

推动人民币债券担保品 参与全球回购交易

CCDC-ICMA 联合白皮书



CCDC



ICMA

International Capital Market Association





ICMA

International Capital Market Association

领导致辞

伴随着全球金融市场的成长变化和各国市场的互动融合，全球回购市场从稳步增长进入了加速变革的新阶段。一方面，金融业更加关注风险与效率的平衡，担保品已成为回购交易决策的重要考量，高质量担保资产的供给成为市场新的关注焦点；另一方面，随着中国债券市场的深度开放和跨越式发展，人民币债券的国际认可度不断提升，为全球担保品市场提供了新的选择。

作为中国债券市场的中央托管机构，中央结算公司肩负对外开放使命，为全球投资者提供高质量担保品管理服务，已成为全球最大的担保品管理平台之一。依托多年深耕跨境担保品合作领域的基础，中央结算公司与国际资本市场协会携手编写白皮书，从专业金融基础设施和权威行业协会视角，通过对境内外回购市场结构、制度、风控、运营等关键要素的解构分析，以期更全面、更系统地探讨人民币债券担保品参与全球回购交易的可行性，为全球投资者提供思路和借鉴。

行而不辍，未来可期。推动人民币债券在离岸市场成为广泛接受的合格担保品是一项高度专业的系统性工程，我们希望借白皮书成稿之际，以墨作帆、以文聚力，凝聚各方共识，推动务实合作。中央结算公司将与市场各参与方共同努力，并肩前行，迎接全球金融变革带来的机遇和挑战，为中国金融市场高质量发展贡献中债力量。

王大庆

王大庆
中央结算公司董事长

领导致辞

自 1991 年以来，中国的回购市场已经发展成为了境内投资者最重要的流动性管理场所，2022 年的交易量超过 250 万亿美元。银行间市场发展更是十分迅速，占比已超过四分之三。和国际回购市场使用的全球回购主协议（GMRA）框架下的所有权转让式担保不同，质押式担保在中国市场占据主导地位。

作为 GMRA 的发布者，国际资本市场协会（ICMA）在促进国际回购市场发展和推广 GMRA 等方面发挥着重要作用。自 1999 年成立欧洲回购和担保品理事会（ERCC）以来，目前 ICMA 已成为全球回购行业代表机构，为快速发展的市场中出现的问题制定解决方案，整合并推动最佳市场实践形成行业标准。

在中国，ICMA 长期与相关监管部门就中国回购市场的发展和国际化密切合作，包括在中国现行法律制度下对于终止净额结算有效性的解释和认定。2020 年，《中华人民共和国商业银行法（修订草案）》在立法层面引入净额结算概念，境内外投资者都高度关注中国市场终止净额结算制度的建立。我们预计该制度将促进境内外金融监管框架的进一步融合，为投资者参与中国回购市场提供坚实的法律基础。

我们与中央结算公司合作完成的这份白皮书，旨在为希望参与中国市场的全球投资者提供指引，帮助他们了解境内外市场结构、交易机制以及制度协议间的技术差异。在中国债券市场的国际化进程中，希望白皮书的发布可以推动境内外跨境担保品互认渠道的建立，助推中国市场与国际市场的进一步融合发展。



Bryan Pascoe
国际资本市场协会 CEO



ICMA

International Capital Market Association

前言

在全球金融市场高度融合、风险防控意识日渐提升的当下，国际投资者对高质量合格担保品的需求也不断增加。与此同时，伴随着我国金融市场深度开放和人民币债券资产“出海”的内生需求，推动人民币债券成为国际市场，尤其是国际回购市场的合格担保品，成为了境内外各方的共同期盼和努力方向。

为了促成这一目标，中央结算公司（CCDC）和国际资本市场协会（ICMA）联合撰写白皮书，共同探讨选择使用人民币债券作为国际回购交易担保品时所需要考虑的因素，旨在建立更加清晰、可行的业务框架。

在此，特别感谢联合白皮书工作组成员工商银行、中国银行、中金公司、摩根大通、金杜律师事务所、高伟绅律师事务所的鼎力支持。白皮书的成稿离不开工作组专家的智慧凝结与辛勤付出。同时，也感谢为本报告提出真知灼见、活跃于金融市场的诸多专家，他们的专业建议让白皮书得以顺利完成。

Preface

一、中国与国际债券回购市场概览

（一）中国债券回购市场概览

- 1 基本情况
- 2 市场结构和交易机制
- 3 担保品构成
- 4 最新进展

【专栏 1：中国银行间市场三方回购发展情况】

【专栏 2：中国债券回购市场中的担保品违约处置机制】

（二）国际债券回购市场概览

- 1 基本情况
- 2 市场结构和交易机制
- 3 担保品构成
- 4 最新进展

二、全球债券回购市场最新趋势

（一）新兴技术领域

- 1 金融科技方兴未艾
- 2 绿色回购成为行业热点

【专栏 3：全球市场中绿色回购产品的发展和交易】

（二）风险管理转型

- 1 审慎合规标准优化升级
- 2 非银中介成为监管重点

（三）担保品跨境调拨

三、人民币债券担保品参与全球债券回购的基础和要素

（一）中国债券市场深化开放

- 1 中国宏观经济环境稳中向好，人民币国际化成效显著
- 2 中国债券市场逐步开放
- 3 中国债券市场开放的趋势与展望

(二) 人民币债券担保品的国际化

- 1 法制和规则逐步与国际接轨
- 2 境内外市场跨境联通日渐增强

【专栏 4：人民币债券担保品跨境应用案例】

(三) 影响人民币债券担保品参与国际债券回购的核心要素

- 1 协议要素：兼容和对接境内外回购主协议
- 2 制度要素：落地和实施终止净额结算制度
- 3 风控要素：明确违约处置后资金出境路径
- 4 运营要素：构建金融基础设施跨境托管体系

四、展望与建议

(一) 短期的准备及安排

- 1 监管层面：扩大回购市场准入，完善违约处置机制
- 2 基础设施层面：连横实现高效联动，合纵推动互联互通

(二) 中长期的规划及建议

- 1 制度及协议层面：延伸终止净额结算法律效力，促进协议文本兼容对接
- 2 市场建设层面：扩大金融市场双向开放，加强多层次市场建设

附录 1：离岸人民币市场与人民币债券担保品

附录 2：周而不比、求同存异 —— 《NAFMII 回购主协议》和《GMRA 主协议》的梳理与比较



ICMA

International Capital Market Association

目录



1

中国与国际债券回购市场 概览



(一) 中国债券回购市场概览

债券回购作为半个世纪来蓬勃发展的重要融资工具，是各国金融体系中最具流动性、交易活跃度最高的市场之一。自 1991 年中国金融市场正式推出债券回购业务以来，吸引了广

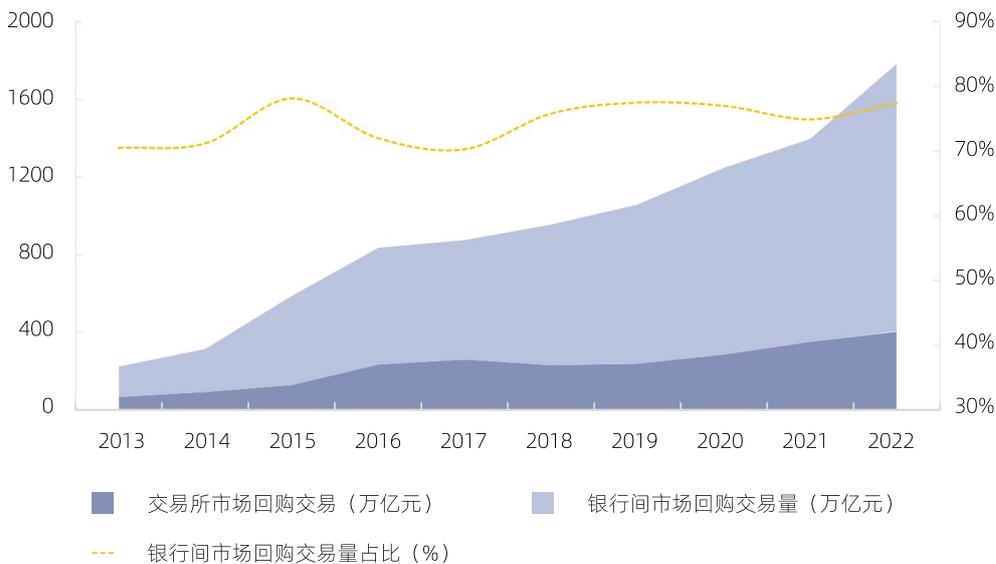
泛市场主体的积极参与。经过三十余年的发展，中国债券回购交易规模逐年攀升，交易制度和设施不断完善，交易品种不断创新，已成为金融机构最重要的流动性管理工具。

1 基本情况

中国债券回购市场按交易场所可划分为银行间债券回购市场和交易所债券回购市场，并逐步形成以银行间债券回购市场为主，交易所债券回

购市场为辅的市场结构。2022 年，银行间回购市场交易累计成交量为 1380.2 万亿元，约占中国债券回购市场总量的 77%¹（见图 1）。

图 1：中国债券回购市场总体规模



资料来源：中国人民银行、上海证券交易所、深圳证券交易所

从交易数据来看，质押式回购在中国银行间回购市场中占绝对主导地位，2022 年，银行间质押式回

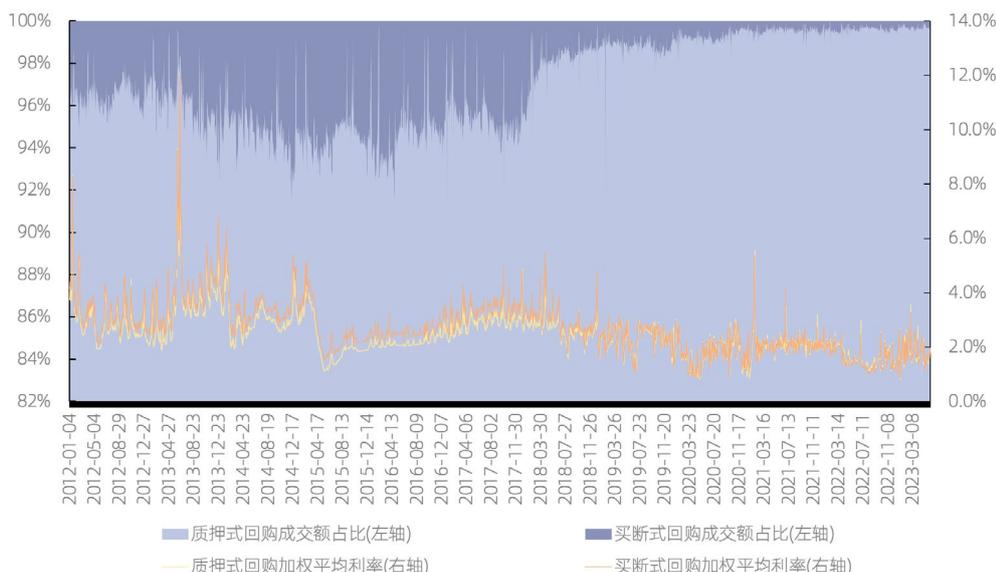
购成交 1374.6 万亿元，同比增长 32.1%，占银行间债券回购市场交易量的 95% 以上（见图 2）。根据《全

¹ 由于银行间债券回购市场的主导地位，白皮书将以银行间债券回购市场为主要分析对象。

国银行间债券市场债券交易管理办法》，质押式回购被定义为由本金金额与还款金额相等的贷款组成并由相关债券作质押担保。2004年，中国人民银行（以下简称“人民银行”）发布《全国银行间债券市场债券买断

式回购业务管理规定》，推出了标准化买断式回购品种。与质押式回购不同，买断式回购不涉及对回购债券设立中国法律规定下的质押，而是更接近国际市场上“所有权转让”经典回购模式。

图2 质押式、买断式回购交易占比和加权平均利率(2012.01-2023.05)



资料来源：Wind

质押式回购和买断式回购在交易量上的分化，主要有几方面的原因：**一是交易习惯、选券模式方面**，质押式回购于1997年银行间市场成立伊始就推出，发展时间长，具有广泛的市场认可度，且能接受多券种质押，而买断式回购直到2004年才推出，很长一段时间都是单券逐笔交易，交易行为多有不便；**二是法律制度方面**，买

断式回购在回购交易中目前类似于简单的两次买卖关系和嵌套的以保证金以及保证券提供履约保障的关系²，而质押式回购的担保法律关系更为明晰；**三是融券功能方面**，由于回购债券所有权发生转让，买断式回购同时兼具融券功能，但随着近几年债券借贷业务的发展，其融券功能被大幅弱化，进一步降低买断式回购交易活跃度。

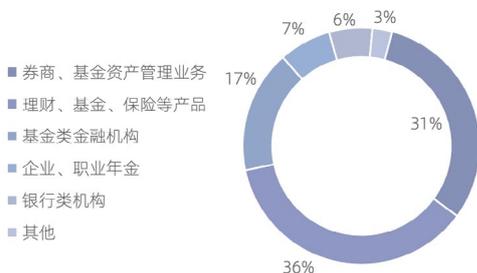
² 《全国银行间债券市场债券买断式回购业务管理规定》中明确指出：“进行买断式回购，交易双方可以按照交易对手的信用状况协商设定保证金或保证券。设定保证券时，回购期间保证券应在交易双方中的提供方托管账户冻结。”

2 市场结构和交易机制

(1) 市场参与者结构

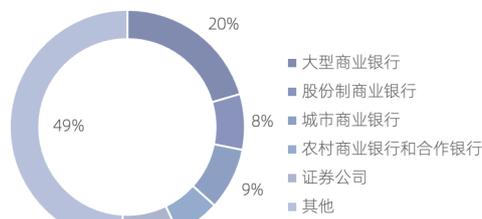
截至 2023 年 5 月，银行间债券回购市场成员约五万家左右。从机构数量分布情况来看，券商及基金资管、理财、基金、保险等金融产品、基金

图 3 银行间市场成员统计 (2023.05)³



类金融机构等非银机构数量占比超过 90% (见图 3)；从机构质押式回购规模占比来看，银行类机构占比 40% 左右，非银类机构占比 60% (见图 4)。

图 4 质押式回购余额占比 (2023.05)

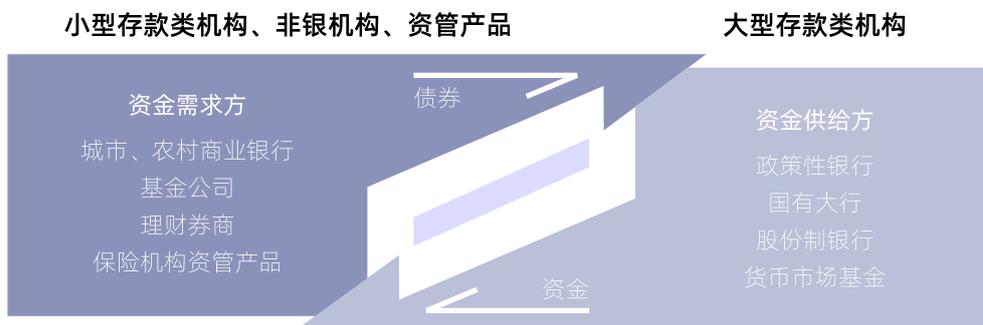


数据来源：中国货币网

总体上来看，银行间市场主要通过回购交易完成资金从大型存款类机构向小型银行和非银机构的流动 (见图 5)。这一结构性特征是由于政策性银行、股份制银行、货币基金等是市场最主要的资金融出方，而基金、券商、保险等非银类机构及其管理的资管产品是主要的资金融入方。另一

方面，由于大型商业银行和股份制银行普遍只接受利率债作为担保品，而资管类产品的主力持仓却是信用债，因而城商行和农商行除了满足自身流动性需求外，往往还承担资金桥梁作用，以利率债质押从国有大行融入资金，同时接受信用债质押将资金融出给资管产品。

图 5 银行间债券回购市场参与者结构



³ 统计不包括：1. 已经退市的成员 2. 已经申请加入银行间市场但还未完成联网手续的成员。

(2) 交易机制

为了满足多元化的市场需求，银行间债券回购市场陆续推出多种创新交易机制（见表1）。在质押式回购交易中，交易双方在中国外汇交易中心（以下简称“外汇交易中心”）的电子平台上对利率、数量、期限、质押券种、折算比例等交易要素进行约定，交易达成后由中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中央结算公司”）或银行间市场清算所股份有限公司（以下简称“上清所”）进行首到期结算。

为了进一步丰富银行间债券回购市场的交易机制，银行间债券市场质押式回购匿名点击业务（X-Repo）和净额结算质押式回购相继推出，在交易达成、担保品选择和清结算等环节上进行了优化。然而，在中国债券回购市场快速发展的同时，投资者对提升效率、降低风险等方面提出了更高的要求，希望能通过开展三方回购专注于资金融通和流动性管理，降本增效。

表1 中国银行间债券回购市场主要交易品种交易机制对比

中国银行间债券回购市场			
交易机制	X-Repo	质押式回购	净额结算质押式回购
市场参与者	银行间市场全体境内机构，部分境外机构（境外人民币清算行和参加行、境外央行、国际金融组织以及主权财富基金）可参与		
交易前准备	签署《银行间市场回购主协议》		
	与中央结算公司签署《债券交易券款对付结算协议》等		与上清所签署《债券交易净额清算协议》
交易机制	通过外汇交易中心 X-Repo 系统匿名提交报价；开展业务前需在交易系统中进行双边授信	通过外汇交易中心本币交易系统达成	
		实行场外询价制度，由交易双方自主协商	在成交环节或上清所规定的其他途径自主选择净额清算
担保品管理	仅适用于以利率债为质押券的回购交易；质押券的券种、折算率与估值遵照《标准折算率规则》执行	由交易双方协商确定质押券范围、质押率等	纳入净额清算的质押券折扣率由上清所根据主体评级、历史价格波动和市场流动性等综合计算
违约处置	委托担保品管理机构进行协议折价、拍卖及变卖		<ol style="list-style-type: none"> 1. 暂停违约方业务权限，逐日计收违约金； 2. 启动银行授信应急机制，完成对未违约方结算； 3. 冻结、拍卖质押券

(3) 制度框架

银行间债券回购市场的快速发展离不开制度层面的保障。为了规范市场环境和法律环境，2013年，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布了2013年版《中国银行间市场债券回购交易主协议》（以下简称《债券回购交易主协议》）。该协议立足中国本土实际、充分借鉴国际经验，采用创新性制度安排，建立了与国际接轨的中国标准：**一是框架结构方面**，引入了通用条款加特别

条款的框架结构，降低了交易协商和文本管理成本，同时为未来回购交易机制创新预留了空间。**二是协议内容方面**，完善了回购主协议对违约事件、终止事件的认定和处理，引入了单一协议和终止净额机制，建立了对回购债券的动态调整机制，完善债券回购交易的市场风险管理机制。**三是签署方式方面**，采用了多边加双边的签署方式，为市场成员之间的个性化交易需求提供自主空间。

3 担保品构成

从担保品结构来看，国债、政策性银行债等（准）主权级债券占银行间债券回购市场的主导地位。截至2023年5月，质押式回购担保品⁴余额为7.84万亿元，主要由政策性银行债、国债、

