



香港办事处呈送 2022年8月

QFI、沪深港通、债券通、银行间债券市场直接投资和卢森堡基金

摘要

本文概述卢森堡金融监管机构（CSSF）在监管实践中对于卢森堡基金（尤其是 UCITS 基金）通过使用 QFI、沪深港通、银行间债券市场直接投资及债券通等渠道实施中国策略所需满足的条件。

QFII 和 R-QFII 根据中国法律现在一般统称为 QFI，是可以被 UCITS 用于将其高达 100% 的净资产投资于人民币证券。继上海证券交易所和深圳证券交易所之后，中国银行间债券市场已被认可为 UCITS 合格市场。因此，QFI UCITS 基金亦可投资该市场上交易的人民币债券。

UCITS 管理人可以通过沪深港通购买部分符合资格的在上海和深圳交易的证券，前提是 (i) 与 UCITS 的全球托管人制定必要的安排，确保适当隔离通过沪深港通购买的资产；(ii) 限制对手方风险的交易商模式已具备；(iii) UCITS 文件中包含适当的披露信息。

银行间债券市场直接投资也可以被 UCITS 管理人使用，从而投资于在银行间债券市场交易的固定收益证券，而无须占用他们的 QFI 额度。

债券通，基于其与沪深港通相同的架构，会于近期开始可以被 UCITS 管理人用于投资银行间债券市场交易的固定收益证券，而无须使用他们的 QFI 额度或者银行间债券市场直接投资渠道。

最后，投资人民币证券还须遵守基金文件的特定披露要求，并取得 CSSF 的明确批复。

2013 年 11 月，卢森堡金融业监管委员会（CSSF）批准了首只将 100% 净资产投资于中国 A 股策略的卢森堡 R-QFII UCITS¹。

这项公告带出的强烈信号，表明卢森堡作为传统基金中心和新兴人民币金融中心²，决心保持自身在中华人民共和国（简称中国）策略方面的先行优势，并希望鼓励亚洲、美国和欧洲资产管理人使用卢森堡 UCITS，在欧盟及其境外营销中国策略。

此后大量监管层面的进展印证了上述意愿，譬如认可卢森堡 R-QFII 中心³，批准中国银行间债券市场（简称银行间债券市场）为 UCITS 合格市场，以及授权 UCITS 管理人使用沪深港通，银行间债券市场直接投资以及债券通进行投资。

随着中国经济日趋成熟以及中国政府进一步开放资本市场，基金管理人发现投资机会日益增多，而投资者对中国 A 股、银行间债券市场交易的人民币固定收益证券、金融指数或上述工具衍生品敞口的投资组合亦表现出浓厚兴趣。

中国政府于 2014 年 3 月决定向境外投资者进一步开放中国 A 股市场⁴，并努力明确和协调 QFII 计划下投资收益的税务安排⁵，2016 年 2 月新增了 QFII

¹ 开展可转让证券集合投资须遵守 2010 年 12 月 17 日《集合投资计划法案》（修订）第一部分

² 关于卢森堡人民币中心的更多信息，请参阅 www.rmb-business.com/en

³ 参见 CSSF 的问答：
https://www.cssf.lu/fileadmin/files/Metier_OPC/FAQ/FAQ_Law_17_December_2010_020919.pdf

⁴ 上海证券交易所，“上海证券交易所合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者证券交易实施细则”：
http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/trading/universal/c/c_20150906_3976415.shtml

⁵ 参见中国税务总局财税 [2014]70 号文：
<http://www.chinatax.gov.cn/n810341/n810755/c1305363/content.html>

额度⁶，并将 R-QFII 额度配置给香港之外的 18 个 R-QFII 试点地区⁷，于 2014 年 11 月启动的沪/深港通⁸，2017 年 7 月启动的债券通⁹以及进一步取消锁定期以及每月赎回汇出金额的上限¹⁰，2018 年 6 月中国 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数¹¹，2019 年 4 月彭博巴克莱全球综合债券指数扩充中国债券¹²，2020 年 5 月取消 QFII / R-QFII 额度的限制并简化汇出手续¹³以及 2020 年 9 月最终将 QFII/R-QFII 的规则整合于同一立法机制下等事例均表明中国直接投资和人民币国际化¹⁴的迅速发展。大量的资本流入以及稳健的人民币和资本市场也为自 2018 年进一步开放 QDII、QDIE 及 QDLP 和新配额的分配提供了保障¹⁵。

2020 年 9 月，关于 QFII 和 R-QFII 的规则已整合于同一立法机制下¹⁶。海外管理人获邀申请为合格的境外投资者（QFIs），现有的 QFII 和 R-QFII 管理人将自动被视为 QFIs 并从新制度中受益。事实上，剩下的唯一区别是管理人是否会筹集离岸人民币以再投资于中国境内或另一种可转换货币。QFI 新规放宽了 QFI 牌照的申请条件，扩大了符合资格申请的管理人类型以及 QFI 管理人允许的投资范围（包括在新三板场外交易的股票、银行间债券市场交易的货币和利息衍生品、存托凭证、债券回购、ABS、金融和商品期货、期权和允许保证金交易）。它还简化和加快了申请流程。

由于更多市场参与者获权可以进入中国资本市场，这些参与者如何向其欧盟、拉美、中东或亚洲客户推行上述中国策略，使得进入中国资本市场的主流

渠道（即 QFI、银行间债券市场直接投资、沪/深港通和债券通）可以匹配卢森堡 UCITS、第 II 部分基金¹⁷、SIF¹⁸、RAIF¹⁹或者 SLP²⁰，已然成为许多资产管理人讨论的核心议题。

多项监管利好使得中国推行的这些计划更加适应 UCITS 规则，并有望令相关产品得到批准，譬如最大程度利用 QFI，银行间债券市场直接投资，沪/深港通及债券通价值的 UCITS 基金。

