



深化高水平双向开放： 境外债券市场制度与发行实务研究

王云峰 程卓雄 叶善扬

摘要：在中国境内债券市场双向开放的背景下，深入了解境外债券发行制度与实务，有助于进一步推动中国债券市场改革创新和开放发展。本文针对信用类债券发行环节，从发行制度、监管、产品、中介机构、执行过程等方面梳理总结了境外债券发行机制概况，并对境内外债券市场发行披露安排、簿记建档和定价配售等发行实务进行了比较分析。

关键词：信用类债券 境外债券市场 境外债券发行制度 境内外债券发行实务对比

一、引言

中国债券市场经过多年的高质量发展，各类产品总存量规模突破120万亿元^①，已经成为全球第二大债券市场。公司信用类债券存量和发行量不断增长，并且在产品创新、制度完善和市场开放等方面取得了长足发展^②。2020年9月以来，我国债券市场开放加速，对国际投资人投资我国债券市场的便利政策密集出台，从延长交易时间，到降低准入门槛、便利投资运作，再到扩大外资的投资范围等，使跨境资金流动更自由。近年来，包括完善熊猫债发行制度、取消QFII/RQFII额度限制、制定

与国际接轨的绿债项目目录、推出可持续挂钩债券等多项措施先后发布，进一步促进中国债券市场的高质量双向开放。

截至2023年6月末，境外机构持有国债占国债托管余额总量比例已达8.05%^③，但在信用债方面国际投资人渗透率还有明显的上升空间，潜力巨大。在中国境内债券市场进一步双向开放的背景下，深入了解境外债券发行制度与实务，可为进一步完善境内债券市场制度建设提供可借鉴的素材，对进一步推动中国债券市场改革创新和开放发展有积极作用。

本文针对我国信用类债券发行环节，

王云峰，汇丰银行（中国）有限公司行长兼行政总裁；程卓雄，汇丰银行（中国）有限公司常务副行长兼副行政总裁兼环球银行部总监；叶善扬，汇丰银行（中国）有限公司债务资本市场部主管。本文系2021年度NAFMII研究计划课题（KFKT2021-001）的阶段性成果，除本文作者以外的课题组成员：王生、梁戍、吴影、柳嘉真，汇丰银行（中国）有限公司。

① 数据来源：Wind。

② 境外债券历史和发展简介（附录1）。附录1~17为增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

③ 数据来源：中国人民银行（2023年6月份金融市场运行情况）。



分析境外债券发行制度，并梳理汇丰收集自发行人和投资者的反馈，通过对境内外相关制度和实务的比较，为中国境内信用类债券发行制度提供可借鉴素材。

二、境外一级市场：基于市场惯例和自律组织指引

境外债券市场由于不受资本管制，且无统一的监管机构，因此一般由各地监管机构对各自辖区内的债券销售或者信息披露提出监管要求，而通常对发行方式和发行文件等方面没有硬性的监管要求，更多的是基于境外债券市场的惯例、各中介机构的经验和专业判断，以及发行人、承销商和投资者之间的市场化的商业选择。另外，国际资本市场协会（International Capital Market Association, ICMA）等行业自律组织也为境外债券市场的交易执行提供了最佳实践指引^①。

（一）境外债券主要发行方式和特点

1. 中期票据项目为境外债券市场融资主要方式

在境外债券市场发行债券通常可以采用两种方式，一是可通过中期票据项目（Medium-Term Note, MTN）项下提取发行，二是可进行单独发行。

中期票据项目是一种储架式发行模式，起源于20世纪80年代的美国市场，而后传入欧洲市场，经过几十年的发展，

已成为全球各类发行人在债券市场融资的主要模式。发行人可以通过选定项目的安排行（Arranger），在律师事务所、会计师事务所和评级机构等中介机构的配合下，完成尽职调查、评级和基本项目文件撰写的工作，并建立中期票据项目。

在项目设立之后，发行人可以根据融资需求和市场情况等，通过准备定价补充文件和补充发债说明等文件，选择在该项目下提取发行各种货币和各种期限的债券。中期票据项目根据可以销售的投资者范围，可进一步分为欧洲中期票据项目（EMTN）、中期票据项目（包含144A机制）和全球中期票据项目（GMTN）。一般来说，市场中经常被采用的格式是欧洲中期票据项目（EMTN）和中期票据项目（包含144A机制），两者均能接触到广泛的投资者，设立成本相对较低，文档要求较为简单^②。总的来说，中期票据项目可以提升公司在国际债券市场的知名度，灵活选择发行方式和发行结构，有效节省成本和管理时间，为发行人在债券市场融资提供最为灵活的模式。发行人也可以选择单独发行，即为单次发行委任主承销商，并完成尽职调查和发行文件编写等工作，这种方式适合发行频率相对较低的发行人。

中期票据项目的设立无须经过交易所或监管的事先审批或注册，发行人与中介机构可根据市场惯例在法律允许的框架下

^① 境外债券市场中主要的监管机构/自律组织以及各自的主要监管要求简要介绍（附录2）。

^② 中期票据项目不同种类之间的对比（附录3）。



完成设立。近年来境内银行间债券市场也推行统一注册模式（DFI），其灵活程度逐渐与境外的中期票据项目靠近，但需经过事先注册且在发行人资质、主承销商数量等方面均仍有一定要求，符合境内债券市场发展规律。

2. 发行格式选择：S 条例、144A 规则和 SEC 注册发行

美国证券交易委员会（SEC），作为美国最主要的证券市场监管机构，对于国际证券发行具有广泛的管辖权力，其规则的适用程度将取决于该发行进入美国市场的程度，以及投资群体的相对规模和成熟度。根据目标投资群体的性质，特别是投资者与美国的关联度以及证券发售的规模和复杂程度，全球发售的证券通常属于如下三类之一。