地方政府债、企业债及其他⁵债券构成（见图6），（准）主权级债券质押余额占比87.6%；同期，买断式回购标的券余额为857亿元，（准）主权级债券余额占比90.82%（见图7）。

图6（左）质押式回购担保品构成情况

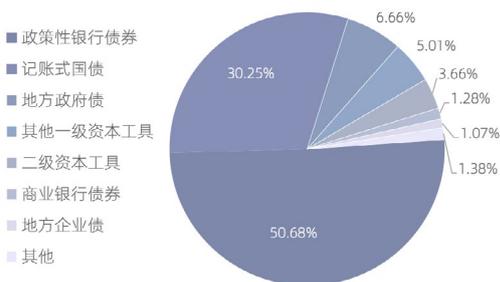
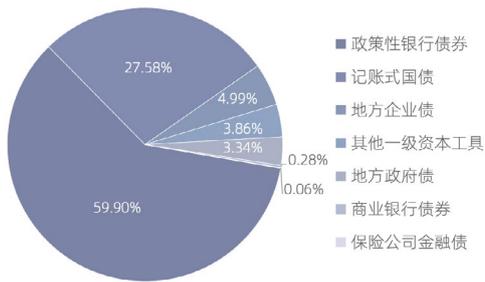


图7（右）买断式回购标的券构成情况



数据来源：中央结算公司

⁴ 仅统计托管于中央结算公司的债券担保品，下同

⁵ 包括政府支持机构债、资产支持机构债、资产支持证券、非银行金融机构债、保险公司金融债、项目收益债券、央行票据、中央企业债、中期票据

受融出机构的风险偏好和融入机构的持仓偏好影响，银行间债券回购市场还呈现以下特点：

一是回购交易总体担保率保持在稳定区间。截至2023年5月，

未到期质押式回购总体担保率⁶为109.62%，未到期买断式回购总体担保率为113.49%（见图8），总体担保率维持合理波动。

图8 回购交易总体担保率



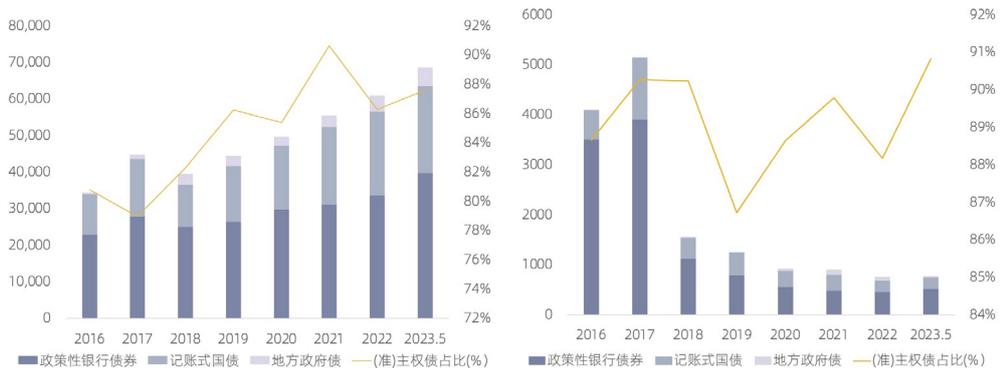
数据来源：中央结算公司

二是（准）主权级债券担保品占比不断提高。2019年后，受金融市场信用事件影响，金融机构风险偏好

不断收紧，（准）主权级债券使用占比维持高位（见图9、10）。

图9（左）质押式回购（准）主权债担保品构成情况；左轴单位：亿元

图10（右）买断式回购（准）主权债标的券构成情况；左轴单位：亿元



数据来源：中央结算公司

⁶ 回购总体担保率是未到期回购交易的担保品市值与到期金额的比值，总体担保率 = \sum (未到期回购交易质押券或过户券全价市值) / \sum (回购到期金额)，担保率越高代表担保品越充足。

三是债券担保品券种出现分化，政策性银行债及国债是最活跃的交易券种。作为利率债，政策性银行债及国债信用风险低、流动性高，且单只债券发行规模较大，更容易满足市场回购交易需求，是金融机构最青睐的担保品。此外，政策性银行债较高的续发频率使其更容易成为一、二级市场联动的聚焦标的，较好的流动性与

一、二级市场联动也会形成正反馈效应，被大量以融入为主的非银机构持有。另一方面，在债券市场存量规模最大的地方债在担保品中占比很低，这与持券者结构有关，地方债 85% 以上由商业银行，尤其是国有大行和股份制银行持有，而这两类机构在资金市场上以融出居多，因此地方债虽然托管量大但却不是主要的回购担保品。

4 最新进展

近年来，随着中国债券市场的不断发展，中国债券回购市场也进入了高速发展时期，产品和制度创新不断涌现。

(1) 三方回购蓄势待发

银行间债券回购市场交易机制和品种不断优化，但仍存在较大的发展空间，尤其是市场对推出三方回购的呼声很高。三方回购作为国际市场的主要回购品种之一，其核心机制是由中央托管机构作为第三方提供集中、统一的担保品管理服务，是更为标准化的货币市场工具。三方回购具备显

著的规模经济优势，降低了结算失败等风险，同时保证了交易存续期间风险敞口得到有效覆盖，提升了风险防控能力。2018 年 10 月，人民银行发布公告，在银行间市场正式推出三方回购业务，允许银行间市场债券登记托管结算机构可作为第三方机构提供三方回购服务。

专栏 1：中国银行间市场三方回购发展情况

三方回购作为国际债券回购市场的主流交易品种，其核心机制是由中央托管机构作为第三方提供集中、统一的担保品管理服务，从而将回购打造成一种更加标准化的货币市场工具。目前，国际三方回购市场主流的第三方服务商均为大型托管银行或中央证券托管机构，这些机构能够将其在托管结算方面的专业优势与三方回

购的自动化担保品管理机制相结合，从而能有效整合各市场的零散债券，具备显著的规模经济优势，有利于更加有效地防控风险、提高效率。

2018 年 10 月，人民银行发布公告，在银行间市场推出三方回购业务。作为中国债券市场的重要基础设施，中央结算公司在深入研究国际同业先进经验和市场改革方向的基础上，完

成了银行间三方回购业务的制度和技
术准备。

一是在交易前合理设置担保品管理参数，平衡效率和安全。合格担保品范围、折扣率等参数设置是三方回购业务的关键要素。在公开征求市场意见的基础上，综合考虑效率、风险等多方因素，中央结算公司形成了三方回购参数方案，并将根据市场情况适时调整。

二是在存续期内进行期间管理，精细风险防控措施。在三方回购存续

期内，中央结算公司为投资者提供逐日盯市、自动增补退还、置换调整等期间管理服务，满足金融机构不同的风险管理需求。

三是在交易违约时支持担保品快速处置，形成管理闭环。2019年6月，中央结算公司发布了担保品违约处置指引，确保了在违约情形下，可由中央结算公司作为第三方，对担保品进行及时、公允的处置，从而形成担保品管理的完整闭环，解决交易双方对信用违约的后顾之忧。

(2) 外币回购快速发展

2018年，中国银行间市场推出了以外币债券为担保品的债券回购业务。但由于外币债券风险管理难度大、协议签署流程复杂以及缺少清结算后台支持等因素，该业务规模增长缓慢。2019年起，以人民币债券为担保品的外币回购业务正式推出，外币回购交投日益活跃，发展迅速。

对比本币回购市场，外币回购业务包含三方、质押、买断等多种模式。特别是三方业务模式，有效降低了信用风险和融资成本，提高了资产配置

效率，受到了市场的广泛关注。2021年，中央结算公司与外汇交易中心开展合作，首创外币回购自动选券模式，通过在外币回购市场引入中央结算公司作为独立第三方机构，为投资者提供全流程的担保品管理服务。得益于业务模式的优化以及债券担保品种类的丰富，外币回购业务规模增长迅速，截至2023年5月，以中央结算公司托管债券为担保品的外币回购业务累计规模已超过4.7万亿元（见图11），同比增长逾300%。

图 11 外币回购业务累计操作量规模，单位：亿元（2022.06-2023.05）



数据来源：中央结算公司

(3) 违约处置机制逐步完善

由于中国债券回购市场主流的质押模式与国际市场流行的所有权转移的担保模式有所不同，使得担保品违约处置成为国内外相关法律未能有效衔接的业务痛点。随着中国债券市场的对外开放和不断发展，担保品违约处置机制在实践和立法层面持续完善、不断优化，为债券回购市场的担保品违约处置探索提供了明确指引，对消除市场投资者关于担保权利实现的顾虑、充分发挥债券担保品风险缓释的作用有重要意义。

实践层面，2019年，在人民银行的指导下，银行间市场正式推出担保品违约处置机制。在违约情形下，通过协议折价、拍卖、变卖三种方式，守约

方能够快速、自主、灵活地完成担保品违约处置，保障自身权益。同时，处置信息不公开披露，尽可能减小对市场的影响，保障市场平稳运行。**立法层面**，2020年，《中华人民共和国民法典》（以下简称“《民法典》”）进一步支持了违约处置的方式。2022年，《中华人民共和国期货和衍生品法》（以下简称“《期衍法》”）中也进一步夯实了履约保障和违约处置的法律基础。违约处置机制的落地，一方面构建起了完整的担保品管理服务闭环，疏通了风险管理的最后出口；另一方面，起到了有效缓解市场流动性短缺、化解市场系统性风险隐患的作用。

专栏 2：中国债券回购市场中的担保品违约处置机制

担保品管理是回购市场风险管理与流动性管理的重要方面，而违约处置是担保品管理不可或缺的重要环节，也是信用风险管理的最后一道屏障。国际市场在金融担保品快速处置方面的立法和业务实践都较为成熟，建立起了相对完善的制度体系——在违约情形下，担保权人可以通过折价过户、拍卖、债务抵消、直接占有等方式迅速实现担保权益，不存在制度障碍。而一直以来，由于《物权法》和《担保法》中关于“流质禁止”的规定，使得担保权人无法直接占有担保物来快速实现担保权益。因此在违约处置发生时，市场机构主要采用司法和协商清偿过户的方式来进行违约处置，极大的影响了处置效率。随着

中国金融市场快速发展、市场风险暴露相应增加，市场机构对于担保品高效、快速的处置方式的需求也日益迫切。

2020年5月28日，十三届人大三次会议表决通过了《中华人民共和国民法典》，对各主体的民商事活动产生了极其深刻的影响，具有“里程碑”意义。此前，《物权法》更多地出于对债务人利益考虑，禁止债权人在债务人不能履行到期债务时，直接取得担保物的所有权。在司法实践中，此类约定也常常被认定为无效，即“流质禁止”。该条款所采用的不评价效力、仅规定法律后果的立法方式，对于以物抵债、买卖型担保等可能构成流质的交易安排给予了一定的灵活性，在某种程度上平衡了债权

人的利益。值得注意的是，《民法典》第四百二十八条未再明确规定当事人不得约定流质条款，与《九民纪要》中对于违反禁止流质规定的归属型让与担保的法律后果在处理上是相似的。同时，《民法典》第四百三十六条保持了与《物权法》第二百一十九条同样的表述，仍认可出质人违约时质权人通过协议折价、拍卖或变卖的方式进行自力救济。

正是在这一法律精神的指引下，中央结算公司于2019年6月发布《中

央结算公司担保品违约处置业务指引(试行)》，支持协议折价、拍卖及变卖三种担保品违约处置方式，具有处置方式齐全、配套技术先进、实践经验丰富等特点。通过交易双方对中央托管机构事先授权的方式，在出质方违约情形下，处置机构有权按照质权方的单方申请，对标的债券进行快速处置以清偿债务，法律关系明确，操作流程清晰、环节少、时间快，有效提升了市场效率。

(二) 国际债券回购市场概览

在国际市场上，债券回购交易扮演着多重角色。回购交易不仅是各类型金融机构管理资金与债券头寸的最重要的途径，也是央行管理

流动性和传导货币政策的重要渠道。不同国家和地区的债券回购市场在发展过程中形成了各自的市场和产品结构⁷。

1 基本情况

(1) 交易模式和市场规模

从清算模式和担保品管理模式两个维度出发，美国债券回购市场可分为四大板块：

- 非集中清算三方回购 (Tri-party Repo)，以纽约梅隆银行作为第三方托管机构提供担保品管理服务。三方回购以资金融通为主，是债券回购市场重要组成部分。

- 非集中结算双边回购 (NCCBR)，由交易双方自行协商交易要素，包括担保品种类、折扣率等。

- 集中清算三方回购 (FICC

GCF)，GCF 回购同样以纽约梅隆银行为托管机构，不同的是，其引入了固定收益清算公司 (FICC)⁸ 作为中央对手方 (CCP)。GCF 回购全部通过经纪商 (IDBs) 达成，确保交易全过程匿名。

- 集中清算双边回购 (FICC DVP)，引入 FICC 作为 CCP，没有第三方托管机构。

美国债券回购市场总体规模快速增长，特别是三方回购交易规模增长亮眼，交易规模⁹由2019年末的1

⁷ 本文主要以美国和欧洲市场作为国际债券回购市场的分析对象。

⁸ 固定收益清算公司 (FICC) 全称 Fixed Income Clearing Corporation，是美国证券托管清算公司下属固收部门，是美国国债交易主要的清算机构。

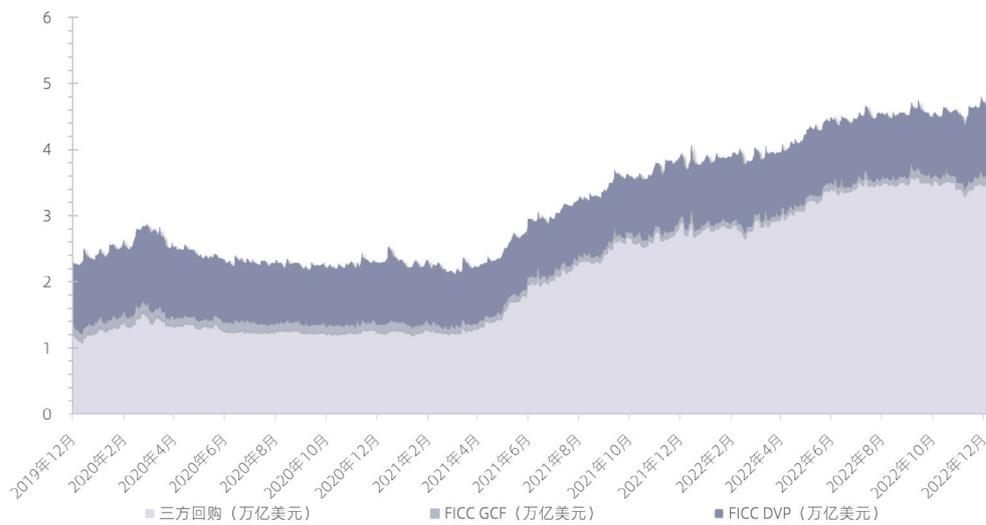
⁹ 由于 NCCBR 市场具体成交数据相对难以获取，因此仅包含其他三类回购的交易数据

万亿美元上升至 2022 年末近 3.8 万亿美元水平（见图 12）。

欧洲回购市场的交易模式与美国类似。从规模上看，欧洲债券回购市场

交易规模总体呈增长趋势，回购交易存量由 2013 年的不足 6 万亿欧元上升至 2022 年的 10 万亿欧元，近两年增长率超 10%（见图 13）。

图 12 美国市场各主要回购品种日交易量（2019-2022）



数据来源：中央结算公司

图 13 欧洲市场各主要回购品种年末存量（2013-2022）



数据来源：中央结算公司

(2) 法律文本

回购交易的法律性质是由交易发起时双方签署的回购主协议和附件确定的，国际市场上的主协议包括全球回购主协议（GMRA）和回购主协议（MRA），两者均为框架式结构，采用单一协议和终止净额结算、违约事件处理等风险管理机制，支持担保品的再使用和注重担保品违约处置的效率（见表 2）。

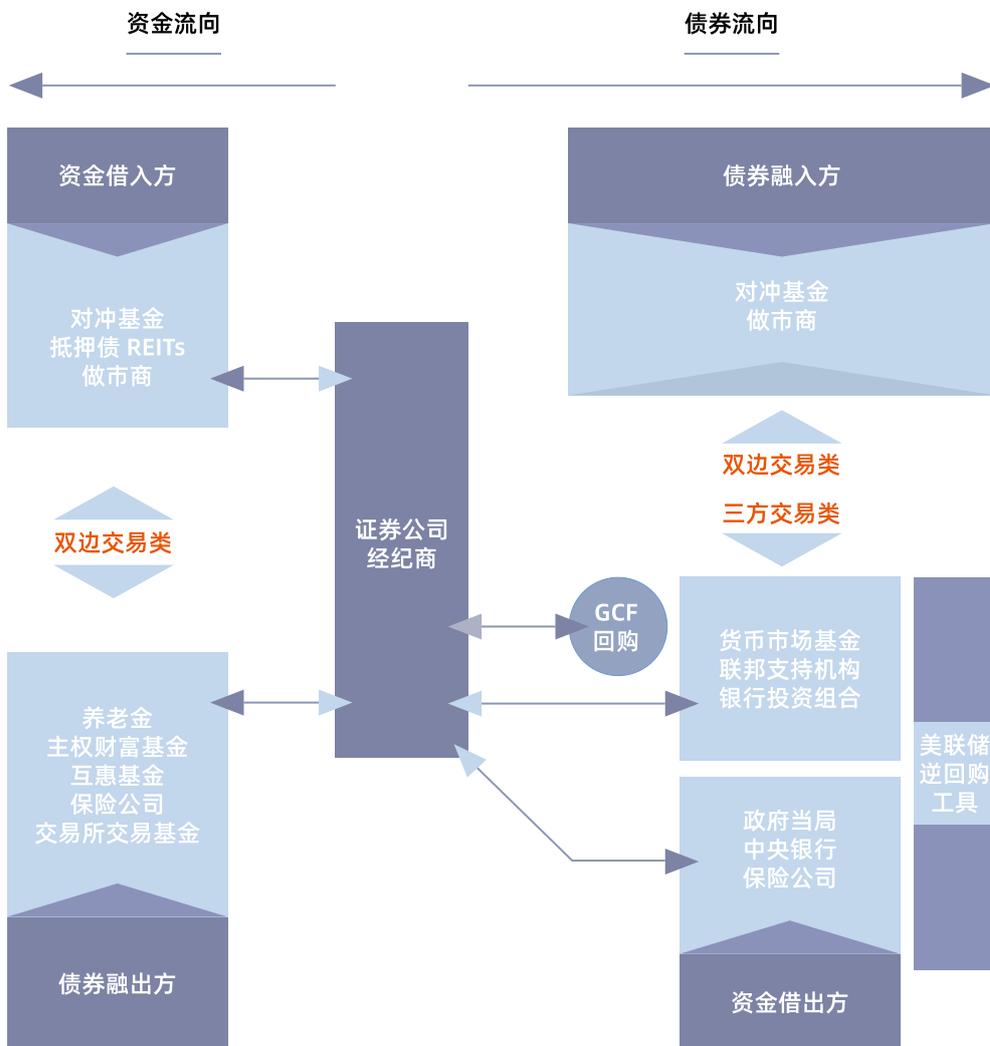
表 2 国际债券回购市场主协议对比

要素	GMRA	MRA
发布机构	SIFMA、ICMA	SIFMA
担保模式	所有权转移	担保权益
是否允许再使用	允许	允许
违约处置	抵消后支付净额	可自行处置担保品
主流市场	全球主要市场	美国

