



中国银行间市场交易商协会
National Association of Financial Market Institutional Investors

▶ 2025

中国债券市场 改革发展报告

目录

中国债券市场改革发展报告（2025）

扉页：NAFMII 及其在中国银行间市场的角色 3

01

中国宏观经济金融形势及中国银行间市场概况

1.1 中国宏观经济及金融市场发展形势	6
1.2 中国银行间债券市场蓬勃发展	8

02

健全债券市场运行机制，市场化改革逐步深化

2.1 以市场化为导向推动注册制改革	14
2.2 搭建精简高效透明的信息披露制度体系	16
2.3 建立公平公正的发行定价机制	17
专栏一 探索债券发行机制，持续规范发行定价	19
2.4 提供丰富的投资人保护工具	20
2.5 构建高效便利的债券交易机制	21

03

丰富债券市场产品供给，满足多元化投融资需求

3.1 银行间债券市场产品谱系	24
3.2 债券市场发展支持绿色发展和低碳转型	25
3.3 债券市场支持可持续发展目标	27
3.4 债券市场发展支持科技金融大文章	29
专栏二 混合型科创票据	29
3.5 资产证券化功能支持普惠金融	30
专栏三 发挥资产担保增信作用支持民企债券融资	30

提供多元化风险对冲工具，促进风险管理与价格发现

4.1 金融衍生品市场与衍生品主协议	32
专栏四：发布互换通协议促进市场扩容	33
4.2 回购市场与回购主协议	34
4.3 债券借贷市场与借贷主协议	34
专栏五：境外机构可在银行间市场便利参与利率和汇率风险对冲	35

强化自律管理手段，为市场发展保驾护航

5.1 开展常态化业务排查和检查	38
5.2 开展中介机构市场化评价	38
5.3 开展自律调查	40
5.4 开展自律处分	41
5.5 提供纠纷调解平台	43

扩大债券市场开放水平，便利境外机构参与中国债市

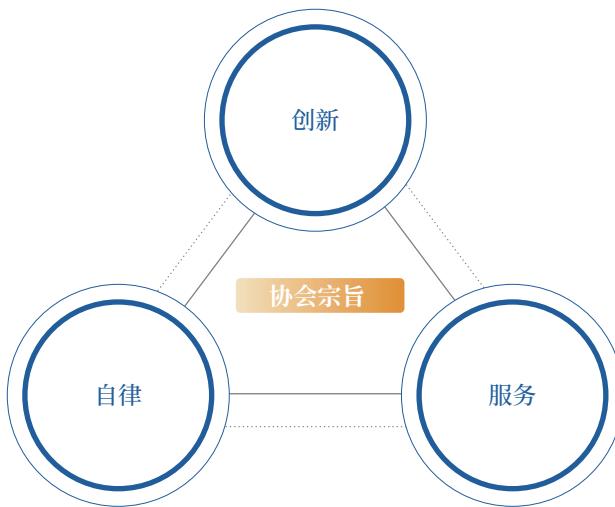
6.1 熊猫债市场为境外发行人提供重要融资渠道	46
专栏六：优化熊猫债信息披露和定价配售机制	48
6.2 为境外投资者提供多元服务	50
6.3 为境外中介机构展业提供良好环境	52

大事记

附件 1：境外机构如何在银行间市场发行债券	54
附件 2：境外机构如何投资中国债券市场	56
附件 3：银行间衍生品市场标准协议文本	58
	60

NAFMII 及其在中国银行间市场的角色

中国银行间市场交易商协会是由市场参与者、中介机构及相关领域的从业人员和专家学者自愿组成的，包括银行间债券市场、同业拆借市场、外汇市场、票据市场、黄金市场和衍生品市场在内的银行间市场的自律组织。交易商协会经国务院同意、民政部批准于 2007 年 9 月成立，为全国性的非营利性社会团体法人，接受业务主管单位中国人民银行和社团登记管理机关民政部的业务指导和监督管理。截至 2024 年末，交易商协会共有会员 9900 余家，涵盖银行、信用社、证券公司、保险公司、信托公司、基金公司、财务公司、工商企业等各类机构。



交易商协会按照市场化、专业化的原则，对银行间市场进行自律管理，制定自律规则、业务规范和职业道德规范并监督实施，推动市场的规范、健康发展；为会员服务，组织银行间市场从业人员接受继续教育和业务培训，开展业务交流，调解会员纠纷，维护会员权益；根据市场需求组织适合银行间市场特性的产品创新和制度创新，不断优化注册发行工作机制及流程，做细做实金融五篇大文章；开展对外交往，推动市场国际化，为会员“走出去”搭建桥梁。交易商协会持续加强银行间市场自律管理，切实提升服务实体经济发展的能力和水平，有效推动银行间市场持续健康发展，全面助力金融强国建设。



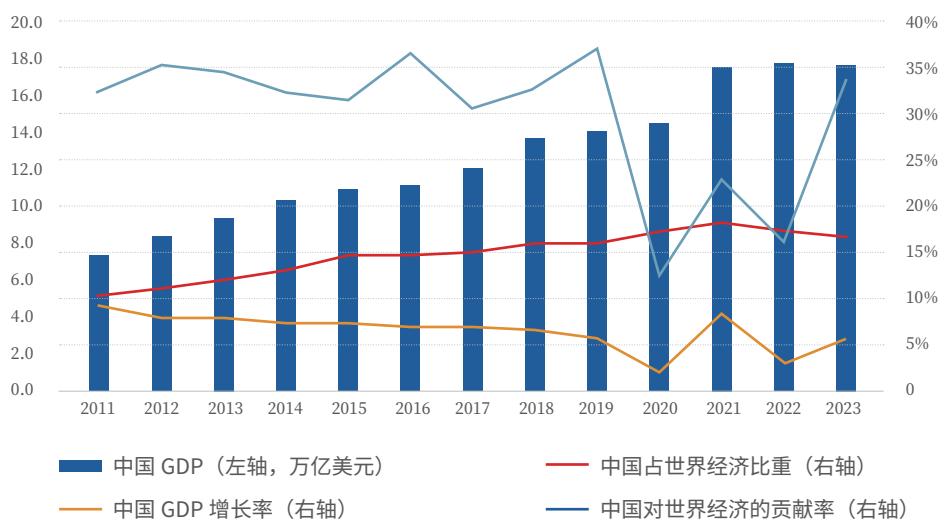
01

中国宏观经济金融形势 及中国银行间市场概况

1.1 中国宏观经济及金融市场发展形势

中国是过去二十年全球增长最快的主要经济体，对世界经济增长做出重要贡献。2023 年，中国的国内生产总值（GDP）为 17.8 万亿美元，是世界第二大经济体，占世界经济的比重达 16.8%。根据联合国的统计，过去十几年，中国对世界经济增长的贡献率基本长期在 20% 以上。近年来，中国经济转变发展方式，从高速增长换挡到中高速增长，GDP 增速从 2010 年附近的 10% 左右回落到 5%。

图 1-1：中国 GDP 增长及对世界经济贡献



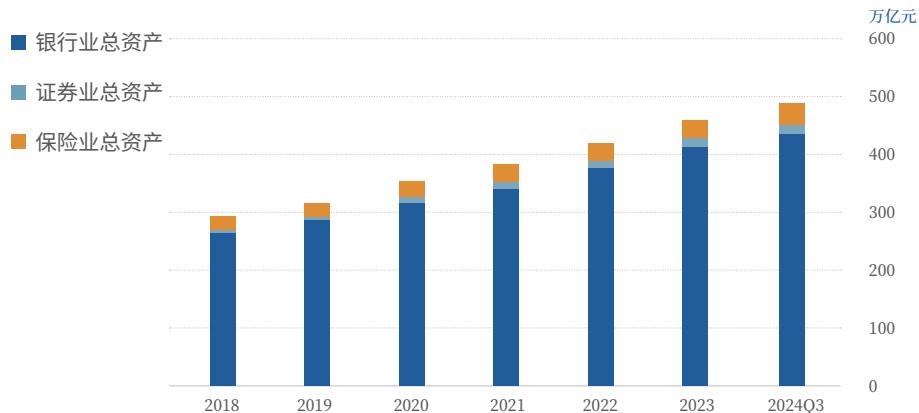
数据来源：国家统计局、世界银行、联合国统计司

中国拥有超大规模市场的潜力，将在较长时期内保持中高速增长。第一，中国经济再平衡在过去十多年取得很大的进展。2008 年金融危机以前，中国经济增长主要是由投资和出口拉动，2024 年，最终消费支出对中国经济增长的贡献率超过 40%，消费已成为经济发展的最大动力。第二，庞大的中等收入群体对中长期需求构成有力支撑。中国高质量的城镇化形成了全球规模最大的 4 亿多中等收入群体，城镇化率与发达国家相比仍有空间¹。第三，中国具有完整的产业体系。中国是唯一拥有联合国产业分类中所列全部工业门类的国家，产业门类齐全，这一聚合优势目前还没有国家能够替代。第四，中

国人力资本具有一定优势。从世界银行 2020 年发布的人力资本指数²来看，中国显著高于巴西、印度等一些新兴经济体，有助于提高全要素生产率。**第五**，新质生产力稳步发展。以集成电路、人工智能、量子技术等为代表的科技创新取得重要进展，传统产业智能化改造和数字化转型持续推进，绿色低碳转型步伐加快。

中国金融市场规模居世界前列，目前正在加快补齐一些短板。2024 年三季度末，中国金融业总资产 489 万亿元，其中银行业总资产 439.5 万亿元，证券业总资产 14.6 万亿元，保险业总资产 35.0 万亿元。中国银行业全球规模最大，有五家商业银行被列入全球系统重要性金融机构。中国资本市场发展迅速，2024 年末债券市场规模超过 177 万亿元，股票市场总市值超 85 万亿元，是全球第二大债券市场和股票市场。中国金融市场的国际认可度和吸引力也在显著提高，A 股和国债被纳入 MSCI、富时罗素、彭博巴克莱、摩根大通等全球主流指数。

图 1-2：金融业资产规模



数据来源：国家统计局

中国经济经过四十多年改革开放，积累了财富和资产，形成了中产阶级、产业体系、人力资本等增长有利条件，但也面临人口老龄化加剧、低碳转型难、收入差距大、部分经济部门效率低、部分领域金融风险积聚等中长期挑战。中国贯彻“创新、协调、绿色、开放、共享”五大发展理念，切实解决好发展中的不平衡不充分问题，防范化解系统性风险，推动经济高质量发展。

¹ 2024 年中国城镇化率为 67%，而发达国家普遍在 80% 以上。

² 世界银行于 2020 年推出人力资本指数（Human Capital Index），将各国对年轻人在教育与健康领域的投资进行比较。世界银行认为，经济体对教育和健康的投资越大，其劳动者的创造力和薪资往往越高，从而使得该经济体财富值更高，经济更强大。

1.2 中国银行间债券市场蓬勃发展

伴随中国经济体制的改革，中国针对机构投资者的场外金融市场——银行间市场建立并快速发展。30 多年来，银行间市场已成为涵盖债券市场、同业拆借市场、外汇市场、票据市场、黄金市场和金融衍生品市场的场外金融市场体系。银行间各子市场的产品结构和参与者结构日益丰富，市场规模逐渐壮大，在助力宏观调控、金融改革、经济发展等方面发挥了重要作用。

中国债券市场具有典型的“新兴 + 转轨”特征，是在金融生态还不完善的情况下发展起来的，深化改革一直贯穿于发展始终。1997 年，中国建立面向机构投资者、采取场外询价方式交易的银行间债券市场。经过二十余年发展，银行间债券市场规模稳步增长，融资功能持续增强，市场参与主体与债券品种不断丰富，金融基础设施不断完善。银行间市场和交易所市场之间形成良性竞争，共同促进了中国债券市场的快速发展。

