

## 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》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：邱亦霖 中国银行研究院  
电话：010 - 6659 4369

签发人：陈卫东  
审稿：周景彤 李佩珈  
联系人：刘晨  
电话：010 - 6659 4264

\* 对外公开  
\*\* 全辖传阅  
\*\*\* 内参材料

## 债券借贷业务走向规范化发展\*

### ——兼对《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》 的点评

近年来，我国债券借贷业务快速发展，交易规模不断扩张，已成为银行间债券市场债券交易的重要组成部分。2022 年 2 月，人民银行发布《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》（以下简称《办法》），并将于 7 月 1 日起实施。《办法》从市场参与者、履约担保品、主协议等方面对债券借贷制度进行了完善，进一步明确了业务的信息披露与风险检测等，未来债券借贷业务将逐步走向规范化发展。金融机构应把握债券借贷业务发展趋势，积极入市参与交易，拓宽业务发展。同时也要树立审慎投资理念，严守业务底线，防止出现过度投机行为，确保市场稳健运行。

## 债券借贷业务走向规范化发展

### ——兼对《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》的点评

近年来，我国债券借贷业务快速发展，交易规模不断扩张，已成为银行间债券市场债券交易的重要组成部分。2022 年 2 月，人民银行发布《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》（以下简称《办法》），并将于 7 月 1 日起实施。《办法》从市场参与者、履约担保品、主协议等方面对债券借贷制度进行了完善，进一步明确了业务的信息披露与风险检测等，未来债券借贷业务将逐步走向规范化发展。金融机构应把握债券借贷业务发展趋势，积极入市参与交易，拓宽业务发展。同时也要树立审慎投资理念，严守业务底线，防止出现过度投机行为，确保市场稳健运行。

#### 一、规范债券借贷业务发展的重要意义

债券借贷是指债券融入方以一定数量的债券为质物，从债券融出方借入标的债券，同时约定未来某一日期归还所借入标的债券，并由债券融出方返还相应质物的债券融通行为<sup>1</sup>。债券借贷业务与债券回购、现券买卖等业务同属银行间债券市场的重要组成部分，是国际债券市场被广泛使用的工具之一，其对债券市场稳定运行具有重要意义。

第一，债券借贷业务能够增强债券市场的流动性，提升价格发现功能。流动性通常是衡量债券市场是否成熟的重要标志。与发达国家相比，我国债券市场交易，尤其是高信用等级债券交易活跃度较低，许多可流通债券沉淀于机构投资者户中。例如，2020 年我国国债交易换手率为 224%（国债交易额/国债余额），但美国、日本等发达国家国债交易换手率普遍在 1000%以上。主因是商业银行持有国债余额长期保持在 60%以上，二级市场流动国债数量较少。持有债券而不做交易，不仅会造成债券市场流动性不足，同时也会影响债券市场的价格发现功能。因此，对于交易热情不高的机构持有者，通过债券借贷业务可以将不用做交易的债券出借给融资方，加快债券的周转速

<sup>1</sup> 特别地，在债券借贷期间，债券融出方仍有权获得债券利息，并向借券人收取一定的费用。当标的债券付息时，融入方也要向融出方支付相应利息。

度，增加了债券交易与结算量，这会提升债券市场交易的流动性。

**第二，债券借贷业务提高了融资效率，拓宽了中小金融机构的流动性来源。**对债券融入方，尤其是缺乏利率债的中小金融机构，如果使用信用债质押获取资金，通常需要采用加点的方式，获取金额还会受到质押率的影响，成本较高，且可能存在拒绝交易的风险。通过使用债券借贷业务，可以将低等级信用债券转换为同等金额甚至更高金额的高信用等级债券（多以利率债为主），并且所付费用通常要低于使用原债券进行质押时所付出的成本。这在拓宽中小金融机构获取流动性来源的同时也降低了融资成本。

**第三，债券借贷业务有助于润滑市场，满足金融机构的日常交易结算需求。**一是弥补债券持有缺口。金融机构在交易失误产生债券缺口时可以通过债券借贷进行弥补，以按时完成交割，避免违约风险。二是满足客户需要。证券公司在券种短缺时可以通过借入债券满足客户交易结算需求。三是可以用于临时性债券交易需要。例如在每季度末国债期货交易时，能够通过借入债券完成现券交割，在到期时买入债券进行归还，确保国债期货市场平稳运行。

