

## 银行间市场债券回购业务正式向境外投资者开放

作者：郑婷 | 应尔寅 | 朱琳 | 张馨予

### 一、背景

2025 年 9 月 26 日，为深化债券市场高水平对外开放，进一步满足境外机构投资者流动性管理需求，促进在岸与离岸市场互联互通，中国人民银行（“央行”）、中国证监会、国家外汇管理局联合发布了《关于进一步支持境外机构投资者在中国债券市场开展债券回购业务的公告》（“《公告》”）<sup>1</sup>，同时废止《中国人民银行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》（银发[2015]170 号）。此次《公告》是对 2024 年 1 月 24 日颁布的《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）》（“《征求意见稿》”）的正式落地，《公告》与《征求意见稿》相比总体变动不大。

与此同时，全国银行间同业拆借中心（“同业拆借中心”）、中央国债登记结算有限责任公司（“中债登”）、银行间市场清算所股份有限公司（“上清所”）等金融基础设施同日出台了配套规则，包括《全国银行间同业拆借中心 中央国债登记结算有限责任公司 银行间市场清算所股份有限公司 关于联合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通知》（“《金融基础设施联合通知》”）<sup>2</sup>《全国银行间同业拆借中心境外机构投资者银行间债券市场债券回购交易细则》<sup>3</sup>《银行间市场清算所股份有限公司境外机构投资者债券回购交易清算业务规则》<sup>4</sup>《中央国债登记结算有限责任公司境外机构投资者银行间债券市场债券回购清算业务操作细则》<sup>5</sup>等，为《公告》下的债券回购业务提供了更详尽的指南。

### 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清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

<sup>1</sup> <http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/3581332/5853996/index.html>。

<sup>2</sup> <https://www.chinamoney.com.cn/chinese/rdgz/20250926/3204344.html#cp=jygz>。

<sup>3</sup> <https://www.chinamoney.com.cn/chinese/rdgz/20250926/3204353.html#cp=jygz>。

<sup>4</sup> [https://www.shclearing.com.cn/cpyyw/ywgz/202509/t20250926\\_1653420.html](https://www.shclearing.com.cn/cpyyw/ywgz/202509/t20250926_1653420.html)。

<sup>5</sup> [https://www.chinabond.com.cn/xxwsy/sy\\_zdgz\\_ath/202509/t20250926\\_854776781.html](https://www.chinabond.com.cn/xxwsy/sy_zdgz_ath/202509/t20250926_854776781.html)。

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。

2024年1月24日，央行和国家外汇管理局就《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）》（“《征求意见稿》”）公开向社会征求意见。2025年9月26日，《公告》正式落地并生效，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，可在中国债券市场开展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。如上文第二节所述，在《公告》正式生效之前，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）回购交易方式

我国债券回购市场与国际市场债券回购在操作上存在显著差异。在我国市场实践中，债券回购绝大部分以质押式回购方式开展，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，而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。国际市场主流回购模式均采用标的债券过户和可使用的做法，类似于银行间债券市场的买断式回购，即正回购方将债券所有权转移至逆回购方名下，若发生违约，逆回购方可直接处置该债券。

在《征求意见稿》发布时，央行在《征求意见稿》的起草说明中解释，《征求意见稿》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。届时关于《征求意见稿》生效后，如何调整质押式回购的交易结算机制，如何处理与解决质押式回购下所有权的归属以及如何就已经过户至逆回购方的标的债券办理质押登记，特别是债券通模式下由香港金管局债务工具中央结算系统（CMU）作为名义持有人持有的债券如何办理质押登记等问题均有待监管机构进一步澄清，相关讨论详见我们关于《征求意见稿》的解读文章<sup>6</sup>。

《公告》正式发布后，《中国人民银行 国家外汇管理局有关负责人就关于进一步支持境外机构投资者开展债券回购业务的公告答记者问》（“**《答记者问》**”）特别明确，境外机构投资者在银行间债券市场开展债券回购业务，将采取国际市场通行做法，实现标的债券过户和可使用。同时，为便利已开展银行间债券市场债券回购业务的境外机构投资者平稳过渡，此类机构在过渡期内仍可按照原模式开展交易，过渡期为自《公告》实施之日起 12 个月。《金融基础设施联合通知》第二条进一步规定，境外机构投资者初期适用的回购形式为买断式回购。后续推出标的债券过户和可使用的质押式回购，详情将向市场另行公告。

因此，《公告》发布后，所有境外投资者均可以买断式回购方式参与境内债券回购市场，且境外人民币业务清算行、境外参加银行、境外主权类机构等在《公告》发布前已经参与境内债券回购市场的参与者，仍可以继续 12 个月的过渡期内开展质押式回购交易。

