终稿： 2025 年 11 月 30 日

APSA
亚太结构融资公会
Asia-Pacific Structured Finance Association

结构化融资全球通

深化中国内地债券市场并在香港
建立全球结构化融资中心的提案



2025

目录

章节 **页码**

引　　言　执行摘要 1
第一部分　APSA 提案：结构化融资全球通 4
第二部分　内地证券化市场：扩大覆盖范围 11
第三部分　债券通：优化措施建议 17
第四部分　构建与扩容结构化融资全球通 21
第五部分　试点计划：APSA 的建议 30
第六部分　治理框架 38
第七部分　风险管理和缓释措施 40
第八部分　政策优势：中国内地 45
第九部分　行业优势：结构化融资全球通 49
第十部分　香港：亚洲债券中心 55
第十一部分香港特区政府政策：以结构化融资全球通为战略推动 59
附件 A 试点计划：试点案例 65
附件 B 监管措施建议——中国内地 69
附件 C 监管措施建议——香港特别行政区 72
附件 D 市场数据：内地证券化市场 76
附件 E 结构化融资生态系统 81
术语表 86
致谢 92

引言

执行摘要

本提案阐述了我们对“结构化融资全球通”（**SFGC**）的构想：这是一项针对香港与中国内地市场互联互通机制的定向优化措施，旨在允许经认可的香港“孤儿”特殊目的载体（**HK SPVs**）通过“债券通”购买中国内地的债券和证券化产品（**境内债券**），并将其重新打包为境外资产支持证券（**境外 ABS**），供全球机构投资者购买。SFGC 旨在使国际投资者对中国固定收益和证券化市场的参与得到拓宽和更加多元化，深化市场流动性和价格发现功能，并巩固香港作为区域性结构化融资中心的角色。该计划基于现有市场基础设施、治理和监管安排，同时有助于推进人民币国际化、绿色金融、数字资产创新以及支持实体经济等政策优先事项。

SFGC 的核心在于回答了“谁能通过‘债券通’投资”以及“他们能买什么”这两个问题。首先，它将接受经认证的香港“孤儿”特殊目的载体为一类明确界定的合格境外投资者，该类投资者由香港金融管理局（**HKMA/金管局**）监管，并辅以清晰、审慎的治理和风险隔离标准。其次，它将准入范围从中国银行间债券市场（**CIBM**）扩展至交易所市场，这对于触达内地证券化市场的深度和多样性而言至关重要，尤其是对于资产支持专项计划（**ABSP**）。通过这些调整，HK SPV 可以购买人民币计价的境内资产，并在香港发行境外 ABS（可能进行对冲和/或以其他货币计价），从而使投资者能够在无需承担中介机构资产负债表风险、也无需开立境内账户的情况下，获得经过精准配置的中国内地信用风险敞口。

在本提案的后续章节中，我们阐述了一条务实、分阶段的实施路径。我们将以一项试点计划（初期仅限于“债券通”北向通）进行测试，设定初始的宏观审慎额度上限，首先将采用简单、投资者熟悉度高的资产类别（例如汽车和消费应收账款、中小企业贷款、投资级债券）对标准化的交易类型进行测试（即由发起机构主导的证券化和由中介/投资者主导的重组打包），之后再扩展至更复杂的资产池，推进证券化产品在交易所交易

和代币化发行。在试点计划中，债务工具中央结算系统（**CMU**）将继续作为托管和结算的交易后核心环节；随着操作层面信心的建立，与交易所市场的互联互通以及与国际中央证券存管机构（**ICSD**）的桥梁连接可以逐步扩大。

为支持有序发展，本提案设立了清晰的监督和治理框架。金管局将依据一套强化治理框架对 HK SPV 进行审核、认证，并监督其办理交易完成通知的报送。亚太结构融资公会（APSA）将发布针对交易和 HK SPV 的强制性认可标准，协调行业参与者，并向监管机构提供系统性的反馈回路。投资者资格将仅限于专业/机构参与者，并配备符合国际惯例的、健全的“了解你的客户”/反洗钱 (KYC/AML)机制、信息披露标准和风险管控措施。

实现 SFGC 的潜力需要有限且目标明确的政策支持。在中国内地，需明确以下几点：（i）正式认可 HK SPV 作为适格境外投资者；（ii）允许通过“债券通”投资交易所市场工具；（iii）为境外投资者（包括证券化工具）提供长期的企业所得税/增值税豁免政策；以及（iv）确认 HK SPV 通过“债券通”进行的购买不构成需要向国家发改委登记的“间接外债”。在香港，需要为 HK SPV 建立税收中性（或名义税收）制度，以与国际证券化中心看齐；同时对相关制度进行技术性优化，以建立高效、风险隔离的发行结构。

SFGC 能带来切实的、多方面的好处。对于中国内地市场而言，SFGC 能够调动多元化、稳定的境外资本，支持银行资产负债表减压和中小企业/消费金融，增强二级市场流动性和风险分散能力，并加速绿色转型、知识产权货币化及“一带一路”再融资等政策目标的实现。对香港而言，它将扩大结构化金融领域的发行、上市和清算业务，催化专业服务和金融科技融合，并支持 CMU 向亚洲国际中央证券存托机构演进。对全球投资者和中介机构而言，它通过投资者所熟悉的结构、货币和法律，提供了投资中国内地资产的机构层面渠道，并通过对冲提高净收益，且无需承担中介机构的信用集中风险。

在后续章节中，我们将详细阐述提案内容（*第一部分*）、境内市场背景及引入多元化境外参与的理由（*第二部分*）、SFGC 所需的“债券通”优化措施（*第三部分*）、运营模式与扩展路径，包括 HK SPV 结构与保障措施（*第四部分*）、试点计划设计与试点案例（*第五部分及附件 A*）、治

理与风险管理框架（*第六、七部分*）以及战略政策与行业应用——从绿色金融、数字资产到交通、保险、科技与知识产权——连同香港作为亚洲债券中心的更广泛角色以及两地的监管支持措施（*第八至十一部分*、*附件B–E*）。

本提案方向明确：通过受管控的、以标准为导向的市场开放，将国际最佳实践经由香港引入中国内地信贷市场，从而打造更深层次、更具韧性的市场，并建立一个可持续的跨境结构化融资平台。

第一部分

APSA 提案：结构化融资全球通

一、 中国内地债券市场

1. 中国内地债券市场在过去二十年中经历了显著的增长和创新，成为仅次于美国的全球第二大债券市场。然而，债券市场在很大程度上仍然是本土市场，境外投资仅限于某些类型的机构投资者和某些类型的债券。

2. 在美国和欧洲，证券化和打包票据（bond repackaging）等技术推动了整个经济的增长。我们相信，此类技术可以用来吸引更为广泛的成熟境外投资者群体进入中国债券市场。境外投资者将有机会分散其投资组合，并投资于以人民币计价的基础资产和中国内地资本市场。流入内地债券市场的资金的增长可以增强市场的流动性并深化投资者基础，从而支持人民币国际化和更广泛的经济增长目标。

二、 APSA 关于结构化融资全球通的提案

3. APSA 的提案旨在扩大现有“债券通”框架的范围，以支持在香港建立结构化融资发行通道，该机制被称为“结构化融资全球通”（**SFGC**）。

我们将此提案称为“结构化融资全球通”或“SFGC”

4. 根据 SFGC 机制，在香港注册成立的合格的孤儿特殊目的载体（**HK SPVs**）将通过“债券通”渠道投资中国内地发行的债务证券，并将这些资产重新打包成资产支持证券（**境外 ABS**），向香港的全球机构投资者发行。



5. SFGC 的设计旨在依托现有债券通架构进行优化拓展。该机制将依托债券通“北向交易通”[1]（**债券通北向通**）的核心市场准入基础设施进行交易，同时为重组打包的结构化金融产品引入明确界定的投资者类别，并在香港建立透明的发行渠道。SFGC 提案契合中国内地与香港深化投资者基础、统一境内与境外价格发现机制，以及在香港发展规模化的结构化融资债券市场的政策与经济愿景。

三、 什么是“债券通”（Bond Connect）？

关键术语

“债券通”是由中国人民银行与香港金融管理局（**HKMA/金管局**）联合批准，将中国银行间债券市场与香港债券市场基础设施互联互通的市场准入机制。

“债券通北向通”是“债券通”框架下的交易安排，允许“适格境外投资者”通过中国人民银行认可的市场准入渠道，交易银行间债券市场的“合格工具”。

“适格境外投资者”，在“债券通北向通”项下，是指根据所有适用的法律法规被中国人民银行认可的法人实体，或由该法人实体发行、管理或监督的投资产品。

“合格工具”，在“债券通北向通”项下，是指根据适用于“债券通北向通”的法律法规的规定，允许适格境外投资者交易的单个金融工具。

6. 适格境外投资者通过“债券通北向通”购买的合格工具必须通过名义持有人在香港间接持有，名义持有人系中央结算系统（**CMU**），该系统是由金管局运营的中央证券存管机构。合资工具权益的二级市场转让仅可向其他适格境外投资者进行。

“债券通北向通”的适格投资者：

- 中央银行/货币当局
- 主权财富基金和国际金融组织
- 商业银行
- 证券公司/经纪人
- 保险公司
- 资产管理公司及其管理基金
- 养老基金、捐赠基金

7. 虽然我们了解香港的一些金融机构（**FIs**）可能会选择向其机构客户出售与其通过“债券通北向通”获得的合格工具的表现挂钩的金融产品，但机构客户在承担这些合格工具的信用风险的同时，将不可避免地

[1] 债券通“北向交易通”是指根据香港与中国内地法律运作的市场互联安排，该安排允许合资格境外投资者通过经中国人民银行认可且由债券通有限公司接受的一个或多个电子交易平台，直接交易银行间债券市场的北向交易通工具。

承担相关金融机构的信用风险，从而这一过程中占用其对相关金融机构的信用敞口。

四、 为支持 SFGC 需对“债券通”进行优化

8. 通过利用 HK SPV 经由“债券通北向通”购买合格工具，SFGC 将借鉴全球结构化融资技术发行结构化融资产品，并通过向更广泛的境外投资者开放市场（允许经由香港的“债券通北向通”机制或通过合格境外投资者（**QFI**）和 CIBM Direct 等准入计划进行投资的除外），鼓励境外投资中国内地债券市场。更多不同来源的外资流入市场，将支持中国内地的 GDP 增长，并为银行覆盖不足的行业和新兴行业提供资金，为中国内地和香港经济带来其他战略利益。

9. SFGC 的成功实施将有赖于对“债券通北向通”框架[2]进行有针对性的调整，包括:

- ❖ 细化“适格境外投资者”的范围，以容纳在 SFGC 项下符合特定审慎监管、治理与风险隔离标准的、在香港注册成立的合格“孤儿特殊目的载体”（**HK SPVs**）；以及
- ❖ 扩大可供适格境外投资者（包括 HK SPV）获得的“合格工具”范围。

[2] 债券通北向通框架包含以下两部分：(i)《债券通有限公司准入规则》（2021 年 6 月 9 日版），查阅链接：https://bcclweb.s3.ap-east-1.amazonaws.com/uploads/docs/final%20AccessRules%20clean.pdf；以及(ii)由中国人民银行、中国内地其他政府及监管机构、自律性行业组织、有组织交易平台、结算机构或清算所不时发布的所有现行有效的法律、法规、指令、指引、规则、通知或命令，其内容涉及规范银行间债券市场（特别是通过“债券通北向通”进行）的债券交易、清算及/或结算。

适格境外投资者	合格工具
• 目前，可通过“债券通”进行投资的主体仅限于经批准的适格境外投资者。 • SFGC将这一定义的范围扩大至HK SPVs。 • 通过“孤儿特殊目的载体”进行投资是国际结构化金融市场（在证券化及打包票据业务中）广泛采用的方式。详见下文。	• 目前，“债券通北向通”项下适格境外投资者的投资范围仅限于合格工具（即银行间债券市场交易的债券和证券化产品）。 • SFGC建议将合格工具的范围扩大至交易所市场交易的债券和证券化产品。 • 允许投资者同时投资于中国银行间债券市场和交易所市场的债券和证券化产品，将显著提升SFGC的成功几率。

10. 我们提议的“债券通”优化措施将以可控且监管完善的方式实施，确保境内外市场的价格曲线一致，维持投资者群体的质量和稳定性，防范过度杠杆或系统性风险，并确保跨境数据和资金流动的透明度。*参见第三部分“债券通：优化措施建议”。*

什么是“孤儿特殊目的载体”？

“孤儿特殊目的载体”（**SPV**）是指为特定、有限的目的而设立的法律实体（例如公司）。“孤儿”一词，指的是该 SPV 被刻意设计成不由发起人或任何关联方直接或间接拥有。相反，该 SPV 的股权或受益权通常由独立的第三方（例如专业的信托公司或慈善信托）为慈善目的而持有。

SPV 通常用于结构化融资交易（例如证券化和打包票据交易）中，以隔离财务风险，并确保 SPV 的资产和负债在法律上不与发起人的资产和负债合并，从而保护投资者免受发起人或原始权益人的破产风险影响。

五、 “债券通”和 SFGC：协同运作

11. 在前述对“债券通”的优化措施实施后，HK SPV 将被归类为“债券通北向通”项下的“适格境外投资者”，其目的仅限于收购合格工具，并适用与其他适格境外投资者相同的准入、开户及合规流程。

12. 在中国内地与香港监管机构的支持下，SFGC 将通过建立以香港为中心的、可扩展的、由“债券通北向通”项下取得的合格工具所支持的境外 ABS 的发行渠道，从而对“债券通北向通”形成功能拓展。该渠道将先行采用传统发行模式，待监管允许后逐步推进代币化发行。此举将在遵循“债券通北向通”框架的前提下，有效拓宽投资者基础，提升中国内地发行的债券和证券的流动性，并巩固香港作为区域性结构化融资产品发行、上市与清算中心的地位。

13. 香港可为此倡议提供成熟的生态系统，包括既有的“债券通北向通”框架，以及为通过“债券通北向通”购买的合格工具所支持的境外 ABS 提供结构设计、信用评级、产品分销及存续期管理所必需的专业服务基础设施。这为通过“债券通”扩大国际投资者参与中国内地信贷市场奠定了稳固且符合监管要求的基础，同时将有效维持审慎安全与市场诚信。

金融生态	经验丰富的机构	金融科技
• 香港是领先的国际资本市场，也是全球金融中心及人民币投资和交易中心。 • 香港的债券生态系统（包括高素质的专业人才）已完全到位。	• 金管局（HKMA）、港交所（HKEX）和中央结算系统（CMU）将为境外投资者提供监管规范、运作熟悉且透明度高的监管、上市及结算机制。	• 香港作为金融科技中心的地位，使其能够融入区块链或分布式账本技术（DLT），在追踪应收款项和资金流动方面提升透明度与可追溯性。

六、 SFGC 可为市场参与方带来的益处

对发起机构的益处

14. 对于希望扩大投资者基础或进入全球固定收益市场的中国内地实体（**境内发起人**）而言，其可通过聘请牵头行设计交易结构，利用其境内应收款项或资产在 SFGC 框架下发起结构化融资交易。这些境内应收账款和资产可以在中国内地发行或证券化，如果它们符合“债券通”所规定的合格工具，则由 HK SPV 在 SFGC 框架下收购，并由 HK SPV 重新打包为境外 ABS。该境外 ABS 将被出售给国际机构投资者，从而使境内发起机构能够接入更广泛、更多元的国际资金池。

对全球机构投资者的益处

15. 全球机构投资者通过SFGC项下的HK SPV打包票据或证券化方式，投资于由中国内地企业、金融机构、地方政府和主权实体发行或发起的债券或资产支持证券，而不是通过“债券通”、QFI机制或CIBM Direct直接投资或通过中介机构（即金融机构）进行投资，存在多项益处。

16. 这些益处包括：（1）在“债券通”下通过金融机构投资时，尽量减少使用可用的交易对手风险限额，（2）通过HK SPV比直接投资更能保护隐私，（3）避开机构内部对直接持有中国内地风险敞口的投资限额，以及（4）能够使用非人民币币种投资（由于合格工具均以人民币发行，HK SPV可以进行货币对冲，将人民币兑换成另一币种）。

17. 相应地，有两类国际机构投资者会被SFGC的投资机会吸引。

- 有资质通过“债券通”、QFI机制、或CIBM Direct进行投资的全球机构投资者，但出于自身原因，他们更倾向于通过HK SPV将投资重新打包为以其他货币计价的产品以获得灵活性（因为境外市场可以提供更多种类、更灵活的衍生品工具），或出于风险管理及地缘政治考量，希望以更低调的方式进行投资，或希望避免冗长的境内账户开立流程（以及可能产生的相关语言障碍），或由于对更为传统的、由普通法管辖的债券市场更有信心，因此倾向于投资受普通法管辖的证券。

- 不具备“债券通”、QFI机制或CIBM Direct或国内交易所市场的资质，但迫切希望在其投资组合中增加中国内地资产敞口的全球机构投资者。这些投资者目前只能投资中介机构发行的产品，并可能面临交易对手风险限额的内部限制。

18. 随着SFGC的引入，这两类全球机构投资者都可以通过SFGC投资于由境内发起机构安排和推介的交易（由本地中介机构提供咨询），或由境外中介机构以更灵活的方式打包和销售的交易。

对境内（南向通）投资者的益处

19. 假以时日，我们期待 SFGC 将用于境内投资者对境外债券及其他资产的“南向”投资——境内投资者可通过 HK SPV 购买债券，并将其重新打包为资产支持证券，出售给内地投资者。境外债券不仅限于香港本地债券，还可包括在香港发行的境外资产支持证券，这类产品旨在为“一带一路”沿线国家的基础设施及开发项目提供融资。这一安排，加之吸引全球机构投资者投资中国内地市场的 SFGC 和“债券通北向通”，将使 SFGC 成为一项真正的全球性联通计划。

对中介机构的益处

20. 已具备“债券通”投资资格的香港及中国内地的投资银行、证券公司等中介机构可借助 SFGC 搭建投资结构和计划，使 HK SPV 通过“债券通北向通”获得合格工具，并将该等合格工具作为抵押品重新打包或证券化为境外 ABS，出售给全球机构投资者。这些中介机构能够为两类全球投资者提供服务：一类是无法或不愿直接购买合格工具的投资者；另一类是要求嵌入人民币转换成其他货币机制的投资者。这一过程将促进跨境投资流动，扩大市场参与范围。同样地，这些位于香港和中国内地的中介机构也可以帮助境内发起机构通过 HK SPV 构建交易并向国际投资者进行推广。中介机构通过 SFGC 安排的交易，相较于通过“债券通”安排的交易对全球机构投资者更具吸引力。其原因在于，通过 SFGC 框架下的 HK SPV 进行投资，投资者可以避免承担交易中的中介机构信用风险（因为通过“债券通”取得的资产必须保留在中介机构的资产负债表上），并可避免占用其针对该中介机构的可用交易对手风险限额。

第二部分

内地证券化市场：扩大覆盖范围

一、 中国内地债券和证券化市场的规模和潜力[3] [4]

21. 2024 年，中国内地债券市场是全球第二大债券市场（按发行量和存量价值计算），债券发行总额高达 79.3 万亿元人民币（约 10.9 万亿美元），接近美国在 2024 年的发行量。[5]2024 年，中国内地债券市场存量规模达 177 万亿元人民币（约合 24.2 万亿美元），位列全球第二，仅次于美国（46.8 万亿美元）。尽管规模惊人，但 2024 年国内证券化发行量约为 1.98 万亿元人民币（约 2710 亿美元），且比欧盟市场更高（2449 亿欧元，约合 2525 亿美元）但仍远低于同期美国的发行量（2 万亿美元[6]）。中国内

