

研究報告

離岸中資國有發行人的信用事件 及其所獲的境內支持



目錄

頁數

摘要	1
1. 中資企業債違約事件浮現	2
2. 中國債券違約個案的特徵	3
2.1 在岸市場的債券違約	3
2.2 離岸市場的債券違約	4
3. 國企發行債券背後是否有政府的隱性擔保	6
3.1 中國政府預算範圍內的債務	6
3.2 評估政府會否給予支援時可以考量的因素	8
4. 離岸市場中資發行人信用事件的出現	9
4.1 中資離岸債券發行的「維好」架構	9
4.2 在岸與離岸債券違約之間的關聯	9
4.3 LGFV 的潛在信用風險	10
5. 香港離岸債券市場所提供的支持	10
6. 總結	11

摘要

美元資金成本自 2010 年起維持在極低水平，促使了中資企業發行更多離岸債券來籌集資金。與此同時，隨著中資企業離岸債券違約率的上升，當中的信用風險亦引起了監管機構及市場人士的關注。

與在岸市場相比，離岸市場的中資債券較少出現違約情況。然而，最近離岸市場與中資國有發行人有關的違約個案，打破了市場認為他們會得到中國政府與境內母公司支持的預期。因此，市場開始為中資國有發行人所發行的債券建立更合理的定價機制，對中資發行人背後的政府隱性擔保作更仔細的考慮，轉而更加注重發行人本身的信用狀況。

在實際操作中，中央政府及地方政府向其控股企業於債務重組與尋求紓困期間所提供的支持，可能會因應不同地區及行業而大相徑庭，這樣的差別在與地方經濟關聯較密切的預算以外的借款方面表現尤甚。

目前離岸中資債券的違約情況尚不算頻繁，只是不同性質的信用事件時有發生。因此，市場在評估信用風險時不應只着眼於不同增信工具的合約責任，還要進一步了解發行人與其境內母公司之間的業務和經濟關係。

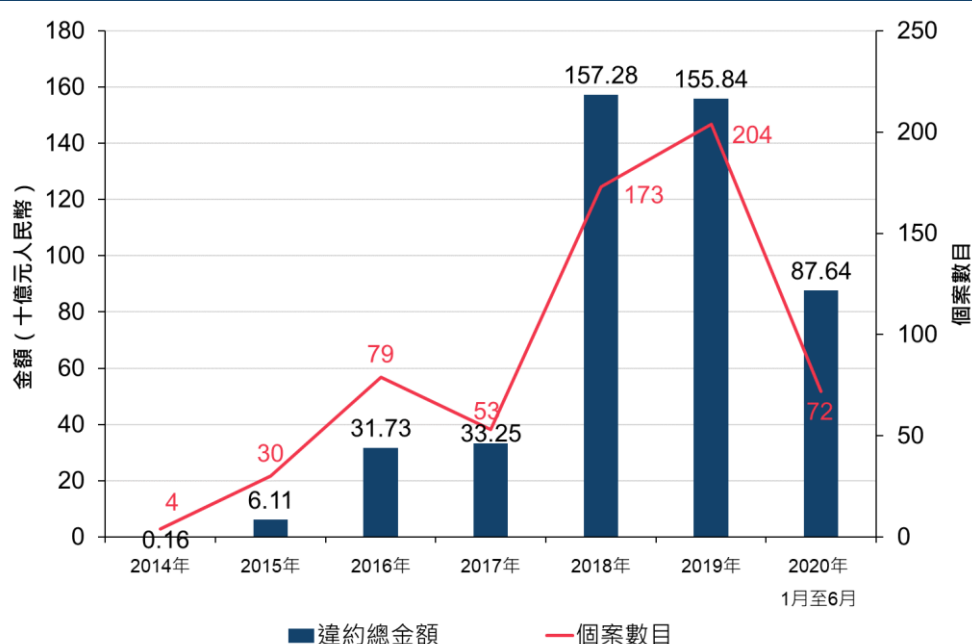
長遠而言，建立市場化的信用風險評估方法，對於加強市場紀律，以及讓市場力量在風險定價中發揮作用等方面至關重要。這對加強金融穩定和中國債券市場的可持續發展方面乃舉足輕重。香港市場在評估中資離岸發行人的基本方面獨具優勢，這或有助投資者評估中資離岸債券的潛在信用風險，減少違約事件對金融市場的負面影響。

1. 中資企業債違約事件浮現

經過過去十年的持續發展與對外開放，中國的債券市場已發展成為全球第二大債券市場，其規模於 2019 年年底達人民幣 97.1 萬億元¹。債市的快速發展是中國經濟騰飛的必然結果。然而，企業債券違約情況增加，伴隨而來的信用風險成為監管機構及市場人士的關注重點。

中國市場早年並未發生過真正的債券違約，直至 2014 年 3 月上海超日太陽能未能全額兌付為數人民幣 8,980 萬元（約 1,500 萬美元）的債券利息。其後中國經濟增長放緩，政府的去槓桿化政策使市場關注到其所引致的企業信用風險。2018 年，境內債市的違約事件明顯增加。由於中美貿易摩擦，2019 年出現了前所未有的企業債券違約浪潮（共 204 宗），約為 2016 年的三倍（見圖 1）。2020 年爆發新冠肺炎疫情後，境內仍持續出現債券違約事件，但新個案的數字似乎已有所減少。

