

香港

全球基建及中小企业 资产证券化融资中心



本报告中表达的观点和意见仅代表作者个人观点和意见，不一定代表任何公司、机构或政府中介的官方政策或立场。

www.apsa-asia.com

© 2020 亚太结构融资公会版权所有

亚太结构融资公会保留所有权利。未经亚太结构融资公会书面许可，不得以任何形式或手段复制或传播本报告的任何部分，或将其存储在任何性质的检索系统中。

本报告仅作为一般信息，并非且不应构成法律、财务、投资、税务、监管、商业或其他专业建议的依据。亚太结构融资公会有限公司或其任何高级职员或成员针对本报告的准确性、适用性及完整性概不作任何陈述或保证，且概不承担本报告及其内容的使用而引起的或与之相关的任何责任。

此中文本报告为英文版本译本。如中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，应以英文版本为准。

2020 年 1 月

报告工作组

张秀芬

报告编辑、主要作者和召集人

亚太结构融资公会的联席召集人，CSF 执行秘书长

江小舟

报告编辑和主要作者

工银亚洲资产交易主管

裴湛思

报告编辑和主要作者

西盟斯律师行律师合伙人（从2020年5月开始）

原高伟绅律师行外国法律顾问（英国及威尔士），亚太结构融资公会

特别顾问

梁定邦

QC SC JP 香港执业资深大律师，CSF 理事会联席主席，亚洲国际法律研究院主席，原中国证券监督管理委员会首席顾问，原香港证监会主席

主要作者

陈卫理

渣打银行，商业 ABS 主管，资本市场结构融资部，执行董事

周启汇

友邦投资管理香港有限公司，投资组合经理——结构性产品

丁国荣

香港特别行政区律政司普惠避免及解决争议办公室主任

何启新

汇丰银行，结构融资组亚太区主管

刘伟棠

奥雅纳国际规划和工程顾问院士和董事

阮卓榆

香港特别行政区律政司国际法律科政府律师（条约法律）

张翘

友邦保险集团，集团投资部债券及信贷市场分析助理总监

报告工作组得益于下述人士的支持和建议，参与报告讨论、提供数据并协助撰写与编辑。报告工作组对其表示诚挚的感谢。

湛立 渣打银行，资本市场结构融资部，经理

Guy Haydon 记者

黄青蓝 亚洲金融杂志，记者

许铭仁 汇丰银行，结构融资组分析员

关家明 香港贸发局，研究总监

鹿麟 高伟绅律师行，注册外国律师（澳洲新南威尔士）

逢书豪 渣打银行，资本市场结构融资部，副董事

黄宇超 奥雅纳，创意设计经理

目录

前言：陈茂波 GBM, GBS, MH, JP, 财政司司长

前言：余伟文 JP, 香港金融管理局总裁

前言：梁定邦 QC, SC, JP, 金融学院院士

关于发展资产证券化的思考：张秀芬

位于香港的资产证券化中心

1. 摘要概述	1
2. 开展资产证券化对香港的广泛裨益	8

资产证券化简介

3. 资产证券化工具	12
4. 基础设施项目的生命周期	15
5. 中小企业融资	20
6. 识别投资门槛	22

利用资产证券化中心

7. 资产证券化枢纽架构	26
8. 设立规范和标准化交易	31
9. 项目交付的赋能生态系统	34

倡议

10. 支持机构投资者	40
11. 有针对性的政府支持	41
12. 监管和机构支持政策	51
13. 友好的汇率政策支持	56
14. 建立一个实用的争议解决中心	58

附录

香港资产证券化平台蓝图	68
2018 年 10 月 15 日论坛嘉宾评论	69

序言



陈茂波

GBM, GBS, MH, JP, 财政司司长

香港是一个细小的外向型经济体，过去多年的繁荣实有赖我们能有效面对挑战和拥抱机遇。今天，香港跟世界各地都面对着环球政经局势变幻莫测所带来的各项挑战。但同时，国家正推展的两项重大国策——「一带一路」倡议和粤港澳大湾区发展，却为我们带来前所未见的庞大机遇。

亚太结构融资公会的报告是在这背景下一个适时的响应。它提出的政策路线建议，让我们把握好机遇，发展香港成为一个证券化融资枢纽。

香港特区政府致力提升香港作为国际金融中心的竞争力。我们的核心优势仍然稳健强劲，包括法治、资金和信息自由进出，获国际信任的标准和法规、国际级的金融基建及具丰富经验的人才。与此同时，我们一直提升香港金融服务业在「一带一路」倡议和粤港澳大湾区发展的角色。我们亦非常重视与业界的紧密协作，通过创新和政策制订，发挥香港所长，服务国家所需，并引领香港向前迈进。

此报告扼要地描述了香港发展成为基建项目和中小企债务证券化枢纽的潜力和前景。我感谢亚太结构融资公会提出各项有用的政策建议，有助各持分者进一步讨论和研究。

A stylized, handwritten signature in black ink, consisting of a large, fluid 'C' followed by a series of loops and a long horizontal stroke.

陈茂波 GBM, GBS, MH, JP

香港特别行政区政府
财政司司长

序言



余伟文

JP, 香港金融管理局总裁

这份报告简明扼要地道出香港作为证券化融资中心的庞大发展潜力，我很高兴获邀撰写报告前言。

「一带一路」倡议及大湾区发展规划无疑在多个领域都带来无尽商机，其中报告提出证券化可作为引导国际资本满足基建项目及中小企拓展业务的资金需求的工具，实在是最恰当不过的例子。我认同香港凭借其世界一流的项目融资专门知识、会计与法律服务、税务及争议调解制度，具备有利条件作为证券化业务中心。若能成功落实这个构思，将对银行、资产管理、法律、工程以至其他专业服务界别大有裨益。

事实上，金管局本身的分析亦得出类似结论，不过我们的侧重点是在环球基建方面。资产证券化对香港来说并非新事。由香港特区政府经外汇基金全资拥有的香港按揭证券有限公司(按证公司)是区内这个领域的先驱。自1999年以来，按证公司已发行总值132亿港元的按揭证券。按证公司透过向银行购买按揭贷款，然后将有关贷款组合成为具有标准化产品结构及法律档的按揭证券售予投资者，推动香港第二按揭市场的发展。

按证公司最近更推出基建融资及证券化业务，此举是以其于按揭证券化方面取得的经验为基础，旨在填补全球各地在基建融资方面存在的巨大缺口。按证公司现正库存从银行购入的环球基建贷款，以备日后时机成熟时将之组合及证券化。这项业务的发展进度理想，银行对此亦表示浓厚的兴趣。

这份报告又指出在发展为证券化中心的过程中会遇到不少难题，这一点我实在非常同意。要将各式各样不同的基建及中小企贷款证券化，面对的挑战远较按揭贷款的证券化为大，成功的先例寥寥无几。正如报告指出，要处理的事项包括复杂的法律、规管、会计及税务问题。正正基于这个原因，我很高兴亚太结构融资公会在这个关键时刻发表这份报告，不仅可促进这方面讨论，更有助推动市场加强合作沟通。我在此衷心感谢工作小组在公会领导下，编制这份具建设性的报告。

余伟文 JP
香港金融管理局总裁



梁定邦

QC, SC, JP, 金融学院院士

自2007年以来香港始终在最著名的国际金融中心竞争力调查——“全球金融中心指数”（GFCI）中排名前三，仅次于纽约和伦敦。这是因为香港拥有世界一流的法律和金融法规体系，世界级的金融基础设施和一流的金融人才。他们不仅服务香港居民，也帮助持续强劲发展的中国内地经济与世界其他地区连接起来。我相信这份报告的推出恰逢香港发展的关键时刻，它包含了所有把香港打造成为当之无愧的亚洲资产证券化枢纽所需的最后几个步骤。

首先我们需要关注一下大湾区（简称“GBA”）。大湾区由广东，澳门和香港的广大土地组成。大湾区的人口集中在珠江三角洲，覆盖包括香港在内的9个城市。这个城市群中最大的三个城市是广州，深圳和香港。30年前广州人口约为150万，深圳为20万，香港约500万。现今广州和深圳各自拥有本地“户口”的人数达1200万（实际常驻人口接近2000万人），而香港的常驻人口接近780万。“三城故事”的发展轨迹大不相同，但他们在许多方面却是互补的。

外来移民是这三个城市的主要增长因素。广州和深圳的发展是因为建立了庞大的基础设施和卫星城市，配合快速的城市更新步伐，从而创造了许多就业机会，吸引了许多最优秀的国家级人才，包括为数众多的海外留学归国人才。正因如此，大湾区是高科技行业中几乎所有领域领头企业的总部所在地，其中包括华为、平安、中兴、比亚迪等，此外还包括了一些中国最大的房地产公司，以及内地中小企业集中度最高的制造业供应链。从在国内生产总值的占比中可以看出，广州和深圳的服务业集中度最高，服务业的实际GDP占比超过60%，远高于全国51%的平均水平。

与此同时香港也吸引着越来越多的外来人口，包括世界级的国际人才，以及按照世界一流标准培训的新移民。服务业一直是香港遵循的发展轨迹，目前占香港GDP的比重高达93%。

从通过香港企业家引进对大陆的直接投资开始，30年间香港为大湾区的发展做出了杰出的贡献。随着过去20年香港资本市场发展成为全球最大的国际资本市场之一，香港通过资本市场继续服务着大湾区的发展。H股现在占据了香港股票市场总市值的60%以上。我有幸在1992年与证券交易所和证监会的同仁们一道参与了H股的上市规则及法律结构的设计和谈判。当年朱镕基总理的远见卓识令我和联交所及证监会的同事们得以在1992年完成这一创举。他叮嘱我们：“让中国企业进入国际资本市场不仅能够吸引国际投资，还能把国际上最先进

序言

的公司治理机制，管理和法规标准实践引入中国。”这恰恰就是香港的价值之所在！由于香港拥有国际市场所需的最完整的金融监管和法律体系，因此虽是弹丸之地却发挥着举足轻重的作用。

H股市场的爆炸式增长为中国创造了大批诸如中国平安等财富500强公司，造就了一批中国最大的商业银行、地产和科技公司。香港的银行体系为这些公司提供了很好的服务，仅此一项就为香港创造了数量可观的商机。金融服务业贡献了香港近20%的GDP，为香港390万总就业人口中的26万人提供了直接的就业机会。本报告中倡议设立的资产证券化中心将为香港金融服务业创造更多的就业机会。

这篇关于建设资产证券化中心的报告将有助于香港补齐最后的短板，从而跃居成为亚洲“国际资产证券化中心”，为国际基础设施项目和大湾区中小企业资产证券化融资服务。这将给资本市场带来与开设H股同等甚至更大规模的革命性影响。在香港设立资产证券化中心的所需条件与现有服务H股的法律，法规和市场条件大同小异。香港联交所的沪港通、深港通和债券通已经提供了成熟的市场基础设施。融资结构和文本的标准化至关重要，这也是H股得以成功的主要原因。香港的资产证券化实践将在标准化的公司治理结构，二级市场，监管架构和争议解决机制下运作。目前迫切需要在中央政府、香港特别行政区政府和广东省政府的支持下成立一个资产证券化的标准化平台，我相信澳门特别行政区政府在与南美葡语和西语系国家的联系方面也将发挥至关重要的作用。

外汇是最后一个重要的议题。香港已拥有最大的离岸人民币（CNH）市场，但由于中国资本项下各种外汇管制，金融交易和投资进出中国大陆仍存在困难。这方面是具备良好的监管和运作高效的香港国际金融市场可以大展身手的地方。国家外汇管理局已经允许内地许多银行在预先审批的额度内将收到的外汇兑换为人民币。QFII和RQFII目前都取消了配额限制，人民币兑换机制运行效果良好。此外私募股权投资也在通过本地外汇清算银行在类似的额度预审批机制下运作。相类似的系统也可适用于粤港澳大湾区的资产证券化产品。

对于大湾区政府们来说，一个宏大的设想是创建一个大湾区清算开发银行。由该银行负责与国家外汇管理局协商预先批准的年度外汇配额，然后基于审慎原则通过系统向所有参与国际业务的大湾区银行提供外汇服务，并对每个资本账户进行监管。审慎原则包括评估参与银行自身系统的完备性，确保银行有充足的资金和专业能力处理与配额对等的交易量等。该清算银行还可充当开发银行的角色，以促进大湾区的基础设施建设和社会融资，例如为资产证券化项目提供增信并充当基础设施项目融资的牵头组织机构。

我相信粤港澳大湾区前景光明，资产证券化中心触手可得！



梁定邦 QC, SC, JP
金融学院院士



张秀芬

亚太结构融资工会联席召集人

关于发展资产证券化的思考 香港：前进的方向

香港按揭证券有限公司的成立及香港资产证券化的开展

正如查尔斯·狄更斯（Charles Dickens）在《双城记》所说“这是最好的时代，也是最坏的时代……”，这句话同样可以形容1996年香港的房地产市场状况。2019年8月，香港金融管理局（“金管局”）前总裁陈德霖先生在金管局《汇思》专栏发表的文章中提到，1996年夏末香港人预期房地产价格的持续上涨，导致了狂热投机情绪。一年中每七个住宅便有一个转手，并且1996至1997这两年间，按揭贷款每年平均增长约25%，增速惊人。就是在这种背景下，为了防止泡沫爆破和触发银行体系严重的流动资金紧缩，金管局决定创立一家类似美国房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）的按揭证券公司。成立该机构的主要目标是开拓证券化并带动本地的金融市场发展。这家机构后来命名为“香港按揭证券有限公司”（“按证公司”）。

香港证券化市场的发展

自成立以来，按证公司在金管局的指导下，通过购买住宅按揭贷款，以释放流动资金，使其注回银行体系，在发展香港证券化市场方面做了大量工作。按证公司成立后，针对有意愿将按揭贷款转移给按证公司的银行发布了按揭贷款购买标准。按证公司审慎的承保标准有助鼓励银行维持按揭贷款的素质，香港即使经历了几次金融危机，例如亚洲金融危机（1997-1998年）和全球金融危机（2008年），但住宅按揭贷款在过去的二十年中到目前为止最高的坏帐率为2000年的0.42%。

为促进银行将按揭贷款出售和转让给按证公司及市场参与者，按证公司与银行业合作，将住宅按揭贷款文件标准化（于2001年和2003年）。为推动香港按揭证券市场的发展，按揭证券公司制定了两项资产证券化计划：1999年的有担保按揭证券化计划，以及2001年的多币种的以传统债券形式发行的Bauhinia 按揭证券化计划。1998年亚洲金融危机期间，香港的银行业有迫切需要按揭贷款出售给按证公司以换取流动资金，从而抵消危机引发的流动性紧缩的影响。然而由于抵押贷款的质量在金融危机期间被证实代表着银行投资组合中一些最优质的资产，因此，2003年房地产市场复苏之后，银行开始并无太大意欲出售按揭贷款。

除了香港特别行政区政府于2004年进行的五条收费隧道和一座桥梁产生的通行费收入的单一资产证券化外，香港的资产证券化市场一直保持平静，缺乏源自本地资产并在香港发行的大型资产证券化交易。

一带一路倡议和大湾区发展规划

2013年习近平主席宣布了一带一路倡议，展示了全球基础设施建设和投资的中国方案。据估计，在一带一路倡议下已签署了2600笔交易，涉及总金额超过4万亿美元：一带一路倡议下正在形成大量的基础设施项目贷款。若商业上可行，则可以在适当的时候将这些贷款进行资产证券化。

中央政府划定的粤港澳大湾区已被赋予中国发展蓝图中的关键性战略规划地位，这将进一步为香港提供大量机遇。大湾区内中小企业高度集中且融资需求庞大，通过资产证券化将银行的中小企业贷款打包成证券化产品使得银行回收信贷资金，可以鼓励银行发放更多的中小企业贷款。香港在资产证券化方面的早期实践经验可以很好地被借鉴于资产证券化实践的新领域，尤其是在基础设施和中小型企业领域。

香港金管局近期在支持基础设施投融资方面的新举措

香港金管局抓住了上述的重要发展机遇，于2016年成立了基础设施融资促进办公室（IFFO），以提升香港国际金融中心地位，并利用其金融市场的深度将投资向基础设施领域引导。

按证公司于2019年设立了基础设施融资和资产证券化业务，对此进行有益补充。该业务旨在购买基础设施贷款以及与其他金融机构共同参与基础设施贷款，在多元化资产组合达到一定规模后将其进行资产证券化。

前进的方向：将香港打造成为资产证券化融资中心

亚太结构金融公会（APSA）担负着资产证券化行业协会的角色，我们认为有必要通过编写一份报告来阐述香港作为资产证券化融资中心的潜力，希望能引起业界的广泛关注。利用资产证券化作为一种金融工具，可以弥补全球基础设施项目和中小企业发展面临的巨大资金缺口。我们的报告指出，凭借世界一流的金融基础设施和经验丰富的专业人才储备，香港拥有成为全球资产证券化中心的绝好机遇，但前提是需要拥有一个有效的生态体系，资产证券化相关法律、税务和法规的支持以及报告中提出的积极的争议解决中心的建立，以支持一个健全的资产证券化金融枢纽的正常运作。

报告小组的业界专家们已明确了各种形式的法律、法规和政府机构的支持措施。建议香港特区政府推动这些措施以实现将香港打造为资产证券化融资中心的目标。香港特区政府可带头宣布将打造国际资产证券化融资枢纽作为政府的新举措，并通过制定迎合市场需求的政策和创新方案，与银行及其他相关专业领域建立紧密的合作关系。

近几个月来香港社会经历了一个最具挑战性的时期。我们希望该倡议能成为一个集结号，激发香港各界的支持，与香港特区政府和监管机构并肩，利用香港巨大的潜力推动资产证券化以支持基础设施、中小企业和其他领域，为香港乃至世界经济带来巨大的效益。这是香港一个巨大的历史机遇，最美好的时机在不远的将来，我们应举起双手迎接这一时刻的到来！



张秀芬

亚太结构融资工会联席召集人



将基础设施贷款直接出售给投资者虽然可行，但基于基础设施项目的独特性，每笔贷款的条款不一可能会导致实际操作上的困难。房贷的投资也存在类近问题，而投资者会偏好更简易的方式投资基础设施贷款。这种问题的解决方案就是将一篮子基础设施贷款证券化。

陈德霖, GBS, JP, 2019 年 8 月 28 日

1.资金缺口

亚洲发展中国家每年在基础设施上的支出为 **8,810亿美元**……



……这远远低于他们预计的持续到2030年的
**每年1.8万亿
美元**的需求……

……考虑到比如学校和医院等社会基础设施的成本，资金缺

口约为 **每年1万亿美元**

来源：亚洲开发银行

中小企业占全球
注册公司的95%，
创造了 **50%的
工作岗位**



……但是在亚太地区，
他们的资金缺口为
3.1万亿美元

来源：世界银行

2.全球机构投资者

全球机构投资者管理的总资产达

120万亿美元



来源：麦肯锡

银行**40万亿美元**，
投资公司**29万亿美元**，
保险公司和私人养老金
26万亿美元，
公共养老金/退休金
11万亿美元，
其他**14万亿美元**

大约只有

3%

的机构投资资本
流向基础设施



来源：瑞银集团

其中包括创纪录的

17万亿美元

的机构资金目前获得负
收益率

来源：彭博

经合组织成员国苦苦挣扎，因为老龄化的人口结构使储蓄
日益增多，却无法找到足够的投资机会

3.香港资产证券化市场中心



为大湾区带来高达 **1,200亿美元**

的资本市场资金

为香港带来额外高达

280亿美元

的资本市场资金

在美国和欧洲,通过公开市场资产证券化募集的资金达到国家生产总值的7.8%

来源:世界银行,美国证券业及金融市场协会,欧洲金融市场协会

每年额外增加 **1%的国民生产总值 (GDP)**



2009年全球金融危机触底后的四年内,(拥有市场经济体系并大力推动资产证券化市场政策的)美国与(高度依赖银行资金且并未广泛使用资产证券化的)欧盟相比,国民生产总值 (GDP) 年均多增长约1%

来源: 国际货币基金组织, 欧洲金融市场协会

为一带一路和大湾区资产证券化缔造一个拥有稳健增信特质的 **一级市场**

与本地商业银行携手**发起项目贷款和中小企业贷款**

各种冲击对外国直接投资和经济增长带来种种威胁,而资产证券化正是应对的良策。资产证券化能够吸引新的资本市场资金,创造就业机会并带来经济增长

建立一个涵盖最佳实践准则、合格标准、标准化文书和成功交易先例的 **知识库**

与内地相关机构合作提供创新的 **外汇解决方案**及打开**双边融资渠道**

为香港的金融业带来额外 **2,500个就业机会**



...为香港经济带来**5亿美元**的价值

爱尔兰的资产证券化行业雇佣了超过2,500位专业人员,为其国际化的资产证券化体系服务。在香港,金融业人均均为香港经济带来170万港币的价值

来源:香港入境事务处,香港政府统计处

4. 政府支持

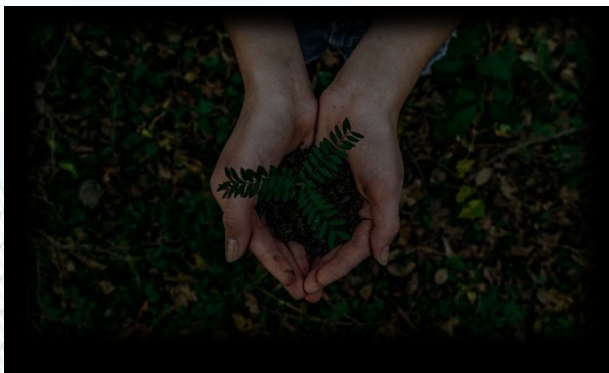
为单笔贷款或对一带一路贷款组合的劣后

级提供 **担保**

发展

金融科技

以搭建有效的平台，供中小企业融资及项目贷款融资的还款记录及贷款标准的数据交换



通过认购资产证券化产品的劣后级提供

杠杆并同时

设立**投资奖励计划**以鼓励银行直接向中小企业等目标板块提供融资

政府直接提供融资

从银行直接购买基础设施及中小企业贷款，帮助银行释放资本金

5. 监管和政府机构支持政策

打开 **双向资金渠道** 通过交易所市场北向交易并试点债券通南向交易，连接中国内地和香港市场

通过担保或者购买劣后级资产证券化产品，帮助发起人获得表外

会计处理

明确一带一路和大湾区香港资产证券化的

外汇管制规则 明确需要遵守要求的交易方以及监管流程

重新评估 合格债务工具对投资级评级的要求

获取数据来制定 **平衡的法规** 以确保投资适用的监管资本的成本，即风险加权，合理反应投资涉及的风险



与一带一路区内国家建立 **经济贸易**

伙伴关系 促进货币中介或其他双边计划，减轻国际投资者面临的

外汇风险

更新香港的
法律框架

为特殊目的机构和跨境交易进一步提供法律确定性

为符合资格的大湾区资产证券化交易提供 **预提税豁免**

定期进行 **政府发行** 一带一路和大湾区贷款或其他金融资产证券化产品，创造持续供应以促进活跃的二级市场

位于香港的资产 证券化中心

当前持续的贸易战所带来的不利因素，不仅对中国内地的经济发展带来了挑战，香港作为中国内地与世界连接的重要窗口和纽带也不可避免受到了影响，外国直接投资几十年来一直为香港和中国内地惊人的经济增长提供了动力，但目前这类投资正在减少。发展和投资这两个主题对于基础设施建设及中小企业的发展至关重要，政府也出台了许多支持基础设施建设和中小企业发展的区域性政策倡议。政府如何在新的经济挑战下实施这些应对措施，将会对其所支持的相关行业产生深远的影响。例如一带一路倡议及粤港澳大湾区发展规划纲要均强调了基础设施建设和中小企业发展对于本地、区域及全球经济的重要性。

与此同时，在世界的另一端，发达经济体正面临着另一个挑战：前所未有的储蓄规模（约 120 万亿美元的机构资金）¹和匮乏的投资机会之间的巨大反差。其中包括创纪录的 17 万亿美元²的机构资金获得负收益率：即投资者持有这部分债权投资至到期日，将承受一定的本金损失。而这一趋势似乎正在加速，仅 2019 年 8 月一个月之内，就有 3 万亿美元的债券收益率由正转负。³

危机与机遇并存，对背靠中国内地面向世界的香港来说这是个历史性的机遇，香港不仅可以通过利用少量的公共财政资源达到优化其监管和税收体系的目的，还可利用其作为领先国际金融枢纽的独特地位来开拓新的资产证券化市场，为全球机构投资者提供基础设施和中小企业中有吸引力的投资机会。

¹ 麦肯锡，*Bridging Global Infrastructure Funding Gaps* (2016 年 6 月)。点此阅读

² www.un.org 彭博，2019 年 8 月 31 日。

³ 金融时报，2019 年 8 月 30 日。

在亚太结构融资公会（APSA）的带领下，一个由银行、资产管理、法律、工程和其他专业领域代表组成的课题组撰写了本报告。本报告就审视新的挑战，研究借鉴其他国家和政府的经验提供了政策路线图，并为中国香港和内地的决策层建言献策。本报告的核心议题是通过利用政府资源来振兴香港的资产证券化市场，将西方的过剩储蓄与亚洲及其他地区的投资不足连结起来，以帮助香港跃居到国际投资市场的最前沿。

