



APSA

亞太結構融資公會

Asia-Pacific Structured Finance Association

www.apsa-asia.com | info@apsa-asia.com

香港：打造中國跨境資產證券化平台

張秀芬

一個月之前，中央經濟工作會議在北京舉行，部署了 2023 年的經濟工作。會議提出的戰略重點之一是“更大力度吸引和利用外資”，推進高水準對外開放，擴大市場准入。¹ 我今天要談的主題就是如何把香港打造成為中國的跨境資產證券化平台，為國家和香港的經濟發展做出貢獻。

我今天談三個部分的內容。第一部分是背景介紹，簡單說明什麼是資產證券化和中國內地資產證券化的發展。第二部分，通過歐美市場的經驗，討論跨境資產證券化對中國經濟發展的意義。最後，談一談香港在中國跨境資產證券化中扮演的角色，跨境資產證券化平台的運作機制，和需要完善的相關法規和流程。

第一部分、資產證券化背景介紹

一、什麼是資產證券化

資產證券化是指將某種形式的資產進行匯集並重新封包成債券，使用資產的未來現金流來支援債券的償付。可以證券化的資產種類繁多，比如企業貸款、住房貸款、應收賬款等。1997 年，英國搖滾明星大衛鮑伊 (David Bowie) 甚至把唱片的版權收入進行證券化。

資產證券化最基本的流程包括三步：第一步，擁有貸款或其他能夠產生收益的資產的公司（簡稱“發起人”），把很多資產打包成一個“資產池”。第二步，發起人把“資產池”出售給債券發行人，通常是採用破產隔離結構的“特殊目的公司”（簡稱“SPV”）。第三步，SPV用“資產池”作為抵押品在資本市場中發行可交易的資產證券化產品（簡稱“ABS”）。

二、中國內地龐大的資產證券化市場

內地擁有一個充滿活力並且快速增長的資產證券化市場。

自 2005 年推出資產證券化試點以來，相關市場規則在國家政策的引導下日趨完善，促進了內地資產證券化市場蓬勃、穩健發展。據統計，截至 2022 年 12 月 31 日，內地資產證券化產品（簡稱“內地 ABS”）總發行規模約為人民幣 15.7874 萬億元（約為 2.2880 萬億美元），未償清總額約為人民幣 4.684 萬億元（約為 0.6788 萬億美元）。²

內地是全球第二大債券市場（含資產證券化）。國家外匯管理局公佈，2022 年上半年內地債券市場總規模為 21 萬億美元，外資在中國債券市場中占比在 3% 左右。³ 目前，內地債券市場（含資產證券化）的國際參與度極其有限。

為了進一步推動內地資產證券化的發展，促進跨境資產證券化的發展，提升境外投資者對內地市場的參與度刻不容緩。

第二部分、跨境資產證券化對中國內地經濟發展的意義

跨境資產證券化對中國內地經濟的發展有諸多意義。

1、促進 GDP 增長

跨境資產證券化可以擴大內地資產證券化的規模，促進 GDP 增長。

歐洲金融市場協會的研究報告曾指出，資產證券化帶來的資金，對歐盟的 GDP 增長產生顯著的積極影響。美國財政部的報告也指出，與大多數其他發達經濟體比起來，美國資本市場為企業提供的商業融資超出銀行體系，為企業的發展提供了寶貴的資源。

截至 2021 年年底，美國除房地產之外的資產證券化市場規模約為 1.585 萬億美元，約占美國 GDP 的 6.80%。⁴ 美國房地產證券化市場（含房利美（Fannie Mae）與房地美（Freddie Mac）交易）為 12.2 萬億美元，約占美國 GDP 的 52.33%。⁵ 歐盟整體資產證券化市場規模約為 0.99 萬億歐元，約占歐盟 GDP 的 5.76%。⁶

