

监管政策优化调整 红筹架构从“首选通道”到“审慎例外”

证券时报记者 吴少龙

今年以来,曾是中国新经济企业境外上市标配的红筹架构明显降温。Wind统计数据显示,截至4月8日,41家港股上市的公司中,属红筹架构的仅有两家,占比不足5%。而在2025年,这一比例尚约三成。

从“首选通道”到“审慎例外”,红筹架构地位逆转的背后,是境外上市备案制全面落地、数据安全治理纵深推进、A股注册制成熟与H股全流通落地等多重因素影响,红筹赖以存续的制度红利被大幅压缩。

红筹降温:从标配到例外

红筹架构的核心特征清晰明确:企业注册于开曼、英属维尔京群岛等离岸属地,核心资产、主营业务与经营团队扎根境内,最终登陆香港等境外资本市场,与境内注册境外发行的H股模式形成明显分野。而可变利益实体(VIE)协议控制架构,更成为红筹突破政策壁垒、实现跨境融资的关键创新。

“今年我们几乎不再建议企业新设红筹,已有红筹架构的项目,多数在启动备案前就转向拆除,改报H股。”华南一投行相关负责人向记者直言,红筹上市的窗口期明显收窄,监管导向已十分清晰,“过去企业一上来就问怎么搭红筹,现在先问能不能不走红筹”。企业对红筹的态度,已从“趋之若鹜”转向“谨慎回避”。

市场数据印证这一趋势,据瑞恩资本统计,截至3月18日,在港交所递交的186家企业中,拟以红筹模式申报的仅27家,占比仅14.5%;选择H股上市的企业多达154家,占比高达82.8%。备案数据更具指向性:今年以来,仅有群核科技1家红筹企业获批备案,而2025年同期这一数字为超过20家。

中介机构业务重心同步转向。记者调查发现,多家头部中介机构已全面收缩传统红筹搭建业务,将核心资源与人力转向H股上市辅导、红筹架构拆除、红筹企业回归、CDR发行等合规服务。红筹业务的收缩,倒逼中介机构提升合规专业能力。

监管层面,红筹企业已进入“穿透式合规体检”阶段。

天达共和律师事务所上海办合伙人姜璐璐接受证券时报记者采访时表示,根据监管部门过往针对境外上市企业备案问询,红筹企业的监管重点主要包括:创

空间压缩:合规要求提升

■ VIE协议控制下,境内核心数据可被境外主体间接调取使用的结构性短板,已成为监管重点关注的风险点,直接收窄红筹的适用边界。

回望三十余年发展,红筹架构能够长期稳居企业境外上市“C位”,绝非偶然。其核心优势包括突破外资准入政策限制,适配高成长科创企业的发展节奏;全流通股权设计与差异化治理,深度贴合创投机构与创始团队的双重诉求;离岸架构赋予的全球化资本运作空间,为企业出海赋能增效等。这些优势精准满足了特定阶段产业发展与资本融通的核心需求。

然而,格局已变。红筹的转折点,定格在2023年。

当年2月,证监会正式发布《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》及五项配套指引,同年3月31日全面落地境外上市备案管理制度,成为改写红筹命运的關鍵政策节点。新规彻底终结了过往红筹架构“事前宽松、事后默许”的监管模式,明确实施穿透式监管,实质重于形式的审核原则。无论红筹还是H股上市,只要核心资产与主营业务在境内,境外上市必须履行境内备案流程。

此外,随着《数据安全法》《个人信息保护法》全面实施,人工智能、大数据、金融科技等数据密集型行业,面临严格的数



图片来源:AI生成

据人等自然人股东返程投资是否按规定办理了外汇局“37号文”登记、返程投资过程的合规性,境内投资者翻红筹过程中境外投资等合规问题。

“这些都是企业向证监会申请上市备案所必须具备的合法性前提,通过上市备案阶段穿透式核查,促使企业从设立之初就关注到这些红筹企业特色风险问题。”姜璐璐表示,随着监管口径变化,可能有越来越多的企业选择H股上市,那么从实控人股权传承和控制权稳定性角度考虑,亦需从境内角度考虑,如何通过法律架构、金融产品相结合,评估创始股东的个人情况,以制定有效的股权传承计划,确保在不同市场环境和法律变动下,控制权的稳固与传承能持续下去。

存量抉择:转身还是留守

增量项目谨慎回避,存量红筹企业则面临“拆还是留”的复杂抉择。拆除红筹并非简单的架构调整,而是涉及外汇、税务、投资人利益的系统工程。

姜璐璐告诉记者,拆除红筹,从表现形式上是将境外持股架构“平移”到境内,需要考虑注销个人股东“37号文”登记、境外投资与资金跨境支付合规等问题。“除了合规问题以外,有一项变量很容易影响拆除红筹的时间表:企业和投资人之间的利益博弈,尤其是美元基金投资人。”她指出,一方面,投资人已经实际投入了真金白银,在股权回购回归境内的过程中,投资人持股回归境内,需要考虑股权定价、是否涉及跨境资金支付和税基问题;另一方面,红筹架构融资协议通常会约定投资人优先权利和保护条款,例如业绩对赌、清算优先、反稀释等。境外架构平移到境内,各方又需要重新沟通这些权益分配。

