

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：邹子昂 赵雪情

中国银行研究院

电话：010 - 6659 2964

签发人：陈卫东

审稿：钟红 边卫红

联系人：赵雪情

电话：010 - 6659 4065

* 对外公开

** 全辖传阅

*** 内参材料

人民币债券担保品跨境使用

最新进展及建议*

作为金融市场的重要组成部分，债券市场对于满足实体经济的投融资需求发挥着重大作用。随着我国经济长期平稳、健康发展，金融市场双向开放持续推进，我国债券市场呈现蓬勃发展的态势，不论从质还是量都取得了长足进步。人民币债券在国际金融市场的影响力日益提升，受到境外投资者的普遍青睐。从国际金融市场实践来看，债券类资产是当前全球衍生市场的核心资产，其在金融担保品领域规模占比达到 70% 以上。人民币债券在国际债券市场接受度日益升高，推动人民币债券担保品跨境使用驶入快车道。

人民币债券担保品跨境使用最新进展及建议

作为金融市场的重要组成部分，债券市场对于满足实体经济的投融资需求发挥着重大作用。随着我国经济长期平稳、健康发展，金融市场双向开放持续推进，我国债券市场呈现蓬勃发展的态势，不论从质还是量都取得了长足进步。人民币债券在国际金融市场的影响力日益提升，受到境外投资者的普遍青睐。从国际金融市场实践来看，债券类资产是当前全球衍生市场的核心资产，其在金融担保品领域规模占比达到 70% 以上。人民币债券在国际债券市场接受度日益升高，推动人民币债券担保品跨境使用驶入快车道。

一、人民币债券担保品跨境使用迎来良好发展机遇

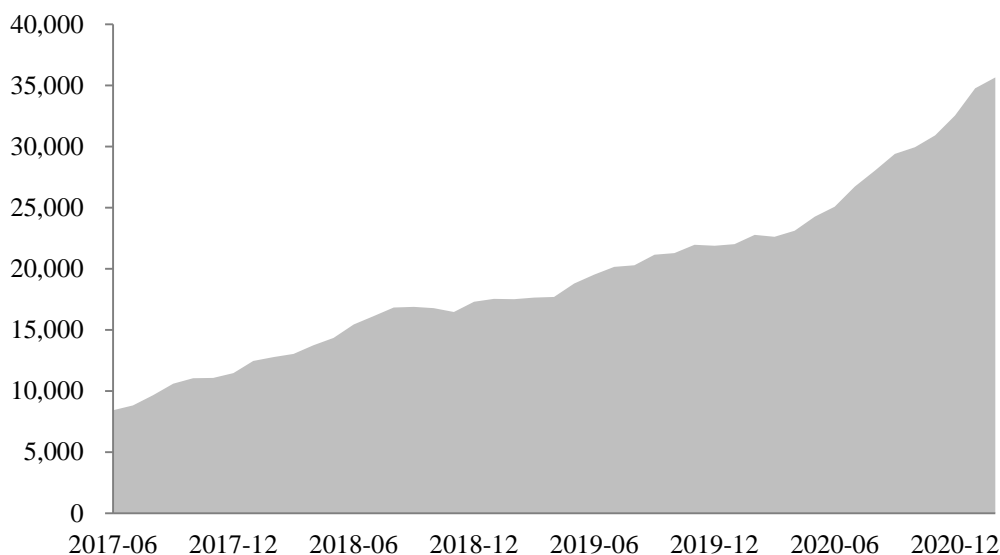
2019 年在伦敦召开的第十次“中英经济财金对话”拉开了人民币债券担保品跨境使用的帷幕。此次对话中，两条重要提案，即“双方同意推动人民币债券成为英国市场普遍接纳的合格担保品”和“英格兰银行考虑将中国主权债和中央银行票据纳入合格担保品范围”被正式写入中英财金合作框架。

在此契机下，国际金融市场中人民币债券相关的有益实践相继落地。一方面，各金融机构相关业务蓬勃开展。2019 年，渣打银行将债券通项下的中国政府债券纳入其抵押品清单。2021 年，纽约梅隆银行开始接纳人民币债券资产作为合格担保品在其三方平台上进行抵押，以满足人民币债券持有者融资需求。另一方面，人民币债券重要金融基础设施与国际权威行业协会开启深度合作。2021 年 3 月，国际掉期与衍生工具协会（ISDA）与中央结算公司联合发布白皮书——《使用人民币债券充抵场外衍生品交易保证金》，反映了全球市场对高质量担保品的迫切需求与优质人民币债券“出海”的强大内生动力。