歐洲系統性風險委員會報告指出，歐盟的資產證券化市場規模遠低於美國，並且銀行業在歐盟資產證券化市場中扮演著主要投資者的角色。⁷ 歐洲金融市場協會認為，歐盟經濟對銀行資金的依賴程度遠大於美國，這是 2008 年全球金融危機後歐美經濟增長差距擴大的原因之一。⁸

2、擴大企業融資渠道、助力實體經濟

跨境資產證券化可以為企業提供額外的資金來源，特別是幫助中小企業擴大融資渠道、降低融資成本，從而促進實體經濟振興發展。

內地的資產證券化市場已經服務於中國經濟的各個方面。比如，按揭證券化（RMBS）為百姓的住房改善提供資金支持；供應鏈金融（supply chain financing）證券化和應收賬款（receivables financing）證券化說明企業加速回籠資金、擴大生產；消費金融（consumer financing，比如汽車貸款等）證券化有助於促進消費；融資租賃（financial leasing）

證券化已經成功用於碳中和等“綠色資產”，有助於中國減排目標的實現。廣泛引入國際資金，可以推動內地資產證券化的進一步蓬勃發展。

3、助力粵港澳大灣區、“一帶一路”倡議、人民幣國際化等國家戰略

第一，粵港澳大灣區。

大灣區以中國約 6.1% 的人口，創造了中國 11.04% 左右的 GDP。⁹ 跨境資產證券化可以推動大灣區經濟的進一步發展，通過香港這個平台為大灣區內其他城市帶來跨境融資。

大灣區內有數量眾多的中小企業。融資難是中小企業長期面臨的問題，因為銀行系統無法為中小企業提供充足的低成本融資。跨境資產證券化可以說明銀行系統釋放流動性壓力，為中小企業提供更多的融資。有條件的中小企業，也可以直接將現金流證券化，為擴大生產獲得境外融資。

第二，“一帶一路”倡議。

自 2013 以來，中國在“一帶一路”倡議下，為沿線國家基礎設施建設提供了大量的融資。基礎設施建設需要龐大的資金支援，將符合國際標準、有高透明度的“一帶一路”項目通過國際資本市場進行再融資，可以為中國擴大“一帶一路”的規模提供更多資金。

資產證券化可以為大規模基礎設施建設提供有效的融資渠道。例如，新加坡的 Clifford Capital 已經成功發行三筆基礎設施貸款證券化交易，融資超過 10 億美元。美國的 STWD Investment Management 以及 RREEF America 均進行了數筆基礎設施貸款證券化交易。值得一提的是，香港

2022/23 年度財政預算也宣佈，香港按揭證券有限公司將於今年第一季度進行 4.5 億美元基礎設施貸款證券化交易。

第三，人民幣國際化。

跨境資產證券化可以進一步擴大國際投資人對人民幣資產的投資，有助於促進人民幣國際化戰略目標的實現。隨著人民幣作為全球儲備貨幣的重要性持續上升，國際投資人對於人民幣資產的需求也在提高。

2021 年 3 月，港交所在人民幣國際化報告中指出，更多元化的人民幣產品可以支援離岸人民幣市場的發展。港交所表示，離岸人民幣市場是支持人民幣國際化的關鍵和不可或缺的因素，並強調人民幣計價發行的資產證券化，作為一種創新產品，可以在香港資本市場發行，進而提高人民幣流動性，滿足內地企業對離岸人民幣融資的需求，並為國際資本市場提供更多元化的人民幣資產、以便其更好地管理人民幣投資組合。

第三部分、在香港打造中國跨境資產證券化平台

一、香港在跨境資產證券化中扮演著不可替代的角色

香港作為國際金融中心，也是中國內地與國際市場互聯互通的重要橋樑，可以，也應當，發揮其“超級連絡人”的作用，在內地資產證券化市場的跨境進程中發揮不可替代的作用。

香港不僅僅是通往內地的樞紐，同時也是一部經濟發動機，是提供資本、促進發展的發動機。香港在“一國兩制”方針制度下所具備的獨特社會、經濟和法治體系，構成了香港的核心競爭力。



