

债券市场支持“一带一路”多元化 融资体系建设的路径研究*

◎ 中国金融四十人·青年论坛课题组

摘要：本文围绕“一带一路”建设的市场化融资模式这一主题，在重点探讨债券市场发展与开放、“一带一路”多元化融资体系建设、深化国内金融改革开放三者关系的基础上，系统性回答了“一带一路”推进中“什么是多元化融资体系、债券市场的功能与定位、如何建设这一体系”等问题。

“一带一路”多元化融资体系建设，不仅是“一带一路”建设的重要内容，更是中国金融自身改革开放的重要推动力。债券市场在“一带一路”多元化融资体系中发挥基础设施功能，主要定位于提供直接融资支持、拓展金融创新、形成高效透明的市场化机制、带动其他融资、完善金融治理等。为更好发挥债券市场的支持作用，本文分别提出产品模式创新、制度模式创新和治理模式创新三种实现路径。产品模式方面基于担保结构、项目生命周期、融资方式组合进行创新。制度模式方面基于试验性“分层分类”探索，以发行主体分层、投资人分层、账户分层拓展创新。治理模式方面以东盟10+3为基础，通过开展跨市场融资实践、加强监管规则协调、加强与欧洲市场连通，从完善金融治理层面支持“一带一路”。

关键词：一带一路 多元化融资 债券市场 制度模式 金融治理

* 本文为中国金融四十人·青年论坛课题“债券市场支持‘一带一路’多元化融资体系建设的路径研究”的部分成果，课题报告经中国金融四十人论坛组织专家评审。

资金融通是“一带一路”建设的重要支撑。当前，一方面，“一带一路”资金融通存在依赖单一资金（如本国资金、主权资金、贷款资金）的问题，导致市场化程度、参与多元化程度、透明度、可持续性不够，也易于遭受“债务陷阱”的论调，或是“慈善事业”的质疑。另一方面，如何推动“一带一路”资金融通与深化金融改革开放互利互促、与全球金融治理完善相互融合，成为需要站在更高层次思考的问题。在此背景下，习近平总书记提出“要建立稳定、可持续、风险可控的金融保障体系，创新投资和融资模式，建设多元化融资体系和多层次资本市场。”

债券市场作为金融市场的重要组成部分，在融资中具备融资可持续、风险分散、创新活跃、市场化和透明度高等特点。本文以债券市场为视角，紧紧围绕“一带一路”市场化融资模式这一主题，以当前资金融通中存在的问题为导向，回答了“一带一路”建设推进中“什么是多元化融资体系、债券市场的定位与功能、如何建设这一体系”等问题。

一、“一带一路”多元化融资体系的内涵

（一）立足金融改革开放理解“一带一路”多元化融资体系

中国既是“一带一路”的参与者，更是倡导者，需要在全球范围内广泛动员各方共建“一带一路”。在“共建”中，中国承担的责任与其他国家存在差异，尤其是在初始阶段，中国需要投入更多的资源进行动员。这种资源既体现为物质与经验资源，包括资金、人员、技术、经验、平台等，还包括信心资源，即不断推动自身改革发展，用实际行动向全世界证明发展模式的可行性和可复制性。

因此，作为倡导者，我国推动“一带一路”建设应立足于自身改革开放，二者是相互配合与促进的关系。随着改革开放进入“深水区”，我国可发挥“一带一路”建设的催化剂作用，借助外力推动我国在社会、金融、财税、法治、环保、安全等领域的全面深化改革开放。也只有我国通过自身改革开放形成完善的制度、透明的规则、丰富的金融资源、成熟的经验，一方

面以示范作用真正吸引各方主体参与；另一方面，我国推动“一带一路”建设也才有了抓手^①。

具体到金融领域，以金融互联互通为主要内容的资金融通是“一带一路”建设的重要支撑，但实现金融互联互通的基础是有一个强大的在岸金融市场。“一带一路”项目在地域、风险方面具有特殊性，这决定了欧美金融市场即使再成熟，“一带一路”建设也难以在初创期过度依赖其提供融资^②。“一带一路”沿线以发展中国家居多，债券和股票市场普遍体量不大、深度不够、制度不完善以及开放度不够，甚至很多国家没有成型的金融市场，金融互联互通也难以依赖沿线国家^③。中国作为一个经济大国，更不可能像小型经济体一样依赖离岸市场。就如同基础设施联通需要发挥我国在资金、技术、人才等方面的优势，金融互联互通也需要发挥我国在岸金融市场的带动作用。“一带一路”对我国自身在岸金融市场提出了更高要求，给我国金融深化改革开放带来了紧迫性。

目前来看，在经过过去20年发展与开放，我国在岸金融市场在支持“一带一路”建设方面已具备一定基础，在产品规模、市场结构、制度安排、对外开放等方面有了突破性进展。但是，我国金融市场面临大而不强、开放不足的处境。表象是自身市场深度和韧性问题，实质则是在核心制度、市场化和国际化的理念、创新活力、抗风险能力等方面，隐性刚兑等问题的长期存在也削弱了市场融资效率。上述问题的解决有赖于深化金融改革开放，但深化改革开放面临既得利益和既有惯例的障碍。事实上，“一带一路”多元化融资体系^④所需要的融资效率、制度规则、金融治理、开放包容等，恰恰是当前我国金融市场自身发展的短板，也是当前阶段金融改革开放最大障碍所在。因此，建设“一带一路”多元化融资体系的过程，就是我国金融市场实现自

① 周小川.共商共建“一带一路”投融资合作体系[J].中国金融,2017(09):6-8.

② 过去30年全球基础设施融资的巨大缺口证明了这一点。

③ 万泰雷,李松梁,刘依然.“一带一路”与债券市场开放[J].中国金融,2017(22):67-68.

④ 习近平总书记在“一带一路”国际合作高峰论坛上提出，“要建设多元化融资体系和多层次资本市场”。

身深化改革开放的过程。

综上本文认为，“一带一路”多元化融资体系建设是联系“一带一路”建设与中国金融市场自身改革发展的纽带。三者动态变化过程中相互促进、配合、协调。随着“一带一路”建设的推进，参与主体更加丰富、融资方式更加灵活、制度规则更加规范、治理模式更加完善，这些动态变化有助于多元化融资体系的建设，并促进中国金融市场的改革开放；而中国金融市场的改革开放又反过来丰富“一带一路”多元化融资体系，进而推动“一带一路”建设从初创期向更高层次发展。

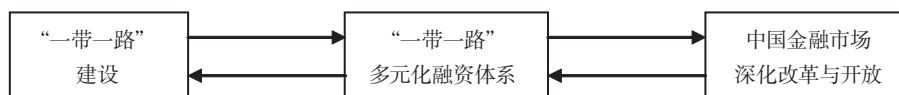


图1 从金融改革开放理解“一带一路”多元化融资体系

(二) 立足金融市场理解“一带一路”多元化融资体系

在前文宏观把握的基础上，我们可以立足金融市场，从相对中观的层面更好地理解“一带一路”多元化融资体系。

1. 理解“多元化”的内涵

所谓“多元化”，也就是要吸引多元化参与国家的多层次参与主体，拓展多元化参与路径，利用多元化市场、多元化币种和金融产品，形成多元化制度规则和治理模式。

从多元化参与主体看，要做到收益共享、风险共担、优势互补。“一带一路”建设要打造利益共同体、责任共同体、命运共同体^①。构建利益共同体，意味着以利益为纽带，共建成果由参与各方共享；构建责任共同体，表明“一带一路”建设的成本和风险应由各方共同分担；构建命运共同体，则是在共享收益、共担风险的探索实践中，实现战略对接、优势互补，形成“你中有我，我中有你”的格局。在把握“一带一路”建设与命运共同体关系的基