后疫情时代，人民币债券价值进一步提升。新冠肺炎疫情暴发后，全球优质担保品的供需不平衡局面进一步加剧，优质担保品缺口进一步扩大。存量大、收益率稳健的人民币债券价值进一步凸显。2020 年以来，境外投资者持有人民币债券规模和人民

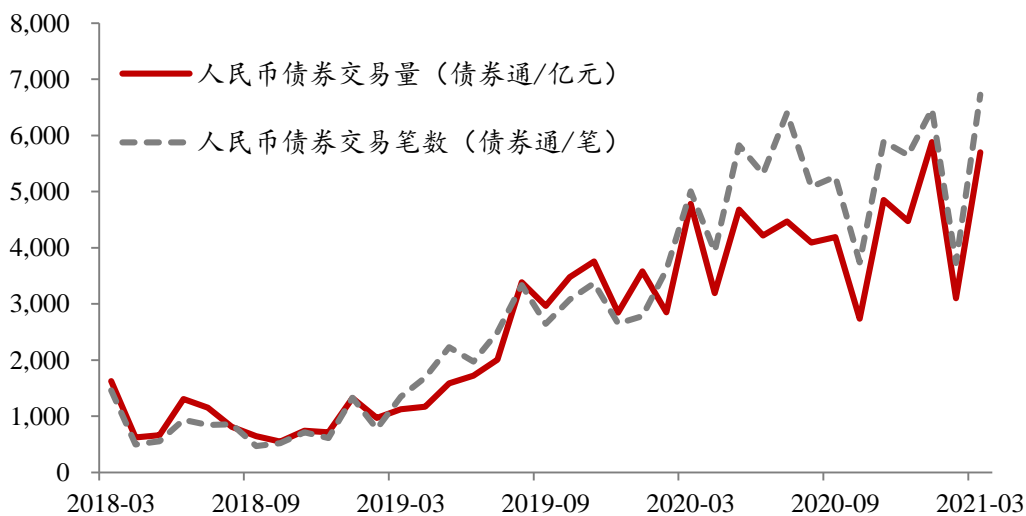
币债券的交易规模均出现大幅增长，中央结算公司数据显示，截至2021年2月末，境外投资者已连续27个月增持人民币债券，持有人民币债券总规模超过3.2万亿元，较2017年末增长210%（图1）；人民币债券交易笔数较2018年同期增长逾9倍（图2）。

图1：境外投资者持有人民币债券规模（亿元）



资料来源：Wind

图2：境外投资者人民币债券交易量



资料来源：Wind

二、人民币债券担保品跨境使用具备坚实保障

当前，我国已经成为全球经济发展的主要推动力，金融市场日趋完善、开放。债券市场迅猛发展、人民币国际化快速推进、金融基础设施体系逐步健全等因素，均为人民币债券担保品跨境使用提供了坚实保障。

（一）中国债券市场迅猛发展，开放程度稳步提升

得益于良好的经济基本面，中国债券市场规模不断扩大，已成为全球第二大债券市场。2021 年 3 月 30 日，富时罗素宣布自今年 10 月 29 日开始将中国国债纳入其富时世界国债指数（WGBI）。至此，中国债券已被纳入全球三大主流债券指数，凸显了国际投资者对中国债券市场开放的认可。随着境外投资者准入政策、税收政策、担保品违约处置等市场机制的明确，相对年轻的中国债市日趋成熟，持续融入全球市场，为投资者带来大量机遇。

中国债券市场的开放程度稳步提高。目前，境外投资者可以通过直接投资银行间债券市场（CIBM）和香港债券通（BondConnect）两种途径参与我国债券市场。从投资主体看，中国银行间债券市场已面向境外投资者打开了大门。与此同时，中国还不断探索银行间债券市场建设与国际接轨的规则体系，优化入市服务流程，为境外投资者进入中国债券市场提供更多便利。