2 市场结构和交易机制

国际债券回购市场参与者结构方面，以美国市场为例，证券公司和交易商处于债券回购市场的中心地位，作为做市商在参与者间完成现金与债券的联通。资金融出方主要包括货币市场基金、银行和保险公司、股票和衍生品交易所等。其中，货币市场基金投资量占比超过一半，是市场上最重要的资金供给者。资金融入方主要包括对冲基金、抵押债 REITS、做市商等。其中，对冲基金是市场最主要的资金需求者（见图 14）。

图 14 美国债券回购市场参与者结构



交易机制方面，双边回购市场中，交易双方在场外达成交易意向并确定交易要素后，由交易商提供流动性；三方回购市场中，交易双方通过协商并确定主要交易要素后，双方将交易指令即时传至纽约梅隆银行。

清结算机制方面，双边回购市场上，交易商通常作为其客户的托管

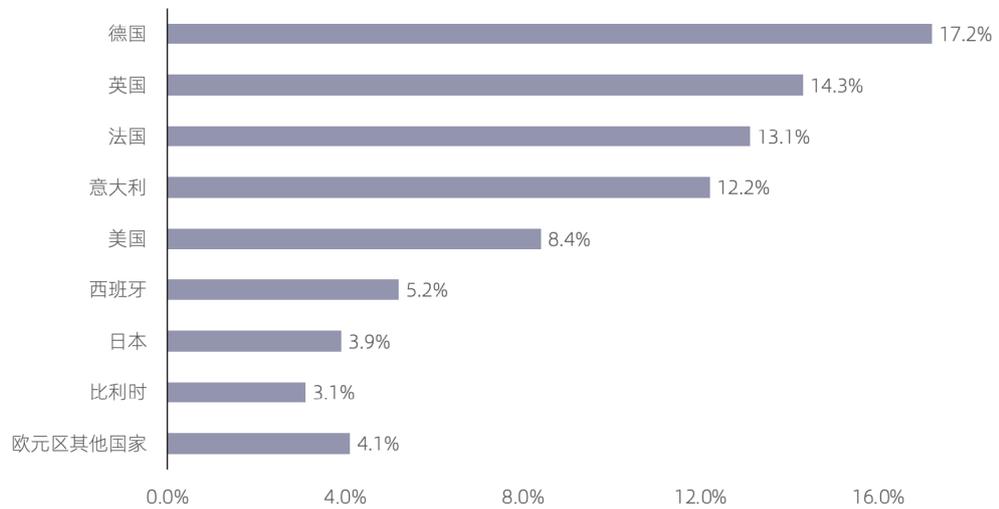
银行为客户间回购进行结算。而交易商间回购交易则一般均先发至固定收益清算公司净额轧差，再经由美联储转移大额付款系统 (Fedwire) 或美国证券托管清算公司 (DTCC) 结算。三方回购市场中，纽约梅隆银行提供回购的清结算以及担保品期间管理服务。

3 担保品构成

目前，美、欧债券回购市场均形成了以国债等高等级债券为担保品主体的市场格局。截至2022年末，欧洲债券回购市场中，德、英、法、意等8国国债是最主要的担保品，占比超过80%（见图

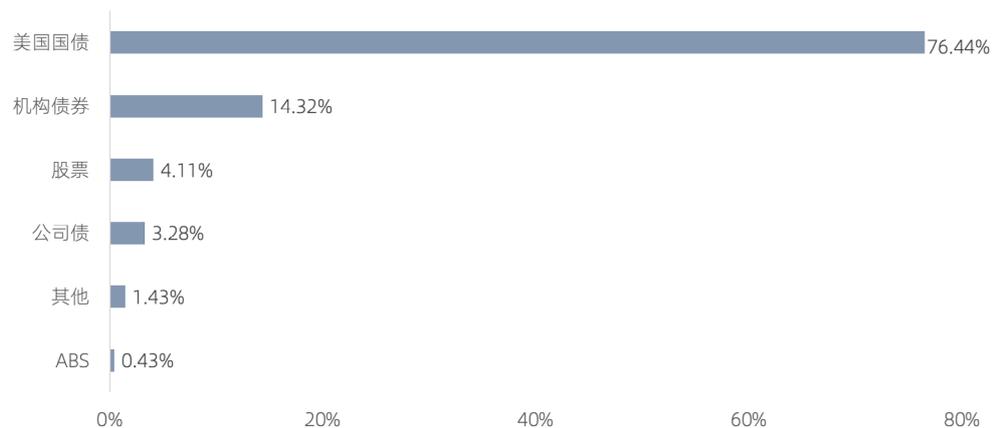
15）；同期，在美国债券回购市场中最重要的一级交易商回购交易担保品组合中，美国广义政府债券（美国国债+政府机构债券）占比超过90%，处于绝对的主导地位（见图16）。

图 15 欧洲回购交易存量中 8 国国债担保品占比（2022.12）



数据来源：国际资本市场协会（ICMA）、美国财政部金融研究所（OFR）

图 16 美国一级交易商回购交易担保品构成（2022.12）



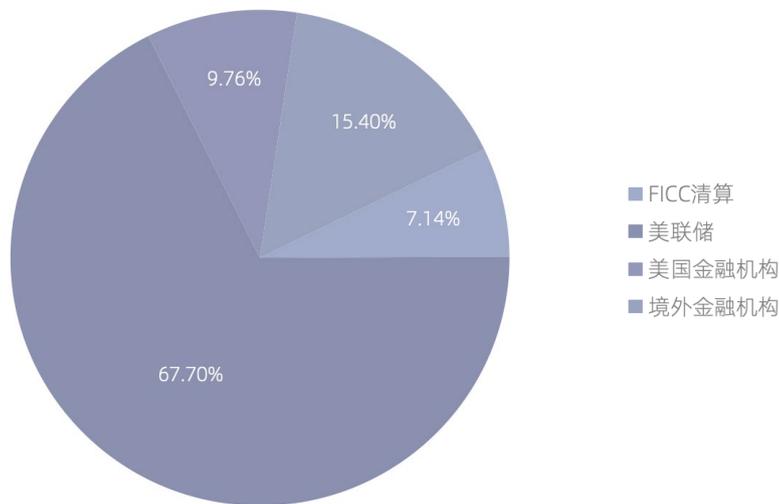
数据来源：国际资本市场协会（ICMA）、美国财政部金融研究所（OFR）

形成这一现状的主要原因是国际市场混业经营的行业生态叠加监管环境趋严的现状。各大国际证券公司背后都有银行机构，金融危机后，巴塞尔协议 III (Basel III) 等监管框架引入了流动性覆盖率 (LCR) 等一系列旨在加强对银行业监管的约束性指标¹⁰。因此，在现行的监管规则下，国际市场上短期回购基本上只能使用高质量流动性资产 (HQLA) 作为担保品，便于合格担保品的筛选调拨、盯市调整、违约处置等后续管理。此外，欧债危机后，欧元区国家信用分层现象显著，各国国债在债券回

购市场表现与其信用评级呈显著正相关：除上述 8 国国债外，欧元区其他国家主权债券占比仅占 4% 左右，而美国和日本国债等非欧元区主权债券担保品分别占比 8.4% 和 3.9%。

同时，美国市场上境外机构表现较为活跃（见图 17），欧洲市场中跨境回购交易占比达 59.9%，其中非欧元区跨境回购交易占比达 40.4%（见图 18），这些例证这从侧面反映出，在当前的监管环境下，国际债券回购市场正加快探索 HQLA 资产在回购交易层面的全球流动和调拨。

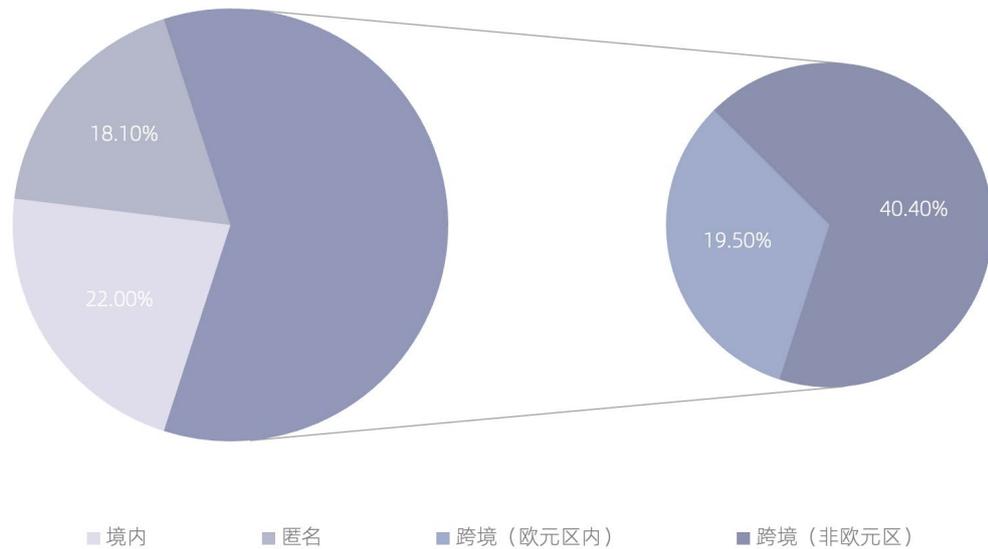
图 17 美国货币市场基金回购交易量机构分布 (2023.04)



数据来源：美国财政部金融研究所 (OFR)、国际资本市场协会 (ICMA)

¹⁰ 有关 Basel III 等监管要求对全球债券回购市场的影响将在第二章进一步讨论。

图 18 欧洲债券回购市场跨境回购交易占比 (2022.12)



数据来源：美国财政部金融研究所 (OFR)、国际资本市场协会 (ICMA)

4 最新进展

(1) 欧洲市场：推进三方回购应用，促成统一市场

上世纪 90 年代初，为帮助国际投资者降低跨境回购融资成本，欧洲市场也开始引入三方回购机制，但一方面由于三方回购服务集中度不高，所以难以发挥三方回购的“规模经济”优势；另一方面，欧洲各国在金融基础设施服务等方面存在差异，需对三方回购涉及的规则、技术、标准等进行统一规范。

2017 年，欧洲央行组织成立了证券和担保品市场基础设施咨询小

组 (AMI-SeCo)，旨在推动欧元体系内证券清结算以及担保品管理领域标准化建设，促进金融市场基础设施的协调发展。其核心目标是形成一套泛欧的、统一的担保品管理规则，推动最新的国际标准（如 ISO 20022）的使用，并通过直通式程序提高担保品的使用效率，加强欧元区内金融系统、金融基础设施的互联互通，优化欧洲债券回购市场的运营效率（见表 3）。

表 3 欧盟担保品标准化体系成果（三方担保品管理）

通用基础	业务流程	风控合规
第三方机构	增加三方担保品的风险敞口	由于即将到来的公司行为事件，强制减少三方担保品风险敞口
三方担保品管理服务	减少三方担保品的风险敞口	存量的日终报告
三方证券借贷服务	重新估值（接收新的担保品披露报表）	提供证券担保三方担保品风险敞口的实时信息
三方交易	单方面移除特定资产	处理与公司行为事件有关的现金收益
三方交易的生命周期	三方担保品风险敞口增加的部分清算	--
三方指令	提供证券担保三方担保品风险敞口的实时信息	--
三方指令的生命周期	处理最大三方担保品风险敞口值	--

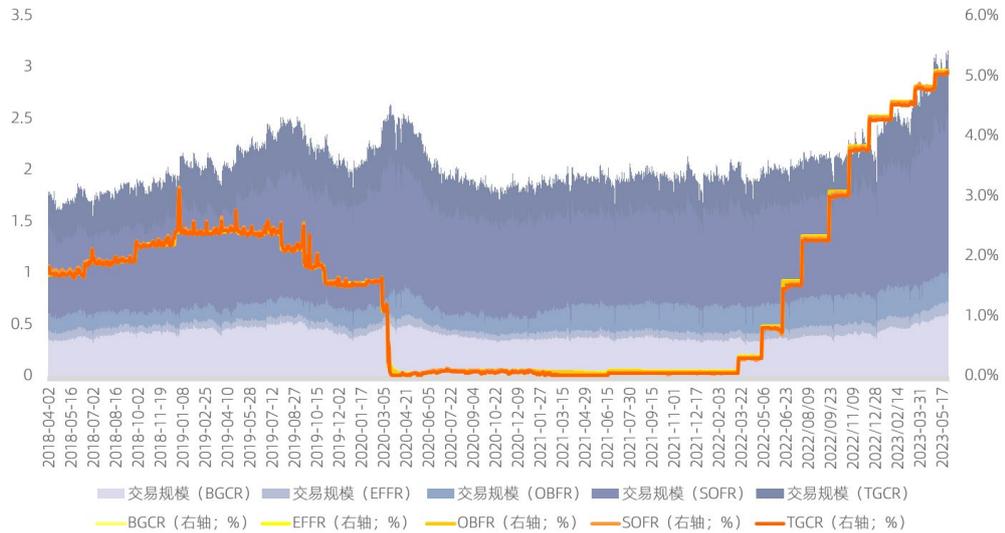
(2) 美国市场：回购基准利率与货币政策关联度增强

2008 年金融危机后，美联储货币政策操作框架发生调整。由于大规模量化宽松政策，联邦基金利率等拆借利率的价格信号作用开始弱化。为此，美联储创设了新的货币政策工具—隔夜逆回购工具（ON RRP），并逐步形成以隔夜逆回购利率为底、超额存款准备金率（IOER）为顶的利率走廊。特别是 2022 年 3 月以来，美联储增强通过回购市场调节流动性的力度，使得回购市场利率的重要性进一步提升。

目前，美国债券回购市场上最重要的基准利率是美元担保隔夜融资利率（SOFR），SOFR 是在三方通用回购利率（TGCR）和广义通用回购利率

（BGCR）的基础上，剔除掉明显属于特殊回购交易的部分，计算回购交易利率中位数得来，衡量的是美国债券回购市场的整体利率情况。从趋势上看，SOFR 利率的走势和美联储货币政策周期较为同步，维持在美国联储框定的利率走廊内波动。2020 年初，美联储启动大规模非常规货币政策应对疫情全球流行时，SOFR 快速下降，降低了金融机构融资成本；在 2022 年初美联储为应对通货膨胀而开启缩表进程后，SOFR 则呈现阶梯式上升的趋势，和美联储加息周期相匹配（见图 19），可以说美联储通过债券回购市场传导货币政策的努力初见成效。

图 19 纽约联储隔夜基准利率趋势和对应交易量；左轴单位：万亿美元（2018.04-2023.05）



数据来源：美国财政部金融研究所（OFR）

2022 年伊始，作为过去三十年全球金融市场核心基准利率的伦敦同业拆解利率（LIBOR）逐步开始停用。在此背景下，各国货币当局逐步宣布了替代 LIBOR 的新基准利率（见表 4）。可以发现，这些新基准利率普遍是基于隔夜货币市

场交易形成的，避免了原 LIBOR 机制的道德风险，能更真实地反应货币市场的供需关系和资金水平。此外，以 SOFR 为代表的回购利率被作为新基准利率的另一重要原因是，这些回购合约以国债作为担保品，因此可以近似当做无风险利率。

表 4 各主要货币市场替代 LIBOR 的新基准利率

货币市场	新基准利率名称	利率类型
美元	美元担保隔夜融资利率（SOFR）	隔夜回购利率
英镑	英镑隔夜指数平均利率（SONIA）	银行间隔夜借贷
欧元	欧元短期利率（€ STR）	银行间隔夜借贷
日元	日元无担保隔夜拆借利率（TONA）	银行间隔夜借贷
瑞士法郎	瑞士参考利率（SARON）	隔夜回购利率

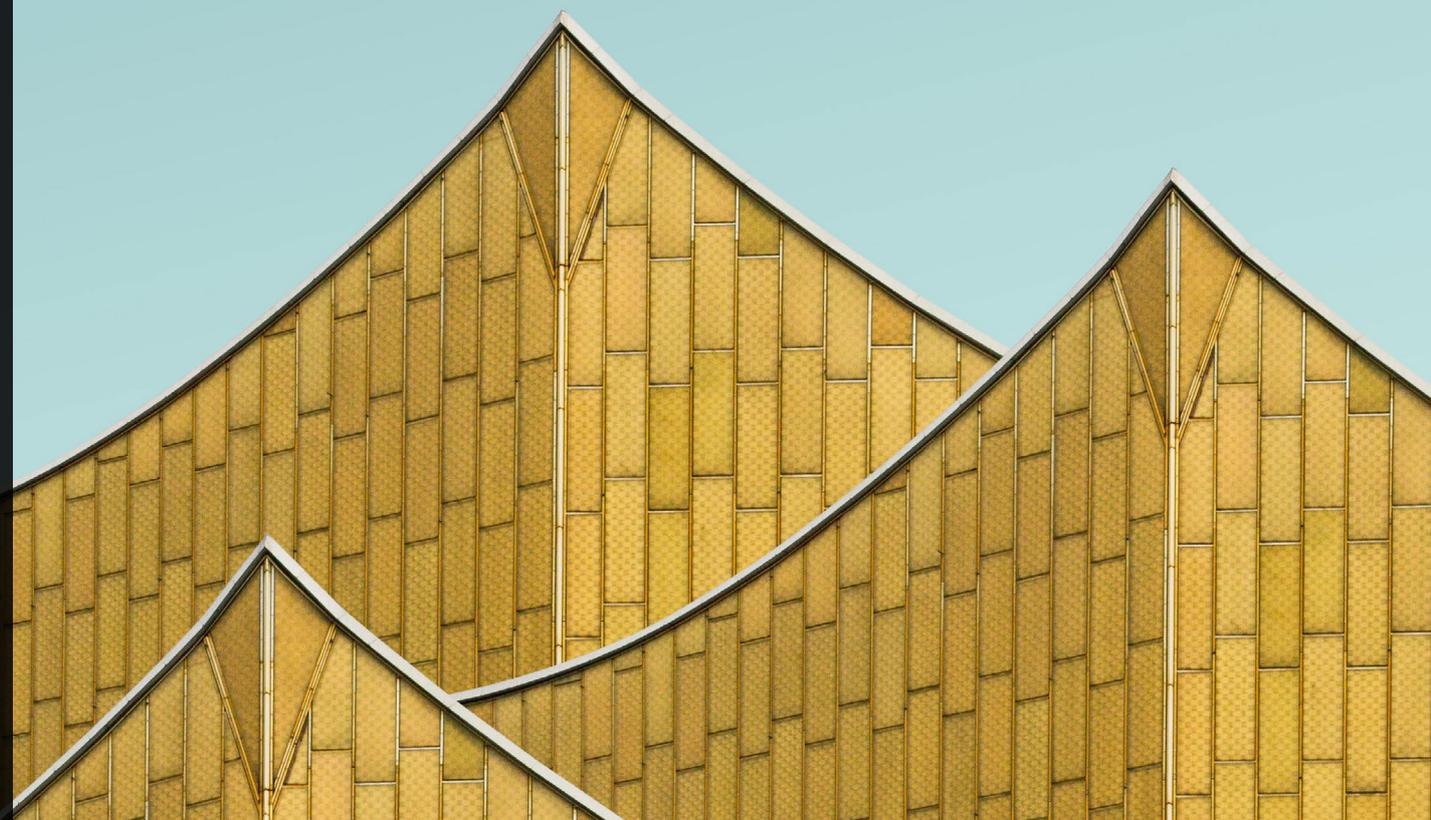
根据相关统计,截至2020年末,LIBOR相关的美元资产体量达223万亿美元,2023年6月美元LIBOR正式退出后尚未到期的资产规模达74万亿美元,规模庞大。自2018年SOFR公布以来,SOFR挂钩的金融产品累计总金额超过150万亿美元。截至2021年10月,SOFR名义未偿付金额约为7.95万亿美元。其中,SOFR衍生品中的掉期规模