**第四，债券借贷业务拓宽了获利渠道，增加了金融机构盈利来源。**通常情况下，债券持有人一般要通过持有债券获得利息收入或者进行债券买卖赚取债券价差，但债券借贷业务提供了新的盈利渠道。对于持有高信用等级债券较多的机构，例如大型商业银行，能够通过债券融出的方式盘活资产，并获得借贷费用和利息费用双重收益。同时，债券借贷业务与融券业务具有类似功能，融入债券后，可以进行做空，而后买回获取价差，这样也有助于促进利差的修复，降低套利空间，提升债券市场的有效性。

## 二、我国债券借贷业务的发展历程及现状

### （一）我国债券借贷业务的发展历程

与国际市场相比，我国债券借贷业务起步较晚。自2006年推出至今，大体经历了三个阶段。

**第一阶段：2006-2011年，债券借贷业务起步后的发展缓慢期。**2006年11月，人

民银行发布《全国银行间债券市场债券借贷业务管理暂行规定》（以下简称《暂行规定》），正式推出债券借贷业务。在早期，债券借贷业务的整体发展较为缓慢，2006 年全年业务量仅 0.8 亿元。由于市场交易氛围不够浓厚，参与者较少，债券借贷业务发展相对缓慢。

**第二阶段，2012–2016 年银行间债券借贷交易初具规模。**一是债券借贷市场的参与者逐渐丰富。2012 年大型商业银行开始积极参与债券市场借贷业务，市场活跃度开始上升，带动更多的中小金融机构入市参与。2015 年，人民银行发布《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》，允许合格境外机构投资者投资范围从现券扩展至债券回购、债券借贷等交易。债券借贷业务的参与者类型逐步增加。**二是**相关政策陆续出台推动业务走向规范化发展。2015 年，上海证券交易所发布了《关于开展债券借贷业务试点的通知》，交易所债券借贷业务正式推出，同年中国银行间交易商协会发布《债券借贷交易业务主协议（2015）版》，规范了债券借贷业务流程，激发了金融机构参与积极性。随后，2016 年人民银行发布《全国银行间债券市场跨托管机构债券借贷（人工处理）业务规则》的通知，进一步规范了银行间债券市场跨托管机构债券借贷业务的办理流程。**三是**银行间市场流动性变动刺激了中小机构的业务需求。2013 年 6 月，银行间市场流动性环境骤然紧张，出现“钱荒”，受此影响，金融机构尤其是中小金融机构更加重视债券借贷业务的作用，开始加大使用债券借贷进行融资的力度。

**第三阶段，2017 至 2022 年，债券借贷业务规模迎来快速增长。**一是高信用等级债券作为优质担保品的功能极大激发了债券借贷业务需求。伴随人民银行流动性投放方式的转型，以政府债券为代表的高信用等级债券作为优质担保品的功能也日益强化，利率债等债券品种已成为货币政策操作、国库现金管理、回购市场的主要合格担保品，金融机构对利率债存在极强的需求意愿，从而带动债券借贷业务加速发展。同时，伴随着监管对理财业务政策收紧，金融机构利用高品质政府债券进行债券借贷以获取收益的动力不断增强。**二是**债券借贷业务交易规则逐渐完善，制度基础持续夯实。2022 年 2 月，人民银行发布了《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》（以下简称《办

法》）。《办法》的发布为债券业务的规范化发展提供了保障，夯实了业务发展的制度接触，将引导市场实现稳健发展（表 1）。

表 1：债券借贷业务相关政策法规梳理

政策	日期	出台部门
《全国银行间债券市场债券借贷业务管理暂行规定》	2006.11	中国人民银行
关于上网公示《债券借贷结算业务规则》（征求意见稿）的通知	2006.11	中国人民银行
《关于债券借贷业务相关事宜的通知》	2007.6	中国人民银行
关于发布《债券借贷交易规则》的通知	2008.12	中国人民银行
《关于开展债券借贷业务试点的通知》	2015.3	上海证券交易所
《债券借贷交易业务主协议（2015 版）》的议案（将择时发布）	2015.4	中国银行间市场交易商协会
关于发布《全国银行间债券市场跨托管机构债券借贷（人工处理）业务规则》的通知	2016.6	中国人民银行
《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》	2022.2	中国人民银行