圖 1：中國境內債券市場違約個案的總金額及數目（2014 年至 2020 年 6 月）



資料來源：Wind。

離岸債券市場方面，因美元資金成本自 2010 年起維持在極低水平，促使中資企業發行更多離岸債券。國家發展和改革委員會（簡稱「發改委」）於 2015 年推出債券市場開放措施，允許中資企業透過事前登記及事後備案的方式發行離岸債券，無需逐次審批，更多中資發行人（尤其是國有企業及地方政府融資平台）紛紛取道離岸市場籌集資金。2020 年截至 6 月底，中資非金融企業於離岸市場的發行量約為 3,580 億美元，而在 2000 年代中期這一數額接近零²。

與在岸市場相比，離岸市場的中資債券較少出現違約情況。然而，最近亦出現了一些與國有發行人有關的違約個案，例如北大方正集團與青海省投資集團發行的債券。國有實體在離岸市場的違約個案，打破了市場認為中資國有發行人始終能得到政府及境內母公司支持的預期。因此，市場開始為中資國有發行人所發行的債券建立更合理的定價機制，對中資發行人背後的政府隱性擔保作更仔細的考慮，轉而更加注重發行人本身的信用狀況。

隨著中國多次表示出推動債市朝市場化方向發展的改革決心，並容許效率低下且產能過剩的公司違約，離岸市場的中資發行人（包括被認為有政府隱性擔保的國有相關發行人）的違約情況

¹ 資料來源：Wind。

² 資料來源：彭博。

應會增多。長遠而言，建立市場化的信用風險評估方法，對於加強市場紀律，以及讓市場力量在風險定價中發揮作用等方面至關重要。這對加強金融穩定和中國債券市場的可持續發展方面乃舉足輕重。

2. 中國債券違約個案的特徵

離岸市場的債券違約情況不多，近年都是每年數宗左右，還不能有助於形成一個有效評估離岸市場中資發行人違約風險的分析框架。由於境內市場違約情況上升，而且廣泛涵蓋國有企業及私營企業的個案，這現象對理解市場力量在評估發行人信用風險中如何發揮作用，以及判斷國有發行人的債券所涉的政府隱性擔保問題，具有啟發性意義。

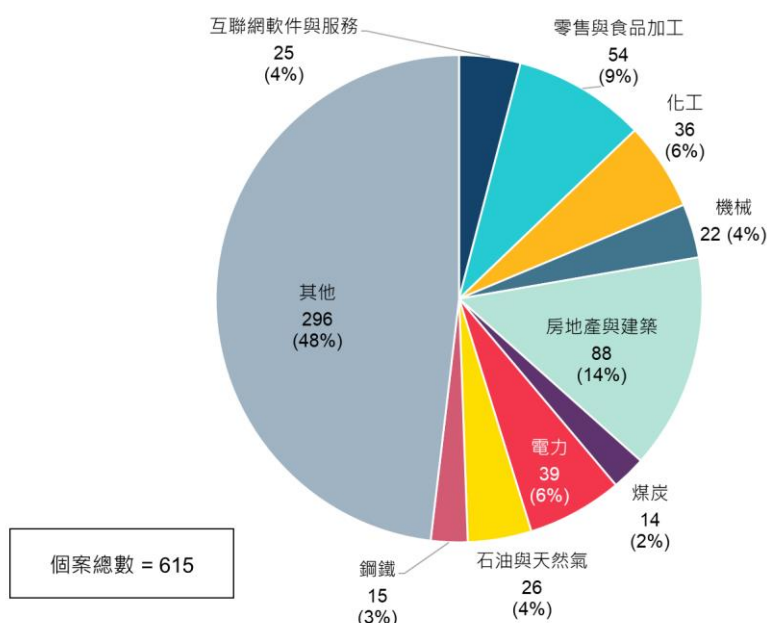
2.1 在岸市場的債券違約

境內（在岸）市場自 2014 年出現第一宗違約個案後，違約債券總金額由 2014 年的人民幣 1.6 億元快速增至 2019 年的人民幣 1,558.4 億元（見上文圖 1）。違約個案數目由 2014 年的 4 宗增至 2016 年的 79 宗，儘管 2017 年曾一度減少，數目仍進一步增至 2018 年的 173 宗及 2019 年的 204 宗。這反映了中國過去十年由債務帶動的增長模式在「去槓桿」政策實施後，及中美貿易緊張局勢下受到的壓力。

產能過剩的行業（即油氣、煤炭、鋼鐵及電力業）於 2014 年至 2020 年 6 月期間錄得 94 宗違約個案，合計佔違約總數的 15%。房地產及建造業於同期錄得 88 宗違約個案（佔 14%），反映去槓桿下高槓桿公司被急速淘汰的態勢。（見圖 2。）