---

[3] 本部分中的数据基于下列来源中公布的信息编写：

-债券市场：中国人民银行：《2024 年金融市场运行情况》：http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5578676/index.html。

-证券化市场：中央国债登记结算有限责任公司研究中心：《2024 年资产证券化发展报告》，https://www.chinabond.com.cn/yjfx/yjfx_zzfx/zzfx_nb/202502/t20250211_854527824.html。

-欧盟：SIFMA.org：2025 年《固定收益发行统计》：https://www.sifma.org/resources/research/statistics/fixed-income-chart/。

-美国：欧洲金融市场协会（AFME），《2024 年第四季度及全年证券化数据报告》：https://www.afme.eu/publications/data-research/details/securitisation-data-report-q4-2024--2024-full-year。

[4] 为了便于计算，本提案采用 2024 年 12 月 31 日的人民币兑美元汇率，即 7.30。

[5] 基于不同来源的数据，美国固定收益市场年度发行总量约为 10 万亿至 14 万亿美元。例如，美国证券业与金融市场协会（SIFMA）官网数据显示，美国固定收益产品（涵盖公司债券、住房抵押贷款支持证券、资产支持证券、联邦机构债券、国债及市政债券）的总发行量为 10.429 万亿美元。

[6] 基于 SIFMA 的研究，2024 年美国 ABS 和 MBS 的总发行量约为 1.98 万亿美元。

地证券化市场的存量规模为 3.82 万亿元人民币（约合 5230 亿美元），在全球仅次于美国[7]和欧盟[8]。

二、 境外准入境内债券市场

22. 中国内地债券和证券化市场的真正潜力仍未完全开发，这主要是由于向境外投资者发行的限制。截至 2024 年，海外投资者仅持有 4.20 万亿元人民币（2.4%）的境内债券，其持有量集中在政府债券（49.5%）、银行同业存单（25%）和政策性金融债券（21.2%）。这突显了一个重大机遇：通过开放债券市场并向境外投资者提供更高价值的产品（如结构化产品和资产支持证券），中国内地可以促进市场的进一步增长，实现投资者群体多元化，并获得一系列经济和政策效益。

23. 目前，境外投资者可通过三种方式直接投资境内债券市场：（i）通过“债券通”（如该等债券为合格工具）；（ii）通过合格境外投资者（QFI）机制；（iii）通过银行间债券市场直接投资（CIBM Direct）机制。每种机制的投资资格均仅限于特定类型的合格机构投资者（如金融机构、基金和保险公司）。若通过 QFI 或 CIBM Direct 机制进行投资，投资者必须通过境内托管机构持有债券。“债券通”机制则允许投资者通过香港的中央结算系统（CMU）在境外持有债券。然而，这些投资渠道在规模和可触达性方面均存在局限。

24. 非适格境外投资者若想从海外进入中国内地债券市场，必须通过间接方式，通常是认购由金融机构创设的结构化产品——这类产品一般以该金融机构持有的合格工具组合作为支持。然而，对大多数投资者而言，这并非一种受欢迎或便捷的选择，因为这些合格工具必须保留在该金融机构的资产负债表上，且会占用宝贵的交易对手风险额度（这些额度可能需用于其他业务线）。

---

[7] 尽管 SIFMA 未公布 ABS 和 MBS 的存量总规模数据，但预计美国证券化市场的存量规模将高于中国内地。其依据在于，仅 2024 年美国证券化市场的年度发行总量便已显著超过中国内地证券化产品的存量总规模。

[8] 根据 AFME 发布的数据，2024 年欧盟证券化产品（含抵押贷款凭证（CLO））的存量总规模为 1.2176 万亿欧元（约合 1.255 万亿美元）。

三、 参与境外市场的情境：全球市场的经验教训

25. 稳健和多元化的投资者群体是具韧性和流动性的债务资本市场的基石。在美国，养老基金、共同基金和对冲基金等机构投资者主导着债券和证券化市场，他们带来的市场深度和流动性有助于市场抵御银行业动荡和利率波动。个人和外国投资者也发挥着重要作用，为银行融资和市场化融资之间的良性平衡提供了支持。

如果海外投资者的投资比例从 2.4%提高到 5%，将为中国内地债券市场增加 4.55 万亿元人民币。

26. 相比之下，中国内地的债券和证券化市场仍然严重依赖国内银行（包括国际银行的境内业务），这些银行是最大的单一投资者群体。这种以银行为中心的模式虽然有效地调动了国内资本，但也使金融体系面临集中风险，并限制了市场吸收冲击的能力。欧洲的经验进一步说明了过度依赖银行融资的风险：欧洲系统性风险委员会[9]强调，欧盟对银行的依赖导致 2008 年全球金融危机后与美国的经济增长差距不断扩大。[10]

四、 扩大准入范围的战略、经济和政策效益

27. 通过鼓励经由香港向境外投资者发行境外 ABS，从而扩大中国内地债券市场的境外准入，可以为内地提供多项切实的战略、经济和政策利益，具体如下：

促进 GDP 及实体经济

28. *资金来源多元化：*通过发行在风险、期限和收益层面均贴合国际机构投资者偏好的境外 ABS，中国内地资本市场能够吸引更广泛的机构投资者，包括养老基金、保险公司和主权财富基金。这种多元化有助于降低对国内资金的依赖，并引入稳定的长期资本。

---

[9] 欧洲系统性风险委员会：《欧盟资产证券化市场系统性风险监测报告》（2022 年 7 月），https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report_securisation.20220701~27958382b5.en.pdf。另参见国际货币基金组织网站：https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/WEOWORLD/USA/EU。

[10] 全球金融危机后的四年中，美国 GDP 年增速比欧盟高出约 1%。

29. *促进中小企业和消费金融：*信贷机构可以有更多机会剥离存量贷款组合，将风险转移至资本市场投资者，从而释放资产负债表容量为发放新贷款，尤其是中小企业贷款和消费贷款释放资产负债表能力。一项欧洲研究表明，通过中小企业贷款证券化筹集的资金可以提高中小企业获得融资的机会，从而显著促进 GDP 增长[11]。

30. *推动创新：*通过境外 ABS 投资所流入的外资可被引导至创新领域，如科技、绿色能源和高端制造业，为中国内地向高附加值经济转型提供支持。

增加市场流动性及深度

31. *发展活跃的二级市场：*中国内地证券化市场一直面临二级市场流动性不足的问题（详细数据参见*附件 D"市场数据：中国内地证券化市场"*）。向境外投资者提供以人民币计价资产为支持的可交易证券，将有助于发展流动性更强、透明度更高的二级市场，进而改善定价机制和市场效率。

32. *市场多元化：*全球投资者（特别是私人信贷投资者）为市场带来了各种不同的偏好，推动了更复杂的结构、更广泛的资产范围和新颖的产品类型，从而丰富国内和跨境市场提高市场深度和稳定性。

强化金融稳定性

33. *缓释系统性风险：*证券化将信用风险从国内银行分散到更广泛的投资者群体，降低内地银行业内的风险集中度，增强金融体系的抗风险能力。

34. *完善风险管理实践：*为满足国际投资者标准的需要，市场会鼓励采用风险评估、信息披露和公司治理等方面的全球最佳实践，从而强化整体金融生态系统。

35. *维护金融稳定：*通过扩大投资者基础和深化资本市场，中国内地能够增强其金融体系的抗风险性，从而更好地应对外部波动与内部挑战。

---

[11] 欧洲金融市场协会：《缩减增长差距——从投资者视角看欧美资本市场对投资与经济增长的推动》（2015 年 2 月），https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Private-placements/AFME---Bridging-the-growth-gap---February-2015.pdf。

与政策目标保持一致

36. *五年规划：*SFGC 与中国内地的政策目标一致，包括“十四五”规划中设定的战略优先事项[12]。这些优先事项包括推动人民币国际化、提升市场基础设施标准、推动数字化和技术创新、支持绿色转型和建设知识产权强国。*第八部分“政策优势：中国内地”*和*第九部分“行业优势：结构化融资全球通”*对这些策略进行了进一步阐述。

37. *支持“一带一路”倡议：*境外资产支持证券的发行可用于为中国内地“一带一路”倡议沿线国家的基础设施及发展项目提供融资，推动区域经济一体化，并提升中国内地的全球影响力。“一带一路”倡议的相关内容具体请见*第十部分“香港：亚洲债券中心”*。

强化香港市场

38. *巩固香港的金融中心地位：*借助香港成熟的法律、监管及金融基础设施发行境外 ABS，能为国际投资者带来信心与透明度，进一步巩固香港作为连接中国内地的“超级枢纽”和全球金融中心的地位。

39. *协同发展：*中国内地与香港在结构化融资领域的合作，可促进知识传递、人才培养及新型金融产品的创新，为两地市场带来共赢。

五、 充分发挥境内证券化市场的潜力

40. 我们提议通过SFGC加强“债券通”机制，将在现有市场基础设施的基础上促进更广泛的债券市场跨境投资。据此，中国内地可以充分释放其境内资本市场的潜力，吸引全球资本，并加速发展稳固的、国际一体化的金融生态系统。参见*第三部分“债券通：优化措施建议”*。

41. 中国的债券和证券化市场已经是世界上最大的市场之一，但其增长性和抗风险能力仍受到有限的境外参与和集中的投资者群体的限制。通过 SFGC 向境外投资者开放债券市场，中国内地

> 结构化融资全球通等举措的实施，对于……推动中国内地成为资本市场创新与融合的全球引领者而言至关重要

[12] 新华社《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》（2021 年 3 月），https://www.xinhuanet.com/fortune/2021-03/13/c_1127205564.htm。

可以实现前述的战略、经济和政策效益。结构化融资全球通等举措的实施，对于实现上述优势并推动中国内地成为资本市场创新与融合的全球引领者而言至关重要。

第三部分

债券通：优化措施建议

一、 债券通的拟议优化措施

42. 尽管中国内地的债券市场是世界第二大债券市场，但以良好的监管方式进一步向外国资本开放仍面临重大挑战。香港在优化现有的“债券通”方面具有得天独厚的优势，可以应对这些挑战。结构化融资全球通旨在依托现有的“债券通”基础设施，为境外 ABS 的境外发行提供便利，进而扩大国际投资者对中国内地债券市场的参与度。

二、 适格境外投资者：HK SPVs

43. 我们建议“债券通”向一类新的“适格境外投资者”开放，即受香港金融管理局（**HKMA/金管局**）监管（考虑到金管局是“债券通”在香港的主要监管机构之一）的经认证的在香港设立的“孤儿”特殊目的载体（**HK SPVs**）。HK SPV 注册成立的目的仅在于向境外投资者发行以 HK SPV 在 SFGC 项下通过“债券通北向通”从中国内地债券市场获得的合格工具组合（**境内债券**）为支持的证券（**境外 ABS**）。

> 在本提案中：“**境内债券**”指 HK SPV 在 SFGC 项下通过“债券通北向通“购买的合格工具，而“**境外 ABS**”则指 HK SPV 在香港向境外投资者发行的资产支持证券。

44. 金管局在“债券通”中扮演着关键的监管与运营角色，尤其是“债券通”在香港一侧的落地。其运营管理着债务工具中央结算系统（**CMU**），作为境外投资者通过“债券通北向通”进入中国内地债券市场的名义持有人。金管局与中国人民银行（**央行**）保持密切协作，后者在“债券通”的中国内地一侧负责监管境外投资者进入银行间债券市场。此外，金管局还协助落实多项优化措施，例如为“债券通”投资者提供货币互换安排、结算基础设施及回购服务等。鉴于金管局目前在“债券通”中承担的各类职能，由其担任“债券通”下 HK SPV 的监管机构并拓展相关职责，当属恰当之举。关于

拟由金管局在 SFGC 框架下对 HK SPV 承担的监管角色，另见第 63 段的相关内容。

45. 如果允许 HK SPV 通过“债券通”进行投资，则可以在香港更便捷和高效地搭建符合国际证券化标准的结构化融资架构，以便那些原本无法投资内地债券市场的境外投资者参与投资。

46. 境内为确保市场的完整性和稳定性，HK SPV 应接受认证并受到妥善的监管。这包括防止境内和境外市场之间的价格曲线偏离、确保投资者群体的质量和稳定性、防范过度杠杆或系统性风险以及保持数据和资金流动透明度等措施。金管局的监督以及相关行业组织的支持，对于实现这些目标至关重要。更多详情参见*第四部分“构建与扩展结构化融资全球通”*。

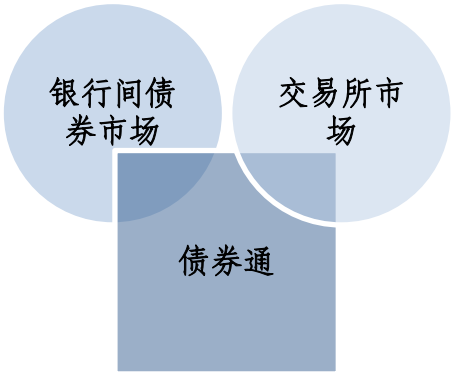
47. 由于 HK SPV 将具有双重角色，即（i）“债券通北向通”项下合格工具（即境内债券）的投资者，与（ii）SFGC 项下由该境内债券所支持的境外 ABS 的发行人，因此它需要遵守中国内地及香港的所有相关法律法规:

- ***作为投资者:*** 作为“债券通”机制下的投资者时，HK SPV 必须遵守“债券通”的北向投资规则，并证明其具备进入银行间债券市场和交易所市场的资质，包括在实际受益权人和监管状态方面保持透明度。

- ***作为发行人:*** 在向境外投资者发行境外 ABS 时，HK SPV 必须遵守所有适用的香港法规，包括有关资金来源（如反洗钱）的相关法律法规。此外，与在香港发行的其他证券类似，HK SPV 发行境外 ABS 及其销售活动，须遵守《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）项下的市场推广及牌照相关要求，由证券及期货事务监察委员会（SFC）负责监管。

三、 合格工具：交易所市场

48. “债券通”目前仅允许投资者进入银行间债券市场，这严重限制了可供投资的债券和产品范围（因为大量证券化产品通过交易所市场发行）。允许“债券通”投资者（包括 HK SPV）进入交易所市场是吸引国际投资者的关键步骤。请参见*附件 D“市场数据：中国内地证券化市场”*。



49. 允许进入交易所市场需要多个监管和市场基础设施管理机构之间的协调，包括央行、金管局、中国证券监督管理委员会（**中国证监会**）和中国证券登记结算有限责任公司（**中国结算**）。

50. 作为初步举措，可先为 SFGC 框架下的 HK SPV 开展准入试点，通过债务工具中央结算系统（CMU）提供简化的交易及结算安排（具体可借助与中国结算的直接连接，或利用中国结算与香港交易及结算所有限公司（港交所）现有的结算和托管连接，并依托 CMU 与港交所的现有合作机制[13]。证券化和打包票据的 SPV 通常会购买和持有基础资产（例如“债券通”项下的合格工具），因此可以专门为 SFGC 框架下批准的 HK SPV 制定有限的简化交易及结算安排，使其能够从交易所市场购买债券。

51. 进入交易所市场将使 HK SPV（作为适格境外投资者）能够购买更广泛的合格工具（即境内债券），并在香港发行由此类境内债券支持的境外 ABS。该结构类似于 1993 年推出的 H 股模式，该模式允许境外投资者通过香港投资中国内地股权。

---

[13] 2025 年 3 月 4 日，CMU、迅清结算有限公司（OmniClear）和港交所签署合作备忘录，根据该备忘录，三方同意寻求在多领域的合作，包括实现股票及固定收益产品之间的跨资产类别效率，扩大内地债券作为抵押品的运用，提升香港作为发债中心的地位，以及发展亚洲的国际中央证券托管平台（**ICSD**）等领域：详见港交所《香港交易所与迅清结算签署合作备忘录 优化香港资本市场的交易后证券基础设施》（2025 年 3 月 4 日），https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/news/news-release/2025/2503042news?sc_lang=zh-cn。

52. 在本提案中，我们将详细阐述我们提议的“债券通”优化措施如何实现构建 SFGC 机制，并分析创建跨境结构化融资债券市场将为中国内地和香港带来的多重效益。[14]

> *“香港应尽快采取行动，通过扩大‘债券通’范围或借助其他机制，探索让境外投资者参与交易所市场的证券化交易…… 此举可为境外投资者提供更丰富的投资选择，助力其实现最优分散配置……同时也能让交易所市场的境内发行主体接触到另一类投资者群体，进而进一步深化境外人民币债券市场。”*
>
> *香港金融发展局，2024 年 3 月*

[14] 香港金融发展局：《加快离岸人民币市场发展：丰富香港作为国际金融中心的功能》（2024 年 3 月），https://www.fsdc.org.hk/en/insights/accelerating-offshore-rmb-market-development-enriching-hong-kong-s-offerings-as-an-international-financial-centre。

第四部分

构建与扩容结构化融资全球通

一、 构建结构化融资全球通

53. 我们在上文中提出了通过构建 SFGC 来深化和拓宽中国内地债券（和证券化）市场的建议。在第四部分中，我们将探讨构建 SFGC 的实际步骤，并概述我们对如何扩大规模以实现最大潜力的愿景。

二、 SFGC 与“债券通”之间的关系

54. 在制定构建 SFGC 的实际步骤之前，至关重要的是 SFGC 不会影响通过“债券通北向通”进行投资的当前结构。合格工具发行的境内结构、合格工具的收购以及在“债券通”账户中持有合格工具的方法等所有要素将保持完全相同。

55. 本提案的主要目的是允许 HK SPV 通过“债券通”进入中国内地债券市场。SFGC 是一种机制，允许 HK SPV 通过“债券通”购买合格工具，然后将这些合格工具（即境内债券）重新打包或证券化为境外 ABS，并出售给全球投资者。

三、 实施 SFGC 的程序步骤

56. “债券通”机制建立在央行、金管局和其他相关监管机构发布的规则、指南和操作程序框架之上。目前“债券通”的监管框架和操作流程需要完善和扩充以支持 SFGC 的构建:

- 第一步:监管机构应以“债券通”为目的对“特殊目的载体”的定义达成一致。我们建议，有关定义可基于金管局《银行业（资本）规则》中对特殊目的实体（SPE）的现有定义来制定[15]:

> “***特殊目的实体***是指公司、信托或其他实体:（a）仅为以下目的而设立:在传统证券化交易中取得及持有基础暴露，或在合成证券化交易中承担有关基础暴露的信用风险（具体视情况而定），并从事与该交易中的证券化发行有关或附属的活动;及（b）与交易发起人的违约、无偿还能力或破产影响相隔离。”

- 第二步:应更新“债券通”流程，将 HK SPV 作为一类新的“适格境外投资者”或纳入“其他合格投资者”（取决于金管局和央行的偏好）。

- 第三步:更新“债券通”规则，允许投资者进入交易所市场（这将取决于债务工具中央结算系统与交易所市场之间的直接联通或银行间债券市场和交易所市场互连互通基础设施的正式启动）。

- 第四步:确立进入“债券通”的 HK SPV 的监管标准（见下文）。

- 第五步:央行和金管局联合发布公告（**《公告》**）启动 SFGC。

四、 监管措施要求

57. 除了上述程序步骤外，香港和中国内地还需要采取相应的监管措施以支持 SFGC。

香港

58. 在香港，关系到 SFGC 成功的最关键的监管限制是香港的利得税制度。在香港注册成立的特殊目的载体，包括 SFGC 下的 HK SPV，目前无法免除利得税。HK SPV 需要免征利得税和其他税款。

[15] 《银行业（资本）规则》第 155 章第 97C 款第 227（1）条。

香港特别行政区应明确免除 SFGC 框架下 HK SPV 缴纳的利得税（或仅对 HK SPV 留存的小额利润征税），这一点十分重要。

59. 许多对 SPV 友好的司法管辖区（例如新加坡、英国、爱尔兰、卢森堡、开曼群岛）可以免除证券化和打包票据 SPV 的所有税款，或者无论证券化和打包票据 SPV 的会计损益如何均仅对最低留存利润（例如每年 1,000 美元）征税。这种确定性对于吸引使用 SPV 结构的投资者是十分必要的，因为不可预测的税收将影响通过 HK SPV 从底层资产分配到投资者的现金流。