政府政策扶持下的资产证券化是本报告建议的核心。资产证券化技术已被世界各国政府认可，并广泛应用于将低流动性资产和本地资产转化为具有标准化、高分散度和高流动性的各类投资产品，从而吸引全球的机构投资者。与此同时，通过资产证券化这一融资工具，政府亦可进一步推动其政策议程的实施。

通过扶持资产证券化，政府可以更有效地部署其资源以实现预期目标。尤其是当市场进一步成熟，发行规模和流动性进一步增加后，私营部门将逐步参与到市场中来，政府即可逐步实现市场退出。

本报告分为三个部分。第一部分概述了目前可利用的资产证券化工具，并举例说明这些工具如何在其他市场帮助基础设施建设和中小企业进行融资；第二部分探讨了香港资产证券化平台的市场准入标准的制定；第三部分列举了为建立和发展具有一定深度和多样化的资产证券化市场所需的政策支持和激励措施建议。

以下的摘要概述包含了本报告中所述的政策建议。

第 1 章

摘要概述

建议

- 1.1 本文提出的建议在实施范围，资源投入程度和实践难度方面各有不同。一些建议只需政府向前迈一小步，例如通过借助政府资助激励首次发行人试水资产证券化市场；另一些建议则需要更大幅度的步伐，例如政府设立担保基金来支持中小企业的发展。建议涵盖了多个层面：政府和监管机构可以借鉴建议中合适的激励措施，例如开放新的企业融资渠道，引进平衡监管，以及为投资政府支持行业资产证券化产品的银行提供税收优惠等。
- 1.2 基于中国内地资产证券化市场的蓬勃发展以及国际机构投资者对该市场的兴趣日益增加，本课题组相信香港资产证券化市场的复苏迎来了新的历史性机遇。一个活跃的资产证券化市场⁴，加上与内地资本市场的资金双向流动对接，将极大巩固香港国际金融中心和离岸人民币枢纽的地位，为香港带来更多的经济和就业增长，造福大小各类企业及消费者。
- 1.3 香港应抓住这个历史机遇，打造成为一个国际资产证券化平台。该平台包含三个主要元素：

平台必须是透明开放的，潜在的发行人及投资人均能获取过去交易的**信息和数据**，包括先例、范本和指南——对资产证券化交易的开展做出清晰的指导

平台必须为**专业人士提供一个市场**，潜在的发行人及投资人均能物色到银行家、律师、会计师和其他服务提供者——以帮助其开展资产证券化产品业务

平台必须拥有**稳健的法律、法规、税务规则和市场基础设施**（如证券交易所和清算系统）——以促使尽可能高效地设立和运作证券化交易

- 1.4 为促进香港成为国际资产证券化平台，内地和香港的监管机构和政府相关部门可以采取一系列重要的支持措施。要进入平台并受惠这些支持措施，资产证券化项目必须满足一系列预设标准，包括标准化法律文本（如适用）。能有效的研究并酌情实施本报告中的建议及推出新的举措，香港需赋予现有的政府机构相关职权或建立新的资产证券化专职机构。

⁴ 在亚洲，中国内地拥有最大的公共证券化市场（全球第二，仅次于美国），截至 2018 年年底，证券化发行的未偿还总额为 2.7 万亿元人民币（约合 3,910 亿美元，使用 2019 年 5 月 24 日人民币对美元汇率 6.9049 美元计算），穆迪，2019 年 3 月 26 日，*Securitization continues to grow as a funding source for China's economy*，点[此](#)阅读。

- 1.5 该机构的主要职责是负责资产证券化的推广，并担当市场参与者与各类政府机构间的连络人，以确认政府支持的范围及确保支持政策的有效性。此类机构还可负责协调香港和内地政府的财政支持，并帮助简化香港和内地间的双向资本流动。更深层次的合作可通过设立**粤港澳大湾区开发和清算银行**这一角色进行。此类开发和清算银行可由区内政府共同出资，酌情部署合适的财政资源，发放基础设施及中小企业贷款。并提供担保、行政管理、投资奖励及为资产证券化交易提供增信等。该机构可向国家外汇管理局（SAFE）申请跨境资产证券化专用的年度外汇配额，在配额内对双向资本流动的资本账户进行监管。
- 1.6 香港有望通过资产证券化支持中小企业及雄心勃勃的基础设施开发目标，从而创造就业机会，引领经济的进一步发展。

可从资产证券化中受益的重要政策举措

- 1.7 中国香港和内地政府已为实现可持续的经济增长和社会发展的长期目标制定了重要的政策举措。在全球范围内，人们也越来越重视经济发展中需要平衡人类活动对环境的影响。既要实现既定的政策目标，又要保持经济发展和环境保护之间的平衡对融资需求提出了新的挑战，一个活跃的，由全球机构投资者主导的香港资产证券化市场将有助于这些目标的实现。
- 1.8 此类政策举措包括于 2013 年启动的一带一路倡议，该倡议目前已获得了广泛的国际关注。截至 2018 年 4 月，超过 150 个国家（包括意大利，第一个加入该倡议的 G7 国家）及国际组织与中国签署了共建一带一路合作文件⁵。另外，粤港澳大湾区规划纲要是一项旨在提升珠江三角洲地区经济水平的规划。截至 2017 年底，大湾区人口约为 7000 万，总面积 5 万 6 千平方公里，拥有众多的高科技和创新型制造业和服务业。再者，在《联合国气候变化框架公约》（UNFCCC）内制定的《巴黎协定》，于 2016 年签署，主要讨论涉及缓解温室气体排放，环境改善及相关的融资安排等遏阻全球气候变暖的方式。

资金缺口

- 1.9 在亚太地区，中央、地方政府及商业银行作为基建和中小企业的传统融资来源已经不堪重负。政府面临财政预算限制，银行面临愈加严格的资本要求，使得融资项目的吸引力降低，从而造成了持续性的资金缺口。
- 1.10 **基础设施建设：**亚洲开发银行（ADB）2017 年的一项研究⁶显示，亚洲持续遭遇巨大的基础设施融资赤字，如果加上医疗、教育等“社会”基础设施，每年的赤字高达近 1 万亿美元。
- 1.11 **中小企业：**据联合国估计，亚太地区中小企业的融资缺口约为 3.1 万亿美元⁷。

⁵ 中国日报，2019 年 4 月 28 日，[点此阅读](#)

⁶ 亚洲开发银行南亚工作文件系列第 57 号，Sungsup Ra and Zhigang Li, *Closing The Financing Gap In Asian Infrastructure*, 2018 年 6 月

⁷ 联合国亚洲及太平洋经济社会委员会, *Financing for development in Asia and the Pacific*, 2018 年

1.12 资产证券化为国际投资者提供了填补这类资金缺口的机会。

资产证券化

1.13 资本市场存在着大量的闲置资金。全球资产管理总规模估计有 120 万亿美元⁸。仅在 2018 年，亚洲新发行的债券总量就超过 2.7 万亿美元⁹，很明显，资本市场上大量的机构资金在寻找投资机会。

1.14 众所周知，资产证券化的优势是将资本市场与借款人连结起来，通过资本市场为基础设施项目和中小型企业提供融资。

1.15 近期的基础设施资产证券化范例包括：

美国的 RIN¹⁰ 项目融资资产证券化项目¹¹，银行发起的项目融资贷款通过资产证券化在资本市场进行再融资。

新加坡的 Bayfront Infrastructure Capital¹²，银行发起的项目融资通过资产证券化在资本市场进行再融资。

英国的希思罗基金¹³结构化担保债务平台，资本市场投资者通过该平台直接向希思罗机场提供资金。

1.16 中小企业资产证券化为中小企业提供了前所未有的资本市场融资机会。截至 2018 年第三季度末，欧洲中小企业资产证券化的余额达 778 亿欧元¹⁴（871 亿美元¹⁵）。

政府支持举措

1.17 各国政府已采取了许多措施来鼓励和促进资产证券化的发展。内地和香港政府可以将这类措施借鉴到基础设施建设及中小企业资产证券化实践中。这些措施包括政府提供直接融资、担保、融资杠杆，建立投资奖励和搭建金融科技平台等。

⁸ 参见麦肯锡（2016 年 6 月），*Recent Developments in European Capital Markets: Key Findings from the 2018 ECMI Statistical Package* (European Capital Markets Institute, 2018)文件显示，2017 年底未偿还债务证券的数字为 94.5 万亿美元

⁹ 亚洲证券业暨金融市场协会的亚洲信贷报告显示，2018 年第四季度—亚洲（G3 货币）：5,697 亿美元；亚洲（当地货币）：2.2 万亿美元

¹⁰ 请参阅开曼群岛证券交易所公告，点[此](#)访问 www.csx.ky

¹¹ 贷款证券化，通常称为抵押贷款义务（CLOs），在第 11 章（有针对性的政府支持）中进行了详细讨论。

¹² 见新加坡证券交易所公告，点[此](#)访问 www.sgx.com

¹³ 有关详细信息，点[此](#)访问 www.heathrow.com

¹⁴ 使用 2019 年 5 月 24 日欧元对美元汇率 1.1198 计算

¹⁵ 请参阅 AFME 的 2019 年第一季度证券化资料包，点[此](#)阅读 www.afme.eu

- 1.18 **政府直接融资：**政府从银行直接购买基础设施及中小企业相关贷款，帮助银行释放资本金以便为新的项目融资腾出空间。此类收购虽然增加了政府的前期支出，但长远来看有助于增加可用于政府类资产证券化的资产存量，并增加稳定的金融资产来源。
- 1.19 **政府担保：**中国内地、香港政府及其他区域国家政府可以通过两种主要方式为基建及中小企业融资提供担保：1. 直接为单笔贷款提供全额或部分担保；2. 为一批贷款组合的劣后级提供担保。这些举措将直接促进资产证券化市场的供给和需求。首先在供应端，政府担保将有效降低银行面临贷款违约时的损失风险，从而增强银行发放相关贷款的意愿；其次在需求端，由于存在政府担保，投资者面临的潜在违约风险减小，投资意愿会进一步增强，或者进一步降低对投资收益的要求。除了为基建项目和中小企业直接提供融资担保外，政府还可参照针对中小企业的美国小企业管理局（SBA）计划，设立类似的担保计划，以提高相关贷款和资产证券化产品的二级市场流动性。
- 1.20 **融资杠杆：**通过认购资产证券化产品的劣后级，政府还可以创造杠杆效应。政府参与购买资产证券化产品的劣后部分，可以吸引原本无法参与的投资人进行优先级投资¹⁶。
- 1.21 直接融资、担保或购买劣后级等各类政府对资产证券化的直接支持形式可与有特定社会或环保目标的慈善公益基金相结合。私营机构、政府机构及资本可获得市场水平回报，而慈善公益机构为实现期望的社会或环保目标可在回报方面做些让步¹⁷。
- 1.22 **投资奖励计划：**建议设立投资奖励计划，为直接参与基础设施及中小企业项目贷款投资或购买相关资产证券化产品的投资者提供投资奖励。一方面，这将激励有直接投资能力的银行发放更多的相关贷款，另一方面，没有直接投资银行也可通过购买相关资产证券化产品为基础设施及中小企业项目间接提供资金。
- 1.23 **金融科技平台：**建议政府搭建一个健全的金融科技平台，以存储中小企业融资及项目贷款融资的贷款还款记录和发放标准。此平台不仅有助于提高中小企业与项目融资的透明度，还可积累大量的历史数据和信息供投资者和监管机构使用。

监管机构的支持

- 1.24 内地和香港的监管机构和政府相关部门可以采取一系列重要的措施以促进基础设施建设和中小企业融资资产证券化的推广，创建一个世界领先的、有竞争力的资产证券化平台。这些措施诸如开放融资渠道、明确外汇管制要求、为资产证券化产品投资创造一个更加平衡的监管环境、将政府资产证券化、允许符合资格的资产证券化用于融资计划、帮助证券化发起人实现会计表外处理、提供税收减免并更新相应的香港法律框架等。

¹⁶ 请参阅欧洲投资基如何使用杠杆来促进中小企业融资的示例，[点此](#)阅读

¹⁷ 经济合作与发展组织（OECD）在促进这种基金的发展，[点此](#)阅读 www.oecd.org

- 1.25 **资金渠道：**允许香港和海外投资者通过债券通投资内地交易所市场，引进国际机构资本参与内地的基础设施建设和中小企业融资的证券化产品。同时可通过建立“债券通”南向交易试点计划，或在“合格境内机构投资者计划（QDII）”下试点专项配额等方式，允许中国内地机构投资者投资在香港发行基础设施建设和中小企业资产证券化产品。
- 1.26 **外汇管制：**国家发展和改革委员会（NDRC）或国家外汇管理局（SAFE）可发布特殊指引，以明确哪类基础设施和中小企业相关的资产证券化符合现有的外债要求，资产证券化中的哪类实体受限于这些要求（例如发起人、特殊目的机构或其他相关实体等），哪类实体负责遵守这些要求以及必须遵循的合规程序等。
- 1.27 **平衡的监管环境：**香港的众多法律法规与国际信用评级机构的评级标准联系紧密。这些将给那些具有非投资级主权评级，或仅由本地信用评级机构提供评级的地区开展资产证券化带来困难，影响基础设施和中小企业资产证券化项目的开展。比如香港现行的合格债务工具制度，该制度为投资者带来利息收入和交易利润提供税务宽减，但该制度仅适用于由极少数国际信用评级机构认定的投资级债券。该制度旨在增强香港作为国际金融中心的竞争力，但在目前的监管架构下，许多基础设施和中小企业资产证券化项目将会被排除在外。
- 1.28 取消投资级信用评级的要求或扩大认可的信用评级机构名单，此举将使更多基础设施和中小企业资产证券化项目符合该制度的要求，从而进一步提高香港作为全球金融中心的竞争力。值得一提的是《强制性公积金计划管理局关于债务证券指引》，该指引和上文提到的合格债务工具制度都具有相同的信用评级要求，可借鉴以上思路进行修订，并同时为非投资级债券集中度限额进行限制。应鼓励但不强制对资产证券化产品进行信用评级。在提供信用评级时应要求至少由两个信用评级机构进行评估，以确保投资者在评估项目风险时有不同角度的意见供参考。
- 1.29 平衡监管还必须确保适用于投资的监管资本成本（风险权重）能够正确反映所涉及的风险。更易获得的历史数据将有助于调节更加合适的风险权重，并解决第 6 章（识别投资门槛）和第 10 章（支持机构投资者）中所提及的投资者顾虑。
- 1.30 **政府类资产证券化：**基础设施和中小企业资产证券化发行的常态化将确保市场有充足的资产供应及二级市场流动性，从而确立机构投资者足够的信心。内地和香港政府可经由适当的政府机构或部门成为常规资产证券化发行人，将基础设施和中小企业信贷资产及其他已发行或购买的金融资产打包并发行证券化产品。
- 1.31 **合资格抵押品：**公营单位如香港金融管理局（HKMA）或香港按揭证券有限公司（HKMC）可将由香港机构发行的某类证券化产品列为此类公营单位提供流动性支持计划中的合格抵押品。允许将基础设施和中小企业资产证券化产品用于央行流动性计划，可增强二级市场流动性，并允许机构通过抵押其持有的证券化资产筹集资金。

- 1.32 **会计处理：**通过提供担保或购买劣后级证券化产品，内地和香港政府及其他地区政府可以协助发行方满足表外处理的会计要求，鼓励这些发行方进一步发展借贷业务。
- 1.33 **税收减免：**大湾区中小企业资产证券化在中国内地可能面临预提税等税收问题，这将会增加交易成本。对于通过香港进行的大湾区中小企业资产证券化，内地相关机构应考虑减少或豁免预提税。同时香港税务局应考虑针对基础设施和中小企业资产证券化相关的特殊目的机构制定自动可抵扣的预先税收裁定政策。
- 1.34 **法律框架：**香港应考虑制定一套类似于卢森堡、英国和爱尔兰的资产证券化特殊目的机构法律机制，为位于香港的资产证券化特殊目的机构提供更多的法律确定性。应优先考虑更新香港关于贷款和应收账款等无形资产的法律冲突规则，使其与内地和欧盟保持一致——评估准据法而非所在地法律。

友好的汇率政策

- 1.35 目前对于在香港以人民币计价发行或以人民币资产为底层资产的基础设施和中小企业资产证券化，只能使用离岸人民币汇率而不是更具竞争力的在岸人民币汇率进行对冲，这对作为基础设施和中小企业证券化融资中心的香港来说将是一个竞争劣势。建议中国人民银行和香港金管局考虑发布特殊指引，以便离岸投资者和特殊目的机构在参与人民币资产或以人民币计价发行的基础设施和中小企业证券化产品时，可使用在岸人民币汇率来对冲汇率风险。
- 1.36 基础设施和中小企业融资涉及的主权风险及转让、汇兑风险可以通过信用较强的香港专职机构作为交易对手来消化。例如，可由中国内地或香港的政府专营机构或商业保险机构担当交易对手方。
- 1.37 中国内地和香港政府可与其他国家，诸如一带一路沿线国家，建立经济贸易伙伴关系，促进货币中介或签订其他双边协定以降低国际投资者面临的汇率风险。
- 1.38 香港监管机构还可与这些国家的央行合作，进行双边货币掉期交易，从而为市场汇率对冲提供流动性。

设立准入标准

- 1.39 基础设施和中小企业相关的资产证券化项目必须满足一些预设标准，以获得政府的支持和享受香港资产证券化平台的优势。在第 8 章（设立规范和标准化交易）中概述了标准化将如何帮助建立一个稳定而强大的资产证券化市场。设置透明的标准是许多成功的证券化项目共有的标志，比如香港按揭证券公司的住宅抵押证券化平台¹⁸，美国的房利美和房地美资产证券化计划¹⁹以及欧盟的简单、

¹⁸ 请参见总结，点[此](http://www.hkmc.com.hk)访问 www.hkmc.com.hk

¹⁹ 请参见总结，点[此](http://fhfa.gov)访问 fhfa.gov

透明和标准化（STS）资产证券化框架²⁰。在香港资产证券化平台框架内，标准需要有充分灵活的可操作性，以适应基础设施及中小企业项目间的广泛差异性。

- 1.40 基础设施项目的准入标准必须考虑多种因素，这些将在第 9 章（项目交付的赋能生态系统）中进行探讨。其中包括要求制定合理的开发计划，适当的采购流程以及透明的持续管理。项目可持续性的考虑必须放在首位，并且必须考虑到项目对环境的影响。
- 1.41 中小企业贷款的准入标准也应考虑到中小企业的经营历史，贷款规模、期限以及贷款用途等。香港按揭证券公司代表香港政府推行的中小企业融资担保计划已有一套准则，可作为基础设施和中小企业相关资产证券化项目准入资格的参考基础²¹。
- 1.42 基础设施及中小企业项目融资的贷款标准都应考虑联合国环境计划署 2019 年 9 月金融倡议中包含的《负责任银行原则》。该原则为可持续银行体系提供了一个框架，以帮助银行业展示他们对人类社会做出的积极贡献²²，作为粤港澳大湾区的一部分，这个目标对香港而言尤其重要。
- 1.43 标准文本和信息披露要求也将构成建立投资者信心的重要组成部分，应成为任何一类标准中必不可少的部分，从而降低投资成本并促进投资决策。

金融科技

- 1.44 金融科技的应用是香港基础设施和中小企业资产证券化中心建设的前沿及核心。尤其在数据应用方面，金融科技可确保数据的准确可靠以及交易的高效完成。第 7 章（资产证券化枢纽架构）中进一步探讨了金融科技在基础设施和中小企业资产证券化中的应用。有关各方也可探讨在基础设施和中小企业资产证券化实践中，哪些金融科技技术能最好地满足相关的需求。

建立争议解决实务平台

- 1.45 香港律政司可协助证券化市场参与者理解和使用与电子商务相关仲裁及调解（eBRAM）平台，并与市场参与者共同制定一套适用于基础设施及相关资产证券化交易中的争议避免和解决规则。第 14 章（建立一个实用的争议解决中心）在这方面提出了相关的建议。

²⁰ 查看获得该框架的概述，点此访问 www.esma.europa.eu

²¹ 查看现有计划的目标，点此访问 www.hkmc.com.hk

²² 查看有关责任银行原则的更多信息，点此访问 www.oecd.org

第 2 章

开展资产证券化对香港的广泛裨益

- 2.1 推动资产证券化产业发展对香港经济最直接的裨益是创造众多与之相关的就业机会。资产证券化作为一种跨学科，跨部门的债权资本市场产品，在发行、交易乃至衍生品的整个价值链中，涉及到包括银行、法律、会计及信息技术等各方面的专项技能。根据爱尔兰债券协会（IDSA）发布的统计数据，仅特殊目的机构就在当地就创造了 **2,725 个职位**²³。将资产证券化的全产业链和香港国际金融中心的优势相结合，资产证券化发行、上市和交易业务迸发的巨大潜力将带动高达数万与资产证券化直接相关的工作岗位，为爱尔兰的数倍（爱尔兰约占整个欧元区资产证券产品特殊目的机构上市总量的 27%²⁴）。此举必将成为推动香港金融服务业就业增长的重要动力。据香港贸发局的统计，截至 2016 年，香港金融服务业专业人士雇佣人数约为 25 万名²⁵。
- 2.2 与直接增加就业相比，资产证券化所带来的间接效益或许是政策方面更重要的考虑因素：资产证券化的产业发展将促进香港和大湾区的长期经济、就业的增长。虽然具体的统计数据难以获得，但从以下欧洲和美国的案例和经验可见，资产证券化对经济增长促进的潜力不可小觑。
- 2.3 欧洲金融市场协会的一份近期报告显示²⁶，阻碍欧盟经济增长的一个主要因素是欧盟和美国在中小企业，基础设施和私募领域的融资之间存在着巨大的差异。该报告估算，欧洲资本市场可投资资产仅为美国的三分之二。该报告指出，过度依赖银行直接融资是欧洲资本市场明显落后于美国的主要原因。
- 2.4 欧洲拥有约 30 万亿欧元（33.6 万亿美元²⁷）的外部融资，美国则拥有约 49 万亿欧元（54.9 万亿美元²⁸）的外部融资²⁹。
- 2.5 在资产证券化领域，欧盟与美国也存在类似的差距。国际货币基金组织于 2015 年发布的一份报告³⁰指出，尽管欧盟经济体量略大于美国，但美国的资产证券化和资产支持类证券产品（包括政府支持发行的产品）存量是欧盟的五倍。此外，在欧洲这个相对较小的资产证券化市场中，银行扮演着主要投资者的角色，养老金和保险基金在欧洲资产证券化产品需求中所占的份额微不足道，与美国市场的情况截然相反。

²³ 爱尔兰债务证券协会发布统计资料，点[此](#)访问 idsa.ie

²⁴ 参见 *Irish SPV Report*, 2019 年第 1 季度，IDSA

²⁵ 参见香港贸发局的统计数字，点[此](#)访问 www.hktdc.com

²⁶ 欧洲金融市场协会，*Bridging the growth gap, Investor views on European and U.S. capital markets and how they drive investment and economic growth*, 2015 年 2 月 (AFME (February 2015))

²⁷ 使用 2019 年 5 月 24 日欧元对美元汇率 1.1198 计算

²⁸ 使用 2019 年 5 月 24 日欧元对美元汇率 1.1198 计算

²⁹ AFME (2015 年 2 月)

³⁰ 国际货币基金组织，*Securitisation: The Road Ahead*, 2015 年 1 月。点[此](#)阅读

2013 年	银行份额占比	养老及保险基金占比
美国消费者信贷资产担保证券	12%	17%
美国商业地产抵押担保证券	15%	36%
欧洲汽车信贷资产担保证券	42%	2%
荷兰住宅贷款抵押担保证券	39%	4%

2.6 这个差距部分造成了 2008 年全球金融危机（GFC）后美国和欧盟之间的经济增长差距。金融市场协会认为：“欧洲经济对银行资金的依赖程度比美国等其他主要经济体要严重得多。银行业在欧盟 GDP 中的占比相当大，银行总资产达到 GDP 的 300%。美国银行业在 GDP 中的占比远低于欧洲，银行总资产不足 GDP 的 100%。与欧洲相比，美国更多的借款人可直接通过资本市场进行融资³¹。”

2.7 下表³²展示了 2008 年全球金融危机后欧盟与美国的经济增长差距。学界和政府的一些专家相信，金融危机后政府对策的差异是导致 GDP 增长差异的部分原因。这些差异包括欧盟没有推出支持资产证券化市场的政策，而美国则推出了不良资产救助计划（TARP）。如下表所示，2009 年至 2013 年，在全球金融危机触底的四年内，美国 GDP 累计增长 8.2 个百分点，而欧盟 GDP 累计仅增长 3.7 个百分点，四年间的差距为 4.5%。美国 GDP 相比欧盟年均多增长约 1%。

年	美国 GDP 增长率 (百分比)	欧盟 GDP 增长率 (百分比)
2010	2.6	2.0
2011	1.6	1.8
2012	2.2	-0.4
2013	1.8	0.3
累计	8.2	3.7

³¹ 欧洲金融市场协会，*The Economic Benefits of High Quality Securitisation to the EU Economy*，2013 年 11 月，(AFME (November 2013))

