

银行间市场债券回购业务进一步向境外投资者开放

作者：郑婷 | 鄢蒙 | 应尔寅 | 朱琳 | 梁笑

一、背景

2024年1月24日，为深化债券市场对外开放，进一步便利境外机构投资者流动性管理，中国人民银行（“央行”）、国家外汇管理局起草了《关于进一步支持境外机构投资者开展银行间债券市场债券回购业务的公告（征求意见稿）》（“《公告》”）向社会公开征求意见。《公告》在境内银行间债券市场开放的基础上进一步向境外投资者开放境内债券回购业务，满足境外机构投资者通过债券回购业务开展流动性管理的需求。

二、银行间债券市场开放梳理

2005年以来，银行间债券市场在改革创新过程中，稳步推动对外开放，逐步引入境外投资者，并结合市场发展需求先后推出了结算代理模式和债券通模式。

2010年8月，央行发布银发〔2010〕217号《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》，允许境外中央银行或货币当局，香港、澳门地区人民币业务清算行，跨境贸易人民币结算境外参加银行进入银行间债券市场从事债券投资业务。

2015年5月，央行发布银发〔2015〕170号《关于境外人民币业务清算行、境外参加银行开展银行间债券市场债券回购交易的通知》，允许境外人民币业务清算行、境外参加银行在银行间债券市场开展债券回购交易。

2015年7月，央行发布银发〔2015〕220号《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》，允许境外主权类机构在银行间债券市场开展债券现券及债券回购等交易。

2016年2月，央行发布中国人民银行公告〔2016〕第3号允许境外商业类机构通过结算代理模式委托结算代理人投资银行间债券市场开展现券交易，但不包括债券回购交易。

2017年6月，央行发布《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》，并于答记者问表示，“北向通”境外投资者可以进行债券现券交易。未来将逐步扩展到债券回购、债券借贷、债券远期，以及利率互换、远期利率协议等交易。

本次《公告》正式落地后，所有已进入银行间债券市场的境外机构，包括结算代理模式及债券通模式下的境外主权类及商业类机构均可以参与债券回购。

三、《公告》要点及解读

（一）境外投资者范围

根据《公告》第一条，已开展银行间债券市场现券交易的境外机构投资者均可以开展境内银行间债券市场的债券回购交易。如上文第2节所述，在《公告》发布之前，仅有境外主权类机构、境外人民币业务清算行、境外参加银行可在结算代理模式下参与债券回购交易，《公告》将极大地拓展可参与债券回购交易的投资者范围和交易渠道，具体而言，包括现有框架下的境外人民币清算行及参加行、境外央行、国际金融组织、主权财富基金，以及新增的境外商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司、期货公司、信托公司及其他资产管理机构等各类金融机构和养老基金、慈善基金、捐赠基金等中长期机构投资者，均可通过结算代理模式或债券通模式参与债券回购交易。

《公告》未涉及债券通南向通的债券回购交易，未来境内投资者能否通过债券通投资境外债券回购仍有待进一步观察。

（二）回购交易机制

《公告》第二条规定，《公告》所称债券回购业务是指，资金融入方（正回购方）将债券卖出给资金融出方（逆回购方）并融入资金的同时，双方约定在未来某一日期，正回购方再以约定价格从逆回购方买回相关债券并支付资金的行为，包含质押式回购和买断式回购两种形式。央行在《公告》的起草说明中进一步解释，《公告》意在支持银行间债券市场债券回购业务与国际通行做法相衔接。明确境外机构投资者参与银行间债券市场债券回购业务，无论质押式回购还是买断式回购，均须实现标的券的买卖过户，便利逆回购方处置。

结合《公告》及其起草说明，《公告》应同时涵盖质押式回购及买断式回购两种不同形式。《公告》的安排应意在弥合中国银行间债券回购市场与境外债券回购市场之间的差异，即中国银行间债券回购市场90%以上为质押式回购，而境外债券回购市场绝大部分为买断式回购。但《公告》的债券回购交易机制仍存在以下待澄清之处：