60. 关于在创建 SFGC 过程中存在的香港方面监管限制的全面分析，见*附件 C"监管措施建议——香港特别行政区*"。

中国内地

61. 为支持 SFGC 的构建，应采取以下监管措施和步骤来确保 SFGC 对境外投资者的吸引力。关于构建 SFGC 过程中存在的中国内地监管限制的全面分析，详见*附件 B"监管措施建议——中国内地"*。

境内监管机构	相关法规
中国证监会、央行	***适格境外投资者***：需要监管支持，以确保 HK SPV 被认定为"债券通"/SFGC 下的适格境外投资者。
中国证监会、央行	***合格工具***：为 SFGC 投资者提供投资于交易所市场和银行间债券市场的合格工具（包括债券和证券化产品）所需的监管支持。
国家税务总局	***税务***：目前对投资于合格工具的境外机构的税收豁免政策是临时的，将于 2025 年 12 月 31 日到期[16]。为促进 SFGC 的成功，国家税务总局应为银行间债券市场和交易所市场发行的产品提供永久的企业所得税/增值税豁免。

[16] 参见财政部、国家税务总局"财税〔2018〕108 号"文（该政策已根据"财政部税务总局公告 2021 年 34 号"延长至 2025 年 12 月 31 日）。

国家发展和改革委员会	***外汇管制***：国家发改委需要明确说明，SFGC 交易不会被归类为需要进行发改委登记的“间接发生的外债”的风险[17]。否则，律师事务所可能无法向交易方提供必要的法律意见。

五、 对 HK SPV 的审慎监管

62. 为了与审慎的市场监管原则保持一致，参与 SFGC 的 HK SPV 必须在香港接受适当的管理和监督。这与“债券通”下针对其他类别的适格境外投资者所采取的方法一致，这些投资者通常是受监管的持牌机构。

63. 我们建议香港金融管理局作为 SFGC 框架下 HK SPV 的指定监管机构。虽然债券通公司负责“债券通”机制下的投资者资格审查，但 SFGC 监管需要更广范围的监督和专业知识。香港金融管理局目前在“债券通”机制下也承担一定的监管责任。[18]在新加坡，新加坡金融管理局（**MAS**）负责管理“获准特殊目的载体”（**ASPV**）制度，监督证券化和资产担保债券的 SPV 税务优惠的批准[19]。

64. 由于 HK SPV 的活动将仅限于特定的证券化和打包票据交易，因此对其管理和监督应主要集中在初始审查和完成注册：

- ***初始审查***：初始审查程序将确保 HK SPV 符合相关准入标准，且拟发起的交易结构不会引入过度杠杆等系统性风险。初始审查程序应设置固定的时间并严格遵守（例如 7 天或 14 天），以保持交易各方对流程的信心。

- ***完成注册***：如果 HK SPV 预计在香港联合交易所（**联交所**）挂牌境外 ABS，则其结构和披露将取决于其债务上市流程。如果境外

[17] 参见《企业中长期外债审核登记管理办法》第 33 条。

[18] 香港金融管理局负责监督“使用北向通项下所持债券进行离岸人民币债券回购业务的安排”，并在该机制下承担指定离岸流动性提供者的角色。

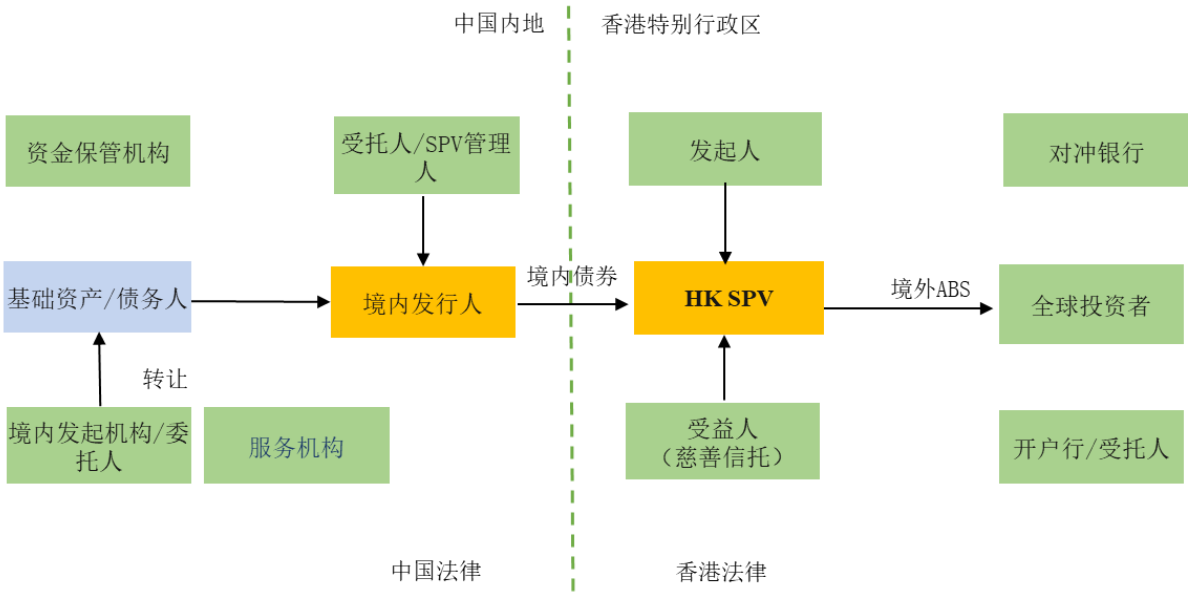
[19] 新加坡金融管理局推出“获准特殊目的载体”（ASPV）制度，旨在支持将新加坡发展为亚洲结构化金融中心。对于从事资产证券化交易的 ASPV，新加坡金融管理局将给予一系列税收优惠，其中包括对其因资产证券化交易所得收入免予征税。

ABS 不在香港上市，则交易的牵头安排方应在交易完成前通知金管局，确认该结构没有实质性偏离初始审查阶段。

65. 为帮助监管机构和市场参与者对每笔证券化交易做出更好的评估，ASPA 将单独发布《APSA 认可标准》。遵守《APSA 认可标准》中所设定的最低门槛，预计将成为一项强制性的要求。更多信息请参见*第六部分"治理框架"*。

六、 拟议的 SFGC 结构

66. 本提案设想典型的 SFGC 结构[20]将涉及 HK SPV（i）通过"债券通北向通"收购由中国内地企业、金融机构、地方政府、主权实体、特殊目的信托（**SPT**）或资产支持专项计划（**ABSP**）（**境内发行人**[21]）发行或发起的合格工具（**境内债券**），以及（ii）向香港投资者发行由境内债券支持的境外债券（**境外 ABS**）。其典型结构如下:



20 初始阶段的结构将是投资者购买境内债券的"债券通北向通"结构。SFGC 也可能在适当时候扩展到涵盖"南向通"交易，在这些交易中，债券可以在海外获得并证券化出售给境内投资者。

21 境内发行人将是中国内地的债券发行人，或是在中国内地为资产支持证券化目的而设立的特殊目的载体。见下文第 66 段中的"境内发行人"。

- ***HK SPV：***HK SPV 将由境内发起机构、境外牵头行或海外投资者发起设立，并构建为表外"孤儿特殊目的载体"。HK SPV 份额由持牌信托公司以慈善受益为目的的信托方式持有。HK SPV 的事务将由持牌企业服务供应商根据境外 ABS 发行文件的规定进行管理。

- ***境外 ABS：***境外 ABS 的结构可以是简单过手型债券（即将境内债券的净收益直接分配给债券持有人）或具有不同风险回报特征的分层债券（例如利率不同的优先级、夹层或次级债券）或以不同货币计价的债券。所有结构下的交易都应确保透明度，同时不违反再证券化限制。如有需要，HK SPV 将与香港受监管的对冲银行实行跨货币对冲安排。从监管资本待遇的角度来看，相较于直接通过"债券通北向通"进行投资，受监管资本规则约束的境外金融机构通过过手型结构进行投资将采用相同的监管资本待遇。[22]

- ***境内发行人：***境内债券（即"债券通北向通"下的合格工具）的发行人（**境内发行人**）有两种形式，分别为（a）中国内地企业、金融机构、地方政府或主权实体在银行间债券市场或交易所市场发行债券；或（b）中国内地特殊目的载体（例如为在中国银行间债券市场发行境内债券支持证券而由持牌信托公司设立的特殊目的信托（**SPT**））或由管理人（即持牌证券公司或中国证监会认可的其他金融机构）为在交易所市场发行资产支持证券所设立的资产支持专项计划（**ABSP**）。

- ***基础资产转让：***根据中国内地境内证券化结构相关现行法律和实践，境内发起机构将通过信托或真实出售向境内发行人转让一批资产（如汽车或消费贷款）（即"**基础资产**"），以保护基础资产免受境内发起机构的破产风险。所有投资者（包括"债券通北向通"下的适格境外投资者）对基础资产的法定所有权将由境内受托人或 SPV 管理人持有。如果发生付款违约或与基础资产有关的争议，只有境内受托人或 SPV 管理人可以进行追索和执行；投资者没有直接的执行权，只能通过受托人/管理人行使相关权利。适格境外投资者（包括

[22] 鉴于不同司法管辖区的不同类型金融机构可能适用不同的监管资本规则，建议金融机构就监管资本待遇问题寻求内部和/或外部建议。

HK SPV）只能在有限的情况下寻求法律救济，例如受托人/SPV 管理人未能履约或欺诈。

- ***基础资产信息披露：***“债券通北向通”下的适格境外投资者（包括 HK SPV）将能够在投资的各个阶段通过境内监管机构授权的平台获得用以支持合格工具的基础资产的全面披露。

- ***境内债券所有权：***作为“债券通北向通”的适格境外投资者，HK SPV 将在香港开户行开立“债券通”账户，并持有其通过 CMU 间接获得的合格工具（即境内债券）。在向海外投资者发行境外 ABS 时，HK SPV 将向代表投资者的境外受托人授予对“债券通”账户的担保权益，包括其对境内债券的受益权，以及 HK SPV 的其他资产。HK SPV 获得的对境内债券的受益权只能由境外受托人（或其代理人）通过“债券通北向通”基础设施进行处置，且须遵守资产条款和 CIBM 或交易所市场规则中的转让限制。如果境内债券在 CMU 成员之间发生转让，法定所有权将保留在 CMU；境内债券的所有权也可以转移给能够直接持有合格工具的另一个合格境内或境外投资者。

七、 结构化融资全球通的扩容

67. 在成功推出结构化融资全球通和试点计划后（见*第五部分"试点计划：APSA 的建议"*），央行和金管局可以通过 CMU 与欧洲清算银行（Euroclear）、明讯银行（Clearstream）等国际中央证券存管机构（**ICSDs**）之间的桥梁，向市场开放清算和结算。为了激励市场参与者仅使用 CMU，可以在获得监管部门批准的情况下提供一些激励措施（例如补贴和降低申请费用）。

68. SFGC 还可以作为吸引境外投资进入更广范围合格工具的试点平台。例如，非标准化的 ABS，如信托计划[23]或资产支持计划[24]——通常提供比在银行间债券市场或交易所市场发行的标准 ABS 产品更高的收益率，也可以通过该渠道筹集资金，从而吸引寻求更高回报的境外投资者。

69. 更多创新应用可能包括 HK SPV 收购债券和资产支持证券之外的更广范围的境内资产，如贸易应收账款、不良贷款或其他资产类型，以支持境外 ABS 的发行。这将更类似于真正的跨境融资，通常需要在中国内地进行外债登记。然而，使用 SFGC 可能具有特定优势，例如更多样化的投资者群体、更低的融资成本以及内地监管机构可能简化的外债管理要求。扩大平台规模的另一种方式是引入南向通安排，包括"一带一路"相关产品和融资的证券化。[25]这将进一步扩大 SFGC 的范围和影响。

---

[23] 信托计划系指由中国内地持牌信托公司发行的集合资金信托计划。该信托计划所募资金将用于收购融资租赁应收账款或中小企业贷款，信托公司以底层资产产生的现金流向投资者兑付信托计划的本金及收益。此类产品不适用中国内地的资产证券化监管框架，其运作模式类似于国际证券化市场中常见的资产储备融资或远期现金流融资安排。

[24] 资产支持计划系指由持牌保险资产管理公司发行和运营的一种资产管理产品，与资产支持专项计划（ABSP/交易所市场证券化中采用的特殊目的载体）非常相似。这两种产品的主要区别在于，资产支持计划是在国家金融监管局指定的保险资产登记交易系统（即"中保登"）上登记和交易。

[25] 参见*第九部分"香港：亚洲债券中心"*以了解更多详情。

行业最佳实践

为了确保可持续增长，市场应专注于开发行业最佳实践和标准化文本。香港聚集了大量同时富有境内、境外市场经验的结构化融资专业人士，其完全有能力在两个司法管辖区之间架起文本和监管框架的桥梁。

加强与境内债券和结构相关的信息披露和透明度（最终可以通过一个开放的、金融科技支持的平台进行及时的数据交换）将有助于建立投资者的信心。欧盟和英国也通过在其证券化规则中施加尽职调查要求来解决类似问题。在 SFGC 中采用类似的标准可以改善披露实践并提高中国内地证券化的整体质量。

第五部分

试点计划：APSA 的建议

一、 目的、目标和协调

70. 试点计划旨在以可控和可拓展的方式展示结构化融资全球通将如何通过经认证的 HK SPV 实现对中国内地债券和证券化市场的跨境投资。试点计划的目标是验证市场准备情况，完善市场基础设施的运行流程，测试监管监督和报告工作流程，并为随后的拓展发展建立可复制的结构。

APSA

APSA（亚太结构融资公会）于 2006 年在香港成立，由业内领先专业人士组成，旨在促进整个亚太地区结构化融资的高效增长和持续发展，并服务于结构化融资行业的利益和需求。APSA 现在是亚太地区领先的结构化融资行业协会。

71. 为确保高效启动和连贯的行业参与，APSA 将担任行业协调人（行业协调人）。在此职位上，APSA 将召集牵头行、受托人、SPV 管理人、法律和税务顾问、评级机构和投资者；就实施问题与中国内地和香港的监管机构进行协调；并运行一个系统性的反馈回路，以总结经验教训，并优先改进规则、流程和文件。APSA 的协调方法系依据金管局在 2024 年发起的 Ensemble 沙盒项目[26]（Ensemble 沙盒项目）与代币化试点中的成功合作模式制定，包括结构化的里程碑、数据驱动进度审查和向利益相关者进行透明报告。

[26] 香港金融管理局：《金管局推出 Ensemble 项目沙盒以加快推动代币化应用》（2024 年 8 月 28 日），https://www.hkma.gov.hk/gb_chi/news-and-media/press-releases/2024/08/20240828-3/；及汇丰银行：《汇丰支持珠海华发集团发行其首笔 14 亿元人民币数字债券》（2024 年 12 月 23 日），https://www.about.hsbc.com.hk/news-and-media/hsbc-supports-zhuhai-huafa-group-to-issue-its-first-digital-bond-of-rmb-1-4-billion。

72. 正如 Ensemble 沙盒项目确立了香港作为代币化与创新金融中心的地位，结 SFGC 的试点计划也将为吸纳更广泛的市场参与和实现未来增长奠定坚实的基础。

二、 范围、阶段和限制

73. 试点计划的初始范围将仅限于“债券通北向通”。经认可的 HK SPV 将通过“债券通”收购合格工具（即境内债券），并通过香港向境外机构投资者发行境外 ABS。在此范围内：

- 最初的重点包括在一级或二级市场购买的证券化资产和非证券化资产，优先考虑与机构投资者熟悉程度相匹配的简单、标准化的资产。
- HK SPV 对境内债券的总购买额将限制在央行和金管局共同商定的试点计划金额（如 1500 亿元人民币）以内。在测试和改进操作流程时，这一限制起到了宏观审慎护栏的作用。一旦试点计划完成，该限额预计可大幅提高（或完全取消）以促进更大规模的交易。
- 在试点计划期间，清算和结算的市场基础设施将通过 CMU 运行，以促进对发行、交易和交易后数据的密切监控。

74. 试点计划下的交易将有助于向境外投资者展示这一新型准入机制的优势，并为相关监管机构和市场基础设施提供完善 SFGC 运作细节的宝贵机会。关于“债券通北向通”下试点案例的更详细说明见*附件 A“试点计划：试点案例”*。

南向交易

使合格的中国内地投资者能够通过 HK SPV 投资于境外发行的债券或资产支持证券的 SFGC 试点交易将在 SFGC/“债券通北向通”试点计划成功完成后进行。

APSA 将在 SFGC 南向通阶段开始之前提交详细的提案供监管讨论和审查。

三、 指导原则

75. 试点方案的实施将遵循四项指导原则：

- ***市场驱动：***所有利益相关者（包括资产发起机构、中介机构和投资者）都将自愿参与，确保试点交易基于市场需求。

- ***简单高效：***试点交易将优先采用简单、标准化的交易结构，确保顺利执行并加速首批试点交易的完成。

- ***可复制可扩展：***试点交易将聚焦具有较强市场代表性和可持续增长潜力的资产或行业，确保其成为可复制样例，以推动市场广泛发展。

- ***投资者熟悉度：***将优先考虑以下资产的证券化：可以进行国际评级的颗粒化、标准化的资产池。

四、 初始参与方、把关人和市场

76. 为保持市场质量并确保运营准备就绪，初步试点计划的参与方将受到限制和策划。

- ***投资者：***仅限专业投资者/机构投资者，与结构化融资的复杂性相协调，并确保适当的风险管理、披露和分销控制。

- ***SPV 管理人：***持牌香港企业服务供应商，且需在管理结构化交易涉及的孤儿特殊目的载体方面经验丰富。

- ***牵头行：***指定的银行或证券公司，且需在境内和境外市场的证券化和打包票据方面具有显著的专业水平，其交易的资产类别需与其能力相一致。如果监管机构希望为试点计划下的初始交易列出经批准的牵头行名单，APSA作为行业协调人可以征求市场参与者的兴趣，并汇总一份在中国内地和香港具有相关经验的牵头行名单，供监管机构考虑。

- ***受托人：***持牌香港信托公司，且需习惯于复杂的结构化交易。

- ***市场：***初始主要依靠通过“债券通北向通”投资 CIBM。当 CMU 和交易所市场之间实现直接互联互通（或通过 CIBM-交易所市场互联互通）为“债券通北向通”投资者启动时，将实现对交易所市场资产的投资。

五、 境内债券及分阶段推出

77. “试点计划”将分阶段进行，并与资产的复杂性和投资者的熟悉度相匹配:

- ***初始阶段资产:*** 合格工具，如由汽车贷款和融资租赁、消费信贷、中小企业/小微企业贷款和融资租赁以及按揭资产等支持的证券，此类资产能够获得较高的国际信用评级、可进行全面的投资者信息披露；由中央政府、大型商业/政策性银行和顶尖企业发行的、能够获得投资级别国际信用评级的债券。

- ***后续阶段资产:*** 在顺利完成基础操作流程后，将引入来自基础设施/数据中心/新能源项目的现金流以及代币化 ABS。

资产种类	**试点阶段**	**基础资产**
资产支持证券（ABS）	初始阶段	○ 汽车贷款/融资租赁 ○ 银行/互联网消费贷款/分期销售应收款 ○ （对小微企业的）融资租赁应收款/贷款 ○ 个人住房抵押贷款 ○ 不良贷款 ○ 交易应收账款
	后续阶段	○ 来自基础设施/数据中心/新能源项目的现金流 ○ 汽车电池租赁 ABS ○ 租赁车队 ABS 等
非 ABS	初始阶段	○ 中国政府债券 **(CGBs)** ○ 大型商业/政策性银行发行的债券 ○ 大型企业发行的债券 ○ 具有国际评级的债券 ○ 非 ABS 债券池
代币化 ABS	后续阶段	ABS（代币化形式）

