

研究報告

中國內地與香港的 交易所債券市場的崛起



目錄

頁數

摘要	1
1. 中國內地與香港的交易所債券市場的擴容	2
1.1 香港的交易所債券市場的擴容及其成因.....	6
1.2 內地的交易所債券市場的擴容及其成因.....	8
2. 香港的交易所債券市場的特性.....	9
2.1 債券類別	9
2.2 投資者資格.....	10
2.3 債券發行及上市.....	11
2.4 債券交易	12
2.5 清算及交收.....	13
3. 內地交易所債券市場的特徵	13
3.1 債券種類	13
3.2 投資者資格.....	17
3.3 債券發行及上市.....	18
3.4 債券交易	19
3.5 清算及交收.....	20
4. 香港與內地的交易所債券市場相互合作的機遇與裨益	20
4.1 對內地的潛在裨益	21
4.2 對香港的潛在裨益	24
5. 總結	25
附錄：香港交易所與上交所及深交所的債券市場架構對比	26

摘要

中國內地與香港合計的交易所債券市場規模不斷增長，在債券數目、發行量及成交金額方面均已達到全球主要債市的規模。除受惠於實體經濟對融資的需求不斷增加外，香港與內地債券市場的政策激勵及制度優化亦是推動增長的主要因素。

香港方面，上市債券市場對全球發行人及投資者完全開放，並允許以不同貨幣發行及交易。上市債券種類包括傳統債券、可轉換債券及有資產支持的證券，惟現時尚無債券回購工具。發行人種類包括國家機構、國營機構、銀行、私人公司及超國家機構。上市債券可透過投標、向機構投資者私人配售或向公眾投資者公開發售的方式發行。專業投資者可買賣所有上市債券，而公眾投資者則只可買賣那些可公開發售的上市債券。場內債券交易於香港聯合交易所（簡稱「聯交所」）的電子證券交易系統進行，而在場外進行的非自動對盤交易則須向聯交所的系統申報。交易的結算及交收可以是透過聯交所的證券結算及交收系統——中央結算及交收系統（簡稱 CCASS）進行（適用於納入 CCASS 的債券），或透過與不同的國際中央證券存管機構有系統連接的香港金融管理局（簡稱「金管局」）債務工具中央結算系統（簡稱 CMU）進行（適用於納入 CMU 的債券）。

內地方面，海外發行人及投資者進入交易所債券市場的渠道受到限制。除了政府債券、金融債券、企業債券、公司債券、可轉換債券、可交換債券及資產支持證券的現券交易，債券回購工具的交易也可於上海證券交易所（簡稱「上交所」）及深圳證券交易所（簡稱「深交所」）進行。於內地發行的債券主要以人民幣計值及交易。內地的債券發行按不同種類分由不同監管機構監管。與中國銀行間債券市場相比，交易所債券市場的投資者類別更均衡。資產規模相對大且投資經驗符合最低要求的合格投資者可有更大程度參與交易所債券市場，其他公眾投資者則只可投資若干優質債券。除競價交易系統及大手交易平台外，上交所亦特設固定收益證券綜合電子平台以供債券交易之用。交易所債券交易的清算與交收都透過中國證券登記結算有限責任公司進行。

鑑於中國內地與香港的市場互聯互通機制——「滬深港通」及「債券通」北向交易——的良好經驗，香港與內地的交易所債券市場之間若實行債券發行及交易方面的互聯互通¹，兩個市場都應可互惠互利。這可令雙方吸引更多投資者及發行人，不僅可增加投資選擇，亦可透過買賣風險管理工具，達到跨境債券投資的協同效應。此外，若內地債券市場全面國際化能涵蓋交易所市場，將有助推動人民幣國際化，為內地與香港市場帶來更多發展機會。

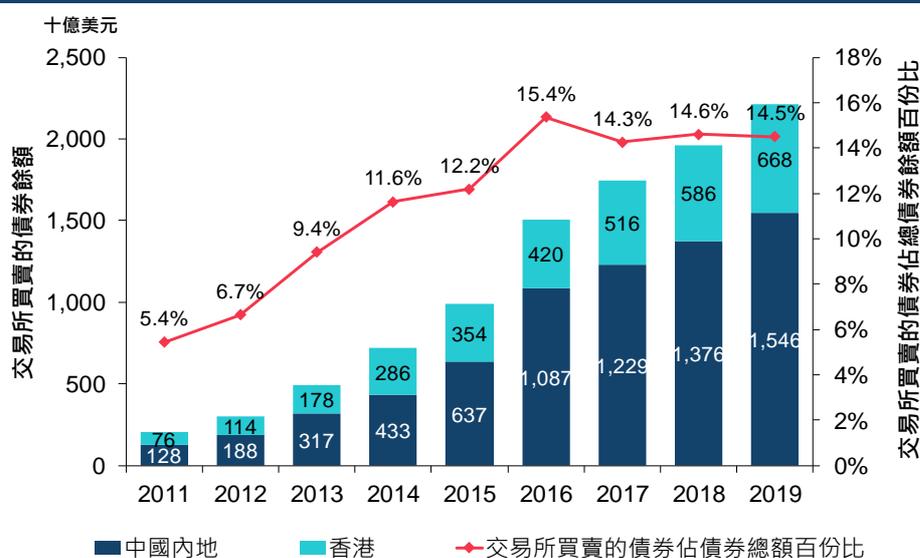
¹ 有待監管機構批准。

1. 中國內地與香港的交易所債券市場²的擴容

中國內地現時擁有全球第二大的債券市場³，當中包括中國銀行間債券市場（簡稱 CIBM）及交易所債券市場。中國政府及公司界別越來越多於在岸及離岸（尤其是香港）市場發行債券集資。事實上，香港是內地公司最大的離岸債券融資中心⁴。

對內地及香港債市來說，相對於交易所債券市場，場外債券市場一直是主導者。縱然如此，內地的交易所債券市場——處於上海證券交易所（簡稱「上交所」）及深圳證券交易所（簡稱「深交所」）的市場，與香港的交易所債券市場——處於香港交易及結算所有限公司（簡稱「香港交易所」）的證券市場，近年均急速擴容（見圖 1）。按債券餘額計，內地與香港的場內交易債券佔債券總額的百份比由 2011 年的 5.4% 升至 2019 年的 14.5%。

圖 1：內地與香港的交易所債券餘額（2011 年至 2019 年）



註：內地與香港的交易所買賣的債券餘額按 Wind 的匯率兌換為美元。「債券總額」是指內地與香港所有場內及場外買賣的債券合計餘額。

資料來源：中國內地及香港各自的債券市場總規模來自國際結算銀行（簡稱 BIS）；交易所買賣的債券餘額來自上交所、深交所及香港交易所。

與全球主要交易所債券市場相比，內地及香港市場的規模及成交量均尚處發展階段；但中國的交易所債券市場（上交所、深交所與香港交易所合計）在上市債券數目、每年發行量及每年成交金額方面均躋身全球十大之列。

就債券數目而言，2019 年年底，上交所、深交所與香港交易所合計位列全球第五，緊貼歐洲的主要交易所（見圖 2）。泛歐交易所⁵及盧森堡證券交易所（盧森堡交易所）於 2019 年分別位列第一及第二。這兩家交易所的債券上市制度提供有利的環境，吸引了全球各地許多不同類別的發行人，在其市場提供多種以歐洲投資者為對象的債務工具。在泛歐交易所上市的債券發行人得益於高效率的債券上市流程，現有發行人的債券可於短至一個營業日上市，新發行人的債券亦僅需七個營業日⁶。盧森堡交易所方面，債券亦可循快速程序上市，於三個營業日內完成首輪章程審閱，及其後兩個營業日內完成進一步的章程審閱⁷。盧森堡交易所所有四種債券上市模式可

² 本文中，「交易所債券市場」是指交易所的上市債券市場和債券交易市場。

³ 2019 年 12 月底數據。資料來源：〈表 C1 債務證券總額摘要〉（“Table C1 Summary of debt securities outstanding”），國際結算銀行網站債務證券統計數據，2020 年 6 月 3 日。

⁴ 見香港交易所研究報告〈香港支持內地民營企業集資的角色〉，載於香港交易所網站，2019 年 6 月 13 日。

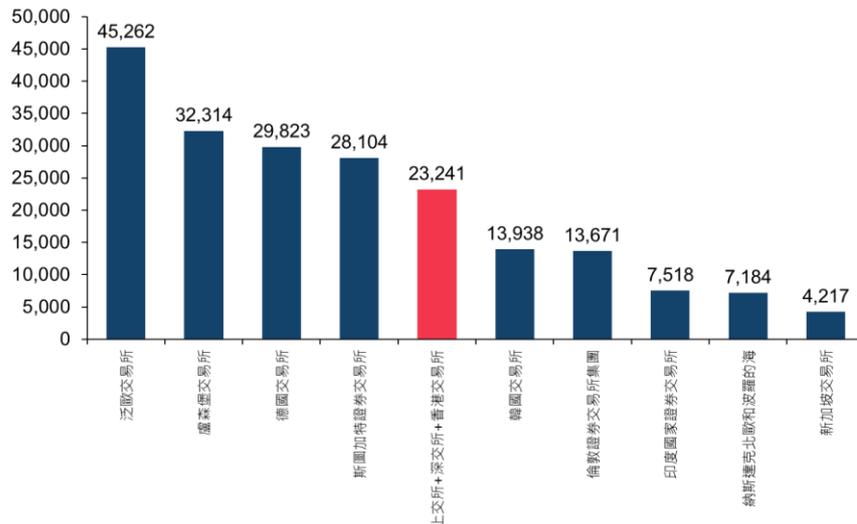
⁵ 泛歐交易所涵蓋阿姆斯特丹泛歐交易所、布魯塞爾泛歐交易所、都柏林泛歐交易所、里斯本泛歐交易所及巴黎泛歐交易所。

⁶ 資料來源：《泛歐交易所上市常問問題》（“Euronext Listing FAQ”），載於泛歐交易所網站，2019 年 9 月 13 日。

⁷ 資料來源：盧森堡交易所網站的「上市」（“Listing”）頁面，於 2020 年 6 月 23 日閱覽。

供發行人選擇（其中兩種將債券納入交易設施，一種不納入交易設施，另一種為綠色債券提供資料披露服務）⁸，加上盧森堡為僅次於美國的全球第二大投資基金中心⁹，於盧森堡的投資基金對買賣上市債券的潛在需求非常龐大。盧森堡豁免預扣稅、所得稅及資本利得稅以至財富稅的措施都有助吸引這些基金¹⁰。

圖 2：按上市債券數目排序的主要交易所（2019年年底）

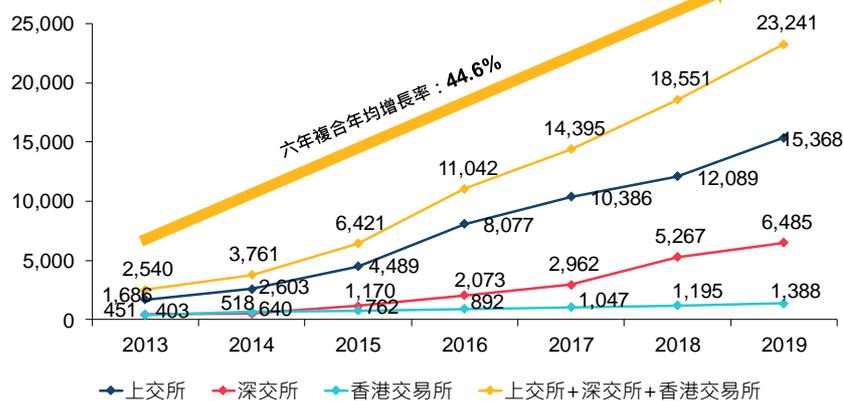


註：深交所的數字採用官方月度數據（除債券外還包括資產支持證券）。

資料來源：國際證券交易所聯會（簡稱 WFE）網站上的數據及深交所網站的月度數據。

內地與香港合計的上市債券數目由 2013 年年底的 2,540 隻增至 2019 年年底的 23,241 隻，六年之間的複合年均增長率達 44.6%（上交所：44.5%；深交所：55.9%；香港交易所：22.9%）（見圖 3）。

圖 3：上交所、深交所及香港交易所的上市債券數目（2013 年至 2019 年）



資料來源：上交所及深交所網站的月度數據以及香港交易所的《市場資料》。

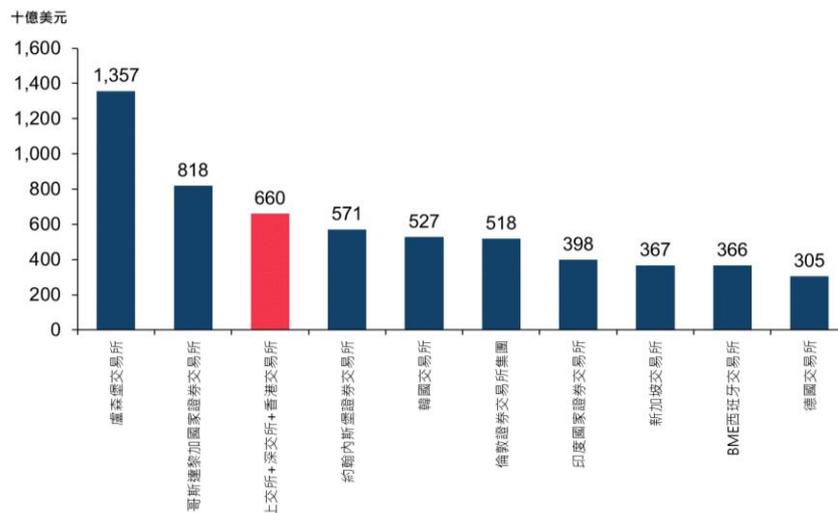
⁸ 上市平台包括盧森堡交易所市場 (Bourse de Luxembourg Market) (適用於歐盟投資者)、交易所監管歐元 MTF 市場 (Exchange-regulated Euro MTF Market) (適用本地投資者)、盧森堡證券官方上市 (LuxSE Securities Official List (SOL))及盧森堡綠色交易所 (Luxembourg Green Exchange (LGX))。資料來源：〈盧森堡債券上市市場〉(“Bond listing markets in Luxembourg”)，載於 *creatrust.com*，2019年9月16日。