³² 有关实际 GDP 增长的信息，请参见 Datamapper，资料可查看 IMF 网站，点[此](#)阅读

- 2.8 有趣的是，IMF 于 2011 年发表的一份研究论文³³已经预测到这一后金融危机经济增长差距。该论文预测，在经历经济低谷后，美国这类资本市场主导的经济体与欧盟等银行主导的经济体相比，GDP 将在两年内将实现额外 2.7% 的增长。
- 2.9 2013 年欧洲金融市场协会（AFME）的一篇论文³⁴也强调了资产证券化对 GDP 增长的积极影响。“重新启动的资产证券化市场对经济增长的具体影响尚未被量化，但对于 GDP 增长的影响是相当显著的。如果资产证券化资金对现有的银行融资是一个增量（而非替代银行融资），并且资金用于支持新的融资项目（而非再融资），则即使是很小的净增量也将对欧盟的 GDP 增长产生积极的影响。”
- 2.10 美国财政部在最近的一份报告中也阐述了类似的观点：“与大多数其他发达经济体相比，美国成功地通过资本市场（而非银行体系）中获得了更大比例的商业融资。美国的资本市场为我们的企业家（无论大小，公营或私营）提供了宝贵的资本资源。”该报告指出，已建立的资产证券化市场“支持各类借贷渠道，改善了消费者获得信用卡、汽车贷款和一系列其他借贷产品的渠道”。美国财政部的报告继而得出结论：“政策制定者和监管者应将我们资本市场的这一部分视为美国全球金融市场领导地位的副产品和保障”³⁵。
- 2.11 除了促进 GDP 增长外，资产证券化还可以为经济体提供额外的资金来源。就欧盟和美国资产证券化市场对其经济体的比较规模而言，截至 2018 年底，欧盟资产证券化余额为 1.239 万亿欧元³⁶（约 1.387 万亿美元³⁷），约占欧盟 GDP（15.89 万亿欧元³⁸，约 17.793 万亿美元³⁹）的 7.8%。美国的资产证券化余额（不包括政府支持的资产证券化发行）为 1.615 万亿美元⁴⁰，约占美国 GDP（20.445 万亿美元⁴¹）的 7.9%。通过将香港建设成资产证券化中心，香港和粤港澳大湾区应至少实现类似的 GDP 融资占比。
- 2.12 美国和欧洲市场的发展经验表明，资产证券化能对香港和大湾区的整体经济带来潜在的积极影响，包括促进 GDP 增长，进一步提高资本市场与企业的融通能力，从而创造更多的就业机会。建立一个充满活力的资产证券化市场，利用其扩大资本市场的作用改善信贷渠道，将为各类规模的消费者、企业以及基础设施开发者带来更多帮助。

³³ 国际货币基金组织工作文件 WP/11/213, Julien Allard and Rodolphe Blavy, *Market Phoenixes and Banking Ducks*, 点此阅读

³⁴ AFME (2013 年 11 月)

³⁵ 美国财政部 2017 年致特朗普总统的报告, *A Financial System That Creates Economic Opportunities Capital Markets*

³⁶ 参见 AFME 2018 年第四季度证券化资料包

³⁷ 使用 2019 年 5 月 24 日欧元对美元汇率 1.1198 计算

³⁸ 来源: Eurostat

³⁹ 使用 2019 年 5 月 24 日 欧元兑美元汇率 1.1198 计算

⁴⁰ 来源: SIFMA

⁴¹ 来源: 世界银行

资产证券化简介

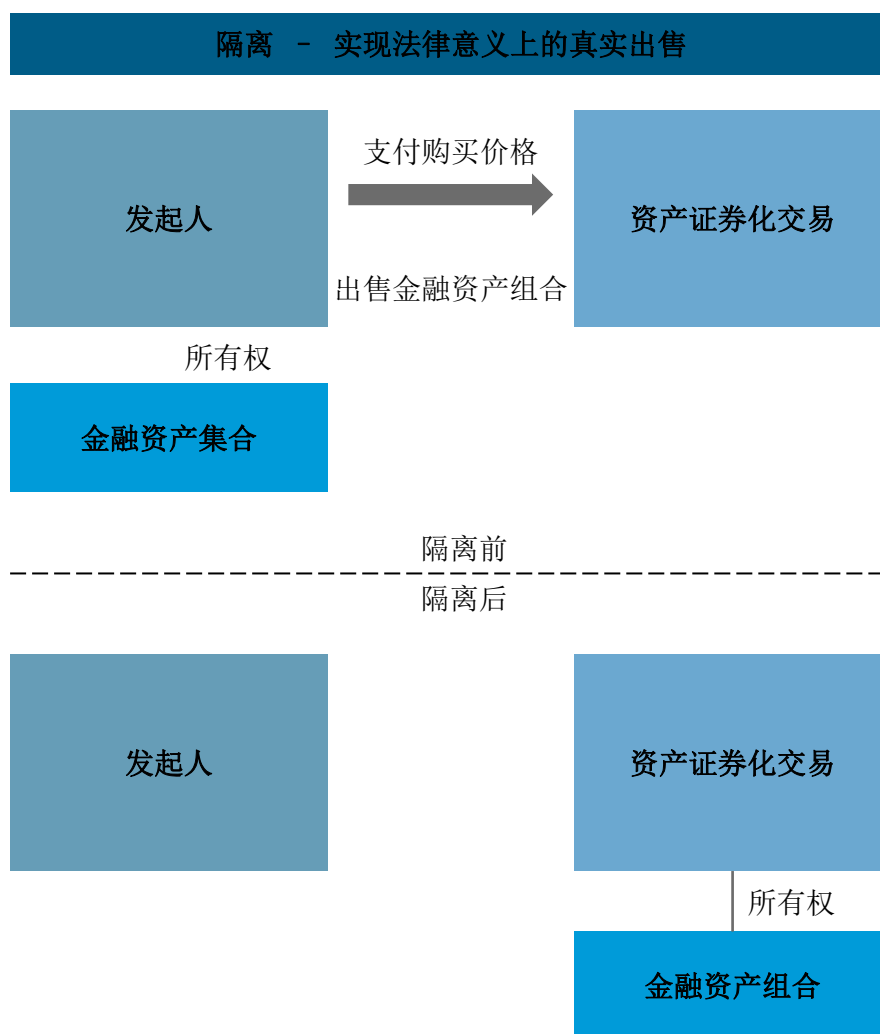
资产证券化是一个运作良好的金融市场的重要组成部分。健全的结构化融资是在【欧盟】金融体系内更广泛的分散资金来源和配置风险的重要渠道。其有助于更广泛地分散金融风险配置，帮助金融机构释放资产负债表，以便于其进一步向实体经济提供信贷融资。总体而言，资产证券化可提升金融体系的效率并创造更多的投资机会，其在信贷机构和资本市场之间起到的桥梁作用也能间接帮助企业 and 广大民众（例如，通过降低贷款和企业融资成本以及为不动产和信用卡提供进一步的信贷支持等）⁴²

⁴² 欧洲议会和理事会（EU）2017/2042 号条例第（4）条

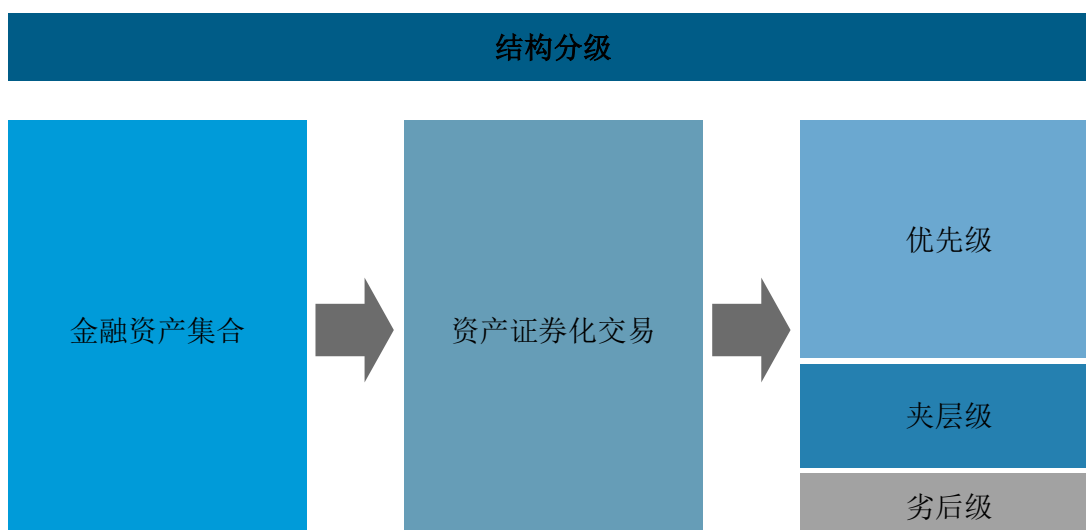
第 3 章

资产证券化工具

- 3.1 资产证券化是可产生**现金流**的金融资产与各类法律工具的集合。
- 3.2 现金流包括项目贷款下的支付、中小企业贷款、贸易应收账款（例如客户尚未兑付的帐单）、电费、高速公路通行费以及其他传统的资产证券化类资产如住房按揭贷款，汽车贷款和信用卡等。这些现金流通常被视为“金融资产”。
- 3.3 该类资产最重要的共同特征是，它们代表一个主体（例如个人或公司）在特定日期向另一主体支付特定金额款项的义务。例如，项目贷款的借款公司有义务在特定日期向贷款银行支付利息和本金；中小企业贷款借款企业必须在特定日期向银行支付本金和利息；应收账款中的商品购买者必须在特定日期向商品供应商支付款项。
- 3.4 所有该类资产都能产生现金流——换句话说，在未来特定日期将发生的现金支付行为不仅符合预期，也是支付义务。负有支付义务的人通常称为“债务人”或“义务人”。拥有债权的人，即现金流的所有者，通常称为“发起人”。
- 3.5 三种法律工具可应用于这些类型的现金流。这些法律工具通常被称为“资产证券化工具”。这些法律工具包括资产组合、破产隔离和现金流疏导。
- 3.6 **资产组合**是指将多笔现金流的组合在一起。现金流组合分散了投资者所面临的风险。如果投资者仅承担一笔项目贷款的违约风险，则该项目违约可导致投资者 100% 的损失。
- 3.7 但是如果投资者投资的是一个包含 100 笔项目贷款的集合，那么其中一笔贷款的违约只会对投资者的回报产生微小的影响。对于被视作高风险投资的项目贷款或中小企业贷款而言，资产组合的过程可将单一资产风险变为资产组合风险，从而实现分散投资风险的目的。
- 3.8 **破产隔离**目的是确保资产证券化投资者现金流的收取不受干扰。发起人破产是资产证券化实践中阻断现金流最重要的因素，例如项目贷款中贷款银行的破产，或者应收账款的供应商破产等。
- 3.9 在没有应用破产隔离的情境中，银行或公司破产后，其破产管理人可主张现金流属于发起人而非资产证券化的投资人。为解决这类争议，有必要确保将现金流由发起方“在法律上真实出售”给证券化交易。
- 3.10 如果现金流已被发起人真实出售，则发起人的破产管理人将无权进行追索。核心是要检视发起人可能启动破产程序所在的各个司法辖区内关于“法律上真实出售”定义，因为该定义在不同的国家和地区存在着不同的定义。



- 3.11 **现金流疏导**主要是引导金融资产生成的现金流偿付给资产证券化产品。资产证券化产品的结构可以非常简单明了——例如将金融资产生成现金流用于支付单笔资产证券化票据的利息和本金。
- 3.12 资产证券化产品也可进行分级。例如可以发行优先级、劣后级票据，优先级票据先于劣后级票据获得底层资产的现金流。在这种情况下，如果底层资产集中的某些资产发生违约，劣后级票据的持有人将先遭受损失，因为底层资产的现金流将被用来优先偿还优先级票据——劣后级票据也可以被视作承担了资产证券化产品的“第一损失”。
- 3.13 从优先级票据持有人的角度看，这种分层还意味着在他们对资产池的损失存在一定的容忍度，因为这些损失在某种程度内不会影响优先级票据的支付。很明显，相比之下劣后级票据的风险较高，但通过相对应的高回报来吸引劣后级投资者。



- 3.14 如果有劣后级投资者愿意承担对应的风险，将会吸引更多种类和数量的优先级票据投资人，因为他们避免了资产池的“第一损失”（这部分风险由劣后级投资人承担）——在这种结构下资产证券化的劣后级票据为交易增加了“杠杆”效应，劣后级票据的存在吸引了其他优先级票据投资者的投资（如果没有这种优先/劣后级的结构设计，该产品无法达到某些优先级投资人的信用评级投资要求水平）⁴³。同时，交易结构也可以增加更多的夹层部分，从而形成多样化的风险/回报组合供投资者选择。
- 3.15 这三种证券化工具可以以多种组合方式适用于不同类型的金融资产。
- 3.16 以下两个章节着重探讨资产证券化中的两类重要资产：基础设施和中小企业融资。

⁴³ 查看欧洲投资基金如何使用杠杆来促进中小企业融资案例，点[此](http://www.eif.org)访问 www.eif.org

第 4 章

基础设施项目的生命周期

- 4.1 基础设施项目在其整个生命周期中对于资金需求是一直在变化的。资产证券化可满足其整个生命周期中各个阶段的资金需求。



- 4.2 在项目的**可行性研究**阶段，应把资产证券化作为考虑因素之一，以确保项目结构与未来的资产证券化交易匹配。
- 4.3 项目**建设**的开始后，各类供应商（其中许多是中小型企业）为该项目提供商品和服务，从而产生供应商应收账款。这些应收账款可以进行资产证券化。当供应商将其应收账款出售给证券化交易时，他们可立即获得资金从而改善其营运资金水平。
- 4.4 这些中小企业供应商，或基建项目本身，也可能需要租赁各类工程机械，这些租赁项目下的租金也可以进行资产证券化。租赁公司可将这种未来租金收入现金流出售给证券化交易，立即将未来收入变现以提升其营运资金水平。如果将此类操作大规模推广，营运资金水平的改善可以降低企业的融资成本，并将这部分收益传递给客户。
- 4.5 项目施工完成并**投入运营**后，将产生现金流来偿还项目贷款。在此阶段，项目贷款开始产生现金流（即项目贷款已经开始产生现金流收益），银行可将这些

项目贷款的现金流进行资产证券化⁴⁴。当银行通过资产证券化出售这些项目贷款时，可立即收到资金并释放相应的资本占用，从而为他们提供更多的项目贷款腾出了空间。

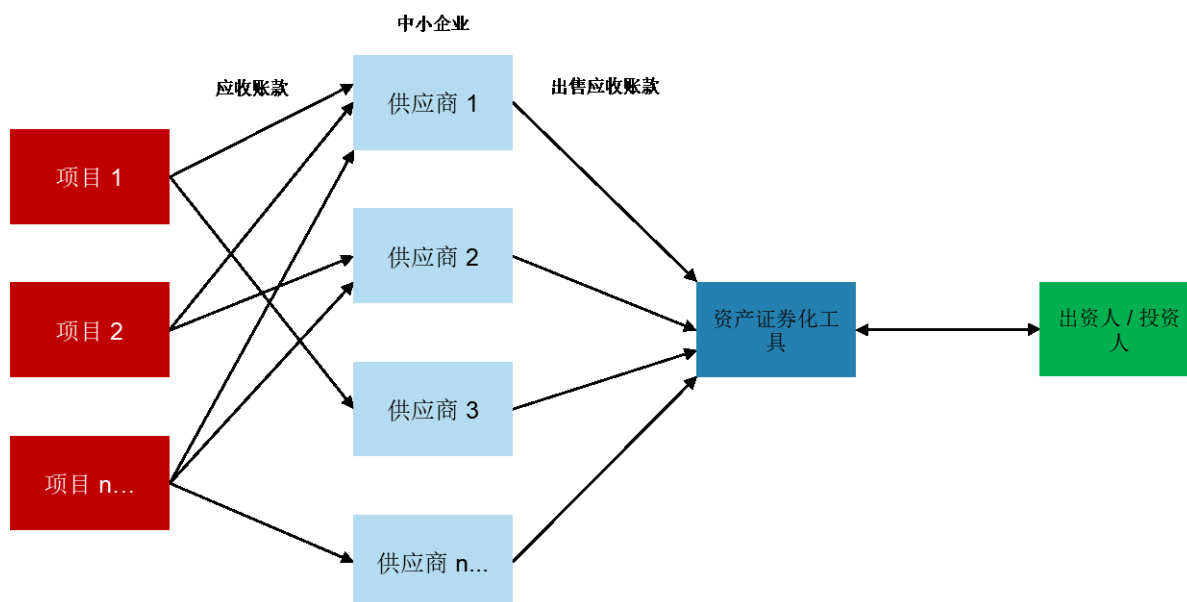
- 4.6 基础设施在**持续运行**了较长的时间后，从用户获取的现金流会非常稳定——比如过桥费，电站的电费收入，港口的港口费收入等。这些现金流可作为“整体业务证券化”的一部分，通常也称为“结构化担保债务平台”⁴⁵。
- 4.7 在整体业务证券化中，资金将直接提供给基建项目以满足其多样化的资金需求并且为基建项目提供更加多元化的资金来源，助其降低其资金成本，并提供行政流程更加精简的报告与合同。这反之也将帮助基础设施的使用者，如电力消费者，大学学生或使用收费公路使用者等。
- 4.8 随着基础设施在其整个生命周期中的持续**扩展，再开发或升级**，其面临的各类现金流和风险也可作为整体业务证券化的一部分获得融资。这类融资包括资本支出贷款，货币/利率风险对冲，循环贷款和定期贷款等。

⁴⁴ 上述示例包括 RIN 和 Bayfront Infrastructure Capital

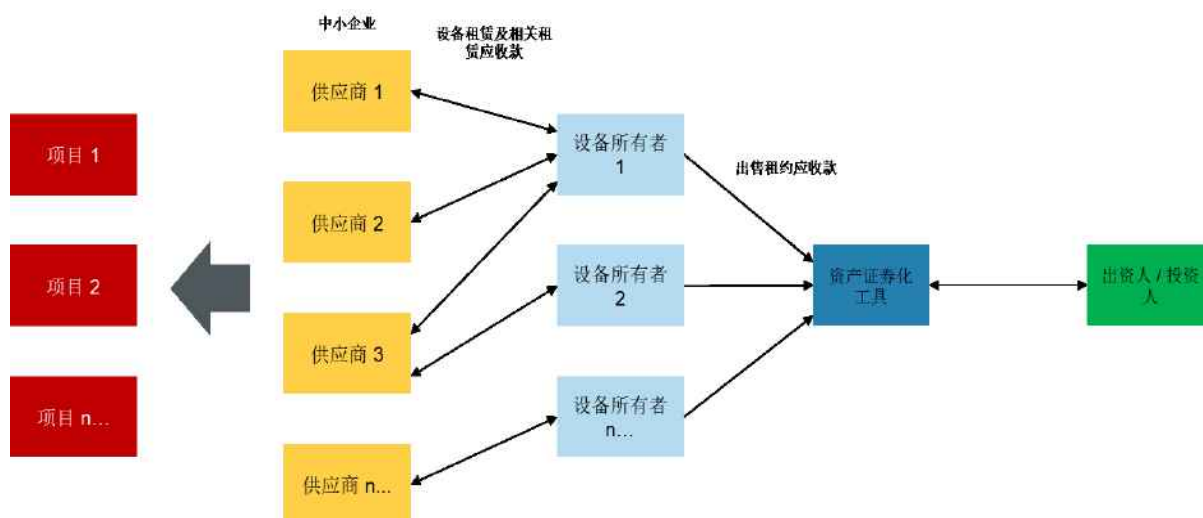
⁴⁵ 例子包括 (i) 英国的希思罗基金（详情可点[此](http://www.heathrow.com)访问 www.heathrow.com），此为结构化有担保债务平台，资本市场投资者可通过该平台直接向希思罗机场提供资金；(ii) 香港通（详情可点[此](http://www.legco.gov.hk)访问 www.legco.gov.hk），这是一个结构化的有担保债务平台，资本市场投资者可以通过该平台直接为香港政府拥有的收费隧道和桥梁融资以及 (iii) 威尔士和西部公用事业融资（详情请点[此](http://www.wufinanceplc.co.uk)访问 www.wufinanceplc.co.uk），这是一个结构化有担保债务平台，资本市场投资者可通过该平台直接为一家受监管的天然气公用事业公司融资

典型的资产证券化交易结构

中小企业贸易应收账款资产证券化 (核心功能：为中小企业提供营运资金)

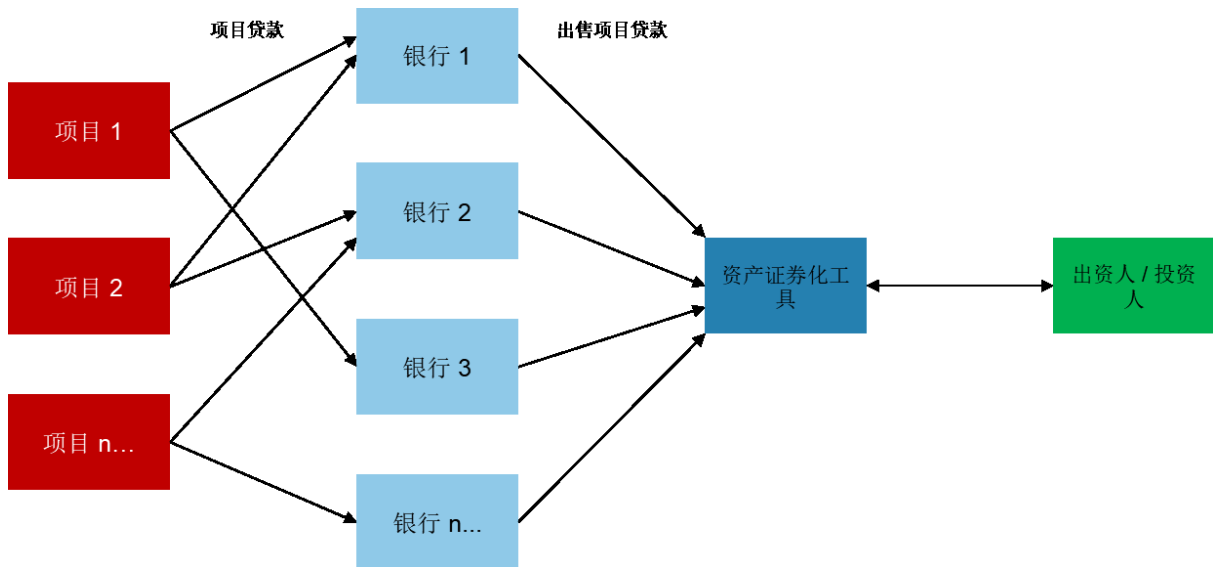


中小企业设备租赁资产证券化 (核心功能：为设备所有者提供融资,创造成本效益并传递给供应商)



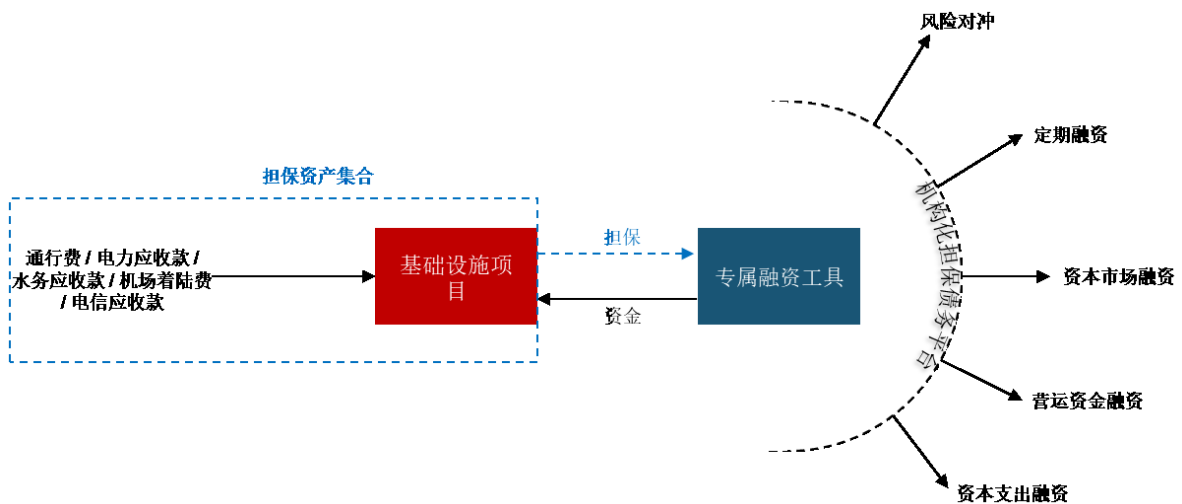
银行基建项目贷款资产证券化 (CLOs)

(核心功能：帮助银行提前回收资金以释放资本金，从而为发放新贷款提供空间)