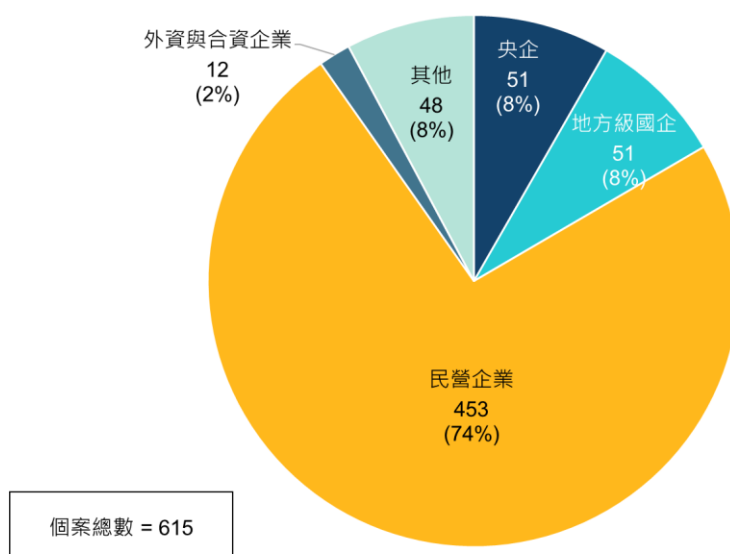
按所有權類型分類，大部份境內債券違約個案屬於民營企業，佔總數的 74%。然而，國有企業（尤其是中央企業，簡稱「央企」）的違約情況亦不容忽視。2014 年至 2020 年 6 月，央企的違約個案數目與地方級國企相同，各佔總數的 8%。（見圖 3。）

圖 2：中國境內債券市場按行業劃分的違約個案數目的分佈（2014 年至 2020 年 6 月）



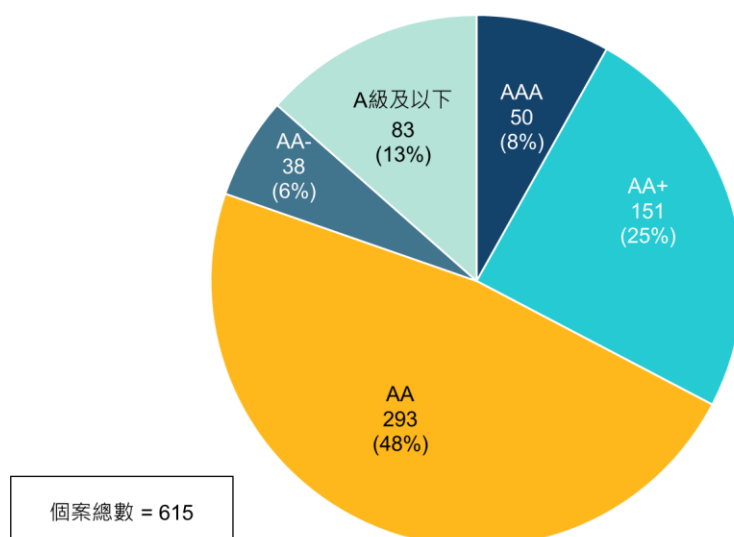
註：「其他」類共有超過 50 個行業，例如通訊設備、建築產品、電子設備及工具等。

資料來源：Wind。

圖 3：中國境內債券市場按企業所有權類型劃分的違約個案數目的分佈（2014 年至 2020 年 6 月）

資料來源：Wind。

就評級而言，2014 年至 2020 年 6 月期間的 615 隻違約債券當中，8%於發行時獲評為 AAA 級，25%為 AA+級，48%為 AA 級（見圖 4）。2018 年出現首宗 AAA 級債券違約個案。

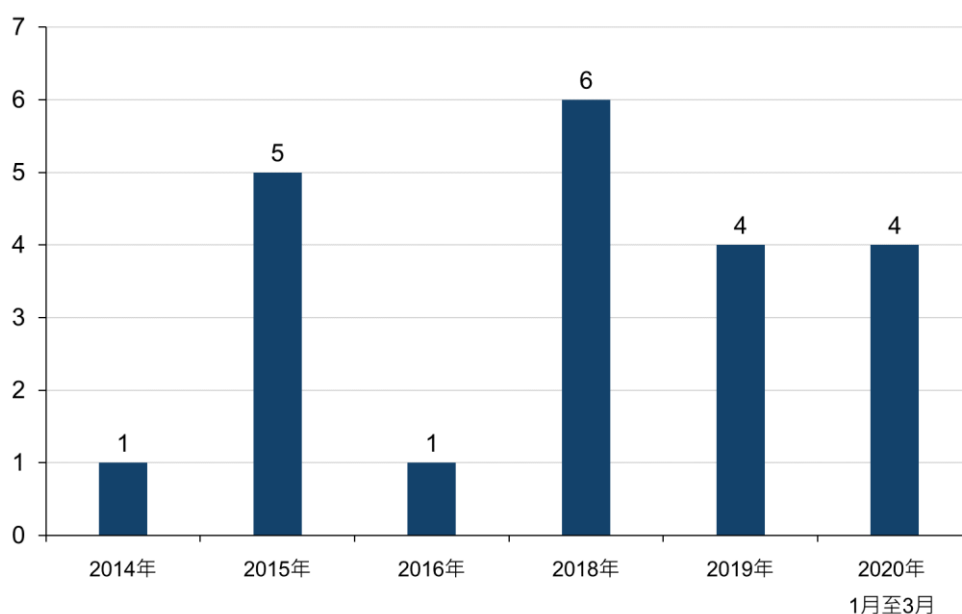
圖 4：中國境內債券市場按發行時評級劃分的違約個案的分佈（2014 年至 2020 年 6 月）