⁹ 資料來源：〈歐洲樞紐盧森堡：連接歐洲與中國〉(“Luxembourg, the European Hub: Bridging gaps across Europe for China”)，載於德勤網站，2019年7月8日。

¹⁰ 見〈2016年盧森堡稅務及投資〉(“Taxation and investment in Luxembourg 2016”)，載於德勤網站，於2020年6月23日閱覽。

就債券發行量而言，上交所、深交所與香港交易所合計於 2019 年位列全球第三，盧森堡交易所居首（見圖 4）。

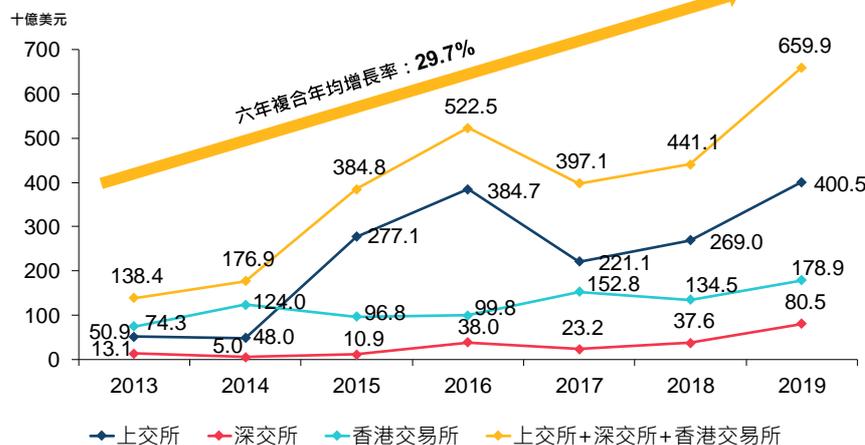
圖 4：按債券總發行金額排序的主要交易所（2019 年）



註：上交所及深交所的數據來自其網站上的月度數據，再按 Wind 的 2019 年美元兌人民幣平均每日即期匯率兌換為美元。
資料來源：WFE 網站上的統計數據、上交所及深交所網站上的月度數據。

上交所、深交所與香港交易所上市債券合計的全年發行金額由 2013 年的 1,384 億美元增至 2019 年的 6,599 億美元，六年之間的複合年均增長率為 29.7%（上交所：41.0%；深交所：35.3%；香港交易所：15.8%）（見圖 5）。

圖 5：上交所、深交所及香港交易所的債券每年發行金額（2013 年至 2019 年）



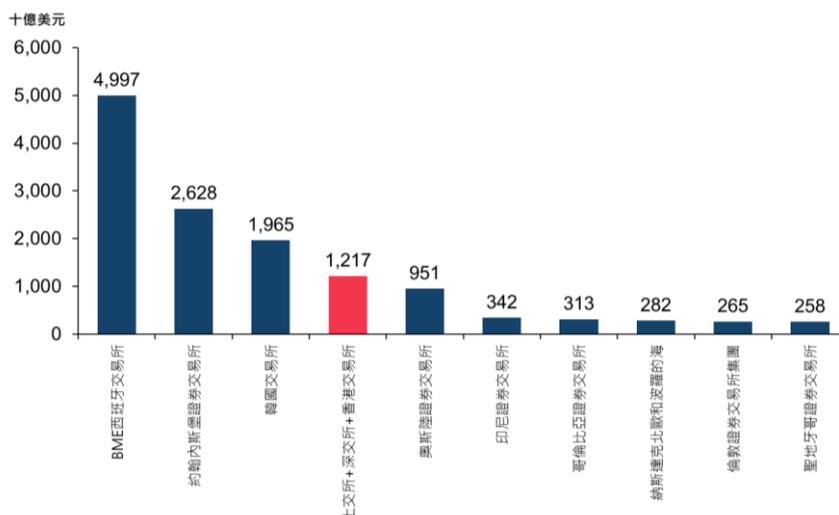
資料來源：上交所及深交所網站上的月度數據以及香港交易所的《市場資料》。

就債券成交金額而言，上交所、深交所與香港交易所合計於 2019 年位列全球第四。BME 西班牙交易所（簡稱 BME）位列第一（見圖 6），原因是場內及場外債券交易均被計入其成交金額，因為所有債券交易（包括場外市場的債券交易）均須透過 Iberclear（由 BME 擁有的實體）進行結算¹¹。BME 營運三個主要債市——以報價帶動的主要市場（簡稱 AIAF）（當地的機構及散戶投資者均可參與）、以買賣盤帶動的二級公開債務市場（簡稱 SENAF）以及主要為非上市公司發行的債券而設的市場（簡稱 MARF）（對象為歐洲的機構投資者）。BME 市場的債券

¹¹ 見〈政府證券市場的電子交易平台〉(“Electronic trading platforms in government securities markets”)，載於世界銀行網站，2013 年 11 月。

交易主要透過協議交易進行（2019年佔總交易金額的78.4%¹²）。西班牙債市提供風險管理工具，包括BME旗下衍生產品交易所MEFF提供的十年期政府債券期貨，亦為市場流通量提供支持。

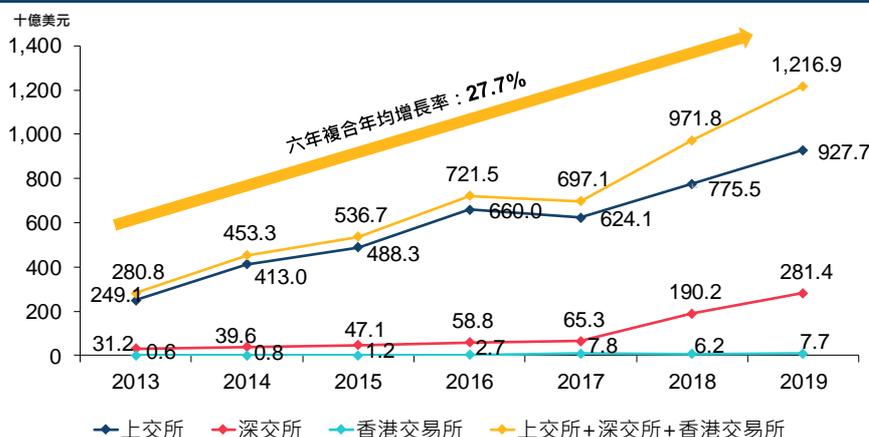
圖 6：按債券成交金額排序的主要交易所（2019年）



註：上交所及深交所的數據來自其網站上的月度數據，再按 Wind 的 2019 年美元兌人民幣平均每日即期匯率兌換為美元。
資料來源：WFE 網站上的統計數據、上交所及深交所網站的每月數據。

上交所、深交所與香港交易所上市債券的每年成交金額由 2013 年的 2,808 億美元增至 2019 年的 12,169 億美元，六年之間的複合年均增長率為 27.7%（上交所：24.5%；深交所：44.3%；香港交易所：54.3%）（見圖 7）。

圖 7：上交所、深交所及香港交易所上市債券的每年成交金額（2012 年至 2019 年）



註：成交金額不包括回購成交。
資料來源：上交所及深交所網站上的月度數據以及香港交易所的《市場資料》。

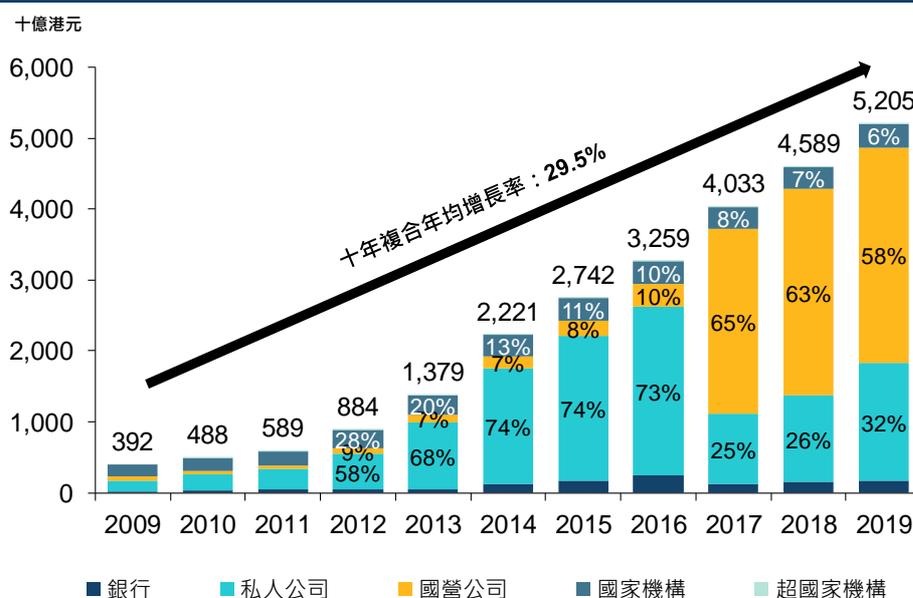
¹² 按 WFE 網站上的 2019 年統計數據計算。

1.1 香港的交易所債券市場¹³的擴容及其成因

部份發行人選擇安排債券於交易所上市，是想吸引更多投資者，皆因互惠基金及單位信託基金只獲授權購買上市產品¹⁴。香港的上市債券市場對全球發行人開放，債券的上市流程效率高，還有政府的激勵政策支持。僅向專業投資者發行的債券的上市制度已於 2011 年簡化，以加快審批時間（見第 2.3 節）。為吸引新的債券發行人，香港政府於 2018 年 5 月推出《債券資助先導計劃》，向 2013 年 5 月後不曾發行債券的債券發行人資助部份發行費用。此外，政府亦於 2018 年 6 月推出《綠色債券資助計劃》，資助取得香港品質保證局綠色債券認證所需的費用，以吸引綠色債券的發行人¹⁵。

香港上市債券的總餘額於過去十年大幅增長，由 2009 年的 3,920 億港元增至 2019 年的 52,050 億港元，十年之間的複合年均增長率達 29.5%（見圖 8），這可部份歸因於內地、香港及海外發行人自 2010 年起紛紛於香港發行離岸人民幣債券（即「點心債」）¹⁶。另外，美元債券發行量的增加，尤其是內地房地產公司發行的美元債券，亦推動這增長¹⁷。所有上市債券的全年發行金額由 2009 年的 470 億港元增至 2019 年 14,020 億港元，十年之間的複合年均增長率為 40.4%（見圖 9）。越來越多的國家機構及私人公司自 2016 年起趁息率偏低「提早再融資」¹⁸，以致這些國家機構及私人公司發行的債券到 2019 年年底就佔了總額的 90.4%（見圖 8）。

圖 8：按發行人類別劃分的香港上市債券餘額（2009 年至 2019 年）



註：銀行及超國家機構發行的債券佔比甚低，其數字沒有在圖中註明。

資料來源：香港交易所的《市場資料》。

¹³ 在香港，上市債券可於香港交易所的證券市場交易或於場外市場交易。

¹⁴ 資料來源：《ASEAN+3 債券市場指南：中國香港》(ASEAN+3 Bond Market Guide: Hong Kong, China)，載於亞洲開發銀行網站，2016 年 11 月。

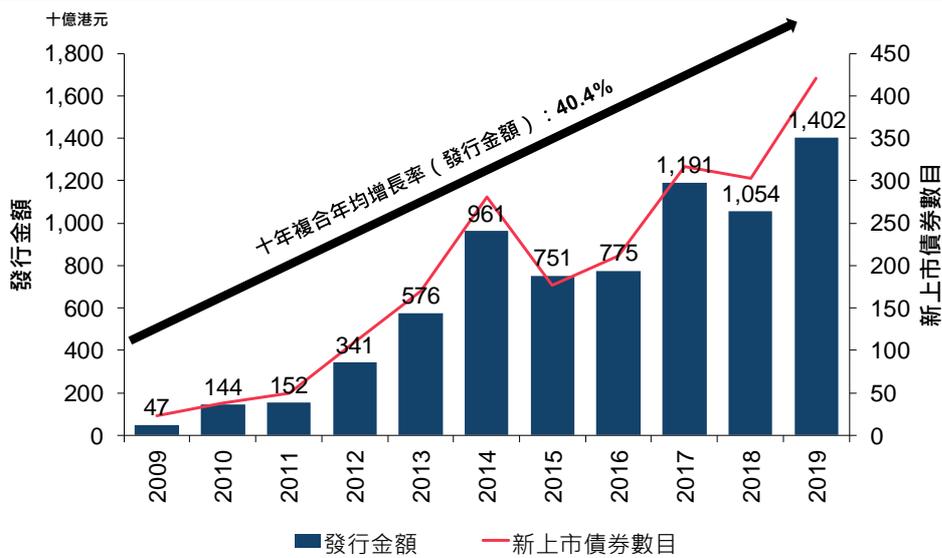
¹⁵ 見香港交易所研究報告〈綠色債券發展趨勢：環球、中國內地與香港〉，載於香港交易所網站，2018 年 12 月 13 日。