APSA

亚太结构融资公会
Asia-Pacific Structured Finance Association
www.apsa-asia.com | info@apsa-asia.com

回首 1993 年，青島啤酒在港交所發行 H 股，成為第一家香港上市的內地公司，開創了香港國際金融中心發展的新階段。香港國際金融中心騰飛的核心動力，是在“一國兩制”偉大創舉下獨有的以普通法為基礎、成文法為輔助的二元法律體系。在這個基礎上建立的香港金融市場成為一個完美的體系，成功將大陸法系為基礎的內地市場與普通法系為基礎的歐美市場無縫連接起來。

跨境資產證券化，與當年 H 股結構的創立有異曲同工之妙。

自 H 股制度創新以來，中國內地資本市場的逐步放開，一直以香港作為核心通道。進入 21 世紀，中國于 2002 年開啟 QFII、2008 年開啟 QDII、2012 年開啟 RQFII、2014 年開啟滬港通、2015 年開啟基金互認、2016 年開啟深港通、2017 年開啟債券通、2021 年開啟理財通、2022 年提出互換通，所有這些制度創新，都是以香港為初始通道，逐步打開了中國內地的股票、債券、基金、外匯和利率市場。

跨境資產證券化可以充分利用內地與香港現有的資本互聯基礎設施，通過對現有制度進行微調，就可以開展跨境資產證券化的試點。

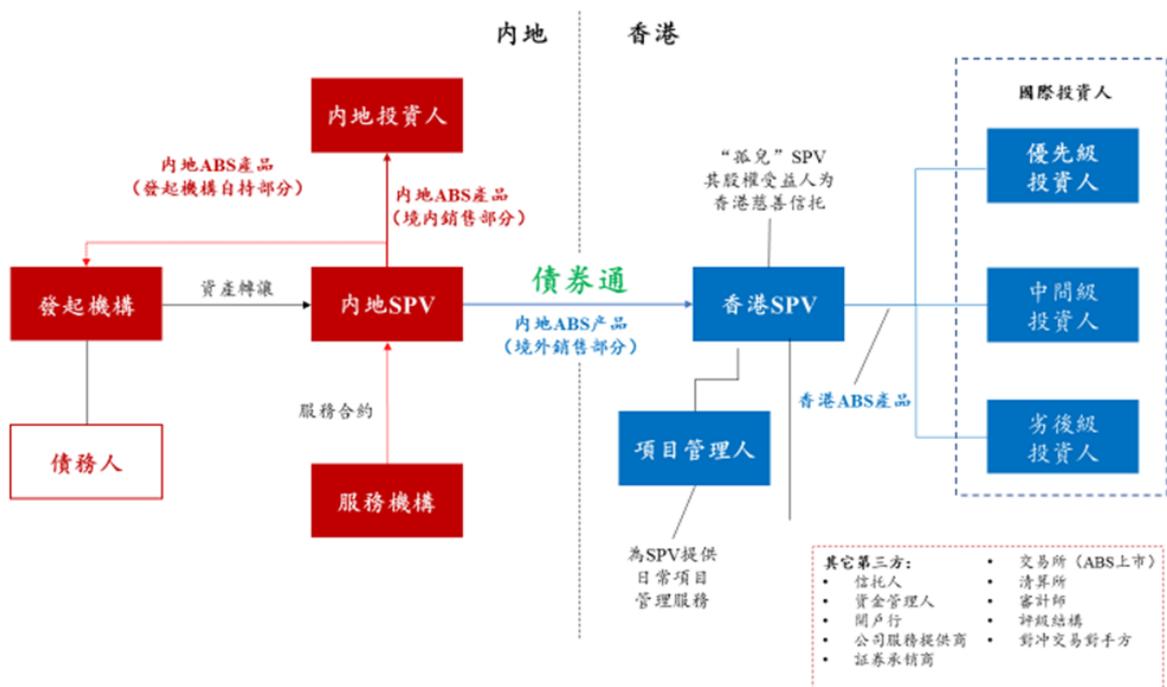
二、香港 SPV 與債券通 2.0——跨境資產證券化平台的基石

內地資產證券化產品的兩個重要發行市場是銀行間債券市場以及交易所市場。¹⁰目前，大部分境外投資人都是通過債券通參與內地資產證券化。通過債券通，境外投資人只能參與在銀行間債券市場發行的內地資產證券化產品，而不能參與在交易所市場發行的同類產品（根據 2022 年新發行產品金額（人民幣 157871.10 億元），交易所市場發行的資產證券化產品（人民幣 79419.28 億元）占整個內地市場的 50%以上）。¹¹

跨境資產證券化可通過多種形式進行，建議先通過債券通進行試點，在債券通體系下實現跨境資產證券化。這一試點首先需要建立完善的香港 SPV 體系，然後配上債券通體系的局部升級（升級後的債券通，簡稱“債券通 2.0”）。這個組合是中國跨境資產證券化平台的基石。

中國跨境資產證券化平台，簡單來說，就是由內地企業發行內地 ABS，可以在銀行間債券市場發行，也可以在交易所市場發行。然後由香港 SPV 通過債券通 2.0 認購內地 ABS，並同時由香港 SPV 在香港向國際投資人發行人民幣或外幣計價的產品（簡稱“香港 ABS”）。

