



2025 年 7 月 第七期

# 金融工具与金融基础设施业务

## 法律资讯

FINANCIAL INSTRUMENT AND FMI LAW  
NEWSLETTER



政策法规



专业文章



市场动态



上海市律师协会

金融工具与金融基础设施专业委员会



上海市律师协会

金融工具与金融基础设施专业委员会

金融工具与金融基础设施法律资讯

financial instruments and financial infrastructure newsletter

## 金融工具与金融基础设施专业委员会成员

主 任： 张伟华

副主任： 苏 萌 朱 峰 张卫工

委 员： 包俊刚 鲍晓晔 陈健民 段洁琦 韩红彩 金易文 刘春彦 林 剑 刘明昊 刘沁  
茹 林 嵘 刘 毅 欧阳群 曲 峰 钱 豪 石彩霞 施天佑 史羽鸿 陶灏婷 王 彬  
王 洁 王卓君 杨 冰 张博超 张 弛 张 锴 周明浩 郑伟杰 赵伟喆

干 事： 庞 平 汪 澄 周红节 赵哲楠

本期编辑： 张卫工 周红节



## 目 录

◎ 政策法规 .....	4
上市公司募集资金监管规则 .....	4
上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定 .....	15
◎ 专业文章 .....	20
RWA 监管合规大不同, 兼评蚂蚁数科绿色金融案例 .....	20
操纵证券市场行为的主观认定——集中资金优势、持股优势连续买卖型 .....	29
◎ 市场动态资讯 .....	36
“长钱”考核周期再拉长, 35 万亿险资投资会走向哪里? .....	36
存量房贷从 3.2% 降到 2.6%, 广州拟推“商转公”新政 .....	41
专家热议债市转型: 低利率环境下如何破局? .....	46





## ◎ 政策法规

### 上市公司募集资金监管规则

#### 中国证券监督管理委员会公告〔2025〕10号

现公布《上市公司募集资金监管规则》，自2025年6月15日起施行。

中国证监会

2025年5月9日

附件1：

#### 上市公司募集资金监管规则

第一条为了加强对上市公司募集资金的监管，提高募集资金使用效益，根据《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）《首次公开发行股票注册管理办法》《上市公司证券发行注册管理办法》《上市公司信息披露管理办法

》《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票注册管理办法》《北京证券交易所上市公司证券发行注册管理办法》等规定，制定本规则。

第二条本规则适用于上市公司通过发行股票或者其他具有股权性质的证券，向投资者募集并用于特定用途的资金监管，但不包括上市公司为实施股权激励计划募集的资金监管。

第三条上市公司募集资金应当专款专用。上市公司使用募集资金应当符合国家产业政策和相关法律法规，践行可持续发展理念，履行社会责任，原则上应当用于主营业务，有利于增强公司竞争能力和创新能力。除金融类企业外，募集资金不得用于持有财务性投



资，不得直接或者间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司。

科创板上市公司募集资金应当投资于科技创新领域，促进新质生产力发展。

《[监管规则适用指引——上市类第1号](#)》对上市公司发行股份、可转换公司债券购买资产并募集配套资金用途另有规定的，从其规定。

第一款所称财务性投资的理解和适用，参照《[<上市公司证券发行注册管理办法>第九条、第十条、第十一条、第十三条、第四十条、第五十七条、第六十条有关规定的适用意见——证券期货法律适用意见第18号](#)

[》](#)有关规定执行。

第四条上市公司应当建立并完善募集资金存放、管理、使用、改变用途、监督和责任追究的内部控制制度，明确募集资金使用的分级审批权限、决策程序、风险控制措施及信息披露要求，规范使用募集资金。

上市公司董事会应当持续关注募集资金存放、管理和使用情况，有效防范投资风险，提高募集资金使用效益。

第五条上市公司的控股股东、实际控制人及其他关联人不得占用公司募集资金，不得利用公司募集资金投资项目获取不正当利益。

上市公司发现控股股东、实际控制人及其他关联人占用募集资金的，应当及时要求归还，并披露占用发生的原因、对公司的影响、清偿整改方案及整改进展情况。

第六条上市公司的董事和高级管理人员应当勤勉尽责，确保上市公司募集资金安全，不得操控上市公司擅自或者变相改变募集资金用途。



第七条上市公司应当将募集资金存放于经董事会批准设立的专项账户集中管理和使用,并在募集资金到位后一个月内与保荐机构、存放募集资金的商业银行签订三方监管协议。相关协议签订后,上市公司可以使用募集资金。募集资金专项账户不得存放非募集资金或者用作其他用途。

募集资金投资境外项目的,除符合第一款规定外,上市公司及保荐机构还应当采取有效措施,确保投资于境外项目的募集资金的安全性和使用规范性,并在《公司募集资金存放、管理与实际使用情况的专项报告》中披露相关具体措施和实际效果。

第八条上市公司募集资金应当按照招股说明书或者其他公开发行募集文件所列用途使用,不得擅自改变用途。

存在下列情形之一的,属于改变募集资金用途,应当由董事会依法作出决议,保荐机构发表明确意见,并提交股东会审议,上市公司应当及时披露相关信息:

(一) 取消或者终止原募集资金投资项目,实施新项目或者永久补充流动资金;

(二) 改变募集资金投资项目实施主体;

(三) 改变募集资金投资项目实施方式;

引用文档

(四) 中国证监会认定的其他情形。

上市公司存在前款第(一)项规定情形的,保荐机构应当结合前期披露的募集资金相关文件,具体说明募集资金投资项目发生变化的主要原因及前期保荐意见的合理性。

募集资金投资项目实施主体在上市公司及全资子公司之间进行变更,或者仅涉及募投项目实施地点变更的,不视为改变募集资金





用途。相关变更应当由董事会作出决议，无需履行股东会审议程序，保荐机构应当发表明确意见，上市公司应当及时披露相关信息。

上市公司依据本规则第十一条、第十三条、第十四条第二款规定使用募集资金，超过董事会审议程序确定的额度、期限等事项，情节严重的，视为擅自改变募集资金用途。

第九条募集资金投资项目预计无法在原定期限内完成，上市公司拟延期实施的，应当及时经董事会审议通过，保荐机构应当发表明确意见。上市公司应当及时披露未按期完成的具体原因，说明募集资金目前的存放和在账情况、是否存在影响募集资金使用计划正常推进的情形、预计完成的时间及分期投资计划、保障延期后按期完成的措施等情况。

第十条募集资金投资项目出现下列情形之一的，上市公司应当及时对该项目的可行性、预计收益等重新进行论证，决定是否继续实施该项目：

- （一） 募集资金投资项目涉及的市场环境发生重大变化的；
- （二） 募集资金到账后，募集资金投资项目搁置时间超过一年的；
- （三） 超过募集资金投资计划的完成期限且募集资金投入金额未达到相关计划金额百分之五十的；
- （四） 募集资金投资项目出现其他异常情形的。

上市公司存在前款规定情形的，应当及时披露。需要调整募集资金投资计划的，应当同时披露调整后的募集资金投资计划；涉及改变募集资金投资项目的，适用改变募集资金用途的相关审议程序。

上市公司应当在最近一期定期报告中披露报告期内募投项目重新论证的具体情况。



第十一条上市公司可以对暂时闲置的募集资金进行现金管理，现金管理应当通过募集资金专项账户或者公开披露的产品专用结算账户实施。通过产品专用结算账户实施现金管理的，该账户不得存放非募集资金或者用作其他用途。实施现金管理不得影响募集资金投资计划正常进行。

现金管理产品应当符合以下条件：

- （一） 属于结构性存款、大额存单等安全性高的产品，不得为非保本型；
- （二） 流动性好，产品期限不超过十二个月；
- （三） 现金管理产品不得质押。

上市公司使用暂时闲置的募集资金进行现金管理的，应当经董事会审议通过，保荐机构应当发表明确意见，上市公司应当及时披露下列信息：

- （一） 本次募集资金的基本情况，包括募集时间、募集资金金额、募集资金净额、投资计划等；
- （二） 募集资金使用情况；
- （三） 现金管理的额度及期限，是否存在变相改变募集资金用途的行为和保证不影响募集资金投资项目正常进行的措施；
- （四） 现金管理产品的收益分配方式、投资范围及安全性；
- （五） 保荐机构出具的意见。

第十二条上市公司使用暂时闲置的募集资金进行现金管理，发生可能会损害上市公司和投资者利益情形的，应当及时披露相关情况和拟采取的应对措施。

第十三条上市公司可将暂时闲置的募集资金临时用于补充流动资金。单次临时补充流动资金期限最长不得超过十二个月。临时补





充流动资金的，应当通过募集资金专项账户实施，并限于与主营业务相关的生产经营活动。

上市公司将暂时闲置的募集资金临时用于补充流动资金的，额度、期限等事项应当经董事会审议通过，保荐机构应当发表明确意见，上市公司应当及时披露相关信息。

第十四条上市公司应当根据公司的发展规划及实际生产经营需求，妥善安排实际募集资金净额超过计划募集资金金额部分（下称超募资金）的使用计划。超募资金应当用于在建项目及新项目、回购本公司股份并依法注销。上市公司应当至迟于同一批次的募投项目整体结项时明确超募资金的具体使用计划，并按计划投入使用。使用超募资金应当由董事会依法作出决议，保荐机构应当发表明确意见，并提交股东会审议，上市公司应当及时、充分披露使用超募资金的必要性和合理性等相关信息。上市公司使用超募资金投资在建项目及新项目的，还应当充分披露相关项目的建设方案、投资周期、回报率等信息。

确有必要使用暂时闲置的超募资金进行现金管理或者临时补充流动资金的，应当说明必要性和合理性。上市公司将暂时闲置的超募资金进行现金管理或者临时补充流动资金的，额度、期限等事项应当经董事会审议通过，保荐机构应当发表明确意见，上市公司应当及时披露相关信息。