¹⁶ 見香港政府新聞公報〈香港離岸人民幣業務之十年回顧與展望〉，2014 年 2 月 28 日。

¹⁷ 見〈地產「借新還舊」發債創紀錄：房企 2 月已發 18.5 億美元債〉，載於《21 世紀經濟報道》，2019 年 2 月 13 日。

¹⁸ 見〈2016 年香港債券市場概況〉，載於金管局《季報》，2017 年 3 月。

圖 9：香港新上市債券的總發行金額及數目（2009年至2019年）

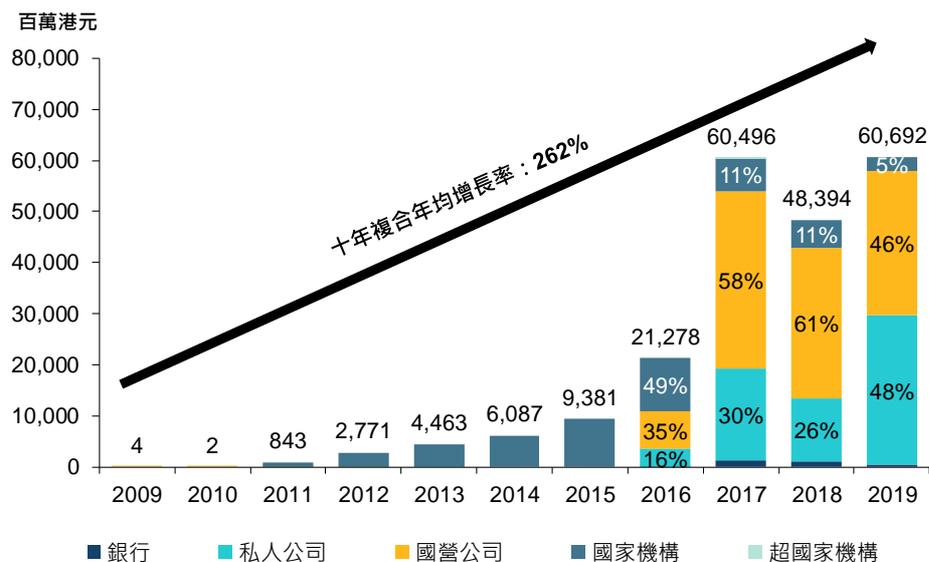


資料來源：香港交易所的《市場資料》。

就債券交易而言，香港市場對全球投資者完全開放。投資者於香港市場可享類似盧森堡的低稅環境——根據《合資格債務票據計劃》於香港發行的債券（於2018年4月1日或之後發行）所得的利息及盈利均享有稅務豁免。香港市場有多種貨幣風險管理工具，包括可交收的美元兌離岸人民幣期貨及期權，有助管理債券投資的風險。

香港上市債券的總成交金額由2009年的400萬港元大幅增至2019年的606.92億港元，十年之間的複合年均增長率達262%（見圖10），部份原因包括香港政府（歸類為國家發行人）在2011年至2016年間發行的三年期通脹掛鈎債券的成交所致。私人及國營公司發行的債券於2019年的成交金額佔比則高達94.6%，與債券總餘額的情況類似；這些債券大部份都沒有向公眾投資者公開發售，故主要是於機構投資者之間進行交易（見第2.2節）。

圖 10：按發行人類別劃分的香港上市債券總成交金額（2009年至2019年）

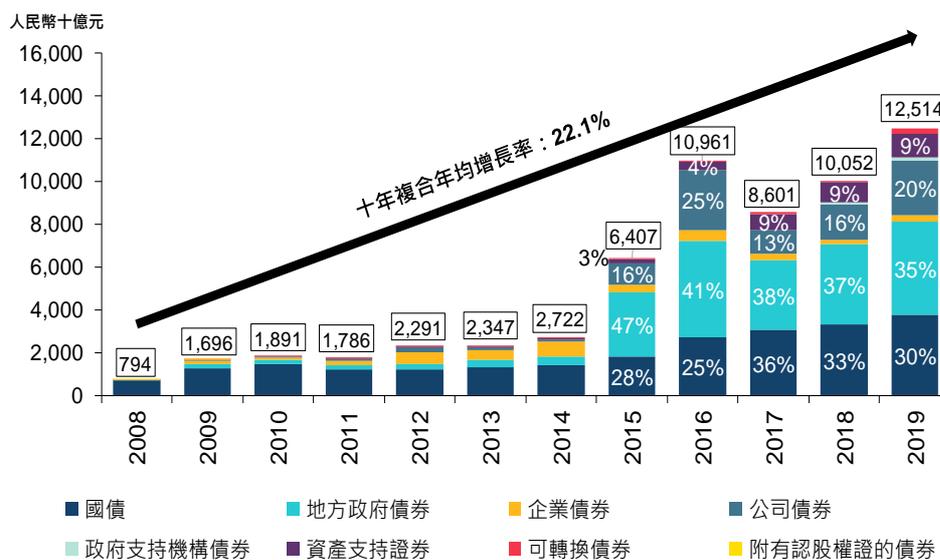


資料來源：香港交易所的《市場資料》。

1.2 內地的交易所債券市場的擴容及其成因

內地的交易所債券的發行金額自 2014 年起大幅增長，每年發行金額由 2009 年的人民幣 1.7 萬億元增至 2019 年的人民幣 12.5 萬億元，十年之間的複合年均增長率達 22.1%（見圖 11）。這增長主要受 2014 年實施的新預算法¹⁹及有關公司債券發行的法規修訂²⁰所支持，推動地方政府債券及公司債券發行量的增長。新預算法旨在透過地方政府債務置換來解決地方政府的融資問題。透過債務置換，地方政府融資平台的高息債券會由較低息及年期較長的地方政府債券所取代。此外，據報地方政府融資平台發行債券的審核條件已放寬——地方政府的現金流佔比均不得超過 50% 的規定已取消，僅保留收入佔比均不得超過 50% 的規定²¹。根據修訂後的法規，公司債券發行人的範圍已由僅包括上市公司擴大至包括非上市公司，因此現涵蓋不少房地產公司及地方政府融資平台，而公開發售程序亦已簡化（有關債券發行及上市流程，見第 3.3 節）。

圖 11：內地市場的交易所債券的總發行金額（2009 年至 2019 年）



註：內地的交易所債券市場包括上交所及深交所。

資料來源：Wind。

內地交易所債券的現券交易呈現升勢，惟成交金額增長略低於發行金額（見圖 5 及圖 7）。為加強投資者保障，交易所於 2017 年提高了債券散戶投資者適當性的資格規定²²，包括將淨資產規定由人民幣 300 萬元提升至人民幣 500 萬元，並就債券種類施加若干投資限制（見第 3.2 節）。儘管提高了限制，內地交易所因提供多種投資及風險管理工具，包括上交所及深交所的債券回購以及中國金融期貨交易所（簡稱「中金所」）的國債期貨，均為交易所債券現券交易的流動性提供支持。

除現券交易外，內地交易所亦提供債券回購交易作為短期融資工具。在典型的債券回購交易中，投資者以某一價格向另一方出售債券，並承諾於到期時以較高價格向買方購回。這對賣方（借方）而言是回購，對買方（貸方）而言則是逆回購。若賣方違反承諾，買方可將債券售予第三

¹⁹ 《中華人民共和國預算法(2014 修正)》，全國人民代表大會常務委員會發布，2014 年 8 月 13 日；有關法律於 2018 年 12 月 29 日進一步修訂。

²⁰ 經修訂的《公司債券發行與交易管理辦法》，中國證監會發布，2015 年 1 月 15 日；經修訂的《中華人民共和國證券法（自 2020 年 3 月 1 日起施行）》，2019 年 12 月 28 日。

²¹ 見〈市場人士透露：地方融資平台借新還舊 發債條件放鬆〉，載於《中國證券報》，2019 年 3 月 14 日。

²² 見《上海證券交易所債券市場投資者適當性管理辦法（2017 年修訂）》，上交所發布，2017 年 6 月 28 日；《深圳證券交易所債券市場投資者適當性管理辦法》，深交所發布，2017 年 6 月 28 日。

方以抵銷其損失。因此，有關債券的作用有如抵押品，減低買方承擔的賣方信用風險²³。這有助債券持有人獲得短期貸款，投資者亦獲得本金保障（債券作為抵押品）及回報（通常會提供槓桿）。在回購交易中，結算銀行及託管代理發揮著重要的中介作用²⁴。

債券回購（包括逆回購）的場內交易於內地交易所相當活躍（香港現時則未有提供）。上交所及深交所債券回購的成交金額急速增長，債券回購於 2019 年的成交金額達到人民幣 237.4 萬億元，是現券成交金額（人民幣 8.4 萬億元）的 28.4 倍左右（見圖 12）。

圖 12：上交所及深交所的債券回購成交金額（2013 年至 2019 年）



資料來源：深交所數據來自深交所網站的月度數據；上交所 2019 年 6 月及之前的數據來自上交所網站的月度數據、2019 年 7 月起的數據來自 Wind。

2. 香港的交易所債券市場的特性

香港的上市債券市場由香港交易所旗下全資附屬公司——香港聯合交易所（簡稱「聯交所」）——營運，是個公開市場，有來自全球的廣闊發行人及投資者基礎，亦有多種不同貨幣供選擇。由於大多數上市債券僅售予專業投資者，而他們大部份均是機構投資者，因此香港債市一直由機構投資者主導。

2.1 債券類別

現時在香港上市的債券的發行人來自包括內地的世界各地，所涉範圍廣泛，計有企業、國家機構²⁵及超國家機構，且債券可以多種貨幣發行。截至 2019 年年底，香港上市債券的計價貨幣共十種——美元、港元、人民幣、歐元、澳元、日圓、新加坡元、加拿大元、英鎊和澳門元。約有 96% 的上市債券以美元、港元或人民幣計價，按數目計分別佔總數的 82%、8% 和 6%，按債券餘額計分別佔總額的 89%、4% 和 3%（見圖 13）。在香港上市的債券大部份是僅售予專業投資者的債務證券，截至 2019 年年底，這類債務證券共有 1,319 隻（佔總數的 95%），債券餘額為 6,462 億美元（佔總數的 98%）²⁶。

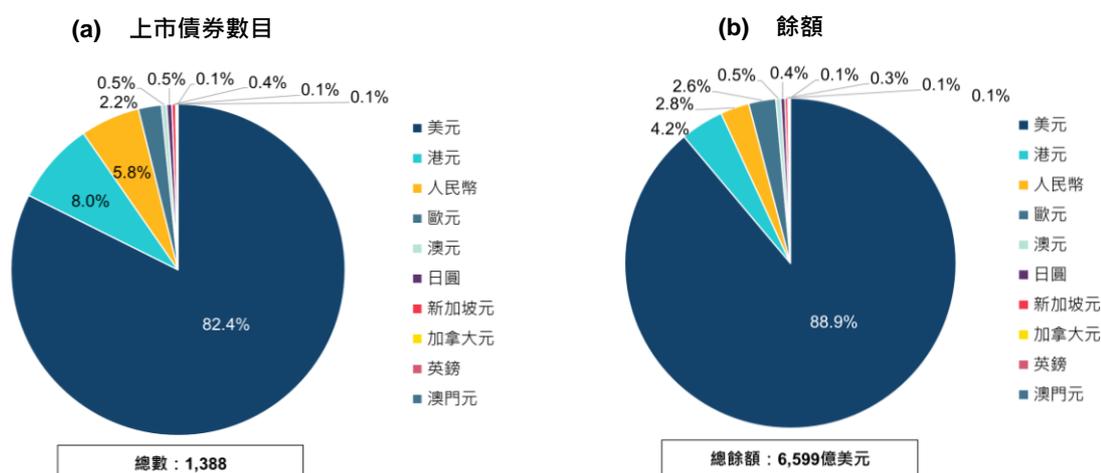
²³ 見〈1. 什麼是回購債券？〉(“1. What is a repo?”)，國際資本市場協會 (ICMA) 網站，於 2019 年 7 月 31 日閱覽。有關內地市場上債券回購交易的類別，見本文第 3.1 節。

²⁴ 見 Adrian, T., B. Begalle、A. Copeland 與 A. Martin (2013 年) 〈回購及證券借貸〉(“Repo and securities lending”)，《紐約聯儲員工報告》(New York Fed Staff Reports) 第 529 號。

²⁵ 「國家機構」包括國家或任何地區或地方當局。見聯交所《主板規則》第一章中的定義。

²⁶ 根據香港交易所網站上的債務證券名單計算——截至 2019 年年底，於香港交易所上市的債券共 1,388 隻，每隻債券的面值（債券餘額）以其計價貨幣計算。債券若以美元以外的其他貨幣計價，其面值則根據 2019 年 12 月 31 日的匯率轉換為美元（匯率來源：Wind）。

圖 13：按計價貨幣劃分的香港上市債券數目及餘額（2019年年底）



註：以不同貨幣計價的上市債券餘額按 Wind 於 2019 年 12 月 31 日的匯率兌換為美元。由於四捨五入的誤差，百分比的總和未必相等於 100%。

資料來源：香港交易所網站的債務證券清單（2019 年 12 月 31 日資料）。

按發行人類別劃分，香港上市債券的類別包括由政府或超國家機構發行的政府及超國家機構債券、香港金融管理局（簡稱「金管局」）發行的外匯基金票據以及私人公司或公營機構發行的債券。按特點劃分，債券可分為傳統債券²⁷、可轉換債券、有資產支持的證券（或稱資產支持證券）等。

與內地市場不同，香港的債券回購市場不算盛行。就場外市場而言，香港市場缺乏大量的政府證券或央行票據讓銀行進行港元的債券回購交易²⁸。聯交所上市債券的場內市場則尚未有標準化債券回購工具。上市債券（特別是僅售予專業投資者的債券）通常不是存放於聯交所的證券結算及交收系統——中央結算系統(CCASS)，而是存放於 Euroclear 和 Clearstream 以及/或金管局營運的債務工具中央結算系統(CMU)，此系統與 Euroclear 和 Clearstream 有系統連接（見第 2.5 節）。因此，就算場內可進行上市債券的回購交易，債券於存放機構之間的轉換也不便於將其用作回購交易的抵押品。

2.2 投資者資格

就投資者資格而言，在聯交所上市的債券可分為兩類，各受不同的上市規定所規管：

- (1) 根據聯交所《主板上市規則》（簡稱為《主板規則》）第二十二章至第三十六章上市的債務證券²⁹——這類債務證券可接受公眾投資者投資（稱為「公眾投資者債券」）；及
- (2) 根據《主板規則》第三十七章³⁰上市的債務證券——這類債務證券只向專業投資者發售，而不會發售予公眾投資者（稱為「僅售予專業投資者的債券」）。

如屬香港人士，《主板規則》第三十七章所指的「專業投資者」的定義是按香港法例第 571 章《證券及期貨條例》所界定，不包括按《證券及期貨條例》的第 397 條所制定的規則所指定的人

²⁷ 傳統債券一般指最基本的債券類型，有預定的票面息率、到期日和面值，不附嵌入式期權。

²⁸ 見《ASEAN+3 Bond Market Guide 2016 - Hong Kong, China》，載於亞洲開發銀行網站，2016 年 11 月。

²⁹ 債券亦可根據聯交所的《GEM 上市規則》公開發售並上市，但除非發行人的股本證券或其控股公司的股本證券已於 GEM 上市或將發行人的債務證券同時於 GEM 上市，否則發行人不得將其債務證券於 GEM 上市。至今未有債券循此路徑上市。