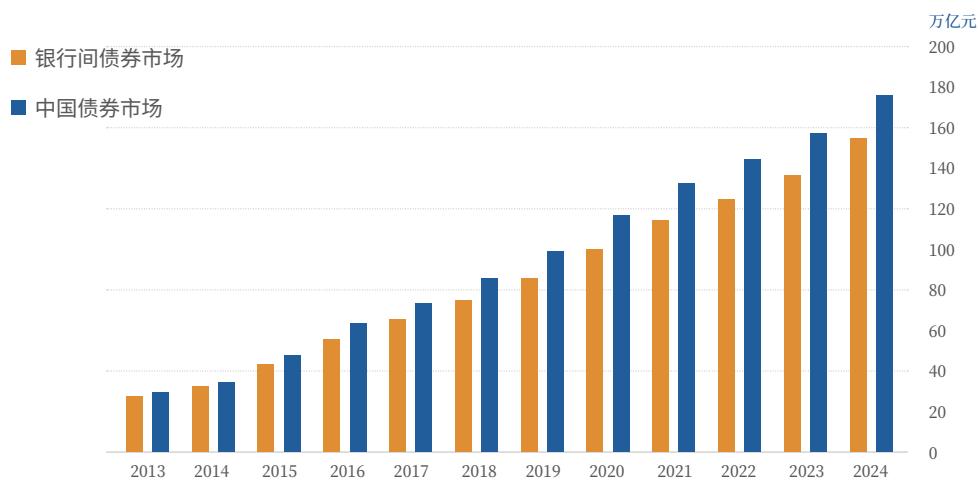
图 1-3：中国债券市场的构成



市场规模与产品类型

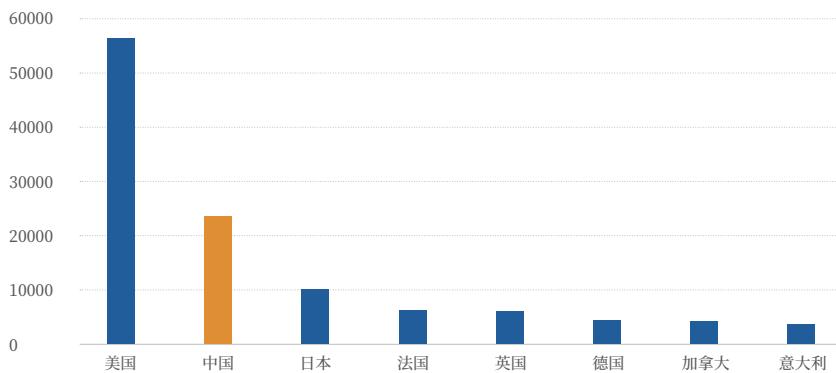
2024年末，中国债券市场存量177.0万亿元，银行间债券市场存量155.8万亿元，占中国债券市场存量的88.0%。过去十年间（2015-2024年），银行间债券市场存量的年均增长率为17.0%。从市场规模/GDP比重（2023年）来看，中国债券市场占GDP的比重为131%，低于美国、日本等主要经济体，仍有较大发展空间。按发行主体类型，银行间债券市场产品包括政府类债券、金融机构债券和公司信用类债券。

图1-4：银行间债券市场存量规模变化



数据来源：中国人民银行

图1-5：2024年2季度末各国债券市场余额比较（十亿美元）

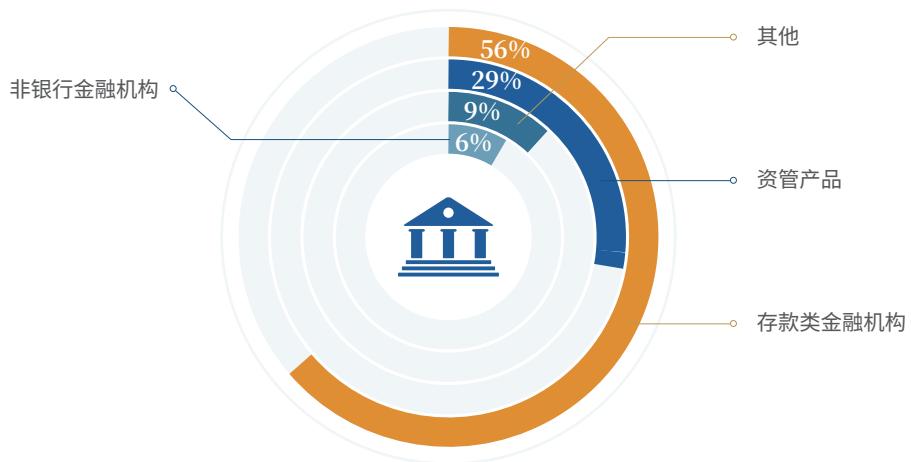


数据来源：国际清算银行（BIS）

投资者结构与交易活跃度

银行间债券市场投资者类型多元，涵盖各类机构投资者。从投资人数量和持债量看，银行间债券市场投资者表现为基数庞大、类型丰富，市场持有结构分散。随着投资者群体多元化、产品类型不断丰富、市场机制逐步完善、市场透明度逐渐提升，银行间债券市场的交易活跃度持续提升。2024 年，银行间债券市场现券交易 378 万亿元，同比增长 23%。其中，国开债、国债换手率分别超过 7 倍和 3 倍，是流动性比较好的品种。

图 1-6：银行间债券市场投资者结构（2024 年末）



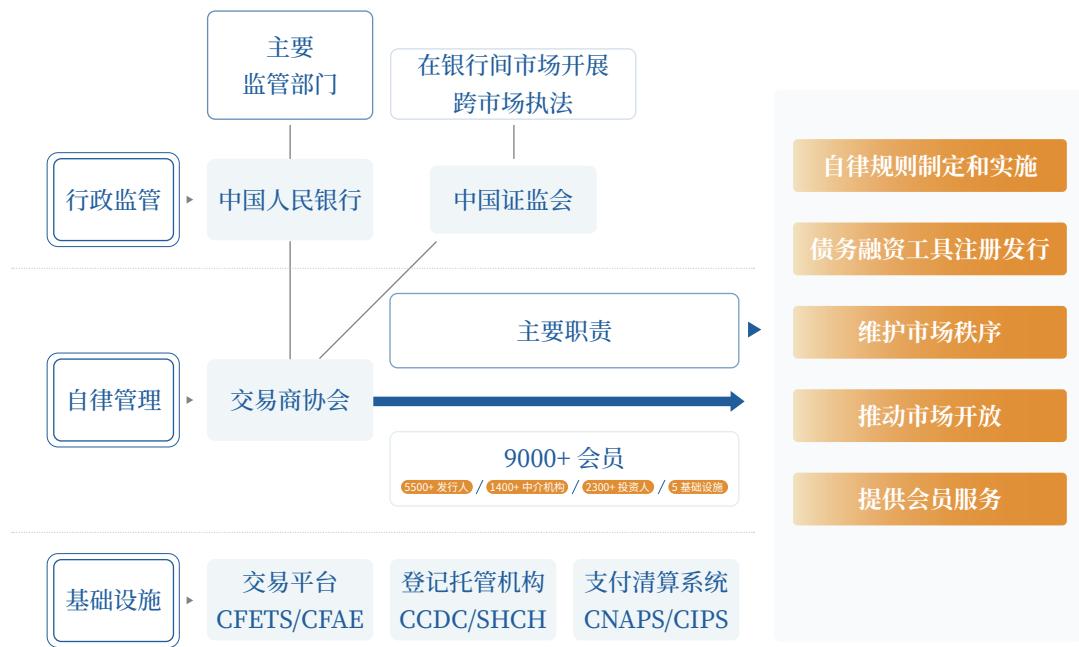
数据来源：中央结算公司、上海清算所



市场管理与基础设施架构

目前，银行间债券市场建立了统一分层的管理格局。中国人民银行依法履行对银行间债券市场的监管职责；证监会对银行间债券市场开展跨市场执法，查处打击重大违法违规行为；交易商协会在人民银行的指导下，主要负责市场一线的自律管理。银行间债券市场的交易前台为外汇交易中心和北金所，托管结算后台是中央结算公司和上海清算所。其中，中央结算公司主要托管政府债券、政策性金融债等品种，上海清算所主要托管公司信用类债券以及一些创新品种。

图 1-7：交易商协会是银行间市场自律管理机构





02

健全债券市场运行机制 市场化改革逐步深化

2004 年以前，中国公司信用类债券市场发展比较缓慢。在面向机构投资者、以场外市场为主的发展思路下，2007 年成立了银行间债券市场自律组织——中国银行间市场交易商协会，并以交易商协会为依托推动债券发行注册制改革。自律组织的成立和注册制的协调推进，促进了中国公司信用类债券市场的快速发展。根据 BIS 统计，从 2012 年起，中国公司信用类债券市场规模世界排名上升至第二位。

2.1 以市场化为导向推动注册制改革

债券发行注册制，以市场化、专业化、法治化为原则，将企业能不能发债、能发多少债、以什么价格发债、什么时间发债等事项，更多地交由市场去决定。在坚持注册制理念、市场化运作前提下，经交易商协会注册的公司信用类债券——债务融资工具市场形成了一套规范有效的注册发行工作制度体系。

表 2-1：注册制的内涵

核心	发行人信息披露	作为信息披露第一责任人，发行人应真实、准确、完整、及时、公平地披露信息
基础	中介机构尽职履责	中介机构辅导发行人做好信息披露，为投资者提供高质量的独立、客观、专业意见
前提	投资者风险自担	投资者获取充分信息后作出投资判断、承担投资风险
程序	协会注册评议	协会组织注册专家，对发行人信息披露的真实、准确、完整、及时性进行评议，不对债券的投资价值进行实质性判断
保障	市场自律管理	形成“协会自律管理、市场自我约束”的管理框架

在注册制理念下，交易商协会不断优化注册发行管理机制，便利市场参与，激发市场活力。

表 2-2：优化注册发行管理机制

机制优化	相关机制安排
“储架式”发行机制	在交易商协会完成债券注册后，该注册在 2 年内有效。发行人可以在 2 年内自主发行 ³ 。成熟层企业可以多品种统一注册，且可不事先设置注册额度。截至 2024 年末，成熟层企业超过 230 家
定向发行机制	<ul style="list-style-type: none"> 引入定向发行，投资人范围包括：银行间市场的特定机构投资人⁴（X）和专项机构投资人⁵（N）。其中，X 由企业和主承销商遴选确定，N 由交易商协会按照相关程序遴选并发布（截至 2024 年末，已包括 506 家） 定向发行在发行条款、信息披露内容、信息披露方式等方面均有发行人和投资人灵活约定的空间
分层分类管理机制	<ul style="list-style-type: none"> 根据企业市场认可度、信息披露成熟度等，将发行人分层分类，并实行差异化注册发行机制 市场认可度高、信息披露相对成熟、发行频率高的企业，将获得更多注册发行便利，注册效率更高，发行更加便捷

³ 少数没有债券发行经验的发行人，可以在 1 年内自主发行，1 年后的发行需事前向协会备案。

⁴ 对拟投资的定向发行产品较为熟悉，可以识别并承担该只定向发行产品的投资风险。

⁵ 参与定向发行产品经验丰富，具有较强的风险识别和风险处置能力，能够做出独立的投资决策并承担风险。

2.2 搭建精简高效透明的信息披露制度体系

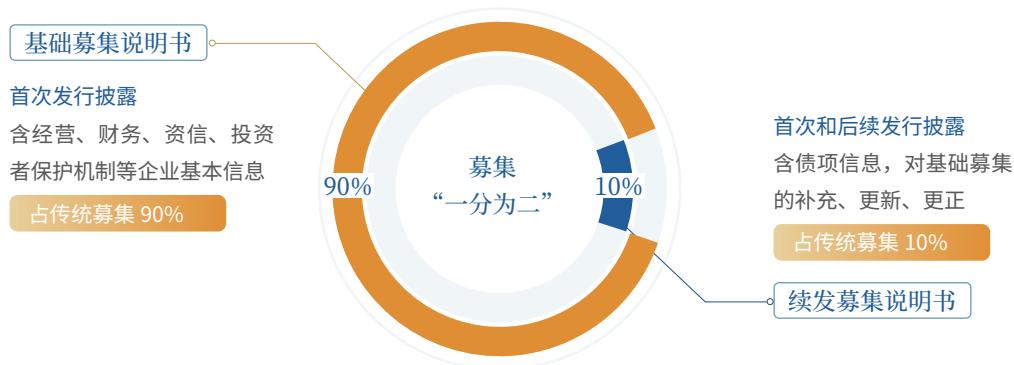
信息披露作为注册制的核心，既是投资人保护机制的重要组成部分，也是防范市场系统性风险的基石。市场透明度直接影响市场运行效率。