中國跨境資產證券化平台的交易示意圖如下。



在香港打造這個中國跨境資產證券化平台，有兩個核心前提。第一，完善香港 SPV 體系；第二，局部升級債券通，建立債券通 2.0。

1、完善香港 SPV 體系

跨境資產證券化的結構需要建立一個境外 SPV。境外 SPV 設立在香港，對內地和香港而言都是最優的選擇。香港已經擁有一套完善的法律體系，滿足國際資產證券化交易在法律制度層面的基本需求。

但是，香港法律仍然有一些制度需要優化，才能讓香港 SPV 在資產證券化交易框架中得到廣泛應用，與全球其他金融中心的 SPV 競爭。這些需要稍作修改的法律，包括《稅務條例》、《放債人條例》、《證券與期貨條例》。其中最為重要的法律更新是針對香港 SPV 的稅務安排，明確香港 SPV 只需要針對其留存收益繳納所得稅。這是影響境外 SPV 設立地選擇的一個核心考慮。

香港 SPV 的廣泛應用，能夠使得香港獲得更多來自融資交易的服務收入，如法律、財務、稅務和企業服務業務等。舉個例子，愛爾蘭通過建立友好的 SPV 體系獲得了巨大的經濟效益。據統計，愛爾蘭本地超過 3000 個 SPV 管理著超過 1 萬億歐元的資產。SPV 行業為當地創造了超過 3900 個工作崗位，對愛爾蘭經濟的貢獻估計超過 5 億歐元。¹²完善香港 SPV 體系之後，香港 SPV 的廣泛應用可以帶來的經濟收益將遠超愛爾蘭。

2、債券通 2.0

債券通 2.0 建立在現有債券通機制之上，作為跨境資產證券化的橋樑，讓國際投資人通過他們熟悉的框架有效地參與跨境資產證券化。債券通 2.0 需要考慮對目前的債券通制度做出下述五點調整。

(1) 香港 SPV 成為債券通 2.0 的合格境外投資者

債券通允許的境外投資者範圍主要包括境外金融機構。國際資產證券化市場上通常使用 SPV 來實現資產與交易主體的破產隔離 (bankruptcy remote)，並通過雙層 SPV 模式來實現跨境發行。無論是大陸法系 (如韓國、法國、義大利等) 或普通法系 (如香港、新加坡、英國等)，通過雙層 SPV 模式來實現跨境資產證券化，是國際市場上非常普遍的做法。例如，香港按揭證券有限公司曾通過雙層 SPV 模式，在韓國境外設立 SPV 認購韓國本地 SPV 發行的 MBS 產品，並由境外 SPV 在香港向投資者發行相關聯的香港證券化產品。