^① 《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。

基础上，“一带一路”多元化参与主体应体现以下四个特点：

一是收益共享。“一带一路”多元化融资体系要有利于形成合理的、市场化的收益分配机制，让多元化的投融资主体能够分享“一带一路”成果。二是风险共担。面对巨大的资金投入和潜在风险，“一带一路”不能仅用中国一家之钱，也不能仅用国有资本之钱，而要通过金融市场的力量，充分发动其他国家、社会主体共同承担建设成本，将风险在不同国家、主体间分散。三是优势互补。“一带一路”多元化融资体系应充分发挥不同国家或主体的比较优势：有的在于金融市场发达，有的在于资本积累，有的在于国有资本可得性强，有的在于项目经验丰富、风险管理能力强。多元化主体的不同优势可以在“一带一路”多元化融资体系中得以组合发挥。

从多元化参与路径看，要将“引进来”和“走出去”相结合。自2014年以来，我国对外开放日益转向“引进来”和“走出去”并重，顺应这一变化，党的十九大报告提出，“要以‘一带一路’建设为重点，坚持引进来和走出去并重”。这一特点也要求“一带一路”多元化融资体系体现“引进来”和“走出去”双向开放的特征。

一是适应“引进来”的需求，“一带一路”多元化融资体系需要为跨国企业“引进来”提供丰富的融资产品，需要外资金融服务“引进来”提高金融服务的供给质量，需要将国际成熟惯例和制度规则“引进来”，提升我国金融服务供给的制度完备性。二是适应“走出去”的需求，境内外市场应有较好的连通性以确保中资企业开展跨境投融资，中资金融机构应该跟随企业“走出去”提供高质量融资服务，并且实现中国经验“走出去”，促进“一带一路”沿线本地储蓄向投资的高效转化，提升“一带一路”融资可持续性。

从多元化币种结构看，要推动人民币的跨境使用。宏观上，人民币跨境使用有利于为“一带一路”营造良好的金融环境^①；微观上，“一带一路”建设涉及大量的贸易和投资，人民币结算可以为交易双方规避汇率波动，提高

^① 从宏观上看，“一带一路”建设依赖相对稳定的国际金融环境，而当前国际货币体系的内在缺陷是造成全球不稳定的根源。

贸易投资的便利性。但美元强大的“网络外部性效应”使得推动国际货币体系改革困难重重^①。

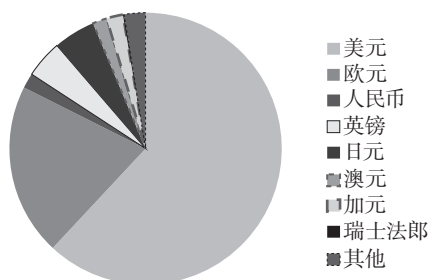


图2 2018年三季度末国际外汇储备币种结构

资料来源：IMF。

“一带一路”建设，给人民币国际化带来重要支撑。基于“一带一路”建设和人民币国际化的协同效应^②，在“一带一路”多元化融资体系建设中必然也要减小对单一币种的依赖，形成多元化币种结构，发挥人民币的重要作用。人民币在“一带一路”多元化融资体系中的作用体现为两个“循环”。一是人民币境内外市场循环，二是人民币体外循环。

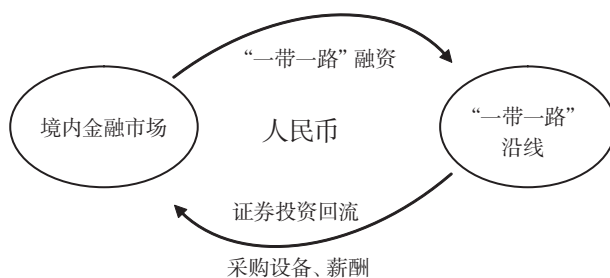


图3 人民币境内外市场循环

① 目前，美元依旧占据了全球外汇交易市场的88%，在全球外汇储备中占比为62%。

② 林乐芬,王少楠.“一带一路”建设与人民币国际化[J].世界经济与政治,2015(11):72-90、158.

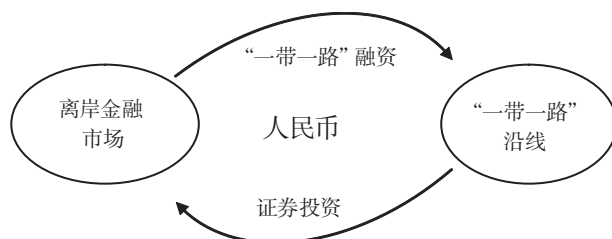


图4 人民币体外循环

从多元化融资模式看，不同融资模式适应差异化需求。基础设施联通是“一带一路”建设的优先领域，有助于打破“经济落后—无力建设基础设施—投资效率低—无法吸引投资—经济落后”的恶性循环。

“一带一路”基础设施融资具有融资需求规模大、融资需求差异大、对资本市场服务的需求突出的特点。为满足这一特点，多元化融资模式的特征主要表现为：首先，空间维度上的多元化，将贷款、基金、债券、股权、租赁等组合，形成不同融资方式的合力。其次，时间维度上的多元化，对于处于不同阶段的项目，其融资需求存在差异，“一带一路”多元化融资体系需要满足时间维度上的差异化融资需求。最后，风险维度上的多元化，风险识别和承担能力强的主体可以参与高风险项目，或是参与项目风险较高的阶段，反之则相反。

从包容性标准体系看，建立适应“一带一路”建设的金融治理体系。“一带一路”倡议应超脱于项目本身，助力全球治理体系的参与度和包容性的提升。当前，国际金融治理面临诸多缺陷。首先表现为美元主导下的国际货币体系存在内生不稳定性和负外溢性，成为全球经济失衡和危机频繁爆发的根源。其次是缺乏有约束力的国际经济政策协调，新兴市场国家难以有效应对欧美发达国家政策的溢出效应。再次是全球金融监管合作不能适应金融全球化的发展。最后是国际金融机构的治理结构已经不能反映国际经济格局变化，份额改革、治理结构改革、全球金融安全网建设的紧迫性日益增强。因此，在推进“一带一路”多元化融资体系建设过程中，应充分重视完善全球金融治理这一目标。

2. 理解“融资”的内涵

“融资”是多元化融资体系的核心，无论是参与主体、制度规则、货币流通等都主要围绕融资活动进行。“融资”这一概念内涵丰富。一是从融资项目看，应满足“一带一路”项目的实际需求，考虑不同国家、行业及项目不同发展阶段，提供适应需求的融资；二是从融资参与方看，有借款方、投资方、金融中介，相关融资应满足不同利益主体的融资诉求，最大程度地吸引多方参与；三是从融资产品看，融资产品应丰富多样、适应性强、创新活跃，并且能够相互搭配、组合使用；四是从融资效率看，应形成适应“一带一路”融资的制度规则，完善金融基础设施，减少交易成本；五是从融资风险看，应有配套的风险管理工具、风险分担机制，宏观上有能防范系统性风险、防止溢出效应的政策协调机制；六是从融资监管看，应在标准制定、跨境执法等方面加强监管合作，打击“一带一路”融资中的各种违法行为。

