

债券借贷业务新规 — 债券借贷和债券回购的区别

作者：杨铁成 | 应尔寅 | 何璨¹

目前中国的债券市场形成了统一分层的市场体系，主要分为银行间市场、交易所市场和商业银行柜台，其中银行间市场为主体，截至2021年末，其债券托管余量占比超过85%²。银行间市场债券业务可分为现券交易、债券回购（包括质押式和买断式回购）、债券借贷、债券远期业务，其中现券交易和债券回购交易规模占比90%以上。债券借贷业务为市场参与者提供了融券便利，提高了债券市场的流动性和稳定性，自2015年起交易规模高速增长，2021年债券借贷结算量相比2015年增长了约6倍，成为继银行间债券市场中质押式回购和现券交易之后的第三大交易类型³。为应对债券借贷业务的飞速发展，进一步提升债券借贷业务的规范性和市场活跃度，近日，中国人民银行颁布了《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》（“2022办法”），自2022年7月1日起生效，2006年颁布的《全国银行间债券市场债券借贷业务管理暂行规定》（“2006规定”）将于同日相应废止。

从对银行间债券市场的影响来看，2022办法较之2006规定提升了市场主体开展债券借贷业务的便利性以及债券借贷市场运转效率。一方面，2006规定下各交易主体需自行制定债券借贷协议，需花费大量时间与不同交易对手协商谈判交易文件，交易效率低；2022办法要求交易主体签署统一的债券借贷交易主协议，可大幅节省谈判时间，提高开展交易的便利度；另一方面，2022办法新增引入集中借贷机制，有利于避免各债券交易下的结算失败风险，提高市场效率。

借此契机，本文将简要介绍银行间市场进行的债券借贷和债券回购业务的区别以及2022办法相较2006规定的主要变化内容。

¹ 实习生梁笑、朱琳对本文的写作亦有贡献。

² 中国人民银行《2021年金融市场运行情况》（<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4463448/index.html>）。

³ 中央结算公司《2021年债券市场统计分析报告》（<https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/zzfx/nb/list.shtml>）。

| 交易种类 要素 | 债券借贷 | 买断式债券回购 | 质押式债券回购 |
|------------|--|--|--|
| 概念 | <p>债券借贷指债券融入方提供一定数量的履约保障品，从债券融出方借入标的债券，同时约定在未来某一日期归还所借入标的债券，并由债券融出方返还履约保障品的债券融出行为。</p> | <p>买断式回购指债券持有人（正回购方）将债券卖给债券购买方（逆回购方）的同时，交易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等数量同种债券的交易行为。</p> | <p>质押式回购指资金融入方（正回购方）在将债券出质给资金融出方（逆回购方）融入资金的同时，双方约定在将来某一日期由正回购方按约定回购利率计算的资金额向逆回购方返还资金，逆回购方解除出质债券上质权的融资行为。</p> |
| 交易机制 | <p>双边协商并在中国外汇交易中心（“交易中心”）达成交易+集中借贷。</p> <p>2022 办法新增集中债券借贷业务。集中借贷是指在债券结算日参与者应付债券不足额时，由债券结算服务机构（即中央国债登记结算有限责任公司（“中债登”）、上海清算所（“上清所”）及托管银行）根据与参与者的事先约定，受托在交易中心与其他参与者进行匹配达成债券借贷交易。</p> <p>集中借贷服务可有效避免结算失败的风险。集中借贷的具体交易机制仍有待中债登、上清所、交易中心等金融基础设施的细则做进一步规定。</p> | <p>双边协商并在交易中心达成交易。</p> | |
| 履约保障 | <p>2022 办法将担保品称谓从“质物”修改为“履约保障品”，表明担保方式将不再限于质押，并在制度设计上为引入《民法典》及相关担保制度的法律规定所允许的履约保障方式（例如让与担保）乃至衍生品主协议中常见的转让式履约保障提供空间。</p> <p>但实践中新形式的履约保障的实施与落地还有待债券借贷主协议及其他配套文件的出台，以及对市场的</p> | <p>适用法律未限定履约保障形式，双方当事人可基于商业需求自主约定履约保障形式。</p> <p>根据《中国银行间市场债券回购交易主协议（2013年版）》格式文本，买断式回购项下，交易双方可通过保证金或保证券来调整净风险敞口；质押式回购项下，交易双方可通过在标的回购债券上设立或解除质押来调整净风险敞口。除此之外，交易双方仍可协商约定其他类型的履约保障形式。</p> | |