³⁰ 聯交所最近就有關《主板規則》第三十七章的修訂進行諮詢。本文有關《主板規則》第三十七章中的要求只反映截至文章出版日期時的要求（見第 2.3 節）。有關《主板規則》第三十七章的修訂將於 2020 年 11 月 1 日生效，這些修訂包括發行人最低資產淨值的規定由 1 億港元提高至 10 億港元及增設最低發行金額 1 億港元的規定。詳情請見香港交易所新聞稿〈聯交所刊發《上市規則》第三十七章諮詢總結及第三十七章有關上市文件披露及持續責任的指引〉，載於香港交易所網站，2020 年 8 月 21 日。

士。這些投資者包括認可財務機構、保險人和集體投資計劃³¹。如屬非香港人士，「專業投資者」則是指根據有關司法權區對公開發售的相關豁免可向其出售證券的人士。專業投資者可以參與所有上市債券類別的一級和二級市場。

2.3 債券發行及上市

不同類別債券的發行方式各有不同³²：

- **投標³³**：第一市場交易商可於債券發行時遞交投標價。根據「香港政府機構債券發行計劃」，政府債券的發行採用以投標價為準的競爭性投標方式。香港政府於2018年通過此計劃發行了3年、5年、10年和15年期的債券。另外，金管局通過以投標價為準的競爭性投標方式，或以非競爭性投標方式發行外匯基金票據。投標發行中的第一市場交易商提供包銷安排，他們可能要認購在有效投標中未獲認購的債券。
- **公開發售**：公開發售的債券可供公眾投資者認購。公開發售債券需要提供更全面而詳盡的招股章程，這有別於私人配售時只須提供格式相對簡單的發售文件或投資條款清單。香港特別行政區（簡稱「香港特區」）政府發行的政府債券，會用《香港政府零售債券發行計劃》的計劃通函，描述零售債券計劃的特點。香港特區政府會就即將發行的個別系列的零售債券另行刊發發行通函，以列明只適用於該零售債券系列的條款³⁴。
- **私人配售**：債券可以通過私人配售發行予少數專業投資者。私人配售的發售文件中有關信息披露的監管要求較公開發售所要求的寬鬆。

債券在香港上市受聯交所的《主板規則》所規管。《主板規則》中有關僅售予專業投資者的債券的特定規則，有別於有關售予公眾投資者的債券的規則。

(1) 僅售予專業投資者的債券

僅售予專業投資者的債券只要符合《主板規則》第三十七章的要求（2011年11月起已經簡化³⁵）便可上市。債券發行人可以是企業、國家機構、國營機構或超國家機構，但債券只可售予專業投資者。債券面額至少須達到價值500,000港元或外幣等值。發行人若是企業，除非屬《主板規則》下的豁免情況，否則一般資格準則包括資產淨值必須達1億港元和呈交前兩年經審核的賬目³⁶。如發行人由一家符合《主板規則》所述要求的公司全資擁有，並且是由其擁有人（按《上市規則》規定）提供擔保，則可以發行有擔保的債務證券。如《主板規則》所述，對於一般的申請，聯交所將在5個營業日內向發行人發出發格函件³⁷。發行人須繳付一次性的債券上市費（7,000港元至90,000港元不等），但毋須繳付上市年費。

(2) 公眾投資者債券

這類債券的上市受《主板規則》第二十二至三十六章規管。擬發行並上市債券的發行人應向香港交易所上市科尋求指引，以便及早得知其上市申請建議是否符合要求。無論是專業投資者還是公眾投資者均可投資這類債券。上市方法可以是「發售以供認購」及「發售現有證券」

³¹ 見《證券及期貨條例》附表1第1部以及投資者及理財教育委員會的「錢家有道」網站上「專業的門檻」版頁，2018年10月31日。

³² 見《ASEAN+3 Bond Market Guide 2016 - Hong Kong, China》，載於亞洲開發銀行網站，2016年11月。

³³ 見《機構債券發行計劃資料備忘錄》，載於香港政府債券計劃網站，2020年1月6日；及《外匯基金債券計劃資料備忘錄》，載於金管局網站，2017年7月。

³⁴ 香港特區政府可以更新或補充計劃通函。就個別零售債券系列而言，其相關的發行通函可能會就該個別系列修改及/或補充在計劃通函中所述的條款。

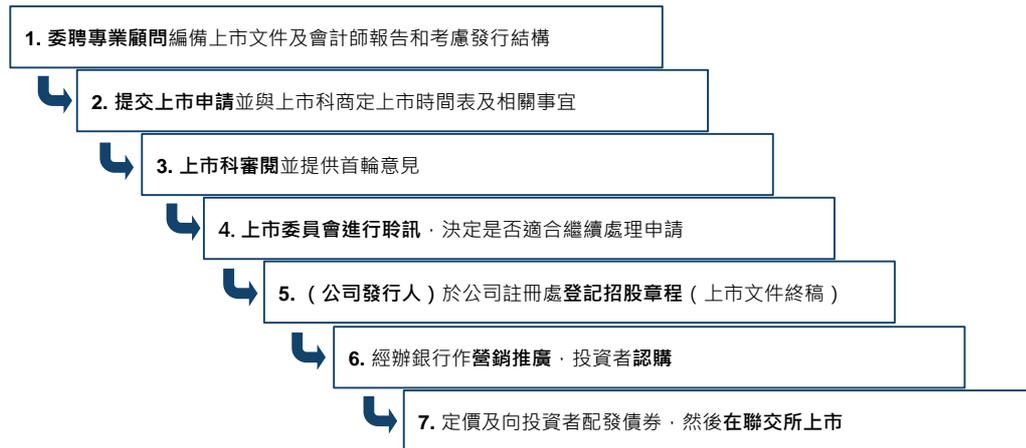
³⁵ 見《建議修訂有關僅售予專業投資者的債務證券的上市規定的諮詢總結》，載於香港交易所網站，2011年10月。

³⁶ 根據最近的一項諮詢，《主板規則》第三十七章所列的若干上市規定會有所修訂，將於2020年11月1日起生效。見香港交易所新聞稿〈聯交所刊發《上市規則》第三十七章諮詢總結及第三十七章有關上市文件披露及持續責任的指引〉，載於香港交易所網站，2020年8月21日。

³⁷ 實際上，對於一般債券申請，香港交易所在正常情況下將在一個營業日內向屬香港上市公司的債券發行人，或在兩個營業日內向屬其他類別的債券發行人，發出上市審批函件或資格函件。

或《主板規則》第二十二章規定的其他方法³⁸。圖 14 概述公開發售債券的一般流程。發行人的一般資格包括要有 1 億港元股東資金、最低集資額 5,000 萬港元以及呈交三個會計年度的經審核賬目³⁹。不同類別發行人的特定資格（或適用的豁免）各有不同，詳見《主板規則》針對礦務公司、國家機構、超國家機構、國營機構及銀行的個別章節。債券上市文件的一般披露規定載於《主板規則》第二十五章及附錄一 C 部，包括發行人的一般資料及其股本、業務及管理層的資料、將上市的債券資料及發行人的財務資料。此外，若發行人為於香港或海外註冊成立的公司，根據香港法例，上市文件將被視為招股章程，須遵守香港法例第 32 章《公司（清盤及雜項條文）條例》的內容規定，並於公司註冊處登記。

圖 14：公開發售債券的一般上市流程示意圖



香港政府債券會以投標方式向機構投資者發行及以公開發售方式向零售投資者發行。外匯基金票據則透過投標方式向機構及零售投資者發行。部份香港政府債券和外匯基金票據（主要為向零售投資者發行）也於聯交所上市。計劃在聯交所上市的公司債券，則通常只私人配售予專業投資者。不過，CCASS 可便利發行人向零售投資者公開發售公司債券。中國農業發展銀行（中國內地三家政策性銀行之一）於 2019 年發行的債券，在向專業投資者作私人配售的同時，亦只透過 CCASS 供公眾（零售）投資者認購，是首隻採用這種發行方式並上市的非政府債券⁴⁰。

2.4 債券交易

香港上市債券的交易安排與主板上市的股票基本相同。交易在香港交易所的「領航星交易平台－證券市場」（OTP-C）上進行，平台提供執行「交易所交易」及申報場外「非自動對盤交易」的功能。

- 「交易所交易」：上市債券可於「開市前時段」和「持續交易時段」⁴¹進行自動配對交易，但「收市競價交易時段」則不提供債券買賣，因為此時段目前僅適用於股票和交易所買賣基金。上市債券通常以其面值貨幣的每 100 貨幣單位為買賣單位進行報價⁴²，最低上落價位為 0.05 貨幣單位。投資者可向交易所參與者落盤，再由交易所參與者通過 OTP-C 落盤進行自

³⁸ 根據《主板規則》第二十二章，其他上市方法包括「配售」、「交換」或「行使期權、認股權證或類似權利」。

³⁹ 就新申請人而言，會計師報告所涉的財政期間不可早於在超過上市文件刊發日期前 9 個月前已結束。就海外發行人而言，會計師報告須符合例如《國際財務匯報準則》的會計準則。

⁴⁰ 見香港交易所新聞稿〈香港交易所迎來首隻非政府零售債券〉，載於香港交易所網站，2019年5月23日。中國農業發展銀行於2019年發行的債券，投資者只能通過 CCASS 申請認購其零售部份。在此之前，有發行人（香港五隧一橋有限公司）於 2004 年亦通過 CCASS 發售零售債券，但那次投資者除了通過 CCASS 之外，也可通過零售銀行申請認購。

⁴¹ 優化開市前時段措施將會於 2020 年稍後實行，到時債券將只可在「持續交易時段」進行交易，「開市前時段」不再提供債券買賣。見〈優化開市前時段計劃〉，載於香港交易所網站，於 2020 年 7 月 28 日閱覽。

⁴² 以日圓計價的債券是以每 100,000 日圓為買賣單位進行報價。見《交易所規則》第五章第 524 條和第 525 條，香港交易所發布，2020 年 8 月 24 日。

動配對成交。持續交易時段內接受輸入限價盤、增強限價盤及特別限價盤，而開市前時段內則接受競價盤及競價限價盤⁴³，但均須符合「報價不可偏離按盤價 9 倍」的規則⁴⁴。投資者可進行保證金交易，但不得賣空。

- 「非自動對盤交易」：大手交易或碎股交易通常在場外以非自動對盤方式執行。這些非自動對盤交易並無成交額的限制，但須於交易日當天進行交易後 15 分鐘內或於下一個交易日上午 9 時 45 分或之前向聯交所完成申報。

就僅售予專業投資者的上市債券而言，專業投資者（一般為機構）通常會在場外與其他專業投資者進行交易。交易所參與者於場外進行交易，即使對手並非交易所參與者，亦須將所有場外交易向聯交所申報。聯交所系統中的交易記錄會包括交易所參與者之間進行的場外交易。

2.5 清算及交收⁴⁵

上市債務證券的結算可以實時或在收市後以券款對付（DVP）方式或毋須付款方式（FOP）進行。實時結算以毛額計算，收市後結算則以淨額計算。按發行人的選擇，發行後的上市債務證券可以納入 CCASS 及/或 CMU。納入 CCASS 的債務證券將透過該系統結算，CCASS 與金管局的即時支付結算系統（RTGS）有系統連接，可處理貨幣包括港元、美元及人民幣。有些上市債券則通過 CMU 清算及交收，而 CMU 與國際中央證券存管機構（如 Euroclear 和 Clearstream）的系統有連接，國際投資者可以通過這些網絡持有和交收債券。

3. 內地交易所債券市場的特徵

內地債券市場（尤其是國債及政策性銀行債券）在發行金額及成交金額兩方面均由中國銀行間債券市場（CIBM）主導。然而，交易所債券市場自 2015 年起呈現大幅增長，提供多種由上市公司及非上市公司發行的債務工具，其包括不同類型內地機構及投資者的服務對象比 CIBM 更多元化（見以下各分節）。

3.1 債券種類

內地交易所債券市場提供不同種類的債券，這些債券主要由內地發行人發行，包括中央政府及地方政府機構、政策性銀行、金融機構及公司。中國證券監督管理委員會（簡稱「中國證監會」）及相關部門正探索如何就熊貓債券的上市及發行制定專門的規則⁴⁶。內地的債券發行按債券種類由不同監管機構審批。表 1 概括了上交所與深交所提供的各類交易所債券的特徵。有關債券可大致分為兩大類：

(1) 政府債券或政府支持機構債券

這包括國債、地方政府債券及政策性銀行金融債券，這些債券的信貸評級較高。除於內地擁有 A 股戶口的成熟投資者（即「合格投資者」）外，擁有 A 股戶口的公眾投資者（稱為「公眾投資者」）亦可買賣此等債券。國債及地方政府債券可同時於交易所市場或 CIBM 進行交易，因為有關債券的託管可由中國證券登記結算有限責任公司（簡稱「中國結算」）（服務在上交所及深交所進行的交易）轉移至中央國債登記結算有限責任公司（簡稱「中債登」）（服務在 CIBM 進行的交易）。就交易所市場而言，債券交易僅透過中國結算進行清算及交

⁴³ 在持續交易時段，限價盤只可以按指定價格配對；增強限價盤與限價盤類似，但最多可同時與十條價格輪候隊伍進行配對，只要成交的價格不差於輸入價格。在開市前時段（2020 年稍後實行優化開市前時段措施生效前仍可作債券交易），競價盤是沒有指定價格的買賣盤，在輸入交易系統後按最終參考平衡價格進行對盤，而競價限價盤是有指定價格的買賣盤。見載於香港交易所網站的〈交易機制〉版頁，於 2020 年 7 月 28 日閱覽。