交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》，要求信息披露应当遵循真实、准确、完整、及时、公平的原则，并确立了债务融资工具市场“信息披露规则 - 表格体系 - 示范文本”的制度体系，并持续修订完善规则，督促相关各方合规履行信息披露职责，努力提升债券市场信息披露质量。此外，与国际惯例不同，中国境内市场设置了债券存续期管理义务，其中最重要的一项就是存续期信息披露义务，以此加强对投资人权益的保障力度。

为进一步提升“经常性发行人”信息披露效率、突出信息披露重点、便利投资人信息分析，交易商协会借鉴欧洲中票（EMTN）等经验，创新推出“常发行计划”机制（FIP）。

企业采用“常发行计划”注册发行债务融资工具，首次注册或首次发行时披露“基础募集+续发募集”，后续发行时，如仍在近一年财务数据有效期内，每期发行仅需在续发募集中披露发行条款、募集资金用途、重大事项（如有）等即可，无需重复披露发行人基本信息，极大提高了注册发行效率。

图 2-1：常发行计划机制安排



2.3 建立公平公正的发行定价机制

在发行机制上，发行人可以选择招标发行，也可以选择簿记建档发行。实践中，债务融资工具基本均采用簿记建档方式发行，在满足自律规则规定的制度、人员、系统、场地等基本要求的情况下，可自主选择簿记建档场所。国债、央行票据、政策性金融债以及少量公司信用类债券采用公开招标方式发行，投资者直接利用由中国人民银行组织开发的债券发行系统进行投标。

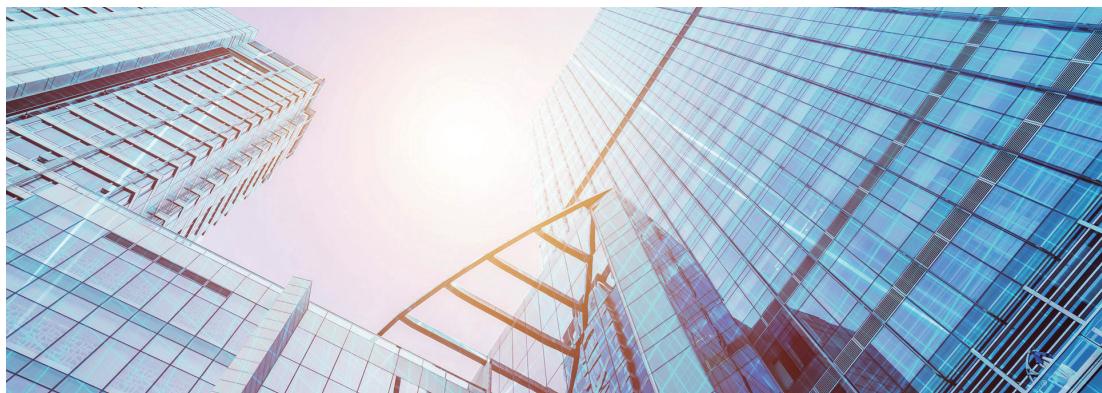
图 2-2：银行间市场债券的发行流程



为确保价格形成公平、公正、有序，近年来交易商协会持续强化发行环节自律管理，通过发布规范性要求、发起签署《自律公约》、优化簿记建档系统等方式，规范了市场痛点问题，推动发行定价过程更加透明和市场化（见表 2-3）。

表 2-3：银行间市场债券发行更加规范透明和市场化

措施	具体内容	作用
制定发行相关自律规则	<ul style="list-style-type: none"> 对发行公告、询价、簿记申购、定价配售、缴款、分销等发行环节全过程进行规范 	
引导市场化利率的形成	<ul style="list-style-type: none"> 引导投融资双方定价沟通磋商，形成合理定价区间 债券定价应参考基准利率，并考虑信用、期限、流动性等因素 要求发行人不得干扰发行定价、不得违规指定价格 	<ul style="list-style-type: none"> 促进市场机构规范发展业、公平竞争 传递市场化、规范化、透明化发展理念
提升簿记建档操作规范化、透明度	<ul style="list-style-type: none"> 簿记管理人应及时向发行人、承销团成员披露簿记过程信息 承销团成员应及时向投资人共享信息 对簿记建档具体操作予以规范 	<ul style="list-style-type: none"> 提升债券市场价格发现功能，夯实资源配置能力
规范余额包销操作，提升透明度	<ul style="list-style-type: none"> 债券发行涉及主承销商余额包销的，相关情况应予以披露 余额包销应在簿记申购结束后开展，余额包销的“量、价”不得挤出有效申购订单 	
其他措施	<ul style="list-style-type: none"> 组织承销机构签署《自律公约》，促进良性竞争 对部分干扰发行定价的发行人和主承销商，开展自律调查和处分 推动熊猫债定价配售机制优化试点 	



专栏一 探索债券发行机制，持续规范发行定价

在人民银行指导下，交易商协会坚持稳中求进工作总基调，不断加强发行定价规范，促进债券市场持续健康高质量发展。

- **高度重视发行定价规范，多措并举维护发行秩序。**此前，在承销机构竞争日益激烈、贷款比价优势凸显等背景下，债券发行存在价格竞争、低价包销等不规范行为。为避免债券低价包销导致资金空转，金融资源配置失衡等问题，同时进一步提升债务融资工具市场化发行水平，交易商协会于 2023 年 7 月出台《关于进一步加强银行间债券市场发行业务规范有关事项的通知》，立足银行间债券发展实际，从推动业务整体生态建设出发，按照市场化、透明化、规范化原则，提出了系列工作举措。
- **持续治理低价包销行为，不断提升市场化发行水平。**交易商协会不断加强发行业务日常督导、持续进行发行监测，并加大约谈检查力度。同时进一步完善簿记建档发行观察员机制，对部分机构开展簿记建档现场观察，引导提升簿记建档操作规范。全年债务融资工具发行估值偏离度进一步收敛，下半年发行估值偏离度基本维持 1-2BP 内上下波动，一二级价差不断缩窄。

此外，交易商协会也关注到随着市场形势变化，市场机构逐渐形成新的诉求。自 2024 年 6 月以来，市场成员自发尝试以申购的时间优先为原则进行边际配售，以及借鉴成熟市场经验进行量价分阶段簿记等发行定价机制，以提高簿记发行效率，更好地促进债券价格形成。为此，交易商协会也加大了市场调研力度。下一步，将在市场实践经验基础上，及时评估探索实践效果，组织市场成员研究优化发行定价机制，促进债券市场高质量发展。



2.4 提供丰富的投资人保护工具

债务融资工具投资人保护机制持续强化，形成了覆盖注册、发行、存续期的全链条投资人保护机制，一是通过设置投资人保护条款，约束发行人行为，实现事后的有效处置；二是通过完善持有人会议、受托管理人、同意征集等集体行动机制，为投资人协商、集体开展风险处置提供规范的路径；三是鼓励多元化风险处置措施，在最大程度上保护各方权益。

表 2-4：银行间债券市场丰富的投资人保护工具

投资人保护机制	目标	内容 / 机制设计	市场实践 / 效果
投资人保护条款	有针对性地加强投资人保护，提高债券发行成功率	交叉保护条款、事先承诺条款、事先约束条款、控制权变更条款、偿债保障承诺条款和资产抵质押条款	特定发行人触发特定情形，可添加相应投资人保护条款
持有人会议	促进发行人和持有人良性互动，通过持有人集体表决，达成一致行动	协会发布《持有人会议规程》，对持有人会议相关召集人、召开情形、会议召集与召开、会议表决等事项进行规范	成为持有人表达自身合理诉求、主张合法权利的平台，也是发行人与投资者协商开展债务管理的最主要手段
受托管理机制	解决债券持有人的集体行动困难，代表持有人采取一致行动，行使权利	由发行人聘请，在债券存续期代表持有人监督发行人履约情况，并在债券违约后代表持有人一致行动。职责包括：管理处置担保物，代表持有人参与债务重组、提起诉讼、参与破产程序等	截至 2024 年末，在交易商协会备案开展债务融资工具受托管理业务的各类型机构共计 96 家
同意征集	高效、便捷地修改债券条款，实现投资人保护、发行人主动债务管理的目的	发行人针对债券条款修改等可能影响持有人权利的重要事项，主动征集持有人意见，持有人以递交同意回执来表达是否同意	银行间债券市场于 2022 年 4 月引入同意征集机制，并规范同意征集机制的实施
多元化风险处置措施	提升风险处置效率，保障债券持有人在违约处置中合法权益，也帮助有营运价值的困境发行人度过危机	包括：调整基本偿付条款、以其他方式（如实物、股权等）偿付并注销、到期违约债券转让机制	交易商协会已发布《违约及风险处置指南》，目前多元化处置措施已被市场机构广泛使用

2.5 构建高效便利的债券交易机制

银行间市场债券交易产品包括：现券、回购、债券借贷、利率互换等，提供询价交易、点击成交、请求报价（RFQ）以及匿名点击等交易机制。在银行间市场，货币经纪公司在二级交易中发挥重要作用，他们把债券买卖双方报价予以集中，再撮合成交。

表 2-5：银行间债券市场交易机制

交易机制	交易机制介绍	适用产品
询价交易	交易双方自行一对一协商交易要素，通过对话报价达成交易	现券、质押式回购、买断式回购、债券借贷、利率互换
点击成交	做市商发出双向可直接成交的报价，投资者点击报价达成交易	现券、利率互换
请求报价（RFQ）	投资者就标的债券向做市商发出报价请求，投资者可选择做市商回复的报价达成交易	现券、质押式回购、利率互换
匿名点击	投资者向系统提交匿名订单，系统基于双边授信关系，按照“价格优先、时间优先”原则进行匿名匹配成交，未被匹配的订单可供点击成交	现券、质押式回购、债券借贷、利率互换

银行间市场流动性水平不断提升。2024 年，银行间市场现券交易规模为 377.8 万亿元，同比增长约 23%。

表 2-6：银行间市场流动性情况

	银行间市场年度换手率						美国市场换手率	
	2024	2023	2022	2021	2020		2023	
国债	3.5	2.6	2.3	2	2.7	国债	7.2	
地方债	0.4	0.3	0.3	0.3	0.6	市政债	0.8	
同业存单	3.9	4.3	4	3.4	4.4			
政策性金融债	5.1	4.7	4.8	4.3	5.2			
中期票据	1.4	1.6	1.6	1.4	1.6	公司债	0.9	