“如何在你的卢森堡结构中利用 QFI？如何在卢森堡结构中利用沪/深港通，债券通和银行间债券市场直接投资？考虑此类项目时，应当注意哪些主要问题？下一步怎么做？”这些都是我们希望在本文中探讨的问题。

如何在卢森堡基金中使用 QFI？

自 2002 年起，QFII²¹ 允许非中国境内资产管理人(i) 就在中国资本市场使用中国境外募集的资金开展直接投资获得授权；(ii) 申请一定额度将中国境外募集的资金（即欧元、美元等）兑换成人民币，以执行相关的直接投资。

2002 年后，中国政府部门多次修订 QFII 规则。2012 年²²，2016 年²³，2018 年²⁴及最终 2020 年²⁵的最近一轮修订提升了进入中国资本市场的便利度，尤其是降低了申请牌照须满足的资格要求，扩大了合格申请人的范围，明确了投资限制及允许投资的范围；最重要的是增加了资金汇入及汇出中国的灵活性。

在 2020 年之前，在卢森堡基金中使用 QFII 额度的主要限制曾经与上述最后环节相关。

外汇管制实际上限制了 QFII 管理人在完成投资后从中国汇回资金的能力。具体原因包括 (i) 存在锁

⁶ 参见中国国家外汇管理局 [2016]1 号文：<http://www.safe.gov.cn/en/2016/0314/1194.html>

⁷ 英国、法国、新加坡、韩国、德国、卡塔尔、加拿大、澳大利亚、瑞士、卢森堡、马来西亚、智利、匈牙利、阿拉伯联合酋长国、泰国、爱尔兰、美国以及台湾

⁸ 参见香港交易所 2014 年 11 月发布的相关公告 www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/hkexnews/2014/1411102news.htm

⁹ 参见香港交易所 2017 年 7 月发布的相关公告 <https://www.hkex.com.hk/news/news-release/2017/170703news.htm>

¹⁰ 参见中国国家外汇管理局 [2018]1 号文：<http://www.safe.gov.cn/en/2018/0612/1455.html>

¹¹ 参见 MSCI 中国网页：<https://www.msci.com/china> 以及 MSCI, The world comes to China <https://www.msci.com/www/blog-posts/the-world-comes-to-china/01002067599>

¹² 参见彭博：<https://www.bloomberg.com/professional/product/indices/bloomberg-barclays-indices/#/>

¹³ 参见国家外汇管理局公告：<http://www.safe.gov.cn/en/2020/0507/1677.html>

¹⁴ 根据国家外汇管理局公布信息，截至 2020 年 1 月 31 日，中国政府共发放了约 1119 亿美元的 QFII 额度及约 997 亿美元的 RQFII 额度

¹⁵ 参见国家外汇管理局 2018 年 4 月 11 日新闻公告：<http://www.safe.gov.cn/en/2018/0605/1434.html> 及 24 日新闻公告：<http://www.safe.gov.cn/en/2018/0605/1435.html>

¹⁶ 参见中国证券监督管理委员会【第 176 号令】：http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/202009/t20200925_383650.htm

¹⁷ 开展集合投资须遵守 2010 年 12 月 17 日《集合投资计划法案》（修订）第 II 部分

¹⁸ 专业投资基金须遵守 2007 年 2 月 13 日《专业投资基金法案》（修订）（简称 SIF 法律）

¹⁹ 保留另类投资基金须遵守 2016 年 7 月 23 日《保留另类投资基金法案》（修订）（简称 RAIF 法律）

²⁰ 特殊有限合伙受 1915 年 8 月 10 日《商业公司法》约束（简称 1915 法律）

²¹ 《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》（2002 年），后更替为 2006 年 8 月 24 日正式颁布的合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法规定：《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》（2006 年 8 月 24 日）和《关于实施〈合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法〉有关问题的通知》（2006 年 8 月 24 日）

²² 《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》，国家外汇管理局 2012 年 12 月颁布

²³ 参见 8

²⁴ 参见 12

²⁵ 参见 16

定期，无法在该期间从中国汇回资金；(ii) 锁定期满后汇回资金需要取得行政部门批准；(iii) 一定期间内允许汇回的金额设有上限。

关于开放式中国基金（即中国境外设立且至少将其资产的 70%²⁶投资于中国境内资本市场的公募开放式投资基金）（简称开放式中国基金），QFII 规则的修订²⁷包括允许它们享受较短锁定期（短至 3 个月），可以不经中国政府部门预先批准而在较低限额内每周汇出资金一次（每月合计可汇出总额和不超过该基金 20% 的 QFII 额度），这使得卢森堡结构得以更充分地使用 QFII 额度。2018 年 QFII 规则²⁸进一步放松，豁免锁定期以及汇出限制和批复都更进一步地使得在卢森堡基金结构下使用 QFII 成为可能。

专业投资基金（SIFs）是灵活的受监管基金，销售对象主要是成熟投资者²⁹。管理人构建这种基金旨在满足 QFII 开放式中国基金的资格，同时享受其自身的灵活性，并将其相当部分的资产投资于中国境内资本市场。

SIF 的非监管版本，**RAIF**，也用于与 QFI 一起来构建中国准入产品。

第 II 部分基金是不享受 UCITS 通行证³⁰的境内零售基金，将此类基金构建为开放式中国基金并实施类似投资策略的可行方案与 SIF 相同。

对于 **UCITS**，多年来则通过 QFII 额度购买参与凭证（**P-Notes**）等衔接产品，直接或间接投资于中国的 A 股市场。

但是，考虑到 QFII 规则在 2012 年修订前的限制以及中国 A 股市场流动性方面的不确定因素，CSSF 认为应当对上述投资设定限制，因此设置了 UCITS（或其子基金）最多可投资其资产 35% 的上限³¹。

考虑到 QFII 规则对开放式中国基金的定义，对中国 A 股（或其他中国境内资产）投资设置 35% 的上限使得 UCITS 无法取得开放式中国基金的资

²⁶ 2013 年 11 月有报道称，外汇管理局确实从 QFII 规则项下“开放式中国基金”的定义中取消了“至少将其 70% 的资产投资于中国境内资本市场”的规定