第十五条上市公司以自筹资金预先投入募集资金投资项目，募集资金到位后以募集资金置换自筹资金的，应当在募集资金转入专项账户后六个月内实施。

募集资金投资项目实施过程中，原则上应当以募集资金直接支付，在支付人员薪酬、购买境外产品设备等事项中以募集资金直接



支付确有困难的，可以在以自筹资金支付后六个月内实施置换。

募集资金置换事项应当经上市公司董事会审议通过，保荐机构应当发表明确意见，上市公司应当及时披露相关信息。

第十六条上市公司应当真实、准确、完整地披露募集资金的实际使用情况。董事会应当每半年度全面核查募集资金投资项目的进展情况，编制《公司募集资金存放、管理与实际使用情况的专项报告》并披露。相关专项报告应当包括募集资金的基本情况和本规则规定的存放、管理和使用情况。募集资金投资项目实际投资进度与投资计划存在差异的，上市公司应当解释具体原因。

第十七条保荐机构应当按照《[证券发行上市保荐业务管理办法](#)》的规定，对上市公司募集资金的存放、管理和使用进行持续督导，持续督导中发现异常情况的，应当及时开展现场核查。保荐机构应当至少每半年度对上市公司募集资金的存放、管理和使用情况进行一次现场核查。保荐机构在持续督导和现场核查中发现异常情况的，应当及时向中国证监会派出机构和证券交易所报告。

每个会计年度结束后，保荐机构应当对上市公司年度募集资金存放、管理和使用情况出具专项核查报告并披露。

会计师事务所开展年度审计时，应当对上市公司募集资金存放、管理和使用情况出具鉴证报告。

上市公司应当配合保荐机构的持续督导、现场核查，以及会计师事务所的审计工作，及时提供或者向银行申请提供募集资金存放、管理和使用相关的必要资料。

第十八条证券交易所对上市公司募集资金管理和使用情况进行自律管理，根据工作需要开展监管问询；发现违反规定的，按照相关规则采取相应的自律管理措施或者纪律处分。



第十九条有下列行为的，中国证监会及其派出机构依照《[证券法](#)》《[上市公司信息披露管理办法](#)》[》](#)《[证券发行上市保荐业务管理办法](#)》等规定追究责任：

引用文档

（一）上市公司及其相关责任人员未按照规定披露募集资金使用情况，或者披露的情况与募集资金实际存放、管理和使用情况不相符的；

（二）保荐机构及其相关责任人员在对上市公司募集资金持续督导工作中未勤勉尽责的；

（三）会计师事务所及其相关责任人员在对上市公司募集资金鉴证工作中未勤勉尽责的。

第二十条上市公司及其相关责任人员违反本规则规定，擅自改变募集资金用途的，中国证监会及其派出机构依照《[证券法](#)》第一百八十五条处罚。

第二十一条在上市公司募集资金监管工作中存在失职失责行为，造成重大损失、严重后果或者恶劣影响的，依规依纪严肃追责问责。

第二十二条本规则自 2025 年 6 月 15 日起施行。2022 年 1 月 5 日发布的《[上市公司监管指引第 2 号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求](#)》

[》](#)（证监会公告〔2022〕15 号）同时废止。

附件 2：

《上市公司募集资金监管规则》修订说明

为进一步推动提高上市公司质量，严格募集资金监管，中国证监会组织开展募集资金监管规则修订工作，着力加强上市公司募集





资金安全性和使用规范性，提升募集资金使用效率。现将《上市公司募集资金监管规则》（以下简称《监管规则》）修订情况说明如下。

## 一、修订背景

证监会现行募集资金持续监管规则主要为《上市公司监管指引第2号—上市公司募集资金管理和使用的监管要求》（以下简称《2号指引》）。该规则最早于2012年12月发布，于2022年法规整合时进行细微调整，对上市公司募集资金存放使用、现金管理、临时补流、置换自筹资金、管理监督以及超募资金使用等方面进行规定，引导和推动上市公司规范管理和使用募集资金。

为适应新形势下严格募集资金监管的工作需要，本次规则修订方向为：一是对实践中各方关注的焦点问题予以重点明确或规范，包括募投项目变更的认定标准、募集资金现金管理的信息披露要求等。二是建立与《[证券法](#)》《[证券发行上市保荐业务管理办法](#)》《[上市公司信息披露管理办法](#)

[\\_](#)》等上位法的衔接，进一步促进上市公司规范管理使用募集资金和中介机构勤勉尽责。三是总结提炼实践中成熟的经验做法，将交易所自律管理制度中运行较为成熟、受到市场认可的规则要求提升到证监会规范性文件层面，强化规范约束效力。四是做好与独董制度改革和《[公司法](#)》修订衔接配套，根据最新要求进行了规则适应性调整完善。

## 二、主要修订内容

本次修订将《2号指引》名称修改为《监管规则》，在规范性文件内部体系中由监管指引层级提升至基础规则层级，引导市场各方更加重视规范使用募集资金。具体规定方面，本次修订修改条文



12 条，新增 9 条，归并 1 条，删除 1 条，主要修订内容如下。

一是强调募集资金使用应专款专用，专注主业，支持实体经济发展。第一，对募集资金使用提出总体要求，强调应坚持专款专用，用于主营业务。第二，明确超募资金最终用途应为在建项目及新项目、回购注销，不得用于永久补充流动资金和偿还银行借款。

二是从严监管募集资金用途改变和使用进度缓慢。第一，明确募集资金用途改变的情形，包括取消或者终止原募投项目而实施新项目或者永久补充流动资金，变更募投项目实施主体或实施方式等，在此基础上强调擅自改变募集资金用途适用的罚则。第二，强调控股股东、实际控制人及其他关联人不得占用募集资金，上市公司发现相关情形时应主动进行信息披露，防止变相改变募集资金用途。第三，对于募投项目需要延期实施的，要严格履行审议程序和披露义务。

三是强化募集资金安全性。第一，规范现金管理行为，除继续保留安全性高、流动性好、能够保障本金安全、不得质押等要求，还明确了产品期限，规定开展现金管理出现可能损害上市公司和投资者利益情形的，上市公司应当及时披露进展情况和应对措施。第二，对资金账户实施更严格监管，强调进行临时补充流动资金也应通过专项账户实施，开展现金管理应通过募集资金专项账户或者公开披露的产品专用结算账户实施。第三，提升保荐机构持续督导能力，强调上市公司应当积极配合保荐机构持续督导工作和会计师事务所审计工作，及时提供或向银行申请提供相关必要资料，推动专户管理、三方监管制度落到实处。

四是提升募集资金使用效率。第一，便利上市公司置换资金，上市公司前期投入自筹资金的，应当在募集资金到账后六个月内置



换。此后在支付人员薪酬、购买境外产品设备等事项中以募集资金直接支付确有困难的，可以在自筹资金支付后六个月内实施置换。第二，明确募投项目出现市场环境重大变化等情形时的重新评估论证要求，引导公司密切关注募投项目进展，积极推进募投项目建设。

五是督促中介机构履职尽责。第一，针对募集资金投资项目发生较大变化的情况，保荐机构应发表意见，说明原因及前期保荐意见的合理性。第二，强化保荐机构持续督导责任，规定保荐机构应及时开展现场核查，发现募集资金存在异常情况的应及时、主动向中国证监会派出机构和证券交易所报告。第三，明确与相关上位法有关法律责任的衔接机制，促进中介机构勤勉尽责。

六是做好与独董制度改革和《[公司法](#)》修订的衔接调整。由于前期独立董事制度改革中取消了独立董事对募集资金事项发表意见的要求，本次修订也删去了独立董事相关要求。同时适应《[公司法](#)》修订精神，相应将“股东大会”的表述调整为“股东会”。

### 三、公开征求意见情况

2025年1月17日至2025年2月16日，《监管规则》向社会公开征求意见，共收到意见建议31条。总体来看，市场对《监管规则》表示支持，认为有助于推动提高上市公司质量。主要意见及吸收采纳情况如下：

一是关于适用范围。公开征求意见期间，有意见建议明确本规则是仅适用于发行股票募集的资金，还是适用上市公司全部募集形式（股票、债券等）所募集的资金。经研究，《监管规则》专门作出规定，明确本规则适用于上市公司通过发行股票或者其他具有股权性质的证券（包含可转换公司债券、存托凭证等）募集资金，不包括实施股权激励计划募集的资金，也不包括债券募集的资金。该





意见已采纳。

二是关于超募资金使用。公开征求意见期间，有意见建议明确以前超募的资金是否适用新规。考虑到在《监管规则》实施前，上市公司已按照《2号指引》使用取得的超募资金，经研究，《监管规则》实施后发行取得的超募资金，适用新规则；实施前已发行完成取得的超募资金，适用旧规则。该意见已采纳。

## 上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定

### 上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定

#### 中国证券监督管理委员会公告〔2025〕8号

现公布《上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定》，自2025年7月1日起施行。

中国证监会

2025年4月7日

### 上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定

**第一条** 为规范上市公司和其他信息披露义务人信息披露暂缓、豁免行为，加强信息披露监管，保护投资者合法权益，根据《[中华人民共和国保守国家秘密法](#)》《[中华人民共和国证券法](#)》（以下简称《[证券法](#)》）、《[上市公司信息披露管理办法](#)》等法律、行政法规和规章，制定本规定。

**第二条** 上市公司和其他信息披露义务人暂缓、豁免披露临时报告，在定期报告、临时报告中豁免披露中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）和证券交易所规定或者要求披露的内容，适用本规定。