数据来源：基于 Wind, SIFMA 数据计算



03

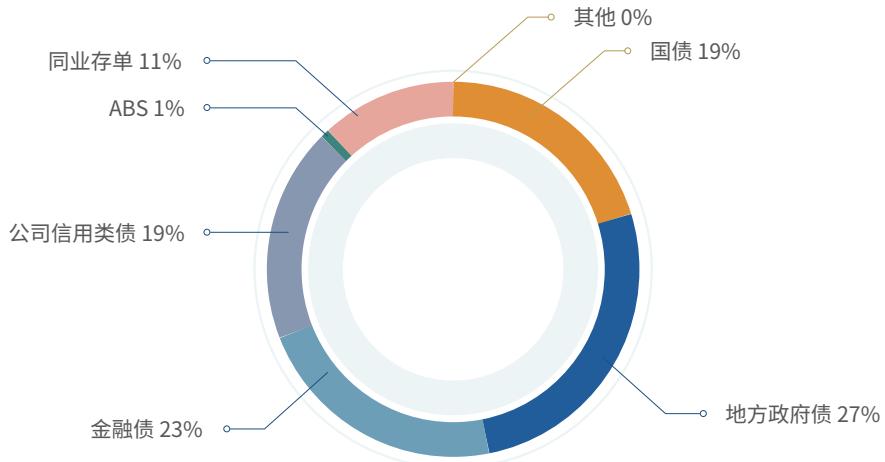
丰富债券市场产品供给
满足多元化投融资需求

3.1 银行间债券市场产品谱系

银行间市场的债券品种按发行主体可被划分为三大类：政府类债券、金融机构债券和公司信用类债券。政府类债券包括国债和地方政府债。金融机构债券包括政策性金融机构、银行及非银金融机构发行的债券，供给主要来自商业银行。公司类信用债券包括非金融企业债务融资工具和公司（企业）债。



图 3-1：银行间债券市场产品结构（存续债券占比，截至 2024 年末）



数据来源：Wind

在债务融资工具细分市场，形成了以“基础产品 + 专项产品 + 衍生品”为基本框架的产品谱系。基础产品根据不同产品特征分为信用债、结构化产品和境外机构债券；专项产品按照特定用途或主体、特别条款或结构进行分类；衍生品包括信用风险缓释工具。

3.2 债券市场发展支持绿色发展和低碳转型

绿色债券市场持续健康发展

银行间绿色债券市场发展势头强劲。从中资企业在境内外市场发行的绿色债券规模来看,中国已成为世界最大的绿色债券市场之一,银行是最活跃的发行群体。近年来,在“绿色发展”理念下,银行间市场大力发展绿色债券,丰富绿色金融和转型金融产品和服务,推进绿色金融标准体系建设。

在银行间市场的绿色债券产品中,绿色债务融资工具是经交易商协会注册、由非金融企业发行的绿色债券。截至2024年末,绿色债务融资工具(含绿色资产支持票据,绿色和转型债券创新产品详见表3-1)累计发行规模近1.24万亿元,存续规模超5000亿元,位居绿色公司信用类债券市场第一,募集资金主要投向清洁能源、清洁交通、资源节约与利用等领域,助力经济绿色转型发展。

表3-1: 不断丰富的绿色/转型债券产品类型

产品创新	产品特征	实现效果
碳中和债	募集资金专项用于具有碳减排效益的绿色项目	<ul style="list-style-type: none"> 截至2024年末,累计发行4897.43亿元 募集资金用于清洁能源、清洁交通、可持续建筑等具有明显碳减排效益的领域 带动减少碳排放9118万吨,节能减排效果明显
可持续发展挂钩债券(SLB)	将债券条款与发行人可持续发展目标相挂钩	<ul style="list-style-type: none"> 截至2024年末,累计发行SLB93只929亿元 挂钩目标涉及清洁能源新增装机规模、新增污水处理能力、碳配额履约率等多项指标 推动企业有序实现可持续发展
转型债券	募集资金专项用于低碳转型领域,如电力、有色等行业	<ul style="list-style-type: none"> 累计发行转型债券66.3亿元 引导企业沿着清晰的路径低碳转型发展,助力实现碳中和愿景

完善绿色债券标准体系

制定与国际接轨的《中国绿色债券原则》。2022 年 7 月，交易商协会牵头绿色债券标准委员会（简称“绿标委”）制定发布《中国绿色债券原则》，确立了绿色债券“募集资金用途、项目评估与遴选、募集资金管理、存续期信息披露”四大核心要素，明确募集资金应 100% 用于绿色项目。

- **加强绿色债券存续期信息披露。**2023 年 11 月，交易商协会牵头绿标委发布《绿色债券存续期信息披露指南》（简称“指南”），编制了存续期信息披露模板，结构化展示募集资金使用情况，量化和规范环境效益测算标准和披露维度。2024 年 2 月，交易商协会发布《关于绿色债务融资工具适用〈绿色债券存续期信息披露指南〉的通知》，做好绿债与《指南》的衔接，提高环境信息披露质量；各方共同推动沪深交易所明确绿色公司债适用《指南》，实现存续期信息披露标准统一。
- **提升绿色评估认证机构专业性、独立性和市场声誉。**绿标委组织对评估认证机构开展年度自查及交叉检查，督促 18 家评估认证机构形成独立、专业、有市场声誉的工作作风，持续不断把好绿债“准入关”。绿标委还对不同层次的评估认证机构实施精细化管理，并建立激励约束机制，规范绿债评估的业务承接和评估流程，提升评估认证质量，压实评估认证机构责任，以帮助市场更好地识别绿色经济活动，引导资金准确投向绿色领域，发挥绿色债券市场“看门人”角色。
- **加强评估认证机构自查及交叉检查，规范评估认证机构行为。**2024 年，组织 18 家评估认证机构开展自查，抽取三家机构开展交叉检查，并召开评估认证机构座谈会，听取推动市场发展的意见建议；同时，牵头修订市场化评议操作细则及配套文件，多措并举推动评估认证行业规范发展。总体来看，绿债评估认证市场运行良好、业务开展较为规范、制度建设不断完善；对存在的个别机构评估流程不够严谨等问题，绿标委已开展相关自律管理措施，推动中介机构严把绿债市场入口关。



3.3 债券市场支持可持续发展目标

在 2030 可持续发展议程引领下，可持续发展主题债券（Green, Social, Sustainability and SLB bond，简称 GSSS）在全球迅猛发展，2024 年发行金额超过 1 万亿美元，预计 2025 年 GSSS 债券发行金额将达到 1.046 万亿美元⁶。

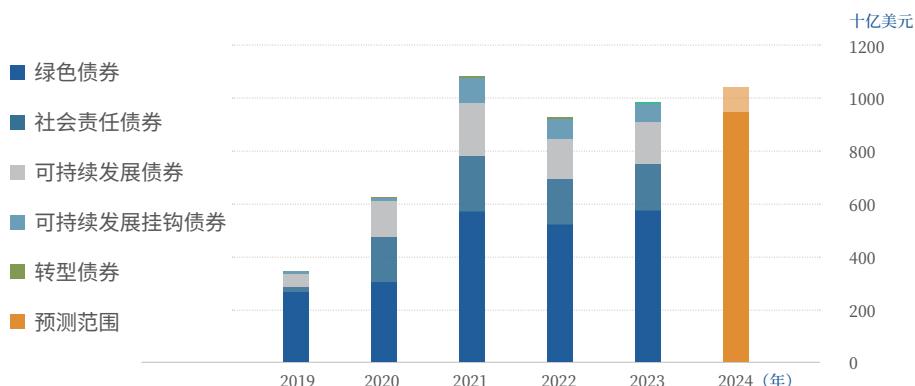
表 3-2：GSSS 债券的分类

GSSS 债券	资金用途
绿色债券	全部资金用于对环境有明显效益的项目，包括缓解气候变化、可再生能源、自然资源保护、生物多样性保护及污染防治等
社会责任债券	全部资金用于对社会有明显效益的项目，如可负担的基础生活设施、卫生健康教育医疗、老年设施、残障设施、食品安全等
可持续发展债券	全部资金用于对环境和对社会有明显效益的项目
可持续发展挂钩债	将债券发行条款与可持续发展目标实现情况挂钩



⁶ 数据来源为 Environmental Finance，包含转型债券 Transition bonds。

图 3-2：全球 GSSS 债券发行情况



数据来源：S&P Global Rating

中国债券市场成为金融支持可持续发展的重要力量。2021 年 9 月，交易商协会首次在中国债券市场试点针对境外发行人推出社会责任债券、可持续发展债券，要求募集资金 100% 用于可持续发展相关领域，引导金融资源支持环境和社会可持续发展。已有多家机构发行社会责任债券和可持续发展债券，吸引了 ESG 投资者的踊跃认购。

表 3-3：境外机构发行社会责任债和可持续发展债情况

发行人	发行人类型	发行品种	募集资金用途
A	国际开发机构	可持续发展债	在发行人《可持续发展债券框架》下发行
B	主权政府	可持续发展债	根据发行人主权可持续融资框架，用于合格的可持续支出，如：耐气候农业、清洁交通、可持续水和废水管理、健康、经济适用住房、基础设施、数字基础设施、可再生能源和生物多样性保护
C	境外非金融企业	可持续发展债	支持污水处理、智能公交、新能源车采购、健康养老等项目
D	境外非金融企业	社会责任债	向低收入、偏远地区的农户或农业合作社集体进行饲料采购，帮助低收入群体获得稳定、可观的收入来源和体面的工作

3.4 债券市场发展支持科技金融大文章

探索产品创新，精准引导资金滴灌“硬科技”。2024年以来，持续鼓励和支持科创票据发展。全年国内共计发行科创票据6042亿元，较2023年同期增长49.02%；其中，主体类科创票据5554.1亿元，用途类科创票据471.2亿元，惠及近300家在科技创新领域具备核心技术和市场竞争优势的企业，募集资金主要投向信息技术、生物医药、集成电路、高端装备等战略型新兴产业，支持和引导金融资源流向“新质生产力”。

灵活运用科创票据，支持各类科技型企业发展。通过“双通道”设计，科创票据能够灵活满足央企、地方国企、民营企业、公众企业各类主体的科创融资需求。截至2024年末，支持中国电子、东方电气、中国信科等91家央企发行426只4877亿元，占科创票据发行总规模的42%；万华化学、浪潮信息、数据港等149家地方国企发行596只4578亿元，占科创票据发行总规模39%；三一集团、红豆集团、恒力集团等33家民营企业发行252只1701亿元，占科创票据发行总规模15%，科创票据在民营企业的发行热度持续升温，各类主体均衡发展，市场关注度较高。

专栏二 混合型科创票据

为了给科技型企业提供全生命周期的多元化接力式金融服务，在人民银行的指导下，交易商协会持续加大科技型企业融资支持力度，创新推出混合型科创票据。结合不同阶段科技型企业融资需求差异及未来成长性，混合型科创票据设置变现或质押财产权、匹配企业未来投资退出安排、附转换企业股权等条款结构设计，拉长债券期限，实现债券票面收益与科技型企业未来成长挂钩，实现条款设计上的股债混合性。

截至2024年12月末，累计支持17家企业发行混合型科创票据69亿元，实现从债到股的光谱效应，募集资金精准投向信息技术、生物医药、集成电路、高端装备等战略新兴领域，营造有利于科技型企业成长的良好环境。

3.5 资产证券化功能支持普惠金融

2024 年，银行间企业资产证券化产品发行 5248 亿元，同比增长 63%，净融资 1188 亿元，年末存量近 6700 亿元，推动市场“盘活存量”与“做优增量”。一是发挥证券化集合增信特点，助小微、促消费。稳妥推进互联网平台、汽车租赁公司全年发行 2345 亿元，加力支持促消费、扩内需。通过融资租赁、供应链等证券化模式，累计支持 3.5 万家小微企业。二是推动知识产权资产证券化，变“知产”为“资产”。支持科技型企业盘活专利权、商标权等知识产权，累计发行 18 单、35 亿元，支持新材料、物联网等领域 100 余家企业融资。三是推出民企资产担保债券（CB）、供应链票据资产支持证券，创新民营小微融资模式。在人民银行指导下，支持科伦药业、齐碳科技等民企注册发行 7 单，27.3 亿元 CB，担保资产拓展至股权、应收账款等。联合上海票交所开展供应链票据证券化试点，推动通汇资本、山东担保等首批试点项目落地。四是服务央国企转型升级和改革深化。支持央国企发行近 2000 亿元，盘活基础设施不动产、应收账款等资产，助力地方经济转型。