- S 条例发行：面向不在美国境内或者非美国人（如 S 条例中所定义）的投资者
- S 条例 /144A 规则发行：在美国以外的 S 条例发行和面向美国境内投资者的 144A 规则发行相结合（通常简称为“144A 规则发行”，即使含有 S 条例发行的部分）。这些美国境内的投资者须为合格的机构投资者（Qualified Institutional Buyer, QIB），亦即在美国境内的大型、成熟的机构投资者
- SEC 注册发行：针对美国公众市场

的登记注册发行（通常被称为“在美国注册的发行”）

监管法规关注点在于交易各方对发行文件的制备以及对于发行人和发行本身的重大信息披露程度。监管法规还同时广泛覆盖发行进行的方式，例如在发行前、发行中和发行后的信息公开（有意或无意的）。

部分美国投资者有一定的已获豁免、可投资 S 条例债券发行的额度，该部分在配售统计分布中归为“离岸美国”（Offshore US）投资者类别。在部分中资大型企业或金融机构的境外债发行，虽仅采用了 S 条例，但依然有小部分的离岸美国投资者认购。若采用 144A 规则发行方式，从销售角度出发一般可获得更踊跃和更大额的美国投资者参与，有利于获取更低利率、更大的发行规模和尝试 20 或 30 年等超长期品种，但是需进一步考虑由此增加的尽职调查与文件准备的工作量。SEC 注册发行则能接触到最广泛的投资者群体，但是在尽职调查、发行文件制作和信息披露上也有着最高要求，采用 SEC 注册发行的发行人大都以美股上市企业为主^①。

3. 私募发行方式高度灵活

境外债券市场也存在公开发行为和私募发行两种发行方式。发行人可以通过公开发行为或私募发行向专业投资者（目前在境外债券市场，绝大部分信用类债券均只可卖给专业投资者）发行债券，与境内

① S 条例、144A 规则和 SEC 注册发行方式对比（附录 4）。



债券市场不同，监管未对私募发行债券的投资者数量做出任何限制，属于市场化行为。

一般来说，公开发行人通过全面的投资者询价，可以获取最广泛的投资者意向和市场曝光度，但项目时间表较长且信息披露要求更广泛，在发行方案和条款设计上也会倾向于市场主流的方式。私募发行则在发行时间表和信息披露上有更大的灵活性，初始的投资者询价一般也限定在个别核心投资者上。发行人亦可以通过私募发行满足特定投资者的投资需求，例如作为定向发行主要投资者的保险公司类投资者，为了更好规划自身的资产负债期限结构配置，可与发行人进行单对单协商，提出需求让发行人提供量身定制的债券资产供投资者持有，比如30年期甚至50年期的长期限债券；又例如特定主要投资者持有资金并希望能在很短的时间内完成投资，发行人也会考虑通过私募方式发行以缩短债券项目的执行时间。

总的来说，在境外债券市场，公开发行人和私募发行的选择是市场化行为。发行人可以结合自身信息披露成本、融资成本、投资者基础和投资者需求自行选择发行方式。事实上，很多经常性发行人（Frequent Issuer）会两种通道同时并用，确保可以及时对投资者需求做出回应，为债权融资提供更大的灵活性。

有别于境外债券市场，境内公募债券流动性仍优于私募债券，私募发行利率会较公募发行有一定程度的溢价，因此资质较好的发行人为获得更优的融资成本普遍会选择公募发行方式。境内市场可参考借鉴境外债券市场私募债券的发行方式，进一步简化私募债券注册发行相关文件和流程，放宽发行人及投资者准入条件，以充分发挥私募债券在境内资本市场的作用，提高境内债券市场融资的便利程度。

4. 较为成熟的高收益债券市场

境外债券市场通常根据信用评级划分为投资级别债券和高收益债券^①。高收益债券的发行人，除了信用级别为非投资级的公司外，还包括新兴企业、高负债公司、资本密集型公司或公司收购人等。因为这些发行人被视作违约风险较大，因而支付更高的票息，以反映其债务的额外不确定性。

投资级别债券和高收益债券在利率确定方式上有所不同，投资级别债券通常以基准国债收益率加点来确定债券收益率，而高收益债券多采用固定利率的形式。另外，与投资级别债券相比，高收益债券通常会在发行文件中做出一些特殊的约定和承诺，目的是确保发行人维持合理的资产负债水平、合理的现金流水平和维持对下属子公司控制力等，这类主要条款包括对债务规模、债务层级、分红、子公司股份处置、

^① 获得BBB-或Baa3及以上良好信用评级的债券被归类为投资级别债券，而低于BBB-或Baa3则被视为高收益债券。市场大致认同投资级别债券的风险通常低于高收益债券，但回报亦普遍相对较低。



租赁、关联交易等事项的约束或限制^①。

境外债券市场经过上百年的发展，已形成成熟的、多样化的投资人群体，包括风险承受能力较高的高收益债投资人，主要包括共同基金、养老基金、保险公司和对冲基金等机构投资者。其中既有专注于投资高收益债券的投资人，也有兼投高收益债券和投资级债券的投资人。

总的来说，境外债券市场中对投资级和高收益债券发行人均形成了成熟的发行模式和投资人群体，让各类发行人能以较合理的成本进行债务融资，也能为各类风险偏好的投资人提供适合的债券产品。