与此同时，还要以融资为抓手，在实际融资业务中不断推动金融市场的发展与开放，“以点带面”，推动金融互联互通。

3. 理解“体系”的内涵

“体系”是由相互依赖、相互联系的部分按照一定的秩序和规则构成的有机整体。通常包括构成要素、层次、体系的核心原则，以及维护体系运转的框架和制度规则。建设多元化融资体系从要素上讲包括多元化的参与主体、融资（投资）产品与模式、融资（投资）渠道和市场、利益分配、风险共担、配套制度建设、监管及相关合作建设。从体系建设与发展层次来讲，包括产品模式、制度模式、治理模式三个层次。体系的核心原则是适应“一带一路”建设的融资需求，促进我国金融市场改革开放，在此基础上促进沿线国家金融市场发展和区域金融市场合作加强。

“体系”强调“一带一路”融资不仅是单一的交易行为，而是在参与主体中形成一定规则、秩序乃至治理结构，保证体系的正常运转和参与主体之间的依存关系持续发展。同时，既然是体系，也就不能只考虑静态的“一带一路”融资需求以及金融市场交易行为，而是要随着我国自身经济转型发展、金融改革开放和“一带一路”合作不断深化，动态构建参与主体之间的关系和秩序，

促进“一带一路”多元化融资动态向前发展。体系更像是一个生态系统，当“一带一路”发展到更高阶段后，在新的环境下也会往更高层次发展。

二、债券市场在“一带一路”多元化融资体系中的定位

（一）既有融资模式的不足

1. 资金来源有限

亚洲开发银行估计，2016—2030年亚洲基建投资需求高达26万亿美元。除此之外，中国与沿线国家开展货物、服务、技术等贸易前景广阔，将产生大量的贸易融资需求。在现有融资方式下，参与主体局限于上述几类金融机构，私营部门无法通过市场化、高效的投资渠道获取正常水平的投资回报，短期内甚至难以弥补规避风险所产生的成本。并且目前资金来源以机构自有资金为主，而亚投行、丝路基金的总法定资本金不足1500亿美元，加之“一带一路”建设具有资金需求大、项目周期长、投资回报慢等特点，“一带一路”建设需要解决大规模的资金缺口问题。

2. 缺乏创新机制

不管是贷款还是股权投资，自身性质和模式较为简单固定，市场自身演化能力不强。贷款业务创新更多体现在服务流程和贷款资金来源配置上，股权投资的创新更多体现在资金风险分层上，而对于产品和机制方面的创新受到模式自身性质和参与机构动力的限制。这可能导致对融资主体创新的带动作用不够，对金融市场创新示范效应不强，以及对市场自身改革发展促进作用欠缺。

3. 规则影响力不够

在“一带一路”建设中，金融支持不应只体现为融资支持，还应体现为在市场化运作机制下，以规则的软实力和标准的影响力的支持。目前融资模式下，投融资双方大多通过一对一的谈判确定合作关系，需要遵守的规则体系来自双方主体层面，而非市场层面。金融市场的规则制度，包括信息披露、产品定价、信用评级、登记托管、投资者保护机制等制度规则，在其中发挥的作用不大。因此参与主体对构建金融规则体系、跨市场金融标准的统一、

对区域金融合作缺乏内生的需求，也缺乏依托的工具。从长期来看，难以借助金融支持“一带一路”实现提升金融话语权、推动货币跨境使用，也难以实现完善区域金融治理、维护新兴市场国家利益的目标。

4. 多种融资方式缺乏有机融合

前文所述，“一带一路”项目具有多元化融资需求，包括贷款、股权、债券、融资租赁以及援助等。多种融资方式在期限、资金成本、适合项目等方面各有优势。而在多元化融资模式结合方面，现有案例较少，各类结合模式尚处在探索阶段，仍是“一带一路”融资的薄弱环节。各类融资方式缺少高效、市场化的融资方式作为结合和连接点，尚没有实现金融体系在长期内拓宽融资渠道、分散投资风险、优化资源配置等。

表1 “一带一路”融资方式比较

融资方式	主要特点
国际多边金融机构贷款	优势: 利率相对较低, 影响力和号召力较强, 采取多国共治的治理模式 不足: 决策过程较长, 融资期限不灵活
开发性银行贷款	优势: 利率相对较低, 可以和项目所在国政策性金融机构形成战略合作 不足: 过多采用政策性银行贷款可能造成沿线国家主观误解
商业银行贷款	优势: 商业银行业务多元, 可以贷款为切入点提供综合性组合服务方案 不足: 投资考虑商业回报, 并符合商业银行风险偏好要求
专项投资基金	优势: 以中长期股权投资为主 不足: 自身规模较小, 需要发挥撬动作用
PPP 模式	优势: 政府和私人部门优势互补 不足: 需要政府协调, 面临公私利益矛盾的可能风险
多种融资方式混合	优势: 同时发挥各类融资方式的优势 不足: 涉及多方协调, 沟通成本较高

(二) 债券市场功能定位

1. 在多元化融资体系中发挥基础设施作用

一是债券市场可发挥市场化优势，充分激发与顺应市场主体的积极性，提高融资规模，提升融资效率，降低融资成本。二是在债券市场整个投融资运行中，涉及注册发行、交易定价、信用评级、信息披露、登记托管、投资人保护、法律税收等一系列制度安排。债券市场在支持“一带一路”建设的同时，有助于通过债券开放程度的逐步扩大，形成“一带一路”沿线市场金

融制度规则的互学互鉴，提升中国金融市场的区域乃至国际影响力。三是债券融资包容性较强，可以作为公开、高效的直接融资方式与其他各种融资方式进行配合，形成金融支持“一带一路”建设的合力，增强金融市场服务能力。四是债券融资的市场化属性，使得其具有很强的演变能力和创新能力，由此衍生出多元化的创新产品、交易结构以及各类衍生品工具，结合成为各类偏好投资者管理资产及分担风险的重要场所。五是债券市场的互联互通是实现区域金融合作的基础和重要方式，也是完善区域和全球金融治理的重要实现方式。

2. 发挥直接融资支持功能

债券市场具有融资规模大、期限长、可持续性的优势，既是基础设施建设项目长期融资的重要来源，又可以为开发性机构提供可持续的融资支持。从规模来看，根据国际清算银行（BIS）的统计，2017年上半年末全球债券市场的规模已经突破95万亿美元。与此同时，中国债券市场已成为仅次于美国和日本的全球第三大债券市场，2018年6月末存量接近80万亿元^①。从期限看，债券市场包含从短期、中期、长期产品，长期债券期限通常在10年以上，甚至是永续债。从融资持续性看，债券具有庞大的投资者群体和活跃的二级市场，不同投资需求、不同风险和期限偏好的资金广泛参与交易，不同信用资质和类型的主体可以持续在市场上匹配相应投资人获得融资。

债券市场能够运用规模优势和成本优势，可持续地为“一带一路”建设直接提供多元化期限和产品结构的融资支持。具体可从两方面着力：一是世界银行、亚投行等国际机构或丝路基金，以及银行类金融机构等可以在债券市场发债融资，募集资金转贷给“一带一路”相关主体以支持“一带一路”建设。二是“一带一路”沿线国家政府或境外企业可以在债券市场发债融资，支持沿线基础设施项目建设。

^① 国际对比，从债券市场余额占GDP比重看，2016年第一季度末日本、美国、法国、意大利、加拿大等主要国家此比重超过100%，其中日本、美国和英国超过200%。