约为5.85万亿美元,期货规模约为1.95万亿美元¹¹。从纽约联储公布的数据来看,以SOFR为利率的短期融资交易规模非常大,大概在7千至1.5万亿美元区间。未来,随着以SOFR为代表的回购市场利率更广泛地运用于各类金融产品的定价,相应地,债券回购市场在全球金融体系中的系统重要性也将进一步提升。

11 有关SOFR的数据来源于:《中银研究:基于SOFR基准利率体系的风险分析框架及启示》。

2

全球债券回购市场 最新趋势



(一) 新兴技术领域

1 金融科技方兴未艾

技术正在重塑金融市场的运作方式。在市场对效率、流动性和监管要求日益增长需求的推动下，全球债券回购市场正在其整个交易生命周期中积极推动技术升级。

(1) 数字化技术重构回购市场

当前全球债券回购市场的一个重要趋势是自动化程度和电子交易频率不断提高，许多电子交易场所迅速涌现并不断扩张。最新研究显示，电子回购交易在过去 20 年中不断增长，目前约占当今欧洲债券回购市场存量的 53%-58%。一方面，订单管理系统 (OMS) 和执行管理系统 (EMS) 在回购交易时为市场参与者提供了与金融基础设施更好的连通性和互用性；另一方面，电子化回购在交易后和辅助环节也有 200 余种更高效的解决方案，包括清算和担保品管理、流动性监测、公司行为等。

此外，通过分布式账本技术 (DLT)

¹² 实现回购交易数字化也是一个普遍趋势。DLT 应用的第一步是将证券和现金以数字记录表示。许多中央银行已经开始研究中央银行数字货币 (CBDC) 的可行性和可用性。市场机构正利用或已宣布计划利用 DLT 进行回购交易和结算¹³。例如，欧洲投资银行 (EIB) 于 2021 年 4 月在公共区块链上发行了第一笔 DLT 债券，随后用于证券金融交易，在传统合同设置的基础上通过三方代理进行抵押¹⁴。所有这些都为 DLT 回购交易的概念奠定了基础。事实上，目前有少数回购交易已实现在区块链上完成交易¹⁵，监管机构和公共政策制定者也相应的对法律进行调整¹⁶。

(2) 标准化数据模型破茧而出

目前，金融机构使用不同的系统和流程来管理回购交易，交易细节的形式不统一，使得信息交换效率低

下且不一致。为此，国际资本市场协会 (ICMA)、国际掉期和衍生品协会 (ISDA) 和国际证券借贷协会

¹² 分布式账本技术是指允许不同位置的计算机在网络上以同步方式提出和验证交易并更新记录的协议和配套基础设施，具体请参考 https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709y.htm。

¹³ 如 Broadridge 于 2021 年 6 月推出了其分布式账本回购交易平台，在该平台上，市场参与者可以在使用区块链的去中心化平台上商定、执行和结算交易。

¹⁴ <https://www.sgforge.com/securities-finance-trade-digital-bond-on-public-blockchain/>

¹⁵ 请参阅债券回购和担保品市场中新金融科技的应用

¹⁶ 请参阅 ICMA 分布式账本技术 (DLT) 监管目录

(ISLA)正在研究一项名为公共领域模型(CDM)的联合倡议。CDM是一个标准化的数据模型,以可执行代码的形式为金融产品的交易和管理提供了通用定义。CDM通过产品描述、事件和过程的标准化,使公司的IT系统能够使用相同的语言。CDM可以促进消息传递协议和数据标准的转换,并将交易数据整合到同一视角下,因此市场参与者无需单独解读生命周期事件和流程并将其编程到其IT系统中。这将降低成本,支持直通式处理,并为创新奠定基础。

除了交易和结算之外,文档标准化对于简化回购交易协议的谈判和执行也是必要的。ICMA在2021年10月启动了一个关于GMRA条款分类库的项目,旨在建立一个行业范围内的基础性条款分类法,通过数字化手段,使市场参与者能够使用标准化的合同条款,缩短谈判时间和减少操作风险,同时还有助于简化协议数据的提取。与上述CDM一起,一个完整的GMRA条款分类和数据模型可以加快回购和担保品市场的数字化转型。

2 绿色回购成为行业热点

为达成全球各种净零目标,绿色金融已成为当今金融领域的热点。债券回购市场作为金融体系的重要组成部分,正在为可持续金融的发展做出贡献。

2021年,ICMA发布《回购在可持续金融中的作用》咨询报告,围绕担保品、现金收益和交易对手等因素探讨回购交易的可持续性。此后,ICMA在第二篇报告中进一步

阐述了回购交易和可持续性的高层次分类。目前的市场实践中,回购和可持续性之间存在四种类型的交集,分为两大类(见表5):**第一类**是基于不同担保品以及交易对手方等角度,更广泛持续的对现有的回购业务进行考量。**第二类**是可持续融资的特定回购产品,例如可持续的“特定募集资金用途”回购和“可持续发展相关”回购。

表5 回购交易和可持续性类型的组合

支持可持续融资的回购	提供可持续融资的回购
抵押对价 买方和卖方使用可持续资产作为交易担保品的回购交易。	可持续特定募集资金用途(UoP)的回购 现金专门用于全部或部分融资或再融资,新的和/或现有的合格的可持续项目,或借款人的可持续资产组合的回购交易。
交易对手对价 考虑回购交易对手方的可持续性资格,即符合特定可持续性标准的交易对手的回购交易。	可持续发展相关(SL)回购 回购的财务和/或结构特征与卖方在一系列预先确定的可持续性关键绩效指标(KPIs)或可持续性绩效目标(SPTs)方面的表现挂钩的回购交易。

从政策角度来看，目前正在实施的 ESG 政策主要是将 ESG 因素纳入证券、投资和运营考虑，并进行分类、披露和报告，并通过担保品和交易对手方的管理间接影响着回购市场。在欧洲，监管机构和央行已经在推广具备可持续性资质的担保品。2021 年年初，欧洲央行开始接受与可持续性挂钩的债券作为欧元体系信贷操作

的担保品，还将气候变化因素纳入其货币政策战略，包括对符合特定资格标准的担保品和资产实行差异化政策。此外，在评估用作担保品的公司债券时，欧元体系市场也将开始考虑与气候相关的因素。例如，英国央行考虑在其公司债券购买计划中实施更为严格的绿色标准，促使企业更加积极有效地管理其非绿色担保品。

专栏 3：全球市场中绿色回购产品的发展和交易

大量用于支持绿色发展的资本流动为回购市场带来了更多创新产品。2020 年 11 月，欧洲期货交易所推出了一个绿色债券 GC 篮子，是欧洲首个整合回购和可持续发展概念的标准化篮子。这个篮子符合 CCP 标准并由按照各类绿色债券指南发行的以欧元计价的高质量流动资产（HQLA）组成。然而这个篮子中的资产交易量仍旧偏低。根据 2022 年欧洲期货交易所公布的数据，绿色债券的整体交易量在所有交易量中占比不到 1%。区别于其他传统的 GC 篮子，绿色债券 GC 篮子中的债券会根据发行者类型和信用评级进行区分。另一方面，多家第三方代理机构和电子化平台也在担保品管理服务中引入了 ESG 合格标准，通过将 ESG 评级（针对单个资产）纳入资格评估标准、保证金管理以及押品集中度限制等方式帮助客户对 ESG 相关指标进行偏好设置。

然而，仅仅对可持续资产进行管理并不会使得绿色生态系统产生额外的融资。受现有市场标准的影响，回购市场也将其关注点从担保品管理转向现金管理。2020 年 12 月，中国农业银行新加坡分行（ABC SG）和法国巴林银行达成了一笔价值 5000 万美元的回购交易，回购交易中的现金将依据分行行内可持续金融的框架分配给各个绿色项目。中国农业银行新加坡分行已经邀请了可持续性分析师对回购交易支持的资产进行评估，并针对项目是否符合框架中描述的所得款项用途及报告中的承诺提供一份评估报告。这样的绿色回购交易会为特定的绿色项目直接带来资金，并倾向于遵循已经成熟的市场经验，例如绿色和社会债券原则或者绿色贷款原则等。随着市场的发展，全球范围内越来越多的公司正在发展特定募集资金用途的回购交易，并且这种将募集资金用途和可持续发展资产相结合的方法

式也逐渐在市场中出现。

此外，一些市场参与者会特别关注他们交易对手方的可持续发展概况以及其整体的可持续发展目标。可持续发展相关的回购是指在回购交易中，回购利率和卖方在一组预设的可持续发展绩效关键指标（KPIs）或者可持续发展目标（SPTs）中的表现有一定关联。此外，还存在着另外一种和可持续发展有关的回购产品。2021年8月，德意志银行和AKbank之间完成了一笔价值3亿美元的回购交易，标志着在中东欧、中东和南非（CEEMEA）之间首笔可持续发展相关回购的落地。在这笔交易中，回购利率和借款人在三个可持续发展关键指标方面的表现挂钩。在整个交易生命周期中，德意志银行会根据三大关键指标来对AKbank进行监控，并随之调整回购的定价利率。与特定募集

资金用途的回购交易类似，可持续发展相关回购也在发展。然而，截至目前，可持续发展相关回购经常会被用于作为衡量公司整体的可持续融资框架的一部分，并且由于回购交易的短期性和公司长期的可持续发展目标之间的错配，目前尚不清楚他们是否可以独立于这个框架外进行交易。

尽管可持续回购交易最近备受追捧，这个市场目前仍处于早期阶段。还有许多问题待解决，包括一些法律、报告以及披露等方面的考虑。尽管如此，回购交易在可持续金融中发挥了重要作用，并且现有的市场标准通过适当的调整，可以应用于可持续发展相关回购交易中。对于这一新兴市场，关键的挑战在于找到促进可持续发展、确保回购市场效率和维护其在更广泛的市场中发挥的重要作用之间适当的平衡。

（二）风险管理转型

2007-2008年金融危机后，二十国集团（G20）通过金融稳定委员会（FSB），致力于通过制定并协调一个全面的全球金融监管框架，来提升经济的稳定性和韧性。作为整体框架的一部分，FSB定义了与证券融

资交易（包括回购）相关的诸多金融稳定风险，并将这些风险划分为影响银行系统的风险和早期被称为“影子银行”部门¹⁷（目前通常被称为“非银行金融中介”（NBFI））所产生的风险。

1 审慎合规标准优化升级

Basel III是重塑债券回购市场的关键监管改革之一，旨在解决危机前监管框架中存在的一些问题。其核心

内容主要涵盖监管资本要求、以及引入杠杆率（LR）和不同流动性监管指标（包括流动性覆盖率（LCR¹⁸）和

¹⁷ 影子银行被定义为涉及常规银行系统以外的实体和活动的信贷中介系统。

¹⁸ <https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/lcr.htm>

净稳定融资率（NSFR）¹⁹。

在回购业务领域，LR 是最具影响力的指标之一。基于非风险敞口衡量标准，LR 衡量机构对过度杠杆的风险敞口，目前将资产负债表上所有资产的 LR 设定为 3%²⁰。这极大地限制了回购等低风险业务，特别是对高评级证券的资产负债表密集型 and 低保证金回购活动。因此，市场参与者希望通过净额结算来抵消回购资产和负债来实现指标的优化。

此外，LCR 和 NSFR 也对债券回购市场参与者的行为产生影响。LCR

要求受监管银行持有足够的 HQLA，以覆盖其在 30 天压力期内的预计净现金流出。这降低了 30 天以下短期融资的吸引力，使得高流动性资产更具吸引力。另一方面，NSFR 要求银行拥有足够的“稳定”资金来源，在长达一年的市场危机期间维持其资产和表外头寸的融资。这使得银行进一步减少对短期融资的依赖，并转向更长期（一年期以上）的融资产品。总之，LR、LCR 和 NSFR 都以不同的方式影响回购市场，大大增加了回购交易所需的资金成本。

2 非银中介成为监管重点

除了传统银行业，被称为“非银行金融中介”的信贷中介是 2008 年后的另一个监管重点关注的对象。2012 年，FSB 发布了咨询文件《解决证券借贷和回购中影子银行风险的政策框架》，其中提出了 13 项政策建议，以解决证券借贷与回购领域的金融稳定问题 / 影子银行风险。

FSB 建议收集更多关于回购和其他证券融资交易的精细数据，以监测证券融资市场的系统性风险。在欧洲，根据《证券融资交易报告条例》（SFTR），回购交易的监管报告是强制性的。SFTR 对证券融资交易提出了广泛的报告要求，包括交易对手信息、资金和担保品、保证金数据以及担保品的再使用等。特别是，报告担保品

再抵押和再使用²¹ 这项新的报告义务，源于 2017 年发布的《担保品再抵押和再使用报告》中的详细指导。FSB 认为，涉及担保品再使用的交易链产生了相互关联，厘清担保品再使用链将有助于降低风险传导和不透明带来的风险。

此外，2014 年 FSB 提出了《非集中清算证券融资交易的折扣率监管框架》，包括一套非政府证券的最低折扣率下限以及计算折扣率方法的最低标准。2017 年 12 月，巴塞尔银行监管委员会（BCBS）将这一方案纳入其最终的 Basel III 一揽子计划。该框架的目的是限制银行业以外的杠杆率，并降低杠杆的顺周期性。然而，在某些方面，框架

¹⁹ <https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/nsfr.htm>

²⁰ 在美国，顶级银行还必须持有 2% 的额外缓冲资金（总额为 5%），称为补充杠杆率（SLR）。

²¹ 再抵押狭义定义为“金融中介（如经纪商）对客户资产的任何使用”。然而，担保品再使用不限于客户资产，广泛包括“中介或担保品接受者在交易中对作为担保品资产的任何使用”。

似乎过于宽泛或惩罚性不足，可能会损害其效力。2019年，作为针对Basel III的实施建议之一，欧洲银行管理局（EBA）向欧盟委员会提议，在完成全面深入的分析研究前先暂缓对强制头寸框架的实施。2021年1月，BCBS发布了《两项关于证券

融资交易最低折扣率下限标准的技术修正案》，以供咨询。修订内容包括：（i）在担保品升级交易的情况下，重新制定担保品再使用限制；以及（ii）修正证券融资交易净额计算公式。担保品管理的市场实践得到进一步的优化。

（三）担保品跨境调拨

担保品调拨特指在不同交易对手方、市场以及账户之间对担保品的有效调动。它是确保金融市场有效运转的重要因素之一，也是国际债券回购市场未来发展的重要趋势之一。然而，担保品调拨在当下仍面临着一系列的壁垒。

以欧洲为例，担保品调拨机制已经引发了大范围的关注，市场尤其关心如何能够克服碎片化的问题并且建立一个共同的欧洲资本市场。早在2001年，首份乔瓦尼报告（2001）对影响跨境清算结算有效运转和发展的障碍进行了界定。2017年欧洲交易后处理委员会（EPTF）发布了一份报告，列举了尚未被解决的乔瓦尼障碍和那些新出现的障碍，包括担保品持有结构和模式的复杂性、证券资产调拨成本较高、不同市场存在的结算差异等。

随着金融市场基础设施在交易、清算和担保品管理中发挥着日益重要的作用，回购领域也在经历着深刻的变化，市场基础设施发展成为为了提高跨境效率的重要载体，为推

动回购领域担保品的全球调拨提供了发展基础。在监管制度层面，《中央证券存管机构条例》（CSDR）为欧盟中央证券存管机构（CSD）提供了授权和监管的新举措，并在一定程度上对欧洲的CSD进行了协调，推动形成托管层面的进一步整合。在交易结算方面，例如T2S和欧洲市场正在进行中的协调举措为担保品的跨境调拨提供了一定支持，市场也逐步青睐由第三方代理机构提供的包括匹配、担保品价值评估、资产选择以及最优化、结算效率工具等。

总体上来看，各国CSD利用自身优势，开发和运作集中化、专业化、智能化的担保品管理系统和机制，突破担保品池的国境壁垒，将分散的担保品管理纳入统一的调拨框架下，使得担保品安全高效运转起来，已成为全球性的趋势。形成担保品跨境调拨网络，将有利于扩大市场参与范围，使得资金需求方与更广泛的回购交易对手接触，促进全球安全资产的有效供给。

人民币债券担保品
参与全球债券回购的
基础和要素

3



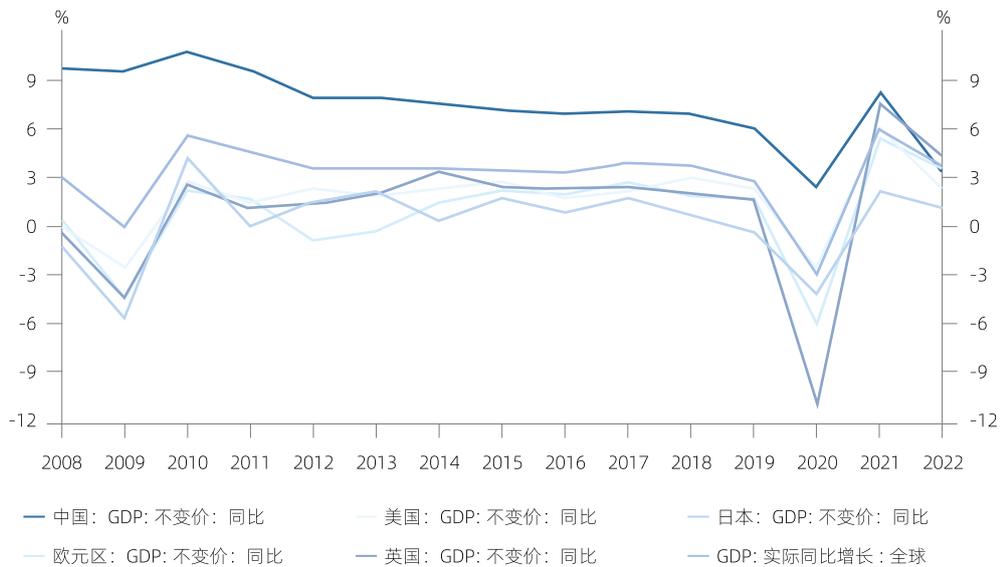
得益于中国经济总量稳步增长、人民币国际化进程加速推进，中国债券市场作为全球第二大债券市场，规模优势愈发显著、运行机制持续完善，对外开放进程有序推进，越来越多国际机构开始发掘将人民币债券作为全球金融市场通行担保品的潜力。

(一) 中国债券市场深化开放

1 中国宏观经济环境稳中向好，人民币国际化成效显著

中国债券市场的国际化与中国融入全球经济紧密相关。2022年，中国国内生产总值（GDP）总量达121.02万亿元，占世界GDP的比重约18.1%；GDP增长率为3.0%，经济保持稳定增长（见图20）。