資料來源：Wind。

2.2 離岸市場的債券違約

與在岸市場相比，離岸市場的中資債券較少出現違約，2014 年至 2020 年初僅有約 20 個發行主體違約（見圖 5）。值得注意的是，2020 年第一季度便有四個發行主體違約，與 2019 年全年的數字相同。離岸債券違約數量的增加，與呈現於境內債券市場違約個案上升的趨勢同時出現。

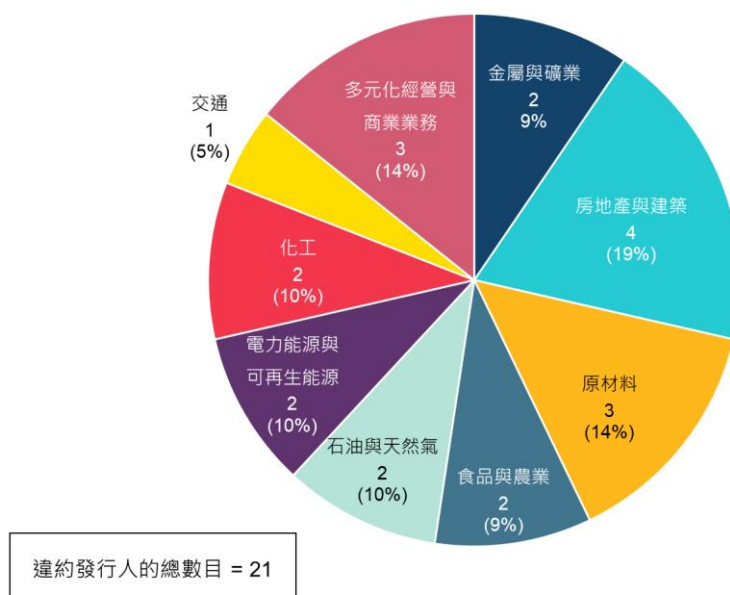
圖 5：離岸債券市場違約發行人的數目（2014 年至 2020 年 3 月）



資料來源：根據多個來源（包括彭博、中銀國際及穆迪）的違約發行人列表計算。注意由於違約個案的數目並無數據，此處以發行人數目為計算基礎。

如同境內市場的違約個案現象，離岸違約發行人亦來自不同行業（見圖 6）。

圖 6：離岸市場按行業劃分的違約發行人數目（2014 年至 2020 年 3 月）



資料來源：根據多個來源（包括彭博、中銀國際及穆迪）的違約發行人列表計算。注意由於違約個案的數目並無數據，此處以發行人為計算基礎。每家發行人的所屬行業由彭博分類。

值得注意的是，2019 年後開始出現若干國有企業的違約個案（例如海口美蘭機場、天物集團和北大方正集團），反映中國監管機構對於國企違約事件的容忍度有所提升。

3. 國企發行債券背後是否有政府的隱性擔保

2014 年至 2020 年 6 月期間，民營企業佔境內債券違約總數超過 70%，而國企的違約數目佔比相對較低。然而，市場通常對民企債券的風險更為審慎，而會採取更為市場化的方法來解決違約問題。至於國企，由於其與母公司之間的模糊財務架構，以及所涉的隱性政府擔保，對其違約情況的評估與解決方法，其實須詳加審視。

國有發行人的股權架構性質特殊，因此市場通常認為萬一國有發行人陷入財務困境，政府或國有發行人的母公司會為有關債務提供最終擔保。然而，內地政府近年已完善了法律框架，更清晰地界定政府債務以確保財政穩健。2014 年，《中華人民共和國預算法》作出了修訂，設立了更透明的政府舉債辦法，將所有的政府財政性質的支出都納入到正式預算當中。此後，中央政府重申禁止地方政府作出預算範圍以外的借款，並加強規管地方政府在公私營合作制的業務模式與所涉融資中所扮演的角色。2015 年，內地推出了地方政府債轉股計畫，限制地方政府在「地方政府融資工具」（local government financing vehicles，簡稱 LGFV）和國企中的債務規模不得超過其最初的投資金額。