**第三条** 上市公司和其他信息披露义务人应当真实、准确、完整、及时、公平地披露信息，不得滥用暂缓或者豁免披露规避信息披露义务、误导投资者，不得实施内幕交易、操纵市场等违法行为。

**第四条** 上市公司和其他信息披露义务人应当审慎确定信息披露暂缓、豁免事项，履行内部审核程序后实施。

暂缓、豁免事项的范围原则上应当与公司股票首次在证券交易所上市时保持一致，在上市后拟增加暂缓、豁免披露事项的，应当有确实充分的证据。

**第五条** 上市公司和其他信息披露义务人有确实充分的证据证明拟披露的信息涉及国家秘密或者其他因披露可能导致违反国家保密规定、管理要求的事项（以下统称国家秘密），依法豁免披露。

**第六条** 上市公司和其他信息披露义务人有保守国家秘密的义务，不得通过信息披露、投资者互动问答、新闻发布、接受采访等任何形式泄露国家秘密，不得以信息涉密为名进行业务宣传。

上市公司的董事长、董事会秘书应当增强保守国家秘密的法律意识，保证所披露的信息不违反国家保密规定。

**第七条** 上市公司和其他信息披露义务人拟披露的信息涉及商业秘密或者保密商务信息（以下统称商业秘密），符合下列情形之一，且尚未公开或者泄露的，可以暂缓或者豁免披露：

（一）属于核心技术信息等，披露后可能引致不正当竞争的；

（二）属于公司自身经营信息，客户、供应商等他人经营信息，披露后可能侵犯公司、他人商业秘密或者严重损害公司、他人利益的；

（三）披露后可能严重损害公司、他人利益的其他情形。

引用文档



**第八条** 上市公司和其他信息披露义务人暂缓、豁免披露商业秘密后，出现下列情形之一的，应当及时披露：

- （一）暂缓、豁免披露原因已消除；
- （二）有关信息难以保密；
- （三）有关信息已经泄露或者市场出现传闻。

引用文档

**第九条** 上市公司拟披露的定期报告中有关信息涉及国家秘密、商业秘密的，可以采用代称、汇总概括或者隐去关键信息等方式豁免披露该部分信息。

上市公司和其他信息披露义务人拟披露的临时报告中有关信息涉及国家秘密、商业秘密的，可以采用代称、汇总概括或者隐去关键信息等方式豁免披露该部分信息；在采用上述方式处理后披露仍存在泄密风险的，可以豁免披露临时报告。

**第十条** 上市公司和其他信息披露义务人暂缓披露临时报告或者临时报告中有关内容的，应当在暂缓披露原因消除后及时披露，同时说明将该信息认定为商业秘密的主要理由、内部审核程序以及暂缓披露期限内相关知情人买卖证券的情况等。

**第十一条** 上市公司应当制定信息披露暂缓、豁免管理制度，明确信息披露暂缓、豁免的内部审核程序，并经董事会审议通过。

**第十二条** 上市公司暂缓、豁免披露有关信息的，董事会秘书应当及时登记入档，董事长签字确认。上市公司应当妥善保存有关登记材料，保存期限不得少于十年。

**第十三条** 上市公司和其他信息披露义务人暂缓、豁免披露有关信息应当登记以下事项：

- （一）豁免披露的方式，包括豁免披露临时报告、豁免披露定





期报告或者临时报告中的有关内容等；

（二）豁免披露所涉文件类型，包括年度报告、半年度报告、季度报告、临时报告等；

（三）豁免披露的信息类型，包括临时报告中的重大交易、日常交易或者关联交易，年度报告中的客户、供应商名称等；

（四）内部审核程序；

（五）其他公司认为有必要登记的事项。

因涉及商业秘密暂缓或者豁免披露的，除及时登记前款规定的事项外，还应当登记相关信息是否已通过其他方式公开、认定属于商业秘密的主要理由、披露对公司或者他人可能产生的影响、内幕信息知情人名单等事项。

**第十四条** 上市公司和其他信息披露义务人应当在年度报告、半年度报告、季度报告公告后十日内，将报告期内暂缓或者豁免披露的相关登记材料报送上市公司注册地证监局和证券交易所。

**第十五条** 上市公司未按照本规定制定信息披露暂缓、豁免管理制度的，中国证监会依照《[上市公司信息披露管理办法](#)》第五十四条的规定处理。

**第十六条** 上市公司或者其他信息披露义务人暂缓、豁免披露有关信息不符合本规定，构成未按照《[证券法](#)》规定报送有关报告或者履行信息披露义务，或者报送的报告或者披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏等情形的，中国证监会依照《[证券法](#)》第一百九十七条、《[上市公司信息披露管理办法](#)》第五十三条的规定处理。

**第十七条** 上市公司或者其他信息披露义务人利用暂缓、豁免披露从事内幕交易、操纵市场等违法行为的，中国证监会依照《[证](#)



[券法](#)》第一百九十一条、第一百九十二条的规定处理。

**第十八条** 本规定自 2025 年 7 月 1 日起施行。



## ◎ 专业文章

### RWA 监管合规大不同, 兼评蚂蚁数科绿色金融案例

陈维娜、马清 上海段和段律师事务所

#### 一、RWA 释义及其前世今生

1. RWA (Real World Assets 真实世界资产上链), 即通过区块链技术将传统金融或实体经济中的有形或无形资产进行通证 token 代币化, 使其具备链上流通、交易和管理的特性。上链资产包括但不限于不动产(房地产、土地)、大宗商品(黄金、石油)、金融资产(债券、股票、国债)、知识产权(专利、版权)、艺术品与收藏品、优质农产品、绿色低碳资产等。

核心特点是通过智能合约将资产所有权或收益权转化为区块链上的数字代币, 并通过所有权碎片化降低投资门槛, 增强传统资产的流动性, 提高交易效率。

RWA 真实资产的锚定价值“映射数字信任”之关键, 方能从本质上区别于涉嫌非法集资、金融诈骗、洗钱等犯罪的空气币虚拟资产。

#### 2. RWA 发展历程与未来预期

2.1 探索期(2017-2019 年) 基于区块链技术的去中心化金融(DeFi)的发展, RWA 概念开始萌发。一些前沿项目开始证券代币化(STO)的探索。例如 2017 年开发的 Polymath、Harbor 项目, 通过证券型代币发行与管理的区块链平台, 帮助企业完成资产代币化; 2019 年成立的 RealT 项目, 将美国房产碎片化为数字代币, 使全球投资者能以较低门槛持有不动产份额并获取相关收益。

2.2 初步发展期(2020-2022 年) 瑞士 Centrifuge AG 公司开发的 Centrifuge 项目持续获得关注, 其专注于将 RWA 代币化并引入区块链, 使投资者可以通过去中心化金融市场获得传统资产的收益, 并与去中心化自治组织的 MakerDAO (DAI 稳定币的发行方) 合作, 逐步将美国国债、企业信贷和房地产等资产引入 DAI 的抵押品体系, 提升 DAI 的稳定性。2022 年开始, 摩根大通、高盛等大型金融机构也开始加速推进试点 RWA 项目。

2.3 快速发展期(2023 年开始) BlackRock (贝莱德)、Fidelity (富达) 等全球大型资产管理公司开始加速布局 RWA, 聚焦代币化





国债、私募基金和房地产等领域。同时，各国政府监管部门，如美国证券交易委员会（SEC）和欧洲证券市场管理局（ESMA）也开始入场，探索制定 RWA 相关监管规则。

2.4 未来预期 根据波士顿咨询集团（BCG）预测，到 2030 年全球 RWA 通证化规模将达到 16 万亿美元。花旗银行亦发布研报认为，到 2030 年将有 4 万亿至 5 万亿美元的 RWA 实现通证化，而基于区块链技术的贸易金融交易额将达到 1 万亿美元。

### 3. RWA、NFT、ABS 比较

RWA、NFT（Non-Fungible Token，非同质化代币）、ABS（Asset-Backed Securities，资产支持证券）是三种不同的资产数字化或证券化形式，既有联系又有实质区别，未来三者亦或进一步融合（如 NFT 抵押生成 RWA，ABS 上链生成 RWA）形成混合金融产品。

	RWA	NFT	ABS
定 义	区块链上 代币化真 实资产	唯一性数字凭证， 代表特定物品或 权益	传统金融中的证 券化工具
底 层 资 产	国债、信贷、大宗商 品等广泛类别，但排 除虚拟资产	艺术品、游戏道 具、虚拟土地等虚 拟/实物资产	房贷、车贷、信 用卡债务等债权 资产
法 律 结 构	智能合约+区块链下 独立法律实体（信 托、SPV）	智能合约	独立法律实体 （信托、SPV）
监 管 框 架	新兴复杂，两极化监 管逐步规范	多数国家未明确 监管（除非涉及证 券属性）	成熟监管框架

4. 万物皆可 RWA？从马陆葡萄项目是不是真正意义上的 RWA 说起



2024年11月在上海数据交易所基于U235框架支撑助力上海左岸芯慧电子科技有限公司发布国内农业领域首个RWA项目——“马陆葡萄RWA”并完成1000万元股权融资，引发社会各界关注。该项目发行的产品为马陆葡萄·首发农业纪念数字资产，共2024个（其中基础款1924个，稀缺款100个），产品定价99元，产品属性为品牌营销类数字艺术品。作为数字艺术品的附加权益，包含葡萄提货卡、“马陆星球”农业互动空间的参与资格及空投奖品等。







在国内强监管环境下，去年该项目方发行的数字资产藏品更趋近合规可控制的 NFT，而不是带有金融投资属性的 RWA。其价值锚定于农产品的消费属性（兑换实物后核销）与数据服务的使用权并设置数字资产流通期限至 2025 年 12 月 8 日。该数字资产的持有者无法通过持续持有享受底层资产增值带来的收益。