六、 标准交易机制

78. 试点交易将采用标准化、透明的结构:

- **通过"债券通"收购:** HK SPV 将在其香港开户银行开立一个"债券通"账户，并通过 CMU 间接持有合格工具（即境内债券）。
- ***发行境外 ABS:*** HK SPV 将向机构投资者发行境外 ABS，并以"债券通"账户（包括境内债券（即合格工具）的受益权）、现金账户及其他 SPV 财产为境外受托人设立担保。
- ***对冲安排:*** 在适当情况下，HK SPV 将与受香港法律规制的银行执行交叉货币和/或利率对冲，以使人民币资产现金流与境外债券债务之间的货币和利率状况相匹配。
- ***单一发行与多次发行特殊目的载体:*** HK SPV 的结构可以是单一发行或多次发行的载体。许多国际银行已在卢森堡等其他金融中心运营用于重组打包业务的多次发行特殊目的载体。为鼓励在香港设立类似载体，APSA 提议，香港特别行政区政府可考虑推出一套补贴计划（类似于香港金融管理局的"绿色和可持续金融资助计划"），以激励国际银行使用经认可的 HK SPV 来设立用于境内债券重组打包的多次发行特殊目的载体。
- ***管辖法律与争议解决:*** 合格工具将继续适用中国内地法律并受到内地法院管辖；境外 ABS 将按约定适用香港法或英国法，并以香港法院作为争议管辖法院。

七、 试点交易类型

79. 将采用两种典型的交易类型对平台进行端到端的测试。

- ***由境内发起机构进行的证券化:*** 境内发起机构可以通过将其划定的资产池（例如，汽车或消费应收款）转移至境内的特定目的信托/资产支持专项计划来推动一项试点交易，该操作须符合中国内地的法律法规。一家中国内地或香港的金融机构将协助该发起机构设立一个 HK SPV，通过"债券通北向通"认购优先级以及（在适当情况下）

夹层份额。该 HK SPV 随后将发行由境内份额支持的境外 ABS，并根据需要使用对冲。

- ***由中介机构或投资者进行的境内债券重组打包：***中介机构（如金融机构）或投资者可以推动一项试点交易，由 HK SPV 通过“债券通北向通”在一级或二级市场购买合格工具（即境内债券）。HK SPV 将发行具有特定货币和期限特征的境外 ABS，并利用对冲以匹配投资者需求。有两类全球机构投资者会对 SFGC 交易感兴趣：一类是已具备通过“债券通北向通”、QFI 或银行间债券市场直接投资机制进行投资的资格，但更偏好通过 HK SPV 进行灵活或低调投资的投资者；另一类是无法直接投资于银行间市场或交易所市场，但希望获得中国内地资产风险敞口的投资者。

80. *附件 A：试点计划：试点案例*中的表格概述了试点计划下能够进行的多种交易以及示例性的试点案例。

八、 试点期间的操作限制与市场准入

81. 在试点计划期间，投资者的准入将仅限于通过“债券通北向通”进入银行间债券市场；一旦直接互联互通机制正式启动，即可假定开放交易所市场的准入。境外债券的清算与结算将通过 CMU 进行，报告机制的设计将便于对发行、二级市场交易、抵押品流动和对冲风险敞口的监督监控。

九、 角色、职责与管控

82. APSA 将担任行业协调人，负责召集市场参与者、系统整理反馈，并向监管机构提出有数据支持的建议。为试点项目制订的关于 SPV 管理人、安排行和受托人的标准将在较高层面上被采纳，并在治理框架和《APSA 认可标准》下进一步细化。香港金融管理局的审慎监督与《APSA 认可标准》将为每笔交易的初始审查和完成阶段的通知提供指引。投资者资格、信息披露、“了解你的客户”/反洗钱和产品治理的管控措施将在整个试点群体中得到一致应用。

十、 反馈、报告与规模扩大路径

83. APSA将面向发起机构、安排行、受托人、投资者、托管人、对冲提供方和市场基础设施收集关于交易时间表、数据流、结算摩擦、信息披露模板、对冲执行和文件标准事宜的反馈意见。随后，APSA 将对这些意见进行汇总分析，并据此与内地及香港的监管机构接洽，商讨针对性的优化方案。待试点计划顺利完成、已识别的操作性问题均得到解决后：总额度上限有望大幅提高甚至取消；投资者和资产的准入范围可进一步扩大；交易所市场的准入将被激活；清算业务可以通过与 CMU 建立的桥梁延伸至国际中央证券存管机构，届时还将提供适当的激励措施，以鼓励市场继续使用 CMU。

十一、 银行间债券市场与交易所市场的比较

84. 根据发起机构的性质和基础资产类型，境内资产支持证券可在银行间债券市场或交易所市场发行：

- *信贷资产证券化：*持牌金融机构（银行或非银行）可在银行间债券市场发行由信贷资产支持的证券，称为“信贷资产证券化”（CAS）。
- *资产支持票据：*非金融企业（NFEs）[27]可以在银行间债券市场发行由应收账款、小额贷款、融资租赁和其他类型资产支持的证券，称为“资产支持票据”（ABN）。
- *资产支持专项计划：*非金融企业也可以通过交易所市场的“资产支持专项计划”（ABSP）来发行其资产支持证券。

85. 下表重点列出了境内证券化市场在监管框架、投资者准入和市场实践方面的主要区别。[28]

[27] 资产支持票据的原始权益人通常仅限于非金融企业，例外情形仅限于信托公司、资产管理公司等基础资产无法满足信贷资产证券化要求的金融机构。

[28] 关于中国证券化市场的法律框架和实践的全面指南，请参见：https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/securitisation-2025/china

境内证券化市场	**银行间债券市场**		**交易所市场**
证券化类型	信贷资产证券化（**CAS**）	企业资产证券化 **(ABNs)**	资产支持专项计划**(ABSPs)**
境内发起机构	金融机构	非金融企业	非金融企业
SPV 形式	特定目的信托	特定目的信托	资产支持专项计划
发行方式	◦ 公开发行 (绝大多数) ◦ 定向发行	◦ 公开发行 ◦ 定向发行 (绝大多数)	◦ 定向发行
监管机构 ◦ *储架注册* ◦ *后续发行备案* ◦ *信息登记*	◦ 中国人民银行 ◦ 银行业信贷资产登记流转中心[29] *（由国家金融监督管理总局监管)*	◦ 中国银行间市场交易商协会*（由中国人民银行监管)*	◦ 上海/深圳证券交易所*（由中国证监会监管）*
境外投资者准入	◦ “债券通” ◦ 合格境外投资者 ◦ 银行间债券市场直接投资	◦ “债券通” ◦ 合格境外投资者 ◦ 银行间债券市场直接投资	◦ 合格境外投资者 ◦ 银行间债券市场直接投资
境外投资者数量	较多	部分	较少
国际评级情况	较多（零售类资产）	部分（租赁资产）	较少（消费贷款）

[29] 在每次发行前，境内发起机构和境内发行人需向银行业信贷资产登记流转中心有限公司（**银登中心**）申请，对相关的信贷资产证券化及相关基础资产的信息进行初始登记。在整个交易存续期间，每当信贷资产证券化进行一次本息兑付，银登中心都要求进行信息更新。

第六部分

治理框架

一、 治理框架

86. 我们建议香港金融管理局（作为“债券通”的主要香港监管机构之一），引入一套治理框架（**强化治理框架**）来保障对 HK SPV 和 SFGC 运营的妥善监管与监控，为市场参与者提供透明度，并为监管机构提供明确的监管指引。

87. 强化治理框架将包括:

- ❖ HK SPV 在“债券通北向通”框架下成为适格境外投资者所需满足的认证标准;
- ❖ SFGC 交易的认证标准；以及
- ❖ 《APSA 认可标准》中列明的其他建议（该标准将与金管局协商制定，详情如下文所述），以确保参与 SFGC 和证券化交易的 HK SPV 遵循严格标准，提升香港结构化融资市场的透明度、问责机制，并增强投资者信心。

88. APSA 将在与金管局协商后，单独发布《APSA 认可标准》。《APSA 认可标准》将包括:

- ❖ APSA 对初始交易门槛的建议，以及
- ❖ APSA 对持续合规门槛的建议。

89. 对 APSA 建议的遵守将是强制性的，这将构成金管局“强化治理框架”的一部分。

90. 为提供正式的 APSA 认可，APSA 将在交易的提案阶段以及交易存续期内持续提供证券化交易的审阅服务。尽管遵守《APSA 认可标准》中

APSA 的建议是强制性的，但寻求 APSA 的正式认可则完全是自愿的，此举旨在帮助监管机构和市场参与者对每笔证券化交易做出更好的评估。

91. APSA 还将与金管局合作，在金管局为市场参与者设立的“强化胜任能力框架”下，提供经认可的或其他培训项目。

二、 特殊目的载体和交易的认证标准

92. SFGC 框架下 HK SPV 和交易的认证标准应符合下文所列的基础标准，以及监管机构不时要求的其他标准：在申请 SFGC 时，一名指定的交易参与方须向金管局保证该拟议交易符合或将会符合认证标准。

HK SPV	**认证标准**
公司注册地	香港
董事	两名或以上独立董事：须为香港居民的自然人，并由负责管理该 HK SPV 的、持有香港牌照的信托及公司服务提供者提名
股本	已发行股份须由一家持有香港牌照且常驻香港的受托人，为一家或多家在香港注册的慈善机构的利益而独立持有（即，将 HK SPV 设立为“孤儿”公司）
治理结构	健全的治理架构及内部控制制度
活动限制	须在设立文件中作出限制，除发行境外 ABS、购买境内债券以及进行相关交易而必需的配套活动外，不得从事任何其他活动
SFGC 交易	
合规性	境外 ABS 的发行须符合香港相关法律法规
投资者	境外 ABS 的销售仅限于根据相关法律法规有资格购买此类债券的投资者（包括完成相关的“了解你的客户”及资金来源审查）
收购	收购境内债券须符合中国内地相关法律法规
顾问	顾问和代理人须具备处理该等交易的合理胜任能力
APSA 认可标准	满足《APSA 认可标准》中列明的最低门槛

第七部分

风险管理和缓释措施

一、 SFGC 的主要风险

93. 尽管 SFGC 为市场发展、资本调动和政策协同带来了显著益处，但识别并应对其相关风险，以确保 SFGC 的长期可持续性和韧性，是至关重要的。以下对主要风险的分析和评估反映了行业反馈和国际最佳实践，为 SFGC 所固有的机遇和挑战提供了平衡的视角。任一风险均需经 APSA 及试点计划的其他方认真评估。

94. *跨境的法律不确定性*

风险	SFGC 涉及中国内地和香港法律框架的相互作用，尤其是在强制执行和投资者保护领域。当发生争议或破产时，尤其是在压力情景下或法律发生变化时，存在法律不确定性的风险。
缓释措施	“债券通”的程序已经非常成熟。HK SPV 将拥有健全的治理机制，并与中国内地和香港的监管要求保持一致。与境外 ABS 相关的争议通常将由香港法院管辖。监管机构之间将进行持续的审视和对话。

95. *监管套利与合规*

风险	不同司法管辖区之间监管标准的差异可能为监管套利或监管漏洞创造机会。信息共享的缺失或延迟可能会妨碍有效的监督，尤其是在危机情况下。
缓释措施	在金管局的监督下，“强化治理框架”及《APSA 认可标准》将确保此类缺失和延迟的最小化。建议在监管机构之间建立正式的信息共享协议、联合监管委员会和实时数据交换平台，并定期进行联合演习和情景规划。

97. *投机性投资与过度杠杆*

风险	更广泛的投资者准入和新的结构性产品可能会吸引投机性投资者，导致过度交易、过度杠杆或短期行为，从而增加市场波动性、破坏市场稳定。
缓释措施	在试点计划期间，将采用投资者合格标准（例如，仅限专业/机构投资者）、杠杆限制、健全的信息披露要求、向监管机构的持续报告以及对高风险产品或交易策略的限制，以确保有到位的措施隔离投机性投资的风险。

98. *洗钱与非法资金流动*

风险	HK SPV 和跨境结构可能被用于洗钱、恐怖融资或规避资本管制。
缓释措施	严格的“了解你客户”/反洗钱要求、当局之间的信息共享以及对 HK SPV 活动的定期审计将缓释这些风险。HK SPV 将被要求使用受监管的金融机构和受托人/代理人来处理所有资金流动和行政管理。

99. *市场失稳与系统性风险*

风险	大规模的跨境资金流动，尤其是在市场压力时期，可能会放大境内和境外市场的波动性。资金的快速流入或流出可能影响流动性、资产价格和金融稳定。
缓释措施	分阶段实施和试点额度限制、宏观审慎工具（例如，逆周期缓冲）、对资本流动的实时监控以及中国内地与香港监管机构之间的协调将缓释此风险。在市场压力时期，可以实施熔断机制或临时限制措施。

100. *外汇风险与货币错配*

风险	SFGC 允许以非人民币货币发行，而基础资产以人民币计价。货币错配可能使发行人和投资者面临外汇风险，尤其是在人民币波动或资本外流时期。
缓释措施	HK SPV 将被要求仅与受监管的香港金融机构签订货币对冲协议。在试点计划期间，监管机构可考虑对未对冲的货币头寸设定监管限制，并为极端外汇波动制定应急计划。

101. *SPV 的税务不确定性*

风险	HK SPV 缺乏一个清晰的、税收中性的制度，可能导致不可预测的税务负债，从而削弱 SFGC 交易的经济效益。 另外，中国内地对境外投资者投资境内产品的增值税及企业所得税豁免政策的适用性及可持续性的不确定也可能带来 HK SPV 的额外税务风险。
缓释措施	必须对 HK SPV 适用税务中性或名义税收待遇，与国际最佳实践保持一致，并为投资者和发行人提供确定性。 中国内地税务监管机构应考虑延长增值税及企业所得税豁免政策并确认增值税及企业所得税对证券化产品的适用性。

102. *资产质量与表现*

风险	基础资产可能受信用、操作或市场风险的影响，包括经济衰退、特定行业冲击或监管政策变化。
缓释措施	要求进行稳健的资产选择（不得“精挑细选”）和持续监控，并向投资者进行清晰的信息披露。鼓励使用信用增级机制，如分层和超额抵押。此外，境内发起机构需要遵守中国内地监管机构规定的风险自留规则，确保其利益与适格境外投资者的利益相一致。

103. 产品复杂性与投资者理解

风险	结构性融资产品可能很复杂，并非所有投资者都能完全理解，这增加了不当销售、不适当的冒险或市场定价错误的风险。
缓释措施	应制定清晰、标准化的信息披露文件。投资机会将仅限于机构/成熟的适格境外投资者。

105. 集中度风险

风险	如果基础资产由有限范围的资产类别主导，对这些实体或行业的冲击可能会对境外 ABS 的表现产生过大的影响。
缓释措施	中国内地资产证券化市场为投资者提供了不同类型的资产类型。随着 SFGC 成熟与发展，监管机构应鼓励参与者和资产类型的多样化。

106. 跨境数据传输与隐私

风险	SFGC 交易可能涉及个人或敏感数据的跨境传输，引发合规和隐私方面的担忧。
缓释措施	所有数据传输都将被要求遵守相关的中国内地和香港数据保护法律，并设有适当的安全保障措施和监管审批。

107. 数据安全与网络风险

风险	对数字平台、跨境数据流和金融科技解决方案（如 DLT）的日益依赖，增加了网络攻击、数据泄露或运营中断的风险。
缓释措施	HK SPV 和服务提供商将被要求满足所有相关的网络安全标准最低安全要求，并及时报告有关事件。

108. 操作复杂性

风险	SFGC 结构的跨司法管辖区性质增加了操作复杂性以及出现错误或延迟的风险。
缓释措施	SFGC 将规定只能聘用有经验的管理人、受托人和服务提供商，并制定清晰的操作程序以降低操作风险。

二、 与“债券通北向通”的风险比较

109. 与“债券通北向通”相关的风险与上文所识别出的 SFGC 结构的风险大致相似，涵盖了法律不确定性、监管套利、市场波动和操作复杂性等领域。然而，在当前的“债券通北向通”框架下，由于投资者准入被限制在一个已

定义的适格境外投资者群体（通常是受到严格监管监督的大型机构参与者），这些风险得到了更好的控制。

110. 通过向 HK SPV 授予准入资格，市场潜在地向更广泛的投资者兴趣和需求开放，这可以增强流动性和产品多样性，但也引入了额外的风险。很重要的一点是需要认识到，扩大海外投资者可获得的人民币计价产品范围，将内在地增加对某些风险的敞口，包括与市场稳定、货币流动和投资者行为相关的风险；尽管如此，拟议的 HK SPV 制度旨在通过要求香港受监管银行和机构的参与，并将 HK SPV 置于香港金管局（在 APSA 和行业专家支持下）等强有力的监管机构的监督之下，来确保这些风险得到有效管理。这一举措能依托香港成熟的监管体系，在市场发展过程中提供更强的监管能力、透明度与风险缓释手段。

三、 结论

111. 与“债券通北向通”等现有渠道相比，SFGC 引入了新的机遇和风险。通过建立完善的治理机制、增强法律确定性、厘清税收政策和健全市场基础设施，从而主动识别、评估和缓释这些风险，SFGC 可以在保持市场完整性和投资者信心的同时，实现其预期效益。

第八部分

政策优势：中国内地

一、 SFGC 的政策优势

112. 从中国内地的角度来看，SFGC 的益处远不止将国际资本引入中国内地经济和支持“一带一路”项目。SFGC 将支持中国内地政府“十四五”规划中明确提出的政治和经济优先事项。[30]

二、 政策协同

113. SFGC 的某些战略重点与“十四五”规划中提出的更广泛的国家战略相一致，总结如下：

人民币国际化

114. SFGC 将通过进一步向境外投资者开放中国内地金融市场，完善跨境人民币支付和结算基础设施，并支持离岸人民币市场的发展，从而全面支持人民币国际化。随着人民币作为全球储备货币的地位不断提升，对人民币计价资产的需求也日益增长。港交所强调，更多元化的人民币产品（包括证券化）可以支持离岸人民币市场的发展。在香港发行人民币证券化产品将增强人民币流动性，满足内地企业的境外融资需求，并为境外投资者提供更多管理人民币投资组合的选择。香港金融发展局（**FSDC**）就提升离岸人民币市场的深度和

> “通过进一步扩大积累离岸人民币资金池和提高人民币在离岸市场的使用率，香港市场的优势地位可被有效利用于帮助推进人民币国际化。”
>
> 港交所，《利用香港作为离岸人民币中心的优势推动人民币国际化》（2021 年 3 月）

[30] 见脚注 12。

广度以及加快人民币生态系统的发展提出了若干建议，其中一些建议在本提案中也有提及。

推动创新、代币化和数字化

115. 中国内地政府制定了一项专注于经济和社会的企业创新和数字化的国家战略。SFGC将使香港定位为全球金融科技、数字资产和Web3中心，从而进一步推进这一战略议程。Web3 不只局限于加密货币，包括了分布式账本技术（DLT），例如区块链，它可以使资产和数据的交易、托管和转移系统现代化。在结构化融资的背景下，DLT 最终将简化发行和投资，并提高对投资者的透明度。香港特区政府于 2023 年和 2024 年[31]发行经 CMU 清算的数字（代币化）债券[32]，以及金管局于 2024 年推出的 Ensemble 项目沙盒和代币化试点[33]，为结构化融资债务的代币化奠定了基础。[34]香港特区政府关于数字资产发展的第二份政策声明也强调，有必要通过“推动更广泛的资产和金融工具代币化”来扩充代币化产品类别。[35]作为 APSA 提案的一部分，第二批试点交易将以代币化形式发行。

