业务开展；与国际知名信息服务商IHS-Markit公司合作发布“中债iBoxx”债券指数；中债绿色债券系列指数作为中国首批绿色债券指数登陆卢森堡交易所，在打造中国自己的全球品牌债券指数进程中跨出了第一步；今年3月，以“中债—10年期国债及政策性银行债绿色增强指数”为跟踪标的的新光中国10年期国债及政策金融附加绿债债券ETF在台湾证券交易所挂牌上市。

从风险角度来看，应完善相关衍生品业务的投资者适当性管理制度，在风险可控的前提下适当调整对参与衍生品交易的资质审查条件，探索逐步拓宽衍生品交易参与者范围。

（三）探索发行“投债联动”科创债券

前一节的分析表明，在初创型民营科技公司私募债券的发行中引入“投债联动”的发行方式，实现股权投资市场和债券发行市场之间的联动，是自贸区债券

业务支持科创中心建设的有效举措。从具体安排来看，发行主体为预期获得 B 轮融资成功率较高的企业，在具体企业的选择上，政府和监管部门可以在宏观上要求符合国家的产业政策，优先扶持战略新兴产业；发行对象为自贸区内和境外投资者；在发行方式上，采取备案制发行，按照“市场约束，风险自担”的市场化原则进行私募发行，监管部门制定信息披露、违规处罚、投资者适当性管理等监管要求，把具体的企业选择等微观问题交给市场，发挥股权投资机构和保荐机构在企业选择和技术发展方向上的优势。

从实践基础来看，政策方面，新片区大力支持科技企业融资。临港新片区总体方案明确，“支持境内外投资者在新片区设立联合创新专项资金，允许相关资金在长三角地区自由使用；境内投资者在境外发起的私募基金，参与新片区创新型科技企业的融资，凡符合条件的可在长三角地区投资等。”

从风险角度来看，虽然该种创新业务模式能够对初创企业起到较好的支持作用，但由于初创型科技企业高信用风险的特征和私募发行对于投资者适当性的高要求，建议在自贸区债券业务平稳发展一段时间后，建立合格投资者制度，择机探索该类债券业务。

（四）探索完善中资企业外债发行服务功能

除上述与长三角一体化、“一带一路”倡议相关的债券业务以外，本报告也对在自贸区为中资企业外债提供登记托管结算等后台服务，尤其是为中资美元债提供相关服务的前景进行了分析（详见子报告 2）。在业务的具体安排上，发行主体建议选择资质较好的境内企业，发行对象为自贸区内和境外投资者，债券的发行、登记、托管、结算等环节由境内登记托管机构提供综合支持。

以中资美元债为例，在上海自贸区探索中资美元债业务，具有坚实的政策、市场、配套设施基础。从近年中资美元债业务的发展情况来看，根据相关调研，中资美元债业务从承销机构到投资主体，仍以中资背景的机构为主，这为在自贸区开展中资美元债业务提供了可操作的市场基础。政策方面，境内企业在自贸区发行债券仍然属于外债的范畴，资质较好的企业可发行外债额度较高，不需对现行外汇政策作出突破，资本项下的资金汇回在符合外管政策的规定下亦可实现。

基础设施服务方面，此前，2016年已有第一单自贸区债券业务，托管结算机构在自贸区展业已有良好的前期经验；2019年11月，首单自贸区和境外债券成功发行，境内托管结算机构为中资企业外债提供后台服务已有坚实的实践基础。债券评级方面，近期，我国允许国际评级机构境内展业，对于提升投资者信心具有积极意义，一方面可以为中资企业提供更为友好的评级环境，减轻不必要的外债发行成本，另一方面更为合理的债券评级有助于增添境外投资者投资包括中资美元债、中资人民币债以及中资其他币种债券在内的中资外债的热情。

从风险的角度来看，在自贸区发行中资企业外债属于现有中资企业外债业务向自贸区的延伸，具有一定的市场基础，且外汇政策风险较低，可操作性较强。值得注意的是，由境内中央存管机构为此类服务提供后台服务，有助于为中资企业和中资投资人提供更加安全、高效、稳定的跨境金融基础设施服务，提高开放主导权。

但与此同时，需防范相关业务的风险。一是需警惕特定发行主体的信用风险，可考虑以试点方式给予首批1000-2000亿元额度，控制业务规模；二是应关注特定币种债券可能引起的币种管辖问题。

表 7-1 上海自贸试验区及新片区债券业务可行性分析

	试点举措	具体内容	政策、市场和业务基础	风险评估
长 三 角 一 体 化	试点推出长三角地方政府集合债券	1. 发行主体：长三角三省一市地方政府 2. 发行对象：自贸区内和境外投资者 3. 具体安排：围绕重大基础设施项目、绿色项目、重点产业项目等主题，形成长三角融资项目库，试点推出长三角地方政府集合债券，服务于长三角区域一体化项目融资	2016 年上海市政府发行第一单自贸债，自贸区发行地方政府债券已有先例。	类似第一单自贸债，可操作性较强。
	拓展长三角地方政府债券上柜台	1. 发行主体：长三角三省一市地方政府 2. 发行对象：银行间柜台债券市场、自贸区柜台 3. 具体安排：允许长三角地方政府债券跨省上柜发行；允许长三角地方政府集合债券在柜台市场发行流通	2019 年 2 月 27 日，财政部发布《关于开展通过商业银行柜台市场发行地方政府债券工作的通知》财库〔2019〕11 号。 1. 2019 年 3 月，宁波市财政局率先在中央结算公司上海总部，通过财政部政府债券发行系统面向商业银行柜台市场发行了全国首只地方政府债券。 2. 2016 年 9 月 23 日，中国银行与上清所合作，在上海自贸试验区内为自贸区企业客户叙做首笔基于 FT 账户体系的自贸区柜台债券交易。	将地方政府债券的发行场所拓展至跨省的柜台债券市场以及自贸区柜台，信用风险较低，可操作性较强。
	利用自由贸易（FT）账户体系，为长三角优质企业跨境贸易提供融资便利	1. 发行主体：长三角地区优质企业 2. 发行对象：自贸区内及境外投资者、银行间债券市场投资者 3. 具体安排：允许长三角地区优质企业其根据实际需求，在自贸区发债，分账户管理，实现资金在区内外灵活调配	2016 年上海市政府发行第一单自贸债，自贸区发行债券涉及的分账户核算的账户体系和发行业务系统等已具备。	1. 现有业务向自贸区拓展，提供资金调配的灵活选择，风险较低。 2. 建议建立长三角优质企业白名单，控制风险。

“一带一路”	探索在自贸区发行丝路主题债券，推出一般债券和资产证券化等创新产品	<p>1. 发行主体: (1) 一般债券: 覆盖境内外“一带一路”建设各类主体, 优先支持境内外开发性金融机构; (2) 资产证券化产品: 企业类 ABS 优选沿线优质基建项目作为基础资产, 信贷债权类 (CLO) 优选“一带一路”专项贷款为基础资产</p> <p>2. 发行对象: 自贸区内和境外投资者</p> <p>3. 具体安排: 币种以人民币为主</p>	<p>2019 年 4 月, 习近平总书记在第二届“一带一路”国际合作高峰论坛开幕式上指出, “我们将继续发挥共建‘一带一路’专项贷款、丝路基金、各类专项投资基金的作用, 发展丝路主题债券, 支持多边开发融资合作中心有效运作”。</p> <p>2019 年 6 月, 易纲行长在第十一届陆家嘴论坛上讲话指出, “继续完善银行间外汇市场和债券市场, 丰富外汇期权产品类型, 扩大市场的参与主体, 支持发展丝路主题债券”。</p>	<p>1. 自贸区债券境内发行主体拓展到政策性金融机构, 风险可控。</p> <p>2. 需关注境外“一带一路”发行主体的信用风险。</p> <p>3. 应完善穿透式信息披露机制, 对关键业务数据做脱敏处理后, 要求发行人向二级市场投资者和第三方估值机构披露资产支持证券的底层资产详细信息。</p>
	推动人民币债券担保品在“一带一路”领域的应用	<p>第一阶段: 人民币债券资产进行质押担保, 支持跨境业务合作创新</p> <p>第二阶段: 考虑依托人民币债券走出去, 发展成为国际合格担保品资产。以人民币债券做合格担保品直接参与国际市场上相对成熟、机制完善、具有规模的金融领域</p>	<p>1. 2016 年 10 月 28 日, 中央结算公司成功为国内某大型商业银行与境外央行办理货币互换质押业务, 即通过担保品管理系统办理债券质押, 以为双方在境外开展的货币互换业务提供担保。</p> <p>2. 2016 年 11 月, 支持中国银行境外发行“绿色资产担保债券”提供质押担保管理服务, 即以其总行在境内持有的绿色债券作为担保资产池, 为境外发债融资提供担保。</p> <p>3. 2017 年 5 月 23 日, 财政部国际财金合作司与中央结算公司正式开展合作, 中央结算公司为财政部国际金融组织贷款项目提供担保品管理服务, 即通过担保品管理系统办理国际金融组织贷款质押业务。</p> <p>4. 2018 年 8 月 23 日, 中央结算公司成功为某外资银行与国内商业银行境外分行的跨境融资业务办理了担保品质押。</p>	<p>1. 人民币债券资产的主交易市场仍在国内, 在国际上的人民币债券资产缺乏流动性。</p> <p>2. 境内外金融市场规则存在差异性: 在质押担保模式上的差异。</p> <p>3. 由于境内资本的跨境流动有限制, 因此在一定程度上限制了跨境担保品业务的开展。</p> <p>4. 违约处置资金划汇机制存在问题, 跨境担保业务外资机构担心违约处置资金无法正常流出境外。</p>
	围绕丝路主题债券推	发展“一带一路”债券指数和指数基金;	中债金融估值中心发布 SKY; 推出中资美元债、	完善相关衍生品业务的投

人民币国际化背景下自贸区债券业务发展定位与举措研究

	出指数和衍生品服务	鼓励推出丝路主题债券指数 ETF、指数期权等衍生品	人民币点心债等境外债券的收益率曲线和估值；IHS-Markit 合作发布“中债 iBoxx”债券指数；中债绿色债券系列指数登陆卢森堡交易所；中债指数 ETF 在台湾交易所挂牌。可借鉴相关经验。	投资者适当性管理制度。
科创中心建设	探索以“投债联动”模式发行自贸区科创债券	<ol style="list-style-type: none"> 1. 发行主体：初创型民营科技公司（预期获得 B 轮融资成功率较高的企业） 2. 发行对象：自贸区内和境外投资者 3. 具体安排：在初创型民营科技公司私募债券的发行中引入“投债联动”的发行方式，实现股权投资市场和债券发行市场之间的联动 	临港新片区总体方案明确，“支持境内外投资者在新片区设立联合创新专项资金，允许相关资金在长三角地区自由使用；境内投资者在境外发起的私募基金，参与新片区创新型科技企业的融资，凡符合条件的可在长三角地区投资等。”	<ol style="list-style-type: none"> 1. 初创型民营科技企业信用风险较高，主要通过 PE/VC、风险投资人、承销人之间的制度安排控制风险。 2. 私募方式发行信息披露较少，自贸区内和境外投资者信息获取渠道较少。 3. 自贸区合格投资者制度尚未建立。可在自贸区债券业务开展一段时间后考虑。
为中资企业外债提供服务	探索完善在自贸区为中资企业外债提供后台服务	<ol style="list-style-type: none"> 1. 发行主体：建议可选择资质较好的境内企业 2. 发行对象：自贸区内和境外投资者 3. 具体安排：以试点方式给予首批 1000-2000 亿元额度；由境内登记托管机构提供综合支持 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 中资企业外债业务从承销机构到投资主体，仍以中资背景的机构为主，中资企业外债发行需求较大。 2. 境内企业在自贸区发行债券仍然属于外债的范畴，资质较好的企业可发行外债额度较高，不需对现行外汇政策做出突破，资本项下的资金汇回在符合外管政策的规定下亦可实现。 3. 近期，我国允许国际评级机构境内展业，对于提升投资者信心具有积极意义。 4. 2019 年 12 月，首单自贸区和境外债券已发行，境内托管结算机构为中资美元债提供后台服务已有实践基础。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 现有中资企业外债业务向自贸区延伸，有市场基础，外汇政策风险较低，可操作性较强。 2. 中资中央证券存管机构为此类业务提供后台服务，能够有效掌握信息流和资金流，把握开放主导权和金融安全。 3. 应关注特定币种债券可能引起的币种管辖问题。

第八章 上海自贸试验区债券业务发展措施建议

基于第六章关于自贸试验区制度创新的设想和第七章自贸试验区债券业务与国家战略相结合的理论分析，本章以“可操作、可落地”为指导思想，以风险可控为基本原则，从制度创新、产品创新、服务创新三个层面提出对于近期上海自贸试验区债券业务发展的举措建议。

制度创新、产品创新、服务创新层面的建议是密切联系、层层相扣的。

第一，制度创新为产品创新和服务创新打下坚实的发展基础。本报告认为，自贸试验区的价值在于先行先试、探索制度创新，而制度创新应聚焦于债券市场化发行改革。以“监管沙盒”方式探索以投资者风险自担为前提、以信息披露为核心、以中介机构尽职履责为基础、以市场自律管理为保障的债券发行备案制试点方案，一是有助于减少目前发行环节存在的审批和窗口指导现象，让市场在融资过程中发挥主导作用；二是有利于进一步发挥金融服务实体经济功能，服务长三角区域优质企业，对接“一带一路”建设需求，使更多市场主体得以灵活地利用自贸试验区这一渠道对接境内外资金市场。

第二，在产品创新过程中需充分考虑金融风险因素，并在制度层面予以规范。新产品的创设过程往往伴随着金融风险。自贸区作为一个“监管沙盒”，固然容许一定的试错空间，但其更大的价值在于在试点中找到风险和收益的平衡，找到破旧立新的关键。以备案制试点为例，表面上其放宽了市场准入的标准，引入了发行主体的信用风险；在实际操作过程中，可通过以下途径做到“有破有立”，严格把控风险。其一，通过严格的信息披露制度，将信用风险公开化、规范化。其二，推行额度管理机制，做到总体风险可控。其三，在产品创设过程中，通过制度约束和激励予以规范。例如，资产证券化产品往往存在底层信息不穿透、金融风险无法把控的情况，为鼓励发行人主动穿透信息，可通过给予备案制试点额度的方式作为激励。又如，国际上愈发注重环境效益指标披露，建议在长三角地

区优先推广试点的同时，为避免对发行人造成额外的披露负担、降低发行主体披露的积极性和动力，也可以通过给予备案制试点额度的方式予以补偿。

第三，中资金融基础设施应充分发挥服务功能，整合在发行支持、托管、结算、担保品管理、金融估值等方面的职能，将境内金融基础设施相关功能向自贸试验区拓展，构建涵盖基础业务与增值服务的全方位、多层次的债券服务体系，对接国际标准，掌握开放主导权，为制度创新和产品创新提供坚实的基础保障。

一、制度创新建议

自贸试验区作为金融开放创新的重要窗口，在对接国际市场、推动制度创新等方面应发挥重要的探索作用。结合我国债券市场与自贸区金融开放发展的实际情况，充分利用自贸区债券业务在创新试点方面的“监管沙盒”价值，为在岸债券市场制度改革创新提供先行先试的安全空间，可考虑在制度层面作以下探索。

（一）完善债券市场化发行机制，试点推行真正备案制

建议在自贸试验区以“监管沙盒”方式推行债券备案制发行试点，通过“对标国际、简政放权、形成合力”激活自贸区债市，使其成为服务实体经济、服务“一带一路”沿线国家和地区在沪发行人民币债券的示范区。

一是**强化备案流程的公开性、透明性**。按照备案制的规范要求，建议上海自贸试验区注册企业在向监管部门递交发行材料的同时，同步在监管部门网站公开。监管部门仅对材料的完备性开展形式审查，由投资者根据发行人公开路演及信息披露情况决定是否投资债券。参考美国 SEC 相关举措，若监管部门和公众在 20 至 30 个工作日内对发行材料无异议，则自动准予发债；若有异议，则需通过信息披露网站进行公开质询与回答。建议发行人采用网上路演的方式，提高信息披露和发行过程的透明度。

二是**推行额度管理机制**。坚持风险可控原则，按照“监管沙盒”方式，支持自贸区企业优先推行实质性的“备案制”。可优先支持符合产业导向、“一带一路”建设、长三角一体化等领域的自贸区及新片区企业债券发行业务，并给予一定的试点额度，随着试点经验成熟，再向长三角地区各省市推广。

三是**推进信息披露标准化、一致性**。建议对公司信用类债券建立统一的信息披露要求与格式，通过披露信息的标准化格式填报，提高不同发行主体披露信息

的一致性和可比性；建立详细的披露指引，突出重点性、相关性较大的事项；同时，进一步推行中英文（或多种外文）信息披露和对外公告，为境外发行人和投资者提供便利。

四是建立信用评价体系。建议为自贸区债券发行人及中介机构建立信用评价体系，通过与各级政府政务系统互联互通，运用大数据手段归集相关信息，建立机构及从业人员信用档案。建立发行人“白名单”，对持续良好记录的发债企业，给予最优便利支持。对于评价结果较差且存在问题的企业，可取消备案制资格，并纳入“黑名单”、对相关责任方进行惩戒。

五是加强投资者保护。建议加入“交叉违约条款”、“财务指标承诺”、“事前约束条款”和“控制权变更条款”等投资者保护条款，有效保护投资者权益；推动民事赔偿机制进一步完善，出现违规披露、欺诈发行等情况并导致投资者损失的，由金融法院对投资者进行补偿判决，损失计算公式建议为“买入价与揭露日后债券公允估值之差”^[43]；同时可考虑适当引入惩罚性补偿措施，按照投资损失的1-1.5倍进行赔偿；推动发行人、承销商等加强内部风险控制和自我约束，从而形成公开透明高效的市场环境。

六是创新中介机构管理制度。探索由第三方机构管理评级费用，建立中介费用递延拨付机制。探索“买方投票机制”，鼓励债券投资人对评级机构、会计所、律所等中介进行投票选择。建立中介机构“黑名单”，定时更新，增强风险控制力度。

（二）对接境外投资者特点，试点采用国际化市场规则

我国债券市场不少环节都与海外市场存在差异，这直接导致境外投资者对中国规则不熟悉、按照内部风控制度难以落实投资策略等突出问题。结合近期调研情况，建议：

[43]2019年12月发布的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要（征求意见稿）》中规定，“在基准日之前已经卖出债券，该债券采取到期还本付息的，损失为投资者购买该债券所支付的金额与卖出该债券所得金额的差额”“在基准日之后卖出或者仍然持有该债券的，该债券采取到期还本付息的，每张债券的损失为投资者购买该债券所支付的平均价格与欺诈发行、虚假陈述揭露日至基准日期间该债券各个有效估值的平均值的差额”“欺诈发行、虚假陈述揭露日至基准日期间该债券无有效估值的，人民法院可以聘请第三方机构进行评估”。

一是可推动主管部门为境外投资者提供回购主协议的选择权。目前，全球回购主协议（GMRA）是国际通行的债券回购交易文本，目前签署该协议已成为国际市场惯例，并内化为广大投资机构的内控制度与业务流程，短期内要改变是比较困难的。按照我国规定，目前机构参与银行间市场回购需签署中国银行间市场交易商协会制定发布的《中国银行间市场债券回购交易主协议（2013）》——尽管该协议核心机制向 GMRA 等通行协议靠拢，但因相关法律规则及适用性、中英文文本差异等因素，使得广大国际投资者对该协议的认可度较低，不利于吸引境外投资者参与自贸区回购业务。建议允许境外机构在与注册于自贸区的金融机构开展交易时，可选择 GMRA（国际通用回购主协议）、ISDA（国际掉期与衍生主协议）或国内 NAFMII 主协议进行交易。即在回购业务方面，可选择 GMRA 或 NAFMII 回购主协议进行交易，在衍生品方面，可选择 ISDA 或 NAFMII 金融衍生品交易主协议进行交易，从而逐步提升其对国内规则的认可度。