资料来源：根据公开资料整理

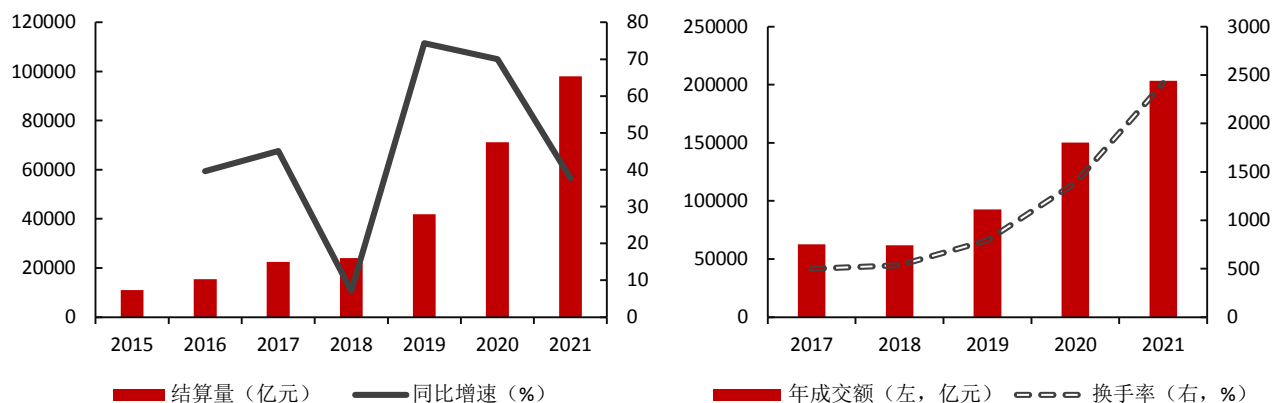
## （二）我国债券借贷业务发展的现状

**第一，债券借贷市场规模逐渐扩大，交易活跃度不断提升。**一方面，近年来债券借贷市场容量不断扩大。2021 年全年债券借贷市场结算量近 10 万亿元，为 2015 年的 9 倍左右，复合增长率达到 40% 以上，成交规模超过 20 万亿元，是 2017 年的 3.24 倍，复合增长率为 35%（图 1）。另一方面，换手率持续扩大，市场活跃度明显上升。使用换手率（成交额/业务余额）衡量债券借贷业务市场活跃度。2021 年债券借贷业务换手率为 2415%，是 2017 年的 4.28 倍，债券借贷业务交易活跃度大幅提升，市场参与情绪日益高涨（图 2）。

**第二，债券借贷交易参与主体更加多元，农商行和证券公司成交额占比逐步占据主导地位。**2012 年大型银行开始介入债券借贷市场，随着业务规则逐步完善，叠加债券套利及借券融资等需求，市场交易主体逐步多元化。整体来看，债券借贷参与方主要以银行类金融机构为主，大型银行和股份制行长期作为债券融出方，而中小银行则主要作为债券的融入方。值得关注的是，近年来农商行和证券公司成交额占比稳步提

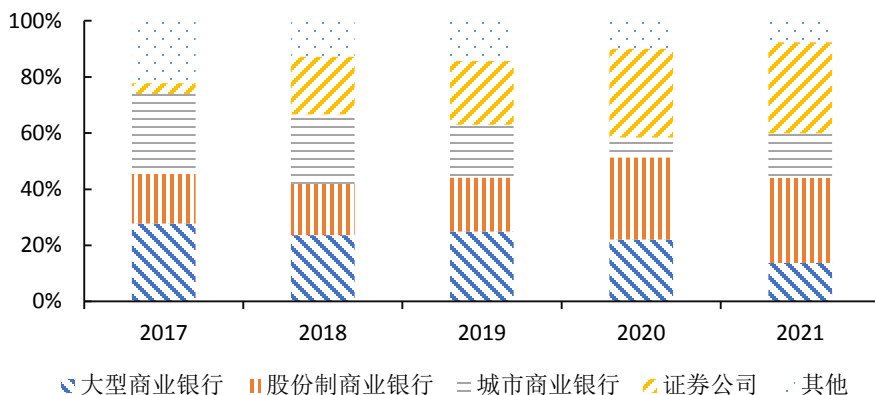
升，二者成交额占比分别由2017年的11.19%、4.68%上升至2021年的25.67%、19.75%，分别提升14.5、15个百分点，但大型银行成交额占比则由33.17%降至8.36%，大幅下降25个百分点（图3）。

图 1：债券借贷结算量及增速      图 2：债券借贷成交额及换手率（亿元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 3：2017 年以来各类机构债券借贷成交额占比