整体业务资产证券化 / 结构化担保债务平台

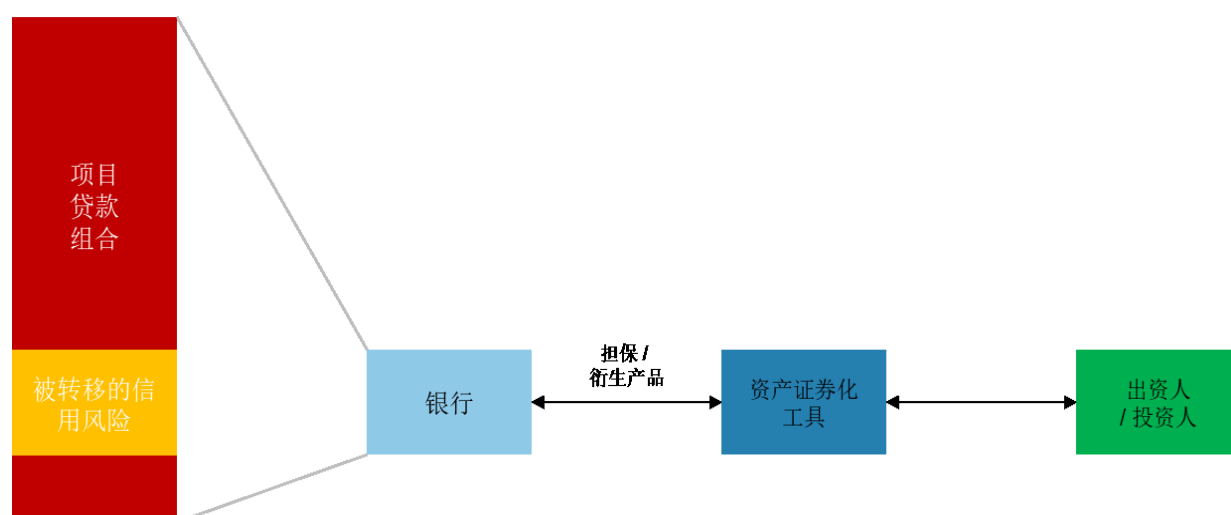
(核心功能：改善融资成本，精简文本和报告流程，统一合同文本及分散融资渠道)



- 4.9 某些司法管辖区内（例如香港⁴⁶和新加坡⁴⁷）的银行可运用另一种资产证券化技术，合成资产证券化。这类交易通常通过合格（通常为全额资金）的担保或衍生品将金融资产组合的信用风险转移给投资者。一旦银行成功转移了大量的信用风险，银行资本规则将允许银行对该投资组合持有较少的资本，从而释放更多的资本以进行更多的借贷活动。合成资产证券化与传统资产证券化具有不同的目的，它的目的不是向发起人提供资金或流动性；而是释放监管资本。
- 4.10 在欧洲，合成资产证券化技术已经成功应用于项目融资贷款上⁴⁸。由于合成资产证券化不需要将银行的金融资产组合所有权转移到特殊目的机构（SPV），这类交易具有更为灵活的选择，可以为不同性质的金融资产池提供融资，包括转让受限制的资产，这在项目融资贷款中相当普遍。此外，由于此类交易安排通常仅涉及整体资产组合中相对较小的部分（尽管是劣后级部分）的风险转移，投资者较少的资本投入就能为银行带来相当可观的资本收益。

合成资产证券化

（核心功能：帮助发起银行释放资本，从而得以发放新的贷款）



⁴⁶ 参见银行（资本）规则（香港第 155L 章）第 7 部分

⁴⁷ 参见新加坡金融管理局公告 637 第七部分，第 6 分部，以及附件 7AD

⁴⁸ 参见桑坦德银行的续订项目融资 CLO 2017-1 证券化项目，由 Scope Ratings 和 Arc Ratings 公开评级，其中包括 241 笔基础设施贷款

第 5 章

中小企业融资

- 5.1 中小企业通常利用商业贷款、应收账款融资及其他贸易相关的融资等传统融资方式为业务筹集资金。
- 5.2 由银行或投资人向中小型企业发放的贷款分为有担保的，由个人担保增信的，或无担保几种情形。贷款的形式多样，有进出口贷款，循环信用贷款，库存抵押信贷和物业抵押贷款等。
- 5.3 贸易应收款融资使中小企业将已赚取但尚未收到的收入出售给银行、保理公司（一种以折扣价收购应收账款发票的公司）或投资者以筹集营运资金。
- 5.4 其他与贸易相关的融资可包括信用证项下的偿付义务以及本票及汇票项下的付款义务。中小企业也可通过租赁的形式进行融资，从而将例如购买大型设备庞大的前端支出转化为数年内定期支付的租金或者租赁费用。
- 5.5 中小企业也可从提供消费者信贷中受益。例如，消费者可获得贷款用于购买本地商家销售的生活用品和家用电器（如冰箱、厨具），或购买汽车，或者用于支付健身俱乐部会费、购买保险、支付学费和医疗费用等。此类商品或服务均由中小企业出售或提供，因此他们将直接受益于消费者信贷。基于这种关联，消费信贷（诸如消费分期贷款，信用卡等）资产证券化将直接帮助中小企业，应被视为资产证券化支持中小企业发展的核心组成部分。
- 5.6 尽管中小企业有各类融资选项，但银行和其他资金方在向中小企业提供信贷时依然会犹豫不决。究其原因，是因为：中小企业贷款的发放成本高，收益低；中小企业信用风险高，沟通困难以及公司组织通常不规范等⁴⁹。
- 5.7 纵使中小企业在资金筹集方面往往要使出浑身解数，他们仍被视为经济发展的中坚力量。据不完全统计，中小企业占全球注册公司中的 95%，为社会提供了 50%的工作机会⁵⁰。
- 5.8 多国政府已实施了促进中小企业融资的各类措施，包括美国的小企业管理局（更多详细信息请参见第 11 章（有针对性的政府支持）），香港的中小企业融资担保计划⁵¹以及欧洲投资银行和欧洲投资基金在保加利亚、芬兰、意大利、马耳他、罗马尼亚和西班牙开展的中小企业支持倡议⁵²。

⁴⁹ 世界银行，*Alternative data transforming SME finance*，2017 年 5 月

⁵⁰ 世界银行，*What's happening in the middle*，2017 年

⁵¹ 参见该计划详细信息，点[此](http://www.smefund.tid.gov.hk)访问 www.smefund.tid.gov.hk

⁵² 参见该计划详细信息，点[此](http://www.eif.org)访问 www.eif.org

- 5.9 将中小企业纳入资产证券化交易可连接中小企业融资与资本市场。欧洲投资基金⁵³和英国商业银行⁵⁴的中小企业资产证券化实践已经证明这是改善资本进入中小企业的成功途径。
- 5.10 许多中小企业都将参与到基础设施相关的项目中来，而粤港澳大湾区倡议的核心目标之一就是促进中小企业的进一步蓬勃发展。开展基础设施和中小企业资产证券化交易后，大湾区的中小企业将获得更加广泛的资金来源，而投资者则有机会投资这类颇具活力的资产类别。

⁵³ 参见 EIF, *SME Securitisation – At a Crossroads*, 2015 年, 点[此](#)阅读

⁵⁴ 英国商业银行, *Small and Medium Sized Enterprise Securitisation*, 2015 年。点[此](#)阅读

第 6 章

识别投资门槛

- 6.1 在面对基础设施项目和中小型企业等具有复杂风险的资产类别时，投资者面临着众多障碍。若香港要成功地通过资产证券化撬动大型机构资金为基础设施和中小型企业融资，必须了解并消除这些障碍。
- 6.2 其中一个障碍是与基础设施相关的**审慎监管措施**以及**有限的历史数据**带来的。尽管大多数基础设施项目融资都包括了针对投资者的全面担保方案，机构投资基础设施项目时应使用的风险权重⁵⁵并不明确，有时甚至超过无抵押公司债券⁵⁶。
- 6.3 尽管活跃于基础设施融资领域的银行可通过整合历史表现数据来建立其内部分析模型，从而得以对此类投资风险分配较低的风险权重，但保险公司和养老基金这类机构投资者通常接触不到类似的历史违约和偿付数据，只能采用一般性（更具惩罚性）的风险加权模型。美国和欧洲的监管机构施行的使用于机构投资者的资产证券化敞口计算方法不一，加上历史数据的缺乏，令资产证券化产品受到的资本待遇与公司债等其他资产类别相比更加严苛⁵⁷。
- 6.4 不同项目和中小企业贷款之间缺乏共通标准主要是由于历来银行主导了基础设施和中小企业融资市场导致的。对于资本市场投资者来说，缺乏标准化是一个问题，因为他们通常缺乏必要的资源、时间和专业知识来审查基建项目和中小企业融资中各种不同的条款和进行冗长的文件讨论。
- 6.5 对基建项目和中小企业的尽职调查一直以来都属于银行的职责范围。资本市场投资人通常无法获得同等水平的尽职调查信息。尽职调查信息的充分披露可帮助投资者建立信心。这方面可以通过开发一个实时交换资产证券化数据的开放、透明的平台来提高。
- 6.6 外部评级机构通常要求获得深层次的项目信息以提供项目评级，缺乏外部评级机构对项目尽职调查的帮助，投资者的参与度会大打折扣。此外缺乏外部评级也将导致投资人对项目采用更高的风险权重。
- 6.7 有限的标准化操作和尽职调查的难度增加了机构投资者的交易成本，继而通过机构投资者对其定价模型加压来蚕食发行人提供的回报率。以项目贷款或中小企业贷款的定价为例，由于通常由银行根据其内部风险加权模型（外部机构投资者无法使用）来进行定价，往往收益率较低，无法吸引机构投资者。所以和银行相比，机构投资者的融资定价缺乏竞争力，导致借款人始终依赖银行融资。

⁵⁵ 风险权重常常用于计算一个机构在特定投资中持有的资本数量

⁵⁶ 例如，仅由于私人贷款没有评级，与购买无担保投资级公司债券相比，保险监管机构目前对澳大利亚 PPP 项目的许多私人贷款赋予较高的风险权重，即便由于有 AAA 评级的政府支持的标准化证券包，该 PPP 的收入素质通常是高度可预测的

⁵⁷ 例如，欧盟法规要求的 CLO 的资本费用会高于美国法规。此外，与具有相同评级的公司债券相比，欧盟法规对 CLO 更具有惩罚性

- 6.8 绝大部分的基建项目和中小企业贷款采用短期限的浮动利率，这与保险公司和养老基金的长期固定投资回报政策并不兼容。
- 6.9 基于自身的债务结构，类似保险公司和养老基金这类的机构投资者有足够的 ability 提供长期的本地货币资金。但是活跃于项目融资领域的跨国银行由于自身的负债状况则倾向于美元项目机会。本币计价的基础设施投资项目机会匮乏，而且许多项目并未被发掘。这些本币项目更倾向于依靠公营资金或者当地银行所提供的融资。
- 6.10 有限的业务量和二级市场流动性，以及匮乏的历史数据，使得机构投资者难以对基建项目和中小企业证券化的底层风险进行评估，也很难与其他类似的风险进行比较评估，或是设置投资退出路径。
- 6.11 我们需要专注于解决机构投资者面临的障碍，以下各章内提出的政策支持建议都应切实满足投资者的要求。



...香港金融管理局下的香港按揭证券有限公司正致力于推广基础设施资产证券化...此举会进一步将市场资金引入已经能成熟运作和产生稳定现金流的基础设施项目，让金融市场能够全面支持实体经济的同时为投资者提供更多选择...

陈茂波, GBM, GBS, MH, JP, 2019 年 7 月 14 日

利用资产证券化中心

...标准可以通过促进合格底层资产及证券化结构的简单性帮助投资人和监管机构评估资产证券化蕴含的风险。通过提高透明度...标准可以帮助投资人在整个投资周期中获得有关资产证券化结构及其基础资产的特征及表现全面可靠的信息。标准可促进资产证券化产品间的某些元素具有更强的可比性...从而降低投资者评估投资风险的障碍⁵⁸。

⁵⁸ 巴塞尔银行监管委员会，《巴塞尔协议 III》，*Revisions to the securitisation framework*，2014 年 12 月 11 日（2016 年 7 月，修订版）

第 7 章

资产证券化枢纽架构

- 7.1 如果第 10 至 14 章中列举的某些措施得以在香港及内地推广实施，香港资产证券化中心的使用者能极大地受益于此。提前设立清晰的准入标准，是规范本报告倡议的各类优惠政策受益者的合理方法。
- 7.2 第 8 章（设立规范和标准化交易）列举了其他资产证券化融资制度采用的标准以及这些标准（尤其是标准化文件）如何提高交易的整体效率。但固定标准的缺陷在于一成不变，如基础设施建设这类多样性的市场中，每个项目都是独一无二的，每个业务关系都需要量身定制，标准需要具有一定的灵活度。在极其繁杂多样的基建和中小企业领域中，只采用一套适用所有情况的严格标准是不切实际的。因此在基建项目建设阶段，采取一套最佳实践指引的方式比制定严格的标准更加实际。这类最佳实践建议将在第 9 章（项目交付的赋能生态系统）中提出。
- 7.3 资产证券化中心的实践必须遵循两条原则：一是必须确保实现既定政策目标，二是确保中心的受益方在实践中遵循合理的方法和方式。
- 7.4 一个资产证券化枢纽必须包含各种要素以有效的发挥作用，其中三个要素至关重要。首先，资产证券化中心必须是一个数据和信息的存储库；其次，它必须将市场参与者与证券化服务商连接起来；第三，必须提供一个拥有健全法律框架支持的基本市场基础设施平台。

数据和信息

- 7.5 除非市场参与者能了解如何进行成功的交易并从资产证券化中心中受益，否则他们的参与度将十分有限。一个封闭的资产证券化中心是缺乏吸引力的，因为市场参与者无法看到如何进行交易并从中受益。可公开访问的历史交易、准入标准、标准文件以及投资者和评级机构需求的数据至关重要，这包含各方面的工作。
- 7.6 **数据访问：**数据电子化是建设一个具有规模的资产证券化中心的必要条件。中央化的数据和信息的存储库可以对海量可搜索数据进行访问管理，这些数据信息可供证券化中心的潜在用户使用。数据库应向所有对资产证券化有兴趣的公司和机构开放。数据库还应允许使用者使用应用程序设计编程接口，以便他们的系统可以直接与平台上的数据和信息进行交互，从而尽可能的提高数据信息的使用效率。
- 7.7 **合资格交易先例：**对于可直接受惠于资产证券化中心的合资格交易先例的细节应该公开。如市场参与者得以了解如何按照公开的标准创建一个合格的交易，从而在平台成功地筹集资金，他们将从中得到清晰的实践指引。

- 7.8 以上提及的提供信息必须全面且详细，包括最新的招债说明书、发行备忘录或其他信息披露材料。若无此类文件，则应提供包括交易结构的所有重要细节以及证明交易符合证券化平台要求的方式。公开交易必须持续披露交易表现数据。而私募交易则应允许其只披露普通数据。
- 7.9 资产证券化平台的受益者有责任上传必要的数据和信息并确保数据的准确和可靠。在交易完成及整个交易存续期内，交易文件的上传将是持续自动的，相关的数据信息由证券化交易管理人上传后即对投资者可见。
- 7.10 **标准，最佳实践准则及样本：**制定标准，最佳实践准则及行业样本可为潜在的发起人，发行人和安排机构提供清晰的指引以便衡量交易是否有资格纳入资产证券化中心。同样，金融科技可以帮助相关机构更加有效的获取这些信息。香港贸易发展局⁵⁹近期发布的一带一路基建锦囊就是一个好的范例，该锦囊展示了基础设施行业的最佳实践和指引如何通过数字的方式被清晰及有效的呈现。

一个金融专业人士的开放论坛

- 7.11 香港的金融服务业处于世界领先地位，香港的金融专业人士（包括银行家、顾问、会计师、律师及其他相关人士）具有充分的能力帮助证券化中心的潜在用户满足各项资质要求。资产证券化中心应设立一个供金融专业人士分享意见、想法，积极参与中心建设和发展的集成论坛。他们可以为特定类型的资产证券化提供方法指南，发表有关交易结构设计的学术文章，以及分享有关如何完善证券化中心的想法和建议。
- 7.12 资产证券化平台将会是互动式的——包括讨论区和交流网络，有经验的专业人士可以贡献内容供所有平台使用者访问。

市场基础设施

- 7.13 适当的市场基础设施是进行资产证券化必不可少的条件。确保香港金融市场基础设施充分适合资产证券化业务至关重要。金融基础设施涵盖众多要素，其中包括——证券交易所、清算系统、托管、交易银行和支付服务等。
- 7.14 证券交易所必须充分考虑到资产证券化的交易结构。例如，香港联合交易所的上市规则虽涵盖了资产支持证券⁶⁰，但目前却很少被使用，且仅适用于以贷款为基础资产的证券化。基础设施和中小企业的资产证券化包含类型更为广泛的基础资产。一旦设定了与基础设施和中小企业资产证券化有关的标准和最佳实践准则，上市规则可以进行相应的更新以覆盖这一类型更广泛的资产类别。
- 7.15 清算系统是二级市场交易必不可少的部分，它允许投资者买入资产证券化产品或交易其头寸。美国以外的资产证券化市场通常使用卢森堡的 Euroclear 或 Clearstream 清算系统，但对于基础设施和中小企业资产证券化，香港金管局的债务工具中央结算系统（CMU）可在交易清算中发挥主导作用。

⁵⁹ 点此访问 beltandroad.hktdc.com

⁶⁰ 参见港交所规则，点此访问 www.hkex.com

法律框架

- 7.16 法律框架同样必须与资产证券化的政策目标适当的同步。香港的普通法传统和法规为在香港推行资产证券化打下了坚实的法律基础。许多拥有大规模资产证券化市场的国家都出台了本地的证券化立法，例如爱尔兰的“第 110 节”制度和卢森堡的“资产证券化法”⁶¹。这些法律为资产证券化交易中的一系列法律要素提供了进一步的法律确定性，包括监管待遇及特殊目的机构的使用等。香港亦可以引入类似的资产证券化法律，在其法律体系内巩固资产证券化的法律框架。
- 7.17 基础设施和中小企业资产证券化交易也涵盖许多跨境元素。香港的冲突法，尤其是与无形资产（例如贷款和应收账款）相关的规则，至今已有 40 多年未更新模糊的法律概念，例如有争议贷款或应收账款的所在地上融入结构化技巧的情况普遍。基于贷款和应收账款不具有实物形态，从概念上很难明确具体的物理位置。其他司法管辖区在其法律冲突规则中使用其他的参考因素。香港有关无形资产的法律冲突规则可进行更新并与中国内地的法律相一致，或与诸如欧盟范围内的“罗马一号”⁶²规则保持一致，该规则着眼于无形资产适用的法律，而不是依靠其虚幻的物理位置所在地法律。这将有助于增加实践的确定性并帮助消除对其他不必要结构特征的需求。

金融科技

- 7.18 香港政府一直以来致力推进金融科技的运用以促进金融业的发展，金融科技可通过多种方式助力资产证券化交易并为整个行业带来革新。任何为便利基础设施和中小企业资产证券化而采取的政策措施都应考虑到金融科技的强大力量。新的技术改变了支付方式，信息传播，中介机构的运行方式和价值的表现形式。金融科技作为建设强大的基础设施和中小企业资产证券化市场的关键基本目标，应始终放在在政府和监管机构规划的前沿。金融科技可应用于资产证券化中的各个阶段，从而降低风险，令整个资产证券化的过程更平滑和有效。
- 7.19 上文提到的金融科技中最重要的是与资产证券化中心相关的数据信息传播。在这方面云计算和存储将发挥重要的作用。
- 7.20 **交流沟通：**金融科技发挥作用的另一个领域是促进资产证券化的所有参与方之间的交流与沟通。数据是资产证券化的基础，有效的数据共享将使整个交易更加顺畅。例如资产服务商将关键数据发送给交易管理人，再由后者将数据进行处理后形成报告供投资者参考。资产服务商的数据系统可以直接连结到交易管理人的服务器，同时交易管理人的系统直接接驳到面向投资者的媒介。资产证券化发起和服务过程中将产生海量数据，有效的数据信息访问、处理和维护能力至关重要，同时必须兼具针对每笔交易量身处理的能力。将专有系统与面向投资者的网站连接起来并记录相互间的直接通信可能需要一些时间，但如果可

⁶¹ 英国也有关于证券化专用汽车的规则

⁶² 法规（EC）593/2008

以在一个平台上开发涵盖所有任务的技术集成解决方案，则可以实现真正的协同作用。

- 7.21 美国等发达资产证券化市场有诸如证券交易委员会（Securities and Exchange Commission）17g-5⁶³之类的规则旨在减轻聘用评级机构时所产生的内在利益冲突并提高评级透明度。17g-5 规则的关键要求是一个受密码保护的“评级进行中”网站，该网站包含了用于确定初始评级和评级监视的所有相关信息。此类网站提供实时信息更新并保持信息流以符合监管要求。在打造香港的基础设施和中小企业资产证券化平台时，可借鉴此类网站作为潜在的技术解决方案。
- 7.22 基础设施项目建设阶段中的沟通至关重要——以令银行或投资者掌握项目的最新进展。可针对每个项目设立数据中心并对所有相关方开放，包含场地报告、状态更新、调查、照片、卫星图像和项目计划等，甚至可以供用户发表评论。
- 7.23 至于项目本身以及正在建设中的基础设施，物联网（IoT）可以拉近银行和投资者与项目日常运营的距离。物联网涉及物理对象与网络的连接，以及通过该网络发送和接收数据的能力。由于与众多物理对象有关的数据可以与其他物理对象数据集中共享，这些数据可被收集整理后提供给感兴趣的各方。以正在建设的电网为例，每个塔架建成后可连接到网络——银行和投资者将能够看到特定的塔架已经上线从而跟踪项目的总体进展程度。如果将来该塔架脱网，它可以向中央网络报告，并派遣工程师对其进行修复。一旦修复后它将向中央网络报告它再次处于运行状态。
- 7.24 **区块链：**区块链是另一项可在资产证券化中产生显著应用的技术。2017 年一个结构化金融行业小组的报告列举了其中的一些技术⁶⁴。在信息数据方面，区块链技术的显著优势是安全性—可确保数据和信息不被篡改，从而使其具有更高的可信度。资产证券化通常被称为是“自我认证”的—在某种意义上项目资金是基于由发起人和/或发行人提供的项目数据信息。会计师和顾问通常在交易开始及交易的整个生命周期中不断进行大量的尽职调查工作，以确保数据真实反映底层贷款和应收账款的实际情况。如果将底层贷款或应收账款及相关的所有数据自动写入区块链中，则将极大地加快核查和审计进度，甚至可以自动完成所有工作，节约大量时间和成本。
- 7.25 区块链（具体而言是分散式帐本技术）的另一个功能是实现价值的电子转移。例如，资产证券化交易涉及两个重要的价值转移：第一、贷款或应收账款向资产证券化结构的价值转移；第二、投资者之间的价值转移。
- 7.26 初期的贷款和应收账款的价值转移通常需要涉及冗长的法律文件，而在整个交易存续期内持续进行的文件转移涉及许多繁琐的报告和手动流程。如果可将底层贷款或应收账款的数据写入分散式帐本中，并通过该分散式帐本以电子方式进行转移交换，则可以大大减少信息文本交换耗费的时间和精力。

⁶³ 《证券交易法》第 17g-5（a）（3）条建立了相应程序，提供必要的信息来保证结构性金融产品的发行人，保荐人或承销商不使用 NRSRO 的信用等级（点此阅读 SEC 的新闻稿 www.sec.gov）

⁶⁴ 参见德勤的报告，点此访问 www.deloitte.com

- 7.27 在投资者之间的价值转移方面，现有的清算系统已经提供了电子交易服务，但是所有交易仍需要中介清算系统的录入。而分散式帐本绕开了中介机构，直接在买卖双方之间进行点对点交易。这种直接的价值转移将在时间和成本上带来额外收益，如果运用到整个资产证券化市场，创造的价值将是巨大的。
- 7.28 **支付系统：**资产证券化交易中“价值”的另一个要素是现金流量本身：由底层债务人支付给服务商，然后传递到证券化结构（也可能通过支付机构），最终支付给投资人。这此程中相关资金要流经不同交易对手的各类银行账户，因此在支付链条的每个阶段都存在风险。这些支付还可能需要花费较长时间，甚至需要数天才能支付给末端的投资人。若数字货币成为主流，将实现近乎瞬间的货币转移，那么这将极大的提升资产证券化交易现金操作管理的运营效率。
- 7.29 除了数字货币，支付系统作为广泛的银行体系中的一个领域，也正在急剧变化中。香港最近引进了非接触式支付，例如微信支付等快速支付服务，极大地改变了人们为商品和服务的付款方式。香港最近还批准了一篮子虚拟银行牌照，这将进一步改变个人和公司使用金融服务的方式。这些技术令支付和转账更加迅速同时降低了风险。现金流支付环节相关的风险降低会直接减少投资资产证券化产品的风险。
- 7.30 **自动化：**自动化是金融科技带来的另一个好处。资产证券化中的某些工作是纯粹行政管理性质的。例如，票据受托人是票据持有人与发行人之间的联系渠道，负责信息共享，传递指令和召集会议。召集会议通常需要花费数月时间，这对于希望修改现有交易结构或条款的发起人和发行人而言会造成巨大的时间延误。和其他任何行政管理工作性质类似，此类工作可逐渐被自动化。可设立一个面向投资人的门户网站，所有披露给投资者的信息可以在该平台上获取而无需通过第三方厂商采集。投资人也可通过门户网站进行相关投票，从而能对发行/发起人的请求做出快速的反馈，避免耗费数周才能做出回应的情况。
- 7.31 **项目发起和信用评估：**金融科技还可令根据预设标准发起的贷款项目变得更加透明及可预测。例如对于中小企业贷款而言，应用程序根据承销标准筛选经过验证的数据。例如交通银行于2018年9月发行的93亿元人民币（13亿美元）的交盈住房抵押贷款支持证券化产品，将住房抵押贷款的信用数据传送到一个分散式网络，从而允许参与证券化发行的各参与方查看有关抵押的最新信息并进行尽职调查。
- 7.32 科技为资产证券化交易提供了各种机会。金融科技的应用应成为所有基础设施和中小企业资产证券化项目的要求，参与者亦须证明他们在适当的情况下使用了这些技术，从而提升了操作效率并降低了成本。