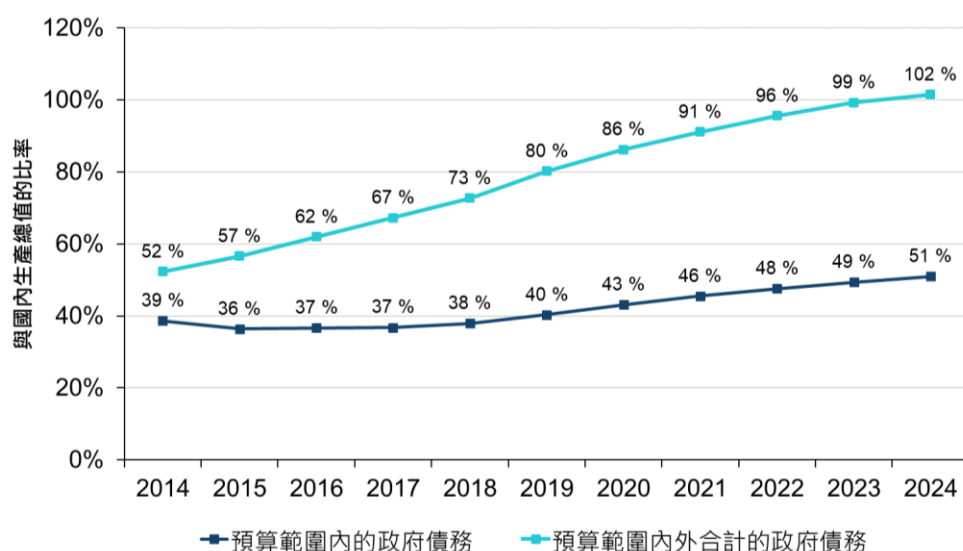
在上述已落實的規則之下，政府毋須為預算範圍以外的國企借款負責。但在實際操作上，卻尚未有完善的指引或市場慣例能清晰顯示在國有實體未能償還債務時，內地政府對涉及的債務所承擔的義務。市場參與者仍普遍認為國有實體借款背後始終有政府的隱性擔保。即使國有發行人的債務是受限於吃緊的政府預算，但某些國有實體發行的債券在定價上仍會反映出市場所相信政府會在發行人違約時出手紓困的程度。

3.1 中國政府預算範圍內的債務

根據國際貨幣基金組織（International Monetary Fund，簡稱 IMF）的狹義定義，中國官方預算範圍內的政府債務包括中央政府的債務和地方政府已確定的「預算範圍內」的地方政府債務，其總量一直處於低水平且保持着可持續的規模。根據 IMF 的統計資料，按此狹義定義，2018 年年底中國政府債務是該年國內生產總值的 38%，預計到 2024 年將上升至 51%（見圖 7）。

然而，政府的整體債務卻會涵蓋國有實體通過銀行貸款、債券發行、信託貸款和其他資金來源借入的預算範圍以外的債務。按此廣義定義，預計到 2024 年，中國的政府債務將增加至國內生產總值的 102%，此債務增長主要來自地方政府和相關國企在預算範圍以外的龐大借款（見圖 7）。

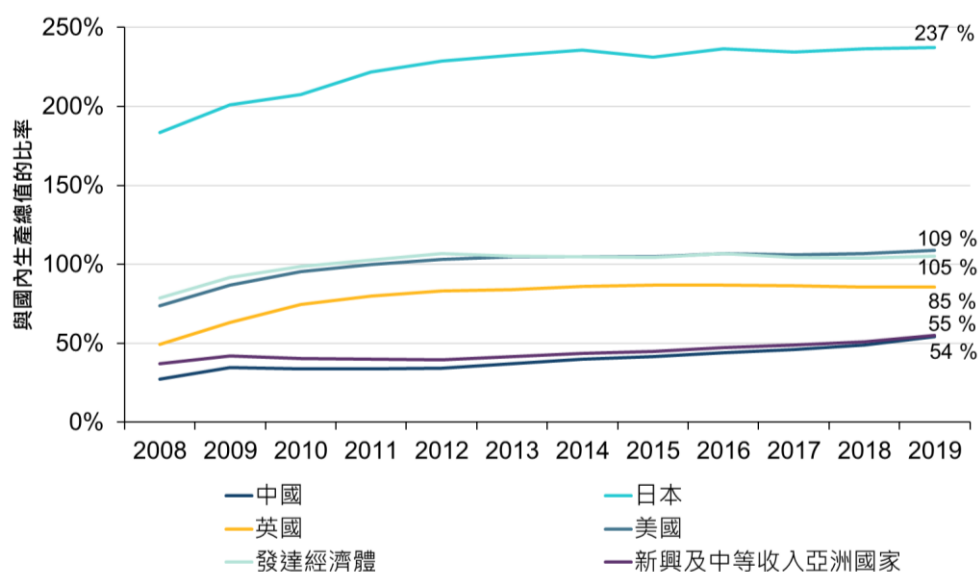
圖 7：按在不同定義範圍下的中國政府債務（2014 年至 2024 年）



註：2019 年之前的數字是 IMF 統計資料中的真實數字，而 2019 年至 2024 年的數字則是 IMF 的預測數字。預算範圍內的政府債務包括中央政府的債務和地方政府當局已確定的「預算範圍內」的地方政府債務。「預算範圍內外合計的政府債務」涵蓋除上述債務以外的其他類型地方政府借款，包括 LGFV 通過銀行貸款、債券發行、信託貸款和其他資金來源借入的預算範圍以外的債務，是 IMF 估算的數字。