目前境内高收益债券市场仍处于发展阶段，且尚未存在对投资级和高收益债券的明确划分。境内的评级体系与境外债券市场通行的体系不同，评级结果细分梯度相对较少，在同一评级下的发行人债券收益率跨度较大，实际操作中不少市场参与方（如机构投资者）会同时采用自身内部的信用评级体系进行评级和定价。由于市场发展历史及投资者风险偏好等原因，市场尚未形成成熟的高收益债券投资人群体，投资人对非常规条款（如上述境外债券市场中高收益债券的特殊条款等）的接受度普遍较低。对于发行人而言，为不被认定为高收益债券发行人，有可能会采取非市场化的措施以避免过高的债券票面利率，而这类非市场化的操作则可能会对一

级市场价格发现功能产生负面影响。推进境内高收益债券市场建设，是完善多层次资本市场融资体系的重要举措，这将有利于拓宽不同评级水平发行人融资渠道，健全市场化发行定价、鼓励投资主体多样化和培育多层次投资者结构。

5. 可持续发展主题债券发展迅猛

随着可持续发展议题在全球日益受到重视，全球可持续债券市场近年来得到迅猛发展，可持续债券（包括绿色债券、社会责任债券、可持续发展债券和可持续发展挂钩债券）全球年发行额从2014年的380亿美元增至2021年的逾1万亿美元。从占比来看，2021年可持续债券在全球所有债券发行中所占比例达11%，该比例在2022年升至12%。亚洲国际债券市场也呈现类似情况，亚洲的国际可持续债券在亚洲国际债券发行中的占比从2021年的16%增长至2022年的23%。

境外债券市场的可持续发展主题债券一般遵循国际资本市场协会的相关指引，包括绿色债券指引、社会责任债券指引、可持续发展债券指引以及可持续发展挂钩债券原则。这些指引均为自愿性流程指引，并已在全球许多主要市场中均被认可并遵循。

越来越多的国际投资者重视可持续发展议题，目前已有4375家投资机构加入负责人投资原则（UN PRI），总计管理资产达到121万亿美元^②。可持续发展债券

① 具体条款解释（附录5）。

② 数据来源：UN PRI季度更新（2021年第四季度）。



在境外债券市场中日益收到追捧。根据汇丰对于汇丰在亚太地区牵头且订单簿数据可知的交易的定价分析来看，可持续发展债券在新发行溢价、价格收窄幅度和超额认购倍数上均优于常规债券。

（二）境外债券发行中介机构

1. 灵活的承销商委任

境外债券市场的交易中，参与发行的主承销商会根据和发行人的协商结果，被委任为全球协调人、簿记管理人及主承销商等不同角色^①。一般来说，发行人会选择委任多家联席全球协调人，分别牵头负责监管沟通、文件准备、评级、路演推荐和安排等工作。境外债券市场上也有发行人选择不设置联席全球协调人角色，所有承销商均被委任为联席主承销商和联席簿记管理人。

对于承销商的数量，在境外债券市场并没有监管方面的限制。委任多家承销商可以在一定程度上扩大接触到的投资人群体，为债券发行在订单簿和定价上带来优势。不过，委任过多的承销商也可能给市场带来对自身债券销售没有足够信心的错误信号，从而影响投资人决策。

值得注意的是，角色的委任在交易定价前均可以调整甚至取消。例如某机构在交易前被委任为联席全球协调人、联席簿记管理人和联席主承销商，在实际发行过程中，没有积极开展和配合承销工作，发

行人可以选择在执行过程中取消委任。抑或该机构在簿记建档过程中，没有为订单簿和定价做出应有贡献，发行人可以在定价前取消对其的委任。也就是说，境外债券市场交易角色是在交易定价时才正式确定的，发行人以此为基础向承销商支付承销费用，这个机制可以进一步激励承销商在交易执行过程中尽力为发行人服务，也可以避免搭便车的情况。

境外债券市场和境内债券市场在信用类债券项目承销方式上有所不同，境内债券市场通常以主承销商余额包销的方式承销债券，而境外债券市场则更多地采用代销模式（也通常称为“尽最大努力承销”方式）。境外债券市场采用代销模式，所有联席簿记管理人之间会公开分享投资人的订单情况^②。

2. 取得信用评级仍是境外债券发行的惯常做法

在境外债券市场，尽管监管对信用评级没有硬性要求，取得信用评级仍是境外债券发行的惯常做法。目前，在国际市场上受到投资者认可的三大评级机构分别是穆迪、标准普尔和惠誉。从债券发行层面考虑，有评级的债券相较于没有评级的债券具备投资者基础更优、发行利率更低、发行结构（规模/币种/年期等）的选择更为灵活等优势。

首次信用评级工作一般会在发行前或

① 全球协调人、簿记管理人及主承销商的主要职责（附录6）。

② 具体请见下文“簿记建档和定价配售”部分。



者设立中期票据项目时进行。考虑到取得国际评级的流程比较复杂，为更顺利地完成评级流程并取得理想的评级结果，发行人一般会委任评级顾问。如果是首次评级，即获取主体评级时，发行人会选择委任数家联席全球协调人为评级顾问^①，一同协助完成首次评级工作。对于已获主体评级的发行人，每次发行前的债项评级一般由该次发行的一家承销商担任评级顾问以协助发行人完成与评级机构的整个评级流程。大部分的发行人会选择至少两家评级机构进行国际评级，为了能在市场和投资人角度增加信服力，也可以在评级机构间形成平衡，以获取更合理的评级结果。

关于取得国际信用评级的流程，与境内评级流程相似，评级机构主要通过公司提供的材料及与公司管理层面面对面会议来获取所需的信息。在公司获得首次评级后，评级机构会对受评主体的信用状况进行跟踪及持续不断的研究，通过连续监测影响受评主体信用风险因素的重大变化，及时分析该变化对受评主体信用等级的影响，对受评主体信用风险是否发生变化以及变化程度做出评判。评级机构关注范围一般会包括受评主体的政策环境、行业风险、经营策略、财务状况等因素的重大变化。