图 20 主要经济体 GDP 增长率



数据来源: Wind

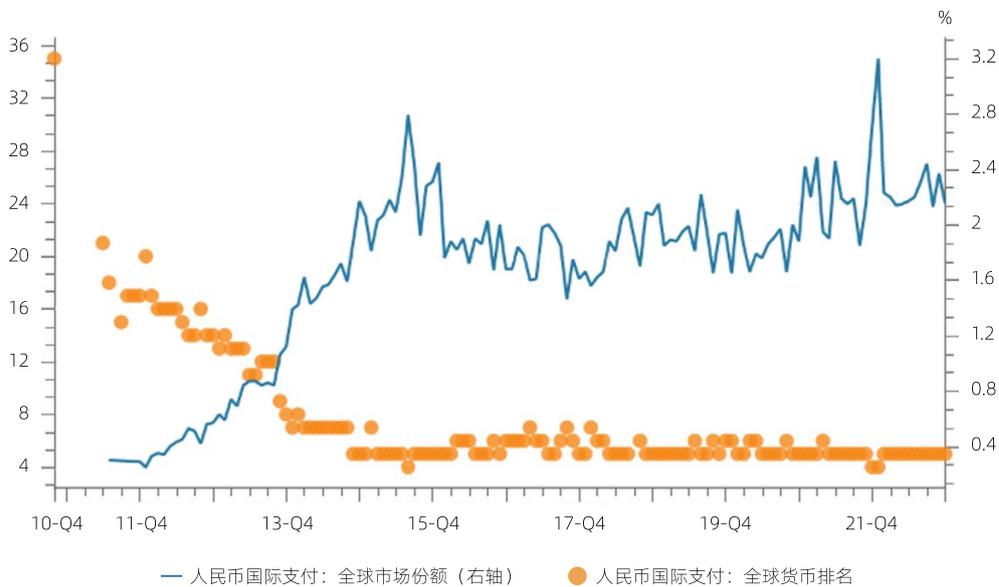
人民币国际化也与债券市场开放相互促进、相互协调。人民币境外使用范围的扩大为债券市场的开放扩容创造了良好条件；而建立具有足够深度和广度、更加国际化的债券市场，又能促进人民币从结算货币向投资货币、储备货币等国际货币功能演进，助力人民币国际化的进程。根据国际货币基金组织（IMF）公布的数据，2016年10月人民币加入SDR时，人民币在全球外汇储备中的占比仅为1.08%，截至2022年三季度末上升至2.76%，居全球第五位。在国际清算银行（BIS）发

布的全球外汇市场成交额中，人民币排名第八位。

此外，据环球银行金融电信协会（SWIFT）发布的数据，2022年末，在全球支付货币排名中，人民币保持全球第五大活跃货币的位置，占比2.15%；人民币在全球跨境贸易金额中排名保持第三，占比3.91%，接近2021年同期

两倍。截至2022年9月，全球已有70多家央行把人民币作为储备资产，人民币占全球央行外汇储备份额近2.76%，是全球第五大储备货币。目前，人民银行已与40个国家和地区的央行签署了双边本币互换协议，互换资金规模达4.02万亿，各经济体持有人民币资产的意愿增加。

图 21 2010 年 -2022 年人民币国际支付全球市场份额及排名



数据来源：Wind

2022年5月，国际货币基金组织将人民币在SDR篮子的权重由10.92%上调至12.28%（见表6），除美元权重同步上调外，欧元、日元、英镑皆被下调。这个举措，一方面肯定了中国宏观经济和金融开放在全球影响力的提升，另一方面也肯定了人民币在支持、稳定和提

升全球贸易和金融发展方面的作用。综合而言，人民币跨境使用继续保持快速增长，贸易和直接投资跨境人民币结算增长显著，大宗商品计价方面也取得新的突破。人民币支付功能不断增强，金融交易功能持续深化，计价功能有所突破，储备功能逐渐显现。

表 6 2022 年 5 月 SDR 货币篮子权重调整明细

币种	调整前	调整后	调整幅度
美元	41.73%	43.38%	+1.65%
欧元	30.93%	29.31%	-1.62%
人民币	10.92%	12.28%	+1.36%
日元	8.33%	7.59%	-0.74%
英镑	8.09%	7.44%	-0.65%

2 中国债券市场逐步开放

回顾中国债券市场开放的历史进程，债券市场开放的安排是围绕人民币国际化的主线进行的。在该主线下，中国债券市场对外开放主要呈现以下几个特点：**一是**先试点推出业务，再完善配套政策。**二是**先“引进来”，

再“走出去”。**三是**先分层试点，再逐步铺开。总之，中国债券市场对外开放坚持“稳中求进”，稳妥把握开放节奏，分层次逐步放开，主要包括“酝酿蓄力、开放大门、修桥铺路、深度融合”四个阶段。

(1) “酝酿蓄力”阶段（2002-2010）：试水境外机构参与境内市场

在此阶段，监管部门正式明确合格境外投资者标准，并开展试点业务。2002 年，人民银行、中国证监会（以下简称“证监会”）发布《合格境外机构投资者境内证券投资暂行管理办法》，正式推出合格境外投资者（即 QFII）制度，明确合格境外投资者的标准，并规定合格境外投资者可进入中国证券市场。

2005 年，亚洲债券基金子基金——泛亚债券指数基金获准进入银行间债券市场，成为首家进入中国债券市场的境外机构。2009 年，随着《跨境贸易人民币结算试点管理办法》的出台，跨境人民币结算试点正式启动，推动人民币国际化迈向新征程，也为中国债券市场的后续发展蓄积了初始动能。

(2) “开放大门”阶段（2010-2015）：境外参与机构快速增加

在此阶段，在开放对象方面，中国债券市场分批稳步推进参与机构类别的多元化。2010年-2011年间，为配合跨境贸易人民币结算试点开展、通过境外机构投资境内债券市场的方式拓宽人民币资金回流渠道。监管部门出台相关规定²²，先是允许境外央行、港澳人民币清算行和境外参加银行在经过审批后、运用人民币投资银行间债券市场；

后又允许符合条件的境内基金管理公司、证券公司的香港子公司，运用在香港募集的人民币资金投资境内证券市场（即建立RQFII制度）。2013年，RQFII范围进一步扩大，规定境内商业银行、保险公司等香港子公司或注册地及主要经营地在香港地区的金融机构可以参与RQFII试点，经批准后可投资银行间债券市场。

(3) “修桥铺路”阶段（2015-2018）：持续提升境外机构参与人民币债券市场的便利程度

在此阶段，中国债券市场不断放宽限制、推动制度创新，进一步提高人民币债券流动性，并丰富境外机构境内人民币融资手段。2015年人民银行接连发布相关通知²³，逐步允许境外人民币业务清算行、境外参加银行运用持有的人民币债券在境内银行间市场开展债券回购业务。此后，境外央行、国际金融组织和主权财富基金运用人民币投资银行间市场的准入由审批制改为备案制，同时拓宽三类投资者可参与的产品范围，且相关境外机构投资者可自主决定投资规模。2016年，人民银行发布《中国人

民银行公告〔2016〕第3号》，规定境外商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司及其他资产管理机构等各类金融机构依法合规面向客户发行的投资产品，以及养老金、慈善基金、捐赠基金等，均可以通过结算代理方式在银行间市场开展各类债券交易²⁴。2017年，为便利香港及其他国家与地区的境外投资者，人民银行、香港金管局发布联合公告，内地与香港债券市场互联互通合作上线，经由香港与内地基础设施机构之间在交易、托管、结算等方面开展互联互通的机制安排。

22 2010年，中国人民银行发布了《关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》；2011年，中国证监会、中国人民银行、国家外汇管理发布《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》。

23 2015年中国人民银行发布《关于境外人民币业务清算行、境外参加银行开展银行间市场债券回购交易的通知》。同年，中国人民银行发布《中国人民银行关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》。

24 此处的各类债券交易应当不包括“债券回购”。截止目前，主要是三类境外机构（境外央行、主权机构，国际金融组织，境外人民币清算行、参与行）可以参与银行间债券回购交易。

(4) “深度融合”阶段（2018 至今）：双向开放加速推进

在此阶段，不断扩大外资金金融机构业务范围，持续提高资本市场双向开放程度。2018 年，习近平主席在博鳌亚洲论坛宣布“中国将大幅放宽包括金融业在内的市场准入”，并在此后两年集中出台了 50 余条对外开放措施，包括彻底取消银行、证券、基金、期货、人身险领域外资股比限制。2019-2021 年，中国国债被接连纳入国际三大主流债券指数²⁵，既

意味着将有更多境外资金参与中国债券市场，又代表了中国债券市场在开放方面的努力得到了全球投资者的认可。2022 年 5 月，人民银行、证监会、国家外汇管理局（以下简称“外管局”）联合发布公告，按照“一套制度规则、一个债券市场”的原则，统筹同步推进银行间和交易所债券市场对外开放，使得银行间和交易所债券市场在开放层面得以打通。

3 中国债券市场开放的趋势与展望

近年来，境外机构参与境内债券市场方式日益丰富，中国债券市场的国际影响力不断提升，中国债券市场对外开放已经取得了一定成绩。2017 年 -2021 年，中国吸收跨境债券投资资金规模仅低于美国、英国和日本，居全球第四位。截至 2023 年 1 月末，中国债券市场余额为 144.9 万亿元人民币。根据人民银行上海总部发布的境外机构投资数据显示，同期，共有 1075 家境外机构主体入市，境外机构持有银行间市场债券 3.28 万亿元，约占银行间债券市场托管总量的 2.6%。

展望后市，中国对外开放的大门只会越开越大，中国债券市场对外开放程度将会进一步提高，逐步扩大境外机构持有中国债券的用途：

一是人民币与中国债券市场影

响力将持续提升。人民币稳居全球第五大储备货币和第八大外汇交易货币的地位。人民币债券作为境外机构人民币资产的重要配置标的，未来中国债券市场对全球债券市场的影响力将进一步提升。与此同时，债券市场开放对人民币国际化起到全局性支点作用，提高人民币债券的全球流动性与使用效率，有利于推动人民币国际使用从贸易向金融领域纵深发展。

二是人民币债券投资价值将进一步凸显。从历史情况看，中国债券回报的稳定性比较高，2018—2021 年，以换算成美元的投资回报计，中国本币国债指数月度回报年化波动率是 4.7%，低于同时期美债波动率的 6.5%。从组合管理看，由于中国宏观政策自主性较强，国内经济和政策周期与美国等主要发达经济体并不同

25 2019 年，中国国债和政策性银行债券纳入彭博巴克莱全球综合指数（BBGA）；2020 年，中国国债被纳入摩根大通全球新兴市场政府债券指数（BGI-EM）；2021 年，中国国债纳入富时世界国债指数（WGBI）。

步，中国本币国债指数与美国国债指数的相关性仅为 0.2、属于较低水平，为全球投资者分散投资提供了重要选择。从投资占比看，外资在中国债券市场中占比 3% 左右，与发达经济体和部分新兴市场国家相比，处于较低水平，有较大的增配空间。

三是人民币债券担保品国际化诉求将快速增长。前期，随着中国债券市场对外开放，部分国际投资者已开始关注人民币债券作为国际金融市场

担保品的情况，并推动相关机构采取相应举措。2019 年召开的第十次中英经济财金对话，就推动人民币债券成为英国市场普遍接纳的合格担保品达成共识；2021 年香港宣布将内地地方政府在离岸市场发行的人民币等债券纳入人民币流动性安排的合格担保品名单。未来，市场参与者对人民币债券纳入国际担保品、推动盘活存量资产的需求将会持续涌现，推动人民币债券担保品国际化。

（二）人民币债券担保品的国际化

在人民币债券逐步得到了国际市场的认可的同时，相较 G7 国家债券，人民币债券的跨境应用功能有所缺失，还未成为全球金融

市场通行的担保品。因此，本节探讨人民币债券担保品跨境应用的制度环境、合作现状以及相关探索实践。

1 法制和规则逐步与国际接轨

完善的法律制度环境对于担保品业务的运作是不可或缺的前提条件。很长一段时间以来，中国担保物权的设定与境外存在差异，形成了部分中国市场特有的交易习惯和运行机制，随着境内外市场的接轨，人民币债券跨境应用的制度环境正逐步完善。

从法律基础来看，《民法典》的正式颁布，进一步理顺了担保物权领域的制度基础，对于担保物权领域的业务实践具有重要指导意义。《期衍法》的出台为顺应《民法典》及其司法解释的规定，将各类非典型担保也纳入其中，为境内债券作为担保品的

创新应用释放空间。为了适应金融市场发展，2018 年上海金融法院的设立，为解决复杂化、国际化金融类纠纷提供了重要平台，进一步优化了中国金融法治环境。

从业务规则来看，中国债券市场担保品业务实践不断突破。以中央结算公司为代表的金融基础设施在实践中通过业务指引等标准化文件，建立了国际性与本土化紧密结合的担保品业务规则体系；以交易商协会为代表的行业协会充分吸收国际先进经验，密切结合中国市场的需求，建立了一套完整的主协议文件群适用于场外行

衍生品交易、债券回购交易与债券借贷交易，助力中国金融市场法治建设与规范发展。

从配套机制来看，境外投资者进入中国市场投资的程序持续简化，税收政策确定性进一步增强，可投资的资产种类不断丰富，数据披露的透明

度稳步提升，营商环境持续改善，延长银行间外汇市场的交易时间、提供特殊结算周期交易服务等一系列便利举措相继落地，为境外投资者提供更加高效、更高质量的市场服务，中国已初步形成了与对外开放程度相匹配的配套支持体系。

2 境内外市场跨境联通日渐增强

随着制度规则的对接，境内市场与境外市场的联通也更加紧密，境外投资者对加强与中债市互联互通的意愿逐步提升。中国债券市场的国际化带来一个必然结果就是中国债券担保品的国际化，随着境外投资者持券规模的增长，跨境担保品领域的合作也被提上日程，成为境内外市场互联合作的一个重要方面。

在跨境互认层面，一方面，“推动人民币债券成为英国市场普遍接纳的合格担保品”被纳入第十次中英经济财金对话政策成果中，体现了国家层面的重视，此后依托着中英资本工作小组等合作平台，各方在积极推动，打开人民币债券资产的国际接受度。另一方面，中央结算公司等金融基础设施先后与明讯、欧清、摩根等十多

家国际同业机构建立合作关系，积极探索跨境担保品领域的互联合作，疏通联接中国和境外市场的跨境担保品互认渠道。

在业务实践层面，随着中国债券市场开放程度不断加深，跨境应用人民币债券担保品的需求不断涌现。以中央结算公司为代表的金融基础设施大力支持债券担保品创新业务落地，已在跨境领域拥有诸多成功实践（见专栏4），为金融机构的跨境融资、跨境发行等提供全流程的服务支持，为人民币债券担保品的国际化奠定坚实的基础。扩宽人民币债券担保品的应用场景，提升中国债市对外开放的深度与质量，提高与国际主流债券市场的对标度，是扩大人民币债券担保品跨境应用的基础。

专栏 4：人民币债券担保品跨境应用案例

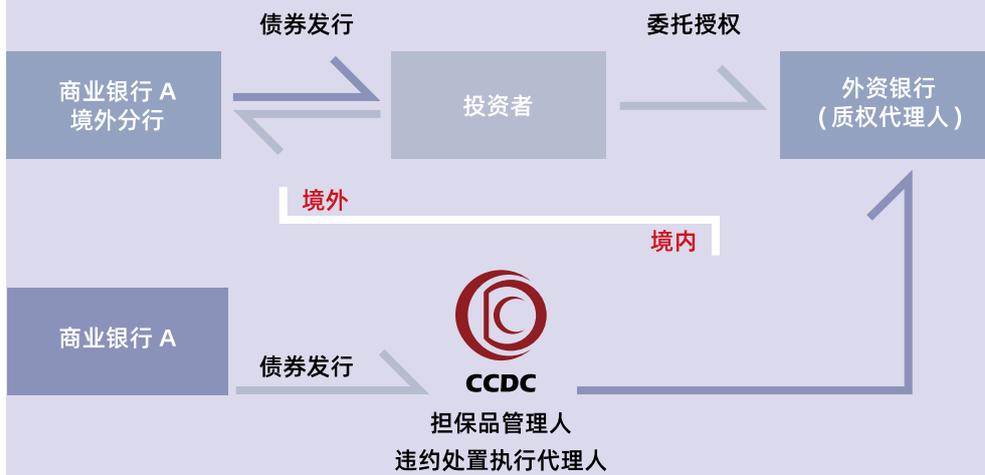
案例一：以境内债券为担保发行境外债券

2016年10月，中国境内商业银行A在境外交易所发行了以美

元计价的资产担保绿色债券。该只债券由境内商业银行A持有的境内债券作为担保资产池，向其境外分行的境外受托行进行质押，为境

外发行的债券提供担保。在该业务中，商业银行 A 在境内的担保债券托管在中央结算公司，并由中央结算公司提供质押登记及担保品管理服务。

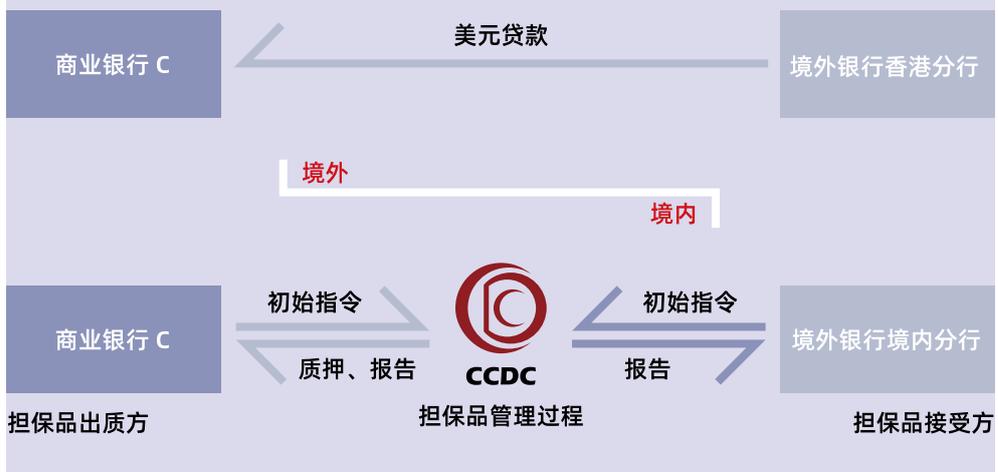
这种以境内债券作为担保品发行境外债券的方式，有效降低了中资机构境外债券发行成本，在得到国际投资者认可的同时，为中资金融机构境外融资提供了更优途径。



案例二：以境内债券为担保开展美元贷款业务

2017 年，境外银行香港分行和境内商业银行 C 开展境外美元贷款业务，由境外银行境内分行代为接受境内商业银行 C 托管在中央结算公司的

债券担保品。该业务中，商业银行 C 使用托管在境内的人民币债券在境外市场获取外币流动性，在拓宽人民币债券跨境应用场景和提升应用效率的同时，也进一步推动了境内外市场互联互通。