⁴⁴ 買賣盤的報價不可偏離按盤價 9 倍或以上。見《交易所規則》第五章，香港交易所發布，2020 年 8 月 24 日。

⁴⁵ 見〈有關債務證券的常問問題〉，載於香港交易所網站，2020 年 6 月 24 日。

⁴⁶ 熊貓債券是境外發行人於內地市場發行的人民幣計值債券。自 2014 年起，已有多隻交易所熊貓債券根據發行公司債券的規則發行。見唐應茂（2017 年）〈熊貓債市場分割和證券監管競爭與統一〉，載於《證券法苑》第 22 期，111-138 頁。

收；就 CIBM 而言，債券交易可透過中債登或銀行間市場清算所股份有限公司（簡稱「上海清算所」）進行清算及交收（見第 3.5 節）。

(2) 信用債券

這包括公司債券、企業債券、可轉換債券、可交換債券及資產支持證券，都是由公司發行人發行。

- 所有公司實體（包括上市或非上市公司）均可發行**公司債券**，公開發行公司債券須經交易所審核，並向中國證監會註冊。**企業債券**則主要是由國有企業或地方政府融資平台發行，用於基礎設施項目融資，須經國家發展和改革委員會（簡稱「發改委」）批准。企業債券的託管可由中國結算轉移至中債登⁴⁷，像上述的國債或地方政府債券一樣，在交易所市場及 CIBM 均可買賣。值得注意的是，在公司發行人發行的債券當中，越來越多是有綠色標籤的債券（即綠色債券），發行綠色債券須遵守有關資料披露的額外規定（例如所得款項的綠色用途）⁴⁸。
- **可轉換債券**可由上市公司發行，附有可交換發債公司的新發行股份的選擇權，而**可交換債券**則由上市公司股東發行，附有可交換股東所持股份的選擇權（例如母公司發行可交換其附屬公司股份的可交換債券）⁴⁹。有關債券的發行須經中國證監會及交易所批准。
- **資產支持證券 (ABS)** 包括以非金融機構的基礎資產作收入支持的公司/企業 ABS，以及以金融機構的信貸資產所支持的 ABS。此類債券受內地政府大力推廣，市場正在增長；在有關政策的支持下，各類 ABS 的發程序於 2014 年 11 月得以簡化⁵⁰，發行量亦自此大幅增加⁵¹。

表 1：內地各類交易所債券的特徵

特點	債券種類					
	國債 / 地方政府債券	金融債券	企業債券	公司債券	可轉換 / 可交換公司債券	資產支持證券 (ABS)
批准發行機構	財政部	<ul style="list-style-type: none"> • 中國人民銀行 • 中國銀行保險監督管理委員會（「銀保監會」） 	國家發展和改革委員會（「發改委」）及發改委指定的機構	中國證監會及各交易所	中國證監會及各交易所	<ul style="list-style-type: none"> • 交易所（企業 ABS） • 中國人民銀行及銀保監會（信貸 ABS）
發行人類型	財政部 / 地方政府	政策性銀行	有營利的企業（主要為國有企業及地方政府融資平台）	所有公司實體（包括控股公司及有限責任公司）	<ul style="list-style-type: none"> • 上市公司⁽¹⁾（可轉換債券） • 上市公司股東（可交換債券） 	基礎資產的實益擁有人
年期	主要為中期至長期	無限制	主要為中期至長期（通常為五年）	多於一年（通常為五年）	一至六年	無限制

⁴⁷ 將於 CIBM 交易的企業債券的託管由中債登轉移至中國結算以於交易所市場進行交易需時大概三天。見：海通證券固定收益部（2016 年）〈交易所債券市場的發展現狀、問題及建議〉，載於《中國證券》2016 年第 5 卷，2 至 7 頁。

⁴⁸ 見香港交易所研究報告《綠色債券發展趨勢：環球、中國內地與香港》，載於香港交易所網站，2018 年 12 月 13 日。

⁴⁹ 見《可轉換債券與可交換債券的區別是什麼？》，載於中國證券業協會網站，2018 年 11 月 21 日。

⁵⁰ 見《中國銀行業監督管理委員會辦公廳關於信貸資產證券化備案登記工作流程的通知》，由當時的中國銀行業監督管理委員會（簡稱「中國銀監會」，重組後現為中國銀行保險監督管理委員會，簡稱「銀保監會」）發布，2014 年 11 月 20 日；及《證券公司及基金管理公司子公司資產證券化業務管理規定》，中國證監會發布，2014 年 11 月。

⁵¹ 請參閱 Schipke, A.、M. Rodlauer 及 L. Zhang（2019 年）〈第八章 有資產支持的證券〉，《中國債券市場展望》，國際貨幣基金組織。

表 1：內地各類交易所債券的特徵

特點	債券種類					
	國債 / 地方政府債券	金融債券	企業債券	公司債券	可轉換 / 可交換公司債券	資產支持證券 (ABS)
信貸評級	高	高	相對高，主要為 AA 級或以上	<ul style="list-style-type: none"> 相對高，主要為 AA 級或以上 不適用於私人配售 	相對高，主要為 AA 級或以上	優先級相對高，主要為 AA 級或以上
發行方式	招標、公開發行及私人配售	招標、公開發行及私人配售	招標、公開發行及私人配售	公開發行及私人配售	公開發行及私人配售	招標（信貸 ABS）、公開發行及私人配售
投資者⁽¹⁾						
公眾投資者	允許	允許	僅可參與符合特定品質條件的債券	僅可參與符合特定品質條件的發行人的公開發行債券	僅可參與符合特定品質條件的發行人的公開發行債券	不允許
合格投資者 ⁽²⁾	允許	允許	允許	允許	允許	允許
交易安排						
競價	允許	允許	允許	僅適用於符合特定標準的公開發行	僅適用於符合特定標準的公開發行	不允許
大宗交易	允許	允許	允許	允許	允許	允許
固定收益平台（僅上交所）	允許	允許	允許	允許	允許	允許
雙邊託管轉移	中國結算與中債登之間	不支援	中國結算與中債登之間	不支援	不支援	不支援

(1) 根據中證監於 2020 年 8 月 7 日發布作公開諮詢的《關於就修訂《公司債券發行與交易管理辦法》公開徵求意見的通知》，可轉換債券發行人的資格要求和投資者適當性的資格要求將會有所修訂。修訂將會容許非上市公司發行可轉換債券，以及將投資者分為「普通投資者」和「專業投資者」（見 3.2 節）。

(2) 「合格投資者」包括合格機構投資者和合格個人投資者（見 3.2 節的詳細資料和建議的修訂）。

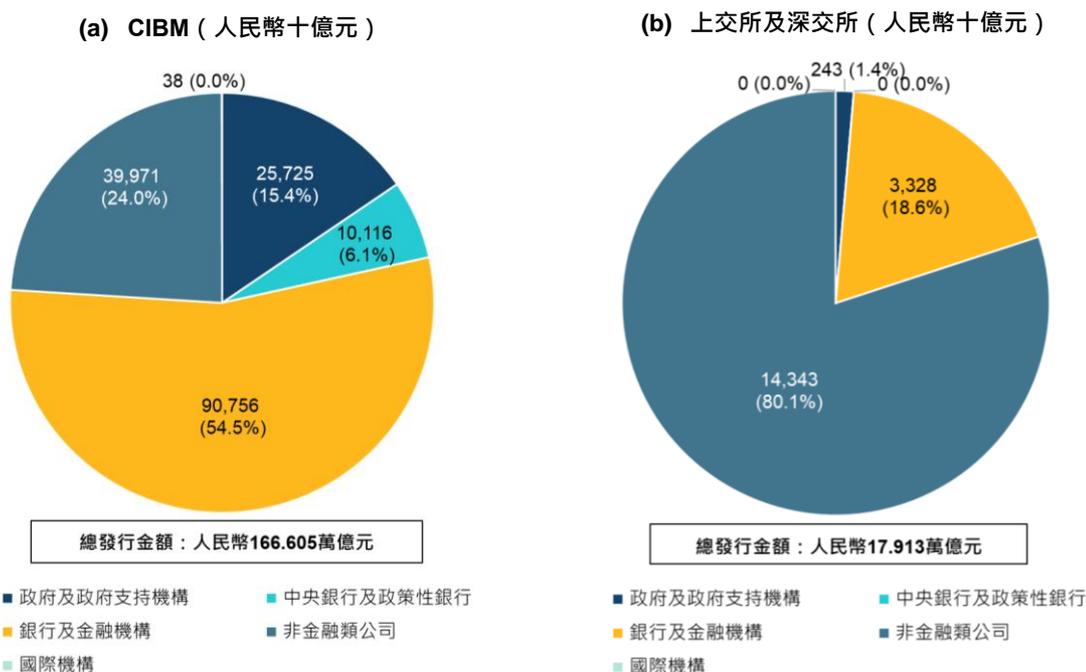
資料來源：上交所及深交所網站，於 2020 年 6 月 24 日閱覽。

根據 2010 年至 2019 年間的總發行金額，內地交易所債券市場中公司債券的佔比高於其他發行人類別的債券，與 CIBM 的發行人類別分布有所不同（見圖 15）。交易所市場的 2010 年至 2019 年間的債券發行金額有大約 80% 是由非金融類公司發行，而於 CIBM 發行的則主要是銀行及金融機構發行的債券。

按絕對金額計，CIBM 與交易所債券市場均為非金融類公司直接融資的重要來源——其於 2010 年至 2019 年，單獨透過 CIBM 及單獨透過交易所市場發債⁵²的金額分別達人民幣 40 萬億元及人民幣 14.3 萬億元。然而，交易所債券市場明顯傾向服務非金融類公司，為這些公司提供直接融資，起着支持實體經濟的作用。

⁵² 不包括同時於 CIBM 及交易所市場發行的債券。

圖 15：交易所市場及 CIBM 債券發行金額的分布（按發行人類別劃分）（2010 年至 2019 年）



註：

- (1) 數據不包括同時於 CIBM 與交易所市場發行的債券，因不可能將其發行金額分別給兩個市場。這些債券包括大部份的國債、本地政府債券及政府支持機構債券，還有一些政策性銀行債券和企業債券。
- (2) 銀行及金融機構發行的債券包括銀行、保險公司、證券公司及其他金融機構發行的金融債券、信貸資產支持證券、存款證及證券公司發行的短期融資券。非金融類公司發行的債券包括中期票據、企業債券、公司債券、短期融資券、可轉換債券、可交換債券，以及私募票據及債券。
- (3) 由於四捨五入的誤差，百分比的總和未必相等於 100%。

資料來源：Wind。

上交所及深交所均有提供債券回購交易服務，交易類別包括質押式回購交易與買斷式回購交易⁵³。質押式回購交易是指債券持有人在將債券質押的同時，將相應債券以標準券折算率計算出的標準券數量所涉及的金額為融資額度向對方進行質押融入資金，交易雙方約定在回購期滿後返還資金和解除質押的交易。買斷式回購交易是指債券持有人將債券賣給購買方的同時，交易雙方約定在未來某一日期，賣方再以約定價格從買方購回相等數量同種債券的交易。上交所及深交所於 2018 年推出債券質押式三方回購交易⁵⁴。債券質押式三方回購交易是由第三方（交易所與結算公司）提供擔保品（即抵押品）管理服務的質押式回購交易。

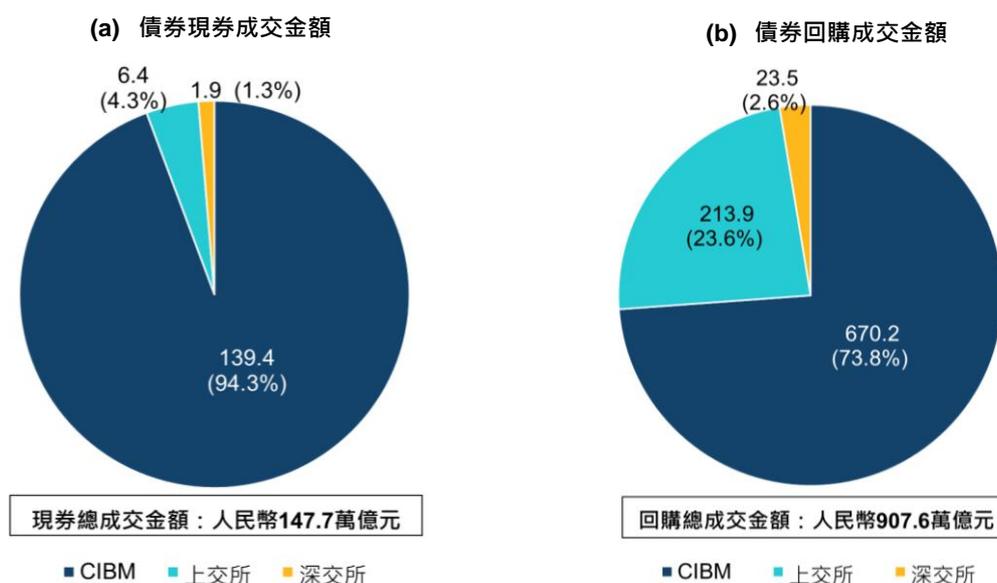
於交易所進行的債券回購交易較現券交易更活躍。上交所與深交所合計的債券現券交易金額於內地市場的佔比仍然偏低（2019 年佔 CIBM 與交易所市場的債券交易合計總額少於 6%）（見圖 16a），但上交所與深交所於 2019 年合計的債券回購交易總額於 CIBM 與交易所市場合計總額的佔比則是約 26%（見圖 16b）。這是由於信用債（例如企業債券及公司債券）可在交易所市場進行回購交易時獲廣泛接納為抵押品，並享有平均折現率達 80%，而在 CIBM 通常因為難以估值而不接納此等債券為抵押品⁵⁵。

⁵³ 資料來源：上交所及深交所網站。

⁵⁴ 見《上海證券交易所、中國證券登記結算有限責任公司債券質押式三方回購交易及結算暫行辦法》，上交所及中國結算發布，2018 年 4 月 24 日；《深圳證券交易所中國證券登記結算有限責任公司債券質押式三方回購交易及結算暫行辦法》，深交所及中國結算發布，2018 年 7 月 13 日。