从技术角度看，任何能产生现金流或具有明确所有权的真实资产均可尝试代币化。但事实上，RWA 的底层资产本身是否具备一定的盈利能力才是评价关键，把现实中的垃圾资产包装成 RWA 配以数据资产营销话术亦不在少数，颇有 RWA 版的 P2P 和二级市场炒币的味道。至 2025 年 4 月，马陆葡萄 RWA 案例已提炼演进为 RDA 模式。

受限于不同国家及地区的法律、资产流动性和需求真实性等多因素，合规和监管无疑是 RWA 的灵魂，不合规的 RWA 不仅是空头支票，更是触碰法律红线。

## 二、RWA 合规环境：内外大不同

### 2.1 中国大陆监管态势及判例

2.1.1 新形势下的监管尤其是刑事打击并未放松，顶层设计与国际压力（如 FATF）驱动扩围

➤ 2025 年 1 月 1 日实施《中华人民共和国反洗钱法（2024 修订）》主席令第三十八号

➤ 2024 年 8 月 20 日施行 两高《关于办理洗钱刑事案件适用法律若干问题的解释》法释〔2024〕10 号

➤ 2021 年 3 月 1 日施行《刑法修正案（十一）》刑法第一百九十一条修改为：“为掩饰、隐瞒毒品犯罪、黑社会性质的组织犯罪、恐怖活动犯罪、走私犯罪、贪污贿赂犯罪、破坏金融管理秩序犯罪、金融诈骗犯罪的所得及其产生的收益的来源和性质，有下列行为之一的，没收实施以上犯罪的所得及其产生的收益，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处罚金；情节严重的，处五年以上十年以下有期徒刑，并处罚金：（一）提供资金帐户的；（二）将财产转换为现金、金融票据、有价证券的；（三）通过转帐或者其他支付结算方式转移资金的；（四）跨境转移资产的；（五）以其他方法掩饰、隐瞒犯罪所得及其收益的来源和性质的。单位犯前款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，依照前款的规定处罚。”

2021 年 9 月 15 日，中国人民银行、中央网信办、最高人民法





院、最高人民法院、工业和信息化部、公安部等 10 部门发布《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》（银发〔2021〕237 号）明确：虚拟货币相关业务活动属于非法金融活动。严格禁止，坚决依法取缔非法金融活动，包括“开展法定货币与虚拟货币兑换业务、虚拟货币之间的兑换业务、作为中央对手方买卖虚拟货币、为虚拟货币交易提供信息中介和定价服务、代币发行融资以及虚拟货币衍生品交易等虚拟货币相关业务活动涉嫌非法发售代币票券、擅自公开发行证券、非法经营期货业务、非法集资等”。对于开展相关非法金融活动构成犯罪的，依法追究刑事责任。

2017 年 9 月 4 日，中国人民银行、中央网信办、工业和信息化部等 7 部门发布《关于防范代币发行融资风险的公告》明确：代币发行融资本质上是一种未经批准非法公开融资的行为，涉嫌非法发售代币票券、非法发行证券以及非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动。

### 2.1.2 判例窥见法律风险

在我国，虚拟货币相关业务活动属于非法金融活动，任何法人、非法人组织和自然人参与虚拟货币相关业务属于非法参与金融活动，违反法律法规强制性规定，相关民事法律行为无效，由此引发的损失由其自行承担。持有虚拟货币，本身并不违法，但参与投资虚拟货币及相关衍生品，甚至自行发行代币属于非法金融活动，轻则合同无效，自担损失。重则构成刑事犯罪。

[案例 1] 寻乌县橙乡公社农业公司与上海舜宁投资管理公司服务合同纠纷（2023）沪 0117 民初 4241 号

基本案情：2018 年 11 月原、被告签订总额为 30 万元的《区块链孵化协议》约定基于比特、以太等目前最主流区块链智能合约技术来进行代币发行，并在区块链上生成代币；设计通证经济模型，设计内部积分模式在所需场景下应用；境外包装、境外法律咨询服务、境外基金会注册、境外站台顾问团介绍；社群营销资源、线下活动资源、国内赛事奖项资源的介绍；白皮书完成后，未潜在投资者的推荐和讲解。被告向原告交付白皮书 token 版（含中英文版本）、



白皮书积分版各 1 份。《白皮书 token 版》共有项目背景、农业发展现状、农业发展痛点、解决方案、AGH-基于区块链的生态农业管理平台、Token 生态、技术解决方案、团队、项目规划、法律及风险说明、免责说明等十一个部分，其中，第六部分“Token 生态”项下，6.1“Token 情况概览”载明，Token 名称：AGH；代币用户：应用型代币；发行总量：50 亿；代币种类：ERC20 代币。6.2“Token 分配”载明，平台生态激励 35%，社区推广 10%，团队 10%，基金会 15%，对外出售 30%，其中“对外出售 30%”部分又载明“依据项目开发进度的需要，完成 AGH 经济生态的构建，拟将总量的 35%以发行置换的形式进行社区分配，用于 AGH 后期的产品研发、团队扩展等。发行置换这部分的 AGH 将通过基石、私募、公募三轮发行，具体为：基石轮 8%——发行群体-早期社区具有影响力的投资人及战略投资伙伴；代币发行时释放-30%，剩余 70%从上交易平台后，每两个月依次 20%，20%，30%。6 个月释放完毕。私募轮 10%——发行群体-企业投资人及战略合作伙伴；代币发行时释放-40%，剩余 60%从上交易平台开始后的第一个月开始，每月释放 10%，6 个月释放完毕。公募轮 17%——发行群体-平台第一批入驻商户、业务合作伙伴；代币上交易平台前全部释放完毕。《白皮书积分版》共有项目背景、农业发展现状、农业发展痛点、解决方案、AGH-基于区块链的生态农业管理平台、溯源技术架构简析、团队、项目风险说明等八个部分。

判决结果：因约定服务事项属于从事非法金融活动，有违相关金融管制规定，存在扰乱经济金融秩序情形，故案涉《区块链孵化协议》无效，因该合同取得的财产应当予以返还。双方对《区块链孵化协议》的无效均存在过错，法院综合考虑双方的过错和损失情况，判令被告向原告返还服务费用 25 万元。

#### [案例 2] 朱某；王某不当得利纠纷（2025）豫 16 民终 982 号

基本案情：2023 年 8 月王某通过一个名为“女娲 3.0 共创辉煌”微信群，参与到“恒钥集团女娲 3.0 计划”。王某向群负责人朱某某及其指定账户多次转款六万余元，购买“恒钥集团女娲 3.0 计划”的 CHC-RWA 积分。积分可以用于购买商品，也可以提现。朱某某收到王某转账后，将王群的转款转给他人，用于给王某的平台账户内充值积分。之后涉平台积分无法提现，案涉平台亦无法进入。

判决结果：朱某某未取得不当利益，本案不符合不当得利的构成要件。一审认为本案可能涉嫌经济犯罪，由公安机关先行查处有利于保护受害人的合法权益，故，裁定驳回王某的起诉并无不当。在公安机关处理后，如未认定本案所转款项构成刑事犯罪，王某可以





基础法律关系提起诉讼。王某的上诉请求不能成立，应予驳回；一审判决认定事实清楚，适用法律正确，应予维持。

[案例 3] 参考案例：王某剑、马某等集资诈骗、洗钱案（2024）川刑终 77 号

基本案情：2020 年，被告人王某剑等人以篡改其他虚拟货币代码的方式设计出名为 GUCS 的虚拟货币和关联软件“Wallet Pro”APP（GUCS 钱包）；通过支付相应费用等方式，将 GUCS 币放在某网络平台公开交易。用户下载“Wallet Pro”等 APP 后，在平台 APP 中注册成为会员，绑定银行卡、支付宝、微信等账户，将人民币兑换成虚拟货币“泰达币”，然后再用“泰达币”购买 GUCS 币。王某剑与被告人杨某彬、谢某茂等人共谋，故意隐瞒其锁定 GUCS 币获取权限和数量的真相，虚构该币可像比特币一样通过算力不断产出、与国际金融挂钩等事实，并安排被告人段某磊、王某等人通过自买自卖方式操纵 GUCS 币交易价格，制造 GUCS 币购买需求旺盛、价格上涨的假象。王某剑等人以发送虚假宣传资料、召开宣讲会等方式向社会公众公开宣传 GUCS 币项目，大肆鼓吹 GUCS 币的经济价值和投资前景，承诺给予高息回报，不断引诱社会公众投资购买，造成 2.9 万余名集资参与人损失共计人民币 17.94 亿元（币种下同）。经鉴定，GUCS 币无技术应用和实体支撑，无实际价值。2020 年 10 月初，被告人王某剑陆续将通过上述手段获取的价值约 2.49 亿元的“泰达币”转给被告人马某。马某通过在境外外汇平台投资等形式，改变上述虚拟货币的性质，陆续向王某剑转款 9000 余万元。

判决结果：以集资诈骗罪判处被告人王某剑无期徒刑，剥夺政治权利终身，并处没收个人全部财产，与其他犯罪并罚，决定执行无期徒刑，剥夺政治权利终身，并处没收个人全部财产；以洗钱罪判处被告人马某有期徒刑八年，并处罚金人民币五十万元。





## 2.2 其他国家、地区监管制度

2.2.1 美国 证券型 RWA 适用《证券法》（1933 年）、《证券交易法》（1934 年），由美国证券交易委员会（SEC）监管。商品型 RWA 适用《商品交易法》，由商品期货交易委员会（CFTC）监管。支付型 RWA 适用《银行保密法》，由美国财政部金融犯罪执法网络（FinCEN）监管。

2.2.2 欧盟 对 RWA 的监管以《加密资产市场法规》（MiCA，2024 年 12 月生效）为核心框架，并结合《金融工具市场指令 II》（MiFID II）、《通用数据保护条例》（GDPR）进行规范。