（二）人民币国际化进程快速推进，人民币债券国际接受度进一步提高

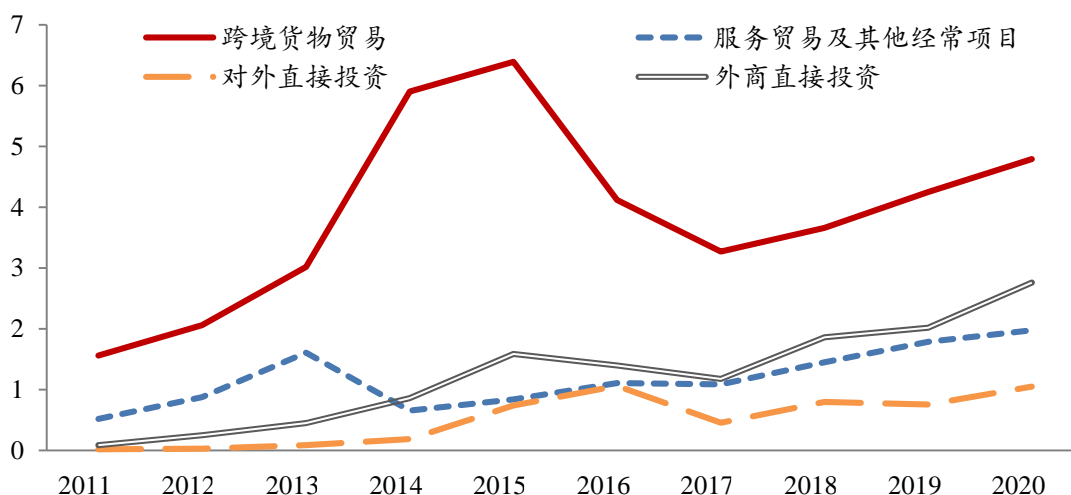
随着我国经济实力的不断提升、金融市场的持续深化改革，人民币国际化快速发展，尤其在新冠肺炎疫情暴发后，人民币跨境使用展现了较为强劲的动力，越来越多的境外交易对手方愿意接受人民币计价结算的交易合约。

第一，人民币国际贸易计价结算职能进一步巩固。2020 年，经常项目下跨境人民币收付金额合计 6.77 万亿元，同比增长 12.09%。其中，货物贸易项下人民币收付金额为 4.79 万亿元，服务贸易及其他经常项下人民币收付金额为 1.98 万亿元。截至 2020 年第三季度，全球贸易人民币结算占比为 2.95%，同比提高 21.62%。

第二，人民币国际金融计价交易职能大幅提升。2020年年末，人民币国际金融计价交易全球占比为9.89%，同比增长达84.23%。

第三，人民币直接投资强势增长。在疫情的干扰下，人民币直接投资仍创五年来最快增速，同比增长37.05%，规模达3.81万亿元；人民币ODI大幅回升，总规模为1.05万亿元，同比增长38.16%；人民币FDI逆市攀升，总规模达到2.76万亿元，同比增长36.63%。

图3：2011-2020年人民币跨境收付情况（万亿元）



资料来源：中国人民银行

第四，人民币清算网点稳步铺开。当前，中国人民银行已在境外25个国家和地区设立了人民币清算行，人民币使用的安全性不断增强，交易成本不断下降。

此外，中国金融市场稳步发展，中国债券和股票逐步纳入主流国际市场指数，人民币双向流动机制进一步完善，人民币计价的金融投资面临更多机会，人民币国际化的动力已经从之前的政策推动为主，转变成需求拉动为主。

（三）金融基础设施体系逐步健全，人民币债券运行清算获得保障

跨境金融基础设施体系逐步健全为人民币债券担保品市场稳健高效运行提供了有力支持。近年来，随着金融业不断发展，我国金融基础设施建设取得显著成效，服务

金融体系和实体经济的质效持续提升。一方面，我国银行间债券市场已全面采用安全、高效的中央登记托管制度和电子化处理系统，在结算效率上处于国际前列。另一方面，人民币债券的国内支付系统已完全满足大额支付和零售的需求，境外持有人民币债券发生跨境交易可通过人民币跨境支付系统（CIPS）进行。目前，CIPS 已基本满足全球各个时区的交易需求，业务实际覆盖近 200 个国家和地区的 3400 多家银行法人机构，并且其网络成员仍在快速扩大。