二是可探索提供债券业务司法仲裁的选择机会。当事人原则上在上海金融法院、上海金融仲裁院进行判决或仲裁，但经境外主体与自贸区境内主体协商，可允许选择境外相关法院或仲裁机构。此举有利于盘活自贸区存量资金，从长期来看有助于推动我国境内市场相关制度与国际接轨。

三是试点推行境外机构投资者债券投资税收的代扣代缴机制，参考国际通行的由中央证券存管机构作为实施平台的惯例，我国可探索由中央结算公司具体实施。虽然目前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，但减免期限至 2021 年 11 月 6 日止。此后可参考国际通行的由中央证券存管机构作为税收代扣代缴平台的惯例，在上海率先开展相关试点。目前我国外债内用征收 10% 所得税和 6% 增值税，香港债券市场则没有此种税收，因此可通过税收方面的优惠措施进一步吸引国际投资者。

四是推动债券市场环境效益指标披露。随着可持续发展、企业社会责任、绿色金融等理念的逐渐深化，全球倡议和监管机构已开始要求投资者披露其投资组合中的 ESG（环境、社会和治理）信息。投资者在跨境交易中投资绿色债券、社会债券等创新产品时，正在面临越来越多的 ESG 信息披露要求。国内债券发行对此类信息披露不足。建议对标国际惯例，加快推动上海市、长三角其他省市、

乃至长江流域各地方政府债券、城投债等率先开展环境效益指标披露。在自贸区债券业务中，对于披露绿色债券环境效益指标^[44]的发行人，建议给与备案制试点发行额度等便利条件。

二、产品创新建议

中国经济正步入高质量发展的新时期，亟待充分激发“制度活力”，在创新组织、机制的基础上，紧密围绕国家重大发展战略与市场需求，在自贸区、新片区创设一批新的债券服务与产品业务，实现制度改革创新的成果向产品创新转化，着力推进功能、制度、机构、产品等系统化创新，为实体经济增长注入新的活力。

（一）对接“一带一路”投融资需求，试点发行丝路主题债券和资产证券化产品

2019年4月，习近平总书记在“一带一路”国际合作高峰论坛上指出：“我们将继续发挥共建“一带一路”专项贷款、丝路基金、各类专项投资基金的作用，发展丝路主题债券，支持多边开发融资合作中心有效运作”。6月，易纲行长在陆家嘴论坛上指出，“继续完善银行间外汇市场和债券市场，丰富外汇期权产品类型，扩大市场的参与主体，支持发展丝路主题债券”。建议依托自贸区加快推出相关产品，为“一带一路”项目提供融资服务。借鉴发达市场经验，支持构建自贸区债券后台对接多个前台的交易结算体系。

一是探索在自贸试验区试点发行丝路主题债券，推出丝路一般债券和丝路资产证券化等创新产品。其一，探索在自贸区发行“丝路主题债券”。发行主体可覆盖境内外“一带一路”建设各类主体（沿线国家/地区政府、国际金融组织、主权财富基金、金融机构、企业等），优先支持境内外开发性金融机构发行丝路主题债券，支持国家开发银行等机构依托中央结算公司跨境发行平台发行相关产品。其二，探索在自贸区发行丝路资产证券化产品。资产证券化产品涵盖企业

[44] 受中国金融学会绿色金融专业委员会（简称绿金委）委托，中央结算公司和中节能咨询有限公司共同承担、并在2019绿金委年会上成功发布课题《绿色债券环境效益信息披露制度及指标体系研究报告》。绿色债券环境效益信息披露指标体系介绍参见附录3。

ABS 及丝路贷款的信贷 ABS (CLO), 企业 ABS 优选沿线优质基建项目作为基础资产, CLO 优选“一带一路”专项贷款为基础资产。**其三**, 丰富投资者结构。建议依托自贸区债券业务广泛吸引沿线国家央行、主权财富基金和投资者配置相关产品。**其四**, 建议以人民币作为丝路主题债券主要的发行币种, 盘活境内外存量人民币资产。

二是借鉴“银登模式”, 试行穿透式信息披露机制。建议加强底层资产信息穿透, 加强市场自律与投资人风险甄别机制, 对一般债券的募集用途、企业 ABS 的基础资产项目运营及营收现金流情况、CLO 的底层资产的贷款资产池平均久期、逐笔贷款关键合同指标、资产池现金流回收情况等关键业务数据做脱敏处理后, 可要求发行人向二级市场投资者和中债金融估值中心披露资产支持证券的底层资产详细信息, 进一步提升 ABS 产品估值的精细化程度与二级市场的流动性。对于披露资产证券化产品底层资产信息的发行人, 鉴于相关数据信息已由主管部门、金融基础设施和投资者掌握, 信息披露较为透明、健全, 建议可给予备案制发行试点额度等便利条件。

(二) 对接长三角一体化建设, 强化债券服务实体经济功能

临港新片区总体方案明确, “支持境内外投资者在新片区设立联合创新专项资金, 允许相关资金在长三角地区自由使用; 境内投资者在境外发起的私募基金, 参与新片区创新型科技企业的融资, 凡符合条件的可在长三角地区投资等。”下一步, 建议落实相关要求, 依托自贸区推出相关产品, 为长三角地方政府、实体企业、金融机构等各类主体提供债券融资服务, 并配套推出金融衍生工具, 提高市场流动性, 满足市场成员风险管理需求。

一是试点推出长三角地方政府集合债券, 服务于长三角区域一体化项目融资。中央结算公司将着力为长三角区域一体化建设过程中债券融资业务提供全流程、专业化支持。在上海市帮助支持下, 配合支持三省一市做好在建、预建项目情况排选, 围绕在建、计划建设的重大基础设施项目、紧急项目、绿色发展项目、重点产业项目形成长三角区域一体化融资项目库。

二是建议拓展长三角政府债券柜台市场业务。可参考上半年推出的上海市、浙江省等地方政府柜台债举措, 其一是鼓励更多长三角地方政府债券跨省上柜发

行，其二是允许长三角地方政府集合债券在柜台市场交易、流通。这有助于拓展地方政府债券发行场所，提升地方债流动性；为社会居民提供安全、较高收益的理财产品，分享金融中心建设的果实；有助于凝聚社会力量支持上海国际金融中心建设，助力区域经济发展。

三是利用自由贸易（FT）账户体系，为长三角地区优质企业跨境贸易提供融资便利。长三角集聚了一批先进制造业企业，下一步可充分利用自贸试验区自由贸易账户体系，提高该类企业跨境贸易、资金融通的灵活度，探索债券跨境发行的创新融资安排。对同时存在境内与跨境融资需求的发行人，允许其在自贸试验区发行相应债券产品，实施分账户管理，实现资金在区内外自由调配。

四是配套推出金融衍生工具，相应拓宽衍生品交易参与者范围。可鼓励上海证券交易所、外汇交易中心、中国金融期货交易所等要素市场，针对长三角债券、民企债券、绿色债券等在岸及自贸区券种创设债券指数期权、指数期货、债券指数ETF、标准远期等金融衍生工具，提高市场流动性，满足市场成员风险管理需求。引导合格境外投资者规范参与衍生品交易，逐步拓宽衍生品交易参与者范围。在风险可控的前提下适当调整对参与衍生品交易的资质审查条件，加强跨境合作和协调，进一步丰富交易成员的结构。

三、服务创新建议

充分利用现有债券市场金融基础设施功能，支持、推动中央结算公司整合现有债券发行、托管、结算、担保品管理、金融估值等业务资源，将金融基础设施功能向自贸区、新片区拓展，对标国际构建覆盖区外银行间债券市场与自贸区债券业务、涵盖债券基础业务与增值服务的全方位、多层次的债券服务体系，以金融服务助推实体经济发展。

（一）深化金融基础设施职能，为中资企业外债提供后台服务

2019年11月8日，中央结算公司上海总部支持南京东南国资投资集团有限责任公司成功发行全球首单中国（上海）自由贸易试验区和境外债券。后续可在此单业务基础上，探索完善上海自贸区和境外债券业务体系。

近两年，中资企业外债发展迅速。根据相关调研，中资企业外债（例如中资

美元债)从承销机构到投资主体,仍以中资背景的机构为主,这在自贸区开展中资企业外债业务提供了可操作的市场基础。政策方面,境内企业在自贸区发行债券仍然属于外债的范畴,资质较好的企业可发行外债额度较高,不需对现行外汇政策作出突破,资本项下的资金汇回在符合外汇管理政策的规定下亦可实现;近期国际信用评级机构获批境内展业,对于提升投资者信心具有积极意义。

建议选择资质较好的境内企业探索在自贸区发行中资企业外债(包括中资美元债、人民币债券和其他币种债券),并由注册于自贸区的中央结算公司上海总部等登记托管机构提供综合支持。中央结算公司此前为首单自贸区债券提供托管结算服务,自贸区内金融基础设施准备就位;2019年11月,首单中国(上海)自由贸易试验区和境外债券成功发行,为此类业务打下良好基础。为有效防控风险,中资企业外债(包括中资美元债、人民币债券和其他币种债券)发行试点可由外汇管理部门提供1000-2000亿美元(其他币种按汇率换算)额度,随试点成熟再逐步扩大规模。

(二) 强化金融市场基准定价功能,支持面向全球金融市场的金融信息服务

一是可推动中债金融估值中心健全金融市场价格指标体系,更好发挥上海关键收益率(SKY)等作为市场基准利率优势条件,统筹建立金融市场利率监测预警机制。**二是**应加强面向全球金融市场的金融信息服务,与国际金融基础设施与指数公司开展金融估值业务合作,重点为“一带一路”沿线国家和地区对人民币投融资活动提供专业、高效的金融信息服务。**三是**建议发展“一带一路”债券指数和指数基金,健全丝路主题债券投资者结构,吸引境内外各类投资机构长期配置丝路主题债券,解决沿线基建项目的长期资金来源问题。**四是**建议借鉴中债指数ETF在台湾交易所挂牌的成功案例,推动债券市场更好支持人民币跨境业务。同时鼓励上海相关金融要素市场推出丝路主题债券指数ETF、指数期权等衍生品,提升境内外投资者参与程度,增加市场流动性、完善市场投资者结构。

(三) 丰富金融担保品功能,拓展人民币债券作为担保品跨境应用领域

切实发挥金融担保品作为金融市场“流动性中枢”与“风险管理阀门”功能,推动金融担保品的跨境合作与使用,进一步助力人民币国际化和中国债市开放。

一是充分发挥债券担保品金融基石的作用,提高市场效率。发挥债券担保品

作为金融市场“内在稳定器”作用，增强多层次金融市场服务功能，丰富金融市场产品和工具，发展三方回购、中央自动借贷、债券预发行等创新业务品种，完善金融资源配置能力和风险防控能力，促进资金融通，服务实体经济与普惠金融。

二是推动人民币债券作为担保品在“一带一路”沿线的跨境使用。在人民币国际化背景下，建议丰富人民币债券的跨境担保品使用场景，如使用人民币债券作为沿线多边贸易结算保证金、在自贸区内使用人民币债券作为“一带一路”专项贷款抵押物、使用人民币债券担保品为丝路主题债券发行提供增信支持。

三是进一步打通中英担保品跨境互认渠道。在中英跨国跨地区担保品互认框架下，推进与英国监管机构、协会组织、基础设施及市场机构的合作方案，以充抵衍生品交易保证金、参与回购市场交易等为具体业务场景落实跨境担保品产品设计，提升人民币债券在英国市场的适用度和接受度。在此基础上，积极推动人民币债券纳入国际合格押品池。

子报告：上海自贸试验区中资美元债业务方案探索

一、中资美元债发展现状

总体而言，中资企业外债发行经历了 2010 年至 2017 年的爆发增长，2018 年在政策收紧的环境下规模有所回落。中资美元债于 1993 年首次出现，但此后十几年发行数量均处于低位，每年发债只数为个位数，总发行金额在 20 亿美元以下。中资其他币种债券，包括以人民币、港币、新加坡元、欧元等币种计价的境外发行的债券，其在诞生初期的规模同样不大。自 2010 年起，中资企业外债发行规模才出现明显扩大。

2010 年至 2014 年，中资企业外债的融资规模与发行只数均放量增长，且增速逐年提高。这五年的中资外债增长主要得益于美、欧、日三大央行实行货币宽松政策、人民币汇率单边升值及境内流动性偏紧的大环境，国内企业受融资需求及境外低息环境吸引，前往海外市场发行外币债券。2010 年，中资美元债全年发行金融突破 100 亿美元，达到 131 亿美元，中资其他币种债券发行规模达 347 亿元；2014 年中资美元债与中资其他币种债券发行规模增速同时达到近五年来的顶峰，前者发行规模为 840 亿美元，后者规模达 1828 亿元。

2015 年，中资外债发行规模有所回落，主要由于国内降息降准政策释放了境内资金的流动性，同时受“8.11 汇改”人民币贬值影响，外债发行成本上升。

2016 年至 2017 年，得益于外债资金回流限制的放开，中资美元债的发行热情完全释放，以城投、房地产为主的美元债发行主体带动了中资美元债规模的全面放量，部分其他币债券发行需求被美元债需求代替。2017 年全年发行中资美元债 383 只，金额共计 2203 亿美元。

2018 年以来，监管机构对城投、房地产等重点行业的外债发行进行了一定限制，整体监管环境趋严，中资美元债发行规模回落，而中资其他币种债券的发行有所回升。

二、中资美元债政策环境梳理

中资美元债相关政策主要涉及发行审批和资金调用两个环节，分别由发改委和外管局监督管理，以合理管控外债风险。近年监管政策大致经历了由严放宽再趋严的过程。

（一）2015 以前：监管严格，境内企业境外融资以间接发债为主

1. 23 号文对境外融资监管严格

2015 年之前，境内企业直接发行美元债券适用的政策基于 2000 年 3 月《国务院办公厅转发国家计委，人民银行关于进一步加强对外发债管理意见的通知》（23 号文）。国务院办公厅 23 号文中，规范了对外发债的定义、对外发债的审批管理和对外发债的监督管理。审批管理中，明确了对发债资格的认定、审批和申请对外发债需要报送的材料。

1) 资格认定：对外发债实行**资格审核批准制**。境内机构（财政部除外）对外发债资格，由国家计委会同人民银行和有关主管部门，借鉴国际惯例进行评审后报国务院批准。**发债资格每两年评审一次**。具体管理办法另行制定。

2) 对外发债审批：在 23 号文下，境内机构在境外发债要经过国家计委、国家外汇管理局和国务院的共同审批。且境内机构对外发债后，仍要按照国家外管局的规定办理外债登记。

3) 申请对外发债需要报送的材料：

- ①最近 3 年的经营业绩、财务状况及相关财务报表；
- ②发债所筹资金的投向、用途；
- ③国家有关部门批复的项目可行性研究报告或利用外资方案，以及纳入国家利用外资计划的证明文件；以及其他要求文件。

除此之外，在**外债的监督**方面有两条约束：

- ①经国家批准后，在一定期限内，承销商和发行成本由境内发行人自主确定；
- ②发行条件和境外评级状况，需要报送国家计委和外管局备案。

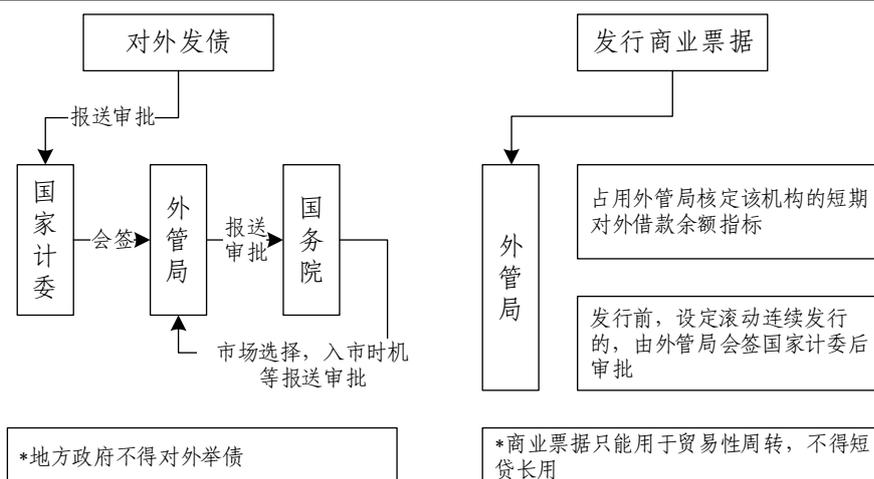


图1 23号文对对外发债的审批流程 (1/2)

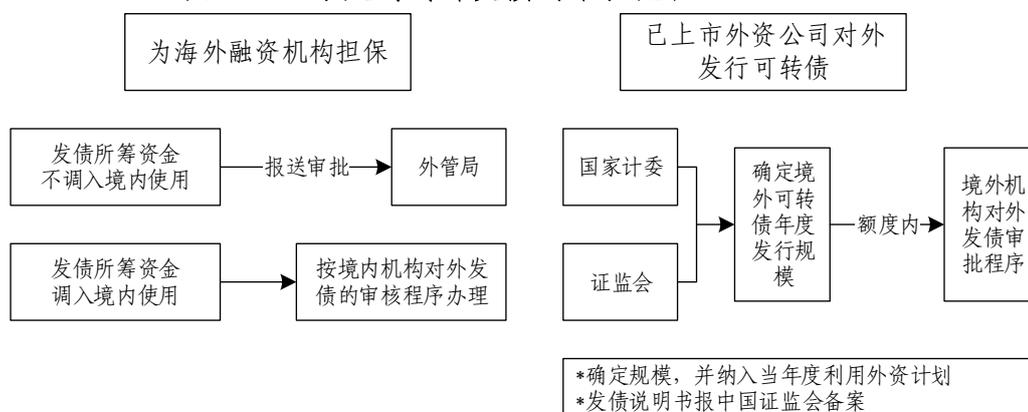


图2 23号文对对外发债的审批流程 (2/2)

2. 发债主体多采用间接发债方式

由于发行监管严格且门槛较高，企业多选择维好协议、跨境担保和红筹结构三种间接发债的方式。

维好协议：母公司约定为境外子公司提供支持，保证发行主体会保持适当的权益资金和流动性资金。例如在股权购买承诺（Equity Interest Purchase Undertaking，简称EIPU）的维好协议形式下，一旦发生违约事项，母公司承诺受托人，将购买境外子公司的股权，或为境外发行人提供额外流动资金。但不同于担保，维好协议下母公司是向其子公司注资，使子公司能够偿还债务，而不是以主债务人的身份直接向债权人偿债。

跨境担保方式：境内母公司向境外债券发行人提供跨境担保，根据《跨境担

保外汇管理规定》(汇发[2014]29号),若境内母公司为境外发债主体提供跨境担保,母公司需向相应外管局办理跨境担保外汇登记,并且该等发债募集资金无法流回至大陆使用,但在外管局发布了2017年3号文之后,跨境担保项下的资金可以回流境内使用。

红筹结构:主要资产和业务在中国境内,但境内权益被在英属维京群岛、开曼群岛等避税天堂设立的离岸壳公司所控制,中资房企多采用此结构发行美元债。

(二) 2015-2017年:境外发行政策逐步放宽,中资美元债大发展

1. 2044号文取消额度审批,实行备案登记制管理

2015年9月《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》(2044号文)正式实施,直接发行外币外债的限制被放开,改为由发改委统一管理,并且将间接发行外债也纳入监管范围。2044号文要求境内企业及其控制的境外企业或分支机构向境外举借1年期以上本外币债务,包括境外发行债券、中长期国际商业贷款等,须事前向发改委申请办理备案登记手续,并在每期发行结束后10个工作日内,向发改委报送发行信息。至此,企业直接发行外币外债被放开,监管方向从额度审批制改为向发改委备案登记制。