第 8 章

设立规范和标准化交易

国际范例

- 8.1 要享受监管或政府机构对香港资产证券化中心的优惠政策，基础设施和中小企业资产证券化项目必须符合预设的标准。设定资格认证标准是全球许多资产证券化计划的特征⁶⁵。
- 8.2 美国的房利美和房地美的资产证券化计划设置了合格贷款的准入标准。这些计划旨在为美国住宅抵押贷款市场提供流动性、稳定性和提升居民的负担能力，并为放款人提供可出售其原始贷款的便利。同时投资人亦会因投资的抵押贷款符合预设的标准而更安心的进行投资。
- 8.3 香港按揭证券有限公司的“紫荆花”证券化计划建立之初也设立了住房抵押贷款的标准⁶⁶。该标准引入了向银行购买合格住宅抵押贷款的框架，并标准化了贷款文本以有助于银行释放资本金，提升市场流动性。
- 8.4 在欧盟，适用于欧盟 28 个成员国的“简单、透明和标准化（STS）”资产证券化规则为投资者提供了许多便利，例如降低 STS 投资占用的风险权重，允许 STS 投资被视为适用于《巴塞尔协议 III》的流动性覆盖率和净稳定资金比率测试⁶⁷的高质量抵押品。STS 规则标准涵盖了底层资产类别和资产证券化结构，并为投资者提供了透明详细的金融产品信息披露框架。

设立标准

- 8.5 为基础设施和中小企业资产证券化设定实践标准和标准化文件将有助于新交易的促成。设立标准可增强银行等发行人的信心，因为如果他们发放符合标准的贷款，将来就可在二级市场出售。如果将符合资格的基础设施和中小企业金融资产运用在资产证券化中可以为机构投资者提供资金、流动性或其他收益，这将增强对基础设施和中小企业金融资产的需求，从而进一步激励发起人创建相关的金融资产并通过资产证券化的方式将其转移到资本市场。当银行以这种方式出售基础设施和中小企业相关的金融资产时，它们将即刻获得现金而释放资本，从而发起更多类似的金融资产⁶⁸。
- 8.6 标准化还有助于减轻尽职调查的负担。如果资产和文件都规范、标准化，尽职调查工作将从痛苦冗长的审查非标准化合同报告转为检查标准化的规范以及文件的合规性。

⁶⁵ 除了本章中列出的示例外，印度储备银行印度住房金融证券化市场发展委员会于 2019 年 9 月发布了一份报告，要求印度市场将贷款文件，投资者报告和服务流程的标准化作为住房贷款证券化的关键

⁶⁶ 参见香港按揭证券有限公司，点[此](http://www.hkmc.com.hk)访问 www.hkmc.com.hk

⁶⁷ 有关 ESMA 证券化政策活动的详细信息，点[此](http://www.esma.europa.eu)访问 www.esma.europa.eu

⁶⁸ 当银行发放贷款以将其分配到资本市场中时，重要的是分配方式应使发起人的利益与投资者保持一致。美国，欧盟和日本都有投资者和发起人必须遵守的法规，以确保证券化具有适当的利益一致性

标准化

- 8.7 一些关键的指标应在制定标准和文件规范时考虑到。它们应为所有参与者提供最低准入标准的公平竞争环境，以帮助投资者在知晓有某些核心要求的情况下更有效地分析不同的项目。标准应帮助监管者认定可受惠于政府资金支持的基础设施和中小企业项目。
- 8.8 巴塞尔银行监督委员会概述了制定资产证券化实践标准的准则。如下表所示，这些准则应构成香港资产证券化中心准入标准的基础⁶⁹。

资产风险	结构风险	信托人/服务商风险
资产性质	赎回现金流	信托和合同责任
资产表现历史	货币和利率的资产端与负债端不匹配	投资者透明度
支付状态	支付的优先级别和可观察性	
承销的一致性	投票权和执行权	
资产选择和交割	文件披露和法律审查	
初始和后续的数据	利益一致性	

项目标准

- 8.9 基础设施资产证券化的核心资产是基础设施项目。技术风险在基础设施项目中尤为关键。第 9 章（项目交付的赋能生态系统）就如何通过制定最佳实践准则以降低这类风险提出了详细的建议。
- 8.10 基础设施项目标准还应该借鉴其他地方的成功经验，例如 UNCITRAL 采购和基础设施开发文本⁷⁰以及英国国际发展部关于城市基础设施投资的报告⁷¹。

⁶⁹ 参见更新的《巴塞尔协议 III》文本，点此访问 www.bis.org

⁷⁰ 参见贸易法委员会的文件，点此访问 www.uncitral.org

⁷¹ 有关英国计划的详细信息，点此访问 icai.independent.gov.uk

中小企业标准

- 8.11 中小企业贷款资产证券化标准应考虑到企业的经营历史、贷款期限、规模及贷款的用途。香港的中小企业贷款担保计划有整套标准，可作为基础设施和中小企业相关资产证券化交易准入资格的基础⁷²。

标准化文本

- 8.12 制定标准化文本需要考虑到相关的市场特点。对于中小企业贷款而言，贷方可能会同意采用适用于整个市场的行业标准范本。项目贷款则更为复杂，单个范本适用于所有项目的可能性很低；在这种情况下，某些与可转让性，保密性和敞口抵消相关的技术性关键条款可以在整个市场上标准化。关于基础设施项目，通常采购文件和建筑合同已经大致标准化，但可以进一步令它们在整个施工期内保持一致。

保持灵活性

- 8.13 任何一组标准及标准化文件中必须保留一定的灵活度。随着市场、经济和技术的发展和变化，标准和文件的标准化应与时俱进，以确保不偏离基础设施和中小企业资产证券化的目标。

认证

- 8.14 上文强调的欧盟 STS 规则还提供第三方厂商资格认证，以确认证券化项目是否符合 STS 标准。获取第三方厂商认证资格的条件包括，仅能收取基于成本的费用，独立于资产证券化的其他各参与方，不提供任何其他证券化服务，并且必须拥有具备必要的专业资格，知识和经验的管理团队。该第三方厂商需要拥有足够的独立董事，并证明其具有适当的运营保障措施以评估对 STS 标准的遵守情况。基础设施和中小企业资产证券化中心可采用类似的安排，指定第三方厂商机构对准入标准的符合情况进行认证。

⁷² 有关计划的详情，点[此](http://www.hkmc.com.hk)访问 www.hkmc.com.hk

第 9 章

项目交付的赋能生态系统

- 9.1 香港作为国际金融中心，在基础建设项目的资金筹措和交付的过程中可提供多种多样的服务。将此类资产集合打包成对机构投资者有吸引力的证券化产品重要环节之一是建立一个项目交付赋能生态系统。本节重点讨论从最佳实践经验中总结的赋能生态系统包含的基本要素，这些基本要素可以促进基础设施项目的交付，从而纳入香港资产证券化中心体系。

背景

- 9.2 大型基础设施项目的开发包含许多执行风险，包括成本超支、延误、采购失败和最终成本上升等。为了吸引更多的私营部门参与，有必要在基础设施项目的采购和交付中提供更多的防范风险措施。
- 9.3 麦肯锡在 2017 年的一份报告中指出⁷³，平均 10 个大型基础设施项目中就有 9 个面临成本超支的情况，平均开支比原始预算增加了 70%。该研究还表明行业在项目按时完工方面表现较差，平均超期 61%。通过借鉴全球各类基建模式和计划的经验，可总结出有效整合民营资本与基础设施项目的关键成功因素和最佳实践法则。
- 9.4 在筹备、整合和开发阶段，纳入这些成功因素和最佳实践法则，创造一个基建项目赋能生态系统，可降低资产交付过程中的技术风险⁷⁴，并使项目对投资者更具吸引力。此外，这些基本要素可通过范本的形式“标准化”，以帮助民营资本更好地理解项目及帮助简化他们的内部决策流程，以便对不同的基建项目进行有效的经常性投资。这类标准化操作在一带一路这类覆盖了广泛多样参与者的政策倡议中颇具价值。

筹备和计划阶段

- 9.5 **开发战略：**大型基础设施项目从开始到实施需要经历漫长的筹备和计划阶段。因此基础设施项目需要一种开发策略以解决长交付周期和项目生命周期中面临的各种风险所带来的不确定性。基础设施资产证券化的合资格项目应在其开发战略中包含以下几个方面。
- 9.6 **愿景：**在战略上与政府的长期目标保持一致，以为国家和地区带来经济增长和社会福祉为目标的基础设施项目因为能获得政府的全力支持，成功几率会较高。

⁷³ 麦肯锡全球研究所，*Reinventing Construction Through Productivity Revolution*，Filipe Barbosa, Jonathan Woetzel, Jan Mischke, Maria Joao Ribeiro, Mukund Sridhar, Matthew Parsons, Nick Bertram, and Stephanie Brown，2017 年 2 月

⁷⁴ 经合组织，*WBG Risk and return characteristics of infrastructure investment in low income countries*，2015 年。点[此](#)阅读

同样，旨在最大程度地促进当地经济，社区和环境发展的基础设施项目也将得到当地社区的支持。

- 9.7 基础设施项目的愿景应明确体现在资格预审和招标过程中的文件内，并应以优化该国的基础设施项目投资组合为目标，与该地区和当地社区的发展保持一致。该项目还应证明它将如何满足区域和当地需求并适应未来的需求的变化。
- 9.8 **基础设施总体规划：**一个国家和地区建设的愿景和目标应通过基础设施建设总体规划来体现。基础设施建设总体规划包括详细说明当前基础设施状况及未来的建设规划。总体规划将为投资人和所有利益方提供明确的未来基建项目计划。通过总体规划中的时间表和基建项目的优先次序，投资者得以预见和评估项目生命周期中面临的当前和未来的风险。基础设施总体规划将有助于优先开发财务上合理可行的基建项目。
- 9.9 在缺乏总体全面的基建规划的情况下，项目方或公营机构应至少提供一个领域层面的总体规划。例如交通运输领域的总体规划或所有水利基础设施的总体规划。具备有总体或相关领域的规划策略应成为资产证券化项目的一项认证标准，从而使该类项目受惠于政府或监管机构的支持政策。
- 9.10 **可持续发展：**从经济、金融和环境角度使项目具有可持续性，对项目投资者、项目所有方和政府在内的各利益相关方都至关重要。特别是当下环境因素正成为投资决策标准中越发重要的因素。为了令项目有资格被纳入资产证券化平台，基建项目的开发应在可持续性框架⁷⁵的指导下进行，使用普遍接受的工具和指标以及以联合国 17 个可持续发展目标⁷⁶为蓝图。香港资产证券化项目还应展示其将如何根据《巴黎规则手册》⁷⁷为国家或地区的国家自主贡献（NDC⁷⁸）做出贡献。
- 9.11 **气候变化：**近年来的气候事件导致人们开始关注其投资的基础设施资产在生命周期内的价值可能受气候变化影响而导致投资搁浅的可能性。为获得纳入资产证券化平台的资格，基础设施项目设计规划应考虑到气候适应性，以展示项目具备更广阔的视野和对所在地区和全球目标，例如《气候变化巴黎协定》和《仙台减少灾害风险框架》等作出贡献。适应力强的基础设施也将增强社区的社会适应能力。

⁷⁵ 有许多标准和 KPI 可以量化基础设施项目的可持续性。市场需要开发一个通用框架来帮助阐明最终目标，并为分析确定整个项目生命周期中不同阶段的关键行动（包括角色和职责）提供有价值的基。美洲开发银行，技术说明 IDB-TN-1388, *What is Sustainable Infrastructure? A framework to guide sustainability across the project cycle*, 美洲开发银行投资，2018 年 3 月

⁷⁶ 可持续发展目标是联合国在 2015 年为 2030 年设定的 17 项全球目标的集合。可持续发展目标是联合国《2030 年议程》第 70/1 号决议的一部分。联合国可持续发展目标，关于可持续发展目标，点[此](http://www.un.org)访问 www.un.org

⁷⁷ NDC 体现了每个国家为减少国家排放和适应气候变化的影响所做的努力。《巴黎协定》（第 4 条第 2 款）要求每个缔约方准备，传达和维持其打算实现的国家自主贡献。参见联合国气候变化，国家自主贡献（NDC），点[此](http://unfccc.int)访问 unfccc.int

⁷⁸ 巴黎手册将为各国应如何执行和加强《巴黎协定》下的国家气候计划提供指导。该手册的目的是将相对较短的《巴黎协定》转变为一个可运作的系统，以动员全球每个国家的具体气候行动。点[此](http://unfccc.int)访问 unfccc.int

- 9.12 **改进准备工作：**政府可以通过三种方式提高基础设施的建设效率：优化项目选择、简化交付流程和采取标准化措施。
- 9.13 项目选择方面，在初期花时间制定正确计划的国家更有可能避免缺乏经济效益的项目并减少项目超支。关键是要建立一个严格、透明且基于事实的流程（基础架构诊断），以决定需要开发的项目以及开发顺序。
- 9.14 在类似一带一路这类政策倡议下及大湾区的基础设施开发，可以更容易地采用标准化方法来开发基础设施诊断和简化交付流程，从而更有效地获得规模经济效益。

采购阶段

- 9.15 **采购结构和流程：**大型基础设施项目的成功与否取决于采购的结构（程序）和执行步骤（过程）。项目采购应旨在激发市场对项目的需求，以确保有能力及资质的投标者能进行充分竞争，基于物有所值（VfM）⁷⁹的原则进行筛选。程序和流程应为项目采购的竞争，透明度和效率创造最优的条件。
- 9.16 应该采用**国际标准化文件**⁸⁰，例如由国际机构编写或其他公认的文本，《贸易法委员会采购和基础设施发展》文本以及英国关于城市基础设施投资的国际发展部报告等，这些文件通常为国际投资者所广泛接受。
- 9.17 当采用基于质量的选择标准时，必须在招标文件中明确规定招标价格和质量之间的关系。应进行投标资格预审，以确保投标者具有所涉项目类型所必须能力和经验。

实施阶段

- 9.18 私营公共基础设施项目由于使用周期长，往往发生无法预料的情况。为了使合同能适应项目的整个生命周期，需要有效的项目治理结构和灵活的管理系统。
- 9.19 **治理架构：**私营的公共基础设施服务将私营部门的资源，管理技能和技术与公共部门的监管及公众利益的保护相结合。因此，在项目筹备阶段应该建立一个定义明确，信息透明的项目治理架构。治理架构应确保各方职责、责任、权限和风险的分配明确清晰。项目审批流程和管理流程之间应该有明确的区分，以确保治理架构的公平性和有效性。
- 9.20 复杂的监管是阻碍生产效率提高的常见原因。中国可考虑通过简化相关许可和审批流程以减少不规范操作和腐败，鼓励提高成本开支和绩效考核的透明度来

⁷⁹ 金钱的时间价值（VfM）是对资源的有效，高效和经济使用。在采购系统中，VfM 仅考虑价格以外的其他因素，例如质量和专业，并且在选择供应商或承包商时需要评估相关的成本和收益以及风险。*Value for money guidance note on procurement*，亚洲开发银行，2018年6月

⁸⁰ 一些最常用的国际标准合同包括由国际咨询工程师联合会撰写和发布的 FIDIC 建筑合同范本。FIDIC 的缩写（Federation Internationale des Ingenieurs-Conseil）和 NEC 合同的法文版本。新工程合同（NEC）是由英国土木工程师协会创建的正式系统，可指导起草有关土木工程和建筑项目的文件

帮助重塑一带一路和大湾区的监管环境。内地政府也可以通过规定项目交付方法或要求使用某类技术来鼓励创新和新方法的采用。

- 9.21 **持续管理：**通过分析英国“公共私人合作伙伴计划”（4Ps）⁸¹中的成功项目我们发现，项目成功至关重要的一个因素是从开发、采购、运营到转交的项目全周期的各个阶段建立有效的管理机制。一个高效灵活的管理系统和架构是影响项目整个生命周期的重要因素。项目管理团队应由具有合适技能的人员组成，以便在项目的不同阶段应对各种不同的需求，主动管理合同、各参与方和利益方的关系以及对项目服务水平进行有效的管控。
- 9.22 **结构化风险管理方法：**基建项目蕴含多种多样的风险。本节仅探讨大型基础设施项目的技术风险管理。如前所述，基于其复杂性和长期性，基建设施项目需要具备一个涵盖整个项目生命周期中所有不确定性的开发战略。基建项目生命周期的各个阶段包含着众多不同的参与方以及不同的责任和利益。各参与方和利益方均具有不同的风险偏好和承受能力，如果项目管理机构对这些风险没有系统性的了解，将无法将风险进行最优分配。缺乏管理和风险识别能力不足，以及对项目某一阶段的风险评估不足，都将严重影响项目的后续发展。
- 9.23 在项目开始时应建立反映基础设施业务特殊性的结构化管理方法。该过程中应进行前瞻性的项目周期风险评估，以识别和了解项目在不同阶段面临的潜在风险。可以采用适当的工具，模型和协作合同安排，例如施工经理/总承包商（CM/GC）架构，风险施工经理（CMAR）模型和企业风险管理模型（ERM）来评估和处理项目由始至终包含的风险，以确保项目得以在预算内按时完成。
- 9.24 **数字科技和三维协作平台：**近年来，基建项目的利益方、所有者、项目经理、承包商、地方政府和投资者正在研究采用数字工具以提升项目绩效和更好地进行项目进度监控。数字孪生技术越来越多地应用于提供物理系统或大型项目的三维虚拟副本。结合 5G、机器人技术、数字云技术管理、BIM⁸²、影像处理、人工智能、机器学习、传感系统等最新技术，数字孪生平台可以将数字世界与物理世界结合起来，支持项目全周期的开发以及对基础设施和建筑开发的监控。通过提供三维数字孪生平台，各方可以根据计划和预算实时或接近实时地监视项目时间和资源利用率。当项目实现与所有各方“连接”时，可以将项目最新信息反馈给各利益相关方。
- 9.25 基础设施项目需要面对成本、进度、风险、安全或质量等方面的问题。而这些问题通常因未能被尽早发现从而无法降低其对项目的负面影响，数字化将有助于弥合这一差距。香港资产证券化中心应采用采用数字复制技术的协作平台和工具，以便更好地为投资者及时、准确的提供信息。

⁸¹ 公共私人合作伙伴计划（4Ps）是由地方政府协会的前身设立的一个机构，旨在协助英格兰和威尔士的地方当局制定和实施 PFI 项目以及协调与私营部门的合作伙伴关系。4P 现在被称为“本地合作伙伴关系”，这是地方政府协会和英国合作伙伴关系之间的合资企业，整合了 4P 及其现有服务。[点此访问 thenbs.com](http://thenbs.com)

⁸² BIM —美国国家建筑信息模型标准项目委员会：建筑信息模型（BIM）是设施物理和功能特征的数字表示。BIM 是一种共享的知识资源，用于获取有关设施的信息，从而在其生命周期中形成可靠的决策依据；定义时间期限为最早开始构思到建筑拆除



“

...香港拥有世界一流的项目融资专业知识、会计、法律服务、税务和争议解决体系，对其作为证券化枢纽带来极大优势。假若香港成为一个证券化枢纽，将会为银行、资产管理、法律、工程和其他专业服务领域带来重大利益。

余伟文, JP, 2019 年 10 月 23 日

倡议

...政府的大力支持对于建立有利的融资体系和环境至关重要。我们倡议一带一路沿线国家建立共同的平台，区域内的国家可在此平台上加强基础设施建设发展战略和投资计划的协同效应；规划区域基础设施发展战略或计划；制定项目筛选及开发优先次序的原则；协调政府支持政策和融资安排；分享项目实施经验等...我们珍视公共资金在重大项目计划 and 建设中的引导作用...市场在金融资源配置中的决定性作用...一带一路沿线基础设施开发的融资安排应该以支持社会的可持续和包容发展的方式令所有企业和民众受益...我们大力支持促进包容性金融的努力，鼓励政府、金融监管机构，金融开发机构和商业金融机构加强合作，确保所有人都能获得金融信息和服务，并为中小企业提供合适，稳定及可负担的金融服务⁸³。

⁸³ 《“一带一路”融资指导原则》，2017年，签署方为阿根廷、白俄罗斯、柬埔寨、智利、中国、捷克、埃塞俄比亚、斐济、格鲁吉亚、希腊、匈牙利、印度尼西亚、伊朗、肯尼亚、老挝、马来西亚、蒙古、缅甸、巴基斯坦、卡塔尔、俄罗斯、塞尔维亚、苏丹、瑞士、泰国、土耳其和英国。

第 10 章

支持机构投资者

- 10.1 在过去的几年中，一些资产证券化市场已经在逐步改进以解决机构投资者面临的常见问题。推动这种发展的一个因素是《巴塞尔协议 III》对银行的监管限制，这种限制使得长期投资项目对银行而言成本更加昂贵，相比之下资本市场的资金更具吸引力。尽管这些积极的措施在促进资本市场为基础设施和中小型企业提供融资方面取得了一定的进展，但我们还有许多工作要做。基础设施和中小企业资产证券化方面需要引起更高的重视。
- 10.2 香港和内地的监管机构可针对符合“高质量”标准的基础设施投资项目，让机构投资者享受优惠的风险权重，并鼓励其他监管机构效仿。类似的措施已经在欧洲被采用，EIOPA 创建了一套特殊的“高质量”项目结构测试。投资人投资这类项目可享受优惠的风险权重。2017 年这类“高质量”基础设施项目吸引了超过 400 亿欧元的机构投资者资金⁸⁴。
- 10.3 监管机构可要求采用标准的文本和信息披露要求，向投资者披露适当的信息并向发行人提供投资者所需的相关信息指引。应建议项目取得多个外部信用评级，但若投资者进行适当的尽职调查，外部评级不应成为项目享受优惠风险权重的必要条件。
- 10.4 监管和政府机构在促进发行人与机构投资者之间的关系方面可以发挥重要的作用。首先，专职机构有助于收集机构投资者的意见或建议，并将这些与投资人偏好以及要求一并传达给发行人。监管机构还可以与评级机构合作，或独立研究基础设施和中小企业债务的历史表现。
- 10.5 如本报告其他部分所述，香港和内地政府可以购买基础设施和中小企业资产证券化的劣后级部分，以提升投资者参与这类投资的信心。
- 10.6 尽管政府的支持和监管的改变可能有助于建立基础设施和中小企业资产证券化市场并创造流动性，但发行人和结构设计者应始终将机构投资者的需求摆在第一位。归根结底，机构投资者才是基础设施和中小企业的主要资金来源。

⁸⁴ 参见 EIOPA 报告，[点此阅读](#)

第 11 章

有针对性的政府支持

- 11.1 资产证券化可以成为关键的资金来源，助香港在支持基础设施建设和中小企业发展中发挥领导作用。金管局 2018 年 10 月宣布的一项举措，旨在通过从银行和多边贷款机构购买信贷资产后组合打包为资产证券化产品（即担保贷款凭证（CLO））出售给机构投资者，以促进基础设施融资。通过扩大该资产证券化项目涵盖的范围，使其不仅局限于基础设施贷款，香港可以在基础设施建设及中小企业发展方面发挥更大作用并产生更大的影响。
- 11.2 本节概述了发达经济体政府对资产证券化的支持，根据成功的市场案例提出了相关建议。本节主要讨论**财政支持**，比如政府通过预留专项资金如何促进资产证券化的发展。其他类型的政府支持，尤其是与资产证券化发行和投资监管相关的支持政策，将在本报告的其他章节中讨论。

政府财政对资产证券化支持政策快照

- 11.3 **政府直接支持二级市场流动性：**在美国和其他地区，政府已经把集合资产池作为增加住房抵押和小型企业贷款的二级市场流动性的主要手段。美国小企业管理局（SBA）的经验很具参考性，尤其是 7（a）计划和 504 计划。
- 11.4 7（a）计划最高可担保贷款余额的 75%至 90%，7（a）计划与其他商业贷款人同等顺位。贷款的受担保部分通常被集合到资产证券化中，SBA 再额外为资产证券化产品的利息支付提供担保。此类证券化产品的交易价格接近美国国债水平。某些贷款人还会将贷款的无担保部分也集合为资产证券化产品。
- 11.5 504 计划向贷款价值比（LTV）较低（比如 50%）的商业贷款提供次顺位抵押贷款。低 LTV 贷款和次顺位抵押 SBA 贷款均可进行资产证券化。
- 11.6 这两项计划通过向借款人收取担保费来基本实现盈亏平衡，SBA 的总体预算由美国国会拨款，并根据经济状况对计划参数进行调整（费用水平，担保百分比等）。
- 11.7 如果政府在资产证券化层面提供担保，对机构投资者有很大帮助。因为在巴塞尔资本要求下，受政府担保的资产证券化产品将被等同于主权债务而非其他一般的资产证券化债务，机构投资者的资本占用支出将降低。
- 11.8 **央行的政策支持：**多国央行针对资产支持证券采取了各类资产购买计划，以增强流动性并降低发行人的融资成本。对基建相关的资产证券化采取类似支持政策也可以实现类似的效果。1977 年颁布的《美国社区再投资法》（CRA）就是其中一个例子。该立法的目的是鼓励银行向其所在的社区提供信贷支持，包括低收入和中等收入社区。参与银行可获得有利的 CRA 优惠政策，包括低收入住