未来一段时间，在《金融市场基础设施原则》（PFMI）框架下，中国债券市场担保品管理体系将进一步成熟。境内期货保证金制度、违约处置机制的建立以及跨境担保品业务的不断完善，将为人民币债券在国际交易中应用夯实基础。主要市场基础设施与国际平台不断深化合作，实现连通，为境外投资者提供更加透明的流动性信息，境外投资者可以使用更熟悉的工作流程，参与中国境内债券的交易。

（四）监管规则嬗变扩大 HQLAs 需求，人民币债券占有量有望上升

在市场的自发推动和国际规则的指引下，投资者在全球范围内寻求新的高质量流动性资产（High Quality Liquid Assets, HQLAs），以满足新的监管合规要求，场外衍生品市场参与者对符合《非集中清算衍生品交易保证金要求》要求的债券资产需求显著上升。

全球金融危机后，各国监管部门都出台了一系列法规，加强担保品监管，通过提升担保品要求来增强金融体系的稳定性。巴塞尔银行监管委员会（BCBS）和国际证监会组织（IOSCO）联合发布《非集中清算衍生品交易保证金要求》，规定了非集中清算衍生工具保证金最低标准，交易双方除了每日提交变动保证金（Variation Margin, VM）外，还需计算并提交初始保证金（Initial Margin, IM）。按照 BCBS/IOSCO 计划，不同规模的市场参与者将自 2016 年 9 月 1 日起分五个阶段纳入保证金要求框架。目前，前四个阶段已经完成，最后一个阶段计划于 2021 年 9 月将平均名义总规模超过 500 亿欧元的市场参与者纳入保证金要求框架，并于 2022 年 9 月前将平均名义总规模超过 80 亿欧元的小型机构纳入保证金要求框架。随着 IM 要求进入最后执行阶段，大量机构进入 BCBS/IOSCO 的监管范畴，海外债券投资者对新兴市场 HQLAs 的需求将

上升，优质的人民币债券加快走进国际投资者的视线。

三、人民币债券担保品跨境使用尚存在诸多挑战

人民币担保品跨境使用是一个稳步推进的过程，不可一蹴而就。现阶段，人民币债券作为担保品仍然面临全球利用率较低、跨境实践经验尚浅、法律法规不完善等诸多挑战。

（一）终止净额结算法律效力尚未确认

终止净额结算是金融衍生品合约的基础条款，是公认有效控制衍生品市场风险的主要机制之一，涉及终止交易、估值以及确定净额结算金额三个步骤，对降低市场参与者的风险敞口有重要作用。尽管终止净额结算机制在我国市场上早有实践，但由于相关法律，特别是《破产法》并未对该机制做出明确规定，国际金融市场许多参与者认为，终止净额结算效力对于依照中国法律设立的法人而言并不确定，一些国际参与者、金融基础设施甚至把中国列入“非净额结算司法管辖区”。这直接增加了中资金融机构参与境外交易的成本，一定程度上制约了境内人民币债券作为初始保证金的使用。

（二）违约快速处置机制尚待完善

债券违约是市场经济条件下的正常现象，违约情况下能快速有效处置担保资产、保证守约方的优先受偿权，是国际市场考虑使用人民币债券作为合格担保品的基础。中国债券市场违约历史比较短，受限于处置机制不完善等因素，整体处置效果还不够理想，处置过程中也存在部分不尽规范、不够透明的情况。

（三）资金出境法规政策有待完善

目前，中国暂无专门的法律法规、政策依据、操作流程用以规定或指导人民币债券在跨境担保运用中违约处置变现后资金的跨境汇划问题。因此，尽管境外质权方通过担保品违约处置实现担保权益在技术层面已不存在障碍，但其最终能否就人民币债券变卖所得款项优先获得受偿，很大程度上仍取决于外汇路径是否通畅，对此需要相

关法律、规则做出明确规范。

（四）跨境互联互通体系亟需健全

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国际衍生品市场的重要基础设施保障。目前，中国与境外托管机构间的跨境互联体系暂未搭建完成，合作模式及进程还有待进一步明确，还难以有效支持人民币债券资产的跨境调拨，这也直接影响了人民币债券作为合格担保品的投资者范围。