能源转型和 ESG

116. SFGC 可以将国际资本引入中国内地，以满足支持其向低碳经济转型所需的数万亿美元融资。除了转型的实际成本外，还需要进一步的资金来源支持转型行业。SFGC 可以促进与全球和区域分类标准一致的绿色债券、可再生能源应收账款和 ESG 挂钩资产的证券化。使用 DLT 实现绿色现实

---

31 CMU 参与香港特区政府发售首批代币化绿色债券 - CMU OmniClear

32 香港金融管理局 - 香港特区政府发行数字绿色债券，https://www.hkma.gov.hk/gb_chi/news-and-media/press-releases/2024/02/20240207-6/。

33 见脚注 26。

34 香港金融发展局，《发挥区块链的潜力，推动香港金融服务业的发展》（2024 年 3 月），https://www.fsdc.org.hk/media/t3tojry2/blockchain-report_en_final.pdf。

35 香港特别行政区政府财经事务及库务局，《香港数字资产发展政策宣言 2.0》（2025 年 6 月 26 日），https://gia.info.gov.hk/general/202506/26/P2025062600269_500089_1_1750909574183.pdf。

世界资产代币化将提高透明度和可追溯性。香港特区政府致力于在这项新兴领域发挥领导作用。[36]通过 SFGC 进行绿色项目融资的方法包括:

证券化方法	基础资产/应收账款	主要优势
绿色资产支持证券（ABS）	可再生能源项目应收账款（太阳能、风能、水力）、能源效率贷款	调动国际资本，加速可再生能源建设，并支持减排目标
绿色贷款抵押证券（CLO）	打包的绿色企业贷款（例如向清洁技术公司、可持续农业企业提供贷款）	支持工业和农业的脱碳，分散风险，将资本引导至 ESG 部门，支持工业转型
绿色项目债券	特定大型绿色基础设施项目（例如海上风电场、电网升级）的应收账款	吸引全球 ESG 投资者，实现特定于项目的风险分配并提高透明度
绿色住房抵押贷款支持证券	经认证绿色住宅的抵押贷款	鼓励可持续住房和城市化，促进节能建筑、绿色城市增长并减少建筑行业的排放
绿色汽车贷款证券化	电动汽车贷款的应收款	加速电动汽车的采用和清洁交通转型，扩大电动汽车融资渠道，支持清洁出行目标并减少交通排放
碳信用证券化	来自碳配额或核证减排量的未来现金流	将减排量货币化并支持碳市场发展，为脱碳项目提供前期资金，激励减排并支持碳交易机制

[36] 香港金融发展局（FSDC），《驾驭不断变化的可持续发展环境：香港在为向可持续发展转型提供资金方面的关键角色》（2024 年 11 月），https://www.fsdc.org.hk/media/tg2heul2/eng-fsdc-paper_navigating-the-evolving-sustainable-landscape-hong-kong-s-crucial-role-in-financing-the-transition-to-sustainability_fv.pdf。

建设知识产权强国

117. 通过 SFGC 实现中国内地知识产权的跨境证券化，打造知识产权强国，可以显著推进党中央和国务院发布的“十四五”规划和《知识产权强国建设纲要（2021-2035 年）》中提出的目标[37]。中国内地企业可透过香港将知识产权资产打包和证券化，并进入国际资本市场，从而提升知识产权转让和转化的效率。这种增加的资本渠道可以促进研发，加速新技术的商业化，并提高中国内地知识产权的整体市场价值，这些均是培育更具活力和竞争力的创新生态系统愿景的核心要点。

118. 中国内地的公司，尤其是科技、制药和娱乐行业的公司，可以利用其广泛的知识产权组合（包括专利、商标和版权）来获得国际投资。大型科技公司可以将未来的许可权或特许经营权使用费收入重新打包和证券化，为再投资、运营扩张和提高国际竞争力提供前期资金。投资者被证券化知识产权的可预测现金流所吸引，从而增加中国内地公司的流动性并支持他们的增长雄心。SFGC 不仅促进了未来知识产权收入转化为即时资金，还促进了多个行业的创新和经济发展。通过汇集和证券化各种不同领域的知识产权资产，中国内地企业可以推动技术进步并加强其全球市场地位，帮助中国内地实现到 2035 年成为知识产权强国的愿景。

区域争议解决服务

119. “十四五”规划为香港确立了清晰的愿景，以加强其作为全球金融中心的角色，最重要的是，成为国际法律和争议解决服务的区域中心，近期在香港设立总部的国际调解院（**IOMed**）便是有力的证明。SFGC 在香港的发展直接支持这些目标。通过 SFGC 框架促进全球资本流入中国市场，香港为需要健全法律框架和争议解决机制的复杂跨境交易创造了有利的环境。这种动态自然会推动对高级调解服务的需求，这与香港成为领先的国际调解中心的愿景完全一致。作为全球首个致力于调解的政府间组织，国际调解院将吸引多元化的国际利益相关方，进一步提升香港作为可信赖的商业和投资争议解决地的声誉。

---

[37] 中国国家知识产权局，https://english.cnipa.gov.cn/attach/0/9ba5e059884d43c0abbe3a3e839ba6f8.pdf。

第九部分

行业优势：结构化融资全球通

一、 传统行业

120. 包括美国、欧盟、韩国和中国内地在内的许多司法管辖区的住房按揭贷款、信用卡应收账款和汽车贷款证券化推动了消费金融领域的增长。通过资产的出表，发起机构可以释放资本以向消费者提供更多贷款。投资者熟悉这些行业的可预测性，此类交易可以非常迅速地构建和发行，从而将资金重新注入市场。

121. 除了推动这些传统资产类别的增长外，证券化和打包票据还可以运用于支持其他部门和行业的增长和发展，而这些部门和行业在传统银行业中可能更难获得融资。

二、 保险业

122. 允许保险公司通过 SFGC 向境外投资者发行资产支持证券和保险连接证券（ILS），例如巨灾债券（Cat Bonds）或长寿债券，能够显著增强内地保险市场。这将有助于保险公司减少对传统再保险的依赖并减轻市场周期性。通过将非流动性风险转化为资产支持证券，保险公司可以释放资金用于承接新保单，提高流动性和资产负债表的灵活性。此外，保险公司可以通过全球资本渠道来降低融资成本，使保险公司能够扩大运营规模，投资于数字化转型，并扩展到小额保险等服务不足的细分市场。

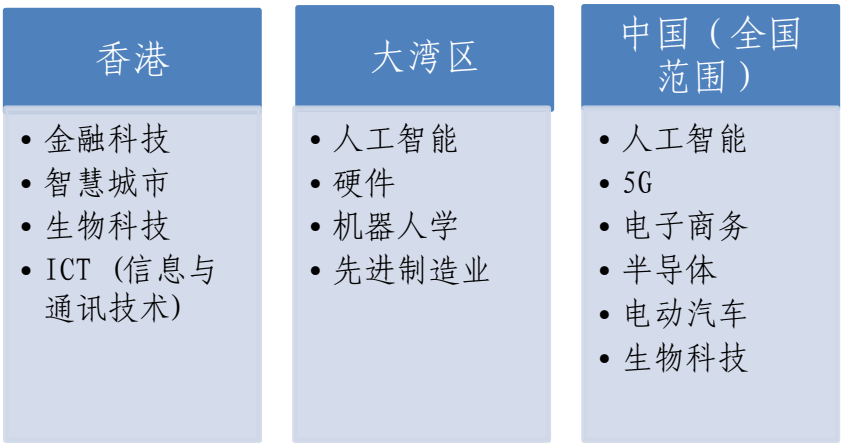
保险-SFGC 使用案例	**描述**
保险连接证券（ILS）	SFGC 可以通过在该地区推广 ILS 生态系统来促进跨境合作，以帮助应对因自然灾害和人口变化而引起的日益加剧的新风险。

保险公司的替代风险转移	SFGC 可以倡导使用 ILS 作为保险公司的替代风险转移工具，以将自然灾害风险（例如台风、地震）转移到资本市场。
巨灾债券（Cat Bonds）	SFGC 可以推广巨灾债券，作为中国内地保险公司减轻气候相关风险（例如洪水）风险敞口的工具。
长寿/死亡风险证券化	随着中国内地人口老龄化，将长寿风险（例如养老金负债）或死亡风险（例如疫情债券）证券化可能会吸引寻求不相关回报的机构投资者。

123. 值得注意的是，2024 年前 10 个月，中国内地保险市场的境内保费收入为 50,773 亿元人民币，同比增长 12.4%，表明保险市场有通过证券化进一步增长的坚实基础。然而，内地每年的自然灾害保障缺口超过 1000 亿美元。在如此大的保障缺口中，即便仅增加 5%-10%的保险覆盖率，以巨灾债券的形式进行证券化，对保险市场来说也具有巨大的潜力。

三、 科技行业

124. 香港、大湾区和中国内地的科技行业充满活力且相互关联。香港擅长金融科技，是国际业务的门户。大湾区在硬件和创新方面有显著优势，而内地整体上是各种先进技术的全球领导者。这些地区的整合将进一步加速国内和国际的技术开发和商业化。



产品类型	典型标的资产	合适的科技行业	主要优点

125. 银行借款和风险投资推动了科技行业的发展。然而，其他资金来源也是可用的，且随着市场的成熟可以更好地利用。例如，未来收入、知识产权（如前文所述）和其他无形资产可以打包成可交易的证券，使增长型科技企业能够获得其他情况下无法从银行和风险投资基金获得的资金。如果能够将软件许可、订阅应收款甚至数据等资产货币化，增长型科技企业能够将收益投资于研究、开发和市场扩张。由此产生的流动性增加和资金来源多样化将减少对较为局限的投资者群体的依赖，并总体上改善科技企业的财务状况。

应收账款 ABS	贸易应收账款	软件即服务（SaaS）、电子商务、金融科技	流动性、表外融资
知识产权证券化	版税、许可	软件、游戏、生物技术	将 IP 货币化，非稀释性
贷款证券化	消费/中小企业贷款	金融科技	资本减免，风险转移
未来现金流证券化	未来合同收入	云技术、平台、物联网	前期资本，可预测
项目证券化	数据中心、智慧城市收入	基础设施，物联网	长期资金
供应链证券化	应付账款、应收账款	硬件、制造	供应链流动性

126. 科技行业也可利用区块链和代币化等 Web3 技术，用创新形式筹集资金并吸引新的投资者。

127. 基于区块链的证券化是高效的，可能比传统形式的证券化成本更低，且透明度更高，这些因素都可以增强投资者的信心并促进跨境投资。

四、 航天领域

128. 在中国航天 2030 倡议并结合“一带一路”倡议等国家战略的推动下，中国内地的商业航天领域正在经历快速增长。卫星星座（提供宽带、地球观测和导航服务的卫星网络）是这一转型的核心。预计到 2025 年，该行业规模将达到 1500 亿美元，复合年增长率超过 20%。主要驱动因素包括农村宽带扩展、5G 回传、农业监测和政府/军事合同。国家主导的项目（例如中国航天科技集团的虹云工程和鸿雁星座）和私营行业参与者（例

如星河动力航天、蓝箭航天、九天微星）都在积极开发和推出卫星星座，使中国内地能够与星链（Starlink）等全球领导者竞争。

129. 卫星星座从政府合同、商业订阅和数据货币化中产生可预测的长期现金流，使其成为证券化的理想选择。抵押品可能包括卫星和地面基础设施，并通过主权担保、保险保障或超额抵押提供信用增级。保险合作机构和评级机构的参与对于降低发射失败、技术过时和市场不确定性等风险至关重要。

130. 到 2028 年，中国内地卫星星座证券化的总潜在市场年收入将达到 500 亿至 700 亿美元。早期试点项目最有前途的领域是宽带和地球观测，它们受益于长期政府合同和多年数据许可协议。上表总结了当前主要细分市场的市场规模和证券化潜力。

行业	2024–25 市场规模	2026–28 市场规模（预计）	证券化潜力
	单位：十亿美元		
宽带与通信	8–12	20–30	高（政府/企业合同）
地球观测	3–5	8–12	中（小众数据买家）
导航	5–7	10–15	中（特许权使用费现金流）
制造业/发射	4–6	10–15	低（重资产周期性）

五、 运输行业

131. 多年来，全球的航运和航空行业一直将结构化融资作为资金来源，并取得了巨大成效。在亚洲，第一笔与航运相关的结构化交易是 1999 年中国远洋海运集团的货物应收账款支持项目。亚洲的航空业主要集中在利用未来收入筹集资金，即将机票和货物应收账款（大韩航空和菲律宾航空）证券化。SFGC 将使中国内地的航空租赁商、航空公司和航运公司能够从租赁、货物、票款和贷款中筹集资金，并同时释放租赁、船舶和飞机所占用的资本。

132. 通过将船舶运营或租赁的未来现金流转化为可交易证券，航空公司和航运公司可以接触到更广泛的国内和国际投资者群体。这些资金的流入

将促进船队现代化建设、绿色技术投资和运营能力扩张，同时减少对传统银行融资的依赖。

133. 同样，来自运输物流、海空港口及收费公路的应收款项也经常在全球范围内被证券化（例如，2004 年香港“五隧一桥”证券化项目——香港特别行政区政府将五条收费公路及一座大桥的收益证券化，发行了 60 亿港元的资产支持证券）。政府和私营公司从这些未来收入证券化中筹集的资金可用于进一步的基础设施投资，以具有竞争力的长期利率从资本市场获取融资。

- **航运证券化：**中国内地在全球航运业中的主导地位将吸引境外投资者。下表显示了全球航运公司目前如何使用证券化技术筹集资金。

航运证券化类型	描述	主要优点
资产支持证券	将船舶的未来现金流打包并作为证券出售	释放资本，实现资金多元化，支持船队更新
带看涨期权的经营租赁	日本开发的结构，允许投资者购买船舶，将其回租给公司并将应付款项证券化（**JOLCO**）	资产负债表外融资、有竞争力的利率、税收优惠
海事抵押贷款支持证券	船舶抵押贷款组合的证券化	转移信用风险，释放银行资产负债表
集装箱租赁应收账款证券化	汇集集装箱产生的租赁应付款项，发行资产支持证券	获得大量资金，支持船队扩张
货物应收账款证券化	将特定航线提单所对应的货物应收账款汇集起来（例如中国远洋海运集团于 1999 年开展的海外资产证券化）	弥合资金缺口，减少对传统银行的依赖

- **飞机租赁：**预计到 2043 年，中国内地的商用飞机将从 4,345 架增长至 9,740 架，增长超过 2 倍，占全球交付量的 20%。目前，中国飞机租赁有限公司的机队和订单资产价值超过 100 亿美元，其中中国内地的首单飞机租赁资产 ABS 业务（2018 年发行，发行额 1.71 亿

美元，AAA 评级）为未来的交易开创了先例。鉴于中国内地的航空业增长预测，飞机租赁项目是 SFGC 发行的天然候选项目。

飞机租赁	描述
证券化结构	飞机租赁资产和应收账款可以汇集起来，使 HK SPV 能够向全球机构投资者发行投资级别证券。飞机证券化可提供长期、稳定的现金流。
战略意义	SFGC 将实现资产负债表出表处理和高效风险转移，帮助出租人和航空公司优化资本使用。如果 SFGC 将境外投资者对境内债券的参与度从 **2.4%提高到 5%**，则可以为中国内地债券市场额外注入 **4.55 万亿**元人民币。随着平台的成熟，飞机行业可以保守地支持每年数十亿美元的证券化发行。

第十部分

香港：亚洲债券中心

一、 将香港定位为亚洲债券中心

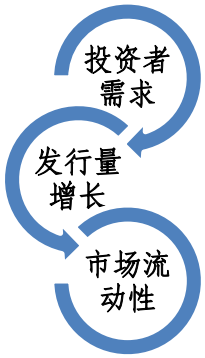
134. SFGC 和中国内地跨境证券化渠道的发展以及人民币流入香港，使香港有潜力成为亚洲领先的资产支持证券和债券发行、清算、结算和交易中心。

135. 香港已经拥有强大、透明和对投资者友好的金融生态系统，吸引了来自世界各地的投资者。成为债券发行和交易中心的剩余步骤触手可及。

二、 创造发行和投资的良性循环

136. 随着以中国内地资产作为支持的香港结构化债务证券市场日趋成熟，香港将吸引全球机构投资者（来自亚洲、欧洲、美国和中东的私募信贷基金和机构），这些投资者都在寻求对中国内地的投资。资本的涌入将吸引更多来自中国内地、香港及其他地区的发行人，他们渴望借助香港日益壮大的投资者群体和世界级的金融基础设施开展交易。

137. 为了进一步促进发行，香港可以提供有针对性的激励措施，例如为 HK SPV 发行、在联交所上市并通过 CMU 清算的债券提供补贴或降低申报费用。新加坡作为竞争市场已经在使用类似的策略，将激励措施与当地经济利益挂钩。



138. 这将创造一个强大的良性循环：更多的投资者需求推动了更高的发行量，从而提高了市场流动性，并扩大了中国内地、香港和亚洲的债券和结构化融资市场的规模。从而形成充满活力的二级交易市场，为投资者提供更大的交易灵活性并分散其投资组合。

139. 流动性强的二级市场对私募信贷基金十分有吸引力，它们能够通过打包票据或证券化投资组合来创造自己的盘活机会。最终，充满活力的债券和结构化融资产品交易环境将刺激其他行业的增长，支持更广泛的经济多元化和发展。

140. 请参阅*附件 E"结构化融资生态系统"*，具体讨论了香港成熟完善的证券化生态系统和指数级增长的潜力。

三、 亚洲清算和结算中心

141. SFGC 所带来的人民币计价债务发行与交易量的预期增长，以及其他货币的交易活动，将对本地清算、结算及交易基础设施提出更高要求。每个亚洲国家通常运营着自己的中央证券存管机构（CSD）（例如香港 CMU），以处理在其国内交易所交易的债务证券的清算和结算。目前没有一家泛亚洲 CSD，因此投资者和发行人需依赖 Euroclear 和 Clearstream 等国际中央证券存管机构（ICSD）为国际证券提供跨境结算和托管服务。

142. SFGC 带来的巨额人民币结算将为香港 CMU 转型为亚洲领先的国际中央证券存管机构创造机会。这是香港特区政府和港交所的既定目标[38]。根据港交所的说法，基于如下原因，我们需要一个亚洲 ICSD:

建立亚洲 ICSD 原因	**解释**
亚洲时区交易	人民币国际化和亚洲债券市场的增长需要一个在亚洲时区内运作的安全、可靠和国际标准化的跨境交易和结算系统。
降低结算风险	亚洲债券的发行人和投资者目前依赖 Euroclear 或 Clearstream 进行跨境结算，时区差异增加了结算风险。

[38] 香港金融管理局总裁余伟文汇报 2022 年发展计划：《推动 CMU 发展 提升国际金融中心地位》（2022 年 6 月 13 日），https://www.hkma.gov.hk/gb_chi/news-and-media/insight/2022/06/20220613/。最近的进展是通过迅清结算实现 CMU 的商业化（香港金融管理局——金管局成立迅清结算有限公司），并且迅清结算和港交所签署合作备忘录，以加强香港资本市场的交易后证券基础设施，包括发展亚洲 ICSD。（见脚注 13）。

构建全球标准的基础设施	建立亚洲 ICSD 将符合国际贸易惯例和监管透明度要求，允许直接投资于全球债券、高效的流动性获取并提高亚洲投资者的资本效率。[39]