房税收抵免（LIHTC）、新市场税收抵免（NMTC）、历史建筑修缮税收抵免和可再生能源税收抵免等⁸⁵。

11.9 **其他政府财政支持：**当项目与经济发展和创造就业的长期目标一致时，政府还可提供经济激励机制鼓励对某些类别资产的投资⁸⁶。

11.10 **创造可受监管的资产：**美国某些州已通过立法设立投资者友好并可受监管的资产，例如赋予受监管的公用事业公司收取用户使用费的权利。另外，节能投资贷款优先于住房抵押贷款的规定，令此类型的资产与财产税同等顺位。这些高质量资产可通过资产证券化实现高投资评级从而降低其融资成本。

资产证券化的重要性：美国市场实践研究

11.11 简要观察一下美国这个全球最先进的资产证券化市场，我们会发现美国政府始终是资产证券化行业的推动者、参与者和受益者。美国政府意识到资产证券化会为非流动性资产创造流动性；帮助发行人、终端消费者和企业降低融资成本；为银行和非银金融机构分散风险，并为机构投资者创造投资机会。

11.12 全球金融危机后十年间，美国政府成为资产证券化行业的推广者，从以下美国财政部给总统的报告中可见一斑：

“资产证券化市场以内含的高风险资产而闻名，并已通过危机后多次修改的法令和法规受到严格监管。但这个处理方式适得其反，因为以适当的方式进行资产证券化可以成为促进我国经济增长的重要金融工具……与其通过监管来限制资产证券化市场，资产证券化作为资本市场的一部分，应被决策者和监管者们视为美国全球金融市场领导地位的副产品及护城河⁸⁷。”

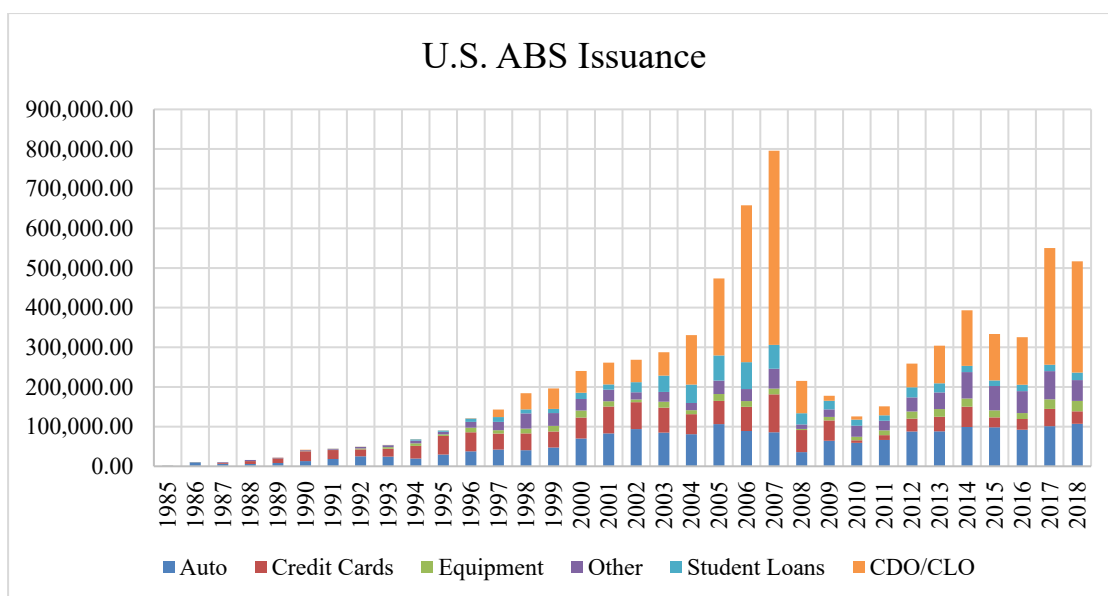
11.13 下图显示，剔除某些特定的资产类别（例如，抵押债务凭证 CDO），美国资产证券化发行已经恢复到金融危机之前的水平⁸⁸。在政府支持机制落后的欧洲，市场的复苏则仍有一段路要走。

⁸⁵ 有关详细信息，点[此](#)阅读

⁸⁶ 香港政府最近支持飞机租赁和促进太阳能生产的举措就是两个例子。在美国，联邦和州政府向替代能源投资者提供税收抵免。新加坡政府直接通过新加坡金融管理局提供赠款，以部分承担试点证券化计划相关的成本

⁸⁷ 美国财政部向特朗普总统的汇报，*A Financial System That Creates Economic Opportunities Capital Markets*

⁸⁸ 美国 ABS 的发行以及欠款，SIFMA，点[此](#)阅读



美国以外资产证券化市场的发展

- 11.14 近年来，随着资产证券化对国民经济的裨益越来越引人注目，其他发达经济体特别是亚太区的发达经济体也相继推出了支持计划。2019 年 2 月，澳大利亚政府制定了实施澳大利亚商业资产证券化基金（ABSF）的立法。该基金计划在资产收集和资产证券化市场上投资高达 20 亿澳元（14 亿美元）⁸⁹，为小型银行和非银行贷方提供大量的额外资金，从而使小微企业得到更优惠的贷款条件⁹⁰。同样，成功发行的新加坡首支区域基础设施贷款支持 CLO 也得益于新加坡政府的支持，其中 100% 的底层资产来自于亚太和中东地区的项目。
- 11.15 在中国内地，随着其他经济部门的债务负担逐步加重，资产证券化的重要性日益提高。标准普尔（S&P）的最新报告指出⁹¹，过去十年中非金融部门的债务水平和中国内地总体债务的 GDP 占比都出现了大幅上升。
- 11.16 该报告同时强调，在与债务市场更加发达的美国相比，银行对中国内地私营部门（企业和家庭）的信贷份额依然很高。

中小企业是经济活力的心脏

- 11.17 中小企业在经济增长、创造就业、区域和地方发展以及社会凝聚力方面发挥着关键作用。OECD 于 2018 年发布的一份报告指出，所有经合组织地区企业基本都是中小型企业，平均创造了约 60% 的就业机会和 50% 至 60% 的增加价值。⁹²
- 11.18 支持中小企业发展还有另外一个同样迫切的原因。美国的经验表明，小企业在“创造性破坏”周期中不断发展成为大企业的速度在加快，在这一过程中，创新和企业家精神摧毁了现有的主流公司并创建了新公司。多年来，SBA 已帮助

⁸⁹ 使用 2019 年 5 月 24 日的澳元对美元汇率 0.6896 计算

⁹⁰ 参见澳大利亚商业证券化基金，点[此](#)阅读

⁹¹ 标普，*Next Debt Crisis: Will Liquidity Hold?*，2019 年 3 月

⁹² 经合组织，*Highlights – Financing SMEs and Entrepreneurs*，2018 年，点[此](#)阅读

许多鼎鼎大名的公司起步。英特尔、美国在线、澳派牛排餐厅、苹果电脑、安进、本杰里、卡拉威高尔夫、斯台普斯、安德玛、耐克和联邦快递都曾受益于 SBA 计划。如今它们已成长为家喻户晓的名字——一些耳熟能详的知名企业都是这样由“小”长“大”的⁹³。

- 11.19 我们有充分的理由相信，对中小企业的支持（特别是融资支持）对于香港和大湾区的未来经济发展有至关重要的作用。尽管一直呼吁金融机构向私人公司，特别是中小企业提供更多贷款，但据《南华早报》（*South China Morning Post*）在 2018 年发表的一篇文章，私人企业的贷款仅占总贷款的 29%，比 2017 年同期的 57.5% 相比大幅下降，且其中近三分之一的新增商业贷款发放给了房地产企业⁹⁴。
- 11.20 通过开展中小企业资产证券化，香港可以帮助中小企业引入有效的信贷支持。政府支持政策对于大力发展大湾区中小企业至关重要，政策举措必须目标明确，并制定详细的激励措施吸引机构投资者进入该领域。香港和资产证券化市场在这个新的驱动力中可扮演至关重要的角色。

政府对资产证券化的支持：杠杆效用及影响研究

- 11.21 可以说现代资产证券化源自于政府的支持。以美国为例，住房抵押支持证券（RMBS）可以追溯到三个政府担保企业（GSE）：房利美（Fannie Mae），房地美（Freddie Mac）和吉利美（Ginnie Mae）。他们在实现美国政府增加住房拥有量的目标方面发挥了关键作用。1970 年，吉利美（根据 1968 年的《公平住房法》创建，当时美国国会为联邦国家抵押贷款协会（Fannie Mae）分为两个独立的公司，即房利美和吉利美）发行了第一套住房抵押贷款支持证券，将住房抵押贷款集合作为证券的底层资产，并可在二级市场进行交易。随后在 1977 年，美国银行发行了第一笔非政府发行的住房按揭抵押债券。
- 11.22 1986 年，美国国会通过了《税制改革法》，其中包括房地产抵押投资渠道（REMIC）条款，该条款为构造具有不同期限和风险特征的债券类别时提供了更大的灵活性。大约在同一时间，汽车贷款和银行信用卡应收款也进行了首次资产证券化。
- 11.23 受抵押贷款证券化成功的启发，美国国会于 1994 年通过了《里格尔社区发展和监管改善法案》，将 1984 年《次顺位抵押贷款市场加强法案》（SMMEA）惠及小企业贷款市场，并消除了州级别的投资限制和证券注册要求。随着《里格法案》的通过和后续的政策修改，近年来政府担保的 SBA 贷款部分的资产证券化得到了迅速增长⁹⁵
- 11.24 1990 年代末和 2000 年代初发生的事情众所周知：资产证券化在美国和世界各地开始兴起，多数情况下缺乏政府的进一步支持或监管。美国住房市场某些细分市场的过剩供给以及将这些风险重新打包为抵押债务凭证（CDO）的证券化衍

⁹³ SBA at 65: *Continuing to Empower Entrepreneurs and Small Business Owners*, 点此阅读

⁹⁴ 南华早报, *China's banks defy Beijing by pumping loans into property, despite economic slowdown*, 2019 年 4 月 5 日, 点此阅读

⁹⁵ 米尔肯研究所, *Increasing Capital for Small Businesses: The Promise of Securitisation*, 2008 年 8 月

生品，引发了 2008 年的全球金融危机。世界各国政府不得不救助濒临破产的金融机构。其他资产购买计划及一系列新的法律法规重塑了新的资产证券化市场，该市场更加安全及透明，具备更好的利益一致性。

美国政府通过资产证券化支持中小企业

- 11.25 世界各国中小企业资金来源的持续挑战给政策制定者和市场参与者提出了一个有趣的问题：为何小企业贷款资产证券化一直在萎缩？根据标准普尔（S&P）的数据，近年美国有约 50% 的杠杆贷款以 CLO 形式被资产证券化。标准普尔在同一项研究中表示，自 1990 年代中期以来，CLO 市场的总规模约为 1100 笔美国 CLO 交易，总金额（包括权益部分）超过 6450 亿美元。2018 年是全球 CLO 市场发行创纪录的一年，其特点是强劲的投资需求、紧缩的信用利差以及被激活的对另类 CLO 底层资产的兴趣。
- 11.26 与此产生鲜明对比的是，小企业贷款资产证券化在 2007 年达到顶峰，当时资产余额约为 200 亿美元，但在过去十年该资产类别却没有跟上美国经济复苏的步伐，发行量逐步减少⁹⁶。
- 11.27 小企业贷款证券化的主要挑战与中小企业贷款人面临的挑战类似。米尔肯研究所的报告指出，这些障碍包括贷款标准难以标准化、贷款审批依赖关系、缺乏统一的贷款审批标准、营销推广和人力资源不足以增加交易量，以及对营运资金的限制等⁹⁷。

小企业局担保贷款集合证券

- 11.28 大多数政府都为中小企业提供了支持机制。国际证券事务监察委员会组织（IOSCO）2015 年 7 月的报告指出，IOSCO 对成员进行了实况调查以收集各个司法管辖区的中小企业市场中的见识和最佳实践。共有 45 个辖区对此调查做出了回应，其中 31 个是增长与新兴市场（GEM）成员。支持机制中常见的是⁹⁸：政府担保、针对初创企业的特别担保和贷款、政府出口担保、贸易信贷、对中小企业的直接贷款、补贴利率、风险资本、股权融资、企业天使支持、中小企业银行和银行中小企业贷款目标，央行基于净贷款利率对银行的资金支持。
- 11.29 国际证券事务监察委员会组织 IOSCO 同一份报告中提到：

“后全球金融危机的重大金融监管改革使中小企业融资面临更加严峻的挑战，加剧了银行发放相关贷款的风险回避情绪。因此资本市场在弥合这一融资缺口方面起着不可或缺的作用，资本市场应为中小型企业提供替代资金来源，尤其是在中小型企业生命周期的不同阶段需求不断升级时。”

⁹⁶ 标普，*U.S. Small Business Loan Performance Index: Collateral Performance Remained Stable In 2017*，2017 年

⁹⁷ 米尔肯研究所，*Increasing Capital for Small Businesses: The Promise of Securitisation*，2008 年 8 月

⁹⁸ *SME Financing Through Capital Markets*，最终报告，国际证监会组织成长与新兴市场委员会，2015 年 7 月

- 11.30 美国是采取了进一步措施以支持这类亟待发展的资本市场的国家，主要通过促进小企业贷款集合的二级市场流动性。通过 SBA 的二级市场贷款集合计划，SBA 资产池是经过改进的传递型证券，由国会 1984 年通过的《二级市场改善法》授权 SBA 使用 SBA 贷款的 7（a）计划担保部分组合而成⁹⁹。
- 11.31 1984 年之前贷款通常是单独出售的，买家稀少且市场流动性有限¹⁰⁰。近年来 SBA 贷款池的主要投资方已将该资产类别持有量增加到 80 亿美元，约占 2018 年担保贷款额的 50%。
- 11.32 为满足及时还款担保的要求，SBA 建立了总储备基金（MRF），以此作为覆盖 SBA 及时还款担保支出的机制。SBA 的目标之一是实现其贷款担保计划的零补贴率。当 SBA 的贷款担保计划通过收取担保费和回收已购买（违约）贷款的抵押品而产生足够的收入而无需新的拨款来提供贷款担保时，就可实现零补贴率¹⁰¹。
- 11.33 自 2008 年以来，7（a）计划为超过 626,000 笔约 930 亿美元贷款提供了担保，并在全球金融危机前后维持了零补贴率。在全球金融危机期间，美国政府将担保费降低以鼓励针对小企业的贷款。
- 11.34 7（a）计划的 5 亿美元总成本支持了 1,930 亿美元的贷款，占融资总额 26 个基点。截至 2018 年底，SBA 担保计划贷款余额为 920 亿美元，约占小企业信贷市场（约 1.2 万亿美元）的 7.7%（银行贷款余额不超过 100 万美元，以及金融公司及其他渠道提供的信贷）。

商业贷款信贷补贴，7(a)及 504/CDC 贷款担保计划，2017 年-2018 年

（美金，百万）

FY	7(a)	504/CDC	Total Subsidy
2007	\$0.0	\$0.0	\$0.0
2008	\$0.0	\$0.0	\$0.0
2009	\$0.0	\$0.0	\$0.0
2010	\$80.0	\$0.0	\$80.0
2011	\$80.0	\$0.0	\$80.0
2012	\$139.4	\$67.7	\$207.1
2013	\$213.8	\$102.5	\$316.3
2014	\$0.0	\$107.0	\$107.0
2015	\$0.0	\$45.0	\$45.0
2016	\$0.0	\$0.0	\$0.0
2017	\$0.0	\$0.0	\$0.0
2018	\$0.0	\$0.0	\$0.0
2019	\$0.0	\$0.0	\$0.0

⁹⁹ 更多详情，点[此](#)阅读

¹⁰⁰ Vizo Financial, *SBA Securities: A Strategic Addition to your Portfolio*, 2018 年 4 月，点[此](#)阅读

¹⁰¹ 小型企业管理局 7（a）贷款担保计划，于 2019 年 3 月 4 日更新

其他政府支持计划

- 11.35 尽管目前为止我们的讨论都集中在财政支持上，但其他形式的政府支持同样有效。本节将概述这些支持政策。

《美国社区再投资法》（CRA）

- 11.36 美国国会于 1977 年通过了《美国社区再投资法》，该法案重在解决银行如何满足其服务地区（尤其是低收入（LMI）社区）的信贷需求。银行监管机构在银行从事符合要求的活动（例如房产按揭、消费、企业信贷和在指定评估区域内的社区投资）时发行 CRA 信用奖励或积分。这些信用积分用来决定每家银行的表现评级。CRA 要求监管机构在审核银行申请章程、开办分支机构、合并和收购时将这些表现评级作为审核标准之一¹⁰²
- 11.37 美国在 1989 年对 CRA 进行了修订，要求公开披露银行的 CRA 评级以建立四级表现水平（杰出、满意、需要改进和严重不遵守）。CRA 考察方法于 1995 年进行了定制化修改，以解决银行之间规模和业务模式差异的问题。
- 11.38 贷款证券化是银行资产管理的主要方面，当前的 CRA 准则允许相关贷款证券化产品的购买计入 CRA 的合规额度。许多银行可以通过增加资产证券化和 CRA 贷款交易来更有效开展 CRA 信贷业务。
- 11.39 CRA 凭证对于资产证券化的附加值在于，CRA 凭证转移了 CRA 合规奖励，但不改变凭证交易银行的信用风险。通过有效地将 CRA 贷款的监管价值与现金流量值分离，创建了一个监管价值交易市场，同时保持现金流价值不变。CRA 凭证因此代表了与贷款证券化并存的一个细分市场，此市场令银行在满足 CRA 合规和风险管理目标方面具备更大的灵活性¹⁰³。
- 11.40 在此机制下，银行可以直接向政策目标领域提供贷款，也可以选择购买该目标领域贷款抵押的资产证券化产品，这或许是面向大湾区鼓励小企业贷款特别有效的机制。

房产评估清洁能源计划（PACE）

- 11.41 房产评估清洁能源计划是 2000 年左右出现的一个创新型金融工具，用于解决能源效率和可再生能源项目面临的挑战：过高的初期投入，长投资回报期，以及投资人与受益人之间的错位。对于房主，住宅房产评估清洁能源计划可令房主投资节能项目而无需为搬家或需要继续支付费用却无法享受节能的好处而担心。对于商业地产所有人来说，商业房产评估清洁能源计划贷款可以使他们将节能项目的成本转移给租户。在这两种情况下，房产评估清洁能源计划贷款通过自愿税务评估将项目支出附加到改进后的房产而非房主身上，从而解决了投资人与受益人之间的错位问题。

¹⁰² Getter, *The Effectiveness of the Community Reinvestment Act*, 2015 年 1 月，点[此](#)阅读

¹⁰³ 同上

- 11.42 参与 PACE 计划的业主同意对他们的物业征收一笔特别税。该特别税与房产税享受同等优先支付级别。与税收留置权类似，该等特别税可以记录在土地所有权档案中，构成对房产的留置权（而不仅仅是对改造部分的留置权）。该税款可以依附于房产上直到全额偿还为止。如果发生违约，特别税将优先于新设按揭和已有按揭得以清偿。但是 PACE 特别税通常无法加速到期。因此，当违约时，只有逾期未付的特别税才会优先于按揭得以清偿。未清偿的余额以及所有尚未到期的特别税均由新业主承担。
- 11.43 优先级的留置权地位使 PACE 贷款对其投资者具有更大的吸引力，这反过来又将利率降低到了具有竞争力的水平：这是许多州的 PACE 计划不断增长的另一个原因。根据行业统计数据，至 2014 年底，加利福尼亚州已完成了约 5 亿美元的住宅 PACE 项目，涉及 25,000 套住房。商业房地产市场已完成的项目约 1 亿美元。2014 年底已完成项目合计约 6 亿美元，相比 2013 年仅约为 6,000 万美元。如今，美国有 31 个州和哥伦比亚特区通过了启用 PACE 计划的立法，还有更多州正在考虑类似的立法。
- 11.44 上面列出的举措表明，政府可以在促进和发展资产证券化市场方面发挥重要的作用，从而为中小企业创造巨大的利益。美国政府对资产证券化领域（尤其是在中小企业证券化方面）的成功支持可以作为香港政府在大湾区支持中小企业发展的典范。

政府在促进贷款数据交换中扮演的角色

- 11.45 政府可以在促进贷款数据交换方面发挥重要的作用，并且在某些情况下作为数据的托管人，这与财政支持同等重要。美国的小企业金融交易所负责维护小型企业的数据。自 2001 年以来的 17 年间该交易所收集了 3200 万家小微企业的财务支付历史数据。大部分的美国大型银行和专业贷款机构都向该交易所提供数据，他们同时可以访问由其他成员提供的数据。
- 11.46 小企业金融交易中心——俗称 SBFE®，是一个非营利性贸易协会，其主要任务是收集和保护当今美国小企业所有的支付数据，并利用这些数据来帮助小型企业，真实准确地描绘美国小型企业的现状。
- 11.47 在这些信息的基础上，美国三大征信局之一的 Equifax 公司，开发了信用度量标准供 SBFE 成员和其他付费客户使用。
- 11.48 由此产生的小企业信用档案已成为美国最全面、最常用的小企业信用衡量标准之一，并有助于建立更加统一的小企业信用风险评估标准。
- 11.49 与此类似的操作模式有助于大湾区内小型商业风险的收集和处理，并可以此促进小企业资产证券化的发展。

中小企业的定义

- 11.50 企业规模因国家/地区而异，并且一个国家内不同的贷款人对中小企业规模的定义也有所不同。某些公司在一种范畴下可能是小型企业，而在另一种范畴下可能属于中型企业。从政策的角度来看，定义中小企业的范围相当重要，因为从

总体上讲，我们的目标应该是将政策影响最大程度地扩展到尽可能多的企业，而非那些规模大到可以独立的企业。以下是一些小型商业的定义示例：

香港	员工人数少于 100 的企业和员工人数少于 50 的非制造业企业
中国内地	中小企业可以是拥有 3000 名员工以下的企业；总资产为 4 千万到 4 亿元人民币（580 万到 5800 万美元 ¹⁰⁴ ），营业收入为 1 千万到 3 亿元人民币（140 万到 4340 万美元 ¹⁰⁵ ），具体取决于行业
欧盟	中小企业指一家拥有不超过 250 名员工，营业额不超过 5000 万欧元（5600 万美元 ¹⁰⁶ ）或总资产负债表不超过 4300 万欧元的企业 ¹⁰⁷
美国——农业	平均收入最高为 75 万美元
美国——矿业	最多 250 至 1500 名员工，具体取决于采矿行业的子行业
美国——电力	员工人数上限为 250（针对可再生能源发电行业）至 1000（针对电力和天然气分销行业）
美国——建筑业	平均收入最高不超过 3650 万美元
美国——制造业	员工人数上限为 500 至 1500 名（制造业中大约 27% 公司员工上限数为 500 名）

11.51 根据可动用的政府财政支持，企业规模定义应设置在偏小端，以确保有限的资源能分配给尽可能多的企业。

¹⁰⁴ 使用 2019 年 5 月 24 日人民币对美元汇率 6.9049 计算

¹⁰⁵ 使用 2019 年 5 月 24 日人民币对美元汇率 6.9049 计算

¹⁰⁶ 使用 2019 年 5 月 24 日欧元对美元汇率 1.1198 计算

¹⁰⁷ 世界银行，*A Universal Definition of Small Enterprise: A Procrustean bed for SMEs?*，2010 年 8 月，[点此阅读](#)

建议

- 11.52 通过与国际参照地区的比较，最有效的支持机制倾向于使用杠杆，利用少量的政府资源产生最大的效应¹⁰⁸。具体而言，应建议在香港提供以下类别的政策支持以帮助实现支持基础设施和中小企业的政策目标。
- 11.53 设立自助计划以帮助资产证券化发行人，尤其是帮助小型/非银行放款人试水资本市场。资产证券化产品发行，尤其是对于小型初次发行人而言，可能会产生高昂的前期成本。基金款项可以帮助支付一些高昂的初期费用，包括：结构设计费、法律费用、评级费用、会计师费用等。
- 11.54 如果促进银行直接投资的效果不佳，则应建立投资奖励积分制度以鼓励银行间接向诸如中小企业等目标领域提供贷款。对于缺乏相关技能或无法直接向小企业放贷的银行，投资奖励积分可激励他们以投资资产证券化产品的方式间接向该领域提供信贷支持。
- 11.55 除了像内地中央和地方政府对基础设施项目和中小企业贷款提供直接担保外，还可以建立类似针对中小企业的美国 SBA 贷款担保计划，以达到增加贷款组合和资产证券化产品的二级市场流动性的目的。
- 11.56 帮助改善中小企业或项目贷款支付和信贷审批信息的数据交换。