专栏三 发挥资产担保增信作用支持民企债券融资

在人民银行指导下，交易商协会于 2024 年创新推出民营企业资产担保债券融资工具（CB），通过资产担保结构设计提升民企资产信用融资能力，构建民企融资长效支持机制。该产品通过优化担保机制，加力支持民企。

- **一是发行企业焕新，覆盖多层次发行主体。**发行人行业包括科技创新、医药流通、医药制造、信息软件等国民经济发展的重点领域。
- **二是资产品类出新，盘活多样化资产。**在不动产、土地使用权等“硬资产”基础上，结合民企生产经营特点，拓展至股权、应收账款、知识产权等“软资产”。
- **三是担保模式创新，满足多方面融资需求。**支持根据民企自身信用水平和资产特性不同，自主选择部分抵押、全额抵押、超额抵押等多种抵押率安排。



04

提供多元化风险对冲工具 促进风险管理与价格发现

银行间市场通过提供丰富的金融工具和交易方式（包括金融衍生品、债券回购交易、债券借贷等），为市场参与者灵活开展风险对冲、提升交易活跃度、助力价格发现提供了便利。随着《期货和衍生品法》的正式发布，中国场外衍生品市场的单一协议和终止净额结算制度得以确立，进一步保障了衍生品交易的安全性和稳定性，推动中国场外衍生品市场更加规范、透明、有活力、有韧性。

4.1 金融衍生品市场与衍生品主协议

近年来，中国银行间衍生品市场取得了跨越式发展。银行间市场形成了较为全面、活跃的衍生品序列。2024 年，银行间衍生品市场成交约 235.5 万亿元，利率、汇率、信用衍生品分别成交 36.9 万亿元、198.5 万亿元和 549.9 亿元。

- **利率衍生品**包括国债期货、利率互换、远期利率协议、债券远期、标准债券远期、利率期权等产品。利率互换是银行间市场最活跃的利率衍生品和利率风险对冲工具，2024 年市场成交规模达 36.9 万亿元。期限覆盖 1-10 年期，其中 1 年期及以下短期成交较为活跃。产品体系涵盖 FR007、Shibor3M、ShiborO/N、LPR1Y、LPR5Y 等品种，其中 FR007 利率互换成交最活跃。
- **汇率衍生品**包括人民币外汇远期、人民币外汇掉期、人民币外汇货币掉期、人民币外汇期权，以及外币对衍生品交易。交易模式包括竞价、询价、撮合，支持人民币对美元、欧元、英镑等发达经济体货币以及新兴市场经济体货币的交易，2024 年市场成交规模为 198.5 万亿元。
- **信用衍生品**包括两大类：一是信用风险缓释合约（CRMA）、信用违约互换（CDS）及指数等一对一合约类产品（不可在二级市场流通），以及信用风险缓释凭证（CRMW）等一对多凭证类产品（可在二级市场流通），此外还推出了内嵌信用衍生品的信用联结票据（CLN）。自 2018 年以来，交易商协会创新 CRMW 支持债券发行模式，由信用保护卖方在债券发行时搭配创设 CRMW，供债券投资人按需认购，从而支持企业债券融资，满足债券投资人风险对冲需求。2024 年，信用衍生品业务达成 414 笔、名义本金为 549.9 亿元。

为提升衍生品交易标准化程度，促进行衍生品市场稳健高效发展，交易商协会发布多项衍生品标准协议文本，包括金融衍生品交易主协议及配套使用的履约保障文本、涵盖各类衍生品的交易术语文件，以及为顺应基准利率改革趋势和信用衍生品市场发展而制定的文本。

专栏四 发布互换通协议促进市场扩容

2023年4月28日,为促进内地与香港利率互换市场互联互通合作(简称“互换通”)业务发展,中国人民银行发布《内地与香港利率互换市场互联互通合作管理暂行办法》,并于同年5月15日正式上线“互换通”业务。“互换通”借鉴“债券通”成熟经验,创新中央对手方互联机制,由两家中央对手方共同为境内外投资者提供利率互换的集中清算服务。2024年4月,为满足参与者的文本需求,经中国人民银行同意,交易商协会发布了《内地与香港利率互换市场互联互通合作清算衍生品协议》(以下简称《“互换通”协议》)。

- 《“互换通”协议》针对“互换通”业务特点,契合市场主流交易模式,兼顾境内外机构的文本使用习惯,在满足基本风险管理及合规需要的基础上,最大程度简化谈判要素,提高文本谈判效率,促进“互换通”业务持续扩容。《“互换通”协议》是在“互换通”业务场景下,约定交易双方达成交易和清算执行等权利义务关系的协议,协议分为正文和附件两个部分,主要包括业务定义、适用范围与效力等级、集中清算及被拒绝清算后的处理、声明与保证、适用法律与争议解决等条款,以及适用法律与争议解决的具体选项、送达程序、是否适用衍生品交易主协议、数据保护条款以及其他条款。
- 《“互换通”协议》发布后,中国银行和汇丰银行(中国)分别与境外投资者签署协议并完成备案,成为首批签署《“互换通”协议》的“互换通”业务参与者。目前,“互换通”交易规模较推出时大幅提升,吸引了超过70家境外投资者入市,涵盖了境外央行、商业银行、券商、资管公司等各类主体,并于2024年新增合约压缩、历史起息合约和国际货币市场(IMM)合约等业务优化功能,进一步满足境内外投资者多元化风险管理需求。近期,“北向互换通”履约抵押品新措施实施,境外投资者可以使用通过债券通“北向通”持有的在岸国债和政策性金融债作为“北向互换通”业务的履约抵押品,进一步提高展业效率。交易商协会后续将持续做好文本宣传与推广工作,持续拓展内地和香港金融市场互联互通,助力扩大金融高水平双向开放。

4.2 回购市场与回购主协议

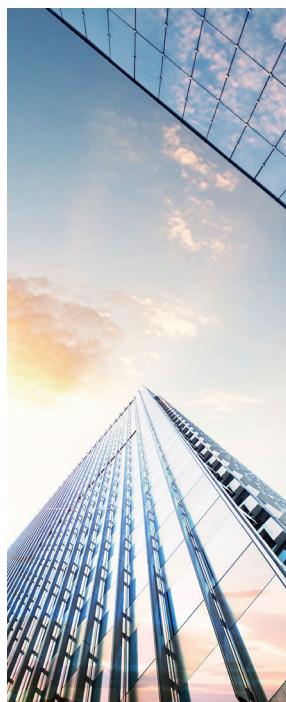
回购市场是货币市场的重要组成部分，是金融机构资金融通的主要场所。银行间市场回购分为质押式回购与买断式回购两种，与国际市场不同的是，中国以质押式回购为主。2024 年银行间市场质押式回购成交 1672.2 万亿元，同比持平；买断式回购成交 8.5 万亿元，同比增长 57.4%。

为提高回购交易效率，降低法律成本与市场风险，交易商协会 2013 年发布《中国银行间市场债券回购交易主协议（2013 年版）》，共有 3200 余家金融机构及资管产品管理人签署 7 万余份。

4.3 债券借贷市场与借贷主协议

债券借贷是指债券融入方以一定数量的债券为履约保障品，从债券融出方借入标的债券，并约定在未来某一日期归还所借入标的债券，并由债券融出方返还相应履约保障品的债券融通行为。

2022 年 2 月，中国人民银行发布《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》，从市场参与者、履约保障品、主协议等方面完善债券借贷制度，提高债券借贷交易效率和灵活性。2022 年 6 月，交易商协会发布《中国银行间市场债券借贷交易主协议（2022 年版）》，向市场提供标准文本以及多边签署方式，极大地便利了市场机构尤其是中小型机构的参与，投资者更加多元化，从商业银行、证券公司逐步扩展到农信社、非法人产品、财务公司等机构。随着相关制度不断健全以及主协议的推出，债券借贷市场快速发展，2024 年债券借贷市场成交量 40.0 万亿元，同比增长约 45.4%。



专栏五 境外机构可在银行间市场便利参与利率和汇率风险对冲

市场开放举措的不断推进，目前境外机构在投资银行间市场的风险对冲工具使用上已有较大便利。

表 4-1：境外机构参与境内人民币债券市场的途径

入市途径	投资者类型	投资范围					
		现券	债券 借贷	FRA	IRS	债券 远期	回购
直接投资 (包括 QFII/ RQFII)	外国中央银行、 国际金融机构和 主权财富基金	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	人民币清算行和 参加行	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	其他境外机构投 资者	✓	✓	✓	✓	✓	
“债券通”	和直接投资相同	✓					

2023 年 5 月，监管机构推出了“互换通”机制，便利境外机构参与境内 IRS 市场进行风险对冲。在该机制下，境外机构无须在境内的基础设施开户即可完成境内的 IRS 交易，降低了成本、提升了便利性。





05

强化自律管理手段 为市场发展保驾护航

交易商协会搭建了“日常督导 - 业务检查 - 服务评价 - 纠纷调解 - 违规处理”的多元化自律管理服务机制。**日常管理方面**，综合利用排查、检查、约谈等多种手段督促市场成员履行注册发行、存续期等工作要求，并建立对中介机构的市场化评价体系。**违规处置方面**，建立多层次处置机制，情形明显轻微的，通过自律管理措施予以提醒；情节较严重的，由自律处分会议审议并作出自律处分决定；并不断完善自律管理、行政监管、统一执法有效衔接的工作机制，充分发挥自律惩戒与行政执法优势互补的特点，加强与相关监管部门、司法机关、纪检监察机关信息互通。

5.1 开展常态化业务排查和检查

交易商协会通过对发行人和中介机构等不定期专项排查、检查等，对信息披露违规行为和中介尽职履责问题进行规范。2024 年，交易商协会通过合规“体检”压力传导加码，对 5000 余家次市场主体开展专项排查，对 21 家机构开展业务检查，频次显著增加，主体覆盖更全面，检查形式更多样，检查后处理也更严肃有力。同时，针对轻微违规，开展业务提醒和约谈 190 家次，覆盖发行人、主承销商、转售专业机构、会所等各类机构，及时矫正偏差、纠正苗头性违规倾向。

5.2 开展中介机构市场化评价

交易商协会组织对部分中介机构开展市场化评价，通过正向激励，引导中介机构形成合规专业、良性竞争的行业格局。

特别地，自《信用评级业管理暂行办法》建立信用评级统一监管的制度框架以来，相关监管部门和自律组织进一步加强协调配合，在制度建设、合规检查、业务评价等方面统一标准，增强监管合力。近年来，交易商协会、证券业协会修订了评级业务的自律规则，以细化落实《信用评级业管理暂行办法》和《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》的有关要求。2024 年 3 月，交易商协会和证券业协会联合发布《债券市场信用评级机构联合市场化评价办法》，并首次联合开展了试评价。此外，相关监管部门和自律组织还对信用评级机构开展了联合的现场检查，提升了跨部门协同管理效率。