近年来，境内债券市场也逐步取消

公开发行债券强制评级的要求，由发行人根据自身需求决定是否进行主体或债项评级。同时考虑到不同投资者群体在做投资决策时对发行人评级的要求不同，发行人会在评级成本和扩大投资群体效益之间进行衡量，以决定是否聘用外部评级机构进行评级。

3. 基于法律委任受托管理人

境外债券市场已有运行多年的成熟的债券受托管理人机制。受托管理人一般由专业实体或金融机构的受托管理人分支机构来担任，由发行人委任，代表债券持有人行事。在境外债券市场，受托管理人通常基于英国法或纽约法委任^②。而有别于境外债券市场，境内债券市场受托管理人的委任主要基于监管规则，其权利义务主要在监管规则框架下厘定。

（三）境外债券发行执行过程

1. 发行文件：主承销商和法律顾问协助起草

在文件准备阶段，发行人会和各方中介机构一同合作，目标是按照市场惯例制备文件，确保最佳市场接受程度。发行人和主承销商通常会分别聘用各自的法律顾问起草相关发行文件。主要发行文件包括募集说明书、债券条款、认购协议、受托协议、审计师出具的安排函和安慰函等^③。有别于境外债券市场，境内债券市场的发

① 评级顾问具体工作（附录7）。

② 境外债券受托管理人的相关介绍（附录8）。

③ 主要发行文件清单即相关各方责任（附录9）。



行文件主要由主承销商协助或代表发行人起草并由发行人最终确认，而在境外债券市场，如募集说明书该等重要发行文件，主要仍由法律顾问起草并由发行人确认。考虑到募集说明书等发行文件本质上具备法律上的契约性质，境内债券市场可考虑在发行文件制备上更多地发挥法律顾问的专业性。

值得注意的是，如目标投资者不涉及零售投资者，境外债券发行的募集说明书一般不需要监管机构的特别审批。例外情况是，如果发行人选择把债券在某个交易所挂牌上市，那需要根据当地交易所的要求编写募集说明书，确保满足相关监管要求，相关文件也可能根据当地要求，需要在递交交易所事前审阅^①。

2. 尽职调查：发挥各中介机构专业性

尽职调查工作一般与发行文件准备工作同时进行，主要由承销商和承销商律师制作尽职调查清单，通过审阅发行人提供的材料和访谈发行人管理层等方式，勤勉尽责地对发行人的经营和财务情况、法律关系、发展所面临的机会和风险等内容进行调查，并确认发行文件的真实、准确、完整。在境外债券市场中，对中介机构的尽职调查工作并没有单独的监管规则或指引^②，但中介机构仍需勤勉尽责地对发行人进行尽职调查以确认与发行人和债券相关的重要信息已披露

在交易文件中。

在境外债券市场，设立了中期票据项目的经常性发行人会定期与他们中期票据项目的承销商开展尽职调查工作，通常会选择在每年的年度财务报告签发之后的一段时间或者按照融资时间表确定，同时对中期票据项目项下的主要发行文件进行年度更新和审阅定稿。在这种情况下，对于每次中期票据项目的提取发行，承销商只需要对发行人在年度尽职调查之后的业务情况和财务更新进行补充尽职调查，从而在保证尽职调查工作质量的前提下，减少每次发行进行全面尽职调查的工作量，并为发行人及时应对融资需求变化或把握市场窗口提供灵活性。

目前在境内债券市场，尽职调查工作一般由相关市场的监管机构出台尽职调查工作相关指引进行规范，且尽职调查工作主要仍由主承销商开展，每家主承销商开展尽调的程度和方式仍有较大区别。进一步借鉴境外市场在尽职调查工作方面经过多年形成的成熟经验和市场惯例做法，有利于提高尽职调查工作质量和效率。

3. 发行公告：为市场化发行提供灵活性

境外债券市场对发行信息披露的时间线并没有硬性规定，而对投资人沟通和发行信息披露方面的管控主要体现在信息隔

^① 具体可参考下文“交易所挂牌上市”部分。

^② 尽职调查过程中的参与方及其主要职责（附录10）。



离上。根据境外债券市场惯例，发行人在准备启动债券发行时，会先通过主承销商向市场发布发行公告，宣布发行人就潜在债券发行项目对主承销商的委任，以及授权主承销商进行市场询价和投资人沟通工作。公告中一般不会涉及发行的具体发行要素和条款，但是会附上草稿版本募集说明书以及路演时间表。

在发行正式公告前，发行人的债券发行项目属于非公开信息（Non-Public Information, NPI），原则上仅能由发行人及执行该次债券发行项目的中介机构团队构成的保密侧（Private Side）知悉，保密侧员工不得将非公开信息告知债券销售人员和市场投资者等构成的公开侧（Public Side）。境外债券市场中的中介机构均对该等信息隔离要求制定了内部制度，目的是避免利用非公开信息进行内幕交易。

发行公告的发布并不构成债券发行的义务，发行人可在发行公告后视市场情况和投资人反馈选择发行时点，亦可以取消该次发行，且不须向全市场公告。在境外债券市场，公告后取消发行，甚至在簿记过程中终止发行，均被认为是市场化的惯常操作，不会被看作是发行失败，一般不会对发行人的后续发行产生负面影响。在这种情况下，发行人在获取市场反馈和把握市场窗口上有更大的灵活性，交易公告、市场询价和正式发行之间不论在监管要求方面还是市场影响上均没有绑