通知明确选择了部分实力较强、风险防控机制完善的省份和大型银行,作为扩大外债规模切块管理改革试点。试点的省份和银行,可不必报送国家发改委,直接报送试点省内发改委,程序进一步简化。其中,企业和金融机构,向试点省市发改委提出备案登记申请。央企和金融机构,及试点外地方企业和金融机构,则直接报送国家发改委。如果外债实际情况与备案登记情况差异较大时,应在信息报送时说明。恶意虚报的企业,国家发改委将其不良信用记录纳入国家信用平台。

说明:2044号文定义的外债,为境外举借的本币或外币计价的1年期以上债务工具,包括境外发行债券和中长期国际商业贷款。从流程上来看,由前期的额度审批,改为备案登记和信息报送两个流程。

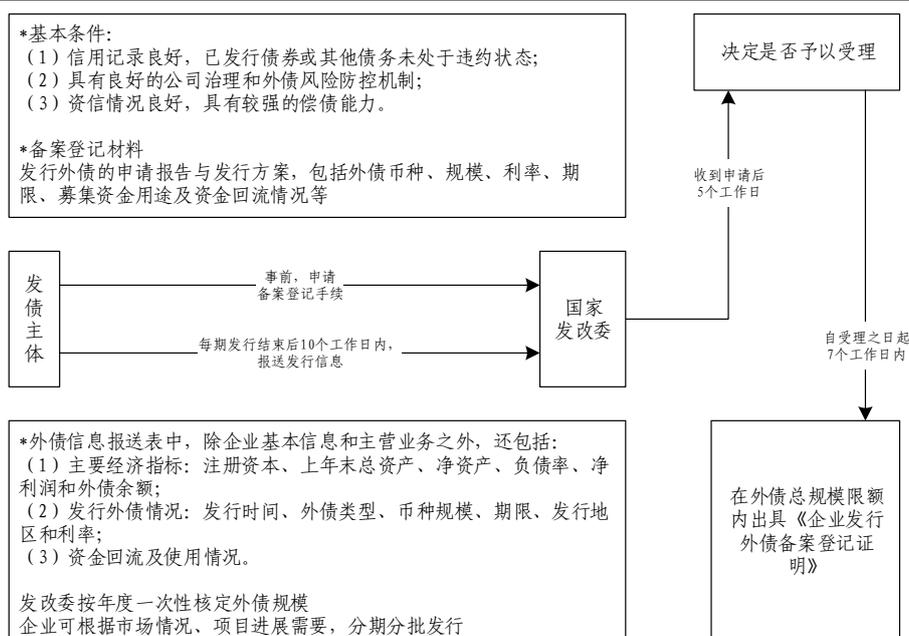


图3 2044号文对对外发债的审批流程

2. 132号文将全口径跨境融资推广至全国

2016年4月29日, 央行发布《关于在全国范围内实施全口径跨境融资宏观审慎管理的通知》(132号文), 将原先在自贸区试点的全口径跨境融资推广到全国范围内执行, 所有的国内企业(仅限非金融企业, 且不包括政府融资平台和房地产企业)和金融机构, 都可以通过“全口径”模式从境外融资。其中, 人民银行对27家银行类金融机构的跨境融资, 进行宏观审慎管理; 国家外管局对企业和27家银行类金融机构以外的其他金融机构, 进行管理。人行与外管局建立信息共享机制。区域性跨境融资创新试点设置1年的过渡期, 过渡期后统一按132号文模式管理。

在全口径跨境融资宏观审慎管理框架下, 金融机构和企业在上限内自主开展本外币跨境融资不再需要审批, 对企业和金融机构跨境融资的要求为: 跨境融资风险加权余额 ≤ 跨境融资风险加权余额上限。满足以上限额要求, 也是后续企业和金融机构持续进行跨境业务的前提。此外, 外商投资企业和外资金融机构, 可以在现行跨境融资管理模式和全口径模式下, 任选一种模式适用, 一经选定, 原则上不再更改。

132 号文在募集资金使用方面并未做过多的限制，“企业融入外汇资金如有实际需要，可结汇使用”。根据此规定，企业融入的外汇资金可以结汇使用，可用于自身的生产经营活动，并符合国家和自贸区产业宏观调控的方向。而金融机构可用于补充资本金，但若需要结汇，则需要外管局批准。

3. 16 号文等加快境外融入资金向境内流入

2016 年 6 月 9 日，外管局发布《关于改革和规范资本项目结汇管理政策的通知》（16 号文），其一是将企业外债资金结汇管理方式推广至全国，境内企业（包括中资和外商投资企业，不含金融机构）外债资金，均可按照意愿结汇方式办理结汇手续。其二是统一境内机构资本项目外汇收入意愿结汇政策。已经明确实行意愿结汇的资本项目外汇收入有外汇资本金、外债资金和境外上市调回资金等，这部分可根据机构需要，办理结汇。以上两条通知意味着，企业通过境外融入的资金、以及资本项目的外汇收入，均可在企业需要时，进行结汇，且额度没有限制；大幅提升境外融入资金的适用范围和灵活性；可视为鼓励企业在境外进行融资。

4. 2017 年 9 号文全口径跨境融资宏观审慎管理具体规定出台

2017 年 1 月 13 日央行发布《关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》（9 号文），扩大了境内企业扩大跨境融资杠杆率，一般企业由原境内机构净资产 1 倍扩大到 2 倍，银行类法人金融机构和外国银行境内分行为 0.8 倍净资产，意味着企业可以从境外融入更多资金。此外，发改委分别于 2016 年 6 月和 2017 年 4 月发布部署年度企业外债规模管理改革试点工作第一批和第二批名单，第一批试点企业共 21 家，包括开发银行等 7 家国有银行、中国人寿等 3 家非银机构和华为公司等 11 家企业，第二批 11 家，试点企业在年度外债规模内可灵活把握发债时机，自主选择发债时间和发债批次，境内外统筹使用外债资金。

2017 年 1 月 26 日，外管局发布《国家外汇管理局关于进一步推进外汇管理改革完善真实合规性审核的通知》（3 号文），首次明确债务人可通过向境内进行放贷、股权投资等方式，将担保项下资金直接或间接调回境内使用，境内企业采用内保外贷方式境外发债不再受资金回流限制，内保外贷形式的境外发债限制进一步放松。

整体而言，15年至17年对企业境外发债的政策逐步放宽，从发行到资金结汇均有所放松。

（三）2018年：境外发债监管趋严

2018年4月以来，出于控制外债风险和配合国家房地产行业 and 地方政府债务监管政策的考虑，企业境外发债政策略有收紧。

4月19日，国家外汇管理局在国务院新闻办公室就18年一季度外汇收支情况举行新闻发布会，强化了对重点领域、重点行业借用外债的管理，例如，**除有特殊规定外，房地产企业、地方政府融资平台不得借用外债。**

5月17日，发改委和财政部联合发布《**关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知**》，通知强调了融资的可行性等要求，明确了责任义务。虽然关于此项政策主要是针对近两年部分房地产和城投平台外债发行规模有所增加、申请备案登记的外债规模偏大与自身实力不相匹配的问题，但是其他企业也不免受到更强的监管和规范。

5月18日，发改委发布《**国家发展改革委约谈违规发行外债的有关企业和中介机构**》，发改委有关负责人提到拟对境外发债违规企业实行“三次警示”方式，对三次违反2044号文相关规定的企业实行暂停有关企业的境外发债备案登记和有关中介机构参与发行外债，并约谈8家境外发债未备案企业，给予监管警示，对于部分想境外发债但资质较差的企业审核条件可能趋严。

6月27日，发改委提出：“其一，房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约，其二，限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金等，并要求企业提交资金用途承诺”这两点说明。

2018年6月底，发改委有关负责人就《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》提到，“目前境外发债主体结构有待进一步优化，比如地方城投公司评级整体较低，房地产企业境外发债规模增长较快等，企业境外发债风险防控需要加强，部分企业自身资信情况一般，外债偿还能力受到关注”。

三、中资美元债发行模式及流程

（一）发行模式

从发行模式角度而言，境内企业前往境外市场发债主要通过运用直接发行、间接发行、红筹结构发行三种模式。

直接发行：境内发债主体直接在境外市场发行中资外债，此方式不要求境内注册的发行人在境外注册子公司。然而，此发行方式募集的资金经汇兑后主要用于境内项目或再融资需求，募集资金面的使用灵活度与资金回流政策直接挂钩，存在政策风险。

间接发行：间接发行模式分为直接跨境担保和维好协议两部分。在直接跨境担保模式下，外债发行主体为境内母公司的境外子公司，由于 2017 年 3 号文放开了跨境担保模式下的资金回流方式，内保外贷成为间接发行中资外债的主要模式。维好协议指的是，境内企业与境外发行人之间签订协议，由境内企业承诺至少持有一定比例的境外发行人的股份，并为其提供流动性支持，保证其资产、所有者权益及流动资金不会因外债发行行为受到过大冲击。维好协议原本是为了绕开 2014 年 29 号文规定“不允许内保外贷募得资金在资本项下流入”而产生的规避“担保”架构，并非法律意义上的跨境担保，法律效力有所欠缺，且在资金回流限制放开后，失去了资金回流优势，反而相较于直接进行内保外贷有更高的成本。

红筹架构发行：红筹企业，指的是控股公司为境外企业，而主营业务和资产均在境内的中国企业。红筹企业的外债发行可以以境外控股主体为发行人，也可以成立特殊目的公司（SPV），有境内公司对境外 SPV 进行担保，从而进行发债。

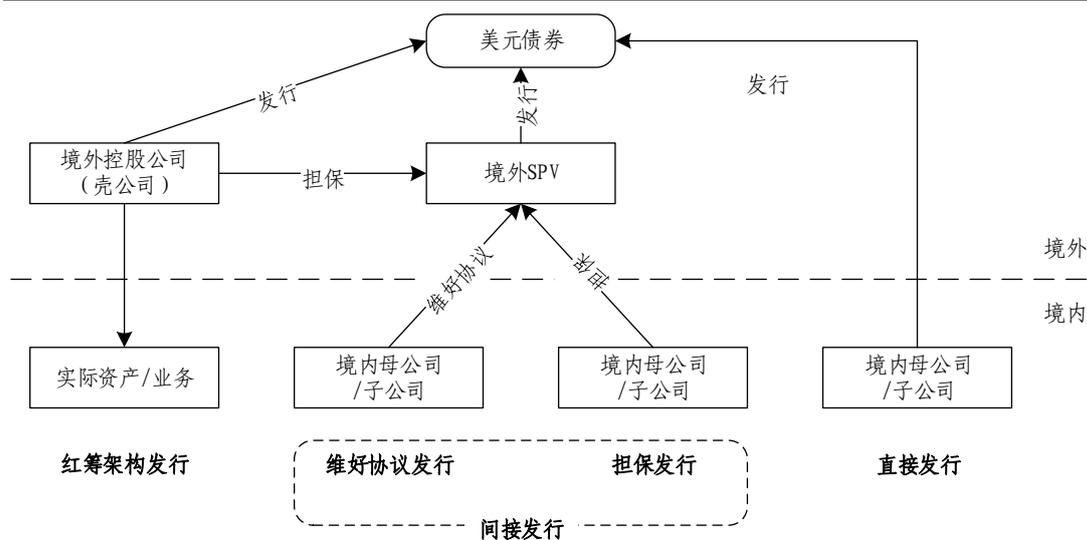


图 4 中资美元债发行模式

(二) 境外监管要求

目前，中资企业在美国发债所要遵循的规则主要有三种，分别是 Reg S 规则、114A 规则和 SEC 注册规则。其中，Reg S 和 114A 规则属于私募发行方式，SEC 注册规则属于公开发发行方式。

1. SEC 注册规则

由于 SEC 注册规则属于公募发行规则，美国对所有的公募证券发行均采用注册制，所面对的投资者包括全球机构投资者以及美国个人投资者，发行要求严格，信息披露完整。

SEC 注册主要遵循美国 1933 年颁布的《证券法》，其中规定，除非证券的销售或推销经过 SEC 注册或得到豁免，否则任何人不能进行该证券的销售或推销活动。公募发行的注册标的是对特定证券的销售以及推销行为，已注册的行为一经发生，则注册失效。若对同一证券需要进行再次销售或者推销，则需再次进行注册。

在《证券法》规定的注册程序下，证券发行所涉及的企业首先要向 SEC 递交注册说明书，根据要求披露规定的信息。SEC 根据所建立的标准判决是否审查该注册。若该注册不需要被审查，则该注册说明书将会根据企业在指定的时间点

生效，该证券可以进行公开销售。在 SEC 判定注册说明书需要审查的情况下，又可分为有限审查和全面审查两种情况，其中全面审查指的是 SEC 从会计披露和法律披露角度完整审查注册说明书内容，而有限审查仅从注册说明书的某一个方面进行审查。一般而言，大多数注册说明书都会受到 SEC 全面审查。SEC 审查完成后，会根据相关标准提出修改意见，在注册说明书修改合规后生效。由于注册说明书要求信息披露全面，涉及内容详尽，从首次递交注册说明书到整个注册流程的完成，往往需要两至三个月时间，对发债企业带来不小的时间成本。

在信息披露方面，SEC 注册规则主要遵循由 1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》、2002 年《萨班斯-奥克斯利法》所构建的适用于整个证券市场的信息披露规则，即 S-X 规则和 S-K 规则。其中 S-X 规则规定财务信息披露，S-K 规则规定非财务信息披露。主要涉及的披露内容有募集说明书、年度财务报告、中期财务报告、季度财务报告和临时公告等。此外，SEC 要求企业在信息披露时填写 SEC 注册表格，内容包括企业信息、投资者信息等。

2013 年 5 月，中海油通过 SEC 注册方式发行了 10 年期 20 亿美元债，票面利率为 3.0%，票息水平极低，融资规模大时间长。

2. 144A 规则

1933 年《证券法》对销售私募发行证券行为的注册进行了豁免。虽然《证券法》对私募证券在注册阶段进行了豁免，但在转售的时间、对象方面做出了限制。虽然对私募证券转让的种种限制目的是为了防止通过私募证券的转让行为达到公开发行的目的，但该方面的限制导致私募证券市场的低活跃性。

144A 规则由 SEC 在 1990 年出台，主要内容是放宽私募证券的转让限制，目的是增强私募证券市场的流动性。144A 规则的具体内容在于，允许合格投资者之间针对非交易所交易的证券进行不受注册限制、数额限制、交易对手数量限制的交易，即在合格投资者之间进行私募证券的销售不在被视作“发行”行为的一部分。

通过 144A 规则发行的债券主要面向美国境外机构投资者及美国境内合格投资者。在投资者的要求下，债券发行人需要披露的信息包括：发行人的业务性质和主要产品、最近两年内经审计的资产负债表、损益表和留存收益表。报表并不

需要使用 GAAP 准则，但需要标明所用会计准则与 GAAP 准则之间的重大差异。144A 对于信息披露的要求相对有限，并不会给债券发行人带来额外的信息披露成本。

3. Reg S 规则

Reg S 与 144A 同属于非公开证券发行规则，制度的大体特征与 144A 相近，但与 144A 不同的是，通过 Reg S 规则发行的私募证券只能面向美国境外机构投资者发行，即所发行的债券属于离岸债券。

由于 Reg S 规则下的债券，不允许向美国境内投资者发行，在信息披露要求方面相较 SEC 注册规则和 144A 规则更为宽松。

表 1 美元债券境外监管要求

	Reg S	144A	SEC 注册发行
投资者	美国本土以外的机构投资者	欧洲及亚洲机构投资者、美国和各机构投资者	全球机构投资者、美国个人投资者
审批	无需审批	无需审批	无需审批
适用	通常应用于中小国美元发行	全球发行	全球发行
先例	中国海外	进出口银行、中石油	国开行、百度、中海油
年限	3-10 年	5-30 年	5-30 年
发行规模	2-10 亿美元	5-30 亿美元	5-60 亿美元
发行利率	最高	中间	最低
发行所需时间	约 6 周	约 8 周	约 8 周
会计报表要求	不需适用美国会计制度；不需列出本地准则和美国准则的重大差异	不需适用美国会计制度；必须列出本地准则和美国准则的重大差异	不需适用美国会计制度；必须列出本地准则和美国准则的重大差异
披露义务	最宽松 较少的披露义务；较简化的尽职调查	介于二者之间需要 SAS 72 式有反面保证的安慰函，需要 10b-5 法律意见	最严格 需要遵循 1933 证券法披露义务，1934 证券法持续性披露义务
评级	一般需要两家评级机构的评级	一般需要两家评级机构的评级	一般需要两家评级机构的评级
发行效率及规模比较： 1. Reg S 发行效率最高，但募集规模受限；144A 发行方式面向合格投资者，规模高于 Reg S 规则；SEC 注册制募集规模最大、范围最广，但流程相对复杂。 2. 美元债的发行均无需审批，只需要按照相关规定进行信息披露即可，发行程序极大简化。 3. 对于中资美元债融资而言，除了需要遵循美元债一般的发行模式外，更主要的是还需遵守境内的相关政策和规定。			

(三) 发行程序

1. 发改委、外管局备案流程

根据 2015 年 9 月发改委发布的《国家发展改革委关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》(2044 号文)所规范的制度体系下,企业需要在发改委和外管局进行包括办理备案登记手续、债券发行、报送发行信息和外债登记四个主要环节。有外债发行的经控企业首先向发改委办理备案登记手续,提交发行外债的申请报告与发行方案,包括外债币种、规模、利率、期限、募集资金用途及资金回流情况等。国家发改委于 5 个工作日内决定是否予以受理,并自受理日期 7 个工作日内出具《企业发行外债备案登记证明》。此后,外债发行企业进行债券的定价与发行,在发行结束后的 10 个工作日内向国家发改委报送发行信息,并在外管局进行外债登记。

2. 主要发行流程:

基本流程涉及 5 个环节,一般耗时 6-12 周

中资美元债的发行流程一般包括指定中介机构、启动项目、准备发行文件、路演与定价、发行与簿记五个环节。理论耗时 6-8 周,实际耗时约 6-12 周,具体项目会存在进度差异。

1) 指定中介机构:在债券发行的第 1 周初选聘法律顾问,通知审计师发债事宜,并选择受托人、上市代理和印刷商。参与中介一般包括承销商、国际发行人律师、国际承销商律师、中国发行人律师、中国承销商律师、评级机构(如需要)、审计师、信托银行和印刷商。

2) 启动项目:召开启动大会并启动业务、法律、财务等方面的尽职调查,联系评级机构并准备评级说明材料,一般在第 1 周完成。企业也可在此阶段初步接触潜在投资者,为后期销售策略制定做准备。

3) 准备发行文件:包括展开尽职调查,草拟募集说明书、安慰函、法律意见书、条款协议、代理协议、认购协议等文件,召开评级机构说明会,草拟路演演示材料及投资者问题等具体工作。一般在债券发行的第 2 周至第 6 周完成。