四、政策建议

当前，部分优质人民币债券作为高质量流动性资产充当担保品的实践已开始逐步落地，纽约梅隆银行已首开美国大型银行支持“债券通”渠道人民币债券作为担保品的先河，部分伦敦金融机构也紧锣密鼓地准备人民币债券作为担保品的相关协议。但是，如何将人民币债券作为国际衍生品市场广泛、常规的担保品，仍将经历循序渐进的过程。对此，本文提出以下政策建议。

第一，明确人民币债券处置后资金出境政策。尽快完善相关法律、规则，以明确规范人民币债券在跨境担保运用中违约处置变现后资金的跨境汇划问题。

第二，充分发挥金融基础设施的先导作用。金融基础设施在促进、协调不同地区担保品的跨境流动过程中发挥先导的桥梁作用。只有加快建设金融基础设施，境内外主体所持有的人民币债券才能够自由地用于全球金融市场，才能真正意义上实现人民币债券的国际化，可以从构建安全高效的跨境互联体系和开展市场培育、调研并引导市场客观需求两方面着手推进。

第三，持续完善中国债券市场建设。提高境外投资者入市便利性，完善境外投资者入市后服务，建立与国际接轨的规则明确、品类齐全、功能合理的市场体系。

第四，尽快明确终止净额结算法律效力。在《破产法》修订过程中，对终止净额结算等机制的有效性做出明确规定，早日在法律层面明确金融衍生品终止净额结算制

度的有效性和可执行性，为我国衍生品市场长远发展注入新动力。

第五，进一步健全担保品违约快速处置机制。提升担保品违约处置效率，规范违约处置流程，维护市场成员的合法权益，以消除境外机构在使用人民币债券作为担保品时的顾虑。

近期其他研究报告

A75. 全球经济结构分化，金融市场震荡加剧	中国银行研究院课题组	04. 01
A74. 复苏基础有待夯实，调控政策不急转弯	中国银行研究院课题组	04. 01
A73. “十四五”银行业开启发展新格局	中国银行研究院课题组	04. 01
<hr/>		
B13. 从 2020 年年报看招商银行战略特征及成效	李梦宇 郑忱阳	04. 12
B12. 首家独立法人直销银行百信银行运行情况分析与启示	郭为民 朱大磊 孟炜等	04. 02
B11. 在英国国际大型银行居家办公政策特征及展望	瞿亢 李振龙	03. 11
<hr/>		
C30. 碳中和对我国进出口的影响与应对	王梅婷	06. 04
C29. “全球最低企业税率”倡议的影响、挑战及建议	曹鸿宇	06. 02
C28. 大宗商品价格运行的历史脉络、当前特征与未来趋势	范若滢	05. 27
<hr/>		
D14. 从 2020 年报看上市银行重点区域战略的新要求与新变化	李梦宇	06. 02
D13. 从 2020 年报分析我国银行业国际化发展现状	原晓惠	04. 26
D12. 从 2020 年年报看四大行绿色金融发展情况	郑忱阳	04. 26
<hr/>		
G16. 碳市场建设的国际经验、中国发展及前景展望	汪惠青	05. 21
G15. 新经济发展的国际经验、我国现状与相关建议	范若滢	05. 21
G14. 区块链在跨境支付领域的应用研究与建议	郭为民 朱大磊 杨涛 李慧	05. 21
<hr/>		
R12. 人民币债券担保品跨境使用最新进展及建议	邹子昂 赵雪情	06. 07
R11. 伦敦人民币外汇市场发展的经验与启示	赵雪情 施东方 瞿亢	04. 27
R10. 美元国际地位变化特点及影响因素分析	边卫红 赵雪情	04. 27

A 《经济金融展望季报》

B 《中银调研》

C 《宏观观察》

D 《银行业观察》

G 《全球经济金融问题研究》

R 《人民币国际化观察》

下载地址：<http://web.bank-of-china.com/dept std/>（研究院内网） <http://22.1.72.18/>（图书馆）

投稿及建议邮箱：国际金融/研究院/总行/BOC

报送：董事长、行长、监事长及管理层成员，董事

抄送：总行各部门、各直属机构，各附属公司，各一级分行、直属分行，中银香港，各海外分行、附属行、代表处