四、 案例研究："一带一路"倡议

143. 为说明香港作为发行结算市场对境外发行机构的吸引力，下文我们将以"一带一路"国家为例分析其优势所在。

144. 自中国内地政府"一带一路"倡议（**BRI**）启动以来，中国公司已经建立了数千家海外企业，并在 150 多个国家的基础设施项目中投资了数千亿美元。[40]这些大型项目需要大量和持续的融资，而证券化可以有效地提供这些融资。

145. 香港拥有完善的基础设施，香港按揭证券有限公司成功发行的基础设施贷款支持证券化显示了香港实现此类交易的能力。例如，中国内地的政策性银行和商业银行可以通过香港的国际资本市场发行证券来为其"一带一路"项目贷款进行再融资。无论这些贷款在境内还是境外，SFGC 下的 HK SPV 制度都能为这些资产的证券化提供一个灵活高效的平台。香港按揭证券有限公司已透过 HK SPV 发行了两单基础设施贷款证券化，募集资金超过 8 亿美元。[41]在新加坡，Clifford Capital 也发行了六单基础设施资产证券化，募集资金超过 20 亿美元。[42]美国的 STWD 投资管理有限责任公司和 RREEF America 有限责任公司也完成了类似的交易。

- ***对"一带一路"倡议发行人和投资者的好处：***通过香港进行证券化使中国内地银行能够盘活资产负债表，管理集中度风险，并在国际上

---

[39] 见脚注 25。

[40] 中国一带一路网：《习近平强调全面推动共建"一带一路"高质量发展》（2024 年 12 月 3 日），https://www.yidaiyilu.gov.cn/p/0V1HL76E.html。

[41] 香港按揭证券有限公司网站：Bauhinia 基础设施贷款支持证券第一期，https://www.hkmc.com.hk/eng/investor_relations/ilbs/bauhinia_ilbs_1.html#；Bauhinia 基础设施贷款支持证券第二期，https://www.hkmc.com.hk/eng/investor_relations/ilbs/bauhinia_ilbs_2.html#。

[42] Clifford Capital：Flagship 基础设施资产支持证券，https://www.cliffordcapital.sg/products。

转移债务敞口。养老基金、保险公司等机构投资者能够借此进入多元化的基础设施资产领域，而这些资产原本可能因内部投资指引的限制而无法涉足。此外，选择绿色或可持续发展挂钩资产进行证券化的能力符合全球 ESG 趋势，并能够支持中国内地的气候承诺。

当 SFGC 向“债券通”中的中国内地投资者（南向通）开放时，其将为中国境内机构投资者参与 HK SPV 发行的“一带一路”支持证券化项目开辟新渠道，补充合格境内机构投资者(QDII)等现有计划，并进一步整合中国内地和香港资本市场。

- ***拓展香港作为区域金融中心的角色***：除了直接融资外，香港的结构化融资生态系统还为“一带一路”项目发起机构和其他国际发行人提供了更多优势，包括标准化合同、透明的监管框架、先进的金融科技平台和世界一流的争议解决机制。利用这些优势，香港可以将其结构化融资专业知识扩展到“一带一路”沿线国家，使项目发起机构能够将其资产证券化，并通过香港的资本市场挖掘全球机构投资者的需求。

146. 总体而言，从中国内地到香港的跨境证券化，不但可支持“一带一路”倡议等重大倡议的融资需求，亦将巩固香港作为亚洲结构化融资中心的地位。香港得天独厚的地位、监管环境和金融基础设施为发行人和投资者构建了极具吸引力的生态系统，不仅促进了区域合作，也将推动亚洲资本市场进入下一阶段的增长。

第十一部分

香港特区政府政策：以结构化融资全球通为战略推动

一、 与香港特区政府的政策协同

147. 近几个月，香港特别行政区行政长官李家超先生[43]、香港金管局及香港证监会[44]已宣布多项政策和提案，而 SFGC 提案将极大地增强和支持这些政策。其共同愿景旨在改造香港的债务资本市场，巩固香港作为全球金融超级枢纽以及固定收益和货币市场枢纽的地位。

148. 通过将 SFGC 融入香港资本市场发展战略，本提案响应了行政长官在其《行政长官 2025 年施政报告》中提出的多项重点目标，包括:

- ❖ 为香港的债务资本市场扩大产品组合（包括人民币计价产品）和投资者基础。
- ❖ 支持采用基于市场的创新融资模式，为大型基础设施项目与城市发展提供资金支持。
- ❖ 通过促成与 ESG 挂钩的资产和绿色资产的证券化，巩固香港在绿色和可持续金融领域的领导地位。
- ❖ 展示香港通过资本市场为区域大型项目融资的能力，从而巩固其作为亚洲首要国际金融中心的地位。
- ❖ 使私募股权和另类资产投资者能够通过 HK SPV 构建退出渠道，从而增强香港作为私人信贷和基金交易登记中心的吸引力。

---

[43]《行政长官 2025 年施政报告》：https://www.policyaddress.gov.hk/2025/en/policy.html。

[44] 证券及期货事务监察委员会/香港金融管理局：《有关发展香港定息及货币市场的路线图》（FIC 路线图），2025 年：https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-information/press-release/2025/20250925e3a1.pdf。

149. 在以下部分，我们将展示 SFGC 在四个重要提案中的应用场景：北部都会区（Northern Metropolis）、固定收益和货币市场路线图（FIC Markets Roadmap）、数字资产策略（Digital Asset Strategy）以及可持续金融（Sustainable Finance）。

二、 北部都会区

150. 在其《行政长官 2025 年施政报告》中，香港行政长官李家超先生提出宏伟愿景，将北部都会区定位为香港新的经济引擎，并强调需要创新的、以市场为基础的融资来支持其大规模的基础设施和城市发展。[45]该施政报告特别呼吁扩大和深化香港的债券市场，利用资产支持证券并调动公共和私人资本以满足北部都会区巨大的投资需求。

151. SFGC 在实现这一政策愿景方面具有独特的优势。通过促成基础设施和开发相关资产通过 HK SPV 进行证券化，SFGC 为调动国际、本地和中国内地资本提供了一个现成的平台。这种方法直接支持了香港特区政府对创新融资、公私合营以及利用资本市场推动北部都会区和其他重大发展倡议的承诺。如下文所述，SFGC 为北部都会区带来的融资挑战和机遇提供了一个实用且可扩展的解决方案。

基础设施资产支持证券

152. SFGC 能够将非流动性的基础设施资产——例如交通网络、公用事业和科技园区——转化为可交易的证券。这使得政府和私人开发商能够将来自北部都会区资产的未来现金流权利转让给 HK SPV，从而在保留对战略性基础设施的所有权和控制权的同时，筹集即时资本。

分阶段及多元化融资

153. 北部都会区的开发将分阶段进行，涉及多个项目和收入来源。SFGC 将允许通过 HK SPV 将多样化的资产捆绑成多元化的证券，这借鉴了香港按揭证券有限公司的基建贷款证券化计划（ILBS）等成功模式，并随着开发里程碑的达成，为分阶段融资提供支持。

---

[45] 见脚注 43。

机构投资者的参与

154. SFGC 稳健的法律和监管框架，结合政府的信用增级和多元化的资产池，可以获得投资级的评级，从而吸引主权财富基金、养老基金、保险公司和国际金融机构。亚洲基础设施投资银行对香港按揭证券有限公司 ILBS 的投资表明，机构投资者对此类证券有强烈的兴趣。

绿色和可持续金融

155. 《行政长官 2025 年施政报告》强调了绿色和可持续金融的重要性。SFGC 支持绿色资产和与 ESG 挂钩的基础设施的证券化，这与香港在可持续金融领域的领导地位相符，并能吸引专注于 ESG 的投资者。

三、 固定收益及货币市场路线图

156. 香港金融管理局和证券及期货事务监察委员会已制定了一份全面的《固定收益及货币市场路线图》，以巩固香港作为全球固定收益及货币市场中心的地位[46]。该路线图的关键支柱包括：促进一级市场发行、增强二级市场流动性、扩大境外人民币业务以及建设下一代市场基础设施。SFGC 与这些战略目标直接对齐，并有望在其实现过程中发挥变革性作用。

扩大人民币固定收益资产的投资者基础

157. 固定收益及货币市场路线图的一个中心主题是拓宽人民币计价固定收益产品的海外投资者基础。2025 年，全球投资者日益寻求在美元资产之外进行多元化投资，中国内地及其他亚洲债券从这一趋势中受益。然而，与美国相比，亚洲债券市场的相对深度不足，尤其是在住房抵押贷款支持证券和资产支持证券等能提供浮动利率敞口和投资组合多样化的证券化产品领域，这一转变的速度受到制约。

158. SFGC 通过使海外投资者能够经由香港接触到更广泛的中国内地 ABS 和证券化产品，直接解决了这一市场缺口。通过利用香港稳健的法律、监管和市场基础设施，SFGC 将：

[46] 见脚注 44。

- ***拓宽产品渠道***：为全球投资者开辟便捷高效的渠道，以投资于那些以往国际资本较难触及的、由合格工具（即境内债券）支持的产品。

- ***增强市场深度与流动性***：吸引更多元化、更成熟的投资者基础，从而深化内地债券和证券化市场，并支持发展一个更具流动性和韧性的二级市场。

- ***支持浮动利率和多元化风险敞口***：使投资者能够获得对浮动利率工具以及更广泛信贷和资产类型的风险敞口，解决了全球资产管理人在比较内地与美国债券市场时所指出的一个关键局限。

- ***促进人民币国际化***：通过扩大可投资的人民币计价产品范围并支持跨境资本流动，SFGC 将巩固香港作为领先的境外人民币中心以及中国内地资本市场超级枢纽的角色。

支持政策与市场创新

159. SFGC 与固定收益及货币市场路线图的协同作用还体现在其对以下方面的支持：

- ***产品创新***：促进代币化和数字化 ABS 产品的发行与交易，与 SFC 的 ASPIRe 路线图[47]以及香港金管局的 Ensemble 项目沙盒保持一致。

- ***投资者基础扩张***：正如路线图所鼓励的，促成家族办公室、基金和企业资金管理中心的参与。

- ***市场基础设施现代化***：利用香港的下一代清算、结算和数字资产平台，支持高效的跨境投资和风险管理。

160. 通过为中国内地资产的国际标准证券化和重组打包提供一个基于市场的、可扩展的平台，SFGC 将有助于实现固定收益及货币市场路线图关于建立一个更深入、更具流动性和全球一体化的人民币固定收益市场的愿

[47] 证券及期货事务监察委员会：《证监会为香港虚拟资产市场的更美好未来推出“A-S-P-I-Re”监管路线图》，2025 年 2 月 19 日：https://www.sfc.hk/en/News-and-announcements/Policy-statements-and-announcements/A-S-P-I-Re-for-a-brighter-future-SFCs-regulatory-roadmap-for-Hong-Kongs-virtual-asset-market。

景。这不仅会吸引新类别的投资者进入人民币产品市场，还将巩固香港作为亚洲首要固定收益和货币中心的地位。

四、 绿色和可持续金融

161. 香港特区政府已将发展绿色和可持续金融作为优先事项，这在其政策声明和固定收益及货币市场路线图中均有体现。SFGC 将通过以下方式积极支持这些宏伟目标:

- ***促进绿色证券化***: SFGC 将促成绿色资产、可再生能源应收款和与 ESG 挂钩的资产通过 HK SPV 进行证券化，为绿色金融创新提供一个可扩展的平台。

- ***与分类目录对齐***: SFGC 将确保绿色 ABS 及相关产品与国际及中国内地的绿色金融分类目录和披露标准对齐，以支持投资者信心和监管合规。

- ***激励绿色发行***: SFGC 将与香港金管局和香港证监会合作，为绿色证券化制定激励措施，例如为合格的绿色产品提供资助计划、优先上市待遇和简化的审批流程。

- ***影响评估与报告***: SFGC 将要求对挂钩绿色和与可持续发展的 ABS 进行稳健的影响评估和持续报告，以符合最佳实践和监管期望。

- ***支持碳市场发展***: SFGC 将通过促成碳信用及相关资产的证券化，拓宽香港可投资的绿色产品范围，从而支持香港特区政府发展区域性碳市场生态系统的目标。

五、 数字资产策略

162. 正如香港证监会的 ASPIRe 路线图和香港金管局的 Ensemble 项目沙盒所阐述的，SFGC 完全迎合了香港成为数字资产和金融科技创新领导者的宏伟目标。SFGC 将:

- ***代币化 ABS 与数字产品***: 支持代币化 ABS 和数字结构性金融产品的发行与交易，利用分布式账本技术（DLT）来增强透明度、效率和结算。

- ***监管沙盒与试点***: 与香港金管局、香港证监会及行业利益相关者合作，参与数字债券发行的监管沙盒和试点项目，以测试和完善数字资产解决方案。

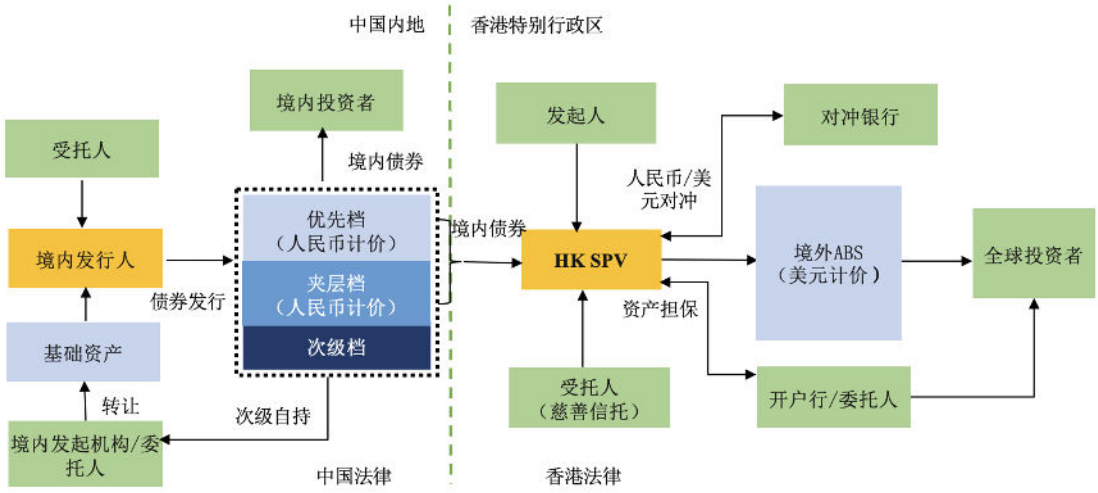
- ***投资者教育与最佳实践***: 为数字资产证券化制定投资者教育倡议和行业最佳实践，确保市场参与者有能力应对新技术和新风险。

- ***与市场基础设施的互操作性***: 确保与下一代市场基础设施（包括 CMU OmniClear 和数字交易平台）的互操作性，以支持数字 ABS 的无缝发行、交易和结算。

附件 A
试点计划：试点案例

1. 试点案例一：由境内发起机构发起的证券化

试点案例一假设一家中国内地零售金融领域（例如汽车金融、消费金融及中小企业金融）的境内发起机构，计划以特定资产发行证券化，并通过试点计划在银行间债券市场或交易所市场发行。



关键术语

关键术语	境内债券	境外 ABS
底层资产	零售金融资产（汽车贷款、消费贷款、小微企业贷款、租赁应收账款）	境内债券的优先档和夹层份额
境内发起机构	○ 受国家金融监督管理总局监管的金融机构 ○ 非金融企业	不适用
发起人	○ 境内发起机构	○ 境内发起机构 ○ 境外投资者 ○ 投资银行
发行人	○ 特定目的信托 ○ 资产支持专项计划	HK SPV（孤儿 SPV）

受托人/SPV 管理人	○ 持牌信托公司（担任受托人） ○ 持牌证券公司或其子公司、基金管理公司或其子公司（担任 SPV 管理人）	○ 香港持牌受托人及公司服务提供者
发行市场	○ 银行间债券市场 ○ 交易所市场	○ 联交所 ○ 私募发行 ○ CMU 结算

交易流程

- ❖ 境内发起机构将通过信托或真实出售的方式，将一个基础资产池（例如汽车贷款或消费贷款）转移至一个境内发行人，以实现该基础资产与境内发起机构的破产隔离。

- ❖ 境内债券的优先档份额（以人民币计价）将由 HK SPV 认购。夹层份额（以人民币计价）将由境内投资者或 HK SPV 认购。全部的次级档份额将由境内发起机构作为“风险自留”份额而持有。

- ❖ HK SPV 将通过“债券通北向通”认购境内债券的优先档份额和/或夹层份额。此过程将涉及 HK SPV (a) 在一家香港银行（该银行将作为与境外 ABS 相关的开户银行）开立一个“债券通”账户，以及 (b) 为受托人的利益，在该“债券通”账户（以及 HK SPV 的其他资产，例如在同一家银行开立的 HK SPV 现金账户）之上设定担保权益。开户银行最好由安排行或受托银行担任。

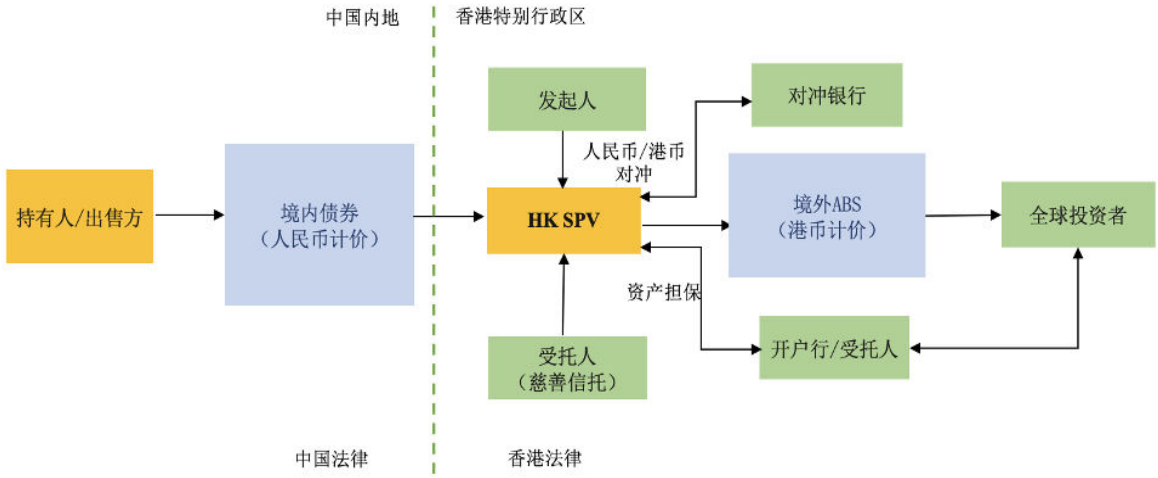
- ❖ 该 HK SPV 将向全球机构投资者发行以外币（如美元）计价的境外 ABS。该境外 ABS 将实际由其通过“债券通北向通”所获得的境内债券优先档份额和/或夹层份额的现金流提供偿付支持，而该等现金流最终来源于基础资产。

- ❖ 如有必要，该 HK SPV 将与一家香港的对冲银行（优选选择牵头行的对冲交易台）签订一份货币对冲安排协议。

2. 试点案例二：由中介机构或投资者进行打包票据交易

试点案例二假定以下两种情景之一：（i）一家投资银行（作为中介机构）通过 HK SPV 将境内债券打包成票据出售给全球机构投资者；或（ii）一家全球机构投资者接洽一家投资银行（作为中介机构），请求协助其投资境内债券。

在两种情景下，该投资银行都需拥有通过卢森堡或开曼群岛等金融中心的特殊目的载体安排打包票据交易发行的经验，并经常通过定制化结构满足投资者在货币或利率方面的特定偏好。这些投资者可能因资质、语言或其他实操原因而无法进入中国内地债券市场，或者可能只是单纯地倾向于让中介机构来执行必要的货币和利率掉期。该中介机构将通过 HK SPV 按如下方式安排此次打包票据发行:



关键术语

关键术语	境内债券	境外 ABS
底层资产	非证券化债券	境内债券
发行人	○ 公司 ○ 金融机构 ○ 政府实体	HK SPV
发起人	不适用	○ 境外投资者

		○ 投资银行
受托人/SPV 管理人	不适用	○ 香港持牌受托人及公司服务提供者
发行市场	二级市场 -银行间债券市场或交易所市场	○ 联交所 ○ 私募发行 ○ CMU 结算

交易流程

- ❖ 该 HK SPV 将被注册成立为一个孤儿特殊目的载体，其可由一家投资银行或投资者作为发起人，但不会被其发起人所拥有，也不会合并到其发起人的资产负债表中。

- ❖ 该 HK SPV 将通过“债券通北向通”，从二级市场卖方手中购买一部分已发行的、在银行间债券市场或交易所市场交易的境内债券。此过程将涉及 HK SPV (a) 在一家香港银行（该银行将作为与境外 ABS 相关的开户银行）开立一个“债券通”账户，以及 (b) 为境外 ABS 的受托人之利益，在该“债券通”账户（以及 HK SPV 的所有其他资产，例如，在同一家开户银行开立的 HK SPV 现金账户）之上设定担保权益。开户银行最好由安排行或受托银行担任。

- ❖ HK SPV 将在香港（与该投资银行）签订利率和货币对冲合约，以进行现金流转换，例如，将来自境内债券的固定利率人民币现金流转换为浮动利率港币现金流。

- ❖ HK SPV 将向该特定投资者发行以港币计价的浮动利率境外 ABS。

如果一家全球机构投资者拥有所需的牌照和专业知识，理论上它可以不通过中介机构而直接进行投资。但在实际操作中，这种情况并不常见。大多数投资者更倾向于委托中介机构来处理设立特殊目的载体、开立账户、寻找投资资产、进行结算以及安排任何必要的利率或货币掉期等事宜。

附件 B
监管措施建议——中国内地

为支持 SFGC 倡议，我们建议中国内地相关监管部门采取以下措施:

1. 必要措施

下述监管问题需在 SFGC 试点计划项下首项项目发行前解决:

进入银行间债券市场和交易所市场

监管部门	市场准入	需要采取的行动
• 央行 • 中国证监会	银行间债券市场: HK SPV 成为“债券通”适格境外投资者后需进入银行间债券市场。	发布指引或政策更新，明确允许 HK SPV 作为适格境外投资者通过“债券通”参与银行间债券市场及相关市场（与其他适格境外机构投资者适用相同的标准和程序）。
	交易所市场: “债券通”投资者（含 HK SPV）需进入交易所市场以拓宽投资范围。	方案一: 将中央结算系统（CMU）与交易所市场基础设施直接联通，以消除多层清算托管架构带来的负担。 方案二: 拓展现有互联互通机制[48]，将“债券通”投资者纳入其中。

HK SPV 及投资者的税收优惠

监管部门	税收政策	需要采取的行动
• 国家税务总局 • 财政部	将外国投资者企业所得税/增值税豁免政策[49]延长至 2025 年 12 月 31 日之后，并明确资产	国家税务总局与财政部应正式公告延长企业所得税/增值税免税政策，明确期限（如 5-10 年）及过渡期安排。

[48] 根据中国人民银行、中国证券监督管理委员会公告〔2020〕第 7 号，在银行间债券市场与交易所债券市场基础设施之间建立的双层托管清算互联互通机制（即“互联互通机制”）框架下，允许银行间市场投资者投资交易所市场，反之亦然。

[49] 根据国家税务总局、财政部联合发布的财税[2018]108 号及财政部 税务总局公告 2021 年第 34 号（合称“108/34 号公告”），对境外机构投资境内债券市场取得的债券利息收入暂免征收企业所得税和增值税，此项税收优惠政策延续至 2025 年 12 月 31 日。

	支持证券（ABS）收益是否属于“债券利息”[50]。 对 ABS 投资实施明确且长期的税收减免，将推动中国监管框架与国际实践接轨。[51]	在银行间债券市场和交易所市场均发布明确的指引，以确认所有资产证券化分层（包括优先档和次级档）均可适用“债券利息收入”税收豁免。

2. 辅助措施

下述监管问题需在试点计划启动后尽快予以明确并解决:

外债管理

监管部门	外债管理	需要采取的行动
国家发改委	国家发改委[52]豁免“债券通”交易的外债登记要求	发布书面通知或公告，确认境内发行人通过“债券通”向境外投资者（包括 HK SPV）出售债券/资产证券化产品不属于“境内企业间接在境外借用外债”范畴，因此无需在国家发改委办理外债审核登记。

信贷资产证券化（CAS）的信息披露方式

监管部门	CAS 披露	需要采取的行动
央行	允许定向发行的信贷资产证券化采用非公开披露方式	发布说明或指引，明确信贷资产证券化定向发行的非公开披露要求，与银行间债券市场

50 108/34 号公告未明确界定 ABS 收益是否属于“债券利息”范畴。

51 在发达市场（如美国、欧盟），证券化 SPV 通常被设计成税收中性穿透实体，以避免双重征税。若对 ABS 征收企业所得税/增值税（CIT/VAT），将产生以下影响：(a) 削弱证券化交易的经济合理性；(b)由于全球基金更倾向于选择具备税收政策确定性且与国际标准接轨的司法管辖区，可能阻碍跨境投资；(c)与内地推动资本市场开放、发展资产证券化作为金融创新工具的政策目标相悖。监管机构若能解决上述问题，将有助于化解投资者顾虑，为 ABS 市场的稳健发展营造有利环境。

52 国家发改委《企业中长期外债审核登记管理办法》第 33 条：“境内企业间接在境外借用外债适用本办法。本办法所称境内企业间接在境外借用外债，是指主要经营活动在境内的企业，以注册在境外的企业的名义，基于境内企业的股权、资产、收益或其他类似权益，在境外发行债券或借用商业贷款等。”

		和交易所市场的企业资产证券化披露标准保持一致[53]。

[53] 交易商协会允许银行间债券市场的企业资产证券化产品在定向发行时向特定投资者进行非公开的信息披露。而在交易所市场，受限于现行法律规定，目前相关证券均采用私募发行方式，其信息披露均为非公开性质。

附件 C
监管措施建议——香港特别行政区

1. 必要措施

税收中性

香港现行税收制度尚未对证券化交易中的特殊目的载体（SPV）提供"税收中性"支持。这是目前香港结构化融资交易主要通过境外 SPV 发行的主要原因。下文将阐释该税收政策的重要性，并为支持 SFGC 对香港税收制度提出改革建议。

- *税收中性对 SPV 的重要性：*证券化和打包票据 SPV 应保持税收中性，SPV 仅作为汇集现金流并分配给投资者的通道载体，不应产生额外责任（例如税负）。税收中性对确保结构化融资交易的经济实质不被扭曲，以及投资者对收入现金流税务处理的确定性把握均十分重要。因此，提供明确、可预测的税收中性制度的司法管辖区（如开曼群岛）成为设立 SPV 的首选地。

司法管辖区	SPV 税收政策
开曼群岛、英属维尔京群岛	SPV 无需缴纳企业所得税
新加坡	对获准特殊目的载体（ASPV）全额免征企业所得税[54]
英国、爱尔兰	仅对小额留存利润（如每年 1,000 美元）征税
韩国	如果 90%以上的收益用于分配，则可适用穿透性税收待遇，否则适用企业所得税
香港特别行政区	对 SPV 所获全部利息（总额）征收利得税

- *香港政策修改建议：*根据《税务条例》（第 112 章）（IRO）第 3 部分，香港公司（包括 HK SPV）目前需就每个特定会

[54] 为推动新加坡发展为亚洲结构化融资中心，新加坡金融管理局设立了获准特殊目的载体（ASPV）制度。对于专门从事资产证券化交易的 ASPV，新加坡金融管理局提供一整套税收优惠政策，其中包括豁免 ASPV 相关证券化交易的收入所得税。

计期间的利润缴纳利得税（第 14 条），并只允许其从利润中扣除特定金额（第 16 条）。

对 HK SPV 而言，第 14 条所述的“利润”可能包括基础资产产生的全部利息收入。根据《税务条例》第 16 条，这些金额可能不符合扣除条件，导致 SPV 需就全额利息纳税。

我们建议香港税务局批准关于 HK SPV 利得税的下述两个改革方案之一:

方案	政策建议	理论依据
方案 1	豁免 SFGC 框架下 HK SPV 的利得税	• 确保税收中性 • 与国际实践接轨 • 提升香港在 SPV 设立方面的竞争力 • 为市场参与者提供确定性
方案 2	引入仅对名义留存利润征税的制度（参照英国/爱尔兰模式）	

❖ *实施税收豁免的合理性：*对 SPV 实行税收豁免并非传统“低税”司法管辖区的专利。新加坡等非避税天堂国家也已针对证券化载体制定专门豁免政策。这一政策选择源于对 SPV 带来显著经济外溢效益的认知：(1)增加法律、会计、行政和金融服务需求;(2)促进交易所上市、清算结算及持续的交易管理等相关行业发展;(3)通过 SPV 的牌照费、注册费及其他持续服务费用等渠道增加年度收入。

2. 辅助措施

为在香港建立特殊目的载体制度并支持 SFGC 发展，应适时消除以下制约香港证券化发展的法律障碍。如果用于证券化的基础资产是在香港产生，在适当的时候消除下列法律障碍对发展香港本地证券化市场则是必要措施:

《放债人条例》

当 HK SPV 为新增贷款提供融资或处置违约贷款时，HK SPV 可能被认定为在香港发放“贷款”并需要遵守《放债人条例》（第 163 章）（MLO）中的“放债人”要求。根据条例第 29(1)条，无牌照从事放债业务构成刑事犯罪（豁免情形除外），且条例附表 1 的豁免条款均未涵盖证券化和打包票据 SPV。

	政策建议	理论依据
《放债人条例》	若 SPV 委任香港认可机构或持牌放债人作为“服务机构”管理基础资产，则应豁免 SFGC 下 HK SPV 适用该条例下的持牌制度	与国际实践接轨 提升香港在 SPV 设立方面的竞争力

信托公司牌照要求

明示信托，特别是名义信托（bare trusts），是新加坡、英国、澳大利亚等司法管辖区结构化融资交易的常见模式。信托的灵活性有助于实现交易各方的结构设计目标。证券化或打包票据 SPV 通常会为了投资者的利益而将其资产设立信托。

根据《打击洗钱及恐怖分子资金筹集条例》（第 615 章）(AMLO)，担任明示信托受托人为业的机构必须取得公司注册机构颁发的信托或公司服务牌照，以降低洗钱的风险。HK SPV 若就其收购资产设立信托，则可能落入该定义的范畴，进而需要申请牌照，但 HK SPV 设立信托仅出于交易结构设计目的，而非核心业务，可能难以获发牌照。

普通法司法管辖区（如香港）的监管共识认为，应在政策目标与日常商业活动间寻求平衡，特别是当信托的使用仅为主要商业目的附带或附属的活动。新加坡将此类信托从类似法规中排除[55]，

	政策建议	理论依据
《打击洗钱及恐怖分子资金筹集条例》	豁免 SFGC 下 HK SPV 适用该条例中受托人牌照相关要求	符合普通法信托的国际惯例 • 满足境外投资者对结构的常规需求

[55] 新加坡《信托公司法》第二附表第 1(a)段及第 2 段。

英国则豁免仅为实现或便利主要交易目的或执行交易相关权利而附带设立的信托。[56]

《证券及期货条例》

《证券及期货条例》（第 571 章）（SFO）对“集合投资计划”（Collective Investment Scheme，简称“CIS”）的定义较为宽泛，因此许多证券化和打包票据 SPV 可能被纳入该定义的范畴。CIS 须遵守多项与其营销和运作相关的监管要求，而证券化或打包票据 SPV 可能难以或无法完全符合这些要求。CIS 的监管规定对香港的证券化或打包票据 SPV 的适用存在有限豁免，最常见的豁免是 CIS 仅向专业投资者发售。

证券化和打包票据 SPV 通过发行票据或借款筹集资金。这些融资方式在香港均已受到监管。只要证券化或打包票据 SPV 遵守有关发行票据和/或借款的适用法规，投资者的权益即可得到充分保护。

	政策建议	**理论依据**
《证券及期货条例》	将 SFGC 下设立的 HK SPV 排除在《证券及期货条例》中“集合投资计划”（CIS）的适用范围之外	与国际惯例保持一致

资产负债表上的资产隔离

为扩大证券化市场规模，确保可通过单一特殊目的载体（SPV）构建多个具备相互风险隔离机制的交易结构十分重要。这通常通过各方之间的合同约定实现，即 SPV 资产负债表上的特定资产，通过合同安排被隔离出来用于支持特定系列的境外 ABS。在开曼群岛等部分法域，特定类型的载体可依法实现表内资产的风险隔离，这为投资者参与结构复杂的交易提供了确定性。该机制在基金行业亦被广泛应用，为单一法人实体下管理多项业务与资产提供便利。随着证券化市场的成长，香港应考量通过修订相关法律，引入法定框架下的表内资产隔离机制。

---

[56] 英国《洗钱、恐怖主义融资和资金转移(付款人信息)条例》（2017）附表 3A 第 14 段。

附件 D
市场数据：内地证券化市场

1. 发行规模

2022-2024 年间，银行间债券市场和交易所市场资产支持证券的年均发行总额约为 2 万亿元人民币。如下表所示，交易所市场的资产支持专项计划（ABSP）发行量比银行间债券市场的总发行量高出 50%以上。自 2021 年以来，受房地产市场调控收紧、消费支出减少以及互联网消费金融企业竞争影响，作为基础资产的按揭贷款和消费贷款受不利影响，信贷资产支持证券发行规模大幅下降。

发行市场[57]	2022	2023	2024
交易所市场（资产支持专项计划）	*（人民币/十亿元）*		
发行规模	1,149.87	1,178.41	1,182.46
交易规模	762.76	774.52	693.53
存量规模	2,030.16	1,998.16	1,997.60
银行间债券市场（信贷 ABS）			
发行规模	356.73	348.52	270.38
交易规模	619.34	222.30	125.12
存量规模	2,427.28	1,802.63	1,152.33
银行间债券市场（资产支持票据）			
发行规模	467.88	321.22	524.00
交易规模	642.60	544.26	559.15
存量规模	837.04	550.91	669.92

2. 交易规模

中国内地证券化市场长期以来受多种因素影响而流动性偏低：首先，市场被银行间债券市场与交易所市场分割，导致交易分散且价格发现功能薄弱。其次，主要投资者（银行、资产管理公司、保险公司）倾向于持有证券至到期，而非积极交易。投资者类型缺乏多样性，降低了二级市场的活跃度。此外，交易所市场的资产支持证券产品缺乏标准化，基础资产复杂且交易结构各异，导致估值难度较大。最

[57] 数据来源：资产证券化发展报告，中央结算公司中债研发中心（2022 年、2023 年、2024 年）

后，做市机制和流动性支持机制的不完善，也加剧了二级市场的流动性不足问题。2022 年至 2024 年的二级市场交易规模详见上表。

3. 资产类别

下表列出了 2022 至 2024 年间，交易所市场与银行间债券市场发行量最大的三类资产的份额占比（数据已四舍五入至整数百分比）。

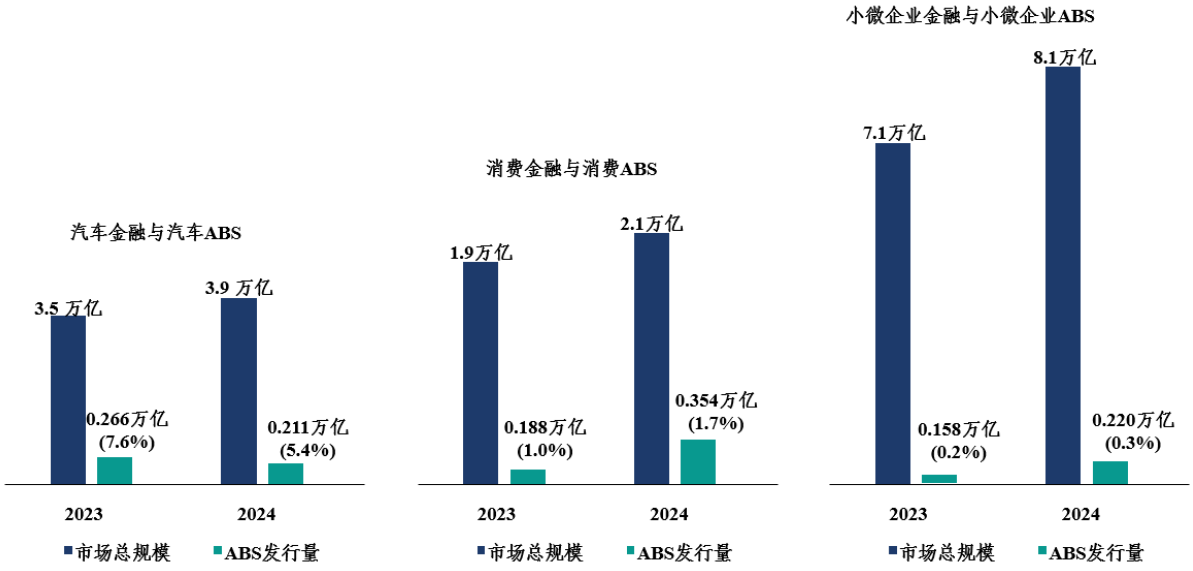
年份	交易所市场	银行间债券市场（CAS）	银行间债券市场（ABN）
2022	融资租赁（22%） 应收账款（22%） 供应链应收款（15%）	汽车贷款（62%） 企业贷款（12%） 不良资产（9%）	小额贷款（22%） 供应链应收款（18%） 融资租赁（15%）
2023	融资租赁（25%） 应收账款（22%） 供应链应收款（12%）	汽车贷款（52%） 小微企业贷款（21%） 不良资产（13%）	融资租赁（26%） 应收账款（20%） 补贴款（17%）
2024	融资租赁（21%） 应收账款（18%） 供应链应收款（15%）	汽车贷款（48%） 小微企业贷款（24%） 不良资产（19%）	互联网消费贷款（27%） 应收账款（16%） 小额贷款（11%）

数据来源：资产证券化发展报告，中央结算公司中债研发中心（2022 年、2023 年、2024 年）；中国资产证券化市场统计报告，中国资产证券化分析网（2022 年、2023 年、2024 年）

从整体市场规模看，某些资产类别的证券化发行量仍有较大增长空间。银行间债券市场或交易所市场发行的零售类 ABS，其基础资产小额、分散、标准化（例如汽车贷款、消费信贷、小微企业融资），如证券化能遵从国际标准，则有望获得穆迪、标普、惠誉的 AAA 国际评级。这类 ABS 产品十分适合通过 SFGC 面向全球发行，具有巨大发展潜力。2024 年，汽车贷款、消费金融和小微企业金融这几类资产的资产证券化发行量均未超过各自信贷市场总规模的 6%，详见下图 1。

向境外投资者开放中国内地证券化市场将为上述各类资产带来增长机会，这些资产类别在 2025/2026 年的年复合增长率预计可达 16%。

图 1：ABS 发行量与市场总规模对比



数据来源：中国国家统计局、国家金融监督管理总局、中国汽车流通协会、罗兰贝格（Roland Berger）、艾瑞咨询（iResearch）、中国资产证券化分析网（CNABS）、新分享（WeShare）