⁵⁵ 見羅晶〈由回購交易的市場分布看銀行間債券市場機制建設〉，載於《債券》，2012 年 11 月。

圖 16：內地債券市場現券及回購的成交金額（按市場劃分）（2019年）



註：由於四捨五入的誤差，百分比的總和未必相等於 100%。

資料來源：上交所及深交所的數據來自其網站上的月度數據；CIBM 的數據來自中債登網（Chinabond.com.cn）。

3.2 投資者資格

內地證券市場採用「投資者適當性管理」的方式來保護投資者，較高風險的投資工具只能向符合某些資格要求（包括資產淨值和投資經驗）的投資者推介。內地交易所債券市場中的投資者分為兩大類別，一向稱為「合格投資者」及「公眾投資者」⁵⁶。由於經修訂後的《證券法》於 2020 年 3 月 1 日起實施，中國證監會於 2020 年 8 月 7 日發布修訂公司債券發行和交易相關規則的徵求意見稿作公開諮詢⁵⁷（以下簡稱「2020 年規則修訂稿」），以配合新《證券法》。根據 2020 年規則修訂稿，公司債券的投資者分類將會調整為「普通投資者」及「專業投資者」（而不是「合格投資者」）。專業投資者的標準將會按照中國證監會關於投資者資格的規定⁵⁸來執行。

(1) 合格投資者（將改稱為「專業投資者」）

機構及個人均可以取得資格投資若干不向公眾投資者發售的債券類別，但須符合不同的資格範圍。合格機構可參與所有債券類別（包括評級為 AAA 級以下的債券）的一級及二級市場，以及公司及企業債券、ABS 及違約債券的非公開發售（有關債券不得向公眾投資者發售）。合格機構亦合資格參與預發行國債，可於發行程序期間招標前（招標日期前的一至四個營業日）買賣國債⁵⁹。合格個人投資者則可投資於可供公眾投資者買賣的債券類別，以及透過僅向合格投資者進行公開發行的 AAA 級公司債券，但據 2020 年規則修訂稿，此要求將會作出修改⁶⁰。

⁵⁶ 見《上海證券交易所債券市場投資者適當性管理辦法（2017 年修訂）》，上交所發布，2017 年 6 月 28 日；《深圳證券交易所債券市場投資者適當性管理辦法》，深交所發布，2017 年 6 月 28 日。

⁵⁷ 見《關於就修訂《公司債券發行與交易管理辦法》公開徵求意見的通知》，中國證監會發布，2020 年 8 月 7 日。

⁵⁸ 《證券期貨投資者適當性管理辦法》，中國證監會發布，2016 年 12 月 12 日，於 2017 年 7 月 1 日生效。

⁵⁹ 見《財政部、中國人民銀行、中國證券監督管理委員會關於開展國債預發行試點的通知》，財政部、中國人民銀行及中國證監會發布，2013 年 3 月 13 日。

⁶⁰ 根據 2020 年規則修訂稿，公眾投資者（新規定中稱為「普通投資者」）可投資的公開發行的公司債券須達到 AAA 信貸評級的要求將會被刪除。只要債券發行人能符合新規定的要求（見 3.3 節），其公開發行的公司債券，不論其信貸評級，都將會容許普通投資者參與投資。

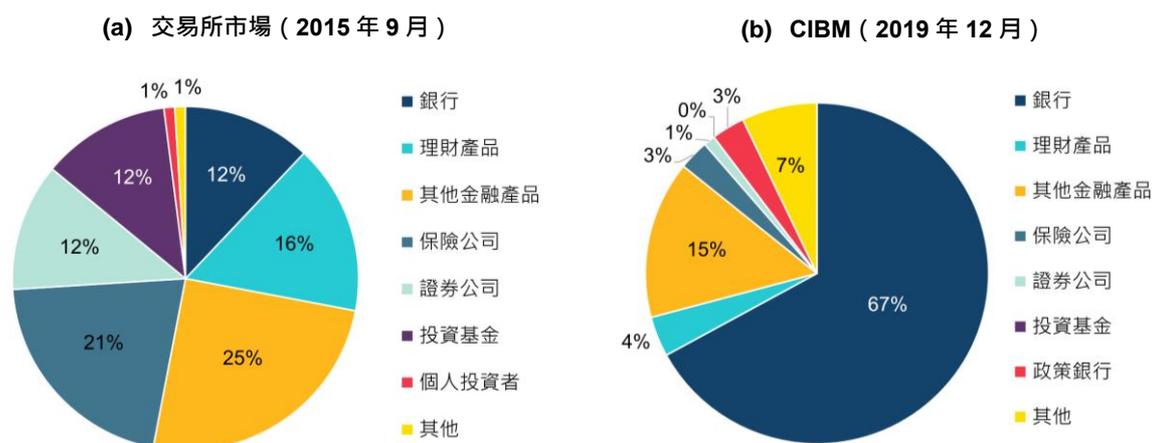
- **合格機構**包括金融機構及其向投資者發行的理財產品、合格境外機構投資者（QFII）、人民幣合格境外機構投資者（RQFII）、全國社會保障基金及養老基金，以及其他符合若干條件（最近年度結束時，其淨資產及財務資產分別至少達人民幣 2,000 萬元及人民幣 1,000 萬元，並在證券、基金、黃金、外匯等方面具備至少兩年的投資經驗）的合格機構。
- **合格個人**為符合以下條件的個人：於過去 20 個交易日有至少人民幣 500 萬元的投資資產或最近三年每年收入至少人民幣 500,000 元，並在證券、基金、黃金、外匯等方面具備至少兩年的投資經驗。

(2) 公眾投資者（將改稱為「普通投資者」）

公眾投資者可參與國債、地方政府債券、政策性銀行金融債券，以及公開發行的公司債券及可轉換債券的一級及二級市場。公眾投資者亦可為質押式債券回購交易的貸方。

內地的交易所債券市場的投資者類別較 CIBM 均衡（後者的投資者絕大部份為銀行）。2019 年 12 月，銀行佔 CIBM 總債券持有量約 67%；而在交易所市場，2015 年 9 月銀行僅佔總債券持有量的 12%（見圖 17），而佔比至少等同銀行的其他類別的機構投資者計有保險公司、證券公司、投資基金、理財產品及其他金融產品（例如社會保障基金、QFII/RQFII、信託及企業年金）。

圖 17：交易所市場及 CIBM 的債券持有量的分布（按投資者類別劃分）



註：在交易所市場持有債券的「其他金融產品」包括社會保障基金、QFII/RQFII、信託及企業年金。由於四捨五入的誤差，百分比的總和未必相等於 100%。

資料來源：交易所市場數據來自〈中國債市投資者結構缺陷：機構和個人投資者如何並舉〉，載於 21jingji.com，2015 年 12 月 17 日；CIBM 數據來自中債登網站 (Chinabond.com.cn)。

3.3 債券發行及上市⁶¹

債券發行渠道包括向特定合格投資者非公開發行（即私人配售或稱私募）以及向合格投資者及/或公眾投資者公開發行（即代銷、包銷、招標或競價）。不同類別的交易所債券的發行程序會有所不同。

以公司債券為例，發行公司債券須遵守相關的規則及規例，包括發行人及投資者的資格規定。公司債券可以公開發行⁶²或非公開發行（即私募）。

⁶¹ 債券的發行及上市受不同機構發布的不同規則及規例監管，包括：《中華人民共和國證券法（自 2020 年 3 月 1 日起施行）》，2019 年 12 月 28 日；《公司債券發行與交易管理辦法》，中國證監會發布，2015 年 1 月 15 日；《關於就修訂《公司債券發行與交易管理辦法》公開徵求意見的通知》，中國證監會發布，2020 年 8 月 7 日。

⁶² 在 2020 年規則修訂稿所擬的修訂予以實行之前，公司債券的公開發行分為同時向合格投資者和公眾投資者發行的「大公募」和只向合格投資者發行的「小公募」。見〈大公募、小公募、私募公司債有什麼區別？〉，載於中國證監會網站，2016 年 12 月 14 日。

自經修訂的《證券法》於2020年3月1日生效後，證券發行註冊制已落實施行。公開發行的公司債券及企業債券須分別於中國證監會及發改委註冊⁶³。於中國證監會註冊的公司債券須經證券交易所批准，才可進行公開發行及上市。公司債券公開發行的規定已於2020年3月簡化，取消了有關發行人最低淨資產的要求，但保留發行人最近三年平均每年可分配利潤不得少於其全年支付的債券利息⁶⁴。根據2020年規則修訂稿，向專業投資者及普通投資者公開發行公司債券對發行人的要求包括：（1）最近三年無債務違約或者延遲支付本息的記錄；（2）最近三年平均每年可分配利潤不得少於全年支付債券利息的1.5倍；（3）淨資產至少人民幣250億元；以及（4）最近36個月內累計公開發行債券不少於3期，總發行規模不少於人民幣100億元。

私募公司債券須於發行後五個營業日內向中國證券業協會報備。私募公司債券只發行予不多於200名合格投資者（將改稱為「專業投資者」），而不會向公眾投資者（將改稱為「普通投資者」）發行。發行人的信貸評級及財務狀況並無預設規定。然而，發行人須按照與投資者的協定作出充足的信息披露。

發行人須向交易所申請公司債券上市。上市規定包括持續披露責任。交易所會於收到上市申請後的五個交易日內發出申請結果。

3.4 債券交易

交易所市場的債券交易可透過競價、大宗交易及由報價帶動等方式進行⁶⁵。其中上交所特設交易平台（「固定收益平台」）供債券交易。與買賣A股類似，債券的交易貨幣僅限人民幣，而買賣盤須先作前端監控，確保投資者戶口有足夠現金及證券，以避免發生未能交收的情況。債券是少數可於證券交易所作T+0日交易（購買債券後可即日出售）的產品之一。

- **競價：**上交所及深交所的證券交易平台提供開市前集合競價時段（上午9時15分至9時25分）及連續競價時段（上午9時30分至11時30分及下午1時至3時）。債券的最小交易單位為10個單位（一手），一個單位的面額為人民幣100元。最小價格波幅方面，上交所為人民幣0.01元，深交所為人民幣0.001元。上交所的價格波幅受價格漲跌幅限制⁶⁶。深交所方面，價格波幅限於上一交易價的±10%（上市當日集合競價的價格波幅則限於發行價的±30%）。這交易模式僅限於較高評級的債券，以及符合若干特定條件的公開發行公司債券。
- **大宗交易（或協議交易）：**上交所及深交所各有可供進行證券（包括債券）大宗交易的平台。上交所及深交所的債券大宗交易是按與A股交易一樣的方式進行。上交所及深交所的大宗交易申報類型分別為「意向申報」、「成交申報」及「定價申報」。「意向申報」顯示大宗交易的意向，「成交申報」為協議大宗交易的申報，而「定價申報」為將價格定為收市價或成交量加權平均成交價的買賣盤⁶⁷。
 - 就上交所的債券大宗交易而言，國債及地方政府債券的最小交易量為人民幣1,000萬元，而公司債券的最小交易量則為10,000個單位或人民幣100萬元。「意向申報」可於上午9時30分至11時30分及下午1時至3時30分輸入，而「成交申報」及「定價申報」可於下午3時至3時30分輸入。

⁶³ 見《國家發展改革委關於企業債券發行實施註冊制有關事項的通知》，發改委發布，2020年3月1日；《關於公開發行公司債券實施註冊制有關事項的通知》，中國證監會發布，2020年3月1日。

⁶⁴ 見《上交所就公開發行公司債券實施註冊制答記者問》，載於上交所網站，2020年3月2日；《（受權發佈）中華人民共和國證券法》，載於《新華網》，2019年12月29日。

⁶⁵ 現時某些公司債券可通過機構間私募產品報價與服務系統（以下簡稱「機構間系統」）進行場外交易。根據2020年規則修訂稿，公司債券將不能再通過機構間系統進行交易。

⁶⁶ 就開市競價而言，買賣盤價格須為上一日收市價的70%至150%。就連續競價而言，買賣盤價格須為上一最高沽盤價的110%以內及上一最低買盤價的90%以內，並須為上一最高及最低買賣盤報價的±30%以內。見《上海證券交易所交易規則（2020年第二次修訂）》第3.4.15條及第3.4.16條，上交所發布，2020年3月13日。

⁶⁷ 深交所允許價格固定為成交量加權平均成交價的買賣盤，而上交所目前已暫停這類買賣盤（見《關於修訂〈上海證券交易所交易規則〉的通知》，上交所發布，2020年3月13日）。

- 就深交所的債券大宗交易而言，單一債券的最小交易量為 5,000 個單位或人民幣 500,000 元。「意向申報」及「成交申報」可於上午 9 時 15 分至 11 時 30 分及下午 1 時至 3 時 30 分輸入，「定價申報」可於下午 3 時 05 分至 3 時 30 分輸入。
- **上交所固定收益平台：**上交所這個獨有的平台以類似場外市場的方式運作——提出報價請求(RFQ)及協議交易，適用於債券的現券交易及回購交易。交易時段為上午 9 時 30 分至 11 時 30 分及下午 1 時至 3 時。最低價格波幅為人民幣 0.001 元。報價單位方面，國債固定為人民幣 500 萬元，公司債券則固定為人民幣 100 萬元。就特定的對手方報價而言，國債及公司債券的最小交易量為人民幣 100,000 元，而中小企發行的非公開發行債券的最小交易量則為人民幣 50,000 元。

根據中國人民銀行及中國證監會於 2020 年 7 月聯合刊發的公告⁶⁸，CIBM 與交易所債券市場之間將實行基礎設施互聯互通機制，讓合格投資者可透過其中一方市場的基礎設施（包括交易、清算及交收，以及登記託管系統）買賣對方市場的債券。待實行有關機制後（詳情尚未公布）應可促進 CIBM 與交易所債券市場的債券交易。

3.5 清算及交收

中國結算是交易所債券的中央證券存管機構及託管機構。交易所債券會透過中國結算按淨額基礎進行 DVP 結算⁶⁹。相較之下，CIBM 的債券交易是透過中債登及上海清算所按總額基礎進行 DVP。結算貨幣限於人民幣。日後通過 CIBM 與交易所債券市場互聯互通機制（見上文第 3.4 節），CIBM 與交易所債券市場的清算及交收基礎設施會互相連接，為該互聯互通機制下的債券交易提供服務。