²⁷ 参见 8

²⁸ 参见 8

²⁹ 参见 CSSF 07/283:

<https://www.cssf.lu/en/documentation/regulations/circulars/inf/article/1483/>

³⁰ 但根据 2013 年 7 月 13 日另类投资基金管理人(AIFM)的法律，第 II 部分基金和 SIF 可具备另类投资基金资格；此类基金的 AIFM 可享受通行证，允许其在欧盟范围内将此类基金出售给专业投资者，但须遵守欧盟议会和理事会 2011 年 6 月 8 日第 2011/61/EU 号《另类投资基金管理人指令》，以及第 2003/41/EC 号和第 2009/65/EC 号修订指令和(EC) 1060 号/2009 和(EU)1095 号/2010 条例的规定。

³¹ 请注意，该等限制是基于卢森堡监管机构行政管理方面的实践。

格，因而无法享受相应的灵活性。

业界过去曾向 CSSF 解释上述情况，CSSF 表示可以考虑取消 35% 的限制，前提是 UCITS 须提供必要的保证，尤其是关于投资组合流动性方面的保证。中国政府部门拓宽 QFII 规则下开放式中国基金的定义，正式取消 70% 资产投资于中国境内的要求，也为上述保证前提下构建投资组合提供了便利。

上述进展进一步开启了构建 QFII UCITS 基金结构的可能性，它可以将高达 70% 的资产投资于中国 A 股等，以符合开放式中国基金的资格和剩余部分资产（以人民币或其他货币计价）的充足流动性，从而确保满足 UCITS 投资组合的总体流动性要求。

2016 年 2 月³²，外管局发布公告修订若干 QFII 规则，以提高中国境内资本账户的开放度和促进跨境投资。上述公告之后发生的变化包括：(i) 持有 QFII 牌照机构将根据其管理资产的规模，获得 2 亿至 50 亿美元的基础额度；(ii) 基金无须在获得额度后 6 个月内作出投资；(iii) 开放式中国基金将能够每日（而非每周）赎回投资。

这项举措背后的部分动因可能是希望将中国 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数，这有利于推动 QFII 和 R-QFII 更大程度的融合，从而使 QFII 与 UCITS 更具兼容性。

2018 年 6 月³³，国家外汇管理局和中国人民银行颁发了 QFII 及 R-QFII 新规，取消了 QFII 20% 汇出限额的限制和 QFII（以及非开放式 R-QFII 中国基金，开放式中国基金没有锁定期的限制）本金汇出锁定期的限制，以及允许 QFII 和 R-QFII 使用在岸外汇衍生工具。

中国国务院于 2019 年 9 月³⁴批准，外汇管理局决定取消 QFII 投资额度限制以便深化改革服务于中国金融市场的全面开放。

2020 年 5 月和 9 月³⁵，中国相关当局公布了整合 QFII 和 R-QFII 于同一立法机制下的实施细节以及取消了在此之前仍然适用的大部分其他限制。

2020 年 9 月，QFII 管理人进一步受益于新的 QFI 规则，并且原则上能够在 UCITS 中使用其许可证。

R-QFII 计划于 2011 年 12 月启动³⁶，并在此后经

³² 参见 12

³³ 参见 12

³⁴ 参见 15

³⁵ 参见 13

³⁶ 参见中国人民银行 [2011]321 号文：<http://www.pbc.gov.cn/en/3688253/3689012/3709797/index.htm>

历了数次修订³⁷。该计划的理念和目的均有别于 QFII 计划，因为其设计的初衷并非允许境外管理人进入中国境内资本市场，而是鼓励中国境外（最初是香港）的人民币存款重新投资于中国境内资本市场。

与此呼应的是，中国证监会和外汇管理局分别向香港证监会监管的香港资产管理人发放了 R-QFII 牌照和额度。

在第一阶段，上述牌照及“香港”R-QFII 额度³⁸仅发放给中国基金管理公司和证券公司的附属机构，随后扩大到香港证监会监管的其他资产管理人。

在产品满足 R-QFII 规则³⁹下开放式基金的资格条件后，R-QFII 对资产管理人和投资者具有以下吸引力：(i) 没有锁定期；(ii) 在额度范围内可以每天汇入和汇出；(iii) 无须中国政府的预先授权；(iv) 每月汇出的总额不受限制。

但是在该计划启动时，只有香港成立的基金才能使用“香港”R-QFII 额度。2013年3月修订（而非重订）R-QFII 规则⁴⁰是 R-QFII 向 UCITS 开放的里程碑。

经上述修订后，除了中国资产管理公司和证券公司的香港附属机构外，中资商业银行和保险公司的香港附属机构或者香港证监会监管的其他金融机构（至少持有“第九类资产管理人”牌照）亦有资格申请 R-QFII 牌照。

此外，R-QFII 管理人可以投资的合资格资产范围亦有所扩大（参见下文）。最重要的是，R-QFII 管理人必须在香港募集人民币的明确规定已经取消。

事实上，推出首批 R-QFII 产品时，要求 R-QFII 管理人必须在香港设立符合这一计划的目的，即只允许资产管理人募集香港公众持有的人民币。

2013年取消了对人民币募集地点的上述限制，从而允许资产管理人在香港以外的其他新兴人民币金融中心，如新加坡、伦敦、巴黎、法兰克福或卢森堡，也可以使用“香港”R-QFII 额度募集人民币。

ml; 外 汇 管 理 局 : <http://www.safe.gov.cn/en/2012/0215/733.html>

³⁷ 《中国人民银行关于实施<人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法>有关事项的通知》，中国人民银行颁布，2013年5月2日起生效；《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》，证监会、央行和外汇管理局颁布，2013年3月1日起生效；《关于实施<人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法>的规定》，证监会颁布，2013年3月6日起生效；《关于人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点有关问题的通知》（汇发[2013]42号），外汇管理局颁布，2013年3月21日起生效