1. 质押式回购下债券所有权归属：让与担保 vs 名义持有？

根据《全国银行间债券市场债券交易管理办法》第三条、《全国银行间债券市场债券买断式回购业务管理规定》第二条及《中国银行间市场债券回购交易主协议（2013年版）》第二十四条，中国银行间债券回购市场包括质押式回购及买断式回购两种形式，其中质押式回购是指一方（“正回购方”）在将回购债券出质给另一方（“逆回购方”）、逆回购方在首期结算日向正回购方支付首期资金结算额的同时，交易双方约定在将来某一日期（即到期结算日）由正回购方向逆回购方支付到期资金结算额，同时逆回购方解除在回购债券上设定的质权的交易；买断式回购是指一方（“正回购方”）在将回购债券出售给另一方（“逆回购方”）、逆回购方在首期结算日向正回购方支付首期资金结算额的同时，交易双方约定在将来某一日期（即到期结算日）由正回购方以约定价格（即到期资金结算额）从逆回购方购回回购债券的交易。

基于上述，目前银行间债券回购市场的质押式回购与买断式回购交易的核心区别在于标的债券的所有权是否发生转让，质押式回购下标的债券所有权始终属于正回购方，标的债券不过户至逆回购方名下，而仅在正回购方债券账户中对标的债券进行出质标记。买断式回购下标的债券的所有权则在回购前将完全过户并转让给逆回购方。

但《公告》及其起草说明下，尽管《公告》明确其债券回购业务包含质押式回购及买断式回购两种形式，但无论何种形式均须实现标的券的买卖过户，从而对标的券的所有权归属产生疑问。我们认为，《公告》下的质押式回购交易机制存在以下两种解读可能：

■ 让与担保

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》第六十八条确认了让与担保的效力。《公告》下的质押式回购通过让与担保制度实现债券所有权对逆回购方的形式让与并作为正回购方回购债务的担保，正回购方到期未能支付回购款项的，标的债券所有权不归逆回购方，但逆回购方可参照民法典关于担保物权的规定对标的债券折价受让或者以拍卖、变卖标的债券所得的价款优先受偿。

尽管上述让与担保制度可实现与质押式回购类似的担保效力，但一方面，让与担保与质权并不等同，采取让与担保的回购与质押式回购的定义仍无法完全契合，该等回购是否仍能称为质押式回购存在不确定性；另一方面，让与担保下，如何确保逆回购方作为标的债券的形式所有人在回购期间不处分标的债券、实现逆回购方自有债券与标的债券的隔离与区分、保护逆回购方所持标的债券不被逆回购方债权人执行等问题均有待进一步明确。

■ 名义持有

尽管《公告》下的质押式回购包含标的债券的买卖过户，但逆回购方仅作为标的债券的名义持有人为正回购方持有标的债券，正回购方仍为标的债券的实际所有人。债券登记托管结算机构可通过登记实际所有人、出质人及质权人以及出质标记的形式实现对标的债券的出质登记。

在名义持有制度下，《公告》下的质押式回购可最大限度保持与现有质押式回购定义的一致性，但债券登记托管结算机构需对现有的质押登记系统进行调整。

上述让与担保及名义持有为我们基于目前有限的信息对《公告》下质押式回购可能的运作模式的推测，未来具体质押式回购的运作仍取决于监管机构及债券登记托管结算机构的进一步澄清。

2. 质押登记

根据《民法典》第四百四十一条，以债券出质的，质权自权利凭证交付质权人时设立；没有权利凭证的，质权自办理出质登记时设立。法律另有规定的，依照其规定。在《公告》项下的质押式回购下，标的债券与买断式回购一样过户至逆回购方名下，正回购方如何就已经过户至逆回购方名下的债券办理出质登记有待债券登记托管结算机构进一步明确。

此外，债券通北向通采用了国际上通用的多级托管结构，即香港金管局债务工具中央结算系统（CMU）在上海清算所（“上清所”）和中央国债登记结算有限责任公司（“中债登”）开立名义持有人账户，境外投资者通过 CMU 成员在 CMU 开设债券通子账户，由 CMU 成员持有境外投资者账户。境外投资者通过债券通渠道买入债券，登记在 CMU 开设在上清所或中债登的名义持有人账户名下。在前述多级托管结构下，境外投资者与境内交易对手的质押式回购交易如何办理债券质押登记，并确保逆回购方可在正回购方违约时顺利处置标的债券有待业务细则的进一步规范。

《公告》第四条规定，银行间债券市场相关基础设施应当制定或修订业务规则、操作细则，并按规定报中国人民银行；做好相关交易、托管、结算和清算服务与监测工作，发现重大问题和异常情况及时处理并向中国人民银行报告。因此我们预计债券登记托管结算机构将会修改其业务规则以适应《公告》