担保品跨境应用领域里不断取得创新突破，为推动人民币债券担保品参与跨境回购提供了宝贵的业务实践经验。在此基础

上，以更贴合境内外机构需求和交易习惯的方式构建人民币债券担保品跨境调拨框架是另一关键性问题。

（三）影响人民币债券担保品参与国际债券回购的核心要素

伴随人民币国际化的持续深化，人民币债券在地域分布、投资者基础等层面都实现了可观的进展，人民币债券作为国际回购担保品具有广阔的发展空间。与此同

时，境内外基础制度建设、市场运营模式之间的差别以及金融基础设施跨境托管体系尚未搭建完善也为人民币债券参与全球回购交易带来了阻碍。

1 协议要素：兼容和对接境内外回购主协议

回购协议是合约双方开展交易的先决法律文本。区别于境内债券回购市场需要签订NAFMII回购主协议，目前国际市场回购交易主流适用的为GMRA协议。但对于境外机构而言，参与境内银行间市场回购仍旧需要其通过直投模式、完成准入备案并额外签署NAFMII回购主协议。较为复杂的备案入市流程以及

协议文本的差异从根本上限制了境外机构参与境内银行间债券回购市场。伴随银行间市场不断对外开放，回购市场准入机制亟需完善，境外投资者备案入市流程手续也有待进一步便利化，境内外市场回购协议之间的等效性也需逐步得到解决，从而便利境外机构操作，促进国内外规则对接。

2 制度要素：落地和实施终止净额结算制度

终止净额结算是国际金融衍生品合约的基础条款，涉及终止交易、估值以及确定净额结算金额等三个方面，这一概念在回购交易市场中也有延展应用。在人民币债券担保品的跨境使用中，净额结算条款在过去中国法律体系下的效力问题一直存在较多争议，也是市场各方关注的焦点。在终止净额结算机制中，相关净额结算行为并不因交易一方

或结算参与人进入破产程序而中止、无效或者撤销，而中国现行的相关法律，特别是《中华人民共和国企业破产法》并未对该机制做出明确规定，因此境外对手之前也普遍将境内金融机构认定为非净额结算交易对手方。如何在中国现行法律体系下，解释和确定终止净额结算效力，是影响人民币债券担保品跨境应用的关键制度要素。

值得一提的是，中国在净额结算制度建设方面已经做出了一系列探索突破。首先，在金融市场交易制度和监管实践层面已逐步认可了净额结算制度，国家金融监督管理总局的前身——中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）相关负责人也在答记者问时明确了衍生品交易中的终止净额结算在中国法律下的法律确定性的观点（且回购交易参照适用）。另外，在立法层面上，2020年10月公布的《中华人民共和国商业银行法（修改建议稿）》中明确提到了净额结算这一概念，2022年4月通过的《期衍法》中对净额结算也有了进一步明确与认可。从法律的角度而言，《期衍法》的出台是中国终止净额结算机制确立的重大突破。终止净额结算制度的接轨也为境内外投资者开展场外衍生品以及回购交易奠定了更好的法律基础，为人民币债券担保品的跨境应用创造了良好的实现条件。

在此背景下，过去两年，境内外投资者对于净额结算制度在中国市场的建立给予了高度关注。可以说，终止净额结算制度的建立将推动中国监管框架与全球主要金融市场的进一步接轨，为境内外投资者开展回购交易奠定更好的法律基础，也为人民币债

券担保品的跨境应用创造良好的实现条件。然而，目前从法律层面上对终止净额结算制度的认可仅存于衍生品市场领域。而在回购市场中，终止净额结算制度未能被法律直接予以确认则可能直接导致金融机构在回购交易中无法享有净额结算制度在风险缓释及资本节约方面发挥的作用和益处。

在银保监会此前发布的关于衍生品工具交易对手违约风险资产计量规则有关问题的通知中，一方面明确了除NAFMII主协议、中国证券期货市场衍生品交易主协议、以及国际市场常用的2002年ISDA主协议外，其他银保监会认可的合法有效的净额结算主协议也可以成为商业银行按照净额计算衍生工具交易对手违约风险暴露的依据。另一方面则提到了商业银行债券回购交易的违约风险和资本计量也可参照衍生工具交易净额结算相关规定执行。这两方面的说明为后续回购交易市场中终止净额结算制度的确立留出了一定的政策空间。然而，目前关于回购市场中终止净额结算制度相关规定仍停留在监管解释层面，在立法层面还未有相关文件正式出台，这既是目前许多境内外投资者参与回购市场首要关切的问题，也是下一步各方努力推动实现的目标。

3 风控要素：明确违约处置后资金出境路径

除了担保品违约处置相关问题还待进一步实践，人民币债券处置后资金出境政策也有待明确。在法律制度

方面来看，目前尚未出台专门的法律规定、政策依据或者操作指引明确指出人民币债券在跨境担保品应用中违

约处置变现资金的跨境汇划问题。

以 CIBM 直入市模式为例，直接入市的境外投资者通常会在境内托管行或结算代理行开立非居民账户（NRA），并可通过该账户向境外汇出本金及投资收益，该种模式已得到外管局的明确认可。但对于参与银行间债券市场的境外投资者而言，并无相应制度政策规定将人民币债券担保品违约处置的所得款项纳入境外机构

的人民币结算账户收入、支出范围中，相关领域的法律政策规定较为模糊。

因此，尽管银行间债券市场已经在技术层面上解决了担保品违约快速处置的问题，但人民币债券处置后资金跨境流动的问题仍是阻碍境外投资者参与境内债券回购市场的重要因素，仍需要相关律法、规则进一步明确和规范，这也应成为未来市场建设需要完善的重要方向。

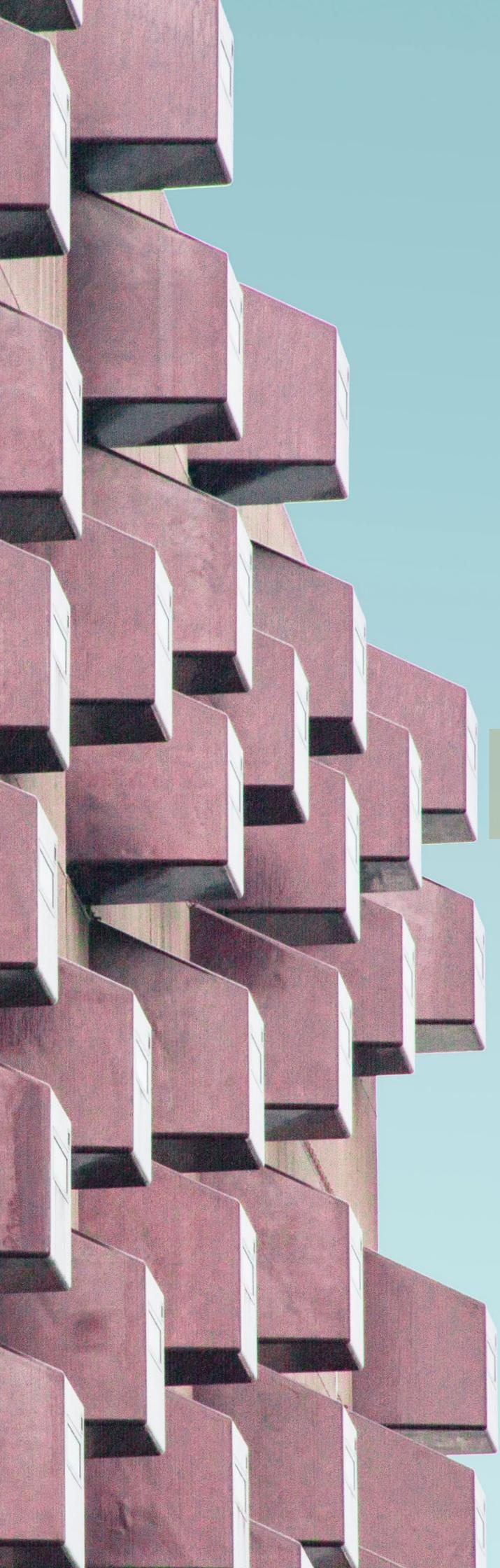
4 运营要素：构建金融基础设施跨境托管体系

金融基础设施的健全与稳定运行是人民币债券参与国际债券回购市场的必要前提和基础。如何在境内外债券回购市场间搭建跨境托管体系，从技术层面上便捷地支持境外投资者“走进来”、或者支持人民币债券作为回购担保品“走出去”都是国际投资者参与人民币债券回购交易面临的关键问题。

近年来，全球主要的金融基础设施间在跨境方面开展了一系列合作，构建了更加顺畅的担保品跨境调拨渠道，帮助机构在海外市场进行有效运作。当前国际主流债券担保品大都集中登记、托管在少数几个国际大型国际存托管机构和托管行之间，投资者可以通过托管机构或代理机构接入全球市场，进而在全球范围内实现担保品资产的调拨和应用。

相比之下，在人民币债券担保品的跨境应用方面，目前只有在在

国境内托管机构开立人民币债券账户的投资者可以直接办理人民币债券的质押或受押，而对于未在境内托管机构开立账户的境外投资者，现有托管体系尚且无法满足其接受境内人民币债券作为押品的业务需求。现有交易过户或担保品管理系统目前也较难支持人民币债券以买断式或转让式履约保障方式的运用。目前中国与境外托管机构之间并未搭建起跨境互联互通体系，难以有效支持人民币债券资产的跨境调拨，这直接影响了人民币债券作为合格担保品的投资者范围，以及人民币债券担保品的跨境应用和发展。完善中国债券市场托管体系构架，通过与国际托管机构或托管行建立跨境互联互通体系，提高人民币债券担保品跨境使用的便利性，将是人民币债券参与跨境回购交易市场的重要基础设施保障。



展望与建议

伴随着人民币国际化进程的深入，推动人民币债券担保品参与全球回购交易正面临重要窗口期。人民币债券担保品的国际化应用能促进中国与国际金融市场的深度融合，为中外投资者带来广阔的发展机遇。为了高质量地推进这项系统性工作，建议从顶层设计出发，围

绕监管政策、基础设施、制度协议以及市场建设等多点统筹推进。同时，建议分阶段制定和实施发展策略，短期内由点及面，围绕关键领域寻求突破，中长期多措并举，从全局出发持续推动市场机制建设，为人民币债券担保品的跨境应用铺平道路。

（一）短期的准备及安排

1 监管层面：扩大回购市场准入，完善违约处置机制

推动人民币债券担保品参与全球回购交易的关键一步是支持并鼓励已经入市的境外投资者使用持有的人民币债券资产参与境内市场的回购交易。从整体上看，我国双向开放的金融体系正加速形成，但聚焦到回购这一细分市场，目前对境外投资者仍存在一定限制。同样的，高效、透明、及时、完备的违约处置机制是回购市场信用生态的兜底屏障，而市场对当前人民币担保品违约处置后涉及资金汇出的情况存在顾虑。为了增强境外投资者信心，疏通跨境交易链路，补上信用风险防控闭环的最后一块拼图，我们建议：

一是建议管理部门逐步放宽境外投资者准入限制，进一步拓展参与中国回购市场的境外投资者种类，持续提升中国回购市场的开放力度和国际影响力。重视发挥回购市场在呵护市场流动性和吸引外资

方面的“蓄水池”作用，探索回购市场产品服务体系的全面升级，譬如加快落地三方回购等创新模式，进一步丰富市场交易品种，支持不同场景的融资需求，便利境外投资者使用人民币债券资产进行流动性管理。

二是建议外汇管理部门加强与金融基础设施的协调，针对人民币债券担保品履约执行时的资金划拨明确有关政策及操作。目前，人民币担保品违约处置机制已完全覆盖债券回购、债券借贷，在制度层面已不存在障碍。在此基础上，应出台明确的操作规则和处理流程以规范和指导人民币债券在跨境履约担保中出现违约处置变现后资金的出境汇划，并在风险可控的前提下，通过金融基础设施对违约处置外汇资金加强审慎监管，消减境外机构使用人民币债券作为担保品的顾虑。

2 基础设施层面：连横实现高效联动，合纵推动互联互通

担保品的跨境调拨已成为全球金融市场的重要趋势。要实现真正意义上的担保品全球调拨，需要克服包括技术操作、监管协调、市场监测等一系列技术和制度难题。金融基础设施尤其是中央托管机构是金融市场的枢纽，更是承载本地市场接入全球资产网络的关键机构。因此，建议依托中央托管机构特殊的市场职能定位，立体式地推动全球金融基础设施之间的跨境互联。

横向上，建议借助金融开放窗口期，充分发挥金融基础设施筑路架桥的先导作用，支持金融基础设施多层次、多渠道与境外市场加强

合作。逐步提高境内债券交易平台、登记托管平台、资金结算平台等金融基础设施之间在业务联动、数据标准、信息交互、市场监测等方面的标准统一与互联互通，建设更加统一的债券市场。

纵向上，建议逐步建立境内外金融基础设施机构的互联互通体系，提高担保品跨境调拨的便利性，构建开放、包容的跨境业务生态，吸引国际中央证券存托机构、全球托管行、各类交易前台及广大市场参与者参与人民币债券市场，探索符合市场规律的合作方案，构建完备、顺畅的跨境担保品互认渠道。

(二) 中长期的规划及建议

1 制度及协议层面：延伸终止净额结算法律效力，促进协议文本兼容对接

随着中国金融市场加速对外开放，国内的各项监管规则和制度框架已逐步与国际接轨。为了进一步优化投资环境，建议从制度和协议两个方面发力，打造国际接轨、制度完善、规则合理的开放型市场体系。

一是延伸终止净额结算法律效力。长期以来，终止净额结算的法律效力和可执行性是市场关注的焦点，《期衍法》的颁布代表着中国在法律层面上承认终止净额结算机制的可执行性。其中，终止净额结算及履约保障的条款与回购交易高度相关，若法律效力和可执行性能够延伸至回购协

议领域，可以发挥缓释信用风险和节约资本的功能，一方面可以提升中资机构在国际金融市场的竞争力，另一方面也将提升国际投资者参与中国回购市场的活跃度，实现中国金融市场更高水平的双向开放。

二是促进协议文本兼容对接。协议文本是开展金融交易的基础，为了兼顾境内外机构不同的业务诉求和考量，建议国际行业协会、金融基础设施、律师事务所、市场机构扩大对话及合作，加快推动境内主协议与一批国际主协议的有效衔接，降低交易合规成本，便利境内外机构开展回购、

借贷、保证金等金融交易。还应加强担保品管理服务协议与业务协议的有效承接，规范担保品管理涉及到的各

方权利、义务以及业务逻辑等，同时建立有效的争议解决途径和方式，明晰处置规则，稳定市场预期。

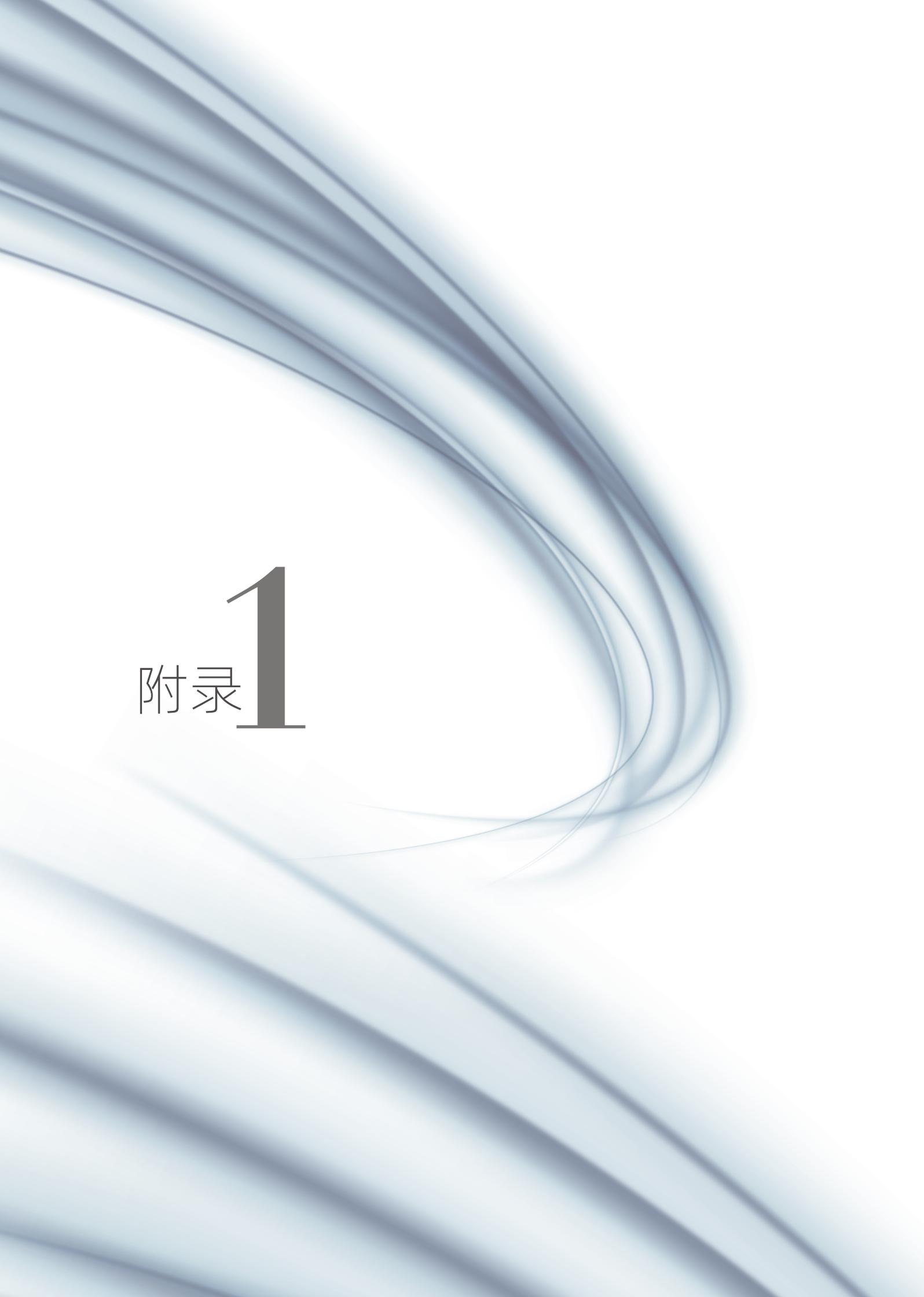
2 市场建设层面：扩大金融市场双向开放，加强多层次市场建设

中国金融市场的扩大开放，有利于提升我国金融市场制度体系的现代化和国际化程度，是推动人民币债券担保品走向全球的重要前提。金融行业本质上是竞争性服务业，开放和竞争是金融市场发展的应有之义。中国金融改革开放的成功经验证明，市场的开放不仅优化了市场结构，增加了金融要素供给，更促进了制度规则的完善。基于上述考虑，我们建议：

一是扩大金融市场双向开放。新发展格局的核心在于更好地利用国内国际两个市场和两种资源。一方面要挖掘国内市场潜力，进一步发力基础制度建设，完善市场交易功能，积极探索产品服务体系的全面升级，推动规则等制度型开放，增强市场竞争力，吸引全球投资者入市；另一方面要鼓励境外机构投资者将市场投资理念、资本管理经验等带入中国市场，并支