資料來源：IMF 的國家報告第 19/266 號：〈中華人民共和國，2019 年第四條諮詢〉，2019 年 8 月。

圖 8：中國的債務總額與其他國家和地區的比較（2008 年至 2019 年）



資料來源：IMF 的數據庫。

雖然中國的債務水平相對其他經濟體較低（見圖 8），應屬可控範圍之內，但地方政府和國有實體作出預算範圍以外的投資或會推高信用風險。儘管《預算法》禁止政府為預算範圍以外的債務提供擔保，但實際上，中央政府和地方政府均可能會在債務重組過程中為其控股公司提供不同程度的支持。實際支持的程度或因不同地區和行業而有重大差異，尤其是當預算範圍以外的債務與本地經濟息息相關時，程度會更為顯著（見下文第 3.2 節中的討論和個案研究）。

3.2 評估政府會否給予支援時可以考量的因素

以下是對政府在債券違約時會否給予支援作出評估時，可以考量的因素。

(1) 發行人的所有權及其與母公司的關係

以往，市場傾向於認為由大型國企或中央政府所擁有的發行人在必要時能從其控股方獲得強力的支持。然而，有見由中央政府控股的國企的債券違約個案持續增加，可見不能將中央政府所有權及債務發行人的股東架構，作為評估政府是否會對違約施以援手和判斷其紓困程度的唯一標準。

如上圖 3 所示，2014 年至 2020 年 6 月期間，共有 51 宗央企境內債券違約個案，數目與地方政府國企的違約個案相若。這反映出由央企並不會比地方國企更加有可能得到政府的支援保障。事實上，發行人與母公司之間的實際關係，以及發行人對境內公司集團業務的貢獻，可能才是決定其是否能獲政府支持的更重要因素。

例如，儘管山西華昱的母公司中煤能源集團公司是大型國企，但山西華昱仍於 2016 年 4 月發生境內債券違約。這很可能是因為它僅佔其母公司總資產的一小部份，並且在其母公司的核心業務中並非處於關鍵性戰略地位³。這顯示在發生違約時，非核心子公司較難獲其國有母公司的支援。

(2) 發行人的系統重要性及其行業性質

若干違約個案顯示若發行人違約可能導致地方經濟出現系統性風險時，或發行人正在承接政府的重大戰略項目時，則政府會有較大概率為其提供債務支持。但若國有發行人從事貿易業務或處於競爭激烈的行業中，則政府不大可能會提供大力債務支持。

以中國鐵路物資集團在 2016 年的債務重組為例，此集團本身是央企，其業務性質是提供國家鐵路運作所需的材料，此類產品較容易被業內競爭對手的產品所替代。集團的債務重組因此不會導致系統性風險，固較難獲取母公司的重大支持⁴。類似個案也出現在商業性行業，例如天津物產集團有限公司：該公司為天津市政府所有的國企，於 2019 年末對其四隻離岸債券提出債務重組計畫，而其母公司未有提供重大支持。

此外，即使某些發行人被認為對地方經濟和勞動力市場舉足輕重，處於「大而不能倒」的重要地位，但若其屬於產能過剩的行業，一旦債務違約時政府也未必出手紓困。相關例子有中鋼集團公司（是為央企）於 2015 年的違約案例。2014 年至 2020 年 6 月期間，產能過剩行業的違約事件累計有 94 宗，佔該期間違約個案總數的 15%（見上文 2.1 節）。

(3) 發行人與地方政府的關係

在解決違約問題的過程中，地方政府通常對債權人委員會有重大影響力。庭外處置是當前解決境內國企債券違約的常用方法。庭外處置的方法包括控股股東的變更和債轉股。地方政府參與債務重組，有助發行人與債權人協商改變股東架構，或邀請其他國企介入以提供援助。根據近期的一項研究⁵，由地方政府所擁有的違約發行人能在發生違約後 25 天之內償還債務，比所有其他類型違約者更加迅速，反映了地方政府參與違約解決過程或可加快

³ 有關此個案的更多討論，見穆迪投資者服務公司〈中國鐵路物資集團的債務重組顯示政府給予支持的情況愈趨因人而異〉，載於穆迪的網站，2016 年 4 月 21 日。

⁴ 有關此個案的更多討論，見穆迪投資者服務公司〈中國鐵路物資集團的債務重組顯示政府給予支持的情況愈趨因人而異〉，載於穆迪的網站，2016 年 4 月 21 日。

⁵ 資料來源：劉逸凡等〈中國違約債券的回收率問題探究〉，載於《債券》，2020 年 3 月。

解決進度。綜上所述，債券發行人與地方政府的緊密聯繫，在某種程度上是評估政府會否提供支持的重要因素。

4. 離岸市場中資發行人信用事件的出現

儘管國有發行人於境內市場出現愈來愈多違約情況，離岸債券方面的違約事件尚不算頻繁。不過，自 2019 年中美貿易關係越趨緊張、加上 2020 年全球爆發新冠肺炎疫情促使離岸信用事件增多，當中部份涉及國企發行的債券，而這些離岸信用事件的性質亦不盡相同。因此，市場在評估發行人能否得到境內母公司支持時，不應只着眼於不同增信工具的合約責任，還要進一步了解發行人與境內母公司之間的業務和經濟關係。在這方面，香港的上市債券市場或可提供有效支持（見第 5 節）。