尽管流程复杂,但合规是底线。姜璐璐建议,企业无论选择何种路径,都应完

成全面合规梳理,把外汇、税务、数据、股权等问题解决在前端。

“红筹架构的拆与不拆,表面上是上市路径的选择,实质是相关企业如何在深度融入全球创新网络的同时,构建自主可控的资本循环体系。”前述华南投行相关负责人表示,监管调整的初衷,是引导企业在更加透明、规范的制度框架下实现境内外市场良性互动,为企业提供更多元化选择与穿越周期的确定性。

三十余年潮起潮落,红筹模式的演进,正是中国资本市场从探索开放到规范发展、从规模扩张到质量提升的生动缩影。从红筹一枝独秀到境内外多路径并行,从制度套利空间收窄到合规发展成为共识,红筹的转型重构,恰恰印证中国资本市场更加成熟、更加稳健、更具国际竞争力。未来,在安全与发展并重、开放与规范协同的框架下,中国企业将拥有更多元、更畅通、更可持续的资本通路,在全球市场中行稳致远。

开放不止步 规范不松弦

证券时报记者 吴少龙

从早年企业跨境融资的关键通道,到如今步入合规精细化发展的新阶段,红筹模式的迭代调整,是观察中国资本市场从粗放式开放走向合规引领、从规模扩张迈向高质量发展的一扇特定窗口。

作为中国资本市场开放早期的核心探索,红筹架构曾是破解新兴产业跨境融资瓶颈的关键载体。在境内市场承载能力有限、外资准入存在壁垒的年代,红筹携手VIE架构,为互联网、生物医药等新经济领域打通全球资本通道。腾讯、百济神州等一批标杆企业借此完成境外融资、技术迭代与全球化布局,成为中国新经济走向世界的重要名片,也为产业创新与资本市场双向开放积累了宝贵经验。

三十余年发展历程中,红筹架构始终是连接中外资本、促进产业共生的重要桥梁,全程见证中国企业从弱小到强大、从本土走向全球的发展历程,为实体经济创新发展注入持续动力。

近年来监管政策的优化调整,并非简单收紧开放,而是以制度校准筑牢开放根基、以规则明晰保障行稳致远。随

着境外上市备案制全面落地、VIE架构适用边界不断清晰,跨境数据合规要求持续升级,一系列改革举措直指过往模式中潜藏的监管套利、数据安全、治理模糊等隐患。这场深刻的制度变革,将摒弃资本无序扩张的旧逻辑,牢牢守住金融安全、产业自主、合规运营的硬底线,让跨境上市从“宽松试探”转向“规范前行”。

与此同时,A股全面注册制落地见效,科创板、创业板对科创企业的包容性显著提升;H股全流通改革深入推进,上市机制持续优化,多元化上市路径日趋成熟。监管层在有效封堵风险漏洞的同时,不断拓宽企业融资渠道,构建起“管得住”与“放得活”有机统一、境内外市场协同发展的良性生态,让开放更有质量、发展更可持续。

红筹换挡的背后,是中国资本市场开放理念的深层升级:从追求融资效率优先,转向安全与发展并重、开放与规范协同。曾经依托制度空窗快速生长的模式逐步退潮,取而代之的是坚守合规本心、回归服务实体的理性姿态。这一转变,既是监管能力现代化的体现,也是资本市场走向成熟的必然选择。

熊猫债年内发行超千亿元 人民币吸引力显著提升

证券时报记者 王军

在低融资成本、金融市场持续开放以及人民币资产配置需求日益攀升等多重利好因素的共同驱动下,熊猫债市场呈现出显著升温的态势。

Wind统计数据,截至4月8日,今年熊猫债发行规模达到1047.35亿元,较去年同期的523亿元发行规模实现翻倍增长。这一数据背后,是市场对熊猫债认可度的不断提升,以及国内外投资者对其发展前景的坚定信心。

发行规模的大幅增长,得益于多重利好因素的共同作用。低融资成本是吸引发行人的关键因素之一。在全球利率环境相对较低的情况下,中国境内相对稳定的利率水平和较低的融资成本,为境外机构发行熊猫债提供了极具吸引力的条件。通过发行熊猫债,境外机构能够以较低的成本获得人民币资金,满足其在中国境内及全球业务的资金需求,从而降低融资成本,提高资金使用效率。