4) 路演与定价:包括安排路演及投资者会议、录制网上路演、刊印和分发发行通函、公布交易、路演、公布交易前尽职调查、定价及签署等细项。一般在

债券发行的第7周完成。

5) 发行与簿记: 包括发行通函定稿、投资者认购、结算前尽职调查、提交法律意见、结算及交割等具体工作。一般在债券发行的第8周完成。

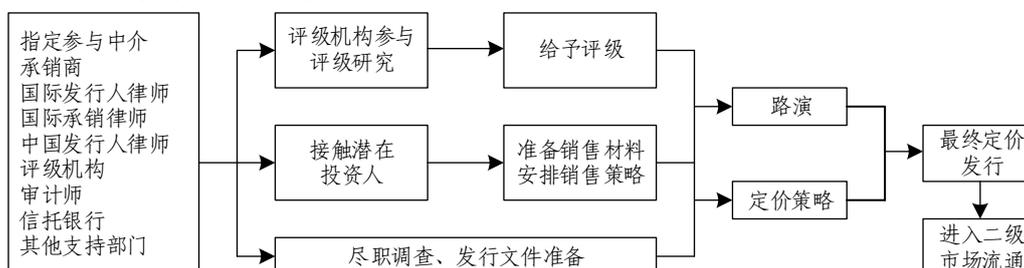


图5 中资美元债发行流程

四、上海自贸区中资美元债业务展望

(一) 中资美元债发行动因

2015年海外发债政策放宽后，中资美元债发债规模快速增长，结合前述分析，这一时期中资美元债发行的动机可以概括为以下四方面：

一是政策便利。2044号文件出台后，监管部门在发行、跨境资本流动等多方面给予了海外债券融资便利。相较于国内债券融资，中资美元债在监管审批环节具备更多优势，对于低资质的发行主体也更加友好。

二是借新债还旧债的再融资需求逐渐增大。随着中资美元债存量规模逐渐放大、部分美元债陆续进入偿还期，不少中资企业所面临的还款压力逐渐增强，通过新发美元债举借新债偿还借债的愿望较强，进一步推高了中资美元债在近年的发行规模。

三是发债资金回流对冲资本外流现象。2016年16号文等发布后，政策有意支持境外融入资金向境内流入，以应对资本外流压力。尤其对于各地方政府而言，通过发行城投美元债，回流的美元一定程度上对冲了各地资本外流的问题，出于政绩等方面因素的考量，发行中资美元债得到了较多鼓励。大部分城投美元债融资成本高于国内融资成本，也反映了地方政府对利率较不敏感的特征。

四是企业战略考虑，多元化币种化负债，合理运用融资工具，降低综合财

务成本和汇兑损失。例如房地产等面临国内融资环境恶化的行业，发行美元债成为重要的融资渠道，而融资成本并不是首要考虑因素。美元债融资的便利性为这类企业获取营运资本提供了渠道，但由于境外评级缺失或境外评级普遍低于境内评级，使得中资企业境外融资成本较高，盈利能力较弱的行业发债动力有所减弱。而像银行等信用评级较高的发债主体，其发债动机更多的是充分利用融资工具优化资本结构。

（二）中资企业外债风险分析

2010 年以来，在内外因素的多重影响下境内企业前往境外市场发债规模不断扩大，为中国企业带来了新的机遇与风险。虽然国内对中资企业在境外发债的监管总体趋于放开，但发行外债的中资企业仍需面对金融政策、政治环境变化所带来的不确定性。面对这种不确定性，应当关注外债发行主体的还本付息压力以及再融资能力。

本报告以中资美元债为测算标的，通过计算未来十年的存量美元债的本息偿付额，来分析外债发行的境内主体的还本付息能力。2019 年至 2023 年将迎来存量美元债的到期高峰，每年需偿付本息分别为 1422 亿、1540 亿、1588 亿、1122 亿、832 亿美元。总体而言，在未来几年中，中资企业每年需要偿还的存量美元本息金额均小于 1600 亿美元，基于我国政府 3 万亿美元的外汇储备来计算，仅占外汇储备的 5%左右。

对标 1997 年金融危机前的其他亚洲经济体的短期外债占政府外汇储备比例，1993 年至 1997 年，印度尼西亚的短期外债占政府外汇储备比例有 159.7%升至 217.1%、韩国由 199.1%升至 751.6%、马来西亚由 25.5%升至 71.9%、菲律宾由 107.7%升至 162.3%、泰国由 92.5%升至 133.1%。通过数据对比可知，中资企业的外债规模占政府外汇储备水平仍处于较低水平，宏观角度而言不构成系统性风险。

值得注意的是，从微观角度看，目前中资企业在境外发债过程中，信用评级缺失现象仍然比较严重，发行债券后负债率提升，可能导致再融资不确定性风险。此外，面对近年来的中资外债发行飙升，大多数中资企业在外债管理方面的技术并没有同步提升。由于境外市场的法律法规与境内有所差别，尤其在债券违约、

债券回购等方面的规则不同可能导致外债发行企业不能有效处理相关问题,从而对企业的稳定性、可持续性 & 盈利能力带来非系统性风险。

(三) 上海自贸区中资美元债业务可行性分析

在上海自贸区探索为中资美元债提供支持,对于上海国际金融中心建设具有重要意义。一方面,上海作为国际金融中心,有能力在风险可控的条件下开展中资美元债发行试点。自改革开放以来,上海走在金融政策改革前列。作为我国金融改革的“试验田”,上海在自贸区金融机构市场准入、利率市场化、跨境资金使用、自由贸易账户等方面有丰富的试点经验,且取得了一定的实质性进展。在债券市场配套措施方面,上海汇聚了包括中央结算公司、中国外汇交易中心、上海清算所等在内的债券发行、交易、登记、托管、清算机构,具有完善的专业功能。此外,上海作为中国人民银行第二总部所在地,有利于中国人民银行对新金融政策所带来的风险进行有效监控。债券市场配套措施的完善,使得上海自贸区完全有能力承载中资外债在自贸区内的发行;金融政策试验风险的有效可控,是资本项目自由兑换稳健推进的前提保证,也是未来进一步扩大相关政策适用范围的坚实基础。另一方面,在上海自贸区探索中资美元债发行有助于境内各类主体分享业务链条中的收益,一是为上海金融要素市场的各类机构提供中资美元债从发行、托管、结算等业务链条上的业务机遇,二是境内发行人能够有效降低路演费用等发行成本。

在上海自贸区探索中资美元债业务,具有坚实的政策、市场、配套设施基础。从近年中资美元债业务的发展情况来看,根据相关调研,中资美元债业务从承销机构到投资主体,仍以中资背景的机构为主,这为在自贸区开展中资美元债业务提供了可操作的市场基础。政策方面,境内企业在自贸区发行债券仍然属于外债的范畴,资质较好的企业可发行外债额度较高,不需对现行外汇政策作出突破,资本项下的资金汇回在符合外管政策的规定下亦可实现。基础设施服务方面,此前已有第一单自贸区债券业务,托管结算机构在自贸区展业已有良好的前期经验。债券评级方面,近期,我国允许国际评级机构境内展业,对于提升投资者信心具有积极意义,一方面可以为中资企业提供更为友好的评级环境,减轻不必要

的外债发行成本,另一方面更为合理的债券评级有助于增添境外投资者投资包括中资美元债、中资人民币债以及中资其他币种债券在内的中资外债的热情。

综上,在自贸区推出外币债券业务的各方面条件均已较为成熟,建议选择资质较好的境内企业近期探索在自贸区发行中资美元债,并由境内登记托管机构提供综合支持。在具体的发行安排上,可仍以发改委与外管局的备案制为政策基础,对标 Reg S 与 144A 私募债券发行规则,制定符合境外投资者投资习惯的债券投资发行条例,重点关注债券发行的“事中及事后管理”,强调债券发行主体的信息披露准确性,给予自贸区内中资企业及区外境内企业适当的债券发行自由度,同时将风险限制在可控范围内。发行人方面,可以拓宽自贸区内债券发行的主体范围,将实际债券发行主体由国内企业拓宽至境内外的所有企业。通过企业进行评级,可考虑将达到投资级(S&P 评级 BBB-以上)的主体认定为合格发行人。

参考文献

- [1]曹萍, 美国公司债券发行制度分析[J]. 浙江工商大学学报, 2013(04), 89-97.
- [2]陈代娣, 陶丽博. 美国信用评级机构监管法律制度介绍及启示[J]. 债券, 2012(10), 31-37.
- [3]戴贇. 美国债券市场信息披露制度研究[J]. 债券, 2012(01): 60-63.
- [4]李文. 英国债券市场的信息披露: 制度、标准与经验借鉴[J]. 金融市场研究, 2013(08), 129-136.
- [5]刘裕辉, 沈梁军. 境内外证券市场投资者赔偿补偿机制比较研究[J]. 证券市场导报, 2017(08): 13-19.
- [6]马洪雨. 蒋学跃. 美国储架注册发行制度变迁及借鉴[J]. 证券市场导报, 2012(09): 4-10+15.
- [7]施琍娅. 上海自贸区金改再回顾[J]. 金融博览, 2018(11): 10-13.
- [8]尤婧, 顾文达. 虚假陈述民事赔偿责任中的损失认定与计算规则研究[J]. 证券法苑, 2017, 23(05): 423-438.
- [9]赵英杰, 张亚秋. JOBS 法案与美国小企业直接融资和监管制度变革研究[J]. 金融监管研究, 2014(02): 88-104.
- [10]周晓刚. 美国证券发行注册豁免制度研究[J]. 证券市场导报, 2001(04): 41-47.
- [11]中伦律师事务所. 境内债券发行法律实务要点及债券违约特征分析. 访问时间: 2017-01-22. <http://www.zhonglun.com/Content/2017/01-22/1545082617.html>, <http://www.zhonglun.com/Content/2017/01-22/1549270140.html>
- [12]Marc Labonte. Who Regulates Whom? An Overview of the U.S. Financial Regulatory Framework[R]. Congressional Research Service, 2017.
- [13]A Practical Guide to Listing Debt in London[EB]. London Stock Exchange.

[14]Tim Hayter. Assessing the US Private Placement Market from a Corporate Perspective[R]. ACT International Treasurer's Handbook 2010, 2010, 56-59.

[15]International Securities Market[EB]. London Stock Exchange.

[16]International Securities Market Rulebook[EB]. London Stock Exchange.

[17]A Guide to Listing on London Stock Exchange[EB]. London Stock Exchange.

[18]Admission and Disclosure Standards[EB]. London Stock Exchange.

[19]Report to Congress on Assigned Credit Ratings[R]. US Securities and Exchange Commission, 2012.

[20]Alternative Compensation Models for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations[R]. United States Government Accountability Office, 2012.

附录 1：境外融资和发债政策汇总

时间	机构	文件	主要内容
2000年3月	央行	《国务院办公厅转发国家计委, 人民银行关于进一步加强对外发债管理意见的通知》(国办发[2000]23号)	对外发债实行资格审核批准制。境内机构(财政部除外)对外发债资格, 由国家计委会同人民银行和有关主管部门, 借鉴国际惯例进行评审后报国务院批准。发债资格每两年评审一次。境内机构(财政部除外)对外发债, 经国家计委审核并会签国家外汇管理局后报国务院审批。国务院批准后, 市场选择、入市时机等由国家外汇管理局审批。地方政府不得对外举债。境内机构为其海外分支机构境外发债进行融资担保, 发债所筹资金不调入境内使用的, 由国家外汇管理局按现行有关规定审批; 若发债资金调入境内使用, 按境内机构对外发债的审批程序办理。境内机构对外发债后, 要按照国家外汇管理局的规定办理外债登记。
2003年1月	发改委、财政部、外管局	《外债管理暂行办法》(国家发展计划委员会、财政部、国家外汇管理局令第28号, 2003年3月1日起施行)	国家根据外债类型、偿还责任和债务人性质, 对举借外债实行分类管理。国家对境内外资金融机构举借外债实行总量控制。境内机构不得为非经营性的境外机构提供担保。境内机构对外签订借款合同或担保合同后, 应当依据有关规定到外汇管理部门办理登记手续。担保人按照担保合同规定需要履行对外代偿义务时, 应当到外汇管理部门办理对外担保履约核准手续。未经外债管理部门批准, 境外中资企业不得将其自身承担的债务风险和偿债责任转移到境内。
2010年7月	外管局	《国家外汇管理局关于境内机构对外担保管理问题的通知》	企业可对持股或间接持股公司提供对外担保。
2012年5月	发改委	《国家发展改革委员会关于境内非金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券有关事项的通知》(发改外资[2012]1162号)	境内非金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券应符合下列条件: 具有良好的公司治理机制; 资信情况良好; 具有较强的盈利能力; 筹集资金投向应主要用于固定资产投资项目, 并符合国家宏观调控政策、产业政策、利用外资和境外投资政策以及固定资产投资管理规定, 所需相关手续齐全; 已发行的所有企业债券或者其他债务未处于违约或者延迟支付本息的状态; 最近三年无重大违约违规行为。自核准之日起60个工作日内须开始启动实质性发债工作。核准文件有效期1年, 有效期内须完成债券发行。
2013年5月	外管局	《外债登记管理办法》(汇发[2013]19号)	对于境内企业在外直接和间接发债且募集资金以债权的方式调回境内供企业使用, 需要按有关规定在所在地外汇管理局办债签约登记手续。“外商投资企业借用的外债资金可以结汇使用。除另有规定外, 境内金融机构和中资企业借用的外债资金不得结汇使用”, “短期外债原则上只能用于流动资金, 不得用于固定资产投资等中长期用途”, “结汇后人民币资金不能用于偿还境内金融机构发放的人民币贷款”。
2014年5月	外管局	《跨境担保外汇管理规定》(汇发[2014]29号)	境内主体提供跨境担保的, 需要根据要求办理内保外贷签约登记。

上海财经大学中债国际研究所

2015年9月	发改委	《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》(发改外资[2015]2044号)	直接发行外币外债的限制被放开,但由发改委统一管理,并且将间接发行外债也纳入监管范围,要求境内发债主体事前向发改委(或外债规模切块管理改革试点的地方发展改革部门)办理备案登记手续,并在每期发行结束后报送发行信息。
2016年4月	央行	《关于在全国范围内实施全口径跨境融资宏观审慎管理的通知》(银发[2016]132号)	企业融入外汇资金如有实际需要,可结汇使用。
2016年6月	发改委	发展改革委部署2016年度企业外债规模管理改革试点工作(第一批)	包括开发银行等7家国有银行、中国人寿等3家非银机构和华为公司等11家企业作为第一批试点企业。鼓励试点企业境内母公司直接发行外债,适当控制海外分支机构和子公司发行外债。股利外债资金回流结汇,由企业根据需要在境内外自主调配使用。
2016年6月	外管局	《关于改革和规范资本项目结汇管理政策的通知》(汇发[2016]16号)	一是全面实施外债资金意愿结汇管理,企业可自由选择外债资金结汇时机。二是统一境内机构资本项目外汇收入意愿结汇政策。三是明确境内机构资本项目外汇收入及其结汇资金的使用应符合外汇管理相关规定,对资本项目收入的使用实施统一的负面清单管理模式,并大幅缩减相关负面清单。四是进一步规范资本项目收入及其结汇资金的支付管理,明确银行按照展业三原则承担真实性审核义务。五是外汇局加强事中事后管理,进一步强化事后监管与违规查处。
2017年1月	央行	《关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》(银发[2017]9号)	一是,进一步扩大了境内机构全口径跨境融资的额度,由原境内机构净资产1倍扩大到2倍,这将使得境内企业可以从境外融入更多资金。二是,内保外贷按照20%纳入银行跨境融资风险加权余额计算,此前该业务需全额占用。
2017年1月	外管局	《国家外汇管理局关于进一步推进外汇管理改革完善真实合规性审核的通知》(汇发[2017]3号)	明确允许内保外贷项下资金调回境内使用。债务人可通过境内进行放贷、股权投资等方式将担保项下资金直接或间接调回境内使用。银行发生内保外贷担保履约的,相关结售汇纳入银行自身结售汇管理。
2017年4月	发改委	国家发展改革委启动第二批企业外债规模管理改革工作	国家发展改革委确定中国石化、国家电网、招商局集团、中国建筑、中信集团、工银金融租赁、民生银行、浦发银行、招商银行、北京控股、复星集团等企业作为2017年度外债规模管理改革第二批试点企业。
2017年6月	发改委	《企业境外发行债券风险提示》	对发行外债不履行备案登记的相关企业,将考虑纳入国家信用信息平台不良信用记录和联合惩戒信息平台
2018年2月	保监会、外管局	《中国保监会 国家外汇管理局关于规范保险机构开展内保外贷业务有关事项的通知》(保监发[2018]5号)	保险集团(控股)公司开展内保外贷业务,可以向境内银行提供反担保。保险公司开展内保外贷业务,可以通过其所属的保险集团(控股)公司向境内银行提供反担保。保险机构通过内保外贷业务融入资金仅用于特殊目的公司的投资项目,且符合中国保监会、国家外汇局关于保险资金境外运用的相关政策。保险机构通过内保外贷业务开展境外投资,应当遵循穿透原则,确定投资项目或投资项目的底层资产所属的大类资产类别。

人民币国际化背景下自贸区债券业务发展定位与举措研究

2018年5月	发改委、财政部	《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》	拟举措中长期外债企业要实现实体化运营，依法合规开展市场化融资，充分论证发行外债的必要性、可行性、经济性和财务可持续性，同时依托自身资信状况制定外债本息偿付计划，落实偿债保障措施。严禁企业以各种名义要求或接受地方政府及其所属部门为其市场化融资行为提供担保或承担偿债责任，切实做到“谁用谁借、谁借谁还、审慎决策、风险自担。”
2018年5月	发改委	《国家发展改革委约谈违规发行外债的有关企业和中介机构》	拟对境外发债违规企业实行“三次警示”方式：如初次发现企业发行外债有未事先办理备案等违反2044号文有关规定的行为，约谈企业和承销商、律所等中介机构，并在官网发布相关警示公告；如再次发现违规行为，则在官网点名警示违规企业和有关中介机构，通报其违规行为；如第三次发现违规行为，则会同有关部门对有关企业和中介机构进行问责，暂停有关企业的境外发债备案登记和有关中介机构参与发行外债。
2018年11月	发改委	《国家发展改革委办公厅关于境内外资银行申请2019年度中长期外债规模的通知》（发改办外资[2018]482号）	外国银行各境内分行2019年度中长期外债规模可相互调剂使用，调剂情况由境内主报告行抄报我委备案。
2019年3月	外管局	《跨国公司跨境资金集中运营管理规定》（汇发[2019]7号）	实施外债和境外放款宏观审慎管理。跨国公司可根据宏观审慎原则，集中境内成员企业外债额度和（或）境外放款额度，并在集中额度的规模内遵循商业惯例自行开展借用外债业务和（或）境外放款业务。大幅简化外债和境外放款登记。实行资本项目外汇收入结汇支付便利化。完善准入退出机制。调整优化账户功能。

附录 2：中资美元债调查问卷

课题组于 2019 年 8-9 月对中资美元债市场参与机构进行了问卷调研，调研对象为香港市场的中资券商等投资机构及发债企业。本次问卷调研共回收有效问卷 62 份，其中发行人 21 份、投资者 20 份、投行 21 份。

一、问卷结果归纳

（一）发行人篇（有效问卷 21 份）：

大多数发行人境外发行债券的主要目的是拓展融资渠道，他们觉得融资成本并不是最重要的因素，境外更为便捷的发行流程更具有吸引力，但同时也担心发改委暂停审批境外美元债对他们带来的影响。发行方式上，发行人美元债融资更倾向于境内主体直接发行，少数投资者采用维好协议发行。发行过程中 90% 以上的投资者会选择发行前路演来提高市场对其了解的程度，发行人更期望境外投资者来认购其债券，发行期望选择最多的为 1-3 年。此外，70% 的发行人会选择境外评级。如果在上海自贸区建立中资美元债发行交易场所，最能吸引发行人的政策首先是灵活的资金用途、其次是快速的获取发行批文，最后是便捷的发行流程。