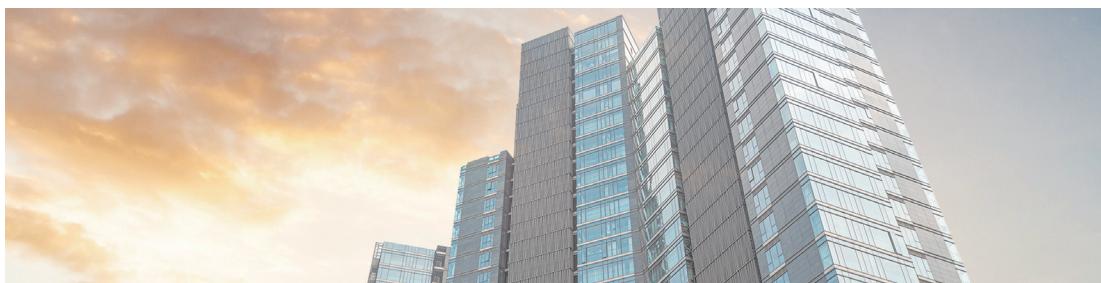
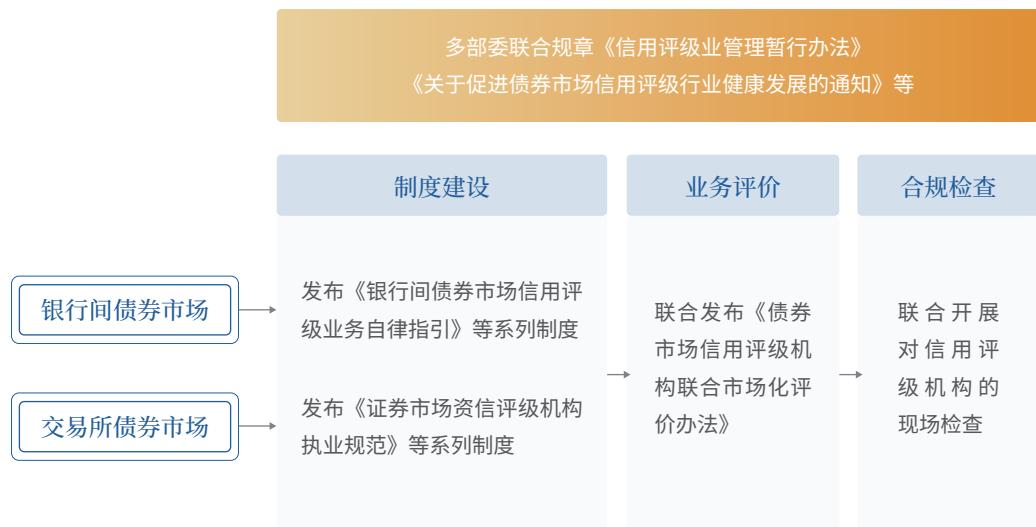


表 5-1：对中介机构组织开展市场化评价

中介机构类型	市场化评价	行业发展概况
主承销商	“奖优罚劣、有进有出”，优化首次评价指标体系、建立日常评价机制	<ul style="list-style-type: none"> 截至 2025 年 2 月末，共有主承销商 99 家（一般主承 92 家，熊猫债专项主承 3 家、科创类产品专项主承 4 家）、承销商 69 家。其中共有 14 家外资银行
信用评级机构	<p>交易商协会对申请注册的评级机构组织开展市场化评价</p> <p>与证券业协会开展联合市场化评价</p>	<ul style="list-style-type: none"> 截至 2024 年末，共 11 家评级机构的评级结果可在银行间债券市场使用（9 家评级机构为全部债券类别，2 家评级机构为部分债券类别），包括 2 家外资机构（标普信评、惠誉博华） 行业监管制度不断健全，逐步减少和去除监管政策对外部评级的依赖
做市机构	交易商协会制定银行间债券市场做市业务评价指标，并定期开展做市业务评价	<ul style="list-style-type: none"> 截至 2024 年末，共 107 家做市商提供做市服务 部分做市商亦通过债券通为进入银行间市场的境外投资者提供做市服务

图 5-1 信用评级行业制度规则



5.3 开展自律调查

加强自律调查是交易商协会落实中央“防风险、强监管、促发展”要求的重要举措。对于有效震慑各类市场违法违规行为，推动银行间市场规范有序发展具有重要意义。自律调查包括建立健全自律调查相关制度、集中接收违法违规举报投诉、登记受理案件线索、组织开展立案评估、执行案件调查等职责。2024年12月，交易商协会将自律调查部更名为自律调查一部，同时增设自律调查二部，进一步增强自律调查人员配备和专业水平，并承担银行间市场反洗钱自律管理相关职能。

2024年，交易商协会累计对90余家机构启动立案调查。一级市场重点查处结构化发债、返费发债、干扰债券发行利率、财务信息披露违规及违规使用募集资金等违法违规行为，二级市场重点查处利益输送、操纵市场、内幕交易、出借账户等违法违规行为。全年有力查办了多起具有重要市场影响的复杂恶性案件，案涉政策性银行、农商行、头部券商等重要金融机构，并在自律调查过程中持续挖掘市场深层次机制性问题，以案促改、以案促治。同时，交易商协会在案件调查中不断提升科技赋能水平，持续丰富调查手段，通过大数据分析等技术手段加大对海量交易数据的分析处理能力，构建数据分析工作平台，推动与即时通讯工具服务商的合作，提升自律调查的精准性、及时性、有效性。

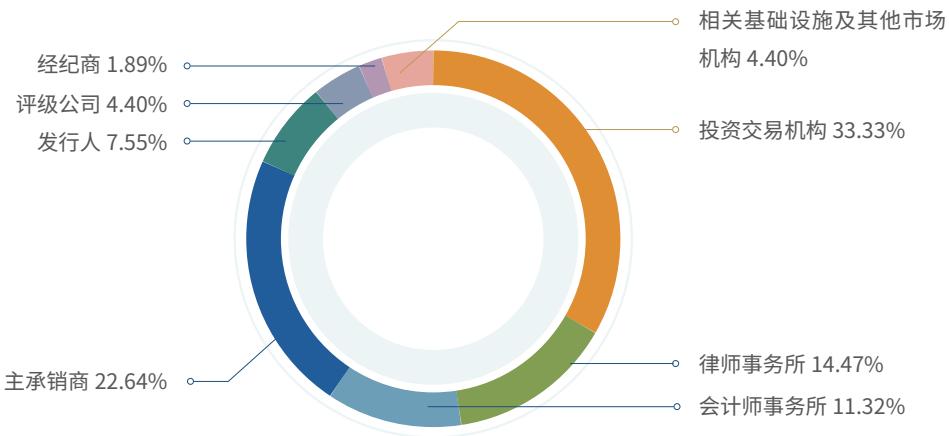
此外，交易商协会已初步建立起自律组织与金融监管部门的案件线索双向移送机制，并不断拓展与公安机关、纪检监察部门、反洗钱行政主管部门的执法合作。



5.4 开展自律处分

自律处分决定由来自于各类市场机构的专家，通过自律处分会议审议后作出，深刻体现了“市场事、市场议”的理念。截至2024年末，自律处分会议专家共有159名。

图 5-2：交易商协会自律处分会议专家构成情况



根据违规情节，交易商协会可予以声誉罚，并可搭配责令改正、暂停相关业务、取消会员资格、认定不适当人选等行为罚。截至 2024 年末，交易商协会共作出自律处分 1300 多家次，覆盖承销、发行、交易等各个环节。近年来，交易商协会按照“全面加强金融监管”的精神，聚焦债券一级发行、二级交易恶性违规，加大查处力度，持续净化市场生态，全面加强银行间市场自律管理，以有效的自律惩戒为银行间市场高质量发展提供支撑。

表 5-2：交易商协会作出的自律处分情况（截至 2024 年末）

主体类型	诫勉谈话	通报批评	警告	严重警告	公开谴责	合计
发行人	94	257	48	59	33	491
信用增进机构	5	13	4	0	0	22
主承销商	30	16	17	1	0	64
评级机构	3	9	7	3	1	23
律师事务所	3	4	3	1	0	11
会计师事务所	2	2	1	0	0	5
投资人等其他机构	17	15	11	2	1	46
个人	155	289	118	66	26	654
小计	309	605	209	132	61	1316

5.5 提供纠纷调解平台

交易商协会成立了金融市场机构投资者纠纷调解中心，主要处理交易商协会会员及其他市场机构之间发生的金融市场业务纠纷，范围覆盖银行间债券市场、同业拆借市场、外汇市场、票据市场及相关衍生品市场等。纠纷调解遵循自愿、诚信、公平、公正、尊重当事人权利的原则，具有灵活、成本低、流程便捷等优势。截至 2024 年末，纠纷调解中心共处理各类纠纷 120 余起，助力市场平稳运转。

图 5-3：纠纷调解流程





06

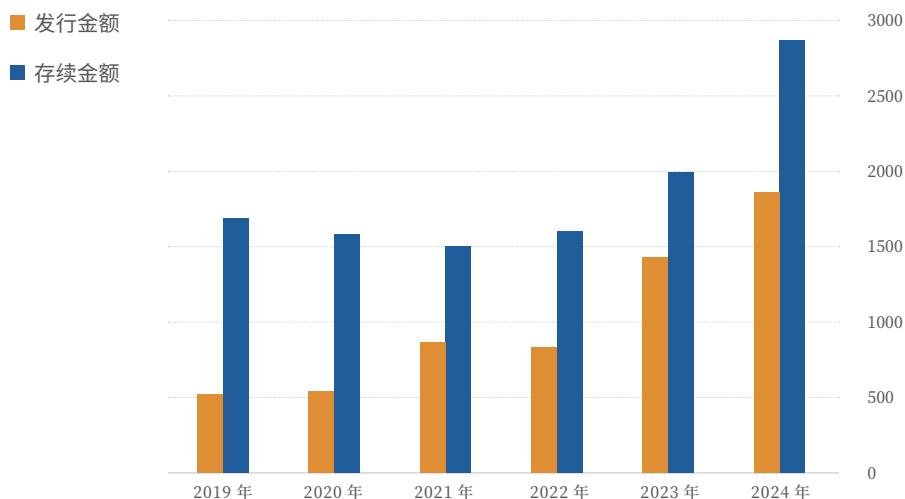
扩大债券市场开放水平 便利境外机构参与中国债市

6.1 熊猫债市场 为境外发行人提供重要融资渠道

熊猫债是海外机构在中国债券市场发行的以人民币计价的债券。银行间市场，凭借着庞大的投资人基础、完善的规则制度和基础设施、丰富专业的中介机构等优势，成为各类型境外机构发行熊猫债的主要场所。目前，银行间市场熊猫债发行人包括：外国主权政府和地方政府、国际开发机构、境外金融机构、境外非金融企业。

截至 2024 年末，共有 109 家境外机构进入银行间熊猫债市场，银行间市场熊猫债累计发行金额突破 8000 亿元。当前，熊猫债市场正在加速增长，2024 年境外机构共发行熊猫债 1858 亿元，同比增长 30%。

图 6-1：熊猫债市场快速发展（单位：亿元）



银行间市场提供了丰富的产品序列，包括 GSSS 债券、转型债券、永续债等创新品种，可供熊猫债发行人和投资人选择。银行间市场投资人数量庞大、类型丰富，境外机构可以在银行间市场发行不同期限的熊猫债产品。

图 6-2: 银行间市场熊猫债期限结构

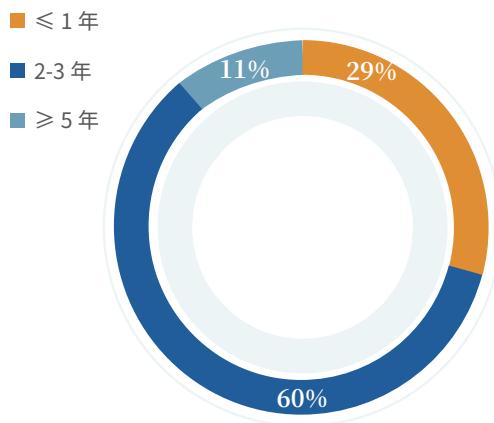
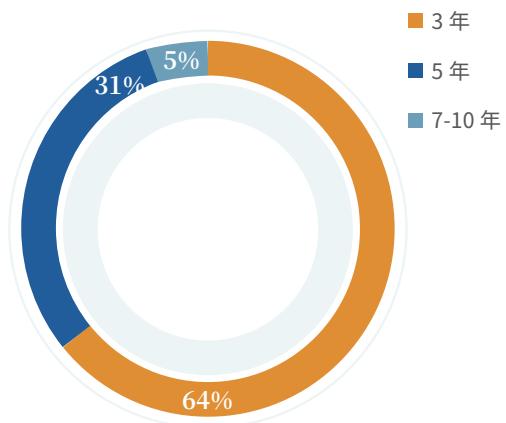