2.2.3 新加坡 金融管理局（MAS）依据《证券期货法》（SFA）、《支付服务法》（PSA）对证券型、支付型 RWA 进行监管。

2.2.4 日本 金融厅（FSA）依据《金融工具与交易法》（FIEA）监管证券型 RWA，依据《支付服务法》（PSA）监管与法币或实物资产挂钩的代币。

2.2.5 香港 对 RWA 的监管主要由香港金融管理局（HKMA）和香港证券及期货事务监察委员会（SFC）负责，后者依据《证券及期货条例》（SFO）对证券型 RWA 进行监管；前者负责非证券型 RWA 的监管。

## 三、中国 RWA+产业新动向，蚂蚁数科案例

2025 年 4 月 8 日，中国香港特区政府引进重点企业办公室举办重点企业签约仪式，蚂蚁集团旗下数字科技公司蚂蚁数科成为新一批重点企业，这与蚂蚁数科近一年内频繁与多家实体企业合作探索 RWA 走出扎实步伐，并深度参与香港金融管理局 Ensemble 项目沙盒不无关系。

### 3.1 蚂蚁数科携手朗新集团

2024 年 8 月，蚂蚁数科与上市公司朗新集团合作在香港完成国内首单基于新能源领域的 RWA 项目，该项目在以太坊上发行，朗新获得 1 亿元融资。朗新旗下新电途作为新能源数字化平台的运营方和服务方，将平台上运营的部分充电桩作为 RWA 锚定资产，基于可信数据在区块链上发行“充电桩”数字资产，每一个数字资产代表对应充电桩的部分收益权。

### 3.2 蚂蚁数科携手协鑫能科

2024 年 12 月，蚂蚁数科与协鑫集团旗下上市公司协鑫能科，成功完成基于光伏实体资产的 RWA 项目，涉及金额超 2 亿元人民币。



协鑫能科将位于湖北省、湖南省的 82MW 左右“鑫阳光”户用光伏作为 RWA 锚定资产，通过区块链技术和 IoT（物联网）技术融合，与境外资金连接，将户用光伏项目自身价值、运营、收益等数据打包存储在区块链上，形成数字通证。

### 3.3 蚂蚁数科携手巡鹰集团

2025 年 3 月，蚂蚁数科与巡鹰集团旗下巡鹰出行成功完成基于换电实体资产的 RWA 项目，涉及金额数千万港元。该项目通过发行由香港胜利证券担任管理人的 RWA 基金产品，蚂蚁数科、Conflux Network 与 VDX 共同提供技术支持，AW3 家族办公室作为生态伙伴参与其中。巡鹰出行将位于全国范围内的换电柜和锂电池作为 RWA 锚定资产，通过区块链技术和 IoT（物联网）技术融合，将换电项目自身价值、运营、收益等数据打包存储在区块链上，形成数字通证。

小结：在我国法律框架和监管环境下，蚂蚁数科与 3 家实业企业的 RWA 合作模式为内地开展 RWA 项目提供了试点样本。3 家合作伙伴都深耕绿色能源与制造产业，同时 RWA 项目落地交易都不在内地金融市场，是中国企业参与全球 RWA 的战略探索，亦为 RWA 锚定中国法定货币数字人民币资产价值的外拓提供经验。



## 操纵证券市场行为的主观认定——集中资金优势、持股优势连续买卖型

周永强（北京德恒律师事务所）

《[中华人民共和国证券法（2019修订）](#)》（下称“《[证券法](#)》”）第五十五条第一款及第一项规定：“禁止任何人以下列手段操纵证券市场，**影响或者意图影响**证券交易价格或者证券交易量：（一）单独或者通过合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖；”

仅从文义解释而言，行为人客观上存在“集中资金优势、持股优势”的操纵手段时，要认定构成操纵证券市场，仍需要客观上已经实际具备影响证券交易价格或者证券交易量的行为结果，或者主观上具备影响证券交易价格或者证券交易量的意图。然而，前者仅从客观上具备资金优势、持股优势并结果导致证券交易价格发生变化，进而认定行为人操纵证券市场过于严苛。应当结合行为人的主观意图综合认定行为人构成操纵证券市场。

### 一、操纵证券市场的本质为欺诈

操纵证券市场的违法本质一直有“欺诈说”和“滥用市场优势说”两种学术观点的争论。“欺诈说”认为操纵的具体表现形式是行为人通过操纵行为制造交易活跃的假象，诱使并误导投资人进行跟风交易；后者认为操纵是行为人滥用市场信息、资金、技术优势地位，危害证券市场的正常交易和公平秩序；“滥用市场优势说”系为囊括其他不具有欺诈底色的不正当利用优势地位的操纵行为而设，矛头直指《[证券法](#)》第五十五条第一款第一项规定的连续型操纵行为。

事实上，“欺诈说”和“滥用市场优势说”并不互相排斥，前者在于微观上判定操纵行为构成中将欺诈的主观心理状态作为构成要件，后者在于宏观上保护证券市场的正当且充分竞争，维持证券市场的稳定。并且，对于如何认定“滥用”，《[证券法](#)》及其他相关





规范性文件甚至司法实践中并未有明确的标准，为了防止自由裁量权的不确定性，确有必要综合行为人的主观意图来界定是否存在“滥用”行为。

尽管我国相关法律法规等，均未明确规定操纵证券市场存在“欺诈”的表述，但“欺诈说”在我国理论研究、行政处罚即司法判决中均有体现。

邢会强、缪因知等老师认为，操纵的本质是欺诈，并拓展了操纵证券市场的内涵及外延，认为操纵证券市场是行为人“为牟取证券相关利益，故意通过交易扭曲证券交易价量，或通过编造或传播不真实、不准确、不完整或不确定的信息，诱使他人对证券价值产生错误判断而实施交易的违法行为。”<sup>1</sup>

中国证监会行政处罚委员会编写的《证券期货行政处罚案例解析（第一辑）》曾指出，在没有其他直接证据证明行为人具有欺诈故意的情况下，应当首先判断行为人是否实施了法律所禁止的操纵行为或者其他异常行为，在行为人的行为在客观上满足前述行为特征后，再进一步判断行为人的行为本身是否具有经济上的合理性以及行为人能否证明自己的行为不具有欺诈故意。

司法实践中，四川高院于 2021 年 1 月作出的《阙文彬、蝶彩资产管理（上海）有限公司证券纠纷二审民事判决书》（[（2020）川民终1532号](#)）认为：“其次，操纵股价行为结束后，股票价格逐渐向其真实价值回归，而市场需要多长时间才能将其**欺诈**效应消化掉，涉及的因素较多，是一个复杂的问题”。

上海金融法院于 2022 年 9 月作出的某民事判决书亦认为：“操纵行为的可责性，表现为扭曲真实市场价格所形成之人为价格的**欺诈性**，从而误导不知实情的投资者买入标的股票，额外支付了人为价格与真实市场价格之间的差价，由此产生投资损失。”

另外，上海金融法院于 2022 年 8 月作出的另一民事判决书亦认为：“本院认为，交易型操纵市场行为主要是通过操控证券交易价格和交易量**对投资者形成误导和欺诈**，投资者的注意义务因其专业能



力、所处的交易市场和交易方式而有所差别。”

并且，南京中院于 2024 年 8 月作出的某民事判决书亦认为：“本案中，对受操纵证券交易市场行为所欺诈的投资者而言，……”

由此可知，操纵市场的作用机制在于令他人受到欺诈或诱导他人实施证券交易，从而使股票的价格产生波动的结果，而“诱导”和“欺诈”本身即内含行为人具有主观故意（操纵仅可能为故意操纵，不存在过失型操纵）。

对比 2014 年修正的旧《[证券法](#)》第七十七条<sup>2</sup>完全客观归责理论，立法者已经注意到并新增“影响或者意图影响”的表述，由此可见，实践中亦确实需要关注行为人是否具备“欺诈”的主观意图。

## 二、《[证券法](#)》第五十五条第一款第一项连续买卖型操纵认定

实务中，对于《[证券法](#)》第五十五条第一款第一项的适用似乎尤其需要探究行为人的主观意图。原因在于，区别于第五十五条其他证券市场操纵手段，行为人未发生真实的股票交易或不以真实交易为目的，比如“对敲”（第五十五条第一款第二项）、“对倒”（又称“洗售”，第五十五条第一款第三项）、“虚假申报”（第五十五条第一款第四项）、“蛊惑性交易”（第五十五条第一款第五项）、“抢帽子交易”（第五十五条第一款第六项），上述行为或不实际转移股票的持有人，或不以真实交易为目的，或直接欺诈他人进行股票交易，本身就存在“诱导”“欺诈”的主观意图可能性（当然需要结合其他交易环境综合认定是否存在“诱导”“欺诈”可能性）。

相反的，第五十五条第一款第一项规定的“单独或者通过合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖”系基于行为人的真实交易，行为人拥有大量的资金、大量的股票并进行股票交易行为本身并不当然具有可责性，而具备资金优势及持股优势进行股票交易客观上也必然导致股价波动，如此便难以区分合法的股票投资行为、收购行为和操纵市场行为。<sup>3</sup>尤其在中国股票市场中，持有投机心态的短线交易者居多，这就使得在完全真实交易的





情形下，难以区分投机（合法）与操纵（违法）的界限，如此，资金量庞大的证券交易者基于合理的投机心态和看多某只股票的发展而连续交易的行为极有可能被认定为操纵违法行为。

因此，对于《[证券法](#)》第五十五条第一款第一项行为人利用资金优势、持股优势连续交易的操纵证券市场行为中，尤其需要认定行为人具有操纵的主观故意，如此能区分投机、投资、收购与操纵的区别，避免行为人仅因资金体量大、持股占比高而客观归责。