4. 香港與內地的交易所債券市場相互合作的機遇與裨益

由於發展路徑各異，內地與香港的交易所債券市場不論在發行人與投資者結構、債券品種與增長步伐方面均有所不同。關於香港交易所、上交所和深交所在市場架構各方面的摘要比較見於附錄。

在發行人結構方面，香港上市的債券由全球發行人以多種貨幣發行，內地的交易所買賣債券則主要由內地發行人以人民幣⁷⁰發行，外國發行人以人民幣發行的債券（即熊貓債券）的佔比則不到總發行量的 1%⁷¹。

在投資者結構方面，香港市場對全球投資者自由開放，而內地市場則由內地機構投資者主導，外資的參與有限——交易所債券市場僅容 QFII/RQFII 參與。

在債券品種方面，兩個市場的交易所都有傳統債券、可轉換債券和資產支持證券。內地市場還提供香港沒有的可交換債券及回購交易。截至 2019 年 12 月 31 日，香港所有上市債券餘額的平

⁶⁸ 《中國人民銀行 中國證券監督管理委員會公告〔2020〕第 7 號》，2020 年 7 月 19 日。

⁶⁹ 見〈有關交易流程及結算基礎設施的資料〉(“Information on transaction flows and settlement infrastructures”)，《ASEAN+3 債券市場論壇分論壇 2》(ASEAN+3 Bond Market Forum Sub-Forum 2 (ABMF SF2))，載於亞洲開發銀行網站，2013 年 12 月；《ASEAN+3 債券市場指南：中華人民共和國的交易所債券市場》(ASEAN+3 bond market guide: Exchange bond market in the People's Republic of China)，載於亞洲開發銀行網站，2019 年 10 月。

⁷⁰ 上交所只有六隻資產支持證券以美元作買賣單位。資料來源：Wind (2020 年 8 月 28 日)。

⁷¹ 自 2015 年 12 月推出交易所買賣熊貓債券試行計劃後，至 2020 年 7 月底，內地交易所債券市場共有 26 家發行人累計發行熊貓債券價值人民幣 1,283 億元。資料來源：Wind。

均發行規模約 4.75 億美元⁷²，而上交所和深交所於 2019 年的平均債券發行規模分別是人民幣 20.54 億元 (2.974 億美元) 及人民幣 34.11 億元 (4.938 億美元)⁷³。

在增長步伐方面，香港與內地的發行金額和成交金額同樣錄得可觀增長。值得注意的是香港的成交金額增長比發行金額迅速，而內地的情況則相反（見第 1 節），這意味着全球投資者對在香港投資債券的需求與日俱增。

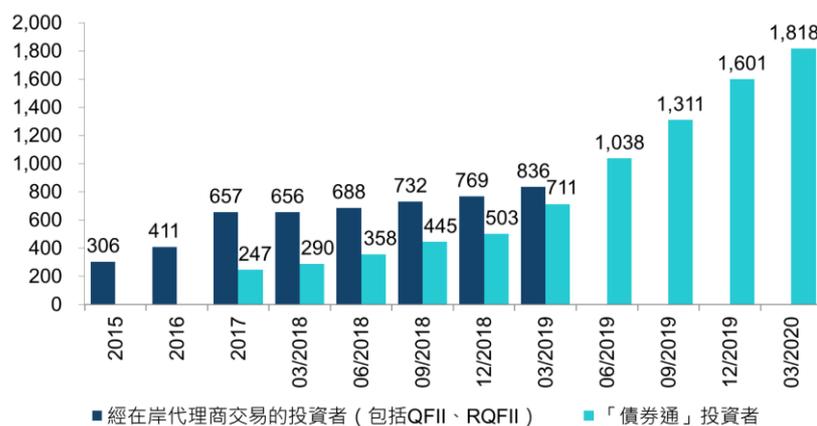
既然內地與香港債券市場各具特色，兩者的發展可產生互補作用，令發行人、投資者和產品類型組合更為均衡。內地與香港市場的合作亦可為雙方的市場參與者帶來更佳機遇。隨着內地與香港市場交易互聯互通機制計劃成功令兩地股票市場互聯互通，並建立「債券通」連結至 CIBM 做北向交易，內地與香港的交易所債券市場若能互聯互通⁷⁴預期可助加快兩個市場的增長。正如香港證券及期貨事務監察委員會（簡稱「香港證監會」）的 2019-2020 年年報所載，繼「滬深港通」開通後，香港證監會「將著手引入其他互聯互通項目，並會首先推出有關跨境買賣上市債券的新措施」⁷⁵。若兩個交易所債券市場的一級及二級市場都能設立互聯互通機制，勢可擴大發行人及投資者基礎、提高流通量和增加產品種類，並在管理風險上得享協同效應，這會於以下分節討論。

4.1 對內地的潛在裨益

第一，投資者基礎可進一步擴大，招徠更多國際機構。現時，交易所債券市場只接受有 QFII 及 RQFII 資格的外國投資者進入。CIBM 方面，外國投資者除可透過 QFII 及 RQFII 計劃等渠道投資在岸債券外，還可經「債券通」進行北向交易，後者對合資格參與者的要求約束較少⁷⁶。

從 CIBM 的經驗可見，「債券通」的北向交易有效擴大了該市場的投資者基礎。經「債券通」投資 CIBM 的離岸機構投資者數目由 2017 年年底的 247 家大幅增至 2020 年 3 月底的 1,818 家（見圖 18）。有見香港成功與 CIBM 建立北向互聯互通，中國證監會正探討交易所債券市場交易互聯互通的可能性⁷⁷，有利招徠更多國際投資者進入內地交易所債券市場。

圖 18：CIBM 的離岸機構投資者數目（2015 年至 2020 年 3 月）



註：經在岸代理商進行交易的離岸機構數目於 2019 年 3 月後未能取得數據。

資料來源：經在岸代理商進行交易的離岸機構數目來自 Xinhua08.com；經「債券通」進行交易的離岸機構數目來自債券通有限公司（簡稱「債券通公司」）。

⁷² 根據香港交易所於 2019 年 12 月 31 日的所有上市債券總數 (1,388 隻) 及餘額 (6,599 億美元) 計算 (資料來源：香港交易所網站的債務證券名單)。

⁷³ 按 2019 年在上交所及深交所發行的個別債券發行金額計算 (資料來源：Wind)。

⁷⁴ 有待監管當局批准。

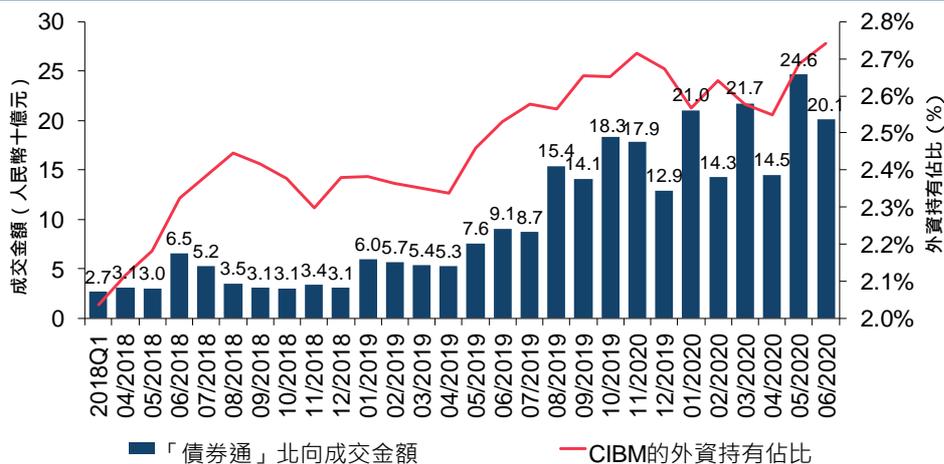
⁷⁵ 資料來源：《證監會 2019-20 年報》，載於香港證監會網站，2020 年 6 月 24 日。

⁷⁶ 見香港交易所研究報告《助推中國金融市場開放 — 債券通的制度創新及影響》，載於香港交易所網站，2017 年 11 月 15 日。

⁷⁷ 資料來源：《證監會有關負責人就進一步擴大資本市場對外開放答記者問》，中國證監會發布，2019 年 6 月 14 日。

受惠於政策支持（例如2018年11月起豁免向離岸投資者的債券利息和收入徵稅，為期三年），還有彭博巴克萊全球綜合指數等全球債券指數自2019年4月起陸續納入中國債券，使CIBM的外國投資者基礎更廣，推高了流動性。「債券通」北向交易開通後，外國投資者的平均每日成交額由2018年4月的人民幣31億元增至2020年6月的人民幣201億元（見圖19）。預計外國資金還會進一步流入——一項研究⁷⁸預期，待中國債券獲全數納入各全球指數後，長遠來說會吸引6,000億美元流入中國債市。隨着全球投資者預期會越發需要將資產分配至中國債券（尤其是被動型債券指數基金），內地債市交易預計會繼續增長。若交易所債券市場開放作互聯互通，相信亦會受惠。

圖 19：「債券通」北向交易平均每日成交金額及 CIBM 外資持有債券的佔比
(2018 年第一季至 2020 年 6 月)



註：平均每日成交金額是按總成交除以每段期間交易天數計算。

資料來源：債券通成交數據來自債券通公司的每月運行報告（2018年第一季至2020年6月）；CIBM的外資持有佔比數據按中債登及上海清算所網站的數據計算。

第二，在岸債券發行人可吸納一級市場的離岸資金。儘管外資在內地債市的參與仍低（2020年6月底CIBM的外資持有債券佔比為2.7%，見圖19），透過「債券通」的北向計劃，內地債券可向離岸投資者發行。為更便利全球投資者的參與，債券通有限公司（簡稱「債券通公司」）於2019年2月推出一級市場信息平台，是供發行人及包銷商發布內地一級債市信息的首個英語門戶平台⁷⁹。2020年5月底，有161隻新發行的在岸債券在這一級市場信息平台披露其發行前及發行後信息⁸⁰。向離岸投資者發行在岸債券這一渠道能使在岸債券發行人的資金來源更多元化，亦便利外國資金進一步流入在岸市場。若此渠道可擴展至交易所市場，便可進一步惠及在岸債券發行人（尤其是非金融類公司），因而為公司企業的直接融資提供強有力的支持，促進實體經濟的發展。

第三，內地投資者可透過更多渠道進入海外債券市場。內地投資者可投資海外債券的渠道不多，其中一個主力是合格境內機構投資者（QDII）的債券基金。隨着內地投資者對分散投資組合至全球債券發行人發行的海外債券（能以多種貨幣計值）有一定需求，投資全球債券的QDII債券基金數目由2011年起逐步增加，至2019年年底達66隻的新高，涉及的資產淨值達人民幣175億元（見圖20）。與香港的交易所股票市場進行交易互聯互通（「滬深港通」計劃），已然成功切合內地投資者的需要，以可控的方式將股本投資作全球資產配置。借鑒此成功經驗，若交

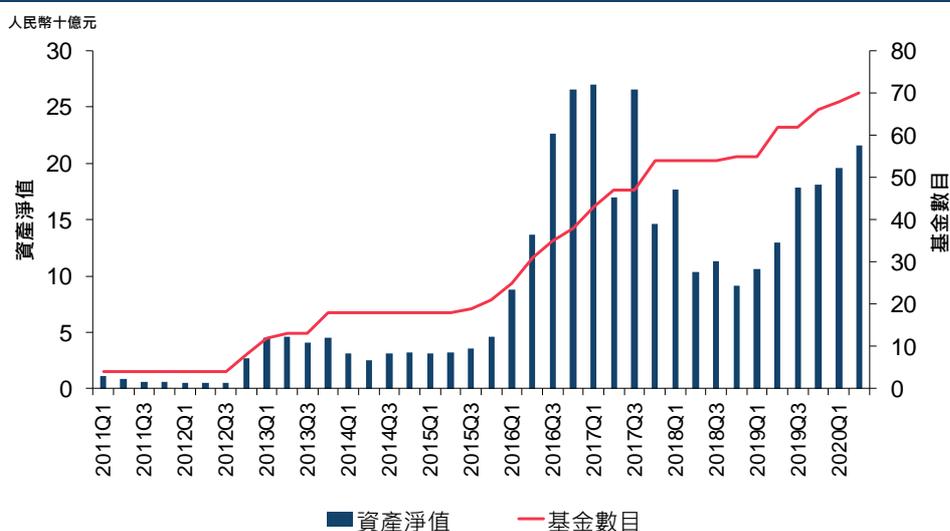
⁷⁸ Chan, P. 與 E. Liu 《中國債券納入全球債券指數》（“China bonds inclusion in global bond indices”），載於宏利資產管理的網站，2019年4月1日。

⁷⁹ 見債券通公司新聞稿《債券通啟動一級市場信息平台並與中國農業發展銀行簽署戰略合作協定》，載於債券通公司的網站，2019年2月22日。

⁸⁰ 資料來源：《債券通日均交易量再創新高》，載於債券通公司網站的運行報告，2020年5月。

易所債券市場的交易也同樣可以互聯互通，當亦有助迎合這些投資者的需求，將債券投資同樣作全球資產配置。

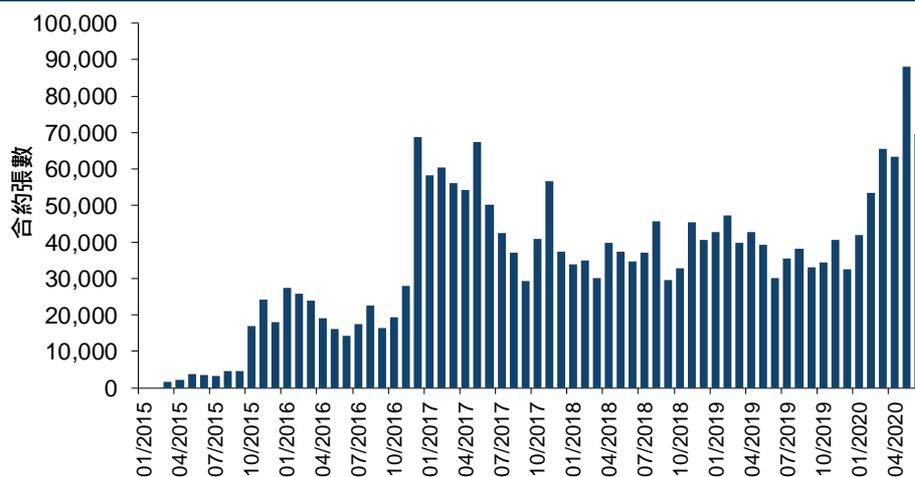
圖 20：QDII 債券基金的季末總規模及數目（2011 年第一季至 2020 年第二季）