³⁸ 这些额度分配给位于香港向香港特区的公众募集离岸人民币的管理人

³⁹ 以区别于 QFII 规则项下的开放式中国基金

⁴⁰ 《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》，证监会、央行和外汇管理局颁布，2013年3月1日起生效

堡，也可以使用“香港”R-QFII 额度募集人民币。

2013年11月中国政府明确香港管理人可以将其“香港”R-QFII 额度⁴¹用于卢森堡 UCITS 结构，对于资产管理人而言这是一项重要进展。

这项措施大幅拓宽了香港资产管理人分销 R-QFII 产品的前景，使其获得欧盟的 UCITS 通行证，并享受 UCITS 在欧盟境外的广泛认可度。这样一来，他们可以接触到远比以前更加庞大的投资者群体，这些投资者多希望能够投资于中国资本市场，并利用其独特专长获得收益。

2013年底以来，香港管理人大量利用上述机会，将“香港”R-QFII 额度用于卢森堡基金。不久之后，中国政府还授予了除香港之外的其他金融中心为 R-QFII 中心，其中卢森堡获得总额 500 亿元人民币的 R-QFII 额度⁴²。

正如我们在 2014 年 4 月预期的那样，同样灵活的 R-QFII 额度分配方案也扩展到其他 R-QFII 中心，这些中心的 R-QFII 管理人也将本地 R-QFII 额度用于卢森堡基金。确实，对于上述地区的管理人而言，使用现有的 UCITS 平台在欧盟及其境外分销中国投资策略是一个自然选择。显然，“卢森堡”的 R-QFII 额度同样也会用于卢森堡基金。

R-QFII 规则灵活度增加，移除了过去阻止 UCITS 管理人在 QFII 规则下实施 100% 中国投资策略的大多数障碍。因此，可以将 R-QFII 额度用于卢森堡 UCITS 是一项重大进展。

由于分配给香港管理人的 R-QFII 额度长期以来都是不够用的，管理人在使用完该额度之后，会继续使用其他 R-QFII 中心的额度，尤其是通过多重管理人结构。“香港”R-QFII 额度于 2017 年⁴³大幅度增加，目前大多数 R-QFII 中心的额度都比较充裕⁴⁴。

2018年6月⁴⁵，中国外汇管理局和人民银行新颁布的 R-QFII 规则允许 R-QFII 使用在岸外汇衍生品工具，并在 2019⁴⁶年取消了 R-QFII 额度深化市场开放。

如上所述，2020年5月和9月，中国相关当局公布了整合 QFII 和 R-QFII 统一于 QFI 立法机制下的实施细节以及取消了在此之前适用的大部分限制。

⁴¹ 针对香港的持有 R-QFII 牌照的管理人发放的 R-QFII 额度

⁴² 这项授予于 2015 年 4 月 29 日起生效 https://pekin.mae.lu/fr/node_21047/Luxembourg-RQFII-Quota-Granted-by-PBOC

⁴³ 参见香港金融管理局新闻公告：<http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/press-releases/2017/20170704-4.shtml>

⁴⁴ 参见 9

⁴⁵ 参见 8

⁴⁶ 参见 15

2020 年 9 月，R-QFII 管理人进一步受益于新的 QFI 规则，并继续能够在 UCITS 中使用其许可证。预计卢森堡监管机构在之后将以与过去批准 R-QFII UCITS 相似的方式和条件批准使用 QFI 许可证。

QFII 和 R-QFII 基金的发起人，尤其是 UCITS，目前正在重新审核其发售说明书的风险部分，为了将 QFI 制度下，整合后的 QFII 和 R-QFII 规则考虑进去。

如何在卢森堡基金中使用沪深港通？

虽然中国监管机构意图将 QFII 和 R-QFII 制度并轨（现为 QFI），尤其是 2020 年 5 月和 9 月⁴⁷中国人民银行和外汇管理局颁布实施细则，包括统一并简化汇出和外汇兑换的行政要求，考虑到管理人需要申请相关牌照所需要的时间，但是过去在使用这些投资渠道时会对投资者造成一定的挑战。因此，一个即插即用实施容易的解决方案也是十分必要的，尤其在当时也急需相关解决方案推进 MSCI 对于中国 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数的决策。

2014 年 11 月，香港和中国政府启动了在香港证券交易所和上海证券交易所之间的创新互联互通机制，沪港通。

通过提供市场互联互通机制，投资人和管理人可以利用位于香港的二级托管人和经纪商，通过香港交易所（简称港交所）组织的平台⁴⁸，买卖中国境内证券交易所（上海交易所，以及 2016 年起深圳交易所）上市的选定证券。

实践中，沪深港通允许管理人通过另外的渠道增加中国 A 股敞口，而无须拥有或使用自身的 QFI 牌照。沪深港通还允许没有 QFI 牌照的管理人增加中国 A 股的直接敞口，而无须购买更加昂贵的中国 A 股相关投资产品。

在 UCITS 环境中使用股票市场交易互联互通机制的申请于 2014 年底提出；CSSF 通过卢森堡基金业协会（ALFI）⁴⁹向行业传达了积极的决定。

卢森堡监管机构和卢森堡全球托管人也提出若干**股票市场交易互联互通机制相关的关键问题**。这些问

题得到肯定的答复后，首只 UCITS 才能有效地使用沪深港通⁵⁰。

这些问题聚焦于：(i)通过股票市场交易互联互通机制平台购买中国 A 股的持股结构和托管结构⁵¹；(ii)香港中央结算有限公司（HKSCC）、香港经纪商、中国清算机构（简称中国结算）在流程中的角色；(iii)倘若香港或中国内地的市场参与者出现违约，上述任何实体是否有追索权；(iv)股票市场交易互联互通机制的特殊性（譬如交易前的交割义务）⁵²是否可能导致附加风险，尤其是对手方风险；(v)该项追索机制及其相关风险通过何种方式传达给投资者，并体现于 UCITS 文件中。