3. 利用金融创新满足差异化投融资需求

适应发行人和投资者的个性化投融资需求，不同期限、资金用途、产品结构的债券产品都成为“一带一路”项目融资的可选项。针对发行方式，有公募、私募债券等，不同发行方式的流程、流通范围和定价会有所差异。针对发行市场，有境内债券、外国债券、欧元债券等，发行人可根据各市场投资者和成本情况进行选择。针对多元化币种需求，全球市场包含以美元、欧元、日元、人民币等主要币种计价的债券。针对票面利率，可分为零息、固息、浮息、累息债券等。针对不同权利条款，有可回售、可赎回、可转换债券等。针对担保性质，可分为抵押债券、保证债券和信用债券。针对结构化需求，有普通债券、资产支持证券、项目收益债券等。针对期限不同，有短期融资券、中期票据、永续债券等品种，可满足发行人从短期流动资金到长期项目建设的多种期限资金需求。针对募集资金使用，有并购债券、绿色债券等。债券市场的创新使其灵活性强，可根据“一带一路”项目的不同阶段和不同风险提供不同的产品进行融资。

4. 利用市场化机制提高融资效率，降低成本

首先，在支持“一带一路”建设中，债券市场的市场化融资机制具有公开透明性，融资效率较高，且更容易为沿线国家、东道国合作者所接受。其次，“一带一路”某些沿线国家国别风险高，客观上造成信息不对称问题突出。债券市场的市场化融资机制要求发行人充分披露信息，并且由中介机构开展尽职调查，避免“一带一路”投融资活动的信息不对称问题，加强市场化约束，提高融资效率。债券发行和分销通常采用招标或簿记建档的方式，是市场化、透明化的定价机制。债券市场直接融资的低中介成本和信息披露则可以通过市场配置资源的能力提高融资效率和资源配置效率，这也体现在融资成本优势上。

5. 发挥融资带动功能

一是债券融资可与其他融资形式结合起来，用债券市场一小部分资金带动更多种类资金参与。例如通过“债贷基”组合形式统筹安排专项发展基金、中长期贷款和信用债三类资金的期限和金额，使发行人得以综合运用直

接融资、间接融资两种融资方式，同时承销商可以对发行人的资金使用、项目建设、本息偿还等多个方面进行综合监督，锁定整体融资风险。

二是在岸债券市场会吸引国际机构参与发行与投资，实现参与机构、制度规则、基础设施、金融监管的跨市场融合，进而带动在岸和离岸市场联通，将过去相对分割式、碎片化、排他性的区域间市场联通，甚至是将债券市场与股权融资等其他类型市场联通，提高金融支持“一带一路”建设的系统性和多层次性。

6. 发挥资本补充功能

资本金不足将是商业银行业务扩张中面临的瓶颈。而“一带一路”项目具有风险不确定、投入周期较长、规模较大的特点，需要消耗银行大量的资本金。解决之道一方面要通过多种渠道来扩充资本金，另一方面要尽可能降低资产的风险水平。债券市场是银行补充资本的重要途径。从国际经验看，银行附属资本补充渠道，主要是通过发行债务产品来实现。银行通过发行可转债和次级债补充资本金，提高抵御风险能力。

7. 分散金融风险

债券市场的运行机制天然具有风险分担的功能，能将融资主体的信用风险在投资机构中分散。债券市场还可以提供市场化的风险转移机制，即风险偏好弱的市场主体将风险转移至风险偏好强的市场主体。既可以在二级市场将风险在投资者之间进行转移，也可以通过市场化的信用风险对冲衍生品和利率风险对冲衍生品实现。此外，债券市场存在多种增信方式分散金融风险。常见的是债券保证，保证人和债权人约定，当债务人不履行债务时，保证人按照约定履行债务或者承担责任。

8. 发挥金融治理功能

债券市场发挥金融治理功能体现在：一是债券市场是国之间金融合作的重要领域。例如支持外国政府在境内市场发行以本币计价的债券，可深化双边关系，加强两国的经贸与金融合作。二是债券市场互联互通，要求各国在会计审计、信息披露、法律制度、跨境监管等方面进行多方协调与合作。三是在区域金融市场合作中，可结合各国债市发展经验和标准，推动区域债券

市场标准的统一，减少“一带一路”建设中因制度规则差异、发展理念不同导致的摩擦和冲突。

从中国债券市场自身看，经过二十年的发展，中国债券市场在市场规模、结构创新、制度建设、对外开放等方面都实现了诸多突破，中国债券市场已基本具备支持“一带一路”建设的现实基础。但与此同时，中国债券市场也在支持实体经济发展、制度建设、管理效率、定价机制等多方面也存在一些不足。而“一带一路”倡议给中国债券市场的改革开放带来了难得的机遇，中国债券市场在支持“一带一路”建设的过程中，可以通过不断丰富参与主体、完善风险分担机制、提高市场开放水平等，有利于中国债券市场的进一步的深化改革，促进债券市场自身的健康发展，并进而形成二者相互促进的良性格局。

三、债券市场支持“一带一路”多元化融资体系的路径

(一) 历史和国际经验及其启示

“一带一路”在目标、理念等方面和历史上的马歇尔计划、黑字环流有重大差别，且当今全球市场发展程度和全球化水平已不可同日而语。尽管如此，以金融市场为切入点，我们可以从马歇尔计划、黑字环流中理解这些共建计划可能对发起国自身债券市场发展、对区域金融市场合作的影响，进而更好地把握债券市场发展与“一带一路”的关系。通过研究国际经验，本文发现以下特点及启示。

1. 共建计划与本国债券市场发展与开放相互促进

第二次世界大战后，各国政府为避免资金大幅流动，采取了严格外汇管制措施，其债券市场主要以服务国内发行人和投资人为主。随着马歇尔计划的实施欧洲逐步复苏，欧洲发行人陆续开始赴美国纽约市场发债融资^①。同时，马歇尔计划通过直接输送美元和刺激欧洲对美国出口，扩大了离岸美元存款的规模，

^① 自世界银行于1947年在纽约发行第二次世界大战后首单国际债券后，国际发行人在1955年至1962年期间在美国共发行了42亿美元债券。

并在此基础上形成“欧洲美元”市场。1949—1963年，欧洲发行人开始在欧洲美元市场尝试发行债券。欧洲美元债券发行人种类从单一的主权政府拓展至荷兰飞利浦、比利时石油金融公司和意大利高速公路等企业。随着在岸、离岸美元债券市场的发展，这些欧洲企业成为美元债券市场开放的先行者。

自20世纪70年代以来，日本在岸、离岸债券市场的发展则便利了日本对发展中国家的基础设施投资，墨西哥、巴西等拉美主权政府纷纷赴日发行武士债，日本债券市场对拉美国家援助和经济重建发挥了积极作用。日本债券市场还通过吸引世界银行、泛美开发银行等国际开发机构和部分拉美主权政府在日本境内外发行将军债、大名债，动员国内私人资本通过投资国际开发机构债券的方式参与黑字环流。武士债市场在同期也得以飞速发展，从1986年的5900亿日元上涨至1996年的近4万亿日元，吸引了丹麦、新加坡等主权政府，土耳其安卡拉市政府、韩国开发银行和美国房地美等多类发行人参与。

2. 共建计划促进以本国货币计价的在岸与离岸市场发展

马歇尔计划增加了美元在欧洲金融市场的沉淀，据BIS统计，1963年欧洲货币市场中总计124亿美元资金中有75%是美元。随着离岸市场监管优势逐步体现，这一部分资金撬动了更多美元资本^①，不仅成为欧洲离岸债券市场形成的基础，而且进一步强化了美元在国际货币体系中的地位，对美国在岸金融市场形成支撑。

黑字环流期间，日本鼓励资金出境，日本1986—1989年平均海外证券投资额达到1034亿美元，形成了欧洲日元债市场发展的基础。在日本黑字环流实行期间，欧洲日元债券从1985年的1.5万亿日元发行规模增至1994年的超过6万亿日元。又由于欧洲日元债迅速发展，日本监管部门下决心改革本国债券市场制度体系，进而又促进了本国债券市场和武士债市场的发展。