為了達成跨境資產證券化，作為試點辦法，債券通 2.0 應當允許符合要求的香港 SPV 通過債券通投資內地 ABS，並同時向國際投資人發行香港 ABS。通過該結構，不符合債券通入市資格的國際投資人，可以通過符合要求的香港 SPV 直接投資內地 ABS，而無需面對其他中間交易機構的信用風險，從而擴大內地 ABS 的投資人群體。

(2) 擴大對內地資產證券化市場的投資範圍

內地 ABS 的兩個重要發行市場是銀行間債券市場以及交易所市場。目前，大部分境外投資人是通過債券通參與內地資產證券化。通過債券通，境外投資人只能參與在銀行間債券市場發行的內地 ABS，而不能參與在交易所市場發行的同類產品。按照 2022 年新發行產品金額計算，交易所市場發行的內地 ABS 占整個內地市場的 50%以上。¹³

允許符合要求的香港 SPV 通過債券通投資交易所上市的內地 ABS，可以顯著提升境外投資人對整個內地資產證券化市場的參與度。

(3) 明確稅務安排

考慮到內地和香港稅務制度存在區別，應避免稅務不確定性，包括內地與香港是否雙重納稅的問題、通過債券通認購內地 ABS 是否免徵收預扣和增值稅的問題。因為這些不確定性會影響投資者參與的積極性。

(4) 優化外債登記流程

跨境資產證券化可能導致債權出境，從而觸發境內債務人的外債登記備案義務。考慮到資產證券化交易涉及數量龐大的債務人，需要從制度層面考慮優化外債登記流程。

在這一問題上，建議參照不良資產跨境轉讓。由發改委、外管局等部門明確，企業跨境轉讓債權進行融資的，納入外債制度統一管理。可以簡化相關手續，特別是允許轉讓方進行統一的外債備案，而無需債務人逐一辦理外債備案。建議發改委、外管局對相關交易進行額度管理，在備案的融資額度下允許多次發行，無需重複辦理事前備案。

(5) 降低內地資產證券化門檻

內地 ABS 需要滿足一系列標準，標準設立的目的是保護境內投資人。對於跨境資產證券化交易而言，香港 SPV 發行的境外 ABS 對國際投資人發行，需要滿足國際資產證券化的標準。因此，可以考慮豁免一些不適用的內地 ABS 的標準，從而避免產生不必要的交易成本。

(6) 友好的匯率政策支持

如果香港 ABS 以外幣計價發行，人民幣與外幣的匯率對沖成本對交易的經濟性有著重大影響。對於跨境交易而言，能夠採用靈活的匯率對沖策略以及自由選擇在岸\離岸外匯市場進行匯率對沖交易，對交易的撮合非常有益。



APSA

亚太结构融资公会
Asia-Pacific Structured Finance Association
www.apsa-asia.com | info@apsa-asia.com

結語

香港打造中國跨境資產證券化平台，把國際投資人有序引入內地資產證券化市場。順應中央經濟工作的要求，通過高效利用外資，助推 GDP 增長，擴大企業融資渠道，為實體經濟注入強大動能，為大灣區、“一帶一路”倡議、人民幣國際化等國家戰略提供重要支援。

香港是打造跨境資產證券化平台的最佳選擇。通過香港 SPV 體系的完善和債券通 2.0 的升級換代，實現跨境資產證券化破冰。跨境資產證券化立足香港資本市場，面向全球，充分發揮香港作為“超級連絡人”的優勢地位，惠及法律、財務、稅務和企業服務等第三產業的發展，強化香港的核心競爭力。