定，也降低了境外债券市场对余额包销的需求。^①

4. 投资者沟通和路演：为投资者提供更充分信息

（1）投资者沟通：基于公开信息

在发行公告发布后，交易信息不再是非公开信息，则可以在公开侧进行传递。债券承销商的销售人员可以获得债券发行的信息，并启动与潜在投资人的沟通工作。不同于境内市场的信息披露有例如上海清算所、中央结算公司或交易商协会的综合业务和信息服务平台等官方渠道，境外债券市场没有统一的信息披露平台，债券发行的相关信息和文件都是通过承销商的销售人员通过彭博或电子邮件等渠道推送给潜在投资人，向投资人推送的文件通常仅为募集说明书，不包括发行方案、评级报告等材料。路演材料一般会通过提供网上路演平台（如 NetRoadshow）链接的方式提供。

在这个阶段，承销商的销售人员和投资者会有密集的交流。与境内债券市场不同的是，在这个阶段，承销商与投资者沟通时并没有询价区间，而是投资者向承销商主动报送意向性订单，包括投资量和利率水平。这是因为境外债券市场的债券配售环节是通过发行人和主承销商之间的沟通讨论后确定各投资人的获配金额，有别于境内债券市场的荷兰式招标方式。这样的情况下，在前期主动提供意向性订单的

^① 境内外市场发行披露安排具体对比分析详见下文“四、境内外市场发行实务比较（一）发行披露安排”。



投资者会获得主承销商的重视，并在配售环节为该等投资者争取更有利的结果。另一方面，投资者主动提供意向性订单和价格，有利于发行人和主承销商对市场需求形成更准确的判断，并建立更合理的初始定价区间，大大提高了发行成功的概率，同时为一级市场更好地发挥价格发现功能形成可持续的正向反馈。

另外，投资人的逆向询价模式也值得境内市场参考。逆向询价，是指投资者向承销商提出自己的投资需求，例如发行人类型、年期、评级水平和收益等方面的考量，然后由承销商和合适的发行人根据投资者需求来设计和发行债券产品。因为中期票据项目能让发行人在任何时间发行债券，所以中期票据的投资者可以通过逆向询价来快速地满足自己的投资需求。比如在境外债券市场中，保险公司通常会有金额较大且期限较长的负债需要匹配相应期限结构的资产，就会通过逆向询价机制，由满足条件的发行人为其定制债券，并通过私募方式发行。如果承销商认为还有其他投资者会对该笔私募债券有投资兴趣，也可以选择性地向合适的投资者进行沟通询价，为私募发行寻找更多的投资者。

(2) 路演：吸引更广泛投资者群体

为吸引更广泛的投资者群体，获得更理想的发行结果，发行人一般均会进行路演。路演分为交易路演和非交易路演。对于发行频率较高的经常性发行人，通常会定期（如每年一次）进行非交易路演。顾名思义，这类路演并不会涉及特定交易，

而是让发行人保持与其投资人群体的定期对话、更新业务和财务等信息和反馈投资人关心的问题，以确保投资人能完成内部定期的尽职调查和额度审核等工作。这让发行人可以在债券发行时间的选择上有更大的灵活性，一旦看到合适的发行窗口，可以即刻进行债券发行，无须再进行交易路演。对于资质较好的经常性发行人，甚至可以做到当天公告当天簿记定价，最大程度上把握市场窗口。

交易路演则是针对特定交易进行的投资人推广活动。交易路演在委任公告发布后进行，具体安排一般会与发行公告同时向市场发布。路演有助于发行人试探投资者对新发行债券的兴趣及价格要求。在与投资者见面并解答投资者的相关疑问后，发行人对定价将更有把握。为更好地推介企业信用，路演通常会有发行人高层领导以及熟悉公司战略发展和财务情况的相关负责人参与出席。对于S 条例方式发售的债券，最活跃及参与程度最高的投资者主要集中在亚洲（中国香港、新加坡），因此通常建议路演城市包括中国香港、新加坡，伦敦则可为备选项。对于144A 规则方式发售的债券，则通常会加上美国行程。尽管面对面会议是路演的最好选择，考虑到新冠疫情对差旅及会晤的影响，特殊时期投资者已高度接受以视频或电话会议的形式替代实地路演。

5. 簿记建档和定价配售：兼顾效率与公平

(1) 簿记建档方式：信息透明

在境外债券市场中，债券发行过程是



投资人与联席簿记管理人之间价格发现的过程，联席簿记管理人的职责是为发行人争取目标发行规模、年期和最优价格以及平衡投资人分布，为后续二级市场表现打下良好的基础。

在代销的承销方式下，境外债券市场90%以上的交易采取订单池体系（Pot），即在中央电子系统（如 e-syndicate）上公开分享各家投资人订单，所有联席簿记管理人的自身端口可以直接联通至债券销售团队，各簿记管理人的债券销售团队也可在系统中实时录入投资者订单信息。在少数交易中也可能发生个别发行人或者投资人要求不公开订单信息，即为独家订单概念，香港证监会最新发布的簿记建档相关准则中已杜绝了独家订单。从法律法规上来看并未禁止发行人参与簿记建档流程，联席簿记管理人可通过建立临时账号让发行人远程获得最新订单信息，发行人可以尽可能多地参与到定价和分配的讨论中。

基于这种订单池体系的簿记建档方式能进一步增加交易透明度，为各方提供准确决策信息，增加交易成功概率。依赖于联席簿记管理人的经验和专业性，结合市场发展普遍接受的惯例，最终的订单分配和定价最大程度上平衡了发行人、联席簿记管理人及投资人三方的利益。