（二）投资者篇（有效问卷 20 份）：

大多数投资者认为中资美元债具有收益率较境内相对高、信用风险较境内债更小、债券流动性更好等优势。境外投资者投资中资美元债最重要的投资方向是城投和地产，并有约三分之一的境外投资者会通过杠杆方式提高美元债投资收益率，而国际三大评级机构对中资美元债的投资者的投资决策影响很大，其独立性更好。20% 的投资者不认可发行方式为维好的债券。托管上，超过一半的投资者把债券托管在外资行，而清算主要集中在欧清和明讯。资金来源上，投资中资美元债的大部分为境外自有资金和代客资金，同时还有一部分为 QDII。此外，有较大部分美元债境外投资者同时能通过债券通、QFII 等方式投资境内债券市场，且大多数人认为境内债券市场的流程效率比境外要高。大多数投资者愿意在上海自贸区进行中资美元债的投资。

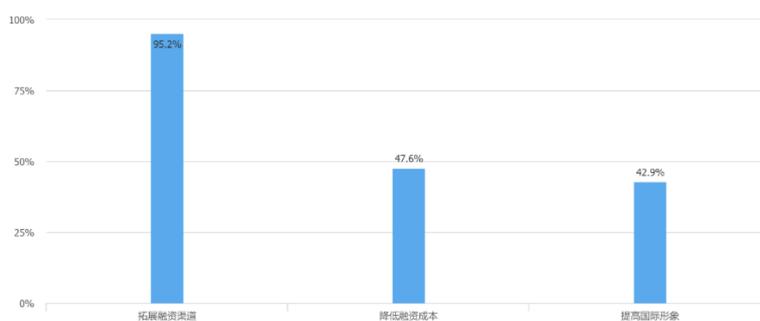
（三）投行篇（有效问卷 21 份）：

大多数投行认为中资美元债市场未来将保持规模快速增长的发展趋势，且大多数投行在市场中的获得成功的核心竞争力为足够强的销售能力。70%左右的投行觉得目前中资美元债的发行流程便利度不够，满意度一般。客户分布上，大多数投行倾向于承做城投和地产项目，并对城投平台所属当地的经济和财政指标具有较高的要求，更倾向于排名前30的房企。约一半的参与调研的美元债承销人员没有参与过境内债的发行，但参与过的人中超过一般的人员对境外市场的评价更高。如果在上海自贸区建立中资美元债发行交易场所，最能吸引他们的是便捷的发行流程、承销费税收优惠和较低的牌照门槛。

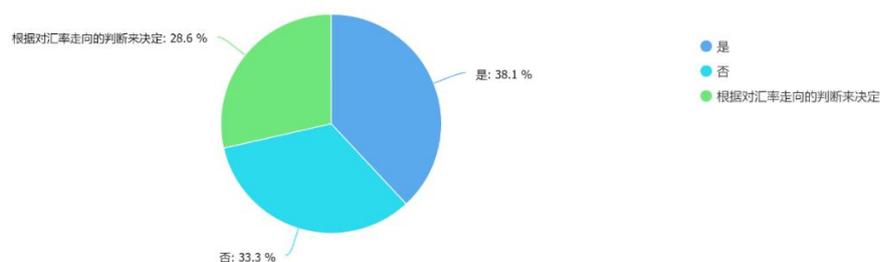
二、问卷具体内容

（一）发行人篇（有效问卷 21 份）

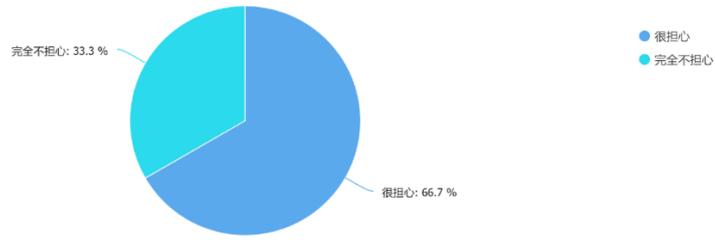
1.您选择在境外发行债券的主要目的是？



2.您在境外发行美元债是否通过锁汇规避汇率波动风险？



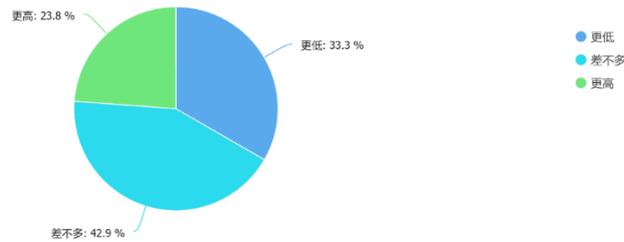
3.您是否担心未来某一天监管暂停企业在境外发行美元债？



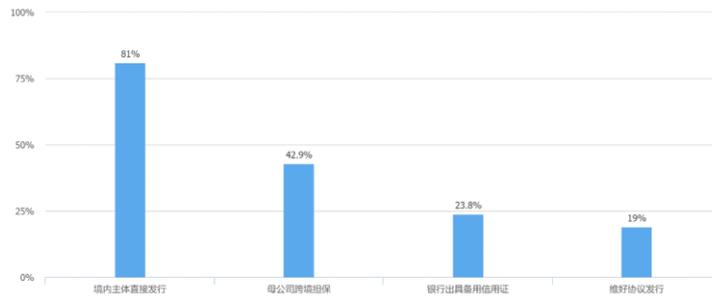
4.您觉得中资美元债发行流程与境内债券发行相比如何？



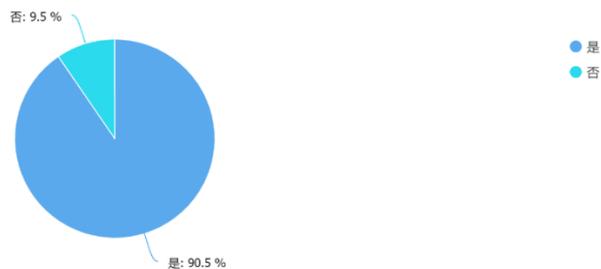
5.您觉得中资美元债综合发行成本与境内债券发行相比如何？



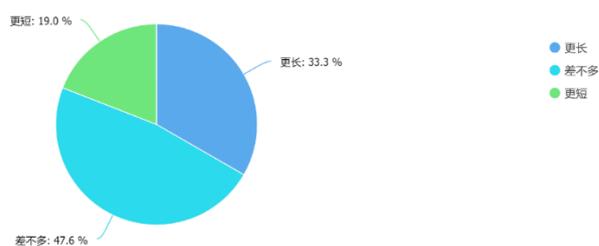
6.您通过美元债融资更倾向于那种发行方式？



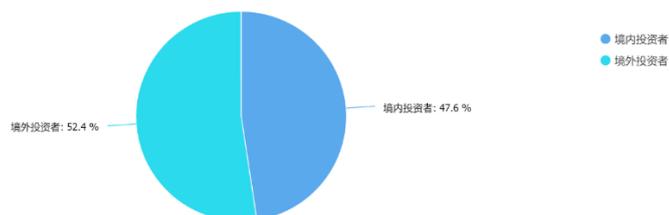
7.您是否会在中资美元债发行前选择路演？



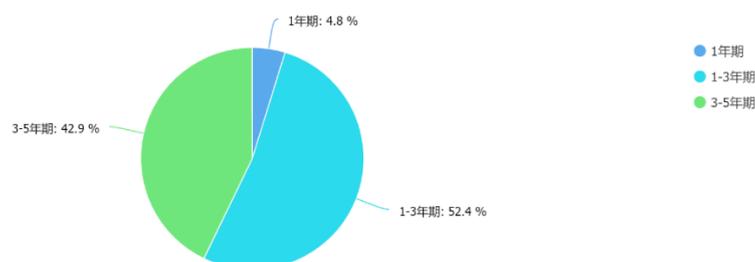
8.您觉得中资美元债发行周期与境内债券发行相比如何？



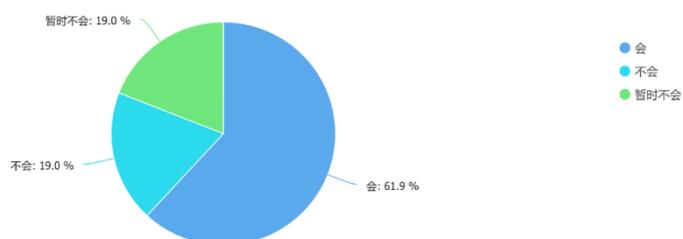
9.您希望中资美元债的投资者主要来自哪里？



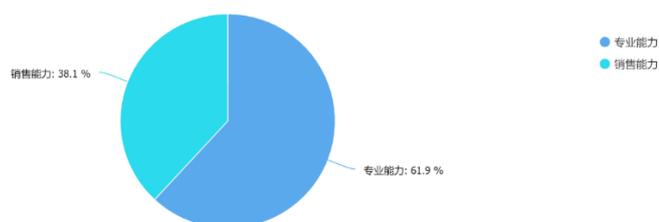
10.您希望发行的中资美元债期限是什么？



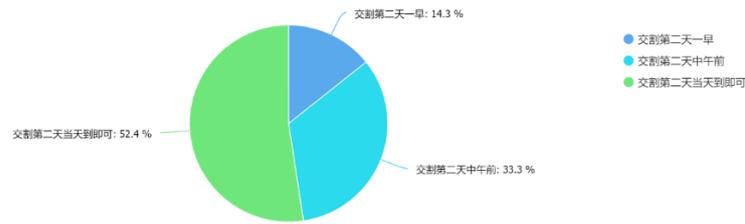
11.您是否会选择境外评级？



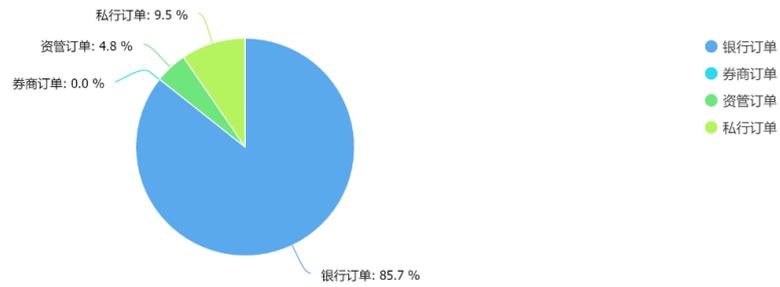
12.您选择 JGC 所依据的标准最主要在于？



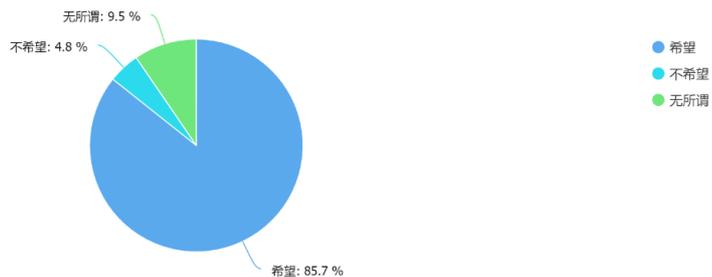
13.您对于交割资金到账要求是



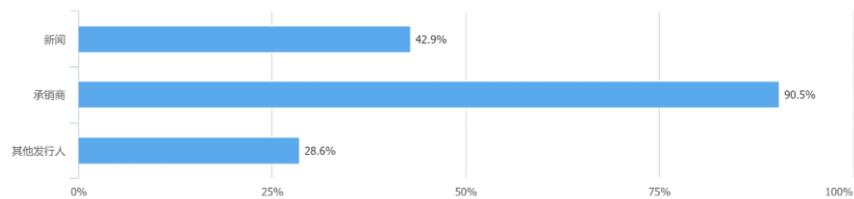
14.您会倾向于给以下哪类投资者分配更大比例的量



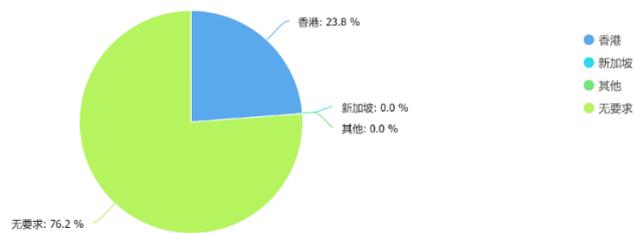
15.您希望交割代理在您分配订单前做一份预分配供您参考吗?



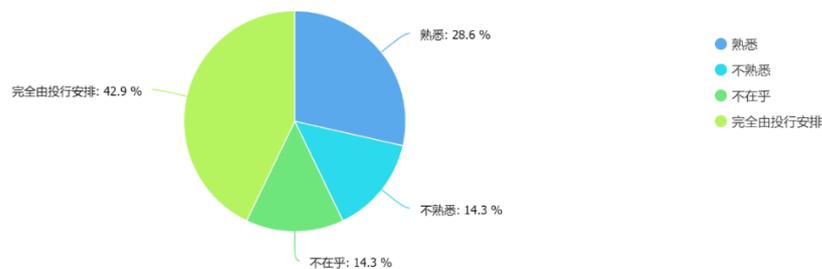
16.您一般通过那种方式了解美元债市场行情?



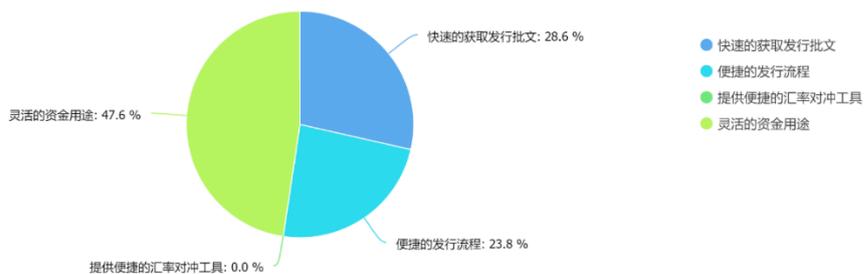
17.您对贵司所发行债券的上市场所是否有具体要求?



18.您是否熟悉中资美元债的清算交收系统

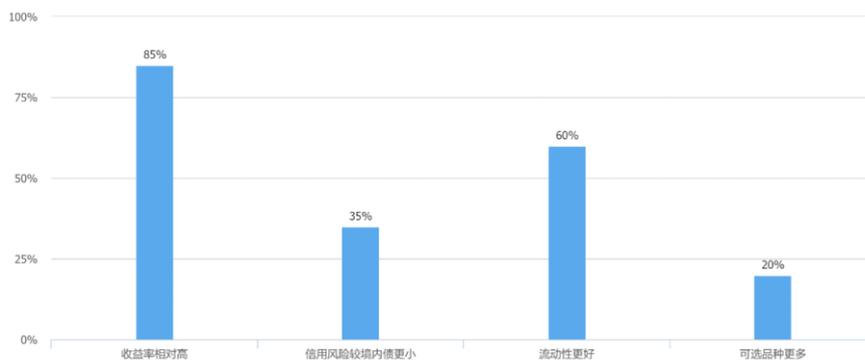


19.如果在上海自贸区建立中资美元债发行交易场所，最能吸引您的是哪个政策？

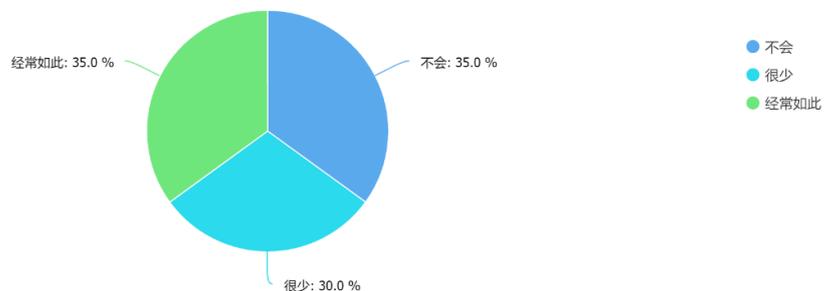


(二) 投资者篇 (有效问卷 20 份)

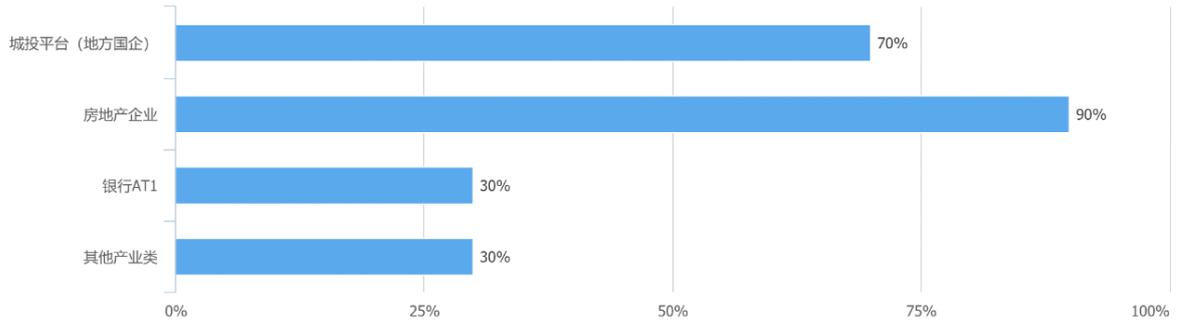
1.您投资中资美元债主要是认可中资美元债的哪些优势？



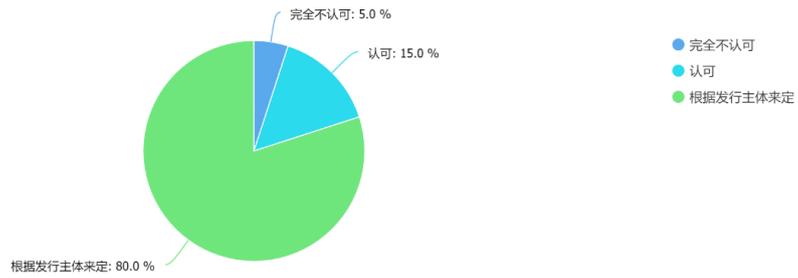
2.您投资中资美元债会不会通过融资加杠杆放大回报率？



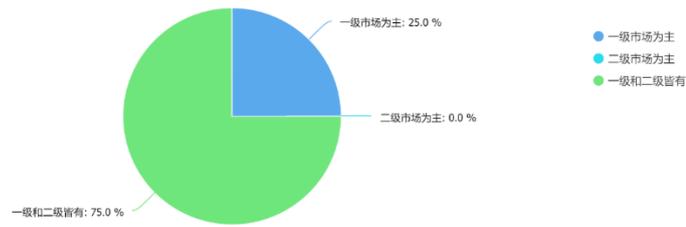
3.您投资中资美元债的主要配置方向是哪些？



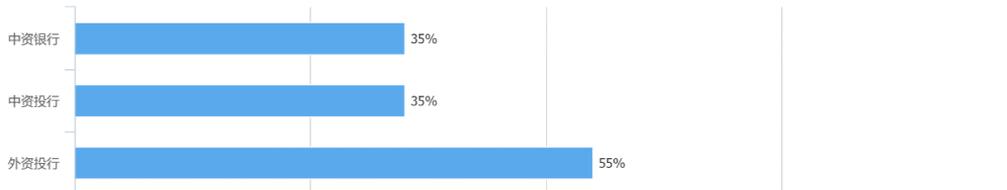
4.您是否认可境内公司对 SPV 提供维好的发行架构?



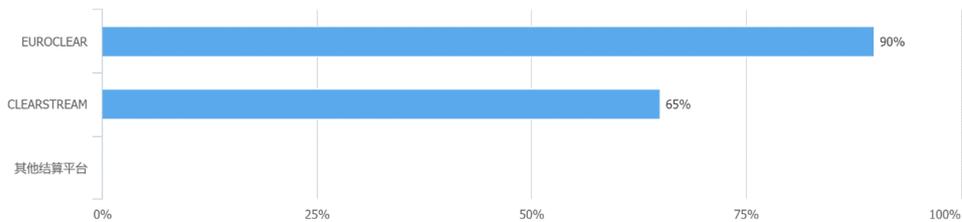
5.您主要从一级市场还是二级市场认购美元债标的?