### 三、实务中如何判断《[证券法](#)》第五十五条第一款第一项连续买卖型操纵证券市场行为

那么，如何判断《[证券法](#)》第五十五条第一款第一项连续买卖型操纵证券市场行为。

第一，将行为人具有操纵证券市场的主观故意作为认定操纵市场的必备构成要件。最高检第四检察厅二级高级检察官贝金欣于 2024 年 4 月编著的《类型思维下操纵证券市场认定问题研究》（下称“《操纵问题研究》”）认为必须将行为人的主观故意作为认定操纵证券市场的构成要件之一：“行为人主观上具有操纵证券交易价格或者证券交易量的意图是必要构成要件之一。如果行为人实施了客观上操纵证券市场的行为，但缺乏操纵的主观故意，就不构成犯罪。<sup>4</sup>……诱使他人跟风交易的意图应可以被影响证券价格所包含，否则影响证券价格的目的根本无从实现。<sup>5</sup>”

在具体认定的操作层面，应当根据刑法理论中的“阶层说”（本文持“二阶层说”），把行为人是否具有主观故意纳入第二阶段必需考量的因素，由此行为人才具备“有责性”，具体而言：“操纵证券市场可能同时涉及民事责任、行政责任和刑事责任，对于案件事实即行为是否构成操纵的判断，除证据证明标准可能不同外，理应保持一致……不论是在民事、行政还是刑事案件中，都应当借鉴刑法犯罪论体系中的阶层性理论，将不同构成要件区分为客观上的不法要件和主观上的责任要件，第一步判断行为客观上是否违法，对于客观上不存在违法的行为，不论行为人主观状态如何，都应当排





除出操纵的范围；第二步则需对客观上违法的行为，进一步判断行为人是否具有操纵的主观故意，以区分行为人构成操纵，还是构成其他违法类型或者不予追究法律责任。”<sup>6</sup>

综上所述，无论根据“要件说”，遵循主客观相一致的标准，需要行为人实施操纵手段的同时具备操纵意图；还是“阶层说”，先讨论构成要件“该当性”再主观上识别“有责性”，执法、司法机关均须对行为人的主观意图进行评价，如果行为人主观上并不存在欺诈证券市场股票交易者的故意，也不存在操纵证券市场的意图，那么即不构成操纵予以处罚。

**第二，可以从行为人是否存在多账户交易及是否叠加其他操纵手段来综合推定行为人的主观意图。**主观意图为行为人的内心真意，外界难以推知，因此需要结合行为人的客观外在行为表现来综合判定。如前所述，操纵证券市场是一种“欺诈”他人交易股票的行为，欺诈行为不能包括只以真实交易为目的的操纵行为，如果行为人没有刻意使用多个账户进行股票交易，隐瞒自己实际控制的账户，以逃避公司年报的信息披露，也没有使用诸如“对倒”“虚假申报”“拉抬”“反向交易”等其他操纵手段“诱导”并“欺诈”他人交易股票，那么可以推定行为人没有通过不法行为影响股价的主观过错，根据《[行政处罚法](#)》第三十三条第二款规定：“当事人有证据足以证明没有主观过错的，不予行政处罚。”

中国证监会及其派出机构多年的行政执法实践中也印证了这一判定标准。我们统计了2022年1月1日至今中国证监会及其派出机构全部处罚的情形，<sup>7</sup>结果显示，行为人在具备资金优势、持股优势下连续交易股票，需要同时具备操纵多个非自身实名账户（至少5个以上）或者同时具备叠加其他操纵手段，才有可能被中国证监会及其派出机构予以行政处罚。在汤欣、高海涛老师的学术著作中，同样统计了2022年以前的操纵证券市场处罚案件，研究同样表明，连续交易往往伴随有其他操纵手段，成为操纵行为的惯常模式。<sup>8</sup>在为数不多的仅以连续交易认定操纵案例中，行为人也存在实际控制并使用大量账户进行交易的情形。

本质而言，由于连续交易本身基于真实交易，不能仅仅凭借集中资



金优势以及具备持股优势推定行为人的操纵意图，要认定行为人利用资金优势、持股优势连续交易操纵证券市场，仍应综合行为人的交易行为来判断是否存在“交易异常性”，比如行为人是否持有多个证券账户，是否通过大额、连续、密集或明显偏离最新价申买，当日或次日反向卖出持有的大宗交易股票获利，或行为人是否具备《[证券法](#)》第五十五条的其他操纵手段等，从而区别于一般投资者的合理交易行为，认定行为人具有通过资金或持股优势扭曲市场成交价格的意图。<sup>9</sup>

**第三，其他证据。**操纵的主观故意还可通过行为人的账户开户材料、情况说明、聊天记录、通讯记录、询问笔录、事后股票交易记录、是否销毁证据等证据方面，综合判断行为人是否存在操纵的主观意图。

#### 四、结论

《[证券法](#)》关于行为人具备资金优势、持股优势连续交易，意图影响证券交易价格和交易量的操纵行为认定尚存在解释的空间，应当结合行为人是否具备操纵的主观意图，包括主观上的行为动机、行为目的、自认，以及客观上结合行为人是否存在多个证券账户、其他操纵手段、交易异常性推定行为人的主观故意，避免扩张适用该项造成的完全客观归责，更有利于完善司法裁判和行政监管的标准，更有利于中国证券交易市场的活跃发展。

#### 参考文献：

[1] 邢会强主编：《证券法学》（第三版），中国人民大学出版社2023年版，第183页。

[2] 《[证券法](#)》（2014年修正）第七十七条规定：“禁止任何人以下列手段操纵证券市场：（一）单独或者通过合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖，操纵证券交易价格或者证券交易量；（二）与他人串通，以事先约定的时间、价格和



方式相互进行证券交易，影响证券交易价格或者证券交易量；（三）在自己实际控制的账户之间进行证券交易，影响证券交易价格或者证券交易量；（四）以其他手段操纵证券市场。操纵证券市场行为给投资者造成损失的，行为人应当依法承担赔偿责任。”

[3]参见彭冰：《中国证券法学》（第二版），高等教育出版社 2007 年版，第 392-393 页。

[4]北八道公司操纵证券市场行政诉讼案，北京市高级人民法院（2019）京行终字 4186 号行政判决书。

[5] 贝金欣：《类型思维下操纵证券市场认定问题研究》，中国检察出版社 2024 年 4 月出版，第 88-90 页。

[6]贝金欣：《类型思维下操纵证券市场认定问题研究》，中国检察出版社 2024 年 4 月出版，第 101、108 页。

[7] 经检索，在证监会官网中，以“利用资金优势、持股优势”或“连续交易”为关键词，选取 2022 年 1 月 1 日至 2025 年 5 月 12 日行为人操纵证券市场并受到行政处罚的案例为 68 个，在全部案例中，行为人在具备资金优势、持股优势连续交易的同时，其账户组所涉账户数量至少为 3 个以上（部分处罚决定中只显示为“多个”），或者同时具备其他操纵手段，包括“对倒”“拉抬”“虚假申报”“反向交易”等。

[8]参见汤欣、高海涛：《如何认定市场操纵——基于中国证监会行政处罚文书的研究》，载《商法界论集》2023 年第 1 期，第 5-6 页。研究显示，自首部《[证券法](#)》生效日（1999 年 7 月 1 日）起至 2022 年 8 月 31 日止，中国证监会以行政处罚决定书或市场禁入决定书形式公布的操纵证券市场处罚案件共 159 起，其中，连续交易往往伴随有其他操纵手段，成为操纵行为的惯常模式。

[9]参见汤欣、高海涛：《如何认定市场操纵——基于中国证监会行政处罚文书的研究》，载《商法界论集》2023 年第 1 期，第 9 页。





## ◎ 市场动态资讯

### “长钱”考核周期再拉长，35 万亿险资投资会走向哪里？

随着考核周期的再次拉长，近 35 万亿元保险资金迎来了更贴合其“长钱”属性的考核指挥棒。在这一政策导向下，险资投资又将走向哪里？

“进一步拉长周期考核，显然能够让我们这样的长期资本真正成为更耐心的资本，这种耐心也表现在能够更为坚定和持久地贯彻我们的中长期投资战略战术。”一名保险资管负责人对第一财经表示。

业内人士分析称，拉长考核周期无疑有助于险资长钱长投，进一步增加权益投资的配置。而在新会计准则的施行叠加低利率环境下的“资产荒”背景，险资在权益投资方面预计将提升 FVOCI 策略（即将更多权益资产分入“以公允价值计量且变动计入其他综合收益”类资产中），银行股等高股息红利板块是实践这一策略的重要载体。此外，长周期考核也将强化险资对科技、先进制造等新兴产业的配置能力。

#### **FVOCI 策略将提升**

7 月 11 日，财政部发布的《关于引导保险资金长期稳健投资 进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》（下称《通知》），将国有商业保险公司净资产收益率（ROE）和资本保值增值率的考核进一步拉长至“当年度指标+三年周期指标+五年周期指标”，这较两年前净资产收益率考核的“当年度指标+三年周期指标”进一步拉长，同时长周期指标在其中所占的权重也进一步加大。



随着考核周期的逐渐拉长，险资这样的长钱有了长周期的“指挥棒”。业内人士普遍认为，在低利率时代的“资产荒”情况和加强中长期资金入市的政策引导下，险资本就在增配权益资产。而将考核周期进一步拉长后，险资的权益投资将更进一步。

金融监管总局数据显示，今年一季度末，人身险公司权益投资（股票+证券投资基金+长期股权投资）比例较年初提升 1.1 个百分点达 21.4%，其中股票投资比例上升 0.9 个百分点。