4.1 中資離岸債券發行的「維好」架構

一般而言，由中資企業的離岸附屬公司或海外分支機構所發行的債券，在架構和法律地位方面都低於境內母公司的債券。基於現行對跨境資金政策限制，如果沒有取得內地監管機構的批准，境內母公司不能直接向其離岸主體提供擔保。因此，若母公司沒有獲得監管機構批准，往往會採用若干其他架構，例如「維好架構」。

有別於常規性擔保，維好架構本質是境內母公司作出的「君子協定」，在出現違約時對債券持有人提供保障。因此，維好架構所提供的實際債務保障，很大程度上取決於境內母公司承諾的程度和提供債務支持的動機。

中資離岸債券發行的維好架構始見於 2012 年，隨即獲廣泛採用，以提高離岸附屬公司發行人的信用品質。截至 2020 年 6 月底，已發行中資債券中採用維好架構的總額達 1,210 億美元⁶。不過，維好架構的保護作用直至最近才正式受到市場考驗——2020 年 2 月，北大方正集團附維好條款所發行的離岸債券因公司在境內依法院所示須作債務重組而出現違約。這也就引發了市場的質疑：即使作出了「維好」協議，國企的母公司究竟會在多大程度上願意為其離岸附屬公司提供支持⁷。北大方正集團的債務違約案例將會影響市場對維好架構的看法⁸。

4.2 在岸與離岸債券違約之間的關聯

在岸與離岸市場的信用事件之間有一定關聯。目前為止，若干離岸個案都是源於境內付款違約⁹，或者由控制權變更導致的境內違約事件觸發。第二種情況的實例包括 2016 年中國城市建設（國際）¹⁰的個案和 2019 年新城更換主席所觸發的個案。

從上述違約事例可以顯露離岸債券持有人所承受的跨境付款風險及潛在的披露問題。就經營基本面薄弱、財務狀況欠佳的國企而言，境內實體的信用狀況惡化或最終會增加離岸債券發行所涉及的信用風險。而一旦發生離岸違約事件，能否得以解決在很大程度上要視乎境內母公司的支持力度。因此，離岸市場在評估信用風險時，需密切注視在岸與離岸財務狀況之間的關聯。

⁶ 資料來源：彭博。

⁷ 有關此個案的更詳盡討論，見〈再議維好協議：不是擔保，仍是重要的增信方式〉，載於《中銀國際定息研究》，2020 年 5 月 18 日。

⁸ 本節對維好架構的描述乃根據北大方正集團個案截至 2020 年 3 月為止的發展情況。

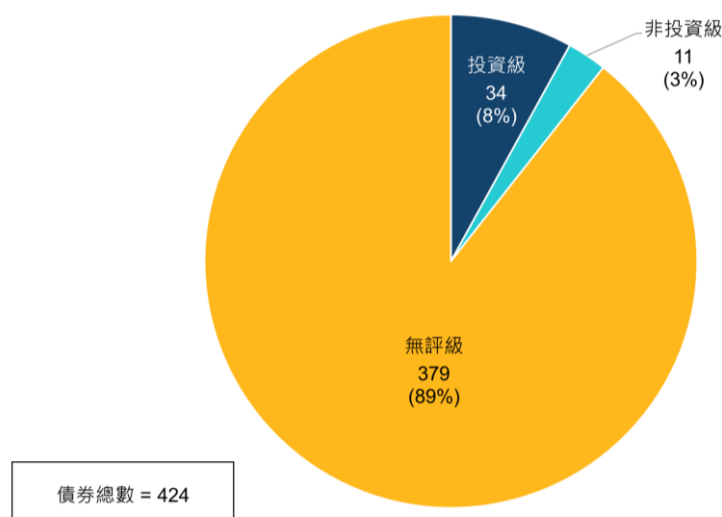
⁹ 某些個案（例如剛泰集團與康得新複合材料集團）都是因為發行人未能作出境外付款後觸發離岸債券的跨違約條款所致。

¹⁰ 在中國城市建設（國際）的個案中，境內母公司的持股架構出現變動（從一家由中華人民共和國住房和城鄉建設部全資擁有的公司變為一家民營企業），引發中國城市建設（國際）離岸債券的提早贖回條款。該離岸債券沒有在國家外匯管理局登記，不獲其境內母公司擔保。因此，離岸債券持有人不能直接向境內法院申請債務償還。最後，離岸債券持有人於母公司出現連串境內違約之前收回部份還款。

4.3 LGFV 的潛在信用風險

LGFV 由地方政府設立，通常用於地方政府融資以服務公共事務的支出。LGFV 向來是離岸市場的活躍發行人。2011 年 2 月至 2020 年 7 月期間，於離岸市場發行的 LGFV 債券共 424 隻，當中的 89% 都沒有評級（見圖 9）。