项下的特别交易机制。

3. 与现有债券回购市场的协调

《公告》下质押式回购交易机制与目前质押式回购交易机制存在显著不同，特别是标的债券在质押式回购下的买卖过户及质押登记的办理。在《公告》生效之后是否需要以及如何调整现有债券回购市场，有待进一步观察。

(三) 协议安排

2012年12月，央行发布中国人民银行公告（2012）第17号《关于发布〈中国银行间市场债券回购交易主协议〉的公告》，要求市场参与者开展债券回购交易应当签署《中国银行间市场债券回购交易主协议》，并及时将签署后的《主协议》及其补充协议向交易商协会备案。

根据《境外商业类机构投资者进入中国银行间债券市场业务流程》及《境外央行类机构进入中国银行间债券市场业务流程》，目前境外央行类机构及境外人民币业务清算行、境外参加银行通过结算代理模式参与债券回购交易需签署《中国银行间市场债券回购交易主协议》。

基于上述，在《公告》发布前，参与中国银行间债券回购市场的参与者均需签署《中国银行间市场债券回购交易主协议》进行债券回购交易。国际市场上，主流的债券回购交易文本则为 International Capital Market Association（ICMA）的 Global Master Repurchase Agreement（GMRA），此前已有诸多协会及境外机构希望央行可允许境外机构使用 GMRA 主协议来参与中国的债券回购交易。

《公告》第五条规定，境外机构投资者应当与交易对手签署债券回购主协议，相关自律组织应将主协议向中国人民银行备案。针对《公告》下债券回购协议所使用的主协议文本存在如下待澄清之处：

1. GMRA 可否使用

《公告》并未明确第五条所指的债券回购主协议是否仅指《中国银行间市场债券回购交易主协议》，考虑到目前境外央行类机构及境外人民币业务清算行、境外参加银行仍需签署《中国银行间市场债券回购交易主协议》，我们倾向于认为《公告》生效后，境外商业类机构亦需遵守相同规则，不能签署 GMRA。

尽管上述，一方面，2020年，包括央行在内的多个金融监管机构联合发布《关于进一步加快推进上海国际金融中心建设和金融支持长三角一体化发展的意见》，并允许境外机构自主选择签署中国银行间市场交易商协会（NAFMII）、中国证券期货市场（SAC）或国际掉期与衍生工具协会（ISDA）衍生品主协议，央行或可能在债券回购市场采取类似的监管口径允许境外机构自主选择签署 GMRA 主协议；另一方面，《公告》第五条要求相关自律组织应将主协议向中国人民银行备案，而《中国银行间市场债券回购交易主协议》已经在央行备案，本条是否意在给 ICMA 向央行备案 GMRA 预留空间，并允许境外机构使用 GMRA 主协议来进行债券回购交易，有待央行进一步澄清。

2. 备案要求

《公告》第五条针对主协议的备案要求，是针对各境外机构已签署的债券回购主协议，还是针对不同自律组织颁布的不同主协议范本，例如包括 ICMA 的 GMRA，亦有待央行进一步澄清。如《公告》允许境外机构使用 GMRA 开展债券回购交易，则如何进行 GMRA 协议的备案亦需要进一步观察。

3. 与《公告》交易机制的协调

如上文第 3.2 节所述,《公告》下质押式回购的交易机制与目前通行的质押式回购存在差异。《中国银行间市场债券回购交易主协议》是否需要以及如何调整其条款以与《公告》下的交易机制匹配,有待进一步观察。

四、展望

《公告》的发布一方面拓展了可参与债券回购业务的境外机构范围(即境外商业类机构),另一方面拓展了可参与债券回购的渠道(即债券通),因此必能为中国银行间债券市场注入更高的流动性,并满足境外投资者的风险管理需求。但同时《公告》下债券回购交易机制仍有诸多不明确乃至与目前的债券回购交易机制相左之处,包括但不限于质押式回购下的债券过户机制、质押登记安排、主协议的签署及备案等,仍需要监管机构、相关金融市场基础设施及自律组织进一步明确及细化。我们将密切关注《公告》相关交易机制的进一步动态,并及时与各位分享我们的见解。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

郑婷

电话： +86 21 6080 0203

Email: ting.zheng@hankunlaw.com

鄢蒙

电话： +86 21 6080 0512

Email: raymond.yan@hankunlaw.com