在权益投资增加的前提下，险资的投资策略及方向是否会发生变化？

综合业内多位专业人士观点，《通知》中提到的净资产收益率以净资产为基础，而净资产变动的一大组成部分与净利润相关。在全行业明年初即将实施新会计准则的背景下，《通知》拉长考核周期有利于降低新准则下权益资产波动对利润表的冲击，从而减少对短期考核的负面影响。同时，部分已执行新会计准则的上市险企所采用的 FVOCI 策略亦是长周期导向的投资模式，未来仍有进一步提升空间。

具体来说，中泰证券非银金融首席分析师葛玉翔认为，随着新会计准则的全面实施，财政部对国有保险公司的考核也有望从此前新旧准则并行切换至全面拥抱新准则。在新准则下，以 FVTPL（公允价值计量且其变动计入当期损益）为代表的权益资产增加了保险公司短期业绩波动，险资需要在偿付能力充足率、投资收益目标和资产负债匹配的财务目标三者间寻求平衡。而《通知》拉长考核周期，有望降低新准则下权益资产对利润表冲击从而给短期考核带来的负面影响。

事实上，为了降低新准则下权益资产对净利润波动的影响，已



先一步执行新会计准则的上市险企就已纷纷开始使用 FVOCI 策略。

中泰证券数据显示，从 8 家 A 股及 H 股主要上市险企 2024 年末的股票投资分类结构来看，尽管 FVTPL 股票占投资股权总规模的六成以上，但 FVOCI 股票余额同比增速达 82%，是 FVTPL 的 5 倍，目前占比为 35%左右。同时，中国太保等多家上市险企投资负责人在业绩发布会时曾公开表态，未来会继续增加 FVOCI 的比重。

FVOCI 是否适合长周期考核？答案显然是肯定的。

泰康保险集团执行副总裁、首席投资官，泰康资产首席执行官段国圣近日撰文表示，在新会计准则下，FVOCI 权益资产具有一定特殊性：一方面，仅持有期分红收益计入损益，已实现或未实现资本利得均通过其他综合收益核算，因此保险机构倾向于选择具备较高股息回报的标的。另一方面，在实践中，该类投资要具备更高的持仓稳定性（如持有期超过 6 个月）和更低的换手率（如 6 个月内不超过 10%），因此 FVOCI 也代表了一种以长期投资、长期考核为导向的投资模式，要求投资团队对标的公司的长期价值和质量有更深认知。

东吴证券和中泰证券均预计，长周期考核机制叠加新会计准则之下，保险资金权益投资将更加偏好以 FVOCI 方式持有的高股息资产，预计 2025 年 FVOCI 占比将继续提升。而随着新会计准则的实施推行到全行业，预计中小机构也将逐步加大 FVOCI 权益工具的配置。

### 红利资产继续受青睐

在低利率时代的“资产荒”下，放在规模巨大的险资面前的优质资产其实并不多，业内人士普遍认为，业绩稳定的红利板块似乎成了这一背景下最好的资产之一，也是最适合上述 FVOCI 策略的选择，在长考核周期下的险资权益投资中占据重要地位。





段国圣分析称，一方面，红利组合与公开市场权益策略的收益和风险预期基本相当，但具有更强的防御属性，契合保险资金投资要求（质量优先、盈利稳定、估值合理）。另一方面，新会计准则下长期持有红利类权益资产可计入 FVOCI 资产，在降低报表波动的同时可以享受分红带来的财务收益。

红利股受到险资青睐除了投资属性和会计准则上的考量之外，还有偿付能力上的优势。中信证券研报显示，按照“偿二代”要求，红利股的风险因子相比成长股较低，有助于减少权益类投资对险企偿付能力下降的影响。

基于红利股的这些特质，红利策略也是众多险企在过去调仓加仓的重点。

中信证券上月发布的研报数据显示，2020 年以来保险公司及其资管机构共举牌 58 次，偏好银行业、非银金融和公用事业等板块。统计被举牌的 44 个样本，举牌对象股息率均值为 3.78%，处于较高水平。重仓股方面，选取红利指数（000015.SH）以及港股红利（513530.SH）成份股进行分析，其中红利指数险企重仓股票占比达 68%，港股红利重仓股票占比超 30%。

银行股就是其中的典型代表。中泰证券数据显示，今年以来，险资已举牌近 20 次，其中超 10 次为银行股。从险资重仓持股情况来看，截至一季度末，险资对银行股的持股数量为 278.21 亿股，合计持股市值达 2657.8 亿元，持股数量和市值均在险资所持行业中位居首位。险资也成为银行股的重要资金来源，甚至被市场认为是近期银行股上涨行情中的一大重要因素。

根据中信证券预计，未来十年头部保险公司将投资红利股约 2.29 万亿元，其中 FVOCI 账户的红利股资产规模将在 2034 年达到



近 1.5 万亿元。

除了红利股之外，业内人士预计，上市险企在权益投资上普遍采取的“哑铃形”配置在长周期考核下也将得以延续和强化。“哑铃”的一端是高息资产，另一端则是成长股。上述保险公司投资负责人表示，险资投资近几年一直关注先进制造、人工智能、医药科技、绿色环保等代表国家新质生产力和经济转型的成长型企业，这当中部分企业可能目前业绩还不突出，但具有长期的潜力。在长周期考核下，险资对于这些成长型企业的“耐心”和配置能力无疑也将得到提升。



## 存量房贷从 3.2%降到 2.6%，广州拟推“商转公”新政

“我的房贷利率马上可以从 3.2%降到 2.6%，月供能省 1000 元多。”广州购房者大明（化名）在社交平台晒出自己列的还款计划对比，他恰好赶上了广州最新出台的“商转公”政策。不过，想要享受这一红利并不容易。原商贷需还款满 5 年、连续缴存公积金 60 个月且必须是家庭唯一住房，这些条件将不少购房者挡在门外。

今年以来，已有超过 20 个城市推进“商转公”政策落地，广州成为继深圳之后第二个加入的一线城市。

传统政策应出尽出的情况下，未来还有多少城市“跟牌”商转公？业内人士认为，可能与城市公积金个贷率相关。当前部分地区公积金个贷率持续走低，具备出台“商转公”政策的基础。但北京、上海、成都、西安等一些热点城市目前公积金使用率相对充裕，公积金盈余也不多，跟进商转公的可能性不大。

### 又有一线城市拟启动“商转公”

记者从业内了解到，所谓“商转公”业务，是指购房者在满足一定条件下，将原有较高利率的商业住房贷款转换为较低利率的公积金贷款。该模式并非新鲜事，许多城市都有推出，但部分城市因住房公积金个人住房贷款（下称“个贷率”）长期处于高位运行，曾暂停了“商转公”业务。

“商转公”业务在 2023 年迎来重要转折点，部分城市开始陆续松绑限制。然而，一线城市因存量房贷规模庞大、利率水平较高，政策落地面临更为复杂的考量，推进步伐相对滞后。政策推进呈现出明显的梯度特征：二三线城市率先发力，一线城市审慎跟进。此前仅有深圳开办“商转公”业务。





近期，“商转公”业务正在加速落地。

中指研究院统计数据显示，今年以来全国已有包括沈阳、重庆在内的约 20 个城市陆续支持或优化“商转公”政策。近日，广州住房公积金管理中心发布《商业性个人住房贷款转住房公积金个人住房贷款实施办法（征求意见稿）》。如果广州落地实施，将是北上广深（四个一线城市）第二个实施“商转公”的城市。

政策优化的步伐也在加快，多个城市正发力升级“商转公”业务模式。7 月 1 日，海南发布了个人房贷“商转公”征求意见稿，贷款方式除“自筹结清”外，还升级“带押直转”模式。今年年初，沈阳市明确优化“商转公”贷款申请条件。取消“商转公”贷款申请条件中原商贷已偿还 3 年（含）以上等多个限制条件。

为何“商转公”在近期加速落地？业内认为与政策导向息息相关。

“近期纾困政策开始转向，即从传统的刺激转向促消费、惠民生、降成本。”广东省住房政策研究中心首席研究员李宇嘉指出，在住房回归居住属性、一般商品或大宗属性后，刚需和刚改主导，且对价格、购房成本比较敏感。同时，近期住房政策开始转向普通消费品促销导向，比如各地各种展销会、以旧换新、国补覆盖、城市更新补短板等等，“商转公”也是属于此序列。

李宇嘉补充称，近期市场有转弱的走势，比如近两个月广州二手房交易套数降至 1 万套以下，同比涨幅收窄，新房成交同比下滑，去化周期拉长；房价环比跌幅有扩大的迹象。在传统政策应出尽出的情况下，市场销售缩量，公积金池子水位上升，成了地方政府为数不多的可选工具。

上海易居房地产研究院副院长严跃进也表示，公积金的政策在



促进消费方面是有积极作用的，购房者每个月的还贷成本下降减少了，可支配收入情况就会改善，可以用于支持商业零售的一些消费等等。

### 仍有一定限制条件

尽管贷款市场报价利率持续下调，但目前公积金贷款利率仍显著低于商业贷款利率，“商转公”在一定程度上有利于为购房者减负。

根据央行决定，自 2025 年 5 月 8 日起，下调个贷率 0.25 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.1% 和 2.6%，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.525% 和 3.075%。

相比较下，广州市目前的存量商业贷款利率普遍维持在 3.2% 左右。公积金贷款具备一定优势。

“商转公”能为购房者节省多少成本？大明为记者算了一笔账，他在 2020 年购买首套房，贷款约 150 万元，采用等额本息法，还款周期是 30 年，月供是 6487 元，目前仍有 134 万元本金未还。如果全部转换成 2.6% 的公积金贷款，月供仅需 5364 元，月供减少 1123 元。

记者注意到，广州的“商转公”政策也设置了多项限制条件，确保用在刚需人群身上。例如原商业贷款已放款 5 年以上，且已获得原商业贷款银行同意转为纯公积金贷款；申请“商转公”贷款时，贷款房屋是产权人家庭在广州市的唯一住房；原商业贷款在申请前 24 个月内没有逾期记录，以及在广州市开户并累计缴存住房公积金满 60 个月及以上等。