提交在 UCITS 中使用股票市场交易互联互通机制的申请时，UCITS 发起人和全球托管人应当向监管机构提供证据，证明在整个托管链中妥善隔离 UCITS 的资产，以及其结算周期，尤其是在 UCITS 通过股票市场交易互联互通机制通渠道销售证券时，不会对 UCITS 造成额外的对手风险。

基金认购章程和投资者信息概述中必须包含具体披露信息，以向投资者适当说明股票市场交易互联互通机制关联的风险。

值得一提的是，计划启动后，香港和中国内地政府已经考虑业界提出的关于股票市场交易互联互通机制及其未来发展如何与 UCITS 兼容的若干问题。

已有多种股票市场交易互联互通机制模式被设计出来。一种模式是“一体化模式”，即 UCITS 的本地二级托管人和经纪商隶属同一集团，使得经纪商可以确认可供交易的证券，而无须实际转让该证券并在本地二级托管人的账簿进行结算，只需保证在支付对价后才会交割证券（因此称为“合成 DvP”）。

另一种受欢迎的模式是“多经纪商模式”或“特别专户”，即除了一家本地二级托管人之外，还可以最多委任 20 个经纪商。这一模式在香港政府部门于 2015 年 3 月创建特别专户（SPSA）机制⁵³之后得以实现。该项机制允许本地二级托管人直接在 HKSCC 开设 SPSA，每个投资人均由特定 ID 号码标识身份，以便确认有关证券可供交割，而无须向

⁵⁰ 请查看 Investec Asset Management 的新闻公告：www.investecassetmanagement.com/document/pdf/Investec-Asset-Management-announces-use-of-Stock-Connect-in-UCITS-fund-range-Press-Release.pdf

⁵¹ 就此而言必须指出的是，为“北上列车”设计的制度（即通过 HKSCC 提名人账户持有股份）显著区别于 QFI 托管模式，后者是由基金全球托管人、基金本身及/或持牌管理人委任的中国境内托管机构持有上述股份。这个托管结构产生了若干监管方面的问题，必须得到解决

⁵² 这有可能让基金面临与经纪商的手方风险，因为基金在收到现金对价前，已先将股票交付给经纪商

⁵³ 点击[这里](http://www.hkex.com.hk/eng/market/particir/hksc/2015/Documents/c078_2015.pdf)查看 HKSCC 的通知：www.hkex.com.hk/eng/market/particir/hksc/2015/Documents/c078_2015.pdf

⁴⁷ Asian Investor, 2015 年 3 月 26 日，“QFII, R-QFII merger to give investors ‘best of both’”；以及有望通过 QFII 计划提供每日流动性的多项相关公告

⁴⁸ 必须指出，沪深港通还在类似条件下，向中国境内投资者提供投资香港上市股票的通道，但本文件主要探讨中国 A 股投资，因此我们此处仅考虑“北上列车”

⁴⁹ 参见 ALFI 新闻稿：<https://www.alfi.lu/en-gb/article/first-luxembourg-ucits-receives-authorisation-to-u>

某个特定经纪商预先交付证券。在经典的特别专户“多经纪商模式”情形中，由于一名经纪商在为一家客户出售证券时，现金作价将在证券交付几小时后（见下文）才被记录到客户名下，在结算周期可能产生风险。

因此，部分服务商也会提供允许使用多家经纪商的沪深港通解决方案，通常是三至五家，采取上述“一体化模式”结构以及一个“合并特别专户”，以防止 UCITS 承担任何对手风险。这些模式为 SPSA 模式的衍生模式。

港交所自 2016 年 4 月起实施的一套新体制⁵⁴，允许通过股票市场交易互联互通机制开展的人民币交易当日结算，时滞仅有数小时。该时滞与交易任何其他香港上市证券的时滞并无差别，在现阶段的 UCITS 环境下或许可以被接受。

在这方面，当股票市场交易互联互通机制扩展至深圳交易所时，ALFI 提醒注意在利用这一机制尤其是倾向于“限制交易对手方风险的交易商模式”⁵⁵需要满足的条件，不同于合成 DvP 模式的要求，并为特别专户模式的审批留下了空间和不确定性。

港交所于 2017 年 11 月引入实时 DvP 交易模式，使得使用 SPSA 模式而无需合成 DvP 模式或担心上述的时滞问题成为可能⁵⁶。

一体化模式仍然是目前较为偏好的模式，源于其相对简单的消除交易对手方风险的运作机制。尽管此模式依然存在单一券商对于交易量处理和最佳执行模式等问题。

自 2017 年 11 月起以及对 MSCI 新兴市场指数纳入的预期，多券商及 SPSA 模式也逐渐在 UCITS 基金中开始流行。

非 UCITS 基金（譬如第 II 部分基金或 SIF）使用股票市场交易互联互通机制也会产生类似问题，并需要制定类似解决方案。

卢森堡基金如何利用银行间债券市场直接投资？

根据中国人民银行上海总部和国家外汇管理局于

⁵⁴ 点击这里查看 HKSCC 的公告：www.hkex.com.hk/eng/market/partcir/hksc/2015/Documents/CE_244_2015.pdf

⁵⁵ 查看卢森堡基金协会通知：<https://www.alfi.lu/en-gb/article/launch-of-shenzhen-hong-kong-stock-connect-new-opp>

⁵⁶ 查看香港交易所公告：https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/2017/1711062news?sc_lang=en

2016 年 5 月发布的细则⁵⁷，银行间债券市场直接投资渠道是另外一条直接投资银行间债券市场的渠道，且对境外管理人开放。

与现有的牌照和额度系统不同，银行间债券市场直接投资允许管理人直接投资人民币固定收益证券而不需要获取特定的牌照以及额度。

如下文所描述的，银行间债券市场人民币固定收益类证券此前已经向 QFI 渠道开放，但是有牌照和额度的要求。

在进一步开放中国资本市场尤其是资本市场的行动中，中国主管部门将银行间债券市场直接投资的制度从最初的选定投资人（大部分是主权投资机构）扩展至公募和私募基金管理公司。