图 6-3: 两类机构熊猫债期限结构



针对熊猫债市场发展，从监管部门到自律组织都制定了完备的制度规则，涵盖了市场准入、发行定价、信息披露、中介服务、会计准则、资金使用、自律管理、投资人保护、适用法律等各个方面。完备的制度规则提升了熊猫债市场发展的规范化、透明度，减少了境外机构参与熊猫债市场的成本。

海外发行人在银行间市场发行熊猫债，在项目注册环节，可以通过注册系统及时掌握注册进度。在发行和存续期间，信息披露既充分接轨国际市场惯例，又符合国内投资者的阅读习惯。境外机构可以实现其在海外市场和中国市场披露的一致性。

境外机构进入银行间市场发债，可以根据投资人的接受程度，决定是否开展信用评级。境外机构还可以自主选择主承销商和律师等中介机构。银行间市场提供了包括中资银行、外资银行、证券公司在内的数量多、类型丰富的主承销商选择。境外机构发行熊猫债，合规的资金用途都可以得到满足，例如，置换存量债务、补充营运资金以及用于项目建设。熊猫债信息披露、发行和定价配售遵循市场化理念（详见专栏六）。



专栏六 优化熊猫债信息披露和定价配售机制

由于境内外信息披露规则存在差异，协会为熊猫债量身定制了信息披露规则，既对标国际，又适应国内。熊猫债信息披露规则在境内规则的基础上，给予境外发行人较大的灵活空间，以便发行人保持其全球信息披露的一致性。

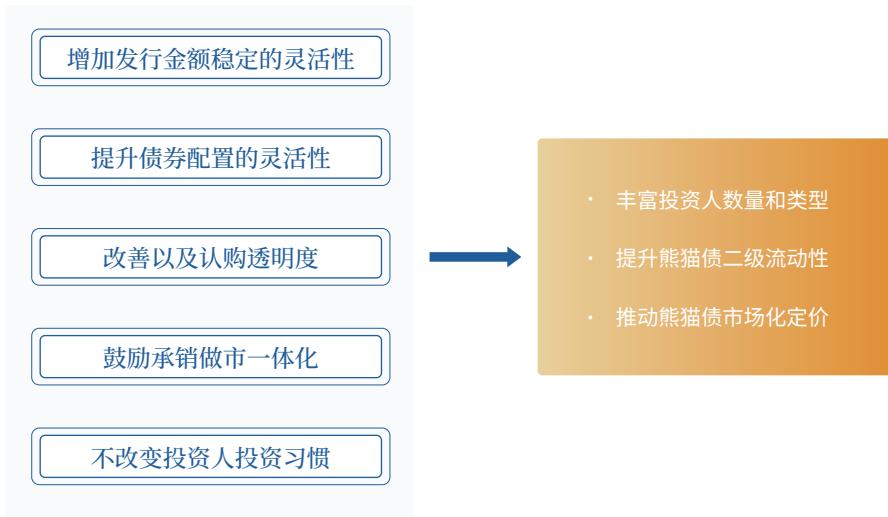
图 6-4：适合熊猫债特点的信息披露

- 平衡境外发行人的翻译成本和境内投资人的阅读习惯
- 对面向不同投资者群体、发行前和存续期等不同环节、披露文件的不同重要程度等，进行差异化安排



为满足国际发行人关于丰富投资人数量和类型、提升二级流动性的诉求，2023年9月，交易商协会就熊猫债定价配售机制开展优化试点，为境外发行人提供三大便利：一是允许灵活确定发行金额。在发行申购结束后，发行人可以视投资申购情况，调整发行金额。二是允许更加灵活的债券配售。发行人和簿记管理人可以根据事先披露的债券配售原则，灵活开展债券配售。三是实现一级申购的底层投资人穿透，让簿记发行过程更加透明。

图 6-5：熊猫债定价配售机制优化的措施和目标

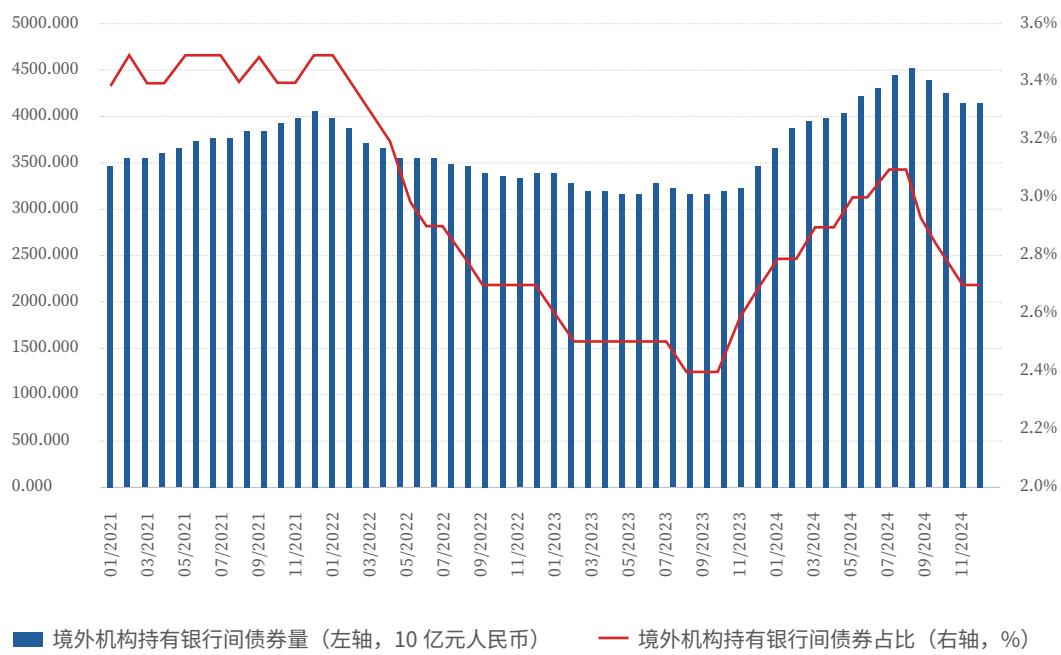


2024年，越来越多境外发行人在发行熊猫债时使用新机制，如巴斯夫、拜耳股份、宝马等。实践表明，新机制有助于实现发行人、投资人、主承销商的共赢。对于发行人，丰富了债券的投资人结构，并提升债券的二级流动性，进而为后续债券发行提供合理的定价指引；对于投资人而言，新机制有助于优质投资者获得更高的配售成功率和配售比例，并降低了债券交易难度；对于主承销商，市场化发行定价减少了主承销商余额包销的压力。

6.2 为境外投资者提供多元服务

截至 2024 年末，境外机构持有银行间市场债券 4.16 万亿元，约占银行间债券市场总托管量的 2.7%。目前境外机构持有券种以利率债为主，且剩余期限集中于 0-1 年和 7-10 年。

图 6-6：境外机构持有银行间市场债券情况



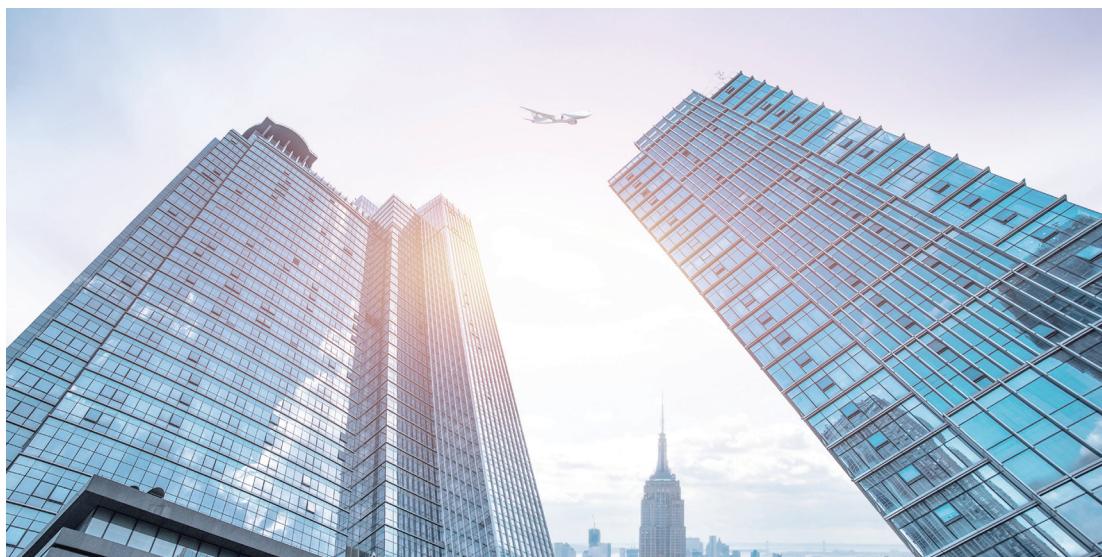
■ 境外机构持有银行间市场债券量（左轴，10 亿元人民币） —— 境外机构持有银行间市场债券占比（右轴，%）

数据来源：Bond Connect，人行上海总部

近年来，债券市场主管部门和自律组织出台多项举措，推动债券市场投资端开放。境外机构可通过直接投资、债券通参与中国债券市场。截至 2024 年末，共有 1156 家境外机构主体入市，其中 592 家通过直接投资渠道入市，830 家通过“债券通”渠道入市，266 家同时通过两个渠道入市。

表 6-1：债券市场投资端开放举措

投资端开放	具体举措
统筹推进银行间和交易所市场对外开放	将境外机构投资范围扩充到交易所市场，简化境外机构投资者投资中国债市入市程序
完善并明确境外机构投资中国债券市场资金管理要求	在统一规范境外机构投资者资金账户开立、结售汇、外汇风险管理、资金汇出入等方面予以明确
便利境外投资者管理人民币利率风险	香港与内地利率“互换通”落地
为境外机构投资者提供税费优惠支持	对境外机构投资境内债券利息收入暂免征收增值税和企业所得税
完善境外投资人交易和风险对冲机制	交易商协会结合跨境衍生品交易特点，对 NAFMII 主协议进行优化调整，新增跨境文本



6.3 为境外中介机构展业提供良好环境

- ◎ **外资承销机构方面**，交易商协会秉持市场化原则、公平公正公开原则、国民待遇原则和对等开放原则，持续积极引入外资承销机构。交易商协会欢迎外资银行等金融机构积极参与银行间市场业务，助推市场对外开放发展，积极参与市场化评价，并基于公平、开放、公正的评价结果获得债务融资工具主承销商资格。

当前，交易商协会采用承销资质分层管理⁷。2023 年，交易商协会进一步优化市场化评价机制，简化承销业务相关资格层级，主承销商分为一般主承销商和专项主承销商。充分考虑外资银行“境内外联动”特点，将外资银行境外母行实力纳入考量。此外，为扩大金融服务业对外开放力度，充分发挥外资承销机构优势，交易商协会为外资机构设置了熊猫债专项主承销资格，进一步便利外资机构参与银行间市场。截至 2025 年 2 月末，交易商协会共有外资银行承销机构 14 家，其中一般主承销商 5 家、熊猫债专项主承销商 3 家、承销商 6 家。

- ◎ **外资评级机构方面**，2017 年 7 月，人民银行发布 2017 年第 7 号公告，允许符合条件的境外评级机构进入银行间债券市场开展业务，明确其应向交易商协会申请注册。境外评级机构开展银行间债券市场信用评级业务，应当向中国人民银行提交监管承诺函，并指定其在境内的分支机构配合监管。2018 年 3 月，交易商协会进一步明确了注册评价指标体系、实施、评价结果运用等。

2019 年 1 月，标普评级在中国境内设立的全资子公司——标普信用评级（中国）有限公司获得银行间债券市场信用评级业务的注册。2020 年 5 月，惠誉评级在中国境内设立的独资公司——惠誉博华信用评级有限公司获得 B 类信用评级业务注册，业务范围为金融机构债券和结构化产品。