3. 共建计划有助于促进区域金融市场合作

从马歇尔计划看，该计划推动欧洲各国从第二次世界大战前双边贸易机

^① 20世纪70年代欧洲货币市场资金的年平均增长率高达30%，截至1980年资金数量已经达到了13650亿美元。

制走向多边贸易机制，并为各国合作放松外汇管制、促进货币市场一体化打下了基础。在20世纪60年代后期，欧洲离岸金融市场从最初单一的欧洲美元市场进一步扩展至欧洲马克、欧洲英镑、欧洲瑞士法郎等，马歇尔计划的实施也成功促进了整个欧洲离岸市场迅速融合。从黑字环流计划看，该计划通过吸引世界银行等优质发行人在日本离岸市场发行债券，先是促进了欧洲日元债市场放松发行所需的评级标准（从AAA级到A级），允许遵守日本证券法的境外机构作为主承销商；欧洲日元债的蓬勃发展，也倒逼武士债市场的开放。

4. 启示

从国际经验看，区域性共建计划既有利于促进本国金融市场发展与完善，也有利于促进区域性金融合作的深化。这启示我们，首先，债券市场促进“一带一路”融资是应有之义，以债券市场产品模式创新服务“一带一路”建设是必要的。其次，应该特别看到，债券市场与“一带一路”二者的关系不是单向的，要把握好“一带一路”建设的机遇，不断推进债券市场自身的改革开放，提高债市支持“一带一路”的实力。因此从中期看，制度模式创新也是债市支持“一带一路”建设的必然要求。最后，站在区域金融合作的角度，应加强债券市场在治理模式方面的创新，以区域债券市场为着力点，推动更大范围内的“一带一路”金融互联互通。

就具体路径而言，债券市场可以分别从产品模式创新、制度模式创新和治理模式创新三种路径突破，支持“一带一路”多元化融资体系建设。

（二）产品模式创新

在既有制度规则、既有金融治理体系下，以多元的产品模式支持“一带一路”建设，通过以项目为基础的产品创新积累经验。

1. 基于担保结构的产品创新

对于债券市场在产品层面支持“一带一路”，目前存在三个障碍：一是为了将有限的金融资源用在“刀刃”上，金融监管部门如何保证发债募集资金真实用于“一带一路”；二是如何保证低评级发行人能够还本付息，保障投资人合法权益；三是如何让更多机构分享“一带一路”建设成果。

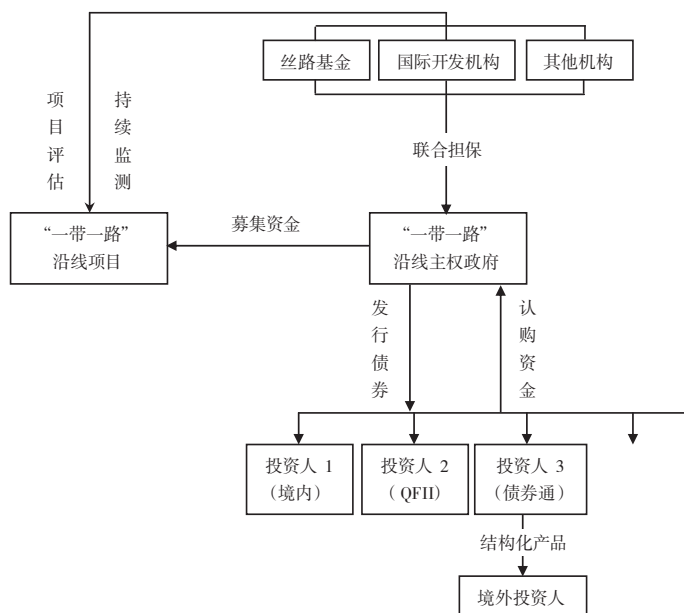


图5 基于担保结构的产品创新

通过引入担保结构可以较为妥善地解决上述障碍，下面将以境外机构在境内发债为例说明。首先，引入联合担保人^①，可以形成有效的风险分担机制，减少信息不对称，保障投资人权益。其次，联合担保人在识别和监测“一带一路”项目方面具有专业性，可发挥担保人的专业优势，确保募集资金用于“一带一路”用途。最后，该结构可引入境外投资人，发挥债券市场“收益共享、风险共担”的优势，提升参与机构以及资金供给的多元化。国际开发机构提供部分信用担保（Partial Credit Guarantee, PCG）较为常见，国际上也有相关案例^②。

2. 基于项目生命周期的产品创新

“一带一路”项目在生命周期的不同阶段，应有与之相适应的融资工具。在项目启动阶段，项目收益债既可以为项目提供融资，又可以实现风险隔离。

① 可引入丝路基金、国际开发机构及其他机构作为联合担保人。

② 如英国出口信用担保局为某中东航空公司债券发行提供担保。

一旦“一带一路”项目进入成熟运营期、项目有稳定的现金流收入，项目发起人便可以资产支持证券（ABS）作为创新工具，盘活存量，为增量“一带一路”项目提供融资。

以项目收益债为例，该产品支持“一带一路”建设有三个特点。一是主要适用于有未来现金流收入的基础设施项目。二是债券发行不依赖于项目发起人的主体信用，发行人不受设立时间、盈利能力、资产规模等指标限制。三是发行期限较长，可以覆盖项目的投资建设、运营收益环节。

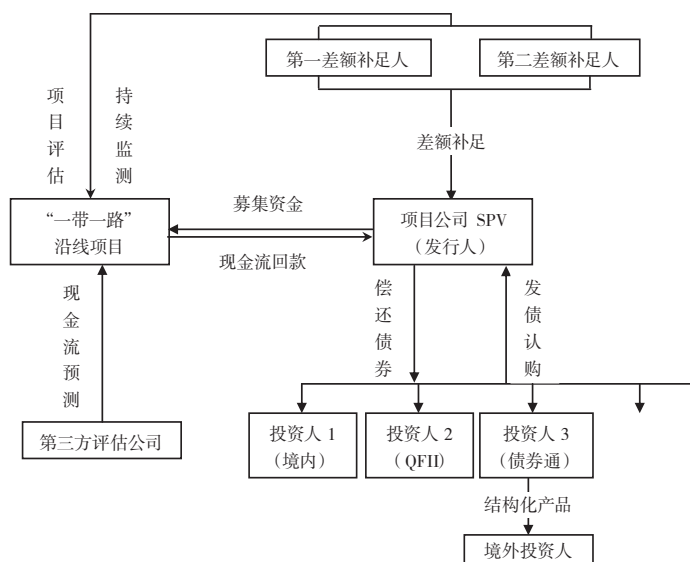


图6 “一带一路”项目收益债交易结构

3. 基于融资方式组合的产品创新

债券、贷款、基金等不同融资方式各有优劣。基金具有“期限长、回报大”的优势，贷款的优势在于“流程快、效率高”，债券融资的优势则是“公开透明、创新活跃、风险分散”，这些不同的优势组合在一起，将提高“一带一路”融资效率。以债贷基组合为例，银行作为统筹融资协调人发挥司库职能，通过对“一带一路”项目投资额、收益、回报期等进行评估，统筹考虑融资金额、融资方式、偿还安排，并统一进行风险监测和管理。

(三) 制度模式创新

借鉴成熟市场经验，以分层分类方式探索建设债券市场支持“一带一路”融资的制度创新：对一些在整体市场不好推进的制度改革进行局部试验，对一些单纯对国内市场参与主体难以推进的改革措施在国际和部分特定国内机构范围内推动试点。