圖 9：LGFV 離岸債券發行數目的分佈（按發行時的評級劃分）（2011 年 2 月至 2020 年 7 月）



資料來源：彭博。

在《預算法》規定的財政框架下，LGFV 債券不會由地方政府提供正式擔保，有關債務亦不包括在地方政府的財政預算內。不過，LGFV 大部份借款都用於公共財政支出項目，LGFV 本質上是國有實體。因此，市場都傾向相信 LGFV 的負債在很大程度上會得到政府的隱性擔保。

與中央/地方國企發行的其他債券相比，境內市場發行的 LGFV 債券還沒有出現實質違約個案¹¹，但發生過多宗 LGFV 私募產品及非標準化債券產品的信用事件。另一個例子是 2019 年末呼和浩特市的 LGFV 遲付利息事件¹²。此外，青海省投資集團最近的債券違約事件使市場更加關注 LGFV 債券的信用風險。不過在某種程度上，青海省投資集團的性質更加像地方國企，而不是青海省政府的 LGFV¹³。總的來說，地方政府的支持是評估 LGFV 信用度的主要因素。

5. 香港離岸債券市場所提供的支持

為推動本港債券市場的發展，香港政府推出一連串新的政策措施，包括 2018 年推出的「債券資助先導計畫」¹⁴和「綠色債券資助計畫」¹⁵，以促進企業來港發行更多公司債券及綠色債券。在香港聯合交易所（簡稱「聯交所」）上市的合資格債券工具亦可享稅項寬減¹⁶。

¹¹ 截至 2020 年 5 月。

¹² 見〈中國要關注地方債務平台的違約風險〉（“China warned of local debt vehicle default risk”），載於《金融時報》，2019 年 12 月 18 日。

¹³ 青海省投資集團於 2013 年重組擁有權後，已轉型為地方國企，減少參與政府項目。

¹⁴ 債券資助先導計畫是 2018 至 2019 年度財政預算案宣布的三年先導計劃，旨在吸引全球各地企業來港發行債券。該計劃為合資格債券發行人提供資助，補足發債過程中的部分發行支出，減低發行成本。詳見香港金融管理局網站（<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2018/05/20180510-3/>）。

¹⁵ 詳見香港政府網站（<https://www.info.gov.hk/gia/general/201806/15/P2018061500355.htm?fontSize=1>）。

¹⁶ 詳見香港政府網站上的稅項寬減網頁（<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/tax-concessions-and-incentive-schemes/>）。

隨著債券通北向交易於 2017 年 7 月開通，海外投資者可透過香港市場的基礎設施進入內地銀行間債券市場，進一步強化香港作為國際債券交易中心的角色。若南向交易獲批及建立後，內地投資者亦可買賣香港債券，這將促進香港債券市場進一步發展。

交易所市場方面，香港致力保持切實有效的監管制度以發展交易所債券市場。2019 年 12 月，聯交所刊發諮詢文件，檢討並探討優化《上市規則》第三十七章的專業投資者債券制度¹⁷。2020 年 8 月，聯交所發布諮詢總結，公布了多項優化措施，力求在保持切實有效的上市平台、促進香港債券市場持續發展的同時，也兼顧對投資者的保障。與此同時，聯交所亦就《上市規則》第三十七章的上市文件資料披露及持續責任刊發指引。除了根據諮詢總結對《上市規則》條文作出修訂外，聯交所亦鼓勵這些債券的上市文件披露更多資料，包括發行人的業務性質及債務架構等資訊，例如：

- 若發行人是國有企業，其與政府的關係及政府的財務支持；
- 任何的增信工具提升措施（例如維好架構及擔保）；及
- 任何的複雜特徵與相關風險。

交易所市場上的債券發行資訊相對較公開透明。隨着監管制度的優化以方便全球（包括中國內地）發行人來港發行債券上市，香港市場提供了一個具吸引力的平台，讓全球投資者評估並投資中資債券。

6. 總結

發行離岸債券是中資公司取得外匯資金的重要途徑。近年中資債券在岸及離岸市場的違約個案數目漸多，顯示內地決策當局傾向以市場化方式來處理信用評估及信用違約，這讓市場力量在風險定價方面承擔更重要的角色，長遠而言有利於內地債市的穩健發展。中國在加強市場紀律方面取得了一定進展，預計將進一步發展市場化的法律與破產制度的框架，協助企業進行有效的債務重組。市場及政策方面取得的顯著進步，將為解決國有發行人的信用評估和定價中的複雜問題提供指引。

香港市場在評估中資離岸發行人的基本面和境內母公司所提供的不同程度債務支持方面有特殊優勢，有助投資者評估中資離岸債券的潛在信用風險，從而維持金融市場的穩定。

¹⁷ 根據聯交所《上市規則》，上市債券大致可分為向公眾投資者發行及只向專業投資者發行的債券。只向專業投資者發行的債券的適用的上市規定會較向散戶投資者發行的為寬鬆。詳情請參閱香港交易所研究報告〈中國內地與香港的交易所債券市場的崛起〉，載於香港交易所網站，2020 年 9 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