（2）订单分配：价格并非唯一考虑因素

簿记建档定价后的订单分配过程中，承销商会结合投资者类型、投资需求及二级市场考量等因素，并考虑发行人的分配偏好，确定最终订单分配，以实现最优的投资者分布。投资者也有机会和承销商充分沟通投资需求，并在最终的订单分配中体现，对投资者也是公平公开的过程。

境外债券市场的订单分配实践是联席簿记管理人在接受最终价格的有效订单池基础上，按照一定的优先次序进行的分配。主要目标包括优先对长期持有为目的的优质投资人分配，实现投资人类型和地域的多元化，奖励基石订单、早期意向订单和其他对价格发现提供信息的投资人，同时兼顾发行人的分配偏好。发行人可选择是否参与分配决策，对分配结果有最终决定权。

投资者在簿记建档过程中能获得统一且充分的市场信息，通过承销商发布的初始价格指引和最终价格指引等信息做出适当的投资决策。发行人在簿记建档开始时通常不会预先公布最终发行规模，而是可根据簿记情况和投资者反馈进行灵活调整。投资者在簿记过程中也可以结合价格指引不断调整订单^①。

^① 境外债券簿记建档流程（附录11）。境内外市场簿记建档和定价配售实务具体对比分析详见下文“四、境内外市场发行实务比较（二）簿记建档和定价配售”。



三、境外二级市场：为债券交易提供流动性

境外债券市场中，一级市场与二级市场具备较强的联动性，发行人亦会关注债券在完成发行后于二级市场中的交易活跃度和流动性。在二级市场中交易活跃、投资者基础广泛的债券对其发行人在一级市场发行时亦有积极影响，有利于增加其一级市场发行投资者参与度和降低发行人融资成本。

目前境内信用债二级市场流动性仍有待提高，可考虑通过逐步完善一级市场定价机制、采用参考基准债券利率（如国开债收益率等）加利差进行报价等方式，进一步提高境内二级市场流动性和活跃度，增加与一级市场的联动性。

（一）境外二级市场主要特点

① 投资主体：私人银行也是活跃投资参与方。从投资主体来说，境内债券市场的投资方主要为银行，同时也包括一些基金、保险公司等金融机构，而境外市场除了这些机构投资者之外，还有个人投资者参与，个人投资者主要通过私人银行来投资。

② 柜台交易和做市商制度：重视二级市场交易流动性。境外债券市场没有统一的中央交易撮合系统，而是通过分散的做市商来提供报价和交易。投资银行的交易员将负责债券的报价汇总发给销售员，再由销售员和投资者沟通，从而促成交易。这样的报价在交易时段可以随时更新，有

时候一天之内更新多次，从而反映市场变化。

新发行的债券则特别需要担任主承销商的机构来维护二级市场的交易流动性。在债券发行后，承销商的交易员会持续不断地更新二级市场报价，以协助投资者进行交易，从而维护二级市场的流动性。

③ 报价方式：信用债以基准利率加利差进行报价。从报价方式来说，境内主要依赖于价格和收益率，但境外债券以利差交易为主。国债以收益率来报价，信用债则是以利差加国债收益率的方式来报价。这一方式的好处在于，外资行在进行价格设计时，可将信用产品部分和利率产品部分隔离分配给不同的交易员进行管理，有利于银行专注到某一个产品，挖掘集中优势。

④ 债券托管：以商业机构作为托管行。从托管来说，境外债券没有所谓的集中托管，而是有几大托管商，承担了境内类似中央国债登记结算公司的角色。境内债券交易可以观察到交易量等信息，但境外交易则没有交易量的信息。

⑤ 交易时间：24 小时全天交易。从交易时间来说，境外债券市场（包括中资债券在内），交易时间基本上为 24 小时交易。由于境外债券市场为柜台交易模式且没有中央系统，且投资者遍布全球各地，只要在市场上有买卖需求方，就随时可以达成交易，只是在不同时间段的参与方不同，导致部分标的债券的市场需求和流动性会有差异，例如亚洲等新兴市场的债券一般



大都由亚洲地区投资者持有，在欧洲或美洲交易时段就较难找到交易对手方。例如，为促进新兴市场债券的交易，汇丰在伦敦也设立了新兴市场交易员，以更好地满足欧洲和美洲地区投资者的交易需求。

（二）交易所挂牌上市：可在多个交易所挂牌

在境外债券市场，发行人通常会选择将债券在一个或多个交易所挂牌上市。亚洲的发行人 在 2020 年发行的债券中，72% 的交易在一个交易所挂牌上市，另有 12% 的交易在两个或以上的交易所挂牌上市。尽管债券挂牌上市需要向交易所支付上市费用（占整体发行费用的比例很低），债券上市仍具备一定的优势：一是能进一步扩大投资者群体（有部分投资者要求投资上市债券，因为流动性和交投活跃度更好）；二是由于证券交易所会对上市机构提出一定的信息披露要求和上市后的持续性义务，上市会在一定程度上增强投资者的信心；三是上市程序简单，不会增加公司的额外负担。

债券挂牌上市可以选择在交易所的主板或非主板上市。通常在交易所主板上市的债券信息披露要求会比非主板上市（如 Multilateral Trading Facility）更高、全面、仔细。在主板上市的信息披露要求比较严格，部分发行人觉得披露成本太高