UCITS 管理人从而可以考虑使用这一新平台投资于银行间债券市场上交易的人民币固定收益证券。

相关的监管要求与 R-QFII 制度的规则类似，因此 CSSF 在考虑授权 UCITS 管理人投资银行间债券市场时所提出的问题，也参考了适用 R-QFII 制度时的考虑。根据相关监管要求，有意愿投资于银行间债券市场的基金管理人需委托一家债券结算代理人（简称债券结算代理人），代表相关投资管理公司向中国人民银行开户并进入该市场。在递交的申请中，拟直接投资于银行间债券市场的规模和投资期限等信息需要向央行披露。

一旦中国人民银行批准申请，相关投资管理人可以在其中国资金托管人（通常与债券结算代理人是同一家）名下开立账户并通过银行间债券市场直接投资开始相关交易。

值得注意的是，开户的要求遵循了 R-QFII 的类似规则，银行间债券市场直接投资的一系列功能设置也借鉴了 R-QFII 制度。当 UCITS 管理人希望利用银行间债券市场直接投资时，也需要在向 CSSF 提交的申请文件中描述并解释这些事项。

相关 UCITS 的说明书以及投资者信息概述文件也需要完善这部分内容，阐明利用银行间债券市场直接投资已包含在投资策略考虑中且指明了特定风险。

QFI 管理人已经是银行间债券市场的合格投资人，可以通过其债券结算代理人向央行提交申请。但需要注意的是，通过 QFI 和银行间债券市场直接投资买入的证券原则上是不可替代互换的，因此需要存放在分开的账户中。管理人希望转换到银行间债券市场直接投资的，必须卖出其在 QFI 制度下的

⁵⁷ 参见中国人民银行 [2016]2 号文：<http://www.pbc.gov.cn/en/3688253/3689009/3788480/3780480/index.html>

仓位从而得以通过银行间债券市场直接投资通道购买这些证券。

2019年10月⁵⁸，为辅助境外机构投资者投资，中国人民银行和外汇管理局优化了规则，允许通过银行间债券市场直接投资渠道和当时通过 QFII/R-QFII 渠道购买的，且在同一投资人名下的债券进行非交易过户，并允许对应资本金账户之间进行划转。

卢森堡基金如何利用债券通？

自2014年11月沪深港通首次运行以来，复制与之相类似的投资人民币固定收益资产的预期愈加明显，从而使境外投资者投资银行间债券市场而无需使用 QFII 或者 R-QFII 的许可及额度。

鉴于这种投资银行间债券市场渠道的机制预计与沪深港通机制相同（尤其是资产隔离及交易对手方风险等），债券通获批在 UCITS 环境中使用将会相对简单。

债券通平台于2017年7月由香港金融管理局（简称金管局）发起，运许香港金融机构从香港直接交易银行间债券市场上的人民币固定收益证券。

简而言之，透过沪深港通反观债券通，可以注意到债券通与沪深港通的架构相似，金管局的中央结算中心平台与香港交易所功能相似，而债券通有限公司（简称债券通公司）⁵⁹则扮演了与香港中央结算类似的角色，通过中国参与交易商在银行间债券市场获得人民币固定收益资产并通过中国结算公司及上海清算所进行交易结算。

投资者必须指定一个拥有债券通参与资格，在金管局中央结算中心注册并拥有一个中国外汇管理中心的交易代码的香港托管行参与债券通，然后就可以通过网上交易平台⁶⁰与中国境内的作市商进行交易并在岸买卖人民币固定收益债券。

UCITS 管理人对债券通推出之前的信息审查感到鼓舞，因为该审查已经考虑到当时使用沪深港通时面临的大多数问题，尤其是 R-DvP 结算模式可以在债券通上线的第一天使用。

然而债券通上线的第一天，R-DvP 仅可以用于结算上海清算所的债券，而大多数通过中央结算中心结算的银行间债券市场交易债券却不能使用这种结算模式。

⁵⁸ 参见 外 汇 管 理 局 细 则 : <http://www.safe.gov.cn/en/2019/1030/1583.html>

⁵⁹ 债券通公司是香港交易所和中国外汇管理中心共同成立的合资公司。

⁶⁰ 目前是 TradeWeb 和彭博，其他交易平台在不久的将来被使用。

由于缺乏 R-DvP 结算模式，交易对手方风险又再次被提起，与沪深港通相同，没有 R-DvP，在岸作市商只能在收到现金之后才能向中央结算中心发出指令将债券交付给买方。

因此，想要购买人民币固定收益证券的 UCITS 管理人需要从 UCITS 资产中支付现金对价，并承担由于市场基础设施条件以及作市商所产生的交易对手方风险，直到中央结算中心收到在岸作市商的指令并交付对应的债券。

市场参与者并不愿意创造并营销一种一体化模型解决方案，即在岸的作市商同一集团下的香港次托管行将承担要求中央结算中心交付证券给 UCITS 的风险，将对应的现金考量从 UCITS 账户中剥离，然后创造一个市场以外的 DvP 机制或者合成 DvP。

CSSF 采取了非常务实的做法，他们确认了可能会以具体问题具体分析的方式将债券通包含于 UCITS 的文件中。如果管理人使用一体化模型（或者其他可以涵盖整个 UCITS 交易对手方风险的其他模型），CSSF 将会立即批准 UCITS 的文件中包含债券通。

如果尚没有建立这种模型/系统，那么 CSSF 仍然会接受 UCITS 的文件中包含债券通，但条件是在债券通董事会通过 R-DvP 机制之前不能使用（而且进一步要求银行间债券市场直接投资作为可选投资策略或者管理者可以通过其他方式进入银行间债券市场）。

目前尚无迹象表明 R-DvP 机制将于何时开始用于中央结算中心的债券结算，但 UCITS 管理人已经开始将债券通作为投资渠道在 UCITS 招股说明书中披露，但符合上述描述的 CSSF 要求的前提条件。