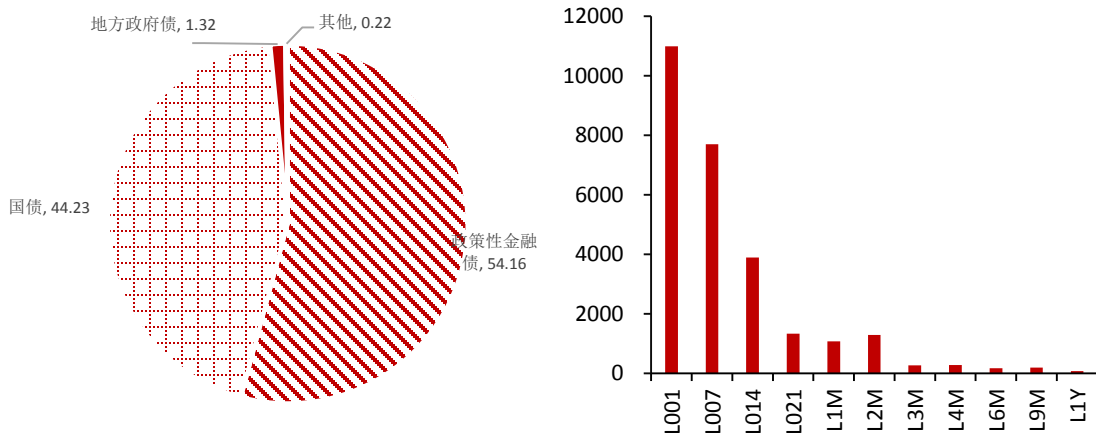


资料来源：Wind，中国银行研究院

第三，成交券种主要为利率债，且交易品种多集中在短期。从债券成交券种看，利率债占比最高。例如，2022年1-3月政策性金融债以及国债成交金额分别为14784.48亿元以及12074.48亿元，占总成交额比例分别为54.2%以及44.2%，两者成交占比达98%以上（图4）。从期限结构看，债券借贷市场交易品种主要集中在1天、7天、14天等短期品种，三者合计占比超过80%，两个月以上交易品种占比相对较低

（图 5）。

图 4：1-3 月主要券种占比 图 5：1-3 月各期限品种成交额（亿元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

近年来在我国债券借贷业务快速发展的同时，也存在一些问题。一是与国际成熟市场相比，我国债券借贷业务制度还不完善。具体来讲，根据《暂行规定》要求，债券借贷业务的标的债券必须为融出方自有，并且是在全国银行间债券市场交易流通的债券，这意味着参与者需要持有自有债券才能进行交易，这不利于市场活跃度的提升。二是标准化程度不足。债券借贷业务缺乏债券借贷主协议，交易双方在达成交易前需“一对一”谈判签署合同文本，带来耗时长、成本高等问题，容易导致市场参与者错失最佳交易时机，这降低了业务的吸引力与交易效率。三是风险防范制度仍不完善。针对债券借贷业务的信息披露政策还不完善，交易平台与结算服务机构尚未构建起较为完善的风险监测体系，这影响了债券借贷业务的健康发展。此外，对于自律组织在债券借贷市场的自律管理缺乏明确要求，债券借贷市场的自律监管不到位也影响市场秩序的维护。

### 三、《办法》将推动债券借贷业务更加规范化发展

2006 年以来，债券借贷业务运行主要以《暂行规定》为依据。但在市场规模不断扩大、参与者日益多元背景下，《暂行规定》已经难以市场业务发展的需要。针对债券借贷业务发展中存在的问题，为更好规范银行间市场债券借贷业务发展，2022 年 2

月央行发布了《办法》，并将于7月1日实施。

## （一）《办法》的主要内容

《办法》借鉴了成熟国家债券借贷业务的经验，在《暂行规定》基础上，从市场参与者、履约担保品、主协议等方面完善了债券借贷制度。同时明确了大额借贷报告及披露、风险监测、自律管理等要求。与《暂行规定》相比，《办法》主要有如下几点变化（表2）：

一是质押物由“债券为质物”更改为“履约担保品”。对于履约担保品的界定，《办法》仅进行了方向性规定，与“以券换券”的形式相比有所拓宽。

二是引入了集中债券借贷机制。《暂行规定》规定，在债券交割日时经双方协商一致可以出现现金交割。但《办法》删除了“现金交割”，并新增了“集中债券借贷业务”。如果交割时应付债券余额不足，可与其他参与者进行匹配，完成债券融通。