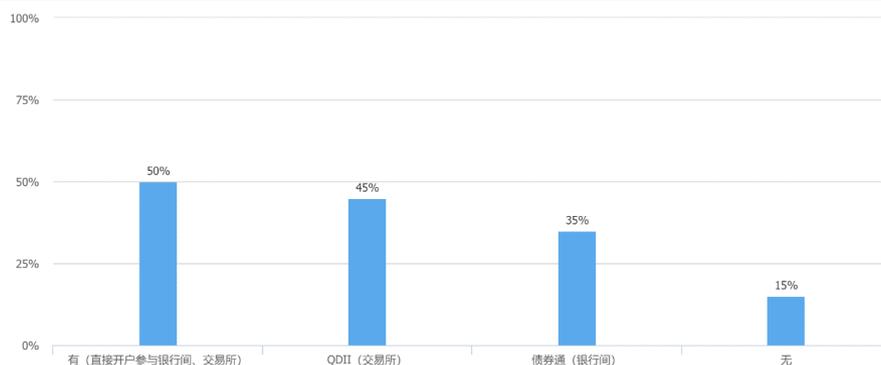
6.您所认购的中资美元债标的主要托管在哪里?



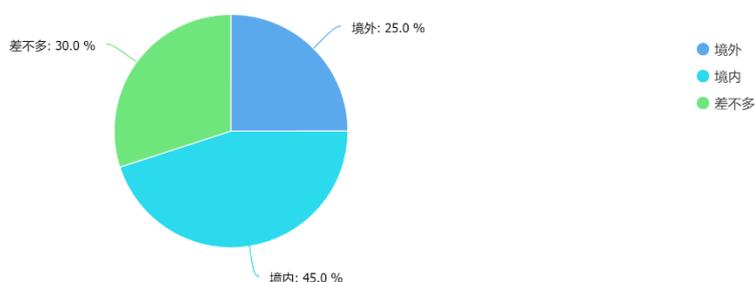
7.您投资中资美元债主要在什么场所进行清算?



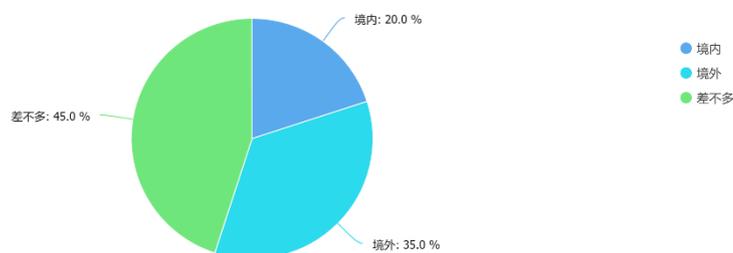
8.您所在的机构是否直接参与境内债券的投资?



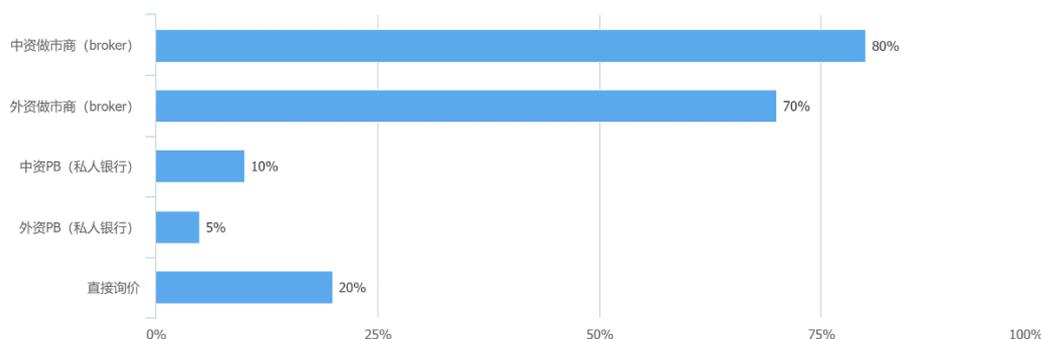
9.您认为境外债券交易交割流程与境内债券市场（银行间、交易所）相比，哪个效率更高？



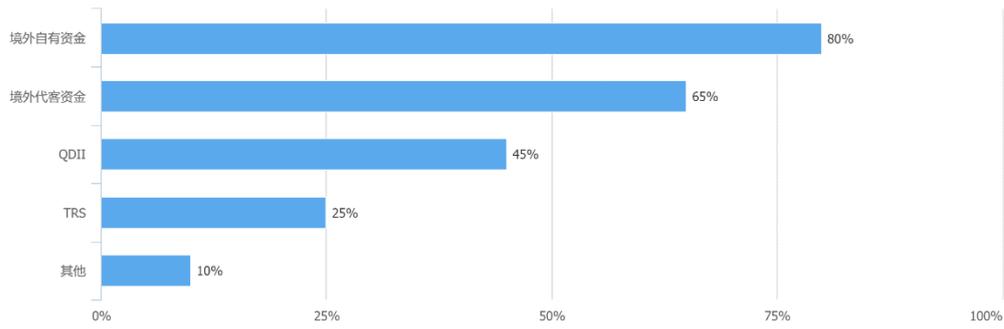
10.您认为境外债券交易交割流程与境内债券市场（银行间、交易所）相比，哪个交易成本更高？



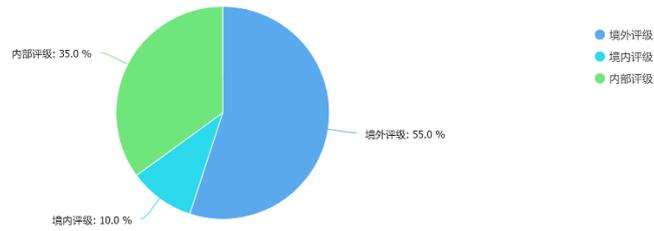
11.您进行一二级市场交易的主要交易对手是？



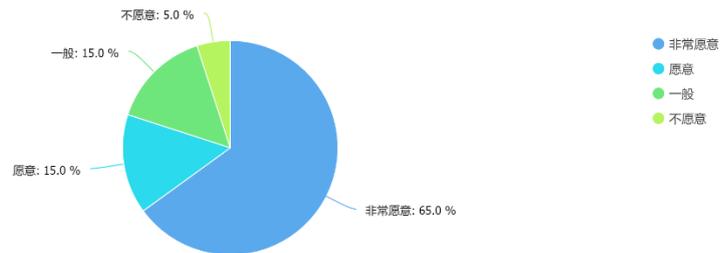
12.您投资中资美元债的主要资金来源是？



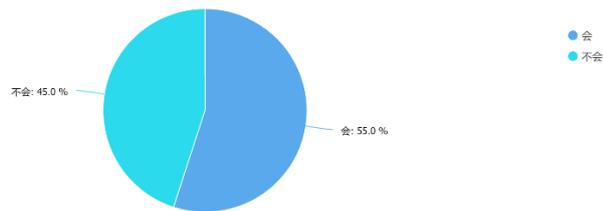
13.您投资中资美元债参考的首要评级依据？



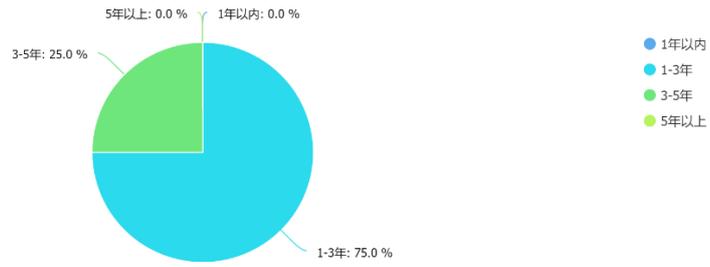
14.您是否愿意在上海自贸区（如有）进行中资美元债的投资？



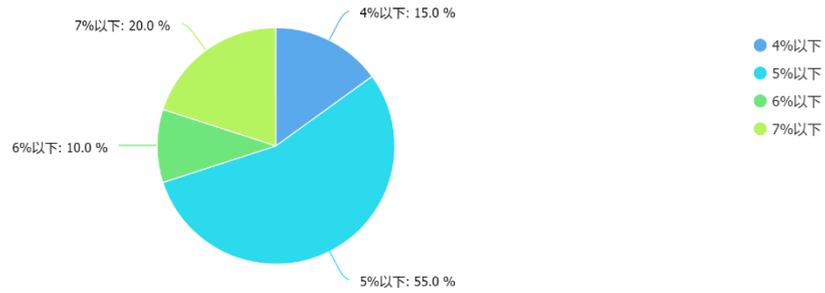
15.您是否关心中资美元债选择的发行上市场所？



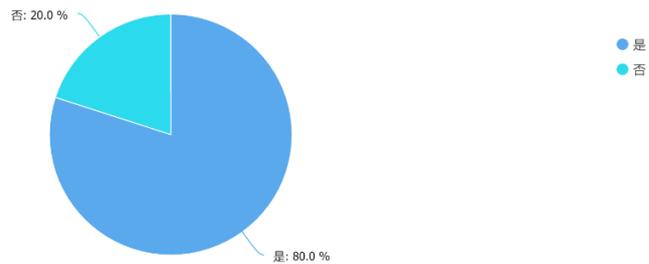
16.您在一二级市场认购中资美元债，最适合您的债券的期限是多长？



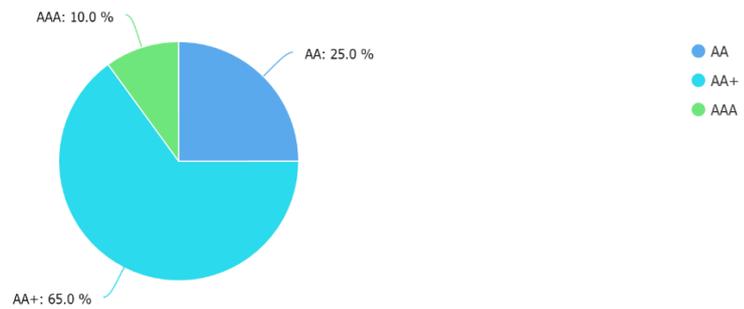
17.您在一二级市场认购中资美元债，可接受标的的票面利率下限是什么？



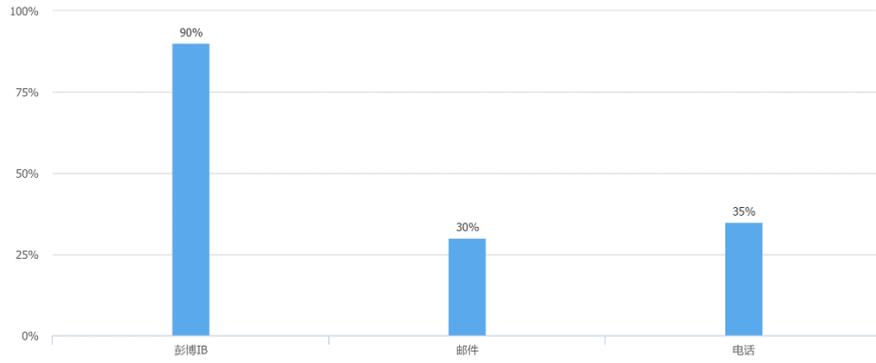
18.是否可接受无境外评级的美元债标的？



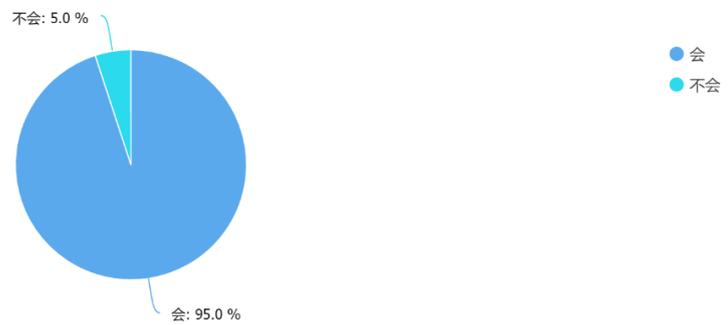
19.您可接受城投主体境内评级的最低等级是什么？



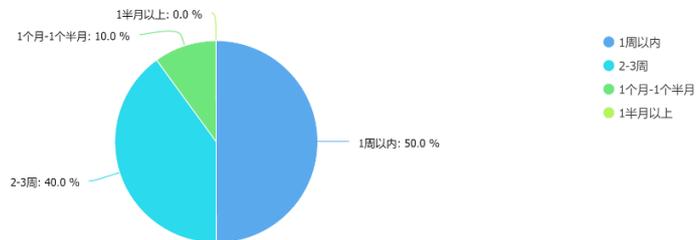
20.您下单的主要方式是什么？



21.如果有较为合适的标的，您会通过 IOI（意向订单）的方式先行联系承销商或发行人吗？



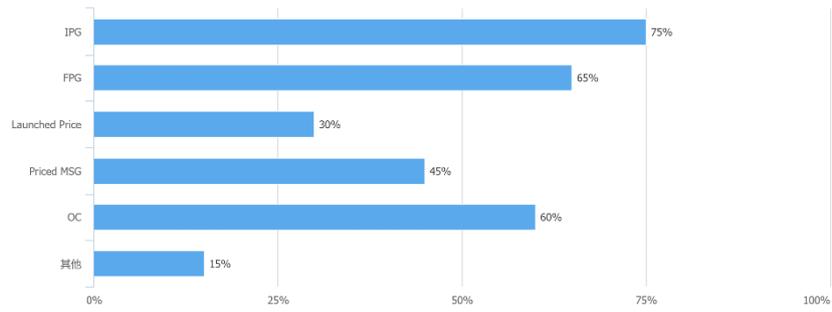
22.您从接触项目到可以投资，决策时长大约是多久？



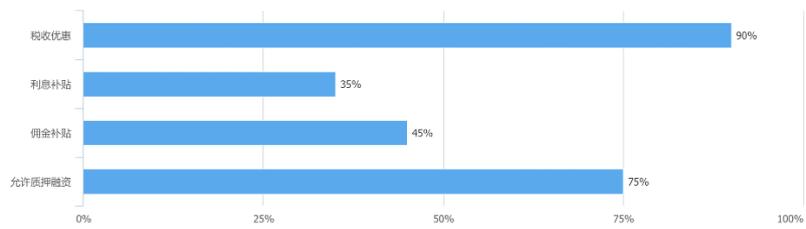
23.当进入交割流程，您习惯于什么时间上传交割指令？



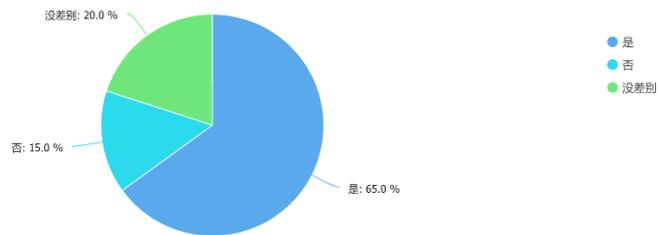
24.您认为定价当天哪条 MSG 对您最重要？



25.如果在上海自贸区建立中资美元债发行交易场所，您最希望的优惠措施是哪个？

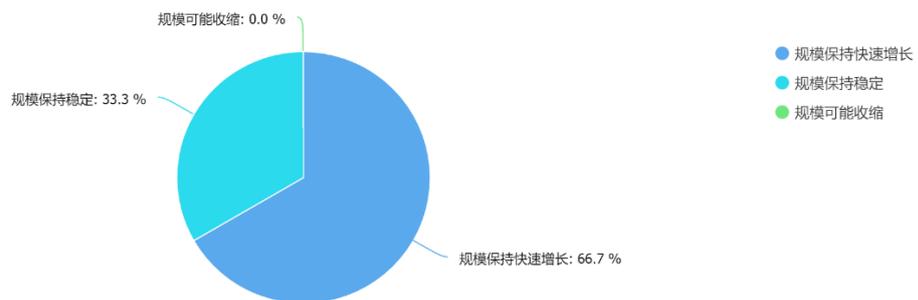


26.与 OTC 市场相比，您是否更偏向于场内市场？

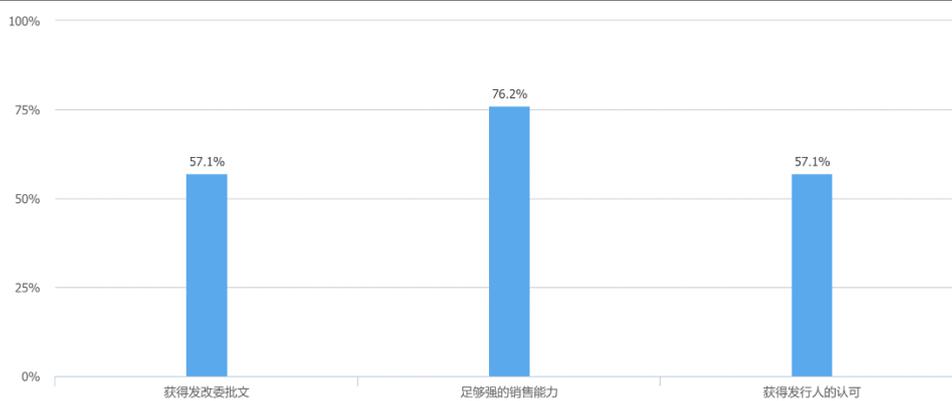


(三) 投行篇 (有效问卷 21 份)

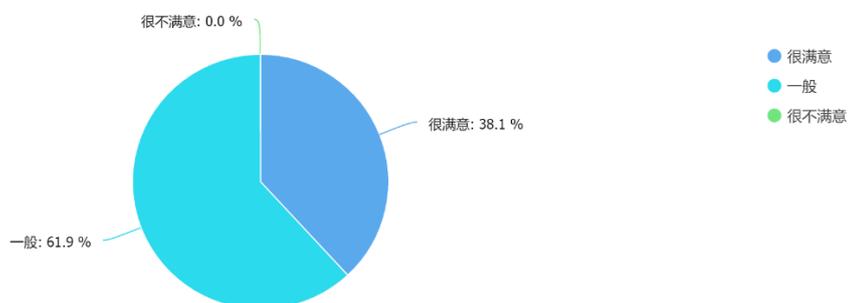
1.您觉得中资美元债市场未来的发展趋势如何？



2.您觉得投行在中资美元债发行过程中最关键的能力是哪些？



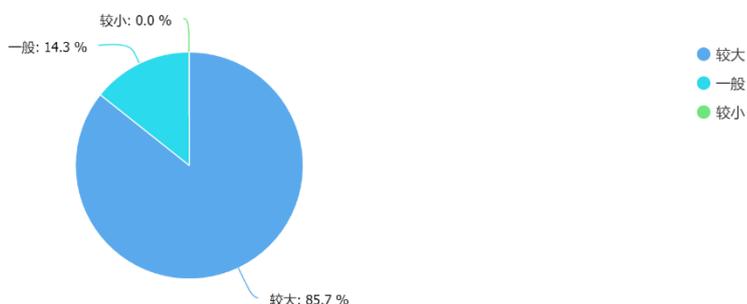
3.您对目前境外的中资美元债发行流程是否满意?