4. 票面利率与收益率

近年来，受人民币利率整体走低、境内投资者需求旺盛（可选择的替代投资有限）、监管政策对该产品的有力支持以及境内特有的信用增级措施（如全额担保）等多种因素影响，中国内地资产支持证券的票面利率一直维持在相对较低的水平。下表列出了 2022-2024 年间，在交易所市场和银行间债券市场发行的获得境内评级的优先档和夹层证券的平均利率:

发行市场[58]	2022	2023	2024
交易所市场（资产支持专项计划）	*(平均%)*		
优先档利率	2.88	3.34	2.60
夹层利率	3.45	3.79	3.21
银行间债券市场（信贷 ABS）			
优先档利率	2.51	2.61	2.24
夹层利率	2.55	3.79	2.48
银行间债券市场（资产支持票据）			
优先档利率	3.07	3.11	2.41
夹层利率	4.05	3.74	2.69

对境外投资者而言，境内 ABS 的低票面利率未必是问题。与所有跨境市场一样，跨币种互换市场将影响境外投资者的实际收益率。例如，在将境内债券再打包为境外证券的过程中，一旦将境内债券的人民币票息通过互换转换为另一币种（如美元或欧元），境外投资者便有机会获得额外的收益。在当前利率水平下，受美元高通胀率影响，转换为美元后的收益增厚可能超过 100 个基点。

对境内发行人而言，有利的互换利率能让他们以更优的汇率将境外募集的外币资金换回人民币。发行人将在“以较低收益率在境内少量发行”和“当互换市场有利时，扩大境外较高收益率的发行规模”这两种策略之间进行利益权衡。

随着市场成熟，境内发行人若选择直接在境外发行证券而非“打包”境内产品时，其收益率将与境内市场出现分化，因为境外投资者对信用风险和增

[58] 数据来源：资产证券化发展报告，中央结算公司中债研发中心（2022 年、2023 年、2024 年）

信措施的评估标准与国内有所不同。境内投资者通常更了解基础资产的表现和发起机构风险；而境外投资者可能不需要发起机构担保，但或许会要求提供更多担保品或流动性支持。此外，市场对不同评级（不同分层）债券的需求也会影响收益率。发行人可通过选择汇率更有利的货币来发行，以管理较高的境外利率成本。随着市场发展，发行人将在境内外市场间灵活切换，以抓住利率和汇率带来的机遇。

收益率并非吸引国际投资者配置中国内地资产支持证券的唯一因素。投资组合的多元化有助于大量投资者分散其全球投资风险并提高风险调整后收益，特别是考虑到中国内地的经济周期和信用环境可能区别于其他主要市场，这能为投资组合提供周期性稳定。此外，被证券化债券的优先级部分可以在获得国际 AAA 评级的同时，保持相对较低的资本占用风险权重，这一点对境外投资者也极具吸引力。

附件 E
结构化融资生态系统

SFGC 的成功取决于参与者、机构、基础设施、法规和流程构建的强大网络，共同支持了充满活力的结构化金融市场的运作。

香港有幸已经拥有该网络的多种基本元素。利用中国内地证券化市场的深度和经验，香港可以轻松利用其在金融专业知识、法律基础设施以及与大湾区和中国内地的跨境联通方面的独特优势，创建一个有凝聚力和活力的结构化融资生态系统。

然而，正如下文所述，为了让 SFGC 充分发挥其潜力，需要采取一系列审慎措施来完善相关流程，这些流程正是该生态系统的基本要素。

1. 主要参与者

生态系统中的这一要素在香港已经得以实现。当亚洲跨境证券化市场于 1990 年代中期开始时，香港的金融专业人士和律师就已对该地区的首批交易进行了安排、结构设计和文件拟定。

如今，香港的银行家、律师、投资者、受托人和评级机构继续主导着当今亚洲跨境结构化融资领域，新加坡的类似专业人士紧随其后。

一旦本提案其他部分概述的与在香港注册成立的 SPV 结构相关的步骤完成，生态系统中的主要参与者已经整装待发准备好接受 SFGC。

主要参与者	角色/描述
发起机构	创建和出售资产池（如贷款或应收账款）以进行证券化的公司或金融机构（如银行或抵押贷款人）。
特殊目的公司（SPV）	为从发起机构处购买资产池并向投资者发行证券而创建的法人实体。
投资者	购买 SPV 发行的证券的养老基金、保险公司、共同基金和银行等实体。
信用评级机构	评估和评级所发行证券的信用风险的组织。
服务商	负责管理标的资产、收取付款和向投资者分配收益的实体。
受托人和保管人	代表投资者持有资产并确保遵守证券化条款的参与方。

大学、银行、律师事务所和其他机构需持续投资于培养未来人才，了解香港的金融基础设施、监管和系统，包括“债券通”和 SFGC，这将是确保我们在市场上拥有源源不断的合格债务资本市场专家的关键因素。与亚洲同类司法管辖区相比，香港的优势在于拥有更深厚的受教育人才库，可供本地以及中国内地和国际市场吸收。

2. 基础设施和市场机构

作为普通法法域，香港不需要出台任何具体法律来允许结构化金融市场的发展。香港现有的法律法规框架完全能够支持 SFGC。我们在本提案中已指出，相关法规应考虑进行某些细微的调整，以确保 HK SPV 结构的征税和监管方式与国际资本市场所期望的方式相同。

香港的市场基础设施已很成熟，不过为确保当前的机构能力能够应对 SFGC 预期可带来的债券发行量增长，仍需进行一定的战略投资。虽然香港传统上主要是高度发达的权益资本市场，但上市、交易、清算和结算债务的基础设施能力已经很先进并发展良好（“债券通”就是证明），可以很容易地发展和适应增长的债券交易需求。

基础设施/机构	角色/描述
法律和监管框架	管理证券化和结构化融资交易、投资者保护、披露要求和破产程序的法律、法规和指南。
市场基础设施	结构化产品的上市、交易、清算和结算系统和平台。
会计和税务规则	影响证券化交易报告和征税方式的标准和政策。
技术平台	促进证券化资产的发起、服务和监控的数字工具和系统。

正如我们在本提案其他部分所述，需要更多的监管监督来确保 SFGC 按预期发展，而我们现有的中国内地和香港结构化融资专家和立法者将对此提供支持。我们还能够以“沪深港通”和“债券通”的成功模式为基础，与港交所和中央结算系统（CMU）整合，促进无缝的跨境交易、清算和结算。在香港，CMU 将发展成为亚洲国际中央证券存管机构（亚洲 ICSD），进一步加强香港作为全球债务资本市场投资和交易门户的位置。有关亚洲 ICSD 重要性的进一步讨论，请参阅*第十部分“香港：亚洲债券中心”*。

Web3 数字技术领域将是基础设施发展的一个令人兴奋的机会。鉴于香港需要考虑如何最好地配置资源以提升当前的市场基础设施，这是将流程完全数字化并利用分布式账本技术发行资产支持证券的绝佳机会。

3. 流程和交互

欧洲和美国所有成熟的证券化和结构化市场都拥有丰富的流程和交互，如下表所示。这些要素是创造投资者需求的"秘诀":

流程/交互	角色/描述
资产池构建	筛选、封包和结构设计使得资产转化为具有不同风险和回报（分层）的证券的过程。
发行和分售	向投资者发行和销售证券。
信用增级	超额抵押、第三方担保或保险等安排提高证券的信用质量。
持续报告和监控	定期披露资产表现数据并遵守监管要求。
二级市场活动	证券化和结构化产品首次发行后进行的买卖以增加市场的流动性。

随着 SFGC 市场的成熟，结构化融资生态系统的这些要素将发展和壮大。亚洲结构化融资在许多方面传统上落后于欧洲和美国，这将是香港的黄金机会，可以为中国内地和香港市场带来更广泛的好处。

以下过程尤为重要:

❖ *资产池构建*

分层设计证券意味着为投资者构建不同类别的风险。优先档将具备最低的风险（和最高的潜在评级），而夹层和次级档类别将具有较高的风险，但享有更高的回报。

在欧洲和美国，结构化融资证券的分层是常态，但亚洲的结构中，具有夹层的情况相对较少。这表明投资者对高评级优先档票据以外的层级缺乏兴趣。跨境市场更为活跃的地区（如韩国）发行量主要关注于优先档和 AAA 级投资者的需求。较低层级的资产支持证券往往在投资基金中更受欢迎。

因此，创造一个环境让更大规模的中国资产投资组合得以发行并分层为不同类别的证券，供具有不同风险承受能力的投资者购买，是提高

发行量的方法。完善的二级市场交易的发展（如下所述）对于支持这种增长也至关重要。

- ***信用增级***

某些类型的信用增级（例如来自第三方贷款人的流动性工具）可以帮助吸引特定投资者或支持信用评级不达市场需求的创新交易。例如，在一些市场，开发银行提供信贷便利以支持风险较高、具有战略重要性的证券是很常见的。在国际结构化融资市场中，发起机构或关联方的担保并非可接受的信用增级方式。

- ***存续期报告和监控***

持续的报告是投资者对结构化证券信心的关键。资本市场投资者依靠定期的资产表现报告（月度、季度、年度）来评估底层资产。欧盟对报告内容设定了高标准，而亚洲结构化融资的相关报告通常符合这一质量标准。SFGC 及相关机构（如联交所）应维持该等较强的报告要求，以确保透明度及投资者的信任。

- ***外部影响***

为了尽量减少动荡和具有挑战性的宏观经济条件对 SFGC 成功的影响，吸引广泛的投资者和发行人进入市场以确保市场活跃尤为重要。中国内地和香港监管机构和政策制定者的监管和政策支持可以为支持市场发展提供激励。例如，在新加坡，新加坡金融管理局向在新加坡证券交易所上市并使用新加坡 SPV 发行的资产支持证券提供补贴。这类激励对项目选择在该司法管辖区进行上市或发行将非常具有吸引力。

❖ *二级市场活动*

一个充满活力的二级交易市场对于充满活力的投资生态系统至关重要，否则投资者就只能使用“买入并持有”策略，这会阻止那些寻求灵活性或更高回报的投资者。

二级市场还为投资者提供了平仓离场的重要退出途径。要取得成功，二级市场必须受到良好监管、透明，并通过健全的披露和报告标准激发信心。

在香港，联交所、CMU 和新兴的分布式账本技术将支撑这个市场。当二级市场能吸引广泛的投资者（包括机构和散户）参与时，便会迎来蓬勃发展。上表列出了吸引广泛投资者的好处。

二级市场的好处	描述
增强流动性	广泛的投资者范围增加了交易的交易量和频率，使参与者更容易以当前市场价格建仓和平仓。
降低波动性	投资策略、时间范围和风险偏好的多样性有助于平衡买卖压力，从而减少价格波动并促进市场稳定。
健全的价格确定机制	不同类型的投资者为市场带来不同的观点和信息，有助于更准确和有效地为证券定价。
市场抗风险能力	拥有多种投资者类型的市场不太容易受到操纵或任何单一参与者的巨大影响，从而使其对冲击的抵御能力更强。

术语表

“十四五”规划	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》
ABN	非金融企业在中国银行间债券市场发行的以应收账款、小额贷款、融资租赁资产或其他类型资产作为支持的资产支持票据
ABS	资产支持证券；在中国内地债券市场，该术语涵盖了 ABN，以及在 CAS 或 ABSP 项下发行的证券。
ABSP	由持牌证券公司或中国证监会认可的其他金融机构为在交易所市场发行资产支持证券所设立的资产支持专项计划
AFME	欧洲金融市场协会
AMLO	《打击洗钱及恐怖分子资金筹集条例》（第 615 章）
《公告》	中国人民银行和香港金融管理局宣布推出 SFGC 的联合公告
APSA	亚太结构融资公会
APSA 认可标准	强化治理框架下 APSA 对于初始交易门槛和持续合规门槛的建议
亚洲 ICSD	亚洲国际中央证券存管机构
ASPV	新加坡的获准特殊目的载体
债券通（Bond Connect）	中国内地与香港之间债券市场互联互通计划
债券通北向通（Bond Connect Northbound）	债券通的“北向交易链接”，使适格境外投资者能够通过一个或多个经中国人民银行认可并为债券通有限公司接受的电子交易平台直接交易合格工具

一带一路（BRI）	中国“一带一路”倡议
BVI	英属维尔京群岛
CAS/信贷资产证券化	金融机构（银行及非银行）在中国银行间债券市场以特定信贷资产进行的证券化
Cat Bonds	巨灾债券
Cayman	开曼群岛
银登中心	银行业信贷资产登记流转中心有限公司
CGB	中国国债
中国内地/内地	中华人民共和国（香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区除外）
银行间债券市场（CIBM）	中国银行间债券市场
CIBM Direct/银行间债券市场直接投资	允许境外投资者直接投资于中国银行间债券市场（CIBM）的境内投资渠道。
108/34 号公告	国家税务总局、财政部联合发布的财税[2018]108 号及财政部 税务总局公告 2021 年第 34 号
CIS	集合投资计划
CIT	企业所得税
Clearstream	明讯银行
中央结算系统（CMU）	香港金融管理局债务工具中央结算系统
CSD	中央证券存管机构
中国结算	中国证券登记结算有限责任公司

中国证监会（CSRC）	中国证券监督管理委员会
DLT	分布式账本技术
适格境外投资者	“债券通北向通”项下的合格投资者
合格工具	符合条件的境外投资者在“债券通北向通”项下可投资的资产范围（包括债券和证券化产品）
强化治理框架	试点计划下 HK SPV 的强化治理框架
EU	欧盟
Euroclear	欧洲清算银行
EV	电动汽车
交易所市场	境内交易所市场，包括上海证券交易所（SSE）和深圳证券交易所（SZSE）
FI	金融机构
FSDC	香港金融发展局
大湾区（GBA）	粤港澳大湾区
GDP	国内生产总值
HK	香港
HKD	港币
港交所	香港交易及结算所有限公司
HKMA/金管局	香港金融管理局
HKMC	香港按揭证券有限公司
香港特区（HKSAR）/香港	中华人民共和国香港特别行政区
香港特区政府	香港特别行政区政府

HK SPV	在香港注册成立的经认证的“孤儿”特殊目的载体
ICSD	国际中央证券存管机构
ILBS	基础设施贷款支持证券
ILS	保险连接证券
行业协调人	指 APSA，作为 SFGC 框架下中国内地和香港特别行政区监管机构与结构化融资市场专业人员之间的协调机构，旨在促进市场最佳实践并倡导行业的整体利益
IOMed	国际调解院，总部设立于香港
IP	知识产权
IRO	《税务条例》（第 112 章）
MAS	新加坡金融管理局
MBS	抵押贷款支持证券
管理办法	企业中长期外债审核登记管理办法
MLO	《放债人条例》（第 163 章）
财政部	中华人民共和国财政部
小微企业	微型和小型企业
互联互通机制	中国人民银行、中国证券监督管理委员会公告〔2020〕第 7 号在银行间债券市场与交易所债券市场基础设施之间建立的双层托管清算互联互通机制
交易商协会	中国银行间市场交易商协会
国家发改委	国家发展和改革委员会
NFE	非金融企业
金融监管总局	国家金融监督管理总局
境外 ABS	HK SPV 发行的以境内债券作为担保的资产支持证券

境内债券	HK SPV 在 SFGC 项下通过“债券通北向通”取得的合格工具
境内发行人	指一个实体或载体，包括：（a）在银行间债券市场或交易所市场发行债券的中国内地企业、金融机构、地方政府或主权实体；或（b）SPT 或 ABSP
境内发起机构	以证券化交易为目的向 SPT 或 ABSP 转让资产的中国内地企业或金融机构
央行	中国人民银行
试点计划	APSA 对初始试点交易的提议
Ensemble 沙盒项目	香港金融管理局发起的利用试验性代币化货币进行银行间结算的项目
QDII	合格境内机构投资者
QFI 或 QFI 机制	合格境外投资者机制，包括合格境外机构投资者机制（QFII）和人民币合格境外机构投资者机制（RQFII）。
Quasi-ABS	信托计划等类资产支持证券
RMB	人民币
联交所	香港联合交易所有限公司
SFC/香港证监会	香港证券及期货事务监察委员会
SFGC	结构化融资全球通
SFO	《证券及期货条例》（第 571 章）
中小企业	中型和小型企业
SPT	中国银行间债券市场中发行资产支持证券时由持牌信托公司设立的特殊目的信托
SPV	孤儿特殊目的载体

STA	中华人民共和国国家税务总局
基础资产	境内发起机构在证券化交易中转让给 SPT 或 ABSP 的资产池
US	美国
USD	美元
VAT	增值税

致　谢

特邀顾问

我们深切感谢特邀顾问在整个过程中给予我们的坚定支持与富有洞见的指导:

梁振英 阁下 （大紫荆勋章、金紫荆星章、太平绅士）	中国人民政治协商会议全国委员会副主席；香港特别行政区前行政长官
梁定邦 博士 （御用大律师、资深大律师、太平绅士）	资深大律师；香港证券及期货事务监察委员会前主席；中国证券监督管理委员会前首席顾问；亚洲国际法律研究院联合主席；中国中信股份有限公司独立非执行董事；中国工商银行（亚洲）有限公司前独立非执行董事

APSA 工作组成员

本提案由下列 APSA 工作组成员构思、研究和起草。在此过程中，许多顾问、贡献者和行业参与者提出了见解和意见，我们对此表示感谢。他们的意见具有咨询性质；所有分析、结论和任何错误均由 APSA 工作组全权负责:

张秀芬 教授 (本提案召集人)	APSA 联席召集人；香港中文大学医学院客座教授；香港按揭证券有限公司前首席法律顾问及公司秘书；香港中文大学医院前首席法律顾问及公司秘书
陈春锋 先生	新分享控股有限公司副总裁；中国资产证券化论坛执行委员会委员兼副秘书长；渣打银行（中国）资本市场方案部前执行董事

何启新 教授	香港中文大学金融工程中心客席副教授；汇丰银行亚太区结构化融资部前董事总经理兼主管；APSA 执行委员会委员
黎敬伦 先生及团队	中国建设银行（亚洲）有限公司交易银行部总经理及主管
林杰纶 女士及团队	西盟斯律师行合伙人、香港证券化及衍生品主管；APSA 法律及监管小组委员会主席
刘小丽 女士及团队	北京市中伦律师事务所北京办公室权益合伙人
鹿麟 博士及团队	高伟绅律师行（香港）外国法律顾问律师；APSA 执行委员会委员
谭敏曦 女士	程伟宾律师事务所（普华永道网络成员）合伙人

行业审阅者

我们谨对以下人士及团队为本提案提供的见解、宝贵支持及反馈表示诚挚感谢:

董一岳 博士	香港金融发展局总监及政策研究主管
李恩如 女士	香港金融发展局高级经理（政策研究）

Douglas ARNER 教授	香港大学嘉里基金教授（法学）及研究资助局数码金融与可持续发展高级研究员；剑桥大学剑桥另类金融中心研究项目副总监
渣打银行	渣打银行，信用交易与市场部，亚太区证券化产品交易团队
王世伟 教授	CMS 律师事务所香港分所合伙人、公证人；香港城市大学法律系客座教授；APSA 秘书长
萧乃莹 女士 **胡喆** 先生 **费思** 先生	金杜律师事务所（香港、上海）合伙人

行业专家咨询组

我们衷心感谢行业专家咨询组的**17**家杰出机构，为这份提案进行了专业的审阅。该咨询组由结构化金融领域的国际领先机构组成，涵盖银行、证券公司、国际评级机构、再保险公司、专业服务机构及投资者群体。他们的行业专业性与实操洞见极具价值，助力完善了本提案的建议内容，确保其与当前市场实践保持一致。

鉴于部分机构因内部合规要求无法具名，我们仍向行业专家咨询组的所有成员致以诚挚谢意。以下机构已同意披露其参与情况。



中国银行股份有限公司



惠誉评级



香港上海汇丰银行有限公司



中国工商银行(亚洲)有限公司



Vistra 卓佳