2018年8月24日⁶¹，R-DvP 结算机制已经在债券通渠道下全面实施，因此结算风险也得以控制。

如何协调 QFI、沪深港通、银行间债券直接投资和债券通以及卢森堡规则下关于合资格资产的规定？

就 QFII 而言，2012 年后的规则允许投资于类别丰富的证券，譬如：中国 A 股、中国 A 股指数、人民币债务工具，或者在上海或深圳上市或在银行间债券市场进行场外交易（OTC）的其他固定收益证券，但须遵守某些限制⁶²。

⁶¹ 参见 香 港 金 管 局 新 闻 稿 : <https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2018/08/20180824-4/>

⁶²关于合格境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通

QFII 管理人可以将其 QFII 牌照用于第 II 部分基金、SIF、RAIF 或者 SLP，投资于中国境内股票、固定收益或平衡策略。在遵守上述限制的前提下，该管理人还可以构建 UCITS 投资组合，将大部分资产投资于上述证券，前提是这些证券符合 UCITS 规则下的资格要求。

过去，QFII 管理人也曾构建卢森堡基金（主要是 SIF），令其具备开放式中国基金资格（从而享受该特定类型 QFII 基金的灵活性），并因此将其相当部分资产投资于中国境内资本市场，同时将其投资组合的剩余部分投资于流动性资产，以确保投资组合的总体流动性。

就 R-QFII 而言，倘若 R-QFII 管理人希望向公众募集人民币，那么该管理人将采用第 II 部分基金或 UCITS。从卢森堡投资合格性角度看，第 II 部分基金不会产生特别的问题（只须审核 R-QFII 的资质要求），但是它们不能受益于 UCITS 通行证⁶³。另一方面，UCITS 享受此类通行证，但其投资必须遵守 UCITS 合格性要求。这样一来，从投资合格性角度看，希望利用 UCITS 的 R-QFII 管理人就必须兼顾 UCITS 和 R-QFII 两方面的要求。

R-QFII 规则最初限制 R-QFII 管理人仅可投资于由 80% 固定收益和 20% 股票证券组成的投资组合⁶⁴；随后，投资范围扩大到选定的中国金融指数，乃至已设立的交易型开放式指数基金（ETF）⁶⁵。2013 年起，R-QFII 管理人的灵活度大为增加，可以投资于更加广泛的人民币股票以及在上海或深圳上市或者在银行间债券市场上交易的固定收益证券，并可在一定程度上投资于上述工具的衍生品，但须遵守中国方面的相关限制。

人民银行和外汇管理局于 2019 年 12 月 13 日联合颁布了意见征求稿⁶⁶，进一步放开 QFII，R-QFII 渠道，包括以风险对冲为目的的衍生品交易。实施细则已于 2020 年 5 月公布，并包含了 QFII，R-QFII 渠道下的简易汇出流程。

2020 年 9 月，新的 QFI 规则扩大了 QFI 管理人允许的投资范围，包括在新三板场外交易的股票、在银行间债券市场交易的货币和利息衍生品、存托凭证、债券回购、ABS、金融和商品期货、期权和允许保证金贸易。

知》，中国人民银行颁布，银发 [2013] 69 号；请注意，2016 年 2 月 24 日，中国人民银行（央行）发布公告，提出将向境外机构投资者开放投资于 CIBM 交易的债券，无需额度，参见 www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3021203/index.html

⁶³ 但它们可以通过 AIFMD 享受 AIFMD 通行证

⁶⁴ 亦称为 R-QFII v1.0

⁶⁵ 亦称为 R-QFII v2.0

⁶⁶ 参见外汇管理局通告：<http://m.safe.gov.cn/safe/2019/1213/14887.html>

此外，2021 年 10 月 15 日，中国证监会就合格境外投资者（QFI）参与金融衍生品交易有关事项发布公告（【2021】24 号），新增允许合格境外投资者交易国务院或证监会批准设立的期货交易所上市交易的商品期货、商品期权、股指期货合约，于 2021 年 11 月 1 日起施行。

上海证券交易所和深圳证券交易所作为 UCITS 规则认可的受监管市场，在这两地上市的中国 A 股或人民币债券一般不会产生 UCITS 合格性方面的特别问题。目前来说，上述证券的金融指数和衍生品亦可接受，只要这些指数和衍生品同样满足 UCITS 规定对其他指数和衍生品的合格性要求。

银行间债券市场的 UCITS 合格性得到认可后，资产管理人及其投资者才能充分享受中国境内固定收益证券敞口，其中大多数是在 OTC 或银行间债券市场交易。

UCITS 的要求特别会涉及到银行间债券市场的监管特性，比如该市场必须规范、有序、透明，且正常运行，具备交易对盘系统，并向公众开放⁶⁷。正如我们预计的那样，银行间债券市场被认可为 UCITS 合格市场；UCITS 发起人必须自主对银行间债券市场开展尽职调查，并对该市场合格性作出评估。此后，发起人可以投资于银行间债券市场交易的人民币固定收益证券，比例最高可达投资组合的 100%（利用 R-QFII）。

因此，银行间债券市场交易的人民币固定收益证券可以通过 QFII 和银行间债券市场直接投资获取。

就沪深港通而言，“北上列车”目前只提供上证 180 指数、上证 380 指数、深证综合指数和深证中小创新指数，以及部分在香港和沪深交易所同时上市的中国 A 股部分的投资通道⁶⁸。

这些股票原则上具备 UCITS 投资的资格，当然更可用于第 II 部分基金、SIF、RAIF 或者 SLP 的投资。

沪深港通合格证券的交易一般向所有香港及海外投资者开放，包括个人以及机构。自 2021 年 2 月起，上海证券交易所科创板和深圳交易所创业板的证券被纳入沪深港通合格证券范围，但仅限于机构专业投资者。尽管上述板块的 UCITS 资格还需根据具体情况来确定，CSSF 也未通过其年度报告正式承认上述板块的 UCITS 合格性，但我们注意到，一些能够使用沪深港合格证券的 UCITS 都披露了关于这两个板块的相关风险。