持中资机构熟悉国际市场规则，参与全球金融市场。两者形成合力赋能市场创新生态，实现资金市场和债券市场的有效联动，建立高水平对外开放的金融市场。

二是加强多层次市场建设。在人民币国际化和债券市场渐进式开放的进程中，多层次的市场结构是资本市场健康发展的基本要素。应遵循资本市场发展的客观规律，加强做市商、交易商以及投资者的分层建设，推动形成市场、服务、价格、模式等方面的合理梯度，满足不同类别投资者的风险偏好和流动性需求。发挥中介机构和基础设施在扩大市场容量、丰富机构类型、创新交易模式等方面的综合效能，保持市场流动性和风险防控的高水平动态平衡，促进我国金融市场向规范化和国际化方向稳步发展。



附录**1**

离岸人民币市场与人民币债券担保品

(1) 境外资金池是长期离岸回购业务发展的关键

目前人民币及其计价的资产有在岸（简称 CNY）及离岸（简称 CNH）两个细分市场（见表 1），境外投资者参与的人民币债券交易也据此进一步划分为境内人民币债券（后简称境内债）与离岸人民币债券（后简称离岸债）两大类。目前境外投资者参与离岸债交易基本不存在资质门槛，其资金也基本源自 CNH 资金池。

CNH 资金池的规模、CNH 资金面的量及价的稳定性将对投资人参与

离岸债交易、乃至人民币债券回购业务的积极性造成直接影响。可以说，离岸人民币资金池的发展情况对离岸人民币债券参与国际债券回购市场至关重要。如果 CNH 资金池在境外持续发展，长期将有望形成类似“欧洲美元”市场的离岸美元流动性体系，为境外人民币债券参与者提供资金融通，进一步推动人民币回购交易市场的发展，拓宽人民币债券作为担保品的跨境应用场景。

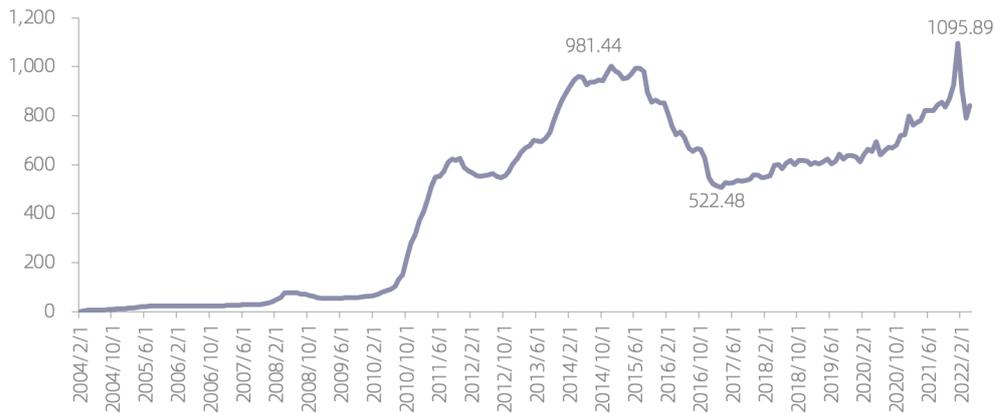
表 1 境外投资者投资在岸及离岸人民币债券情况对比

类别	在岸人民币（CNY）债券	离岸人民币（CNH）债券
发行人	中国财政部、中国金融机构、中国工商企业、熊猫债发行人等	中国财政部、人民银行、中资金融机构、境外法人等点心债发行人
投资人	有 CIBM、债券通资质的境外投资人	各类境外投资人
托管形式	CIBM 为境内托管机构直接托管 债券通为境内 + 香港 CMU 双层跨境托管模式	因循境外市场多级托管的模式，在托管机构或托管行进行托管
资金来源	CNH 资金池 / 外汇在境内汇兑	CNH 资金池
融资形式	离岸获取 / 外汇在境内市场掉期	拆借、贷款、外汇掉期
回购限制	CIBM 容许部分商业机构参与银行间回购 债券通暂时不允许回购	CNH 回购并无政策上限制，但参与机构较少

首先，当前 CNH 资金池规模尚小、规模波动大。2004 年起，人民银行允许 CNH 逐步自由兑换，随后，CNH 逐渐在香港、台北、伦敦及纽约等几个主要城市形成沉淀的资金池。其中，因国家政策支持起步较早，且与大陆贸易、旅游、金融往来较多，香港的 CNH 资金池是当中规模最大的，但对比在岸 CNY 规模仍然相当有限。香港资金池规模整体呈上升趋势，但即便其在 2022 年 1 月达到的规模峰值也仅有 10958.9 亿元（见图

1）。此外，香港 CNH 资金池规模波动较大，其规模在 2016 年曾一度回落至 522.48 亿元。持有较多 CNH 的金融机构除了作为香港 CNH 清算行的中银（香港）外，就是企业存款基础较大的汇丰、渣打等发钞行以及拥有零售网络各类商业银行。当前境外 CNH 资金池和 CNH 资产的规模持续盘整，若需要 CNH 资金池的进一步扩大，则需要更多国家、机构、个人持有人民币作为储备资产，从而增加 CNH 的沉淀规模及利率稳定性。

图 1 香港离岸人民币资金池规模：香港 CNH 存款（单位：十亿元）



数据来源：香港金管局

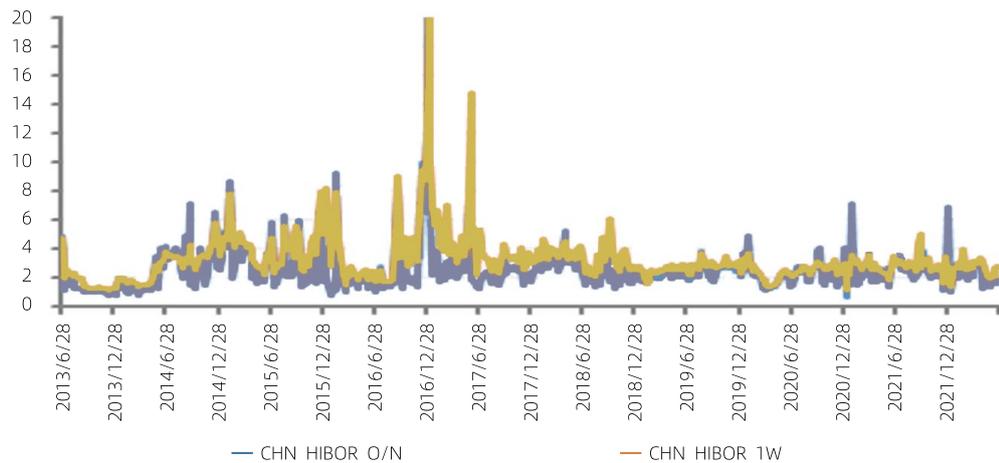
其次，CNH 的金融体系调节机制方面，债券投资者通过拆借、贷款等渠道获取 CNH 的规模相对较小，人民币债券回购也因市场参与者较少暂时没有成为主流选择。一方面，境外投资者的信用融资受到信用额度、机构参与资质等限制，当前境外拆借市场仅限银行参与。另一方面，CNH 在金融机构间的流动目前主要以外汇

掉期的形式进行，境外投资者除非本身持有较多的人民币现金、存款，否则大多都需要通过流动性较好的外汇掉期获取 CNH。

再次，由于 CNH 资金池规模波动大、缺乏有效的流动性平准机制，CNH 的利率波动相对剧烈，进而抑制投资者交易活动。受益于多项 CNH 流动性优化机制以及 CNH 参与

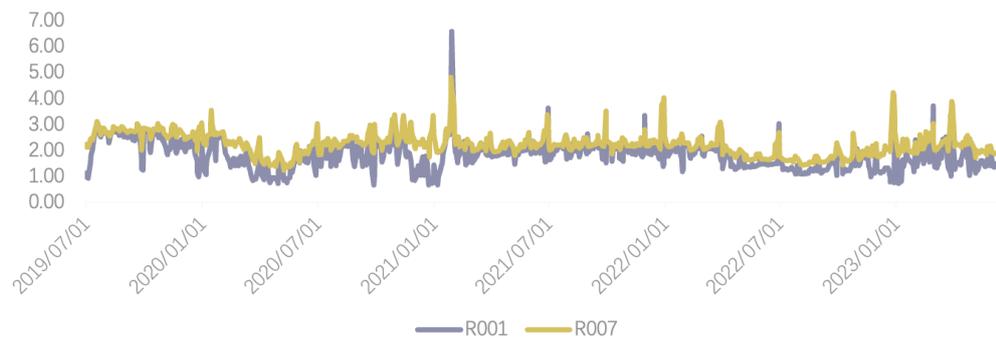
者逐步熟悉市场规律，香港银行同业拆借利率隔夜和一周期限的价格波动呈逐渐收敛的形态（见图 2），但整体而言，CNH 利率的波动幅度仍然相对激烈。相比之下，境内市场因为 CNY 存款规模较大以及存在央行的政策引导，其利率波动远低于境外（见图 3）。

图 2 香港银行同业 CNH 拆借利率隔夜及一周期限价格波动 (%)



数据来源：香港银行公会，彭博，路透，外汇交易中心

图 3 境内银行间 R001 和 R007 的价格波动 (%)



数据来源：香港银行公会，彭博，路透，外汇交易中心

高利率波动一方面较大程度抑制了主权机构、银行账户、保险公司等配置型投资者 (Real Money) 的投资交易活动，也降低了银行交易账户 (Trading Book)、机构做市、券商自营、基金等交易型机构的参与热情。加上持有债券

的利差 (Carry) 非常不稳定、且容易为负，交易型机构参与离岸债交易时的损益、风险限额相较于其他类型债券而言更难把控。交易型账户对债券回购融资需求较大，因此高利率波动使人民币回购的交易市场缺乏相对活跃的参与者群体。

(2) 人民币投融资功能及储备货币属性有待进一步发展

人民币债券作为回购担保品的使用根本上依托于人民币及人民币计价资产的发展。吸引全球各国把人民币作为融资、投资及储备的币种，大幅增强人民币对于境外机构及个人的吸引力，能从根本上推升境外人民币计价资产的规模，从而发展壮大人民币计价债券生态圈。

以点心债为例，人民币计价债券的国际市场体量、市场接受程度有待提高。

首先，与美元、欧元债及人民币境内债体量相比，点心债市场规模整体偏小。究其原因，一为发行人在境外进行 CNH 融资的需求较少，融到的 CNH 在境外市场使用场景不多，如果回流大陆使用，则不如直接在境内市场融资；二为境外投资人对于点心债投资的参与度较低。

其次，点心债每年的发行量与

存量规模接近，具有平均原始期限较短的特点，因此在实际交易中较少被用于短期回购。在实际交易中，无论发行人还是投资者，都主要将点心债作为货币市场的投融资工具，而非长期项目的融资途径。平均久期较短的点心债收益率与回购融资成本往往接近，因此点心债在加杠杆、用作融资交易长期债券、做波段操作等方面效能偏弱，也就较难切合采用回购作为融资工具投资人的业务需求。

另外，点心债的发行人以中资机构为主（见图 4-5）、境外点心债回购市场主要参与者亦以中资机构为主。受制于境外机构风险管理体系中的错向风险（wrong-way risk）概念，市场视点心债违约与回购参与方违约概率高度正相关，故将点心债作为回购押品吸引力有限，伴随产生的风险溢价也使融资成本较高。

图 4 点心债发行总量及中资机构发行量和占比



数据来源：彭博

图 5 点心债存量及中资存量和占比



数据来源：彭博



附录 2

周而不比、求同存异 ——《NAFMII 回购主协议》和《GMRA 主协议》 的梳理与比较

自 2015 年起，境外人民币清算行、参加行、境外央行、货币当局、国际金融组织和主权财富基金陆续可参与到银行间债券市场中来，开展债券回购业务。但是基于一些监管和政策方面的考虑（例如回购资金的汇出问题），银行间债券回购市场尚未向更大范围的境外机构投资者开放。因此，合格境外机构投资者（“QFII”）、人民币合格境外机构投资者（“RQFII”）和已向中国人民银行上海总部备案并可直接开户投资银行间债券市场的境外机构投资者（“CIBM 直投参与者”）与债券通投资者作为银行间债券市场投资的外援主力，还无法参与到银行间债券回购业务中来。随着 QFII/RQFII 额度于 2019 年下半年完全取消等一系列开放市场准入措施的落地，市场期待在不久的将来能够看到更多境外机构投资者能够在境内开展银行间债券回购业务，从而使境外机构投资者在银行间债券市场的资金配置和投资运作更有效率。

除了中西方的市场习惯、交易类别和法律基础不同外，规管银行间债券市场的债券回购所使用的法律文件也不同于国际市场。参与银行间债券市场回购交易应当签署银行间市场交易商协会（NAFMII）发布的《中

国银行间市场债券回购交易主协议》（2013 年版）（“《NAFMII 回购主协议》”），而不是国际上熟悉的《全球市场回购主协议》（Global Market Repurchase Agreement 或 GMRA，“《GMRA 主协议》”）。下文将对二者的主要异同予以比较和总结。

求同：《NAFMII 回购主协议》与《GMRA 主协议》的主要共同点

《NAFMII 回购主协议》与国际大多数回购或衍生品主协议一样，都属于框架性协议。其主协议及补充协议（或附件）均以自上而下的体例界定了回购双方总体上的权利义务，基本声明与陈述，标准的违约事件、终止事件及其处理方式等，本身并不处理具体的交易要素。这种合同及交易关系架构使得交易双方特别需要关注交易对手的破产事件，避免对手突然进入破产司法程序后，其管理人为了确保债权人利益最大化而对双方之间的多笔回购交易行使挑拣履行权（cherry-picking rights），影响守约方及时有效完成净额结算的进程，甚至可能因交易对手方的系统重要性而导致金融市场系统性风险的发生。因此，《NAFMII 回购主协议》（当适用于买断式回购时）与《GMRA 主协议》一样，都具备一些关键条款，以防范或抵御上述风险。

(一) **单一协议机制。**当适用于买断式回购而非质押式回购时，《NAFMII 回购主协议》具备单一协议 (Single Agreement) 条款。每一笔买断式回购交易并不单独构成一份合同，而是与主协议、买断式回购特别条款、补充协议，以及其他买断式回购交易共同构成一份单一协议²⁶。

《NAFMII 回购主协议》中的单一协议机制与《GMRA 主协议》以及其他国际回购或衍生品行业主协议的设置是相同的。但是值得一提的是，所有质押式回购交易并不构成单一协议，而是各自结合主协议、质押式回购特别条款、补充协议形成独立的完整协议，独立于《NAFMII 回购主协议》项下的任何其他质押式回购。

(二) **瑕疵资产机制。**瑕疵资产在业内也称为先决条件。中国法下并没有与瑕疵资产 (Flawed Assets) 完全对应的法律概念，类似的机制为《民法典》项下的同时履行抗辩权或不安抗辩权，以使守约方可在对方发生违约 (包括进入破产程序时) 及时停止履行对外付款或交付的义务。

在《GMRA 主协议》(2011 年版) 第 6(j) 条中，双方可以在附件 (Annex) 中约定是否将另一方未发生违约事件作为先决条件。该条款设置在其他国际衍生品行业主协议中也非常常见。如《ISDA 主协议》的第 2(a)(iii) 条。

《NAFMII 回购主协议》，无论在适用于质押式回购或买断式回购时，也有类似的安排²⁷。但因为买断式回购适用单一协议机制，因此一笔买断式回购交易的违约事件将可使守约方停止履行其他买断式回购交易项下的支付或交付义务；而质押式回购的先决条件则通常指本笔交易项下未发生违约事件。

(三) **终止净额结算机制。**终止净额结算机制是国际回购及衍生品主协议中的必备条款，也是最重要的规定之一。

与国际惯例相同，《NAFMII 主协议》在买断式回购特别条款中也包含相同的提前终止净额结算机制。根据该机制，当买断式回购交易一方发生违约事件时 (包括破产事件)，另一方 (守约方) 对于终止净额结算机制的行权包含三个关键环节：

26 《NAFMII 回购主协议》第一条第 (二) 款：“对本协议下的全部买断式回购而言，主协议、补充协议和交易有效约定构成交易双方之间就全部买断式回购的单一和完整的协议。”

27 《NAFMII 回购主协议》第四条第 (二) 款：“交易一方按一笔交易的交易有效约定的内容履行支付或交付义务须以下述条件同时满足为前提：

- 1、另一方没有发生且持续存在本协议下的违约事件或潜在违约事件；
- 2、就产生该支付或交付义务的交易而言，与该笔交易有关的提前终止日未发生或未被有效指定；
- 3、交易双方约定的其他履约前提条件。

对买断式回购而言，另一方未同时满足上述条件，交易一方有权暂停履行其在全买断式回购下的支付或交付义务，直至上述条件同时满足之日。”

- 提前终止所有未完成交易；
- 按笔或按组计算未完成交易的结算金额（但不需要即时完成支付）；
- 以及
- 根据主协议轧差计算一方应付给另一方的单一提前终止应付额²⁸。

但对于质押式回购交易而言，当违约方是正回购方（即出质人）时，守约的逆回购方（即质权人）原则上需要依据《民法典》和其他有关法规的规定，以协议折价、变卖和拍卖等形式处置与同一质押式回购有关的债券（但不包括《NAFMII 回购主协议》下的任何其他质押式回购）。重要的是，由于缺乏适用于质押式回购的单一协议条款等原因，逆回购方将不能对其他未违约的质押式回购开始执行。

（四）**其他条款设置**。在以违约事件为代表的其他条款设置上，《NAFMII 回购主协议》与《GMRA 主协议》也具有实质上相同之处，例如二者均包含未能付款或交付、错误陈述、违反协议、否认协议、破产事件等主要的违约事件。当然《NAFMII 回购主协议》还创设性地引入了在《中国银行间市场金融衍生品交易主协议》（2009年版）（“《NAFMII 衍生品主协议》”）中常见违约事件，如交叉违约、履约保障项下违约、特定交易项下违约、不承担债务的合并等。

基于上述的讨论，可以感受到《NAFMII 回购主协议》（尤其是当其适用于买断式回购交易时）与《GMRA 主协议》及国际上通行的衍生品行业主协议，在主体条款设置方面具有较高的相通性，熟悉国际回购及衍生品交易文本的境外机构投资者对于理解《NAFMII 回购主协议》的架构应当不存在实质的障碍；但如果境外投资者

拟开展具有中国特色的质押式回购交易，则可能需要稍微调整思维模式。

在求同的基础之上，境外投资者可能将更有信心和兴趣进一步理解境内外不同文本之间的差异。

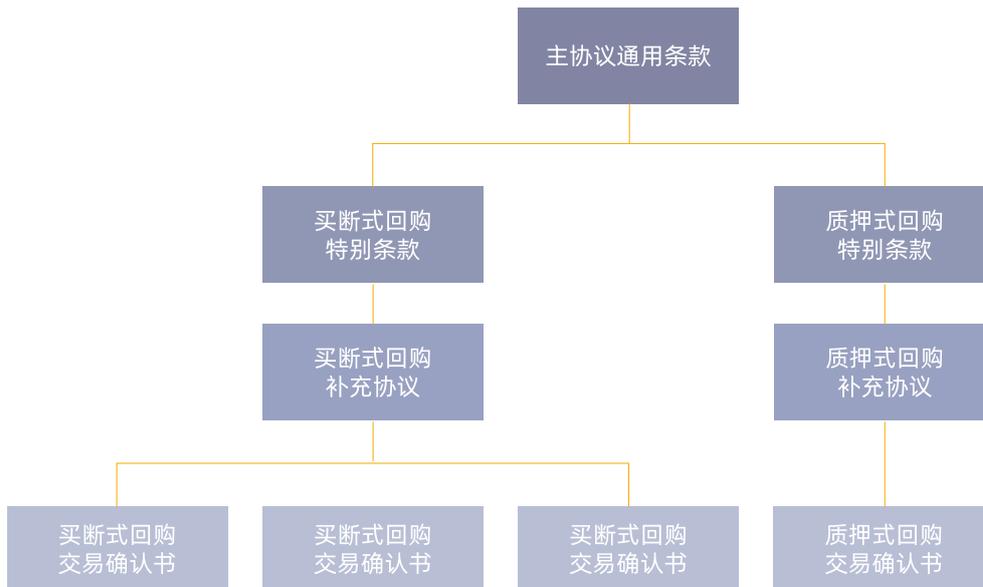
存异：《NAFMII 回购主协议》与《GMRA 主协议》的主要区别

《NAFMII 回购主协议》有下列独特之处。

（一）**适用于买断式回购与质押式回购的多层文件构架**。因为其起源与发展路径，《NAFMII 回购主协议》的体系需要创造性地兼顾质押式回购与买断式回购的法律条款与要素。如下图展示的《NAFMII 回购主协议》的文件结构，《NAFMII 回购主协议》除了主协议部分外，还开创性地加入了分