1. 模式一：发行人分层分类

我国债券市场以机构投资者为主，投资者具有一定的风险识别和承担能力。但由于投资人范围十分广泛，通过对发行人和中介服务机构进行筛选和管理，可以控制制度创新影响范围。初期可在信用资质和记录良好、市场发债较多的境内外优质发行人范围内进行制度创新。

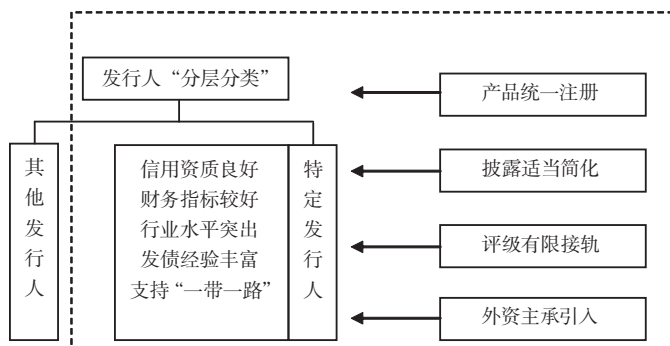


图7 制度创新模式一

在此模式下，考虑到初期发行人资质较好，但投资人范围较广，可以考虑以下制度创新试验：第一，信息披露。可对信息披露给予更灵活的安排，并在披露频率、披露语言、重大事项披露等方面和国际接轨。同时，考虑到二级市场转让给境内投资人的可能性，还需要进行转让交易的限制或要求进行特别风险提示。第二，评级要求。更大程度上给予选择用境内或境外评级机构提供评级的自由度。第三，募集资金使用。允许用于境内、境外“一带一路”相关用途，并形成募集资金使用监测方案。第四，中介机构管理。可考虑引入更多外资机构作为专项承销商，同时，需要加强对外资主承销商的存续期监督管理，建立评价体系，形成激励机制。

上述是在以整体市场为基础进行“分层分类”的设想，其优点是所涵盖投资人丰富，流动性好，社会影响力大；缺点是仅以发行人划定试验范围，全市场各类投资人都在试验范围内，缺乏风险隔离，容易造成监管套利，难以开展深入的制度创新。

2. 模式二：投资人分层分类

建立投资人白名单制度，在特定投资人范围内开展“一带一路”制度创新。允许具备国际市场投资能力、风险承受能力比较强、符合一定要求的境内投资人^①申请进入白名单，各类能参与中国债券市场的境外投资人可直接进入白名单。

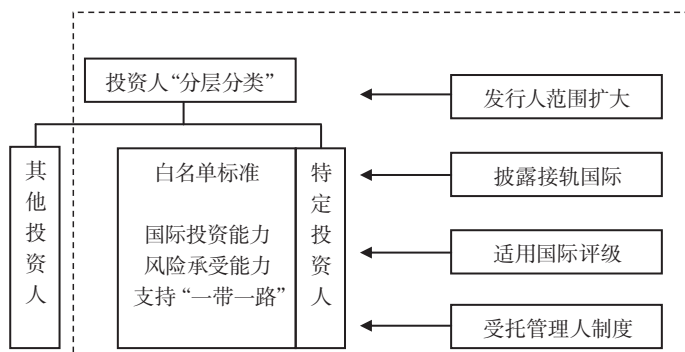


图8 制度创新模式二

通过限定投资人范围，可开展以下“一带一路”融资制度创新：

第一，发行人范围可适当扩大，初期可以适当引入“一带一路”沿线国际评级不高但财务指标较好、还债记录和意愿较强的境外政府类发行人，境内外企业方面也可适度放宽条件，根据财务指标、发债记录、“一带一路”参与程度、在华投资及中国业务情况等综合考虑。第二，信息披露：在提高投资者准入门槛的前提下，可对信息披露给予更灵活的安排，例如可考虑允许使用更接近 EMTN 的信息披露内容和格式，不强制要求季报，持续信息披露可以引用境外公开披露材料，可选择英文为披露语言和交易文件等。第三，评级：可试点允许采用境外三大评级机构的评级或境内评级。第四，后续管

^① 如能接受国际市场关于语言、评级、信息披露要求等方面的操作惯例。

理和投资人保护：循序渐进采用受托管理人制度，引入更加市场化违约处置机制，探索将债券有关法律争议提交“一带一路”国际商事法庭裁决。

上述模式限定投资人范围，优点是使投资人风险承受能力与更为国际化的“一带一路”债券融资相匹配，从而可以开展更多的制度改革探索。存在的问题包括：一是风险隔离问题，尽管投资人范围受限，但从资金和账户角度仍然没有和整体市场实现风险隔离；二是由于没有特定的先行先试政策，难以开展税收制度方面的探索试验；三是由于仍在整体市场层面开展业务，会计审计准则、法律和仲裁规则适用等方面仍然存在障碍。

3. 模式三：账户分层分类

以自贸区等为基础，通过账户体系等进行风险隔离，在特定账户范围内开展“一带一路”融资制度创新。

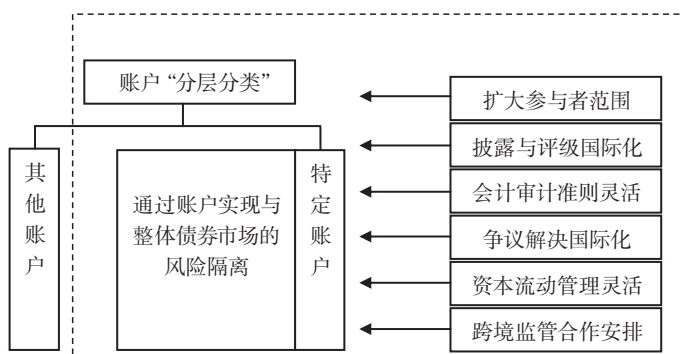


图9 制度创新模式三

以账户分层分类为基础开展的制度创新，从产品上讲，前两种模式包含的产品均可覆盖。此外还可创新以下制度：

第一，扩展境外会计准则适应性（包括美国、日本及其他与IFRS等效的会计准则），并使用当地会计师进行审计。第二，建立国际化的仲裁机制、仲裁规则，通过上海及深圳自贸区设立的仲裁机构甚至其香港分支机构进行仲裁。提交法庭的司法纠纷则更多使用深圳的“一带一路”国际商事法庭。第三，资本流动管理。可允许发行人和投资人根据宏观审慎管理要求将资金汇出境外使用。第四，税收制度。可考虑“一带一路”债权融资对投资人认购

的税收品种、税率、缴税方式、税收优惠等予以明确公布，消除投资人计算收入的不确定性。第五，基础设施联通。以适当形式引入国际托管清算机构。第六，衍生品交易。可考虑在总量控制的前提下，允许一部分投资人参与国债期货市场以对冲“一带一路”债券利率风险。第七，跨境监管合作。可以试点加强与香港金融监管机构的跨境监管合作，包括信息共享、跨境调查合作、监管处罚安排、监管执法成本分担等。

（四）治理模式创新

从远景看，中国债券市场和区域各国合作，最终走向更加一体化的亚洲区域债券市场，建立和完善亚洲债券市场治理模式，是可以逐步探索实现的目标。2010年东盟10+3财长会批准建立“10+3债券市场论坛”（ABMF）。ABMF是由亚洲开发银行牵头，在东盟10+3合作框架下，以亚洲各国财政部、中央银行及债券市场专业人士为参与主体的国际性论坛，探讨在跨境债券交易方面促进债券标准融合等。ABMF做了一些市场层面具体探索：跨境融资产品、跨境交易的便利化、基础设施互联方案、监管规则的协调、比对各国规则、探索债券信息披露的标准统一。但就目前而言，ABMF在运行中也存在一些缺陷，包括缺乏强有力的主导国家，区域内相应的经贸投资的支撑仍不够，目标不够明确，方法路径存在不适应现实的问题等。