李宇嘉分析称，只有纯商贷的自住房、唯一住房才能满足“商



转公”的条件，这部分人群很大程度上是之前购房的年轻人或新市民，他们不具备公积金贷款条件，或当时因商品房销售政策限制（比如 2017 年市场火热时，当时很多楼盘不接受公积金贷款）或申请冗余而未贷款。

此外，广州此次也设置了相应条件。明确个贷率低于 75%时启动“商转公”贷款；当个贷率达到 85%及以上时可采取防控措施，包括但不限于实行“商转公”贷款额度管控、预约申请等措施；当个贷率达到 90%及以上时暂停。

据记者梳理，除广州外，各地在重启“商转公”政策时，大多表示会参考个贷率（即住房公积金个人住房贷款余额与缴存余额之比）实行动态启停。这也意味着如超过个贷率标准线，部分城市的“商转公”业务可能会暂停。例如，南宁公积金中心近年曾因达到暂停受理“商转公”贷款业务的条件，暂停受理“商转公”贷款业务。

### 会有更多城市跟进吗？

目前，除广州、深圳外，北京、上海、杭州、西安等热点城市尚未推出“商转公”业务。

未来，是否将有更多热点城市加入“商转公”行列？业内专家观点存在一定分化。一名业内人士对记者表示，支持“商转公”的大前提是公积金盈余充足，但目前多数热点城市的资金使用率一直处于相对高位，后续推行可能性不大。

以北京为例，根据北京住房公积金 2024 年年度报告，截至年末，累计发放住房公积金个人贷款 10166.81 亿元，涉及约 159 万套住房；累计回收资金 5056.84 亿元；在贷房屋约 80 万套，个人住房贷款余额 5109.97 亿元，个贷率为 62.1%。有购房者在官方平台询





问北京公积金管理中心是否支持“商转公”，该中心回复称，北京住房公积金管理中心的个贷率、资金运用率一直位于高位，故暂不符合开办商贷转公积金贷款业务的条件。除北京外，南京等多个城市在回复居民问询时亦表示，主要原因是公积金资金使用率较高，甚至存在较大资金缺口，暂不具备开展此类业务能力。

相比之下，广州、深圳能够实施“商转公”，与其公积金“蓄水池”较为充裕密切相关。以广州为例，根据广州住房公积金管理中心披露的数据，2025年广州公积金年度结息达44.72亿元，比2024年增加3.1亿元，刷新历史纪录。

也有专家认为将有更多城市跟进。李宇嘉指出，未来会有更多城市加入这一行列。主要原因有二：首先，大部分城市公积金资金池水位线较高，远离警戒线；其次，当前房地产政策正从市场纾困转向促消费、惠民生，所有的住房政策都会转向支持合理消费需求。

李宇嘉认为此举对银行收益的影响也有限。在商业贷款利率和公积金贷款利率差距不大的情况下，对银行来说，同一家银行内平移，留住客户的同时，利息损失不大。而且，常态化开展，还能吸引新增客户。



## 专家热议债市转型：低利率环境下如何破局？

债券市场，作为现代金融体系的核心血脉，其动向牵一发而动全身。当前全球债券市场规模已突破 150 万亿美元，中国债市以 183 万亿元人民币（约 25 万亿美元）的体量稳居全球第二，占比高达 16.7%。在构建“双循环”新发展格局的战略背景下，中国债券市场面临深刻转型，机遇与挑战并存。

近日，陆家嘴金融沙龙第十四期活动在上海成功举办。此次活动汇聚了众多业内专家，共同探讨债券市场在优化投融资功能、创新市场发展机制方面的路径，以及如何通过这些举措进一步推动上海国际金融中心和科创中心的建设。

与会嘉宾一致认为，当前债券市场的利率快速下行阶段已经结束，但低利率环境预计仍将在未来一段时间内延续。面对这一现状和挑战，与会者普遍强调，唯有通过创新，才能为债券市场服务“双循环”开辟新的格局。同时，他们还指出，在全球化背景下，债券市场的发展需要兼顾“引进来”和“走出去”，在全球范围内优化资源配置。

### 利率快速下行阶段已结束

数据显示，过去五年间，债券融资占社会融资规模存量的比重已大幅攀升 9 个百分点，截至今年 4 月末达到约 30%。上海浦发银行金融市场总监、总行首席经济学家、浦发研究院执行院长薛宏立指出，这一变化生动体现了直接融资比重的提升，有效促进了资金更便捷、快速、精准地向提升全要素生产率的关键领域流动。

伴随债券市场地位的日益凸显，薛宏立观察到近期呈现出一些新现象：国内市场深陷“高收益资产荒”，投资者苦寻优质标的；



国际市场则初现“高安全资产荒”端倪，表现为黄金价格飙升、美债长端收益率上行，这折射出“去美元化”趋势下安全资产的稀缺性。同时，中美利差倒挂持续走阔，进一步加剧了市场复杂性。

面对上述复杂环境，业内普遍认为，利率快速下行的阶段已告结束，但低利率环境预计将在未来一段时间内持续。关于未来利率路径，浦银安盛基金副总经理汪献华提出三种可能：继续下行（概率较低）、长期底部波动、底部反弹回升。综合判断，“长期底部波动”是当前主流预期。薛宏立也指出，尽管中国长期债券收益率已结束单边下行，但中期内低利率环境将延续。

在此低利率情境下，东方证券股份有限公司副总裁吴泽智认为，当前的低利率水平难以满足投资者的收益需求，这导致国内资金出海寻求高回报的意愿增强。面对低利率环境，国内投资者也不得不拓展视野。吴泽智强调，需采取大类资产配置策略（涵盖股票、债券、商品等），并关注海外资产配置。在此背景下，“固收+”策略（包含可转债、REITs等含权资产）成为增厚收益的重要手段。券商等机构则运用利率互换、国债期货期权等衍生品构建中性策略，以规避单向波动风险并获取稳定收益。

深入理解当前债市格局，需洞察其背后的核心驱动力。

短期经济复苏迹象显现，汪献华指出，中国经济正逐步走出库存周期底部，工业累计营收、产成品库存及上市公司扣非净利润等指标表明新旧动能转换正在加速。作为结构性周期关键变量的房地产，其销售面积下滑与去库存进程显示市场最艰难时期已过，对经济的拖累正趋于减弱。

深层次的结构转型支撑着低利率的中期持续性。薛宏立认为其深层根源在于中国经济向高质量发展的深刻转型。大华银行（中国）





有限公司副行长杨瑞琪以日本为参照，指出其 20 世纪 90 年代末国债收益率跌破 2%，映射了人口老龄化、房地产深度调整及产业外迁等结构性挑战。当前中国国债收益率同样迈入了“2%以下”时代。

展望未来利率走势的关键，汪献华同时指出，当前市场定价已较充分地反映了现实经济状况。未来利率能否走出长期底部，关键在于新兴产业（如机械、电子等）能否真正崛起并超越传统产业，为经济注入持续增长的新动能。

### 放眼全球优化配置

面对当前现状与挑战，与会嘉宾一致认为，创新是开辟债券市场服务“双循环”新格局的必由之路。

在拓展跨境渠道与国际影响力方面，薛宏立主张发展浦东离岸债券市场，吸引国际资本投资中国优质安全资产，拓宽人民币回流渠道。通过打造“跨境+离岸”双轮驱动模式，打破资本要素流通壁垒，接轨国际规则，有效满足中企海外融资需求。

同步提升人民币资产的国际地位，应推动人民币国债及政策性金融债成为国际市场广泛接受的合格担保品，这能显著降低国内外“双循环”的交易摩擦成本，提升人民币资产的国际化水平。

聚焦区域合作与互联互通，杨瑞琪倡议推动中国—东盟债券市场互联互通，核心在于双向开放：一方面“请进来”，吸引东盟机构投资中国国债；另一方面“走出去”，鼓励中国机构投资东盟国债。具体路径包括研究增设新加坡债券通试点（成功后推广至印尼等国），并支持更多东盟机构发行熊猫债，以此深化区域市场国际化。

产品创新是提升市场韧性与效率的关键抓手，吴泽智指出其核心在于加强衍生品市场建设，例如加速推出国债期货期权等新工具，



为低利率环境下的资产配置与风险管理提供更丰富灵活的策略选项。同时，品种创新（如绿色债、科创债）持续加速，助力企业从外部“融资输血”转向增强自身“发展造血”能力。

市场机制与基础设施的完善同样不可或缺，主管部门需持续完善做市商制度，激励做市商积极性以提升市场流动性与深度。稳步推进债券市场双向开放，吸引更多境外主体参与，并配套完善税收、结算等措施，提升市场整体运行效率与国际竞争力。

资管机构转型是匹配供需的核心环节。汪献华强调，资管机构需突破传统（依赖存贷利差的）银行业务模式桎梏，精心设计产品，精准匹配投资者收益需求与融资主体资金需求。核心是实现资本与资金在规模、期限、风险偏好上的高效精准匹配，变“错配”为“契合”。

金融科技正为市场赋能提供强大动能。吴泽智认为，伴随债券市场成熟度提升、流动性增强以及 AI 等技术应用，成熟的量化策略可借助技术快速部署捕捉机会；科技更在风险管理领域提供强大工具，显著提升投资决策的科学性与精准度。

放眼全球优化配置是应对低利率的重要策略。杨瑞琪基于日本经验（2014~2022 年其机构海外债券配置占比从 11% 飙升至 25%，上世纪 90 年代末商业银行海外投资激增 5 倍）提出，面对国内低利率，金融机构可考虑适当拉长久期，并积极拓展海外投资，在全球范围内寻觅更具性价比的金融资产，优化整体资产配置结构。