| 交易种类 要素 | 债券借贷 | 买断式债券回购 | 质押式债券回购 |
|------------|---|--|-----------------------------|
| | 进一步观察。 | | |
| 功能 | <ul style="list-style-type: none"> 借出债券赚取收益。 置换债券以降低资金成本；如以信用债作为担保品借入利率债，并以利率债叙做质押式回购业务，当债券借贷费率低于利用信用债直接叙做质押式回购因折扣率和回购利率加点带来的成本时，则可实现融资成本的降低。 | <ul style="list-style-type: none"> 融资，正回购方利用持有的债券融入资金。 | |
| | <ul style="list-style-type: none"> 做空债券，即在预计债券价格下行时借入/融入债券卖出，并在债券价格下降后购入债券偿还，获取差价收益。 融券用于其他业务的交割（如现券买卖、质押式回购、国债期货空头实物交割）。 | | 无 |
| 参与主体 | <ul style="list-style-type: none"> 符合债券市场准入规定的各类境内金融机构及其发行的非法人产品。 境外机构投资者可基于套期保值的目开展债券借贷交易。 | <ul style="list-style-type: none"> 符合债券市场准入规定的各类境内金融机构及其发行的非法人产品。 符合债券市场准入规定的境外央行类机构、境外人民币业务清算行和境外参加银行；其他境外商业类机构暂无法参与债券回购。 | |
| 标的债券/回购债券 | <p>银行间债券市场交易流通的债券。</p> <p>2022 办法删去了 2006 规定中债券为融出方自有的条件，一方面，可以解决实践中产品作为交易对手但管理人可能为名义持有人的问题；另一方面，可以满足多样化债券借贷需求，例如可委托持有标的债券的机构作为代理人开展债券借贷业务。</p> | 银行间债券市场交易流通的债券。 | |
| 交易期限 | 最长不得超过 365 天。 | | |
| 结算机构 | <p>中国人民银行认可的债券登记结算机构及托管银行，即中债登、上清所和经认可的托管银行。</p> <p>相较 2006 规定，2022 办法增加了上清所及托管银行作为债券借贷业务的结算机构。</p> | 中债登和上清所。 | |
| 协议文本 | 目前没有统一的范本，各交易主体 | | 银行间市场交易商协会在 2013 年 1 月公布的《中 |

| 交易种类 要素 | 债券借贷 | 买断式债券回购 | 质押式债券回购 |
|------------|---|---------------------------|---------|
| | 自行制定债券借贷（主）协议。 2022 办法新增规定市场参与者应当签署中国人民银行认可的债券借贷交易主协议，该等主协议由银行间债券市场自律组织（即银行间市场交易商协会，NAFMII）制定，报人民银行备案。 | 国银行间市场债券回购交易主协议（2013 年版）。 | |

2022 办法较之 2006 规定通过新增债券借贷主协议、允许提供各种形式的履约保障及引入集中借贷机制，为建设一个更为高效及与国际接轨的债券借贷市场提供了制度框架和基础。早在 2017 年，NAFMII 交易规范部（职能包括规范交易行为，制定标准协议文本及交易术语文件）人员即刊发文章《转让式债券借贷交易：经验、现状与发展》，建议在银行间市场推出转让式借贷业务、公布债券借贷交易标准协议文本，同时述及国际债券借贷市场通行的《GMSLA 主协议》（Global Master Securities Lending Agreement）及《MSLA 主协议》（Master Securities Loan Agreement）。我们理解 NAFMII 将在充分借鉴《GMSLA 主协议》及《MSLA 主协议》的基础上起草中国版本的债券借贷主协议，我们将持续关注主协议的出台，并就主协议如何落实 2022 办法的创新点（如履约保障机制、集中借贷机制）以及主协议与国际通行协议的异同及时进行更新。

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：

杨铁成

电话： +86 10 8516 4286

Email: tiecheng.yang@hankunlaw.com