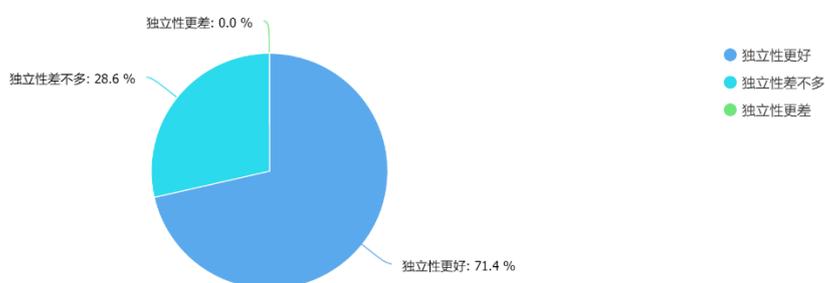
4.如果您对境外中资美元债发行流程不满意,请简单描述需要改进的地方:

一位受访者填写: 提高公平竞争。

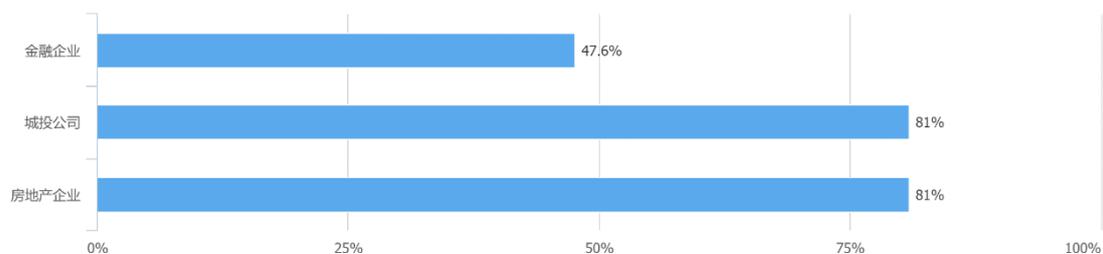
5.与境内债券市场相比，您觉得国际三大评级机构对中资美元债的投资者的投资决策影响如何？



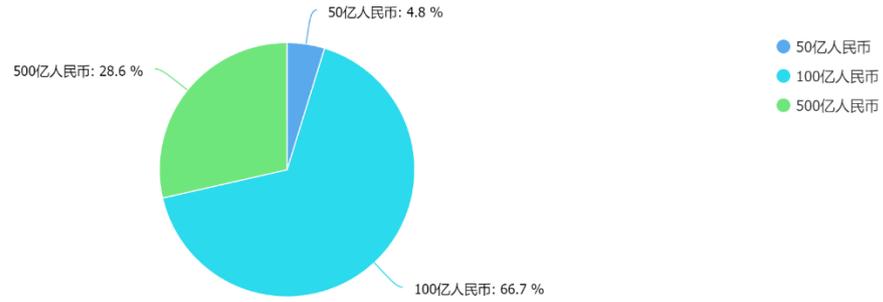
6.与境内债券市场相比，您觉得国际三大评级机构对中资美元债的评级过程中独立性如何？



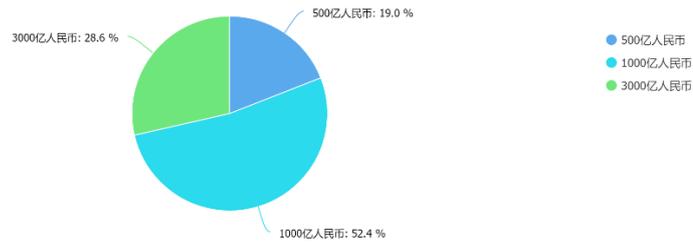
7.您倾向于选择哪些行业的客户？



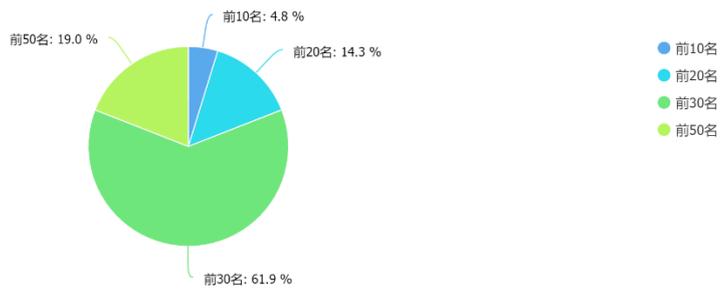
8.如选择城投公司作为发行人，您接受的当地一般财政预算收入最少是多少？



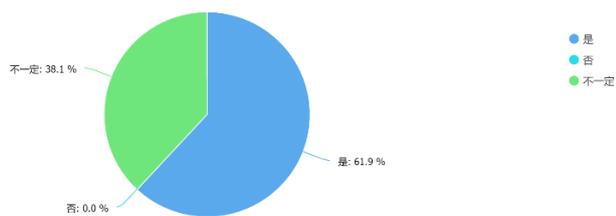
9.如选择城投公司作为发行人，您接受的当地 GDP 最少是多少？



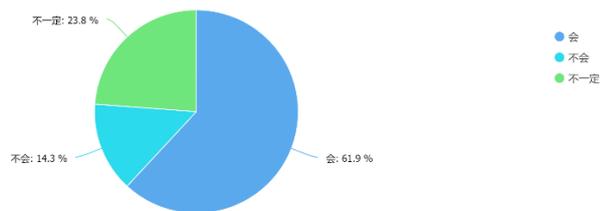
10.如选择房地产企业作为发行人，您接受的全国排名至少是多少？



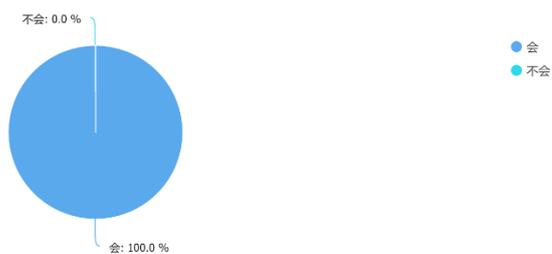
11.您是否会建议发行人做境外评级？



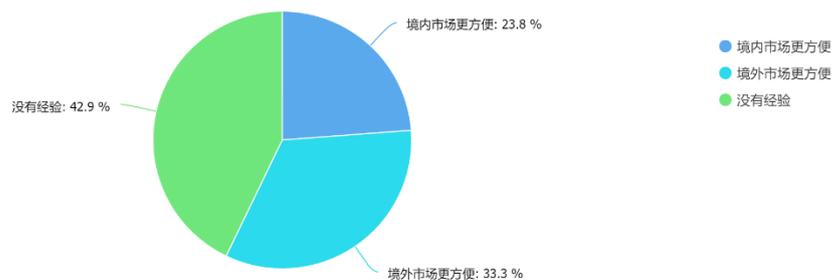
12.您是否会对发行人的债券的上市场所提供建议？



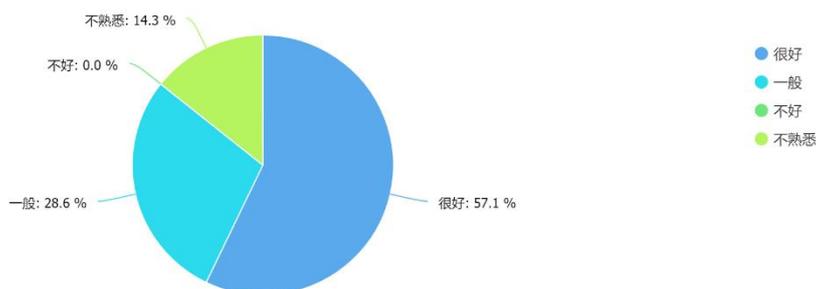
13.您是否会对发行人进行资金、债券清算交收方面的建议？



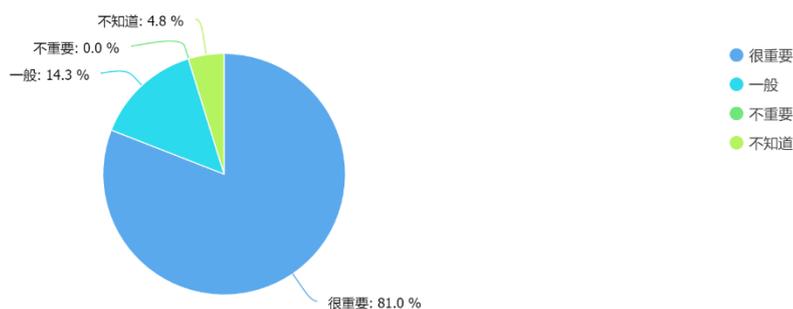
14.您是否有境内帮助企业发行债券的经验,如有,请问您对哪个市场评价更高?



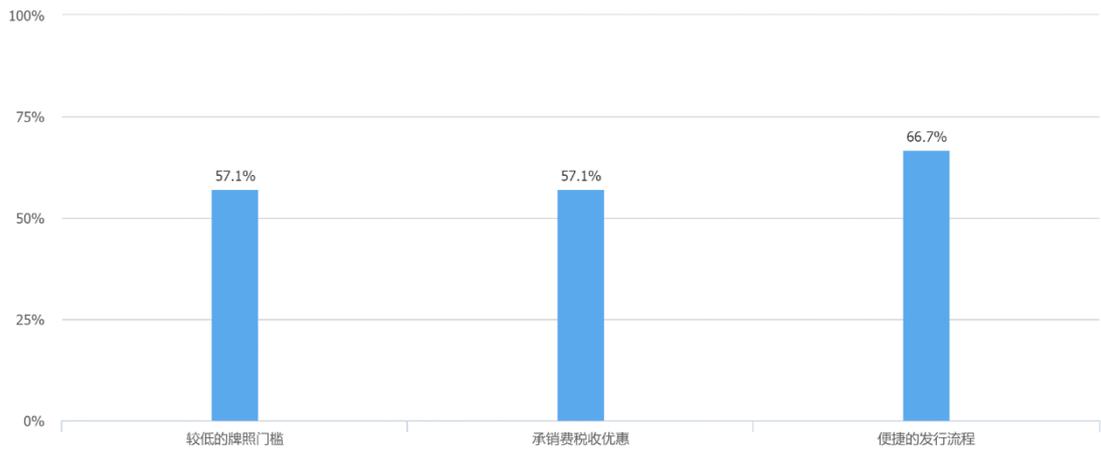
15.您对中资美元债的清算交收系统评价如何?



16.您认为中资美元债的清算交收系统的重要性如何?



17.如果在上海自贸区建立中资美元债发行交易场所,最能吸引您的是哪个政策?



附录 3：绿色债券环境效益信息披露指标体系简介

受中国金融学会绿色金融专业委员会（简称绿金委）委托，中央结算公司和中节能咨询有限公司共同承担，并在 2019 绿金委年会上成功发布课题《绿色债券环境效益信息披露制度及指标体系研究报告》。绿色债券环境效益信息披露指标体系介绍如下：

一、主要设计原则

（一）科学性原则

绿色债券环境效益指标体系，主要是体现绿色债券支持绿色项目的环境效益/绩效目标实现情况的信息，绿色项目的实施和运行对环境产生的主要影响，以及影响绿色项目实施和运行效果的关键因素，是指标体系要评价和反映的实质内容。指标体系的设计应围绕上述核心，在现有法律、法规、标准、规范和已成熟应用的测算方法基础上，选择定量定性相结合、以定量为主的指标，构建绿色债券环境效益信息披露基础工具。

（二）系统优化原则

以全面、客观、及时体现绿色债券关键环境效益信息为目标，以绿色债券的资金流向为追踪主线，充分把握债券募集资金使用特征，分层次构建评价指标体系。从组织、项目、资金使用三个层面分别提出适用性指标，充分考虑指标间存在的纵向、横向方面的内在联系与制约，逐层细化。结构设计方面要严谨、合理、系统、全面，内容组织方面应选择最重要、最本质、最具代表性的指标，力求指标体系整体架构的系统优化。

（三）通用可比原则

绿色项目之间“绿色程度”对比，以及环境效益实现程度实时信息的及时获取和前后对比，是市场各参与主体关心的核心信息。以关键环境效益是否相同为判据，选择共同点设计具体指标，实现“绿色程度”的对比；同一披露对象，在指标选择与内涵和外延设计，以及测算方法方面，保持稳定，实现同一事项、同类信息的连续可比。

（四）实用性原则

绿色债券环境效益指标体系，是应用于绿色债券市场的一项重要基础工具，必须要有很好的实用性、可行性和可操作性。在指标体系总体系统优化的基础上要繁简适中，测算与评价方法在保持科学合规的基础上要尽量简便易行，基础数据的获取在保证客观真实的前提下要尽量易于获取和采集。从而在满足市场相关参与主体对绿色债券“绿色属性”信息的需求基础上，最大程度降低相关监管成本、披露成本及投资人的信息获取成本。

二、逻辑框架

按照国家关于证券信息披露的有关法律法规规定，以及现行绿色债券环境效益信息披露的要求，借鉴国内外相关成功实践，在国内现有债券发行与资金管理、信息披露、固定资产投资项目管理、环境管理等制度基础上，综合分析影响绿色债券环境效益目标实现的关键因素，从组织层面、项目层面和资金层面三个维度建立指标体系。

（一）披露的主要内容

组织层面主要是体现绿色债券发行人在绿色发展方面的愿景、目标和主要行动，以及在当期债券发行前三年的主要环境信用表现情况。项目层面主要是体现募投项目的合规性、实际进展和状态、实施过程中是否发生过重大环境事件，以及预计/实际产生的关键环境效益。资金层面主要是体现发行人关于绿色债券募集资金管理制度和管理机制的建设与执行情况，募集资金实际使用情况的持续动态信息，以及从项目资金投放和实施进度角度反应的绿色项目进展和环境效益目标的实现情况。

其中，项目的环境效益指标，根据绿色项目的不同环境特征分类设置。

（二）披露效力

具体指标的披露效力包括强制披露指标和鼓励披露指标。强制披露的指标主要包括两类，一是现行制度规定要求披露的内容，二是能够直接体现发行人环境管理和环境信用表现的关键信息，以及债券和项目关键环境效益的内容。鼓励披露的指标主要是指，在强制披露指标以外，可体现项目主要环境效益特征的指标信息，以及发行人为了更加充分展示募投绿色产业项目的绿色属性及自身在绿色

发展方面的远景和行动，自愿向市场披露的信息。

（三）披露阶段

指标体系的设计，综合考虑了绿色债券发行前、存续期两阶段的环境效益信息披露要求。为了更加便于对债券或项目的环境效益有全面、系统、持续、可对比的了解，除了个别指标涉及的内容分别发生在发行前或存续期，绝大部分指标是债券发行前和存续期均需要披露的。

（四）指标的适用和选取

指标体系总体上分为通用指标和分领域指标。通用指标主要是组织层面、资金层面和部分项目层面的 7 个一级指标、14 个二级指标，均为现行制度规定的披露内容；分领域指标根据绿色项目的类别选择，每一类约有 1—3 个分领域强制披露指标。通用指标适用于所有绿色债券，每个债项在选择分领域指标时，只需要根据募投项目涉及的绿色产业类型和关键环境效益特征，选择相应部分的指标进行披露。

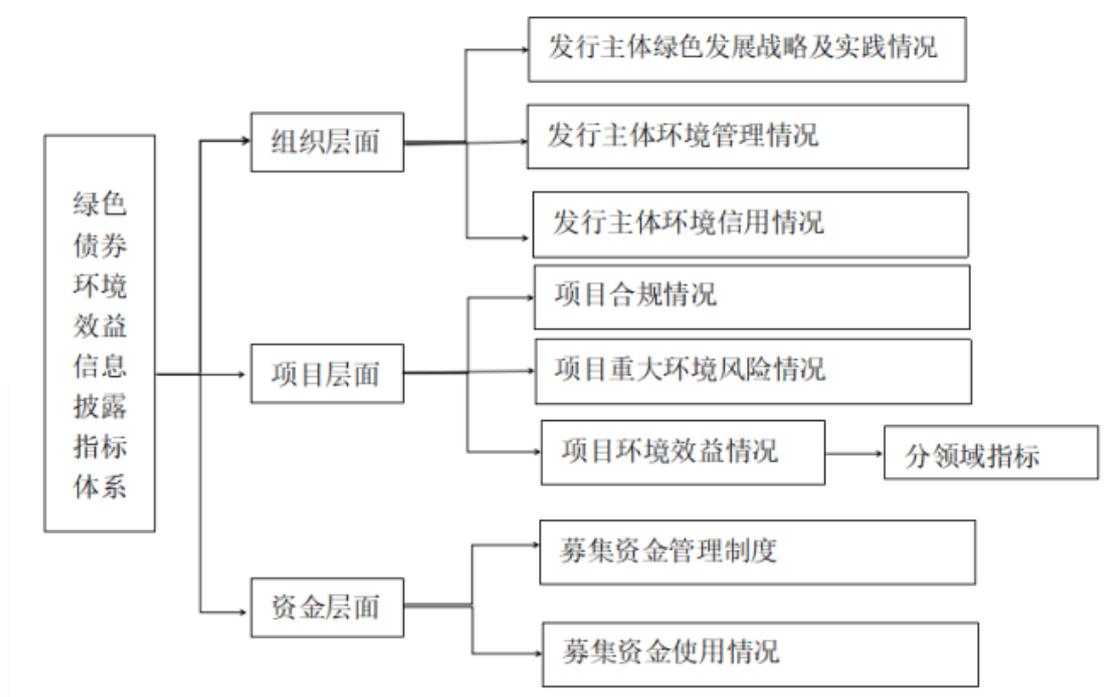


图 6 指标体系框架图

三、指标体系

绿色债券环境效益指标体系采用层次分析法构建，基于前述主要依据和设计原则，力求对绿色债券的环境效益目标实现情况进行全面、客观、及时、持续、可对比的披露，紧紧围绕绿色债券的绿色属性，即改善环境、资源高效利用、应对气候变化，既包括直观体现绿色债券环境效益目标实现程度的绿色项目预计/实际产生的环境效益情况，又包含直接影响环境效益目标实现程度的发行人组织行为和资金使用行为的信息披露。

绿色债券环境效益指标体系包括通用指标和分领域指标两部分，其中通用指标包含 8 个一级指标，14 个二级指标；分领域指标是通用指标体系中的一个二级指标一项目的环境效益情况，包含 9 个一级分类，30 个二级分类，共 97 个分领域指标。合并同类项后共 48 个技术指标，强制披露指标 27 个，其中每类项目约 1—3 个强制披露指标。

（一）通用指标体系

1. 发行主体绿色发展战略及实践情况

此部分指标旨在让市场更加全面的了解发行人在绿色发展方面的意愿、目标和行动等。包含两个二级指标，其中绿色发展战略为鼓励披露的内容，绿色金融业务开展情况为强制披露的内容。均为发行前披露。

2. 发行主体环境管理情况

此部分指标包含环境保护制度与组织管理情况、环境管理认证情况两个鼓励披露的指标。主要是发行人在内部环保管理制度建设、管理机构设置，以及管理和技术人员的配备情况等组织管理信息；发行人自愿申请环境管理体系认证、清洁生产审核，以及相关能源管理体系认证情况的信息。这样可以让市场更加全面的了解发行人环境管理水平，及时、全面了解其潜在的环境管理风险状况。发行前和存续期披露，存续期主要是披露与发行前相比，主要变化情况。

3. 发行主体环境信用情况

绿色债券发行人的总体环境信用情况，是影响市场判断其发行的绿色债券环境效益目标能否实现的关键因素之一，按照我国现行相关管理制度，其发行前三

年、存续期，发行主体是否获得过相关奖励、处罚及其处理结果，以及在政府确定的环境信用评价范围内的企业的环境信用等级等三方面，构成了判断其综合环境信用情况的主要信息。此部分包含了环保奖励情况、1个鼓励披露的指标，以及环保处罚情况和环境信用评价等级、2个强制披露指标。发行前和存续期披露。