¹⁰⁸ 例如，据估计，在金融危机期间，美国政府支援向小企业提供高额贷款的成本在 10 年中为 26 个基点

第 12 章

监管和机构支持政策

- 12.1 本章探讨了中国内地和香港的政府监管机构可以采取哪些其他措施，以促进香港建设成为国际基础设施和中小企业资产证券化融资中心。

加强跨境资金流动

- 12.2 债券通于 2017 年 7 月启动北向通交易，巩固了香港作为本地和海外投资者进入中国银行间债券市场（CIBM）的融资中心的地位。迄今为止，香港和海外投资者已通过债券通下的北向通参与了在 CIBM 发行的一系列资产证券化交易，这些资产证券化交易主要以资产支持票据（ABN）的形式，由中国内地实体发起的基础资产支持，包括住房抵押贷款、汽车贷款或消费者分期付款等。如果在 CIBM 发行与基建和中小企业相关的资产证券化产品，来自香港或海外的投资者已经可以通过债券通参与。但是，来自香港或海外的投资者目前无法通过债券通投资交易所发行的证券化产品——交易所市场占 2018 年新增资产证券化发行量的 47%。而未来交易所市场仍将是大多数基础设施和中小企业资产证券化产品的发行场所。
- 12.3 监管机构应考虑采取相应措施（无论是通过扩大债券通还是其他方式），以实现香港或海外对中国内地交易所市场发行的基础设施和中小企业资产证券化产品的北向投资。
- 12.4 除方便香港和海外投资者参与中国内地的基础设施和中小企业资产证券化外，香港的另一个关键作用是促进来自中国内地的机构投资者投资在香港发行的基础设施和中小企业资产证券化产品。
- 12.5 监管机构应考虑采取措施，以便利中国内地机构投资在港发行的基础设施和中小企业资产证券化产品。这可以通过在“债券通”下启动南向交易试点计划或在“合格境内机构投资者”计划（QDII）下为基础设施和中小企业资产证券化建立专门的试点配额来实现。

由中国内地资产支持的基础设施和中小企业资产证券化

- 12.6 希望发行外债的中国内地发行人通常要遵守某些条件，包括国家发改委和国家外汇管理局的注册登记要求。资产证券化的发行人通常是一次性新成立的特殊目的机构（SPV），目的是与发行人实现破产隔离。至于资产证券化是应由境内实体发起还是由境内资产支持，具体应适用于发改委或是外汇管理局的外债要求，以及哪一类实体（例如发起人或 SPV）需要负责遵循此类要求还有待讨论。
- 12.7 中国内地的监管机构可以澄清国家发展改革委员会和国家外汇管理局的监管是否适用于中国内地资产在基础设施和中小企业中证券化。例如，通过指定哪些

适用于现有外债要求，哪些实体（例如，发起人，SPV 或其他实体）需要遵守此类要求，以及遵守此类要求的流程。

提升香港作为基础设施和中小企业资产证券化中心的竞争力

- 12.8 根据香港《税务条例》，香港的合格债务工具（QDI）计划对合格债务工具投资者产生的利息收入和交易利润提供税收豁免。其目标之一是提高香港作为债务工具（包括证券化）的融资中心的竞争力。QDI 必须满足《税务条例》中指定的条件清单，包括其具有金管局认可的信用评级机构（惠誉、穆迪或标准普尔）中的至少一个投资级评级。
- 12.9 QDI 定义中的投资级最低评级要求限制了 QDI 计划对于在香港发行的基础设施和中小企业资产证券化的有效性。此限制体现在多个方面。例如，基础设施资产证券化通常涉及具有非投资级主权评级的辖区项目，并且不能满足投资级评级的要求。另外，由于许多中小企业资产证券化将涉及位于中国内地的金融资产，达到金管局认可的任何信用评级机构对此类交易进行评级的要求比较困难，因为中国内地的证券化法规通常至少要求至少一个来自于中国内地的国内评级机构的评级¹⁰⁹。与金管局在 QDI 计划中认可的评级机构相比，此类国内信用评级机构在中国内地对国内证券化进行评级的时间和资历更为深厚。最后，与优先级债券相比，证券化中的夹层证券风险更高，通常被评定为低于投资级，而证券化中的劣后级证券承担“第一损失”，通常根本无法获得评级。在发行任何证券化之前，能否为夹层和劣后级票据找到合适的投资者至关重要。因此香港作为融资中心必须具备吸引此类投资者的能力。
- 12.13 香港监管机构应考虑取消 QDI 的信用评级要求（至少针对基础设施和中小企业资产证券化进行修改），或者，如果继续维持这一要求，应扩大可接受的信用评级清单至非投资等级评级，并认可在中国内地开展业务并拥有评级证券化产品记录的评级机构。

灵活运用香港投资者的资金用于基础设施和中小企业资产证券化

- 12.14 香港投资者的内部投资指引通常包括来自国际评级机构的投资级信用评级为投资的“强制性要求”（例如，强制性公积金计划管理局的《债务证券指南》规定了相同的最低要求）。因此，信用评级要求（如上文在 QDI 中讨论的要求）实际上阻止了受此要求约束的香港机构投资者参与基础设施和中小企业资产证券化。
- 12.15 监管机构应考虑修改法规，取消与特定信用评级机构相关的任何最低投资级别信用评级要求。为确保投资者不会因该修正案而承担过多风险，可以施加最大规模限制（例如，不超过投资组合的 x%），以限制投资组合中不包含特定信用评级机构的资产比例。

¹⁰⁹ 此类信用评级机构在为国内地的金融资产提供信用评级方面也将拥有更长的记录，因此实际上可能更适合提供信用评级

进一步推动基础设施和中小企业资产证券化发展

- 12.16 中国内地的资产证券化市场已成长为全球第二大市场¹¹⁰，但过去十年来，香港的资产证券化市场一直很平静。由于缺乏定期发行的新债券，导致香港许多投资者对资产证券化投资越发生疏，致使他们研究诸如基础设施和中小企业资产证券化这类新型基础资产更加困难。
- 12.17 为了令香港重新成为证券化的主要融资中心并为一带一路和粤港澳大湾区的成功做出贡献，重要的是要为投资者提供定期投资新证券化交易的机会（理想情况下，从他们熟悉的资产着手）。为此，香港政府（或公共部门实体）应带头启动定期的证券化计划，最初由投资者熟悉的香港资产支持产品开始。其中一种可能性，是香港政府将政府拥有的收费隧道和桥梁进行证券化，这与非常成功的香港五隧一桥交易类似。
- 12.18 香港政府同时应鼓励私营部门金融资产所有者（例如银行）定期发行证券化产品。其中一种鼓励形式是把由香港实体发起的某些证券化工具纳入该公共部门实体（例如金管局）向公司提供流动性支持计划中的合资格抵押品。

发起人的会计表外处理

- 12.19 金融资产（例如基础设施项目贷款或中小企业贷款池）的会计出表通常是证券化发起人的目标。如果发起人是持有牌金融机构，它也可能寻求实现监管资本上的出表，以减少其需要持有的监管资本量，从而实现去杠杆化。通过去杠杆化，发起人可以通过分散资金来源和降低借贷成本来提高财务状况。简而言之，去杠杆化可以释放金融机构的贷款能力，使它们可以进一步投资于其他项目和中小企业贷款，继而对其进行证券化。假以时日，此举可增加资产证券化的数量并实现可持续循环。
- 12.20 但是，会计准则（例如《国际财务报告准则》）对于出表的要求比较复杂，资产证券化发起人通常难以实现表外处理。主要障碍有二，一则是确保证券化载体不会与发起人的资产负债表合并，另一则是确保发起人不会保留证券化金融资产的重大风险和收益。后者通常很难实现，因为发起人通常因为增信、市场反应疲软或某些监管限制等原因需要保留证券化中劣后级的部分。
- 12.21 如果中国内地和香港地区的政府以及其他地区政府可以提供担保计划或购买证券化的劣后级票据（按照第 11 章（有针对性的政府支持）中提到的方式），则此类财政支持可以帮助发起人满足对证券化交易的会计出表要求并鼓励他们发展更大的贷款业务；与此同时，政府的支持也可能有助于增强投资者的信心并增加对证券化的需求。

香港的税务考虑

- 12.22 在香港成立的任何从事证券化交易的特殊目的机构都必须保持税收中性。

¹¹⁰ 截至 2018 年底，中国内地证券化市场余额为 2.7 万亿元人民币。参见穆迪，2019 年 3 月，[点此阅读](#)

- 12.23 香港有严格的利息支出税额扣除规则，令税收中立变得困难。例如，《税务条例》（第 112 章）第 16(2)(f)条规定，利息支出符合税额扣除须“依据任何协议或安排发行，而关乎该协议或安排的广告、邀请或文件的发出已获证券及期货事务监察委员会根据《证券及期货条例》（第 571 章）第 105 条认可，且该广告、邀请或文件已向公众发出”。实践中，在向专业投资者私募发出认购邀请而非公开发出邀请的情况下，税务局可以对此作出税收事先裁定，认定其符合第 16(2)(f)条的规定，因此利息支出如果满足其他条件，应当允许予以扣除。若税务局改变现行做法，对基础设施和中小企业相关证券化自动适用此类税收事先裁定，将有助于香港证券化市场的增长。

减少因中国内地预提税造成的跨境效率问题

- 12.24 在香港发行的大湾区证券化可能需要缴纳中国内地的预提税，这降低了香港作为证券化枢纽的效率。中国监管机构应考虑减少或取消符合某些要求的大湾区证券化的预提税。

建议摘要

- 12.25 监管机构应考虑采取措施（无论是通过扩大债券通还是通过其他方式），以实现香港或海外对中国内地交易所发行的基础设施和中小企业资产证券化的北向投资。
- 12.26 监管机构应启动“债券通”下的南向交易试点计划，或根据“合格境内机构投资者”计划（QDII）为基础设施和中小企业资产证券化设立专门的试点配额。
- 12.27 中国内地的监管机构可以澄清国家发展改革委员会和国家外汇管理局的监管在基础设施和中小企业资产证券化中是否适用中国内地资产的情况。例如，通过指定适用于哪些现有外债要求，哪些实体（例如，发起人，SPV 或其他实体）需要遵守此类要求，以及遵守此类要求的流程。
- 12.28 香港监管机构应考虑修改 QDI 的信用评级要求（至少应针对基础设施和中小企业资产证券化进行修改），或者，如果继续维持这一要求，应扩大可接受的信用评级清单至非投资等级评级，并认可在中国内地开展业务并拥有评级资产证券化记录的评级机构。
- 12.29 监管机构应考虑修改法规，取消与特定信用评级机构相关的任何最低投资级信用评级要求。
- 12.30 香港政府（或公共部门实体）应带头启动定期的证券化计划，最初由投资者熟知的香港资产支持。其中一种可能性是香港政府对所拥有的收费隧道和桥梁进行证券化，与 2004 年的香港五隧一桥交易类似。
- 12.31 公共部门实体（例如金管局或香港按揭证券有限公司）可以接受香港机构实体发起的某些证券化工具，作为此类公共部门实体根据其现有流动性支持制度，向机构实体提供流动性支持的抵押物。

- 12.32 中国内地和香港政府以及其他地区政府可以提供担保计划或购买证券化的劣后级债券，以协助发起人满足表外处理的会计要求，并鼓励他们发展更大的贷款业务。
- 12.33 税务局的做法应进行更新，以针对基础设施和中小企业相关的特殊目的机构自动适用与可抵扣性相关的税收事先裁定。
- 12.34 中国监管机构应考虑减少或取消符合某些特定要求的资产证券化的预提税。

第 13 章

友好的汇率政策支持

- 13.1 从国际机构投资者角度，具有吸引力的资产证券化产品的币种必须是抗贬值、低波动的货币，即所谓的“硬通货”；而基础资产的币种差异（例如基础设施收入，项目贷款或中小企业贷款等）仍然是目前基础设施资产证券化面临的主要障碍。现实情况是亚太地区的绝大部分贷款都是以当地货币计价的，与当地货币资金匹配。根据 Dealogic 的数据，2016 年新发行的 1290 亿美元项目融资，基建项目贷款和债券中只有 26% 以美元计价，其余 74% 以当地货币计价。尽管与 2010 年的 10% 相比有所提升，以强势货币计价的融资项目额份近年来一直在缩减。在大湾区这类货币错配更为严峻，因为内地几乎所有的中小企业贷款和应收款项都以人民币计价。
- 13.2 香港的资产证券化中心将会致力于吸引发达经济体国际机构投资者的硬通货资金。投资者可以使用无本金交割远期市场（NDF）来对冲货币错配，但是，对于某些对基础设施有巨大需求国家的本国货币，香港目前没有发达的 NDF 市场，使得国际投资者难以有效地实现成本效益对冲货币错配。解决货币错配问题对于将国际机构投资者资金与基础设施和中小企业融资接轨至关重要。
- 13.3 香港由于没有资本管制，港币与美元挂钩，先天上非常适合担起解决货币错配问题的重任。国际清算银行三年一次的调查显示，2016 年，香港的外汇市场位居亚洲第二，全球第四，外汇交易的日均净交易额达 4370 亿美元¹¹¹。此外，据 SWIFT 称，香港是 2018 年最大的离岸人民币清算中心，处理了全球约 79% 的人民币支付。
- 13.4 从政策和政府支持的角度来看，外汇方面有几个领域值得关注。
- 13.5 对于在香港以人民币发行和/或具有基础人民币资产的基础设施和中小企业资产证券化，目前仍不具备更具竞争力的在岸人民币兑美元对冲汇率的优势，而且必须使用离岸人民币兑美元对冲汇率。这对香港作为基础设施和中小企业资产证券化的融资枢纽是一个竞争劣势，中国人民银行（PBOC）和金管局可以发布相关指引，允许有关从事人民币支持或以人民币计价的离岸投资者和特殊目的机构能够使用在岸人民币对冲利率来对冲基础设施和中小企业资产证券化涉及的人民币风险。
- 13.6 对于以其他当地货币计价的基础设施和中小企业资产证券化而言，关键问题是将基础资产的信用风险独立于资产所在国的主权风险、货币转让和汇兑风险。
- 13.7 展开来说，如果与高质量项目相关的基础设施贷款池以各种非流动性本地货币计价，消除了与非流动性本地货币相关的风险，则池中的剩余风险将是高质量的项目。从国际投资者的角度来看，那些高质量的项目带来的风险最小。但是，

¹¹¹ 香港贸发局，[点此阅读](#)

对于项目位于主权违约、转让和汇兑风险高的国家，该贷款池与具有硬通货的发达经济体中的资产池一样有吸引力。

- 13.8 为了消除一揽子基础设施和中小企业资产中的主权风险以及转让和汇兑风险，此类风险可由香港的信用较强的对手方消化，例如，中国内地或香港的政府专营机构或商业保险机构担任¹¹²。
- 13.9 强大的交易对手可以先承担这一特殊的风险要素，再将全部或部分风险分摊或转移给中国内地的国有实体（例如国家开发银行/国信），然后进一步将其选择性分摊或转让给相关基础设施和中小企业资产所在辖区的地方政府。通过减轻基础设施项目和中小企业资产跨境证券化的货币转让和汇兑风险，投资者对主权风险的担忧，以及投资者对主权风险承担的任何上限则可被消除。
- 13.10 政府可以促进对基础设施和中小企业资产证券化投资的另一种方式是，中国内地和香港政府与区域国家建立经济贸易伙伴关系，以促进货币中介或其他双边计划，减轻国际投资者面临的外汇风险。
- 13.11 香港监管机构还可以与区域国家的中央银行合作，进行双边掉期交易，以便为对冲提供流动性。

¹¹² 另一个来源可能是跨国机构，尽管许多跨国机构已经参与了缓解项目或基础设施贷款的主权风险，因此有一定的局限

第 14 章

建立一个实用的争议解决中心

本章概述

- 14.1 本章概述了香港作为亚太地区领先的国际法律及争议解决服务中心，以及其目前与中国内地在法律服务界的紧密联系。在“一国两制”的原则下，依托香港深厚的法治传统，香港可以充分拥抱和受益于推出一带一路和大湾区两大战略机会。
- 14.2 然而，香港不会忽视未来的挑战。语言障碍、多元化文化和遥远的地理距离只是人们可以预见的在一带一路战略贸易和商业行为中的主要障碍的一部分。
- 14.3 其中，一带一路战略在基础设施和建筑合同管理方面所带来的挑战尤为突出。由于基础设施项目通常复杂且涉及多方，故无可避免出现差异和争议，如果管理不善，可能会导致延误和成本增加。有结果显示，与预算相比，基础设施、采矿和石油和天然气项目平均的成本高出 80%，平均延迟 20 个月运营¹¹³。
- 14.4 粤港澳大湾区战略带来的挑战同样不应被低估。粤港澳大湾区由两个特别行政区¹¹⁴、三个不同的法律体系和广东省的九个城市组成¹¹⁵，城市间的合作并不简单。
- 14.5 面对各种挑战，香港定必攻坚克难，力图完善。凭借其充沛的法律专业人才和健全的法律制度，香港有信心将挑战转化为机遇。本章最后一节亦提出若干建议，以进一步巩固香港作为国际法律中心的地位，并为即将到来的挑战做好准备。

香港的优势

- 14.6 **促成交易和争议解决中心：**香港拥有牢固建立在法治基础之上的完善法治体系。在“一国两制”的原则下，香港的法律制度以普通法为基础，并以成文法为辅。过去数十年来，香港一直是世界领先的国际争议解决中心之一。
- 14.7 香港的成功建立在（i）国际化、（ii）优质高效的法律服务和（iii）坚实的立法及政府政策以支持争议解决。
- 14.8 由于《联合国承认和执行外国仲裁裁决公约》（也称为《纽约公约》）适用于香港，故在香港所作出的仲裁裁决，可于 150 多个《纽约公约》的缔约方国家执行。¹¹⁶香港对此引以为傲。此外，香港国际仲裁中心的仲裁小组和仲裁员名单包括各种不同类型的仲裁员。这些经验丰富的仲裁员来自不同的国家或地区，

¹¹³ Tim McManus, *Managing big projects: The lessons of experience*, 麦肯锡, 2016 年 5 月, [点此](#)阅读

¹¹⁴ 即香港特别行政区和澳门特别行政区

¹¹⁵ 即广州，深圳，珠海，佛山，惠州，东莞，中山，江门，肇庆

¹¹⁶ 就内地和澳门，香港特别行政区于 1999 年 6 月与内地签署了《关于内地与香港特别行政区相互执行仲裁裁决的安排》；而香港特别行政区亦与澳门特别行政区于 2013 年签署了《关于香港特别行政区与澳门特别行政区相互认可和执行仲裁裁决的安排》

受过专业培训且专长于不同的司法管辖区和业务领域。他们有能力提供高质量的国际法律和争议解决服务。

- 14.9 香港是国际乃至区域法律及争议解决服务机构的中心。国际商会国际仲裁院、中国国际经济贸易仲裁委员会和中国海事仲裁委员会均已在香港设立办事处或仲裁中心。中国国际贸易促进委员会与香港调解中心合作，成立了内地 - 香港联合调解中心，为解决香港和内地的跨境商业纠纷提供了平台。海牙国际私法会议于 2013 年在香港设立了其第一个也是唯一一个亚太地区办事处。拥有信誉良好的法律和争议解决服务机构、优秀的仲裁设施、广泛的高信誉人才库（拥有英语、中文和其他语言能力）和资本主义市场经济体系，香港拥有发展成为国际法律和争议解决服务中心的坚实基础。
- 14.10 最后，香港也定期修订其有关仲裁和调解的立法，以符合相关的国际标准和最新发展，以便为各方通过仲裁或调解有效地解决争议提供有利的框架。
- 14.11 **与内地的紧密联系：**香港得到中央人民政府的全力支持，并在“一国两制”的原则下与内地保持紧密联系。
- 14.12 在《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》（CEPA）制度下，广东省作为邻近省份，始终处于为香港提供有利的市场准入承诺的最前沿。截至 2018 年 8 月，十一家以香港与内地律师事务所合伙形式建立的联营机构已获得批准，其中深圳七家，广州与珠海各两家。
- 14.13 香港充分利用 CEPA 框架，巩固其作为大湾区的主要争议解决中心地位。香港特别行政区政府与商务部于 2017 年 6 月在 CEPA 框架下签署了《投资协议》。该协议设立“投资争端调解机制”，鼓励内地投资者使用香港调解服务解决与《CEPA 投资协定》有关的跨境投资争议。香港投资者亦可委任指定的内地调解机构及调解员协助解决类似的纠纷。该机制促进在跨境争议解决中更广泛应用。2018 年 12 月宣布了双方同意商定的调解机构和调解员名单，且宣布并落实了各方指定调解机构和调解员可采用的一套调解规则。
- 14.14 香港进一步深化与内地的合作。两个生动的例子包括国务院最近颁布政策将香港与内地律师事务所之间的合伙联营扩展至整个内地，以及允许中国（广东）自由贸易试验区的合伙联营以合伙联营的名义聘用香港律师及扩大这些合伙联营的内地律师承接的业务范围。内地当局亦已就香港与内地的法律事务互助事宜作出安排，当中突出的例子包括¹¹⁷：

¹¹⁷ 香港和澳门之间也达成了类似的安排。它们包括：

- (a) 《香港特别行政区与澳门特别行政区对民商事案件相互委托送达司法文书的安排》（尚未生效）；和
- (b) 《香港特别行政区与澳门特别行政区相互认可和执行仲裁裁决的安排》

《关于内地与香港特别行政区相互执行仲裁裁决的安排》	《关于内地与香港特别行政区法院相互委托送达民商事司法文书的安排》
《关于内地与香港特别行政区法院相互认可和执行当事人协议管辖的民商事案件判决的安排》	《关于内地与香港特别行政区法院相互认可和执行婚姻家庭民事案件判决的安排》（尚未生效）
《关于内地与香港特别行政区法院相互认可和执行民商事案件判决的安排》（尚未生效）	《关于内地与香港特别行政区法院就仲裁程序相互协助保全的安排》

- 14.15 在中国背景下推动香港国际法律及争议解决的另一个前沿，是鼓励内地企业“走出去”。这包括鼓励内地企业选择香港法律作为国际交易的管辖法律及选择香港特别行政区作为争议解决地点，以解决相关商业和投资协议中的争议。
- 14.16 非常重要的一点是，根据《深圳国际仲裁院关于适用〈联合国国际贸易法委员会仲裁规则〉的程序指引》，在当事人没有约定仲裁地时，深圳国际仲裁院将选择香港作为默认仲裁地，除非仲裁庭另有决定。此外，2017 年《中国南沙国际仲裁中心仲裁通则》以及《三大仲裁庭审模式流程指引》引入了香港国际仲裁模式。根据该指引，若当事人选择香港国际仲裁模式，则不仅可以自由选择适用香港《仲裁条例》，选择香港为仲裁地，亦可根据当事人愿意在香港进行仲裁聆讯。
- 14.17 香港将继续倡议内地争议解决及相关机构委任更多香港法律及争议解决专业人士，并推广香港作为仲裁地。

面临的挑战

- 14.18 为在竞争激烈的国际社会中共存，香港必须时刻保持警惕。一带一路战略和大湾区带来了前所未有的机遇浪潮。然而，香港必须作充分准备方能摘取果实。这一节将讨论香港在这两项宏大战略下可能面临的挑战。
- 14.19 **一带一路战略：**一带一路战略指的是“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”，这是中国政府发起的一项重大发展战略，旨在促进沿线国家之间的经济合作。
- 14.20 一带一路战略有以下五个主要合作领域：



来自香港贸易发展局¹¹⁸

14.21 “设施联通”是本报告主题的核心。事实上，到目前为止，一带一路战略的重点一直是建设基础设施。基础设施将支持更有效的跨境货物运输¹¹⁹。由于丝绸之路经济带的立意是铁路运输比海运更快，故尤其专注于铁路网络建设：“这个想法是……利用铁路运送更高附加值的商品……以及对时间敏感的产品……例如智能手机，因而该计划的可行性取决于所运输产品的附加值而非产品的数量”¹²⁰。

14.22 然而，基础设施开发是一个资本密集型产业，投资周期很长。研究表明，一带一路战略下的预计支出约为 1 万亿美元至 8 万亿美元¹²¹。亚洲开发银行估计，2016 年至 2020 年期间，亚太地区每年将需要为基础设施投资约 5,000 亿美元。这一数字尚未考虑到中国的投资需求¹²²。中国人民银行前行长周小川先生评论道，一带一路地区的基础设施投资缺口每年超过 6,000 亿美元¹²³。这种差距不能仅靠公共资金来填补，亦不能仅依赖现有渠道，例如亚洲基础设施投资银行、新开发银行（也称为金砖国家开发银行）和中国政府设立的丝绸之路基金等。因此，本报告建议通过资产证券化利用全球机构资本来弥补这一缺口。