28 《NAFMII 回购主协议》买断式回购特别条款第三条第（五）款：“守约方提前终止本协议下届时存续的全部买断式回购，相关提前终止交易应在提前终止日被提前终止，相关提前终止交易项下款项的支付适用终止净额，即交易双方届时均无须就每一笔相关提前终止交易各自进行支付，只需支付由守约方按照本款第 1 项约定的公式在轧差计算的基础上得出的提前终止应付额。”

别适用于质押式回购交易的质押式回购特别条款，以及适用于买断式回购交易的买断式回购特别条款，其后才是分别适用的质押式回购补充协议和买断式回购补充协议。



(二) **当事人称谓**。相应地,《GMRA 主协议》中使用的买方 (Buyer)、卖方 (Seller) 也相应地转换为正回购方与逆回购方。在买断式回购中, 正回购方即卖方, 逆回购方即买方; 而在质押式回购中, 正回购方为出质方, 逆回购方为质权方。

《GMRA 主协议》	买方 (Buyer)	卖方 (Seller)
《NAFMII 回购主协议》	正回购方	逆回购方

(三) **担保品调整机制**。由于回购债券的价值逐日盯市变化, 从而产生与到期资金结算额 (即回购债券价款) 之间的差异, 导致一方出现风险敞口。在《GMRA 主协议》中, 双方可有多种方法灵活处理, 如对回购债券进行调整, 或者以现金或证券的形式追加 (或退还) 担保品; 但基于《GMRA 主协议》的买断式原理, 担保品的交换也是通过所有权转让来实现的。相比之下, 《NAFMII 回购主协议》的履约保障机制则相对复杂:

- 就质押式回购交易而言，只能通过对回购债券（即质押债券）的调整（数量增减）来处理相关的风险敞口，而该盯市调整依附中国法律下创设新的或解除现有债券质押来进行；
 - 就买断式回购交易而言，《NAFMII 回购主协议》的各方既可以通过对回购债券等同品的调整（数量增减）来进行，也可以另外以增加、退还保证金、保证券的方式提供履约保障。
- 在前者中，调整构成回购债券的买断式安排一部分，因此仍然落入所有权转让关系的范畴；但是在后者中，以保证金、保证券方式提供的履约保障则是以质押原理来进行的。

		盯市调整风险敞口方式	法律基础
《GMRA 主协议》		重新定价	以所有权转让为基础
		提供现金保证金、证券保证金	以所有权转让为基础
《NAFMII 回购主协议》	买断式	调整回购债券等同品的数量	以所有权转让为基础
		提供履约保障安排（保证金、保证券）	以质押为基础
	质押式	调整回购债券的数量	以质押为基础

(四) **回购债券的孳息归属**。国际上的债券发行与交易大多以簿记方式进行并确权，买方作为回购债券的所有权人是债券孳息的第一接受人，但《GMRA 主协议》以合约方式要求买方将收到孳息的等值金额支付给卖方，这一过程也被称为“人工付款”（Manufactured Payment）。

《NAFMII 回购主协议》项下的买断式回购具有类似的约定，由逆回购方（即买方）收取回购债券的孳息，再在到期时以“到期结算日应计利息”纳入“到期资金计算额”计算（相当于支付予正回购方（即卖方））；但是对于质押式回购而言，则不需要如此安排，因为回购债券的所有权人未发生改变，债券登记结算机构或债券发行机构仍按原持有人名录进行债息支付。

(五) **“自动提前终止”机制**。“自动提前终止”（AET）机制可确保主协议的提前终止日发生于一方被提起破产之诉之前。这一机制设置的主要目的是：在终止净额结算仍然可能存疑的某些司法管辖区，守约方可能更倾向于将所有未完成交易终止于破产程序之外。他们普遍认为，在这些

司法管辖区中，独立第三方（如司法机构）可以认可“自动提前终止”机制的选择，因为其触发时间点既具有确定性，也具有目的性。2011年版《GMRA 主协议》第 10(b) 条就允许交易双方在附件 I 中指定是否适用“自动提前终止”机制。

相反，《NAFMII 回购主协议》的标准版本则不含 AET 条款，但并不限制交易双方根据其风险偏好在相关补充协议中另行设计 AET 机制。

- (六) **终止事件。**《NAFMII 回购主协议》基本与《ISDA 主协议》及《NAFMII 衍生品主协议》类似，既包含违约事件，也包含终止事件；但是《GMRA 主协议》则没有预设“终止事件”。究其原因，可能系因为回购交易与衍生品交易性质上的差异。《GMRA 主协议》项下的回购交易通常期限较短，并且有担保品覆盖，因此受常见终止事件影响的可能性较小，例如 (i) “非法事件”：指因适用法律的变更而导致开展相关回购交易变得不合法；或 (ii) “不可抗力事件”：指因发生一方或双方无法预料、无法控制的事件，使得开展回购交易变得不可能或实质不切实际。

相反，《NAFMII 回购主协议》包含“非法事件”及“不可抗力事件”等两项终止事件，并允许双方在相关补充协议中另行指定其他终止事件。

- (七) **税务事件。**《GMRA 主协议》第 11 条约定，当税务机关或有管辖权的法院采取任何行动，或税法发生变更，对一方开展交易造成严重不利影响时，该方有权终止交易。相反，《NAFMII 回购主协议》则不含处理税务问题的类似条款。这可能是由于《NAFMII 回购主协议》主要适用于中国境内的回购交易，而非跨境交易，因此没有必要在主协议层面预设税务条款。但是，在跨境回购交易场景中，交易双方仍可以根据需要在相关补充协议中加入税务事件条款。

- (八) **管辖法、争端解决机制及其他。**与《NAFMII 衍生品主协议》相同，《NAFMII 回购主协议》适用中国法，并要求争议交由中国法院或仲裁机构（需在补充协议中明确选择）在国内解决且管辖法及争端解决条款是不可修改的强制适用条款。

交易方签署的主协议和补充协议（及其修改），应当交由中国银行间市场交易商协会备案。

而《GMRA 主协议》则以英国法为管辖法，而且并无备案需求。

未来可期

(一) **买断式回购的重新定性风险**。境外投资者再接触《NAFMII 回购主协议》时，常问的一个问题是买断式回购是否会因为其经济上的效果而被重新定性为质押担保或担保贷款而非涉及债券的买断式回购，即重新定性风险（Recharacterisation Risk）。

在这方面，市场普遍认为在涉及境内或境外债券的金融交易中，中国法院将该等债券的买断式回购重新定性为转让其用益物权或构成担保物权（例如质押担保）的风险是不高的，因为这类买断式安排中，各方的真实意图是转让债券的所有权，而不是在债券上创设质押担保。

在《全国法院民商事审判工作会议纪要》（“《九民纪要》”）发布之后（尤其是《最高人民法院关于〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》（“《民法典（担保制度）司法解释》”）发布并实施后），非典型担保方式“让与担保”得到最高人民法院的明确认可。由此产生了一个问题——“买断式回购”会否被重新定性为“让与担保”。

中国法下的“让与担保”指债务人或者第三人与债权人约定将财产形式上转移至债权人名下，以对债务人的债务履行提供担保安排。“买断式回购”和“让与担保”的主要区别如下：

	买断式回购	让与担保
(一) 财产的所有权归属	强调回购债券所有权的完全转移	强调财产权利的“形式上”转移
(二) 财产提供者	回购交易的卖方（正回购方）	债务人或第三人
(三) 财产类型	回购债券为银行间债券	房产、非上市股权
(四) 财产的占有、使用、处分、收益权	买方（逆回购方）具有绝对的所有权，可自由使用、处分债券并获得收益。	让与担保接受方（Assignee）不得随意使用或处分。
(五) 财产的孳息归属	孳息随所有权转移由买方收取（逆回购方）。买方依合同对卖方进行人工付款（manufactured payment）。	理论上应由所有人收取（即让与担保提供方（Assignor））。

(六) 财产的归还	<p>买方（逆回购方）退还卖方（正回购方）的是回购债券等同品（Equivalent Securities），而非原物。</p>	<p>当债务偿还时，让与担保接受方（Assignee）一般退还（如放弃控制）原物。</p>
(七) 财产提供者违约时的处理	<p>由于所有权归属于买方（逆回购方），不需要额外的回购债券的处置、变现流程。</p> <p>在卖方（正回购方）进入破产程序后亦是如此，回购债券不属于卖方（正回购方）的债务人财产。</p> <p>买方（逆回购方）作为守约方将依赖《NAFMII 回购主协议》买断式回购特别条款中的终止净额结算机制，把买方（逆回购方）义务作为《NAFMII 回购主协议》买断式回购特别条款的“未付款项”纳入“提前终止应付款”进行轧差计算。</p>	<p>债权人有权对财产折价或者以拍卖、变卖该财产所得价款优先偿还债务。财产归债权人所有的约定无效。</p> <p>在让与担保提供方（Assignor）进入破产程序后，财产理论上仍属于让与担保提供方（Assignor）的债务人财产。根据《全国法院破产审判工作会议纪要》的精神，在破产清算和破产和解程序中，对债务人特定财产享有担保权的债权人可以随时向管理人主张就该特定财产变价处置行使优先受偿权，管理人应及时变价处置。</p>
(八) 财产持有者破产时的处理	<p>由于所有权归属于买方（逆回购方），当其破产时，对方作为守约方将依赖《NAFMII 回购主协议》买断式回购特别条款中的终止净额结算机制，把买方（逆回购方）义务纳入“提前终止应付款”进行轧差计算。</p>	<p>由于所有权仅是形式上转移，因此理论上当让与担保接受方（Assignee）破产时，让与担保财产不属于其债务人财产，提供方（Assignor）可通过管理人取回。</p>

上述差异归根结底就是一个问题：“所有权转让具有实质效果还是仅有形式效果”。市场普遍认为：如果将“买断式回购”重新定性为“让与担保”，那么“买断式回购”则无法成为单一协议的一部分从而无法享受“终止净额结算机制”，而成为支付到期资金结算额这一主债权的质押品，这样的重新定性将对市场造成严重的不利后果，突出表现在上述表格第（四）点和第（七）点中。首先，一旦重新定性，买方（逆回购方）对于收到的回购债券的使用将变得不合法，因为《民法典》原则上要求质权人有妥善保管质物的义务，对于保管不善、擅自使用、处分质押财产，造成出质人损害的，需要承担赔偿责任；其次，当卖方（正回购方）违约时，买方（逆回购方）只能以对回购债券折价或者以拍卖、变卖回购债券所得价款偿还债务，而这一变现环节的时间有可能缺乏可控性，额外的处置流程将使回购债券面临巨大的盯市波动风险，在极端市况下，对买方（逆回购方）极为不利。因此，回购市场普遍认为“让与担保”

和“买断式回购”机制在法律上完全不同，不宜也不应混为一谈。从监管机关的角度，《NAFMII 回购主协议》是在中国人民银行的业务指导下制定的，人民银行还发布《中国人民银行〔2012〕第 17 号公告》对《NAFMII 回购主协议》及其中的质押式回购和买断式回购机制进行了明确的认可。最高人民法院在《关于人民法院为防范化解金融风险 and 推进金融改革发展提供司法保障的指导意见》中也曾表示：人民法院在审查金融创新产品合法性时，对于法律、行政法规没有规定或者规定不明确的，应当遵循商事交易的特点、理念和惯例，坚持维护社会公共利益原则，充分听取金融监管意见，不宜以法律法规没有明确规定为由，简单否定金融创新成果的合法性，为金融创新活动提供必要的成长空间。除了最高人民法院《关于人民法院为防范化解金融风险 and 推进金融改革发展提供司法保障的指导意见》外，还有许多支持市场观点的理由，也就是说在涉及境内或境外债券的金融交易中，只要买断式安排的各方的真正意图是完全转让回购债券的所有权，而不是对其设立质押担保，那么中国法院将其重新定性为转让用益物权或设立担保物权（如质押担保）就不应存在实际风险。

（二）质押式回购的快速处理机制。

根据《NAFMII 回购主协议》质押式回购特别条款的第三条，当质押式回购的正回购方（出质人）在发生违约事件（尤其是进入破产时），逆回购方（质权人）有权处置与该质押式回购有关的回购债券。在过去，上述执行措施是难以通过自力救济来快速实现的。2019 年 6 月间，中央结算公司、上清所和外汇交易中心发布并实施适用于银行间市场的违约处置的规则，使得质押式回购交易中的正回购方（即质权人）的自力救济措施有章可循，共同构建及明确银行间债券市场的违约处置新制度，开创银行间债券市场中债券快速处置新阶段。在实施过程中，境外投资者尤其关注如下问题：

讨论 1：境外投资者是否可以参与前述的担保品违约处置？ 2019 年出台的违约处置新规并未对境外机构参与快速自力救济设置特殊的准入管理，也就是说当质押式回购在将来开放给越来越多的合格境外投资者作为正回购方（出质人）和逆回购方（质权人）后，违约处置新规均可适用境外出质人或质权人的情形。且由于境外投资者通过合格境外投资者（QFII、RQFII）和 CIBM 直投参与者模式可于境内开立相关的资金账户和债券账户，因此，违约处置资金的汇出应当不存在障碍。

讨论 2：违约处置过程中，境内的正回购方（出质人）进入破产程序对

于违约处置是否存在影响？《中华人民共和国企业破产法》包括三种破产程序：破产清算程序、破产和解程序和破产重整程序。根据《全国法院破产审判工作会议纪要》的精神，在破产清算和破产和解程序中，对债务人特定财产享有担保权的债权人可以随时向管理人主张就该特定财产变价处置行使优先受偿权，管理人应及时变价处置。因此，当质押式回购的正回购方（出质人）进入破产清算和破产和解程序后，逆回购方（质权人）应当仍然可以依赖前述自力救济措施，快速完成回购债券的处置变现，实现债权。这在中央结算公司发布的“中债热门 Q&A 问答集：带你读懂回购违约处置”中也得到了确认：“在破产程序中，除按照规定应当暂停行使担保权的情形外，质权方依然可以根据担保品违约处置业务指引要求，申请进行违约处置。”

另外，《中华人民共和国企业破产法》第七十五条原则上要求在重整期间暂停行使担保权，但我们认为该限制不需要引发过度的担忧。**首先**，银行间债券市场的市场参与者多为金融机构，而金融机构在进入破产程序（包括破产重整）前必将经历 1-2 年的接管程序或特别处置程序，在该行政环节中守约方对于质权的行使并不受任何法定暂停机制的影响；**其次**，金融机构在经历 1-2 年的行政接管或特别处置程序（旨在救助进入经营困难的金融机构）后，再进入司法破产重整程序（亦旨在救助进入困境的金融机构）的可能性相对较低；**第三**，重整程序中的暂停机制旨在给予经营困难机构以喘息的机会，配合总体性救助方案，但根据《九民纪要》第 112 条的精神，司法机关应当依法平衡保护担保物权人的合法权益和企业重整价值。重整申请受理后，应当及时确定设定有担保物权的债务人财产是否为重整所必需。如果认为担保物不是重整所必需，管理人或者自行管理的债务人应当及时对担保物进行拍卖或者变卖，拍卖或者变卖担保物所得价款在支付拍卖、变卖费用后优先清偿担保物权人的债权，而市场普遍认为回购债券等金融资产并非重整必需财产。

我们鼓励并欢迎境内外市场参与者通过更多的交流、知识分享与合作，更好地了解对方的金融市场和相关法律文件。这将有助于进一步消弭传统观念中的疑虑，提升和推进银行间债券回购市场的开放与发展水平，推动银行间债券市场进入一个新的时代。



关于中央结算公司

中央国债登记结算有限责任公司（简称“中央结算公司”）成立于1996年12月，是由国务院出资设立、唯一一家专门为金融监管服务的中央金融企业。

自成立以来，公司忠实履行国家金融基础设施职责，全面深度参与中国债券市场的培育和建设，逐步成为中国债券市场重要运行服务平台、国家宏观政策实施支持服务平台、中国金融市场定价基准服务平台和中国债券市场对外开放主门户。截至2022年末，中央结算公司登记管理各类金融资产约133万亿元。

中债担保品管理服务是中央结算公司于2011年推出的自主创新服务。依托中央托管机构的市场公信力和专业优势，秉承专业化、智能化、国际化的服务宗旨，中央结算公司担保品管理服务以建立全方位、多层次、多领域的担保品管理服务格局为使命，为维护中国金融市场稳定和提高金融市场流动性发挥重要作用。2016年6月，中债担保品业务中心正式设立，开始搭建京、沪两地专业服务团队，为市场提供更加专业的服务。截至2023年6月，公司管理中的担保品余额达24.05万亿元，服务各类机构客户3800余家，是全球最大的担保品管理平台之一。



关于国际资本市场协会

国际资本市场协会（ICMA）是一个国际性同业组织和全球资本市场的一个有影响力的声音。ICMA 代表着世界各地广泛活跃于跨境国际资本市场的市场成员。国际资本市场协会建立于 1968 年，总部设在瑞士苏黎士，在英国伦敦、法国巴黎、比利时布鲁塞尔以及中国香港等设有分支机构。ICMA 在国际上与各国和区域性的政府和监管机构联系紧密，是为国际金融市场制定行业规范的自律性组织，同时也是规范国际证券市场的重要机构，其宗旨是维护国际资本市场的稳定与有序发展。

50 多年来，ICMA 的市场惯例和标准一直是国际债券市场的支柱。ICMA 充分考虑了债券市场、股票市场、现金产品市场和衍生产品市场的日益融合，连同业内合作，对国际资本市场发展提供积极影响。

ICMA 现有超过 600 家机构会员，分布于全球 60 多个国家和地区，其会员包括全球性投资银行、商业银行、私人银行和区域性银行、经纪交易商、券商、资产管理公司、养老基金、中央银行、主权财富基金和其他在国际证券市场活跃的机构，如多边国际金融机构、金融基础设施机构、评级机构、律师事务所、会计师事务所以及财经媒体等。

声明：本白皮书著作权属于中央国债登记结算有限责任公司和国际资本市场协会。未经同意，任何人不得作任何形式转载或复制。





ICMA

International Capital Market Association



CCDC



ICMA

International Capital Market Association