4. 项目合规情况

绿色债券支持绿色项目的类型主要包括新增固定资产投资、污染防治活动、生态环境保护活动、设施运营与维护活动等，按照我国现行管理制度，对上述项目建设、运营及活动的事前、事中、事后，分别设置了系统的监管要求。根据这些监管要求的结论，市场可直接得到政府主管部门对项目合法性、合规性、方案的合理性的意见等重要信息，尤其是涉及生态保护、环境影响等方面的内容。

此部分内容设置为强制披露指标，发行前和存续期均披露。考虑到绿色产业项目类型和所处阶段分类不同，涉及情形较复杂，无法逐一设计独立性指标。因此，我们在综合梳理分析各类现行管理制度后，按照新建、运营两个阶段设置了两个定性指标—新建项目/活动的合规性审查情况（含拟建、在建）、运营设施/项目环保与生态保护管理情况，在披露要求中分类列出了需要披露的主要信息类型，实际操作中应根据项目类型、所处阶段，以及项目所在地的项目监管规定，披露主要审查结论等信息。

5. 项目重大环境风险情况

绿色项目发生重大污染责任事故或环境违法事件，是影响绿色债券实现既定环境效益和经济效益的重大风险因素，因此，我们将存续期项目的此类环境风险情况单独设置一项指标，强制披露，更加直观、突出地向市场传递相关信息。此项指标为定性定量相结合的指标，以监管部门或市场权威部门的结论性信息为主，辅助以量化的说明信息。

6. 项目环境效益情况

绿色项目类型纷繁复杂，我们按照绿色项目所属行业的典型环境效益特征进行了分类研究，设计了分领域指标体系。

7. 募集资金管理情况

此部分内容是按照绿色债券信息披露现行管理制度设置,按照事项分解为募集资金管理制度与执行情况、绿色项目筛选与决策情况两个定性指标。根据债券发行前和存续期工作的重点内容,分别披露,属于强制披露指标。

8. 募集资金使用情况

此部分内容是按照绿色债券信息披露现行管理制度设置,按照事项分解为募集资金投放情况、闲置资金使用情况两个以量化数据为主的综合性指标。根据募投项目的特点、投向结构特征及债券发行前和存续期工作的重点内容,选取信息完整、分类清晰的方式分别披露,属于强制披露指标。

(二) 分领域指标体系

与上述指标体系相配套的分行业指标体系,其作用是服务于绿色债券支持项目的环境效益信息进行更进一步的披露,为不同类型项目环境效益的深度分析和评价提供支撑。该类指标体系体现不同类型项目最关键的环境效益,指标的选取来源于绿色产业项目环境特征部分的研究成果,力求所选指标能最大程度体现绿色债券支持的每一类绿色项目的关键环境效益,综合考虑目前绿色债券市场的发展状况,梳理提炼出工业节能、绿色建筑、污染防治、水资源节约与非常规水资源利用、资源综合利用、清洁能源、绿色交通、绿色农业、生态保护与建设等9个分领域的环境效益指标体系。

附录 4：科创债“投债联动”模式理论框架

以下简述“投债联动”模式的理论框架。

在传统信贷配给模型中(Stieglitz& Weiss, 1981), 我们考虑一家企业 i 准备发债以用于项目投资, 该企业项目投资成功率为 $p_{i, 1}$, 项目成功时的收益率为 $R_{i, 1}$ 。企业具有初始财富 W , 项目所需投资金额为 I , 因此企业发债额度为 $L=I-W$ 。债券利率为 r , 当期投资收益为 P_0 。则根据传统的信贷配给模型, 考虑该企业 i 的投资净现值:

$$NPV_i = -I + L + P_0 - rL + (R_{i, 1} - rL)p_{i, 1} \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} = -W - (r + p_{i, 1})L + A \quad (1)$$

其中我们假设 A 为企业项目的预期收益, 设为企业特定的常数, 即不考虑企业项目预期收益受其他参数影响的变化:

$$A = P_0 + R_{i, 1}p_{i, 1} \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} \quad (2)$$

令企业 NPV 等于 0 可以得出企业为该项目愿意接受的债券利率上限

$$r^* = \frac{A-W}{L} - p_{i, 1} \quad (3)$$

因此企业愿意接受的利率上限随企业项目成功率的增加而减少, 即提高债券利率将会使得低风险企业退出债券市场, 从而使得投资人面临了由于信息不对称带来的逆向选择问题。这种逆向选择行为的存在给投资人带来了额外的风险。我们就传统债券投资人如何调节这种逆向选择的风险, 对传统的信贷配给模型进行补充, 论证风险债券提供方选择的目标企业在某种条件下, 可以避免信贷配给理论揭示的逆向选择问题带来的额外风险。并且在该条件下, 风险债券的利率水平可以作为调控风险的工具。

由于投债联动模式的目标企业是处于初创期的企业, 这里我们假设该企业 i 在积极寻找上市或下一轮风险投资渠道, 其通过这类直接融资方式成功获取资金的成功率为 $p_{i, 2}$, 成功时直接融资资金带来的收益率为 $R_{i, 2}$ 。我们假设 $p_{i, 1}$ 与 $p_{i, 2}$ 相互独立, 则在这种投资人将企业获取直接融资资金也纳入有偿付债券能力考虑的框架下, 企业的净现值为:

$$NPV_i = -I + L + P_0 - rL + (R_{i,1} - rL)p_{i,1} \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} + R_{i,2}p_{i,2} \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} \quad (4)$$

$$NPV_i = -W - (r + p_{i,1})L + A + \frac{R_{i,2}p_{i,2}}{r} \quad (5)$$

为简化计算，我们仍假设企业项目的期望收益 A 为一常数。考虑企业 i 愿意接受的投资人债券的利率上限，即净现值为 0 时：

$$NPV_i = -W - (r^* + p_{i,1})L + A + \frac{R_{i,2}p_{i,2}}{r^*} = 0 \quad (6)$$

我们限定企业愿意接受的利率上限 $r^* > 0$ ，从而有：

$$r^* = \frac{-(W - A + Lp_{i,1}) + \sqrt{(W - A + Lp_{i,1})^2 + 4LR_{i,2}p_{i,2}}}{2L} \quad (7)$$

显然， $\frac{\partial r^*}{\partial p_{i,2}} > 0$ ，所以当企业 i 获取直接融资资金成功率上升时，其愿意接受的债券利率上限也会提高。对于企业的项目成功率 $p_{i,1}$ ，

$$\begin{aligned} \frac{\partial r^*}{\partial p_{i,1}} &= \frac{W - A + Lp_{i,1}}{2\sqrt{(W - A + Lp_{i,1})^2 + 4LR_{i,2}p_{i,2}}} - \frac{1}{2} \\ \frac{\partial^2 r^*}{\partial p_{i,1}^2} &= \frac{2R_{i,2}p_{i,2}L^2}{((W - A + Lp_{i,1})^2 + 4LR_{i,2}p_{i,2})^{\frac{3}{2}}} > 0 \end{aligned} \quad (8)$$

因为成功率 $p_{i,1} \in [0, 1]$ ，所以

$$\frac{\partial r^*}{\partial p_{i,1}} < \frac{\partial r^*}{\partial p_{i,1}}(p_{i,1} = 1) = \frac{W - A + L}{2\sqrt{(W - A + L)^2 + 4LR_{i,2}p_{i,2}}} - \frac{1}{2} < 0 \quad (9)$$

因此有 $[0, 1]$ 上 $\frac{\partial r^*}{\partial p_{i,1}} < 0$ 成立。所以当企业 i 项目成功率（即自身经营取得成功获取利润的概率）上升时，企业所能承受的债券利率上限反而下降，这也正是传统信贷配给模型中，投资人通过调高债券利率会使得优质企业（即具有较高的项目成功率）退出信贷市场的结论。

综合上面的结果，我们有

$$\begin{cases} \frac{\partial r^*}{\partial p_{i,1}} < 0 \\ \frac{\partial r^*}{\partial p_{i,2}} > 0 \end{cases} \quad (10)$$

因为对于初创性企业，企业自身的经营项目成功并取得利润并非这类企业偿付投资人债券的唯一途径，投债联动的模式，允许企业用之后藉由发行上市或风险投资获得的直接融资资金偿还投资人债券，因此对投资人而言，发放给企业 i 的债券能够收到偿付的概率可重新定义为：

$$p_i = 1 - (1 - p_{i,1})(1 - p_{i,2}) = p_{i,1} + p_{i,2} - p_{i,1}p_{i,2} \quad (11)$$

这里，企业偿付债券的概率 p_i 上升（下降）时，其所能承担的债券利率上限的变化方向并不确定，这就为投债联动模式向初创型企业以高于普通债券的利率放贷的合理性提供了可能的空间，即这样的高利率债券未必会将更为优质的企业剔除出放贷目标，这里优质企业的概念应为具有更高的偿还投资人债券概率的企业。

为对投资人如何筛选出符合投债联动资质的企业提供指导与判别依据，我们考虑具有何种资质的企业，其愿意承受的债券利率上限，可以随着自身偿还债券概率的上升而上升，亦即，通过将风险债券的目标企业限定为具有某一类共同特征的企业候选池，投资人通过提高债券利率，可以在该候选池中筛选得到具有更高还款概率的企业。

考虑企业 i 能够偿还债券的概率 p_i 定义式的微分形式：

$$dp_i = dp_{i,1} + dp_{i,2} - p_{i,1}dp_{i,2} - p_{i,2}dp_{i,1} \quad (12)$$

由于我们假设 $p_{i,1}$ 与 $p_{i,2}$ 相互独立，整理后可得：

$$\begin{aligned} \frac{\partial p_i}{\partial p_{i,1}} &= 1 - p_{i,2} \\ \frac{\partial p_i}{\partial p_{i,2}} &= 1 - p_{i,1} \end{aligned} \quad (13)$$

再考虑企业愿意接受的利率上限 r^* ，由上文，其受 $p_{i,1}$ 与 $p_{i,2}$ 的影响为：

$$\left| \frac{\partial r^*}{\partial p_{i,1}} \right| = -\frac{\partial r^*}{\partial p_{i,1}} = \frac{1}{2} - \frac{W-A+Lp_{i,1}}{2\sqrt{(W-A+Lp_{i,1})^2+4LR_{i,2}p_{i,2}}} > 0 \quad (14)$$

$$\frac{\partial r^*}{\partial p_{i,2}} = \frac{R_{i,2}}{\sqrt{(W-A+Lp_{i,1})^2+4LR_{i,2}p_{i,2}}} > 0 \quad (15)$$

若有条件：

$$\frac{\partial r^*}{\partial p_{i,2}} > \left| \frac{\partial r^*}{\partial p_{i,1}} \right| \quad (16)$$

即

$$\frac{\partial r^*}{\partial p_{i,2}} > -\frac{\partial r^*}{\partial p_{i,1}} \leftrightarrow \frac{\partial r^*}{\partial p_{i,2}} + \frac{\partial r^*}{\partial p_{i,1}} > 0 \quad (17)$$

因此该条件等价于

$$\frac{\partial r^*}{\partial p_i} \frac{\partial p_i}{\partial p_{i,2}} + \frac{\partial r^*}{\partial p_i} \frac{\partial p_i}{\partial p_{i,1}} > 0 \quad (18)$$

代入上文结论可得

$$(1 - p_{i,1} + 1 - p_{i,2}) \frac{\partial r^*}{\partial p_i} > 0 \quad (19)$$

又 $p_{i,1} \in [0, 1]$, $p_{i,2} \in [0, 1]$, 因此我们得到在此条件下

$$\frac{\partial r^*}{\partial p_i} > 0 \quad (20)$$

即投资人在符合该条件的企业中寻找合适的债券目标时, 通过调高利率, 可以将具有低还款概率的企业排除出信贷申请者范围。此时利率可以作为有效减少逆向选择风险的工具, 帮助传统商业投资人在开展投债联动的过程中调节债券申请人信用风险。重新考虑我们希望的投债联动目标企业应具有的条件:

$$\frac{\partial r^*}{\partial p_{i,2}} > \left| \frac{\partial r^*}{\partial p_{i,1}} \right| \quad (21)$$

该条件可简化为

$$p_{i,2} - p_{i,1} < \frac{W - A + R_{i,2}}{L} \quad (22)$$

该条件的意思是说, 投资人对于该企业预估出的项目成功概率, 与其藉由获取融资等方式获取资金的概率之间的差距, 不应小于一个由企业自身特点所决定的参数值, 这样的企业是我们可以通过利率进行信用风险调控的理想对象, 也是商业投资人在开展投债联动业务的过程中应当优先考虑的目标。其中, 在投债联动的模式下, 投资人给予企业的债券额度 L , 以及包括由投债联动带来的, 跟进的股权投资金额在内企业可能的融资额度 $R_{i,2}$ 为投资人可以根据自身政策较为明晰自主决策的量, 而企业自身的资产规模 W 与项目收益 A 则是需要估计的量。符合这个参数特点的企业池, 具有当投资人上调利率时, 会自动的将具有较高信用风险的企业排除在外的特征。

我们分两种情况考虑这一约束条件, 第一种情况下, 若企业自身的资质使得

$$\frac{W - A + R_{i,2}}{L} \geq 1 \quad (23)$$

则该约束条件显然总成立。其含义是指, 对于自身资产规模 W 极为充足, 或是融资前景十分乐观的企业, 无论是否存在信息不对称情况使得投资人无法准

确估计企业的项目成功率与获得融资概率，投资人方面仍然可以通过提高利率的方法将具有较低还款概率的企业剔除，因此应当积极向这类优质企业发放债券额度。第二种情况下，若企业自身资质使得

$$\frac{W-A+R_{i,2}}{L} < 1 \quad (24)$$

我们考虑，事实上开展投债联动业务的投资人一般不参与创新型企业的第一轮融资过程，而会选择在二三轮融资中对符合条件的企业发放债券；若投资人采取投债联动的模式，与外部私募股权投资基金合作或是设立下属投资子公司，合作方给予目标企业股权投资，而投资人给予信贷支持，则投资人基于自身开展投债联动行为的相关信息，对于企业在未来能获得股权投资等直接融资方式的前景可以有较为准确的判断，即可以认为这样的模式使得投资人方面可以提前估计企业通过非项目经营的方式获取收入并偿付债券的概率，我们这里假设投资人对于企业 i 的这一参数估计为 $\widehat{p}_{i,2}$

$$p_{i,2} = \widehat{p}_{i,2}$$

则目标企业池应当符合的资质为

$$p_{i,1} > \widehat{p}_{i,2} - \frac{W-A+R_{i,2}}{L} > 0 \quad (25)$$

由于信贷市场中存在信息不对称，投资人往往无法准确的预估企业 i 项目成功的概率 $p_{i,1}$ ，我们提出的这一条件可以帮助投资人尽可能的筛选出符合前文所述资质的企业，则投资人通过提高信贷利率，可以剔除一部分还款概率较低的目标；其中：

- a) 企业的自身资产规模 (W)，包括了风险债券进入之前的所有风险投资轮，越高，在发生破产清算等情况时企业能够偿付债务（包括投资人信贷）的能力越强，相应的投资人对于其项目经营的成功率 $p_{i,1}$ 的约束也就可以相对宽松，因此自身财富或资产规模较高的初创企业，或是已经获得 A 轮融资的企业更容易成为风险债券进入开展投债联动模式的目标；
- b) 同时，企业通过上市或风险投资股权投资所能获取的直接融资收益 $R_{i,2}$ 越高，则对于投资人债券的偿付可以越不依赖于企业经营的项目收益，因此投资人

对于其项目成功率的约束也就可以相对宽松，这类企业也容易受到投资人投债联动模式的青睐。我们鼓励国内商业投资人学习硅谷投资人的经验，积极开展与风险资本机构的合作，实现信息互联互通，在选定目标企业时，可以就该项与合作机构进行沟通，可以大大提高估计的准确性。

而企业的项目预期收益 A 越高，则在对企业未来偿付债务能力前景的评估中，也就是企业 NPV 的预估下，项目成功带来的收益所占的比重也就越大，这类企业对于投资人信贷的主要偿付能力来自于项目的成功而非自身充足的资产规模或良好的融资前景，一旦项目失败，很有可能失去偿付债券的能力。因此对于这类企业而言，在纳入投债联动的考虑范围时对其项目成功率的要求也应更为严苛，必须具有较大的项目成功率才能保证投资人的信贷安全。以往认为，风险债券主要关注的重点为借款人为企业增长提供资金支持而融资并归还债务的能力，而非利用历史现金流和营运资金来归还债务的能力。例如浦发硅谷投资人在中国继续沿用这一模式，只要有风险资本的进入，借款人就有很大的可能性归还债券，一旦帮助初创企业获得成功，企业将会更多地使用投资人的传统产品，这会带来潜在的其他收入来源。在这一经营模式下，企业有没有获得风险投资机构的资金，是发放债券的前提，借款企业能否获得下一轮的融资，成为投资人面对的主要财务风险。而我们这里的结论指出，同时关注企业项目收益预期与营运资金情况，纳入到上述企业筛选考量办法之中，可以有效减少由逆向选择带来的债券风险，这也是对现有风险债券发放过程的一种补充，是我国国内传统商业投资人开展投债联动时应当额外关注的内容。

后 记

2017年3月31日，国务院正式印发《全面深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放方案》。这是上海自贸试验区继“总体方案”、“进一步深改方案”后，推出的全面深化改革开放的“3.0版方案”。2019年7月27日，国务院正式印发《中国（上海）自由贸易试验区临港新片区总体方案》（简称《方案》），标志着各方期待的临港新片区的正式启航。

债券市场作为我国最大的直接融资市场，在自贸区金融创新中发挥了重要的作用。2017年初，中央结算公司支持上海市政府面向区内及境外机构投资者成功发行30亿元地方政府债券；2019年11月，中央结算公司支持南京东南国资投资集团发行首单自贸区和境外债券。在此背景下，进一步研究自贸区债券业务的定位和创新举措具有重大意义。

2018年11月，本课题正式立项，为上海财经大学中债国际研究所首批五个重点课题之一，上海财经大学成立专项课题组。在课题组成员一年来的努力下，经过开题、调研、问卷调查、中期评审、修改统稿等过程，于2019年12月形成课题终稿。在课题分工方面，课题报告前三章主要由曹啸、计小青、王梦飞负责，第四、五章主要由王梦飞、夏小雲、罗昕婷、李博臻、任雯萱、邓佳森、徐昱程、张逸佳等负责；第六、七、八章主要由曹啸、王梦飞、徐昱程、张逸佳等负责；统稿由曹啸、闫彦明和徐昱程负责。

中央结算公司副总经理刘凡对课题脉络、课题观点提出诸多创新性的思路和建议，本报告也吸收了中央结算公司前监事长白伟群、中央结算公司中债研发中心总监宗军、上海分公司副总经理宁新虎的宝贵建议。中央结算公司上海总部研发部为课题研究提供了调研、文献材料、文稿撰写等多方面支持。

研究过程中，课题组赴中国人民银行上海总部、外汇管理局上海市分局等政府部门和市场机构深入调研，得到了监管、市场、院校专家的大力支持。感谢为课题提出修改意见和建议的领导和专家，包括中国人民银行上海总部施俐娅、荣艺华，国家外汇管理局上海市分局褚伟、邓君红，上海市金融工作局曹艳文，浦

东新区金融工作局门庆兵，临港新片区管委会殷军、唐晓春，上海高级人民法院竺常赞，上海金融法院单素华，上海社科院世界经济研究所徐明棋，复旦大学经济学院卢华，上海立信会计金融学院肖本华，中欧基金刁羽。感谢中债指数专家指导委员会金鹏辉、张光平、王平等专家的指导意见。

最后，我们衷心希望课题报告观点能为我国债券市场开放和自贸区债券业务形成一定的参考和借鉴。由于时间仓促，错误或疏漏在所难免，敬请各位读者批评指正。

上财中债国际研究所上海财经大学课题组

2019年12月25日