未来，待质押式回购模式进一步按照标的债券过户的机制明确法律关系、所有权归属、质押登记办理以及如何允许出质人再使用标的债券且不影响质权效力等系列问题后，应会继续面向境外投资者开放。在质押式回购模式调整前，境内参与者之间的债券回购交易应仍按照现有的质押式回购模式开展。

### （三）回购主协议

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》，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》（“**NAFMII 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》第七条规定，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、行业协会应将主协议标准版本向央行、中国证监会等相关金融管理部门备案。《公告》未特别限定主协议必须是 NAFMII 主协议，值得注意的是，《答记者问》特别强调境外自律组织和行业协会应将主协议标准版本向中国人民银行备案，此外，同业拆借中心发布的《境外机构投资者银行间债券市场债券回购业务申请指南》附件““北向通”境外机构投资者债券回购业务申请表”中，明确允许境外投资者勾选 NAFMII

<sup>6</sup> <https://www.hankunlaw.com/portal/article/index/cid/8/id/13928.html>。

<sup>7</sup> <https://www.chinamoney.com.cn/chinese/rszn2/20250928/3204789.html#cp=rszn2>。

或 GMRA 主协议,《结算代理渠道下境外机构投资者债券回购权限开通表》中亦允许境外投资者勾选“其他”选项并填入其他主协议。因此,实践中境外投资者应可选择签署 GMRA 主协议来进入中国债券回购市场并开展交易,但 GMRA 主协议的备案程序如何履行,以及在 GMRA 主协议未备案之前,境外投资者是否可以使用 GMRA 主协议亦需要进一步观察。

#### (四) 交易结算安排

面向境外投资者的债券回购交易结算安排总体遵循既有的现券交易机制,因此通过结算代理模式入市的境外投资者可与所有债券回购市场参与者开展债券回购交易,通过“债券通”渠道开展债券回购业务的境外机构投资者仍只能与做市商开展债券回购交易,同业拆借中心将发布与更新可开展债券回购交易的做市商名单,最新一期名单可在同业拆借中心官方网站获取<sup>8</sup>。

截至本文发布之日,同业拆借中心(作为交易设施)以及中债登和上清所(各作为登记托管与结算设施)均已发布相应的配套规则,明确交易结算安排,其中,境外电子交易平台经央行认可并与同业拆借中心签署协议后,可接入同业拆借中心系统并为境外机构投资者提供交易服务;“债券通”北向通模式下,经央行、香港金融管理局认可的香港地区债券托管结算机构通过与中债登与上清所连接,为境外机构投资者开展银行间债券市场债券回购业务提供登记托管及结算服务。

#### (五) 风险管理

《答记者问》明确,为防范债券回购业务的风险,做市商资金融出限额需遵守跨境人民币同业融资业务统一管理框架,境外机构投资者正回购余额则参照银行间债券市场买断式回购杠杆率规定实施管理,具体要求由银行间市场基础设施发布实施细则予以明确。

基于此,《金融基础设施联合通知》第十条及第十一条明确了杠杆率及做市商资金融出限额管理要求,即做市商跨境同业融资净融出余额不得超过本机构一级资本净额或核心净资本的 6%,后续参照央行关于跨境同业融资业务有关规定进行调整;主权类机构、人民币清算行和参加行正回购融资余额不高于其持债余额的 100%,其他类型的境外机构,初始阶段正回购融资余额不高于其持债余额的 80%,未来视情况调整。

## 四、展望

《公告》发布当天债券回购交易即向境外投资者开放。根据公开信息,汇丰银行(中国)有限公司已经协助境外机构鼎亚资本(新加坡)私人有限公司通过结算代理模式在银行间债券市场完成了市场首笔债券回购交易。本次债券回购交易业务向境外投资者开放的快速落地为中国银行间债券市场注入了更高的流动性,并满足境外投资者的风险管理需求,且标的债券过户和可使用的机制加强了银行间市场债券回购机制和国际市场通行做法的衔接,为境外机构投资者开展债券回购业务提供了便利,同时也可反向优化境内债券回购业务机制逐步向国际主流的买断式回购交易过渡。

但同时,《公告》下所允许的质押式回购将如何实现债券过户及再使用的机制,以及如何解决所有权归属、质押登记办理及再使用但不影响质权效力等系列法律与实操问题,将有待监管机构及各金融基础设施进一步明确。我们将密切关注《公告》下债券回购交易机制的进一步动态,并及时与各位分享我们的见解。

<sup>8</sup> <https://www.chinamoney.com.cn/chinese/rdgz/20250926/3204353.html#cp=jygz>。

## 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](mailto:ting.zheng@hankunlaw.com)