（特别是在欧洲交易所主板上市的证券通常需要使用欧盟会计准则，或者跟欧盟会计准则等同的会计准则），而选择在非主板上市。如果发行人选择将债券在某个交易所挂牌上市，那需要根据当地交易所的要求编写募集说明书，确保满足相关监管要求。在主板上市的债券募集说明书需要给当地的交易所审阅，确保满足当地金融监管机构对于信息披露的相关法律、法规、法例；在非主板上市的债券募集说明书需要给当地交易所审阅，审阅条件则由当地交易所制定。除非投资者或发行人有特别要求，很多中资发行人的境外外币债券都会选择在非主板上市^①。香港联交所和新加坡证券交易所是亚洲地区主要的债券挂牌上市场所^②。

（三）存续期信息披露要求：取决于交易所

境外债券市场没有对发行人在发行阶段和债券存续期的信息披露做出硬性的监管要求。信息披露的内容和时间一般是根据市场惯例，包括债券投资人一般预期的要求，由发行人和承销商确认后，并在募集说明书中约定。发行人如果选择降低信息披露的要求，则可能无法满足部分投资人的要求，从而影响债券发行结果和二级市场流动性；相应，如果发行人选择增加信息披露的内容，则会给投资人带来信息

① 境外债券挂牌上市的基本程序（附录12）。

② 香港联交所和新加坡交易所债券挂牌要求对比（附录13）。



透明的印象，促进投资人参与债券发行，但会对发行人带来更多的工作量和信息披露义务。如果发行人选择将债券在交易所挂牌上市，则需要满足交易所对信息披露的相应要求。

（四）主动债务管理：为发行人提供更多债务重组手段

在境外债券市场，债务管理通常指债券发行人对其存续期的标的债券进行回购债券、交换债券或修改债券条款等，以对其债务进行重组或管理。主动债务管理一般通过收购要约^①、交换要约和同意征集这三种方式进行^②。

主动债务管理可以帮助发行人：①高效地实现杠杆降低：当标的债券在二级市场中以较大折价进行交易时，发行人可以通过使用现金回购以低廉的成本注销该负债；②延期即将到期的债券：发行人可以通过提供新债券用以交换即将到期的标的债权，有效地延长还本期限；③调整风险条款：当募集说明书中约定的限制条款（如对债务规模的限制等）在测试时存在风险时，发行人可以通过同意征集的方式请求债券持有人豁免或调整该等条款。

对投资者而言，主动债务管理给予他们直接参与发行人重组的机会、让持有的债券获得更高流动性或者可避免出现技术性违约的情况，所以在境外债券市场，投资人对于债务管理和重组也持正面的态度

并且会积极参与。

四、境内外市场发行实务比较与思考

中国境内债券市场经过多年发展，在市场规模、监管体系和对外开放等各方面均取得瞩目成绩，各类债券产品总存量规模已突破 120 万亿元，其中，公司信用类债券总存量规模超过 30 万亿元，已成为中国企业债务融资的重要渠道。伴随市场逐步发展，中国境内债券市场已形成一套具有中国特色且适合中国经济发展的监管制度和市场运行模式——不断提升中国境内债券市场服务实体经济的能力、保护市场参与者的合法权益和维持市场平稳运行。在此基础上，进一步借鉴境外债券市场成熟经验有助于提升境外投资人和发行人的参与度，促进市场开放。

（一）发行披露安排

境外市场发行披露安排更为灵活，取消发行通常被视为市场化行为，负面影响较小。境外债券市场来看，发行人在发行公告时并不需要确定具体的簿记建档时间、发行规模和发行期限，也不是必须进行发行，甚至在簿记建档过程中也可以随时取消发行而不必向全市场公告，这让发行人和承销商可以在公告后有更多的时间做投资者沟通工作并获取更充分的反馈，然后根据市场形势随时进行簿记建档发行。发行的利率区间通常在簿记建档当天

① 收购要约示意性时间表、主要交易文件和交易管理人介绍（附录15）。

② 主动债务管理的三种常见方式（附录14）。



确定，以减少市场波动对发行带来的影响，增加灵活性。而发行规模则是在簿记建档过程中通过对投资者订单情况和发行人需求来灵活确定，上述操作能较大程度降低发行失败的风险。公告后取消发行在境外债券市场也通常被视为市场化行为，对发行人的负面影响较小，这也是得益于境外债券市场已经历了较长时间的发展且境外投资者在这一过程中已在其内部形成了较为成熟的投研和决策机制。

境内债券市场来看，为保障投资人在债券发行公告后有一定的时间进行投资考虑和决策，债务融资工具、公司债、企业债等品种均设定了最低信息披露时长要求。利率区间一般于簿记建档前一个工作日披露，发行过程中发行人可就申购利率区间进行调整，并需要提前进行信息披露。发行规模一般在发行文件披露环节即予以明确，这在一定程度上需要发行人和承销商对市场走势和投资者参与程度有更为深入的分析判断。同时，伴随弹性发行机制的推出，发行人可在发行公告时仅明确拟发行的规模区间，并在簿记建档过程中根据投资者的订单情况来确定最终发行规模，这在很大程度上降低了发行失败的风险。发行人在披露发行文件后，如果真的发生市场形势恶化，发行人可以选择取消发行，同时需要向全市场公告。取消发行在境内市场仍在一定程度上可能会被认为是负面的信号，比如可能会被投资者或媒体解读为市场对发行人的不认可，甚至可能对后续发行产生一定负面影响，因此发