金融市场的持续开放也为熊猫债市场的发展提供了广阔的空间。惠誉博华的分析师向记者表示,近年来监管层围绕熊猫债推出一系列优化举措,包括放开注册发行环节主承销商数量限制、深化境外交易所挂牌试点、优化境外机构债券定价配售机制等,增强了外资机构在中国市场发行熊猫债的兴趣。

人民币国际化的需求也在推动熊猫债发行不断扩容。中证鹏元的观点称,随着国际货币体系朝着多元化的方向前进,中国作为世界第二大经济体、第一货物贸易大国,人民币国际地位不断提升,我国不断推动人民币国际化的基础设施建设,满足全球对人民币跨境投融资的需求。

与此同时,随着绿色债券、科创债券市场的发展,熊猫债新品种也不断丰富,像绿色熊猫债、可持续发展熊猫债、可持续挂钩熊猫债、科技创新类熊猫债等新品种不断出现,成为熊猫债市场发展的动力。

此外,熊猫债到期规模增多,再融资需求也在推动熊猫债市场扩容。据中证鹏元研究,2025年,熊猫债市场到期数量为37只,到期规模达683亿元,同比分别下降33.93%和34.45%,成为2025年熊猫债市场发行规模有所下降的重要因素。从2026年来看,熊猫债到期数量为71只,规模达1160.79亿元,分别比2025年上升91.89%和69.95%。其中,5月、6月、7月为到期高峰,分别到期180亿元、166亿元、152.9亿元,这三个月的到期规模合计占全年到期规模的42.32%。

从市场结构来看,近年来,外资主体参与度明显提升。中证鹏元的数据显示,2025年纯外资主体熊猫债发行数量和发行规模分别占全年市场总发行的34%和47%,高于2024年的27%和38%。2026年以来,外资主体参与熊猫债发行的积极性仍然较高。

据证券时报记者不完全统计,今年以来的发债主体中,纯外资主体主要有巴克莱银行、汉高集团、摩根士丹利、宝马、法国巴黎银行、大华银行、巴斯夫、马来西亚联昌银行、亚洲基础设施投资银行等。

中证鹏元认为,随着对人民币跨境投融资需求的不断上升,“债券通”“互换通”等机制不断优化,以及中国债券市场纳入更多国际指数,全球主权财富基金、养老金和资产管理公司等长期投资者对熊猫债的需求增加,将吸引更多外国政府、国际组织和跨国企业进入市场,从而推动熊猫债市场主体进一步多元化。



<<上接A1版

今年金融支持 乡村全面振兴“路线图”明晰

作为落实《意见》的具体政策安排,《通知》也作出针对性部署,即要求各机构健全常态化金融帮扶机制,聚焦防止返贫致贫对象和欠发达地区,进一步巩固提升金融帮扶的力度、精度和实效,助力守牢不发生规模性返贫致贫底线。

在推动提升农村金融服务能力的整体安排中,《通知》特别强调大型机构的带头作用,要求大型银行保险机构树立和践行正确政绩观,带头维护县域金融秩序,坚决防止并纠正涉农客户过度共债、“价格战”等“内卷式”竞争行为;对于广大农村中小银行,则明确要持续深化改革,以改革促支农支小能力提升。

《通知》明确,要优化涉农信贷产品和服务,结合“三农”特点提供更为适配的信贷产品,依法合规加大对涉农企业和农户贷款展期、续贷支持力度。强化稻谷、小麦、玉米、大豆保险保障,因地制宜发展地方优势特色农产品保险。

与往年相比,监管目标指引也进一步强化了对质量、可持续等方面的要求。《通知》明确,农业发展银行、大中型商业银行今年要继续单列涉农信贷计划,努力实现同口径涉农贷款余额较年初持续增长的目标。这一目标与去年相比,涉及机构范围有所收缩——去年金融监管总局要求各银行机构继续单列涉农信贷计划,并努力实现同口径涉农贷款余额较年初持续增长,完成差异化普惠型涉农贷款增速目标。大中型商业银行的同比增长目标也由去年的“力争普惠型涉农贷款增速高于本行各项贷款平均增速”调整为今年的“力争普惠型涉农贷款余额较年初持续增长”。对于一些区域性机构,《通知》继续强调各金融监管局要结合辖内法人银行经营及风险情况,针对性设定差异化涉农贷款、普惠型涉农贷款增长目标;同时,力争辖内法人银行总体实现涉农贷款、普惠型涉农贷款增长目标。

《通知》还指出,要着力优化农村金融服务环境,推动农村信用体系建设,加强涉农信息归集共享,充分发挥现代农事综合服务中心作用,加强农村金融与乡村治理深度融合。持续加强涉农信用风险监测,切实防范涉农贷款用于非农领域。严禁以涉农金融名义违规新增地方政府隐性债务。严禁与不法中介内外勾结,骗取贷款和保险理赔等行为。银行机构要加强对农村普惠金融服务点的日常监督和管理,切实防范非法集资等非法金融活动风险。