14.23 本章涉及一个相关但同样紧迫的问题：一带一路战略下的法律风险管理。

14.24 基础设施项目越多，对法律风险管理的需求就越大。法律风险管理不应仅限于争议发生后可以诉诸的争议解决机制。相反，法律风险管理应当始于当事人决

¹¹⁸ 香港贸易发展局，Extracted from *Belt and Road Basics, the Belt and Road Initiative – A Road Map to the Future*，点[此](#)阅读

¹¹⁹ Poomintr Sooksripaisarnkit and Sai Ramani Garimella (eds), *China's One Belt One Road Initiative and Private International Law*, Routledge, 2018 年 9 月

¹²⁰ Lim Tai Wei 等人的简介，*China's One Belt One Road Initiative*，帝国学院出版社，2016 年 5 月

¹²¹ *Expert Insights: Infrastructure investment trends on the Belt and Road*，2018 年 9 月 20 日，点[此](#)阅读

¹²² *US\$ 600 billion shortfall in BRI investment*，新华社，2018 年 8 月 14 日

¹²³ 同上

定是否在特定地点开展基础设施项目之前，并涵盖项目开展之后的每个阶段。简而言之，解决争议和避免争议同等重要。

14.25 法律风险管理通常包含以下几个主要元素：¹²⁴

法律尽职调查——应当在基础设施交易达成之前完成，以促进对目标投资地点的法律和监管制度的适当理解
适当的合同安排模式的考量——例如在特定交易中更适合采用公私合营（PPP）还是其他投资模式
合同制备完善——合同应当反映交易各方的意图，并对可能出现的不确定因素进行约定
争议解决条款的设计——该条款应涵盖争议发生之前和之后的情况，以及争议预防和其他附带事项，例如管辖法律选择等

14.26 对一带一路战略而言，法律风险管理不仅重要，而且必不可少。最好的应对方式是了解一带一路沿线不同司法管辖区之间存在的差异，并通过适当的法律风险管理在前期应对这些差异。然而考虑到不同司法管辖区之间可能存在巨大差异，包括法律体系的差异、不同的法律文化和传统、显著的语言障碍、遥远的地理距离及不同的经济发展阶段等，这将是一项艰巨的任务。

14.27 因此，最关键的问题是：如何进行合理的法律风险管理？

14.28 **粤港澳大湾区：**大湾区的开发符合国家发展蓝图中关键战略规划的要求。在2019年2月18日颁布《粤港澳大湾区发展规划纲要》后，香港积极融入国家总体发展。然而，为了实现这一目标，我们不可低估与大湾区其他10个地方政府进行协调的复杂性。考虑到大湾区覆盖总面积为5.6万平方公里的土地及7000万总人口（截至2017年底），大湾区内的激烈竞争也不应被忽视。这对于香港构成了另一个挑战。

¹²⁴ 香港特别行政区前律政司司长袁国强资深大律师于2017年9月19日（星期二）在工程界社促会成立22周年晚宴上的致辞：“*The Belt and Road Initiative and Infrastructure Dispute Resolution: A Few Thoughts*”。点[此](#)阅读



大湾区地图
来自香港特别行政区¹²⁵

丰富的机会

- 14.29 为了更好地应对一带一路倡议和大湾区带来的挑战并利用其提供的更多机会，香港特别行政区律政司内设立了普惠避免及解决争议办公室（IDAR 办公室），在律政司司长的直接领导下开展工作。建立 IDAR 办公室有助于更好地协调和执行律政司在争议解决和争议避免领域中正在采取的各种措施。
- 14.30 IDAR 办公室的目标是促进诉诸司法，并为各行业和经济的各个领域提供平等的机会，以在该地区及其他地区促进《联合国 2030 年可持续发展议程》的第十六条目标。
- 14.31 第十六条目标¹²⁶强调促进可持续发展的和平和包容社会，为所有人提供诉诸司法的机会，并建立有效、负责和包容的各级机构。正如习近平主席解释的那样，联合国 2030 年可持续发展目标纳入本国发展战略，我们应“促进经济、社会、环境协调发展，根据自身国情推动普惠发展，积极构建平等均衡的全球发展伙伴关系”¹²⁷。
- 14.32 考虑到第十六目标，本章的最后部分提出以下两项建议，以巩固香港国际法律枢纽的地位，并为即将到来的挑战做好准备。这两个建议是（i）网上争议解决和（ii）专属争议避免和解决规则。

¹²⁵ 摘录自香港特别行政区政府政制及内地事务局网页。点[此](#)阅读

¹²⁶ 参见联合国网站，点[此](#)阅读

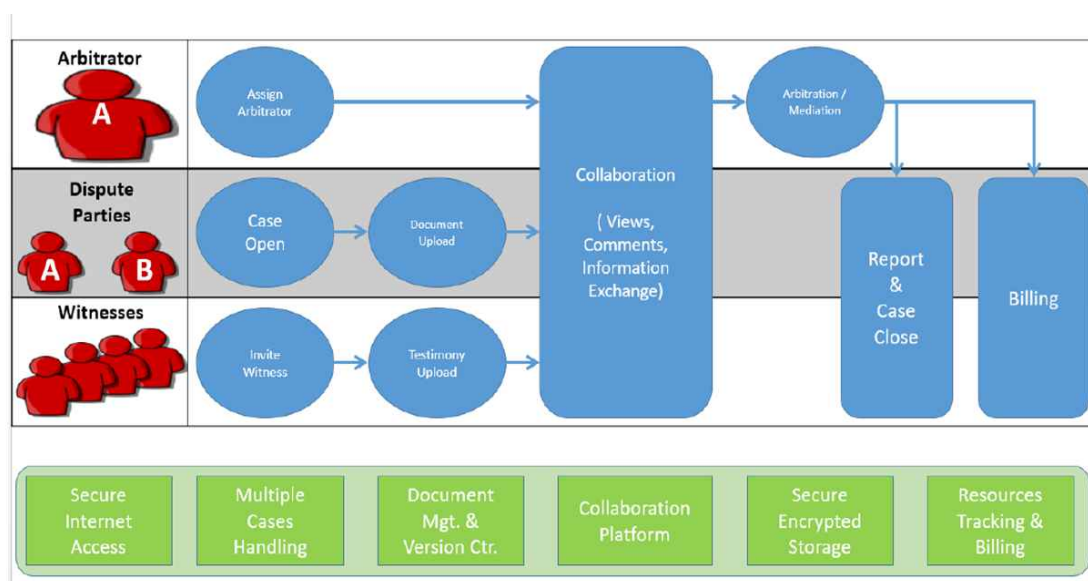
¹²⁷ 参见习近平主席在 2018 年 11 月 17 日举行的 APEC 工商领导人峰会上的讲话，新华网，点[此](#)阅读

- 14.33 **网上争议解决：**联合国国际贸易法委员会于 2016 年发布了《贸易法委员会关于网上争议解决的技术指引》，以促进全球网上争议解决的发展，并协助网上争议解决管理人、网上争议解决平台、中立人和网上争议解决程序当事人发展和使用网上争议解决系统。联合国大会认识到，《贸易法委员会关于网上争议解决的技术指引》所规定的网上争议解决程式（如）“可协助当事人以简单、快捷、灵活和安全的方式解决争议，而无需亲自出席会议或听讯。”¹²⁸通过将现代技术应用到传统的争议解决中，整个过程可以变得更快捷、更经济、更友好。联合国大会要求所有国家“支持推广和使用《贸易法委员会关于网上争议解决的技术指引》”¹²⁹。
- 14.34 就此而言，我们相信电子商务相关仲裁及调解（eBRAM）平台对于香港法律科技的发展以及巩固香港在提供专业法律服务方面的地位至关重要。eBRAM 具有以下功能，使其特别适合一带一路和粤港澳大湾区。
- 14.35 eBRAM 平台将提高连通性，并提供特殊的人工智能服务，有利于促成交易、进行交易和争议解决。
- 14.36 人工智能机器翻译應用程式可让 eBRAM 平台提供表现胜于传统自然语言翻译系统的文字翻译。eBRAM 借助近年在电脑深度学习技术上的突破，以足够的特定领域翻译案例训练 eBRAM 平台的深度神经引擎。在一带一路和大湾区可以使用人工智能翻译中文、英文、俄文、阿拉伯文和西班牙文。
- 14.37 该应用程式会采用人工智能网上聊天和转录功能，并会引入即时翻译谈话式句子的功能。人工智能引擎亦可应用于口头发言，例如把网上聆讯录音转为文本。
- 14.38 eBRAM 平台将进一步支持多种安全便捷的现代付款方式，例如信用卡、电汇、PayPal、电子支票和快速付款系统。
- 14.39 eBRAM 平台可进一步利用人工智能来增强流程的安全性。
- 14.40 人工智能可以用于连续的用户身份验证，以确保访问安全和正确处理程序。这将防止在互联网访问系统中并不罕见的骇客窃取/劫持用户登录会话。平台将采用面部识别，轮廓跟踪等方法进行视频分析。
- 14.41 eBRAM 平台会采用区块链技术，为不容推翻的交易记录提供终极保障，让经认证的各方当事人通过妥善保护的 eBRAM 平台上传、下载和交换案件材料。
- 14.42 eBRAM 平台的运作和维护采用以云端为基础的安全信息技术基础设施。使用者可按需灵活扩充服务规模，定制应用程式，并且只需连接互联网即可在全球任何角落进入 eBRAM 平台。

¹²⁸ GA 第 71/138 号决议，*贸易法委员会关于网上争议解决的技术指引*，2016 年 12 月 13 日

¹²⁹ GA 第 71/138 号决议，同上

14.43 另一可取的做法是允许用户选择中立人而非由平台指定。eBRAM 平台会设计成提供中立人名单，方便当事人提名和挑选中立人予以委任。



eBRAM 工作流程¹³⁰

14.44 eBRAM 平台会协助就来自不同专业领域、具备不同经验程度的中立人储存网上名单。平台也允许当事人提名不在 eBRAM 平台名单上的中立人供考虑委任。

14.45 香港作为国际大都会，拥有拥护普通法的法律和司法体系，具有多种语言能力的人才，声誉良好。香港同时也是亚太地区领先的国际金融中心以及国际法律和争议解决服务中心，让香港在一带一路司法管辖区和大湾区的 ODR 服务市场方面具有独特的优势。网上争议解决（尤其是 eBRAM）是一个值得香港关注的领域。

14.46 **专属争议避免和解决规则：**鉴于基础设施项目的复杂性，各方主动管理差异以防止该等差异升级为纠纷，从而降低项目延迟和成本超支的风险至关重要。倘若各方能够订立争议避免和争议解决的协议，并涵盖基础设施项目的整个生命周期，这将是管理一带一路沿线和大湾区超大型项目法律风险的有效工具。网上争议解决应被考虑纳入资产证券化机制中，以便为用户提供综合、高效和具有成本效益的一站式服务。

14.47 在这方面，可参考新加坡律政部于 2018 年 10 月 23 日发布的新版《新加坡基础设施争议管理程序》（“**管理程序**”）¹³¹

14.48 该管理程序是一种争端管理机制¹³²。其中，该管理程序规定了争议解决小组的框架、争议解决程序及其权力。

¹³⁰ 摘录自律政司司长郑若骅资深大律师于 2017 年 9 月 11 日在「一带一路」峰会上题 “*Belt and Road e-arbitration and e-mediation*” 的简报

¹³¹ 该管理程序的副本可以[点此](#)下载

¹³² Chuah C. & Sutedja C.A., *Singapore Infrastructure Dispute-Management Protocol*, Legiwatch, 2018 年，[点此](#)阅读

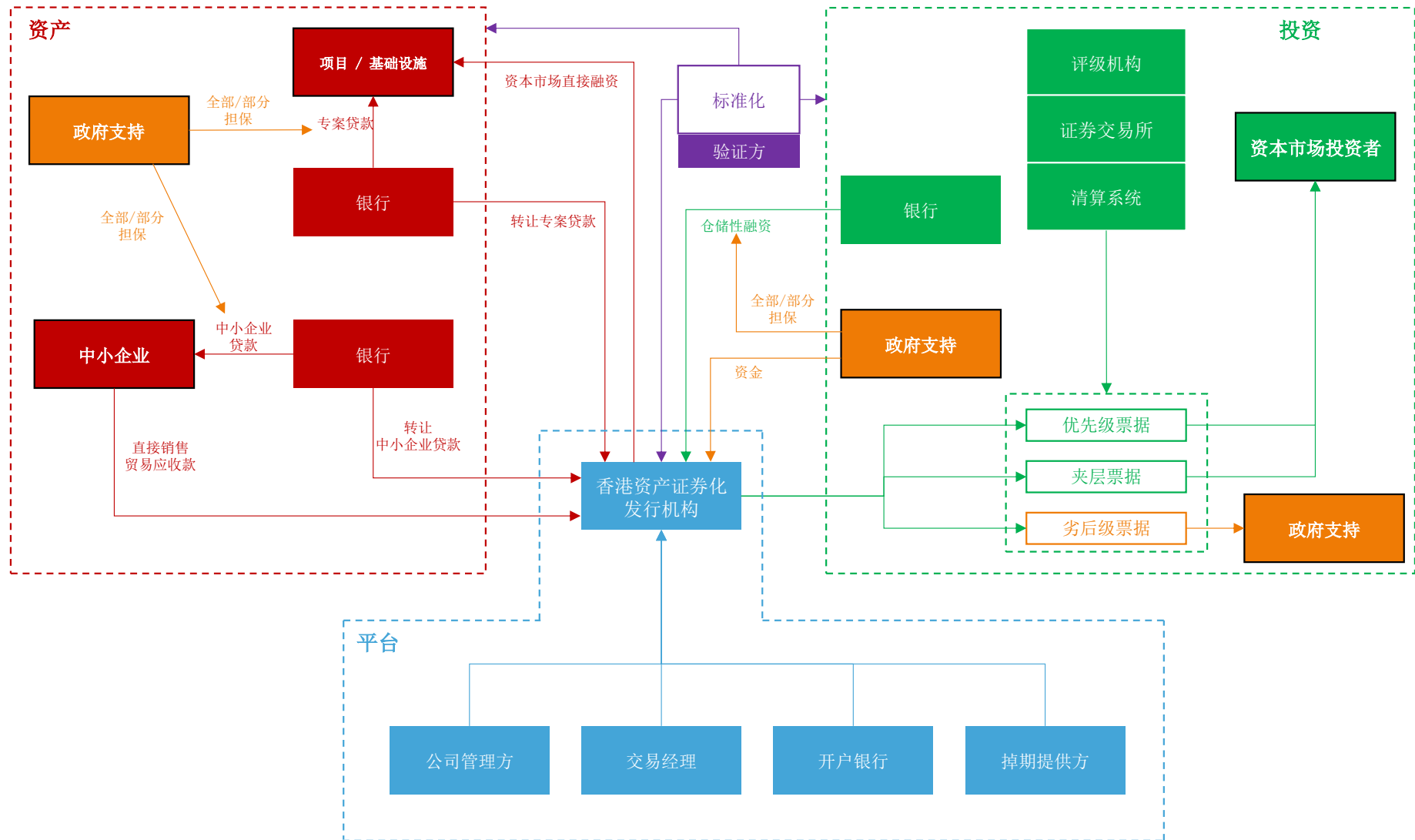
- 14.49 争议解决小组将自始至终地追踪基础设施建设项目的进程，主动协助处理不时出现的法律、技术或运营问题。争议解决小组通过促进项目各方高级代表之间的讨论来协助解决分歧。这种协助可以促使项目各方继续进行谈判以避免或（在差异出现时）自行解决之间的分歧，而无需进一步求助于争议解决小组。
- 14.50 发生争议时，管理程序提供多种解决方法，包括调解、专家意见或专家裁定。双方达成的调解协议、专家意见（若不反对）或专家裁定（若不反对）对双方均具有约束力¹³³。
- 14.51 古语有云：“防患于未然”，透过预见问题，才能防止分歧滚雪球和升级为难以解决的全面争议。通过完全避免争议产生来避免触发其他争议解决机制亦可大大节省时间和成本。另一方面，倘若争议不可避免，则管理程序可以帮助消除无关紧要的问题并缩减裁决或调解的范围，从而节省时间和成本¹³⁴。
- 14.52 可以考虑在香港建立一个与管理程序类似的框架，允许对定制化的、灵活的争议避免和解决模式。这可为基础设施资产证券化中的许多问题提供额外的解决途径。

¹³³ 同上

¹³⁴ 同上

附录

香港资产证券化平台蓝图



2018 年 10 月 15 日论坛嘉宾评论

2018 年 10 月 15 日，亚太结构金融工会与香港银行学会在香港会议展览中心共同主办了“一带一路：基础设施融资”论坛暨对话。这次活动荣幸邀请到许多杰出的演讲嘉宾，以下是他们的一些评论节选。该论坛上讨论的话题和内容奠定了本报告的基础。

我们衷心感谢以下慷慨支持本活动的赞助机构：

中国银行（香港）有限公司、交通银行股份有限公司、中信银行国际有限公司、光大银行股份有限公司，花旗银行招商永隆银行有限公司、德健融资有限公司、星展银行（香港）有限公司、光大控股、富邦银行（香港）有限公司、恒生银行有限公司、汇丰银行、中国工商银行（亚洲）有限公司、兴业银行股份有限公司、南洋商业银行业务有限公司、华侨银行永亨银行有限公司和上海商业银行业务有限公司。

陈德霖



香港金融管理局
前总裁

…全球金融危机令金融衍生产品的声誉受到严重损害。住房抵押支持证券、CDO、CDO² 和 CDO³ 等衍生产品都有充分的理由而臭名远播。虽然对金融衍生品或金融工程仍有普遍的怀疑态度甚至怨恨情绪，但我认为对我们而言最关键的是将与实体经济紧密联系，有支持作用的结构性金融产品与其他与实体经济发展毫无关联的金融产品区分开来。显然，具有适当贷款发放标准的普通住房抵押贷款支持证券（而非美国的次级抵押贷款）属于一类有益的金融衍生产品。基础设施贷款支持证券可以是另一类有益的结构性融资产品，如果安排得当，它们可为投资人、项目所在国、中介机构和资本市场带来多赢的局面。如我前面所述基础设施项目投资是最复杂的一类资产，以此为基础的结构化产品开发更非易事。但中国古语有云：“千里之行，始于足下”，因此香港按揭证券有限公司在基建贷款资产证券化上迈出了第一步，这必将促进资本与基础设施投资更加有效的结合…

…一带一路建设接下来面临着 6 个主要任务：1. 完善长效机制；2. 搭建贸易促进平台，引导企业到沿线国家开展投资合作，发展贸易新业态、新模式；3. 加快形成金融支持，引导社会资金共同投入项目，为走出去企业提供外汇资金支持；4. 推动人文领域交流；5. 规范企业投资经营行为；6. 重视风险防范。

香港有世界水平的法律、金融、建筑的制度和人才，基于香港特定的地理、制度和人才优势，在一带一路基础设施融资方面应该承担更重要的角色。

史育龙



中国宏观经济研
究院

…一带一路从最开始的区域合作发展成为全球最大的合作开放平台。基础设施建设在社会经济发展中起了基础和先导作用。基础设施互联互通有利于优化资源配置和重构产业链。

一带一路需要构建更加开放的平台，吸引各方资金共同参与，对于资金来源和性质要更加开放。需要加大融资模式的创新，金融产品的创新，一个标准化的产品很难满足所有的需要。要充分发挥香港优势，促进一带一路基建融资。

胡志荣



国家开发银行

梁定邦



亚洲国际法律研
究院

…今天的论坛我们收到了三个重要信息。第一、一带一路经过 5 年时间变成了全球性的宏伟计划，中国和沿线国家共同分享 40 年的基础设施建设经验；第二、香港在一带一路融资方面扮演着重要的角色；第三、基建项目融资挑战大，投资回收期长。如何切入和避免风险对于商业机构来说即是机遇也是挑战。

银行资产负债表内的项目融资或基础设施贷款进行资产证券化在某些地区是一个相对较新的发展，但我认为这是一个需要进一步发展的领域，因为它带来了许多助益。最重要的助益是资产证券化通过发动新的机构资本增加了基建项目的财务能力，释放了银行资本，从而使银行可以循环利用其资本。资产证券化为基础设施投资创建了新的资产类别，并且是可转让，对投资人更加友好的资产类别。

Peter Burnett



渣打银行

要开展基础设施资产证券化，首先要对底层项目做好研究，因为这是资产证券化的基石。没有良好的底层基础设施项目就没有健康的基础设施资产证券化。健康扎实的基础设施项目是前提条件；基础设施也是我们社区发展的基础。我们需要良好的城市发展和道路来支持人民的福利…

资产证券化是使借款人与出资人匹配的通道。它不需要太花哨结构就能将风险分为劣后、夹层和优先等级别。资产证券化的这种分层技术可使投资人根据自己的风险偏好来选择投资层级…

我们必须开发一个平台利用金融市场上富余的大量资金（哪怕只是一点点）来弥合基础设施建设的资金缺口。但是要在金融市场上吸引投资者需要的不仅是一个好的项目，而是大量的好项目储备。投资者需要有选择空间，并且需要设置基本标准，以便投资者熟悉通用标准。我们宣导的基础设施资产证券化不只是一个金融交易，而是打造一个将资本市场引入基础设施开发项目的平台。

张秀芬



亚太结构融资公会

梁嘉丽



香港银行学会

香港一直以来都是融资项目的领先者，现在已准备在政府和银行业的全力支持下建成资产区域证券化中心。一个成熟的行业将为本地银行和金融服务专业人士创造就业机会，以确保我们可以提供达到最高国际标准的资产证券化框架。香港已经拥有众多具有丰富的资产证券化经验的专业人才，但是为了进一步增强人才储备，我们需要加大力度来扩大和深化该知识库，以吸引更多的资产证券化从业人员。资产证券化不仅包括发行和承销，而下一步的步骤之一将是在关键领域（例如文书制作、信用风险管理和保险）中制定最佳实践标准，促进本地金融服务从业者积极参与。鉴于香港银行业学会的独特地位，其可以与相关产品专家合作，培养下一代资产证券化领域的银行专业人士。我们很荣幸于 2018 年与亚太结构金融公会在香港共同组织了一带一路论坛，这份报告是实现这一商业机遇的下一个战略步骤。

随着投资者、监管机构、政府以及银行和金融界之间实现更大的协同增效，香港将不仅在促进区域项目的结构融资，而且在分散风险和释放银行资本方面发挥关键作用，对经济和商业产生积极影响。

我们已了解许多有关资产证券化的益处。我想谈谈获得这些益处的难易程度。资产证券化是一个非常复杂的话题，如果在项目初期未考虑到资产证券化的可能性，则最终项目很可能无法用于资产证券化，从而严重限制了项目未来的融资选项。预先考虑资产证券化选项及其如何在项目生命周期的不同阶段为项目提供助益，将有助于解决这些限制问题。

何启新



汇丰银行

亚洲开发银行估计，2016 年至 2030 年间，亚洲发展中国家每年至少需要 1.8 万亿美元¹³⁵的基础设施支出，以维持经济增长、消除贫困和应对气候变化。资金需求的巨大规模对该地区各国政府构成了重大挑战，并为私人 and 机构资本创造了令人兴奋的机会。作为该地区最大的金融服务中心之一，香港在为这些群体提供有吸引力的投资机会方面可发挥重要作用。

机构投资者通常会被吸引到具有稳定和可预测现金流的现有成熟期或已经运营的基础设施项目，而非待建的基础设施项目，这一特点在亚洲发展中国家市场尤为普遍。愿意将现有资产对机构投资者开放的政府和资产所有者可以提高其在全球投资界的知名度，同时可以创造机会出售资产并将其收益进行再投资或“回收”利用投资到“风险更高的”其他待建基础设施中。这种方法可以创造双赢的结果，缩小区域基础设施建设资金缺口，并扩大区域机构基础设施投资市场。假以时日，随着投资者对当地市场风险和收益动态越来越熟悉和适应，这也有可能刺激机构和私人投资者投资新的待建基础设施项目。

**Michael
Camerlengo**



毕马威

刘伟棠



奥雅纳

从工程的角度看，为确保适当及时地完成项目建设，应在项目整个生命周期中采用以下两种有效方法，以减轻项目推进中可能出现的技术风险：首先，项目应支持社会长期的发展目标并满足所在国的实际需求。其次，项目的开发每个阶段，即项目的计划、采购和执行都应以良好的治理原则为前提，并参考国际机构和行业协会制定的行业最佳实践和标准。

¹³⁵ 亚洲开发银行（2018 年 6 月）

裴湛思



高伟绅律师行

资产证券化可以成为将资本市场投资者与一带一路倡议和大湾区连结起来的强大融资工具。良好法律环境应当有助于基础设施和中小企业融资现金流的集合以及与交易方进行破产隔离，从而得以根据投资人的各类风险偏好定制不同类型的产品。香港拥有根深蒂固的法律传统和现代化的争议解决机制，是建立资产证券化枢纽的理想司法管辖区。

朱琦



招商永隆银行

…香港的商业银行界一致认为一带一路包含非常多的商机，同时也蕴含许多风险。商业银行需要寻找一个合适的切入点。中国商业银行参与中国基础设施建设过程中总结的经验和教训可以供一带一路建设参考。

宋左军



国家开发银行

国家开发银行积极参与中国以及一带一路区内国家的地方基础设施总体规划。参与总体规划有助于融资项目储备并降低整体项目风险。