三是明确了债券业务的参与主体。《暂行规定》对参与主体的表述为“市场参与者均可进行”。但在实际操作中，产品户无法做到“验明正身”，不能准确把握参与主体身份。《办法》明确提出债券借贷参与者为“银行间债券市场法人类金融机构或外国银行分行、资产管理产品管理人。”另外，《办法》要求产品户需要债权债务关系清晰、权责明确及严格披露等要求。

四是明确了结算机构及成交方式。《暂行规定》指出债券业务参与者可以通过交易中心进行交易，也可以不通过但需要事后报备。《办法》规定结算机构为“中国人民银行认可的债券登记结算机构及托管银行”，这包括了中债登和上海清算所，《暂行规定》中则仅有中债登为登记结算机构。

五是提出了标准化的“主协议”。此前债券借贷业务一直没有“主协议”，做法是签一家做一家，内外部法律审核流程、授信额度等问题都是掣肘业务发展的难点问题。《办法》明确规定债券借贷要签署“符合中国人民银行认可的借贷交易主协议”，明确双方的权利义务、争议处置等。这有利于发挥标准化协议的便利性，大大提升交易效率。



六是对风险防控提出新要求。《办法》规定，债券大额借贷披露机构集中度和单券集中度比例由30%和15%调低至20%和10%，降低了融入机构的杠杆比例，有助于防范市场做空风险。

表 2：《暂行规定》与《办法》的主要区别

		《暂行规定》	《办法》
新增		集中债券借贷业务，删除现金交割 明确银行间债券市场自律组织的职场秩序维护职能	
不同点	标的债券和履约担保品	删除标的债券应为融出方自有	新增履约保障品市值应满足双方预定
	成交方式	可以通过交易中心，也可以不通过，但要事后报备	遵循银行间债券市场相关管理规定
	结算机构	仅有中债登	央行认可的结算机构及托管银行
	债券借贷协议	无	要签订央行认可的主协议
	融入债券占托管总量比例	融入余额不超过 30%	不超过 20%
不超单券 15%		不超 10%	

资料来源：根据公开资料整理

## （二）《办法》推出的影响

《办法》根据债券借贷业务发展变化进行了更新，弥补了此前《暂行规定》的短板。整体看，预计《办法》将产生四方面影响：

**一是推动债券借贷业务规模进一步扩大。**在明确参与主体、引入标准化债券协议及集中债券交易规定基础上，借贷业务的发展更加规范化。尤其对中小金融机构能够来说，交易的规范化为其获取高信用等级债券提供了明确指引，未来债券借贷业务交易规模有望继续上升。

**二是交易参与方更加多元。**借贷交易引入非法人产品，进一步拓宽了参与主体范围，能够满足市场参与者多元化需求，增强市场交易活跃度。

三是风险防范工作进一步夯实。针对杠杆率、自律组织管理、大额披露的要求完善了风险监管制度，堵住了风险漏洞，防范市场风险。

四是推动债券市场价格发现功能进一步完善。债券借贷业务的一项重要功能是做空机制。《办法》的推出将进一步提高了存量债券的使用效率，提升了债券市场的流动性。虽然债券借贷业务目前规模还较小，对价格信号的影响还不大，但随着业务规模的继续扩大，将明显提升债券市场的价格功能。

## 四、对金融机构的建议

### （一）提高债券使用效率，盘活资产存量

在社会利润率持续下行、监管不断趋严背景下，金融机构需多方拓展利润来源，维持自身稳健经营。从当前情况看，商业银行仍是利率债的主要持有方。截至2022年2月末，商业银行持有利率债占比在70%以上，沉淀资产规模较大。在债券借贷业务走向规范化发展后，商业银行尤其是大型银行可适度入市参与交易，盘活存量债券资产，在拓宽利润来源的同时进一步提升债券市场流动性。对流动性相对短缺的中小金融机构，可积极利用这一渠道获取更多高信用等级债券的使用权，降低流动性获取成本，缓解负债端压力。

### （二）树立审慎投资理念，避免过度投机

债券市场受利率政策影响较大，一旦利率政策不明影响到市场预期，容易引发投机行为。由于债券借贷具有卖空机制，可能会助推这一情况的蔓延。为此，金融机构要树立审慎投资的理念，严格遵守杠杆率等限制性规定，从事债券借贷应主要用于增强市场交易活跃度，而非用于投机。对于做市商机构，要持续向市场传递正面预期，尤其在市场不稳定时可适当减少债券借出量，稳定市场参与主体信心，确保市场稳健运行。