資料來源：Wind。

第四，開發和買賣其他上市產品（包括債券衍生產品等風險管理工具）可產生協同效應。舉例說，中金所的國債期貨就可用作對沖在岸利率風險，當中十年期的國債期貨是 2019 年交投最活躍的國債期貨合約，佔中金所債券期貨總成交量的 71%⁸¹。自 2017 年起，十年期國債期貨的交易量大增，達致比以往更高的水平（見圖 21）。「債券通」北向交易的開通促進了在岸市場的交易量，在岸投資者會對風險管理工具有更高的需求，以為其債券投資作對沖。若交易所債券市場的交易亦能夠互聯互通，在岸債券投資的風險管理活動料亦會增加，進一步推高風險管理工具的交易量。外國投資者各有所需，當局或需要擴大市場開放，並開發債市風險管理方面的新產品類型（如貨幣及利率衍生產品及信貸違約掉期等）。

圖 21：中金所十年期國債期貨平均每日成交量（2015 年 1 月至 2020 年 6 月）



資料來源：Wind。

上述所有裨益都會促進內地債市全方位發展，有助交易所債券市場進一步擴大，甚而有機會與 CIBM 看齊。基於人民幣債券市場的國際化是支持人民幣成為國際儲備貨幣其中一個關鍵⁸²，若

⁸¹ 資料來源：Wind。中金所還提供兩年期及五年期的國債期貨。

⁸² 見香港交易所研究報告《進軍中國境內債券市場——國際視角》，載於香港交易所網站，2017年5月16日。

內地與香港市場在 CIBM 以外還可就交易所債券市場加強合作，當可進一步促進人民幣國際化。再者，若內地交易所債券市場更國際化，可為實體經濟的公司企業提供更強而有力的直接融資支持。

4.2 對香港的潛在裨益

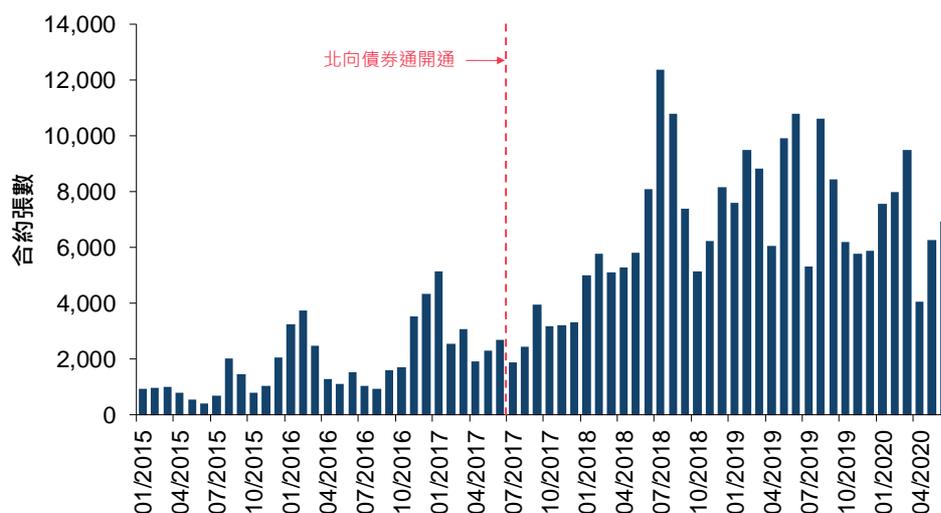
第一，投資者基礎可覆蓋更多不同的內地投資者，推高交易量。香港債市規模縱然不算龐大，但其對全球發行人和投資者開放，沒有任何設限。事實上，香港債券市場已逐漸崛起——香港資產及財富管理業務所管理的資產中，債券配置金額已由 2016 年的 1.883 萬億港元升至 2017 年的 2.055 萬億港元，2018 年更見 2.562 萬億港元⁸³。所以，通過債券市場的交易互聯互通機制，內地投資者的南向交易資金很可能會推動香港債市（包括交易所債券市場）進一步增長。以「滬深港通」為例，南向交易進行的買賣呈上升趨勢——滬深市場的港股通合計的平均每日成交金額（買入及賣出）由 2016 年的 37 億港元增至 2019 年的 108 億港元，幾近三倍⁸⁴。

第二，發行人基礎可進一步拓寬，涵蓋更多來自內地以至全球的發行人。由於可以預見有更多不同類型的投資者會有殷切需求，可能會有更多來自內地以至全球的發行人有意來港發行債券並申請債券在此上市。屆時可令債券發行人更多元化、提高香港的環球債券供應，繼而吸引更多內地和全球投資者為分散投資而參與香港債市。

第三，全球投資者出於資產管理需要而經香港市場作債券投資的選擇將會更多更廣。香港與內地的交易所債券市場若可作交易互聯互通，全球投資者就可以透過香港市場這個平台，投資於內地各式各樣的交易所債券產品。香港與內地債券市場的合作，可使兩個市場的產品組合更加全面，迎合投資者不同的風險偏好。

第四，買賣香港市場的風險管理工具可產生協同效應。香港市場有多種風險管理工具，供內地以至全球投資者對沖貨幣風險，包括可交收的美元兌離岸人民幣期貨及期權，以及多種現金結算的貨幣期貨，如離岸人民幣兌美元、歐元兌離岸人民幣、日圓兌離岸人民幣、澳元兌離岸人民幣及印度盧比兌離岸人民幣等，當中又以可交收的美元兌離岸人民幣期貨的交投最為活躍，其交易量自「債券通」北向交易於 2017 年 7 月開通以來更大幅增長（見圖 22），這可能有部份歸因於涉及在岸債券投資的風險管理活動有所增加。若內地投資者流入的南向投資亦獲准在香港投資於不同貨幣計值的交易所債券，對沖人民幣匯率風險的需求預期會進一步增加。

圖 22：香港交易所美元兌離岸人民幣期貨的平均每日成交量（2015 年 1 月至 2020 年 6 月）



資料來源：香港交易所。

⁸³ 資料來源：證監會 2017 年及 2018 年的定期調查《資產及財富管理活動調查》（報告日期分別為 2018 年 7 月及 2019 年 7 月）。

⁸⁴ 資料來源：香港交易所。

上述各項都會進一步加強香港作為聯繫內地與全球資本市場（包括股本證券及定息產品市場）的橋樑角色，有助於香港這個單一平台上形成一個全方位的投資生態圈，為內地與全球投資者提供更多產品選擇（包括追蹤內地與全球發行人所發行債券的債券指數及交易所買賣產品），以及相關的風險管理工具配套。

5. 總結

中國內地與香港的交易所債券市場不斷增長，其合計規模在債券數目、發行量及成交金額方面均已達到全球主要債券市場的規模，其成因包括實體經濟的融資需求不斷增加、市場結構的優化（例如上市制度效率的提升）、激勵性政策（包括內地審批程序放寬及香港的免稅政策），以及市場提供所需的風險管理工具。

就發行人基礎、投資者基礎及產品種類而言，香港及內地的交易所債券市場各有特色，兩者在未來發展上可相輔相成，再進一步。鑑於內地與香港市場互聯互通計劃下「滬深港通」及「債券通」北向交易的良好經驗，若市場互聯互通計劃能夠拓展至涵蓋交易所債券的一級及二級市場，相信對兩地的交易所債券市場均有裨益，這些裨益包括兩個債券市場的發行人及投資者將會更多元化、產品種類更多，市場流動性亦會因而大為提升。

宏觀而言，對內地市場來說，這樣的市場互聯互通機制可增加內地發行人（尤其是公司發行人）的海外融資渠道，從而支持實體經濟，並讓內地投資者得以使用相關的離岸產品（包括風險管理工具），產生協同效應。對香港市場來說，有關機制可鞏固其作為連接中國與海外資本市場（包括股本證券及定息產品市場）的橋樑地位，亦將促進以香港這單一平台為中心而建立的投資生態系統，有助更全面地滿足全球及內地發行人與投資者的需求。再者，內地債券市場若能包括交易所市場作全面國際化，將促進人民幣國際化進程，為內地與香港市場帶來更多發展機會。

附錄：香港交易所與上交所及深交所的債券市場架構對比

特點	香港交易所	上交所及深交所
市場開放度	全球發行人及投資者均可自由參與	<ul style="list-style-type: none"> • 主要是中國內地發行人及投資者 • 對海外發行人及投資者參與設限（僅限於 QFII/RQFII）
投資者類型	<ul style="list-style-type: none"> • 專業投資者 • 公眾投資者 	<ul style="list-style-type: none"> • 合格投資者（將改稱為「專業投資者」），包括金融機構及其理財產品、養老基金及社保基金，QFII/RQFII 以及符合資產及投資經驗規定的合格機構及個人 • 公眾投資者（將改稱為「一般投資者」）
債券發行人類型及投資者參與途徑	<ul style="list-style-type: none"> • 債券發行人：香港政府（政府債券及外匯基金票據及債券）、國家機關、銀行、企業、國營機構及超國家機構 • 債券可透過私人配售僅向專業投資者發行，又或透過公開發售向公眾投資者發行 	<ul style="list-style-type: none"> • 所有投資者能買賣國債、地方政府債券、政策性銀行金融債券、企業及某些公司債券、可轉換債券及可交換債券 • 合格機構投資者能買賣僅向專業投資者發行的公司債券、非公開發行債券及資產支持證券
回購	現未提供	債券質押式回購及買斷式回購
發行	<ul style="list-style-type: none"> • 投標 • 公開發售 • 私人配售 	私人配售（即私募）或取得相關部門批准後進行公開發行（例如公開發行的公司債券須交易所審批並向中國證監會註冊）
上市/掛牌	<ul style="list-style-type: none"> • 《主板上市規則》第三十七章適用於僅售予專業投資者的債券 • 《主板上市規則》第二十二至三十六章適用於售予公眾投資者的債券 	上市標準遵循中國證監會有關各類交易所買賣債券的發行的各項規定，各交易所的債券上市規定均與中國證監會保持一致。
交易安排	<ul style="list-style-type: none"> • 交易平台：OTP-C • 自動對盤交易及非自動對盤交易均可 	<ul style="list-style-type: none"> • 上交所：競價、大宗交易及固定收益平台 • 深交所：競價及服務大宗交易的綜合協議交易平台
現券交易價格限制	現價±9 倍	<ul style="list-style-type: none"> • 上交所： <ul style="list-style-type: none"> ○ 開市前時段：前收盤價的 70%-150%； ○ 持續交易時段：不高於最高賣出價的 110%、不低於最低買入價的 90%，以及位於兩者平均數的 70%-130% • 深交所： <ul style="list-style-type: none"> ○ 開市前時段：上市首日 — 發行價的 70%-130%； 其他交易日 — 前收盤價的 90%-110% ○ 持續交易時段 / 收市競價時段：最後成交價的 90%-110%
交易時段	<ul style="list-style-type: none"> • 自動對盤交易：開市前時段 (9:00 至 9:30)*及持續交易時段 (9:30 至 16:00) • 非自動對盤交易：可在任何時段進行，惟須不遲於下一個交易日申報 <p>* 交易時段優化措施會於 2020 年稍後實施，之後的債券交易將不設開市前時段。</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 競價：9:15 至 9:25（開市前時段）；9:30-11:30 及 13:00-15:00（持續競價時段） • 大宗交易或協議交易： <ul style="list-style-type: none"> ○ 意向指令：上交所 — 9:30-11:30 及 13:00-15:30； 深交所 — 9:15-11:30 及 13:00-15:30 ○ 執行指令：上交所 — 15:00-15:30； 深交所 — 9:15-11:30 及 13:00-15:30 ○ 定價指令：上交所 — 15:00-15:30； 深交所 — 15:05-15:30 • 上交所的固定收益平台：9:30-11:30 及 13:00-15:00

特點	香港交易所	上交所及深交所
交易單位	<ul style="list-style-type: none"> ● 自動對盤交易：以面值倍數為買賣單位（100 貨幣單位*） ● 非自動對盤交易：並無限定最低買賣單位 <p>* 以日圓計價的債券是以每 100,000 日圓為買賣單位進行報價。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 買賣單位： <ul style="list-style-type: none"> ○ 上交所 — 面值人民幣 1,000 元； ○ 深交所 — 10 個單位（每單位面值人民幣 100 元） ● 買賣盤成交量： <ul style="list-style-type: none"> ○ 上交所 — 一手或其完整倍數 ○ 深交所 — 10 個單位或其完整倍數
前端監控	不需要	類似買賣 A 股的安排，要先檢查投資者賬戶內可用的現金及證券，來避免不能交收的情況
交易貨幣	美元、港元、人民幣等多種貨幣	主要為人民幣
結算所	<ul style="list-style-type: none"> ● 當地結算所，包括中央結算系統（CCASS）以及 CMU ● 國際結算所，包括 Euroclear、Clearstream、Austraclear 及 DTC 	當地結算所 — 中國結算

註：表內資料是以最大努力收集所得，未必完備。

資料來源：香港交易所、上交所及深交所的網站；香港交易所《主板上市規則》及《交易所規則》；上交所及深交所的交易規則；〈ASEAN+3 債券市場指南：中華人民共和國的交易所債券市場〉（“ASEAN+3 bond market guide: Exchange bond market in the People's Republic of China”），載於亞洲開發銀行的網站，2019 年 10 月。

免責聲明

本文中的意見不一定代表香港交易所的立場。本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。過往表現並非未來表現的指標。本文的資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

香港交易及結算所有限公司

香港中環康樂廣場8號
交易廣場2期8樓

hkexgroup.com | hkex.com.hk

info@hkex.com.hk
電話 +852 2522 1122
傳真 +852 2295 3106