“一带一路”倡议为上述问题的解决提供了思路。亚洲债券市场合作应遵循服务实需、务实推进的原则，在各国市场差异较大的情况下，应该抓住“一带一路”倡议提供的加强融资合作实需，推动跨市场投融资实践，在实践需求中协调区域市场的规则、惯例，顺应形势发展探索建立区域市场的协调机制乃至逐步发展为区域市场治理模式。

1. 根据实需探索跨市场投融资实践

第一，利用我国债市“引进来”，吸引亚洲参与者开展“一带一路”债券投融资。扩大“一带一路”沿线亚洲机构发债融资，吸引10+3地区投资人参与“一带一路”债券投资。第二，鼓励我国金融机构和企业“走出去”，在香港市场探索创新，推动多元化主体参与“一带一路”债券市场投融资。第三，

探索 10+3 地区跨境投融资产品和交易模式创新。可考虑在特定范围内允许发行人采用国内和国际投资人都能接受的信息披露文件注册，同时对境内外机构投资者发售，既给了“一带一路”发行人选择融资市场和投资人群体的灵活性，同时积累在 10+3 地区跨市场融资经验。

2. 加强区域债市监管和市场规则协调

当越来越多 10+3 地区主体参与“一带一路”投融资，参与跨市场融资实践时，可根据实际需求，与相关国家或地区加强监管合作和协调，对实践中涉及的信息披露标准、法律文本标准、争议司法裁决和仲裁机制、投资人保护条款和相关机制标准进行协调，在本地区塑造“一带一路”投融资推动亚洲债券市场协调发展的良好案例。

3. 创新和完善东盟 10+3 债券市场治理结构

10+3 债券市场目前已经从机制上建立了一套区域债券治理的架构，包括 10+3 首脑会议、部长级会议、ABMI 等，但缺乏市场实践和规则协调的积累，架构实际支撑不足。经过本地区跨市场融资实践的发展，可以顺势逐步改造、充实、完善区域债券市场的治理结构。从议事和决策机制、议题设置上更多地反映本地区各国债券市场发展和开放程度的现实和问题。

4. 长远看可发挥中国在欧亚市场中的枢纽地位

随着“一带一路”建设的推进，东亚和欧洲作为“一带一路”沿线的两端，在融资领域的联系日益密切。以中国为枢纽，促进亚洲和欧洲两个区域债券市场的连接和协调，探索亚洲债券市场的治理合作模式，既顺应中国在国际金融治理中日益发挥重要作用的趋势，也是“一带一路”建立多元化融资体系、发展金融市场互联互通的必然要求。

四、政策启示

(一) 高度重视债券市场在“一带一路”建设中的作用

“一带一路”倡议是一项长期规划，在建设“一带一路”多元化融资体系时，既要着眼于当下、让参与各方有短期获得感，更要着眼长远，站在货币

国际化、金融话语权、区域金融合作的高度，丰富“一带一路”多元化融资体系的内涵，全方位增强资金融通对“一带一路”的支撑作用。短期看，政策性资金支持“一带一路”见效快，有利于短期内取得看得见的成果。但从长期看，要保证“一带一路”融资的可持续性、创新性、低成本性、风险分散性，还是要引入债券融资等市场化融资机制。债券市场不仅可与其他融资方式形成有效配合，而且能在产品结构创新、制度规则创新、治理模式创新等方面发挥更大作用。特别地，中国债券市场过去二十年快速发展与开放，为“一带一路”金融互联互通夯实了基础、提供了抓手。

在“一带一路”建设过程中，还要借助“一带一路”建设实现我国自身金融改革开放，以更加国际化、高效化的制度规则吸引多方参与共建，反过来又更好地支持“一带一路”，形成良性循环。在当前我国债券市场仍存缺陷的背景下，“一带一路”为国内债券市场改革开放提供了突破口。应充分认识到债券市场自身改革开放的重要性，将“一带一路”建设和债券市场自身改革开放相结合，改革和开放我国债券市场。

（二）探索融资模式创新，积累可复制推广的案例

要充分发挥债券市场已有的基础优势，并且将这种基础优势和实际需求相结合，创新出可复制可推广的多元化融资模式。

一是以国内已有创新工具为导向，将相关创新产品运用于“一带一路”。例如，国内债券市场在支持基础设施融资中，长期以来形成了永续债、项目收益债、资产证券化、绿色债等创新产品，这些产品可以复制至“一带一路”融资中。

二是以“风险共担、收益共享”为导向，交易结构设计时进行边际创新。例如，在基础结构中引入外部信用增进结构、通过优先劣后级设置内部增信结构、通过与信用违约互换（CDS）配套引入市场化风险分担工具等，实现“一带一路”的相关信用风险由多方机构共同分担。

三是以融资方式多元化为导向，将债券融资与其他融资方式配套组合。例如，引入外国政府、国际开发机构或国内外商业银行发债融资，并将募集

资金转贷于“一带一路”项目。又如，债券、贷款、基金为“一带一路”项目提供组合融资。

四是以投资者多元化为导向，引入境外投资人参与共建“一带一路”。利用已有的境外投资人准入渠道^①，特别地，中资及外资机构可以在海外市场面向更广泛的投资者群体发行结构化票据，并以境外非法人产品形式通过“债券通”渠道参与“一带一路”债券投资。

（三）以“分层分类”探索债市支持“一带一路”的制度模式创新

长期以来，我国债券市场相对封闭运行，制度和规则主要针对境内机构、境内项目，几乎不涉及跨境问题，而“一带一路”建设涉及项目的跨境、机构的跨境、资金流动的跨境。只有推动债券市场国际化，才能真正适应“一带一路”建设需求。建立债券市场“分层分类”开放制度，实际上是要形成债券市场对外开放的“安全空间”，在这个空间里可以进行多层次的制度创新探索。

“分层分类”制度创新可以分为三个层次循序渐进地构建：第一层次，参照国内债券市场“分层分类”制度，基于发行人分层构建。将境内外发行人按照信用资质、跨境融资经验、行业地位、“一带一路”融资相关性等标准进行分层。针对各项指标较好的“一带一路”债券发行人，可以在信息披露、信用评级、募集资金使用等方面给予灵活性。第二层次，参照国内外关于公私募划分的思路，基于投资人分层构建。将境内外投资人按照风险识别与承担能力、投资经验、“一带一路”投资相关性等标准进行分层，针对各项指标较好的投资人，允许相关信息披露、信用评级、投资人保护等制度更大程度地与国际接轨。第三层次，参照上海自贸区思路，基于特定账户分层构建。对开立了特定账户的境内外“一带一路”发行人和投资人，允许以特定账户为依托，开展信息披露、会计审计准则、信用评级、争议解决等制度模式创新。

在“分层分类”框架下可循序渐进地探索以下制度创新。一是信息披露。

^① 包括QFII和RQFII、CIBM以及“债券通”渠道。

在信息披露语言、披露频率、披露时点、披露内容方面参照国际标准进行灵活安排。二是中介机构管理。允许使用境外信用评级，允许更多外资机构参与中国市场等。三是会计审计制度。允许发行人使用境外会计准则编制财务报告，并使用当地会计师进行审计。四是争议解决机制。允许更加国际化、多元化、信息化的争议解决机制，包括国际化的法院、检察院和仲裁院。五是资本流动管理制度。在通过账户隔离保证对整体市场影响有限的前提下，可探索资金跨境流动更加便利。六是其他制度。如税收、衍生品、基础设施联通、跨境监管等。