⁶⁷ 2010 年 12 月 17 日集合投资计划法案（经修订）第 41 (1) (b) 条

⁶⁸ 请参考香港联交所网站关于互联互通市场的常见问题解答：http://www.hkex.com.hk/eng/market/sec_tradinfra/chinaconnec/ Documents/FAQ_En.pdf

2022年7月4日，香港证监会和中国证监会联合发布公告，将交易所买卖基金（ETF）纳入沪深港通合格资产标的。此后，中国和香港投资者可以通过当地的证券交易所，交易沪深港通下的合格上交所以及深交所上市的ETF。沪深两市上市的83只ETF已纳入南向通，其中特别包括追踪沪深300指数和创业板指数的ETF。港交所上市的4只ETF已纳入北向通，可供中国投资者买卖⁶⁹。

就债券通而言，北向交易连接提供了银行间债券市场，一级和二级证券交易，以及未来可能延伸的债券回购，债券借贷，债券期货，利率互换，汇率互换等交易渠道⁷⁰。

这些证券以及工具是符合UCITS的主要投资范围，并且完全符合第II部分基金和SIF的投资范围。

如前所述，上述证券原则上也符合资格，并且可以被卢森堡UCITS进行投资，只要将通过港交所平台买卖和持有上述股票、在整个托管链隔离资产，以及合成DvP机制或类似机制的追索权等条件明确且适当地披露在UCITS文件中。

截至本文，UCITS管理人已有进入中国市场的全部渠道，因此需要考虑使用不同的计划、持续的成本以及每项计划下合格证券的复杂性，从而选择最合适的渠道。

基金管理人曾保留基于额度的通道（例如之前的QFII和R-QFII）以用于沪深港通或银行间债券市场直接投资计划下不合格的证券，例如不在沪深港通覆盖的指数之内的股票以及不在银行间债券市场交易的人民币固定收益证券。基金管理人很可能不希望使用QFII或R-QFII额度来购买银行间债券市场交易的人民币固定收益证券或沪深港通的合格股票。既然没有额度要求，那么相关管理人的选择准则即是对其可以通过沪深港通或债券通获得的证券种类是否感到满意，如果不满意，是否可以使用QFI或者银行间债券直接投资来补充这些即插即用的方案。

设立上述基金时，还需要考虑哪些方面？

除了QFI、沪深港通、债券通、银行间债券市场直接投资以及相关卢森堡规则（适用于UCITS、第II部分及SIF基金）下的资产合格性，还需要谨慎考虑在其他方面CSSF在审批过程中提出疑问并要求予以确认的可能性。

⁶⁹ 请参考 https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/2022/220628news?sc_lang=en

⁷⁰ 参见中国人民银行问答：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3331208/index.html>

这些还需要考虑的方面包括：(i) 拟投资的中国境内证券的合格性以及将这些证券销售往哪些市场对UCITS尤其重要；(ii) 基金投资组合的总体流动性，须确保管理人能够履行基金文件规定的赎回申请（实践中UCITS为每天赎回）；(iii) 投资于这些证券的关联风险，尤其是税务风险以及QFI管理人失去牌照的相关风险；(iv) 中国境内托管问题，并保证基金资产与中国境内托管人持有的其他资产隔离，以及在中国境内托管人、QFI管理人、中国经纪商发生破产的情形下，这些资产不暴露于风险中；(v) 风险管理问题，并保证已经将中国境内证券投资相关特定风险因素纳入考虑范围；(vi) 投资管理人具备对银行间债券市场交易的人民币固定收益证券投资（如果考虑作此类投资）的相关经验；(vii) 确认使用现有沪深港通机制（如有此预期）等⁷¹。

在实践中，把握审批流程的时机，以及知晓卢森堡和中国监管机构就基金结构和分配额度的审批顺序也是需要特别注意的问题。

结论和展望

享受QFI牌照和以及目前享受沪深港通和银行间债券市场直接投资待遇的管理人，应当积极主动利用卢森堡基金实施中国投资策略，并在欧盟、中东、拉美及亚洲募集资金。

虽然些许限制仍然存在，但随着中国内地资本市场的持续开放、人民币日益国际化、QFII和R-QFII制度并轨及其他计划的出台，包括沪深港通、债券通、银行间债券市场直接投资以及债券互通等，会被越来越多的市场参与者使用。

这些管理人可以获得UCITS通行证，并且在某些条件下，更可获得另类投资基金管理人指令通行证（针对第II部分基金和SIFs），从而可以在欧洲地区快速销售相关产品。

2013年，首只R-QFII UCITS在卢森堡的获批进一步开启了投资之门，自此之后银行间债券市场获批成为UCITS合格市场、授权UCITS使用沪深港通和银行间债券市场直接投资以及债券互通等步伐，更是铺平了投资之路。QFII和R-QFII整合于同一立法机制下会更加有利于在卢森堡基金中使用这些机制。

卢森堡已做好准备，将充分利用上述优势及未来发展机会，积极参与，力求继续为管理人提供稳健、有效的投资工具，从而在全球范围构建和分销其中投资策略。

⁷¹ 本列表并非详尽，源自于我们与CSSF就UCITS或其他类型基金实施QFII、R-QFII、沪深港通和银行间债券市场直接投资策略开展的多次讨论。



Stephane Karolczuk, 郭志浩, 是 Arendt & Medernach S.A.的合伙人以及香港办事处负责人, 自 2009 年香港办事处成立时, 郭志浩已注册为注册外国律师 (卢森堡)。

联系方式:

Stephane Karolczuk

投资管理

Arendt & Medernach S.A. 合伙人及香港办事处负责人

电话: +852 2801 5808

邮箱: stephane.karolczuk@arendt.com

欢迎关注我们的微信公众号:



编制本文件旨在向读者提供一些思考以及与其业务相关的新动向。但是, 本文件无意构成法律意见, 亦不替代采取任何实际行动之前必须与法律顾问开展的咨询。