我們對香港打造中國跨境資產證券化平台充滿信心與期待。讓我們攜手合作，積極行動，推動各項舉措儘快落地，早日將香港建設成為聯動中國內地、香港、“一帶一路”沿線國家以及國際投資人，具有國際水準的跨境資產證券化平台。



APSA

亚太结构融资公会
Asia-Pacific Structured Finance Association
www.apsa-asia.com | info@apsa-asia.com

注釋

- 1 《解碼中央經濟工作會議 | 推進高水準開放 2023 年吸收外資將迎多重利好》，載新華網 2022 年 12 月 23 日，http://www.news.cn/fortune/2022-12/23/c_1129227150.htm。
- 2 參見中國資產證券化分析網網站，<http://www.cn-abs.com>。內地資產證券化產品總發行規模約為人民幣 15.7874 萬億元，未償清總額約為人民幣 4.684 萬億元。人民幣對美元匯率按 6.90:1 計算。
- 3 《外匯局：我國債券市場總規模 21 萬億美元 外資仍會穩步增持人民幣債券》，載人民網 2022 年 7 月 22 日，<http://finance.people.com.cn/n1/2022/0722/c1004-32483101.html>。
- 4 參見證券業和金融市場協會網站，US Asset Backed Securities Statistics, <https://www.sifma.org/resources/research/us-asset-backed-securities-statistics/>。根據世界銀行統計，美國 2021 年 GDP 約為 23.3151 萬億美元，參見世界銀行網站，<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=US>。
- 5 參見證券業和金融市場協會網站，US Mortgage Backed Securities Statistics, <https://www.sifma.org/resources/research/us-mortgage-backed-securities-statistics/>。
- 6 參見歐洲金融市場協會網站，AFME Securitisation Data Report Q4 2021 and 2021 Full Year, <https://www.afme.eu/Publications/Data-Research/Details/AFME-Securitisation-Data-Report-Q4-2021-and-2021-Full-Year>。這一資料包含歐洲按揭證券化市場交易。根據世界銀行統計，歐盟 2021 年 GDP 約為 17.1774 萬億美元，參見世界銀行網站，<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=EU>。
- 7 European Systemic Risk Board, Monitoring systemic risks in the EU securitisation market (July 2022)。
- 8 參見國際貨幣基金組織網站，https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/WEO_WORLD/USA/EU。全球金融危機觸底後的四年內，美國 GDP 增長相比歐盟平均每年高出 1%。
- 9 參見香港貿發局網站，<https://research.hktdc.com/en/article/MzYzMDE5NzQ5>。根據世界銀行統計，中國 2021 年 GDP 約為 17.7341 萬億美元，人口約為 14.12 億。參見世界銀行網站，<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=CN>；<https://data.worldbank.org/indicator/SP.POP.TOTL?locations=CN>。
- 10 銀行間債券市場發行的產品包括銀行業金融機構發起的信貸資產支持證券（簡稱銀保監 ABS）以及非金融機構發起的資產支援票據（簡稱 ABN）。交易所市場發行的產品為非金融機構發起的資產支持專項計畫（簡稱證監會 ABS）。目前，合資格的境外投資者可以通過債券通投資銀行間債券市場的銀保監 ABS 和 ABN，也可以通過 QFII/RQFII（合併後簡稱 QFI）投資交易所市場的證監會 ABS。
- 11 參見中國資產證券化分析網網站，<http://www.cn-abs.com>。
- 12 參見愛爾蘭債券協會網站，<https://idsa.ie/industry-statistics/>。



APSA

亚太结构融资公会
Asia-Pacific Structured Finance Association
www.apsa-asia.com | info@apsa-asia.com

¹³ 參見中國資產證券化分析網網站 · <http://www.cn-abs.com> 。根據 2022 年新發行產品金額 (人民幣 157871.10 億元) · 交易所市場發行的內地 ABS (人民幣 79419.28 億元) 占整個內地市場的 50% 以上。