行人对取消发行的接受度也相对较低。

境内债券市场亦可考虑采用更为灵活的公告安排，促进境内一级市场的市场化定价和发行，以充分发挥债券市场的资本中介和定价功能。

（二）簿记建档和定价配售

境内外信用债簿记建档操作对比如表1所示。境外簿记建档通常耗时一天（“24小时定价策略”），多数采用“订单池”模式，订单信息在联席簿记管理人间共享。境外债券市场的簿记建档通常采用订单池模式，所有联席簿记管理人均可实时看到最终投资者及其订单情况。订单池模式下，投资人可通过多个联席簿记管理人投单，对于簿记更新情况的了解更为全面，但订单池模式也存在搭便车、重复沟通、订单核对工作量大等缺陷。境内债券市场来看，簿记建档时长一般为1~2个工作日。簿记建档发行通常由其中一家簿记管理人牵头负责。受簿记场所的约束，联席主承销商主要依赖牵头簿记管理人传递簿记建档信息，因此对簿记过程信息的掌握度相对较低。境内债券市场亦可考虑建立簿记建档实时订单信息共享机制，这将有利于降低簿记建档过程中参与者的道德风险、提高簿记建档流程的透明度和公平性，促进市场化定价和发行。

在定价配售环节，境外发行人通常享有更高的自由裁量权。境外债券市场来看，由于发展时间较长、机构内控约束机制更为完善，定价配售通常并不遵循严格的荷兰式招标定价和价格优先分配原则。发行



表 1 境内外信用债簿记建档操作对比

	境外债券市场	境内债券市场
承销方式	代销居多	余额包销居多
订单信息	所有联席簿记管理人公开分享各自订单，为订单池体系 (Pot)；可能发生个别发行人或者投资人要求不公开订单信息，为独家订单概念	仅牵头簿记管理人管理所有各家订单，各联席主承销商和承销商采用投资人独家订单 (Sole) 方式，可通过牵头簿记管理人获取簿记过程信息
簿记系统	e-syndicate/e-prime	非金融企业债务融资工具集中簿记建档系统 / 企业债券簿记建档系统 / 簿记管理人自有系统
交割	在联席全球协调人中选取一家担任结算交割行，直接与中标投资人交割	对于不设承销团的，由簿记管理人与中标投资人交割；对于设有承销团的，承销商与中标投资人交割，再由簿记管理人与承销商交割
簿记时间	订单簿记到定价在一日之内完成	1~2 个工作日
交割日	从簿记建档日到正式债券交割通常为三到五日，投资者从定价日第二天开始可以在二级市场上自由交易债券	从簿记建档日到正式债券交割通常为一到两日，无法在交割日前进行债券交易
价格稳定操作商	交割行或联席全球协调人共同担任	无此类安排

资料来源：汇丰整理，境内外承销商角色的对比和说明（附录 16），境内公司信用类债券市场发行制度和实务简介（附录 17）。

人享有最终决定权，能够对分配结果进行调整。一般而言，基石订单、早期订单、主权或超主权类投资机构、保险和养老金及其他长期持有账户分配优先级较高，对冲基金、私人银行及以交易或市场套利为目的机构分配次序靠后。境内债券市场来看，为降低人为参与定价配售过程可能存在的价格操纵和利益输送风险，簿记建档发行均遵循严格的荷兰式招标定价和价格优先分配，最大限度地确保了在配售阶段对投资人的公平性。

在我国资本市场进一步高质量双向开放的时代背景之下，境内市场亦可考虑以特定品种作为试点，提高发行人最终在定价配售环节的话语权，以鼓励更多的优质

国际投资者参与到境内债券市场中来。

本文通过对比分析境内外债券市场发行制度和实务、对境外发行人和国际投资人进行调研反馈及综合境内外债券市场不同发展阶段和市场的实践，认为境内债券市场可批判性地借鉴参考境外债券市场通行做法（包括但不限于在发行信息披露和簿记建档流程实操经验），并结合境内市场实际情况，提高境内债券发行信息披露安排的灵活性、提高债券簿记建档过程的透明度和优化定价配售环节机制，这将有利于提高境内债券市场的市场化程度和对国际优质发行人及投资者的吸引力，促进我国资本市场的高水平双向开放和可持续高质量发展。[N]

学术编辑：卢超群



参考文献

- [1]《非金融企业债务融资工具发行规范指引》《非金融企业债务融资工具簿记建档发行工作规程》（中国银行间市场交易商协会公告〔2020〕14号）
- [2]《企业债券簿记建档发行业务指引》（发改财金规〔2019〕1547号）
- [3]《上海证券交易所公司债券簿记建档发行业务指引》（上证发〔2016〕47号）
- [4]《深圳证券交易所公司债券簿记建档发行业务指引》（深证会〔2016〕289号）
- [5]《有关(i)就股权资本市场及债务资本市场交易的簿记建档及配售活动而制定的建议操守准则及(ii)“兼任保荐人”的建议的咨询总结》（香港证券及期货事务监察委员会）
- [6]《中央国债登记结算有限责任公司企业债券簿记建档发行业务操作规程》（中债字〔2019〕174号）
- [7]《ICMA Primary Market Handbook》（国际资本市场协会ICMA）
- [8]《Markets in Financial Instruments Directive 2》（Directive 2014/65/EU, European Union）
- [9]《Prospectus Regulation》（Regulation 2017/1129, European Union）

Raising the Calibre of Two-Way Opening Up: A Study of the Infrastructure and Issuance Practices of Overseas Bond Markets

Mark WANG Eddie CHING Tim YIP

[HSBC Bank (China) Company Limited]

Abstract In the context of the "two-way" opening of China's bond market, an in-depth understanding of the offshore bond issuance mechanism and market practices can help facilitate the reform, innovation and development of China's onshore bond market. This paper gives an overview of the regulations and mechanisms of offshore bond issuance. It also compares onshore and offshore credit bond issuance practices in respect to bookbuilding, pricing and settlements.

Keywords Credit Bond, International Bond Market, Offshore Bond Issuance Mechanism, Comparison of Onshore and Offshore Bond Market Practices

JEL Classification G10 G12 G15