（四）务实探索区域债券市场合作的治理模式创新

从长远来看，区域债券市场合作是“一带一路”多元化融资体系建设的重要一环。亚洲债券市场合作的历史表明，区域债券合作不应建立在“空中楼阁”和“顶层设计”之上，而是要首先承认各国制度差异的客观性和合理性，把握“一带一路”建设的机遇，以大国债市为带动，以务实合作为基础，以可复制可推广的试点案例为抓手，循序渐进地推动区域债券市场合作向规则制定、政策协调、标准互认的更高层次发展。

首先，利用好10+3债券市场合作已经取得的成果。目前，10+3债券市场合作在平台搭建、制度对比、组织完善、案例试点、联合研究等方面已经做了很多探索，也取得了一定成果。后续在“一带一路”涉及的金融合作中，也可以利用好既有合作机制以及相关成果。其次，加强跨境债券投融资案例的积累，吸引10+3国家的政府、企业投融资和提供中介服务，也要推动中资机构赴香港及10+3地区开展债券融资，在实践案例中不断积累对于对方市场规则、惯例的熟悉。再次，在增进互信的基础上，加强制度规则层面的合作。针对“一带一路”跨境债券投融资中出现的问题，可加强区域性金融监管与合作，如对信息披露、法律文本、司法仲裁、投资人保护条款等加强标准协调。最后，从治理架构层面促进区域金融治理的机制化，并推动区域金融治理向金融互联互通的更高层次迈进。在上述探索的基础上，进一步优化10+3合作的组织架构和议题设置，让组织架构更能反映各国金融市场的现实情况，议题设置

更加问题导向。进一步推动亚洲区域金融治理向亚欧金融互联互通的方向迈进，在更大范围和更高层次为“一带一路”资金融通提供支撑。

（五）发挥智库和研究机构的力量，形成智力保障

“一带一路”倡议自提出之日起就得到了国内外智库的广泛关注。2016年国家信息中心“一带一路”大数据报告指出，综合排名前100位的智库中有71%都关注过“一带一路”相关议题。随着“一带一路”建设工作不断推进，项目合作、“一带一路”成果、企业合作等成为境内外智库、媒体和网民新的关注热点，而对“一带一路”战略意图的解读与讨论逐步减少。

债券市场支持“一带一路”多元化融资体系建设，其不仅涉及诸多复杂的金融领域专业问题，而且还是一个跨金融子行业的议题，需要智库从多个维度发挥智力支持作用。一是提供研究支持。无论是对风险的把握还是开展金融创新和制度设计，都需要有更宏观和前瞻的视角。二是提供公共品支持。为让市场参与各方更好地了解“一带一路”债券融资情况，智库和研究机构作为权威机构，可综合考量和评估“一带一路”债券规模、区域分布、产品与制度创新、债券与其他融资方式组合等多种指标，制定并发布“一带一路”债券指数。三是提供金融治理支持。从长远来看，债券市场支持“一带一路”建设应向区域乃至全球金融治理方向发展。在此过程中，应鼓励在智库层面参与国际金融治理，在区域及全球的平台上将中国债券市场支持“一带一路”的产品模式、制度模式、治理模式向更多国家宣介推广，为区域和全球金融治理营造有利环境。

参考文献

- [1] 周宇. 以人民币国际债券支持“一带一路”基础设施投资:基于美元、日元国际债券的比较分析[J]. 世界经济研究, 2017(10).
- [2] 陈明宝,陈平. 国际公共产品供给视角下“一带一路”的合作机制构建[J]. 广东社会科学, 2015(5):5-15.
- [3] 胡晓炼. 构建“一带一路”金融保障体系[J]. 中国金融, 2017(16):9-11.

- [4] 周小川. 共商共建“一带一路”投融资合作体系[J]. 中国金融, 2017(9):6-8.
- [5] 万泰雷, 李松梁, 刘依然. “一带一路”与债券市场开放[J]. 中国金融, 2017(22):67-68.
- [6] 林乐芬, 王少楠. “一带一路”建设与人民币国际化[J]. 世界经济与政治, 2015(11):72-90.
- [7] 陈捷, 于小丽, 张启鹏, 等. “马歇尔计划”对“一带一路”战略和人民币国际化的启示[J]. 金融与经济, 2017(4):52-57.
- [8] 刘洋, 刘谦. 国际货币的经验及“一带一路”、亚投行的设立对人民币国际化的启示[J]. 湖北社会科学, 2015(5):95-99.
- [9] 课题组. 欧洲经济一体化战略及其对“一带一路”建设的启示[J]. 国际研究参考, 2016(10):28-33.
- [10] 秦悦, 唐璐. “一带一路”建设面临的风险、挑战与对策建议[J]. 发展研究, 2017(9):29-34.
- [11] 李建军, 李俊成. “一带一路”基础设施建设、经济发展与金融要素[J]. 国际金融研究, 2018(2).
- [12] 袁佳. “一带一路”基础设施资金需求与投融资模式探究[J]. 国际贸易, 2016(5):52-56.
- [13] 徐奇渊, 杨盼盼, 肖立晟. “一带一路”投融资机制建设: 中国如何更有效地参与[J]. 国际经济评论, 2017(5):134-148.
- [14] 谭小芬, 徐慧伦, 耿亚莹. “一带一路”背景下的人民币国际化实施路径[J]. 区域金融研究, 2017(12).
- [15] Wagenvoort R, De Nicola C, Kappeler A. Infrastructure Finance in Europe: Composition, Evolution and Crisis Impact[J]. Ssrn Electronic Journal, 2011, 15(1):522-522.
- [16] Ehlers T. Understanding the Challenges for Infrastructure Finance[J]. Social Science Electronic Publishing, 2014.
- [17] French, Gordon. China's Belt and Road Plan is Boon for Asia Capital Markets[N]. Financial Times, 2 February, 2016.
- [18] Djankov, Simeon, and Sean Miner, eds. China's Belt and Road Initiative: Motives, Scope, and Challenges. Peterson Institute for International Economics, 2016.

Bond Market to Support the “Belt and Road” Diversified Financing System

(China Finance 40 Youth Forum Research Group)

Abstract: This paper focuses on market-oriented financing model of “Belt and Road”. On the basis of focusing on the relationship between the development and opening of the bond market, “Belt and Road” diversified financing system, and the deepening of domestic financial reform and opening up, this paper systematically answered “what is the diversified financing system, bond market functions and positioning, how to build this system”.

The “Belt and Road” diversified financing system is not only the important content of “Belt and Road”, but also the important driving force of China’s financial reform and opening up. The bond market plays an infrastructure role in the “Belt and Road” diversified financing system, including providing direct financing support, expanding financial innovation, forming an efficient and transparent market-based mechanism, driving other financing, improving financial governance, and so on. In order to give full play to the supporting role of the bond market, this paper proposes three paths of product model innovation, institutional model innovation and governance model innovation. The product model is based on the guarantee structure, the project life cycle, and the combination of financing tools. The institutional mode is based on the exploration of experimental “stratification classification”, which is based on the stratification of the issuer, the investor and the account. Governance model based on ASEAN 10 + 3, through cross-market financing practice, strengthen the coordination of regulatory rules, strengthen the European market link to support “Belt and Road”.

Key words: Belt and Road, Diversified Financing, Bond Market, Institutional Model, Financial Governance