- ◎ **外资做市商方面**，做市商作为银行间市场基石机构，承担着提高市场流动性、促进价格发现的重要作用。交易商协会对银行间债券市场做市商进行自律管理，定期对做市业务开展评价，评价指标主要包括报价连续性、债券覆盖度、定价能力、交易流量、客户广度等。截至 2024 年末，共有 13 家外资银行和证券公司成为现券做市商，15 家外资银行和证券公司成为债券通北向通报价机构。

表 6-2：银行间市场外资现券做市商和债券通北向通外资报价机构

序号	现券做市商	债券通北向通外资报价机构
1	德意志银行(中国)有限公司	德意志银行(中国)有限公司
2	汇丰银行(中国)有限公司	汇丰银行(中国)有限公司
3	瑞穗银行(中国)有限公司	瑞穗银行(中国)有限公司
4	法国巴黎银行(中国)有限公司	法国巴黎银行(中国)有限公司
5	花旗银行(中国)有限公司	花旗银行(中国)有限公司
6	美国银行有限公司上海分行	美国银行有限公司上海分行
7	摩根大通银行(中国)有限公司	摩根大通银行(中国)有限公司
8	瑞银证券有限责任公司	瑞银证券有限责任公司
9	三菱日联银行(中国)有限公司	三菱日联银行(中国)有限公司
10	星展银行(中国)有限公司	星展银行(中国)有限公司
11	渣打银行(中国)有限公司	渣打银行(中国)有限公司
12	东亚银行(中国)有限公司	三井住友银行(中国)有限公司
13	富邦华一银行有限公司	富邦华一银行有限公司
14		法国兴业银行(中国)有限公司
15		高盛(中国)证券有限责任公司

⁷ 一般主承销商可以在银行间债券市场从事全部类别债务融资工具主承销业务；专项主承销商可以从事部分类别债务融资工具主承销业务。

大事记

2024 年 1 月

中国人民银行与香港金管局合作，将“债券通”项下的人民币国债、政策性金融债券纳入香港金管局人民币流动资金安排合格抵押品。

2024 年 2 月

中国人民银行发布《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》，进一步明确柜台债券业务品种、交易方式和投资者开户等方面的要求。

2024 年 3 月

交易商协会发布《银行间债券市场信用评级业务自律指引》和《银行间债券市场信用评级业务信息披露指引》，加强银行间债券市场信用评级自律管理，规范信用评级业务，促进银行间债券市场健康发展。

2024 年 3 月

交易商协会和证券业协会联合起草发布《债券市场信用评级机构联合市场化评价办法》，完善信用评级业务评价体系，加强对信用评级行业的跨市场统一管理。

2024 年 4 月

交易商协会发布《内地与香港利率互换市场互联互通合作清算衍生品协议（2024 年版）》，满足“互换通”业务参与者的文本需求，提高谈判签署效率，促进“互换通”业务持续扩容。

2024 年 5 月

中国人民银行、香港证监会、香港金管局宣布进一步优化内地与香港利率互换市场互联互通合作（“互换通”）机制安排，助推中国金融市场高水平对外开放。

2024年6月

巴斯夫、宝马和拜耳股份等跨国企业相继发行熊猫债，并在发行环节引入“边际区域灵活配售”“时间优先配售原则”“底层申购订单共享”等创新机制，助力发行定价市场化、透明化。

2024年7月

中国人民银行宣布支持境外机构使用“债券通”债券缴纳“互换通”保证金。

2024年7月

中国人民银行、国家外汇管理局联合发布公告，修订《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，进一步优化合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者（QFII/RQFII）跨境资金管理。

2024年10月

中国人民银行决定创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票 ETF、沪深 300 成分股等资产为抵押，从中国人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产，增强金融机构融资和股票增持能力，更好发挥稳市作用。

2024年10月

中国人民银行联合生态环境部、金融监管总局、中国证监会印发《关于发挥绿色金融作用 服务美丽中国建设的意见》，提出要“大力发展绿色债券，支持符合条件的企业发行绿色债券和转型债券”“鼓励金融机构做好绿色债券发行和投资”。

2024年11月

总部位于巴西的跨国企业——书赞桉诺成功发行熊猫债，成为中国债券市场首个南美洲发行人。至此，熊猫债发行人区域已覆盖亚洲、欧洲、非洲、北美洲、南美洲等五大洲。

附件 1 境外机构如何在银行间市场发行债券

各类型境外机构均可以便捷地在银行间市场发行人民币计价债券，包括外国政府类机构、国际开发机构、境外金融机构、境外非金融企业。

附表 1：不同类型境外机构发行熊猫债对比

序号	外国政府类机构	国际开发机构	境外金融机构	境外非金融企业
发行人类别	主权国家政府、地方政府、具有政府职能的机构	进行开发性贷款和投资的多边、双边及地区国际开发性金融机构	在中国境外合法注册的金融机构法人	在中国境外合法注册的非金融企业法人
注册/核准机构	交易商协会	交易商协会	人民银行	交易商协会
注册/核准流程	向交易商协会提交申请函 - 对符合受理条件的项目予以受理 - 注册预评 - 提交注册会议（定向发行除外）- 发放《接受注册通知书》		向人民银行申请核准，材料齐全且符合标准后，人民银行向发行人发放《准予行政许可决定书》	对符合受理条件的项目予以受理 - 注册预评 - 提交注册会议（定向发行除外）- 发放《接受注册通知书》
储架式发行	允许一次注册，在注册额度内分期发行。发行人可在接受注册后 12 个月内自主发行，12 个月后发行需向交易商协会备案（定向发行的，可以在 2 年注册有效期内自主发行）		可以一次足额发行或在限额内分期发行。后续发行的，应将当期发行相关文件向人民银行备案	允许一次注册、分期发行；对于满足一定条件的境外成熟层企业（一般为经常性发行人），可以不设注册额度限制
主承销商	具有境内债券承销经验，并符合中国人民银行和交易商协会有关规定；其中，牵头主承销商应具备债务融资工具主承销商业务资格（名单详见交易商协会官网）		具有境内债券承销经验，并符合中国人民银行有关规定	具备非金融企业债务融资工具主承销商业务资格

注册文件	注册报告、主承推荐函、发行人授权文件、募集说明书、财务报告 / 经济数据报告、法律意见书等 (定向发行的, 注册文件要求更加灵活)	债券发行申请、有权机构决议、募集说明书、财务报告、金融牌照证明、法律意见书等	注册报告、主承推荐函、有权机构决议、募集说明书、财务报告、法律意见书等 (定向发行的, 注册文件要求更加灵活)
发行定价	簿记建档发行, 荷兰式招标定价		
信息披露	<ul style="list-style-type: none"> 在债券发行前和存续期间按照规定履行信息披露义务。确保信息披露真实、准确、完整、及时, 不得有虚假记载、误导性陈述和重大遗漏 为确保境内外披露一致性, 允许境外发行人在披露内容、披露语言、披露时点、披露频率上有一定灵活性 		
募集资金用途	可用于境内或境外合法合规一般用途		可用于境内或境外的置换存量债务、项目建设、补充流动资金等各类合规用途
会计准则	未做限制	<ul style="list-style-type: none"> • 公开披露财务报告的: 中国会计准则、等效会计准则。否则, 应披露所使用会计准则与中国会计准则重要差异的说明 • 不公开披露财务报告: 由发行人和投资人自主约定 	<ul style="list-style-type: none"> • 公开披露财务报告的: 中国会计准则、等效会计准则。否则, 应披露所使用会计准则与中国会计准则的重要差异、差异调节信息 • 不公开披露财务报告: 由发行人和投资人自主约定
审计监管	<ul style="list-style-type: none"> • 采用中国会计准则: 聘请中国会计师事务所开展审计 • 采用其他会计准则: 聘请中国会计师事务所开展审计, 或聘请符合条件的境外会计师事务所开展审计 • 涉及差异调节信息: 聘请中国会计师事务所开展鉴证 • 境外会计师事务所应向财政部备案 		
债券产品	不限制发行期限, 可根据发行人实际需要探索不同类型交易结构 (如 SPV+ 担保)。境外机构还可发行绿色债、社会责任债、可持续发展债、可持续发展挂钩 (SLB) 债等创新产品		
登记托管 结算清算	上海清算所		

附件 2 境外机构如何投资中国债券市场

境外机构可通过两种渠道参与中国债券市场投资：一是“债券通”，境外机构经由香港与内地基础设施机构互联互通的机制安排，投资于银行间债券市场。二是直接入市，境外机构可选择结算代理模式或托管银行模式。

附表 2：境外机构投资银行间债券市场渠道比较

	直接入市	债券通
监管机构	人民银行、外汇局	
合格的境外投资者类型	<ul style="list-style-type: none"> 境外央行或货币当局、国际金融组织、主权财富基金 境外商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司、其他资产管理机构，以及上述金融机构发行的投资产品 养老基金、慈善基金、捐赠基金等其他境外中长期机构投资者 	
投资范围	<ul style="list-style-type: none"> 银行间债券市场交易的任何产品（包括资产支持证券）直接或通过互联互通方式投资交易所债券市场 基于套期保值目的开展的债券远期、债券借贷、利率远期、利率互换和外汇衍生品交易 债券回购（人民银行、外汇局已公开征求意见，拟允许已开展银行间债券市场现券交易的境外机构从事回购交易） 	<ul style="list-style-type: none"> 银行间债券市场交易的任何产品（包括资产支持证券） 通过“互换通”参与利率互换交易
投资币种	在岸人民币（经外币换汇）和离岸人民币	
投资额度	无额度限制	
托管制度	<ul style="list-style-type: none"> 结算代理模式：一级托管 托管银行模式：多级托管 	多级托管

法律 / 实益所有权	<ul style="list-style-type: none"> • 结算代理模式：资产保管于专用账户，以境外机构投资者或基金 / 客户的名义开立 • 托管银行模式：通过托管银行买入的债券应登记在境内托管银行名下，并依法享有证券权益 	多级托管：认可名义持有人（CMU）与受益所有人之间的安排，CMU 参与者与 CMU 之间的法律关系应受中国香港法律管辖
清算和结算	<ul style="list-style-type: none"> • 结算代理模式：直接清算和结算 • 托管银行模式：通过托管银行作为名义持有人 	通过 CMU 作为名义持有人
交易对手范围	无限制	仅限债券通境内交易商
是否允许对冲	允许（基于“实需”原则开展人民币 / 外汇衍生品交易，以对冲外汇风险敞口）	允许（仅能在中国香港地区结算行办理外汇风险对冲业务；香港地区结算行由此产生的头寸可到境内银行间外汇市场平盘；此类交易应基于“北向通”下的实际需求）

附件 3 银行间衍生品市场标准协议文本

附表 3：交易商协会发布的衍生品标准协议文本

类型	文本名称	意义
主协议	《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（2009 年版）》	涵盖境内机构之间以及跨境交易等应用场景，便利市场参与者管理交易对手方风险，保护投资人合法权益
	《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（跨境文本 -2022 年版）》	
	《内地与香港利率互换市场互联互通合作清算衍生品协议（2024 年版）》	
主协议履约保障文件	《中国银行间市场金融衍生产品交易质押式履约保障文件（2009 年版）》	
	《中国银行间市场金融衍生产品交易转让式履约保障文件（2009 年版）》	
术语文件	涵盖利率、汇率、债券、信用、黄金、碳等衍生品种的交易术语文件	满足市场参与者对不同品种衍生品交易的标准化需求
IBOR 后备机制标准文本	《〈中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（2009 年版）〉IBOR 后备机制标准补充协议》	落实国际基准利率改革共识，积极应对 LIBOR 退出，促进金融机构稳健经营和衍生品市场平稳运行
	《中国银行间市场金融衍生产品交易 IBOR 后备机制手册》	
专门适用信用衍生品的标准文件	《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（凭证特别版）》	针对挂钩单一债务的凭证类信用衍生品（CRMW），以多边签署模式便利市场开展交易
	《信用风险缓释凭证创设说明书示范文本（2021 年版）》	进一步提升凭证创设标准化程度，促进市场交易活跃