

使用人民币债券 充抵场外衍生品交易保证金

CCDC-ISDA 联合白皮书



CCDC

ISDA

Safe,
Efficient
Markets

“慧博资讯” 专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>







领导致辞

庚子伊始，变幻瞬息。面对错综复杂的世界经济金融形势，担保品管理在防控金融风险、优化流动性管理方面的作用进一步凸显。一方面，市场投资者纷纷在全球范围内寻求新的高质量流动资产，以满足其不断扩大的担保品需求。另一方面，随着中国债券市场的不断崛起和扩大开放，以人民币计价的优质债券资产逐步走进国际投资者的视线，为全球市场引入更多高质量担保资产提供不同选择。

国际场外衍生品市场改革进程正不断推进，以场外非集中清算衍生品交易保证金规则的实施为契机，中央结算公司（CCDC）与国际掉期与衍生工具协会（ISDA）合作编写白皮书，以期用更高站位、更全视角探讨推动人民币债券作为国际场外衍生品交易初始保证金的可行性，从法律、监管、市场等多个层面开展多角度分析论证，力求为业界搭建交流平台，进而凝聚共识、促进合作。

夫志合者，山海不远天涯为邻。值此白皮书成稿之际，我们希望能以笔为鞭、以文做引，为更多境内外投资者使用人民币债券资产提供思路和借鉴，帮助市场机构能够更加高效地应对衍生品领域的变革。中央结算公司也愿全力担当中国金融市场开放的推动者、人民币担保品管理服务创新的引领者，与各界同仁齐心协力，于变局中开新局，在担保品领域搭建联接中国与国际市场的桥梁。

张海庆

中央结算公司

2020年9月

领导致辞

继全球金融危机之后，世界各国政府同意采取一套共同的监管改革措施以使金融体系在面对未来的危机时更加安全和健全。这些改革措施之一便是针对场外未清算衍生品的保证金要求，这项要求已自 2016 年开始逐步实施。

初始保证金（IM）要求即将进入最后阶段，亚太地区将有大量的金融机构在 2021 年 9 月至 2022 年 9 月间被逐步纳入合规范围。作为前期准备的一部分，市场参与者需要了解哪些高质量的流动资产可以被用作初始保证金，以及可能影响选择的监管法律因素。随着中国债券市场规模不断扩大，对外持续开放，各机构有兴趣更好地了解使用人民币国债作为担保品的相关问题。自 2016 年 9 月保证金规则第一阶段实施以来，国际掉期与衍生工具协会（ISDA）一直致力于该规则在场外衍生品行业的落地实施。在亚太地区，ISDA 的重要工作之一是探讨以本币计价的证券和资产作为跨境衍生品交易的初始保证金的可行性，而白皮书的成稿是其中的重要成果。

我们与中央结算公司在法律、监管和市场结构等各方面联合开展了深入研究分析，使得中国政府债券作为担保品的使用框架更为清晰。借此，我们希望可以加深全球投资者对这一重要市场的了解，并尽可能高效地协助亚洲及其他地区机构满足初始保证金要求。



国际掉期与衍生工具协会

2020 年 9 月



前言

亚太地区的许多金融机构预计将于 2021 年 9 月和 2022 年 9 月被纳入全球非集中清算初始保证金 (IM) 要求的第五和第六阶段。在合规准备阶段,对所有市场参与者而言,理解规则含义,并且充分认识使用不同类型证券满足初始保证金 (IM) 要求所面临的法律和监管影响非常重要。

为了有助于这一分析,中央国债登记结算有限责任公司 (CCDC) 和国际掉期与衍生工具协会 (ISDA) 联合撰写此白皮书,共同探讨选择使用中国政府债券充抵衍生品交易保证金时所需要考虑的因素。

特别感谢中国工商银行、中国银行以及 Margin Reform¹ 的鼎力支持,派出专业团队全程参与白皮书编写工作,他们提供的专业智慧让白皮书得以顺利完成。同时,感谢为本报告纷纷建言献策、活跃于金融市场的诸多专家。

(本白皮书的英文版将由 ISDA 发布,鉴于中英文在语法、行文、修辞上有所不同,且涉及诸多英文术语,如中英文本有不一致之处,以英文本为准。)

¹ 关于 Margin Reform 的信息,请见公司网页 <https://www.marginreform.com/>。

Preface

一、国际场外衍生品市场概况及担保品的使用

- (一) 国际场外衍生品市场概览
- (二) 非集中清算衍生品新规及其影响

二、以人民币债券充抵衍生品交易保证金的可行性评估

- (一) 中国宏观经济环境
- (二) 人民币国际化进程
- (三) 中国债券市场
- (四) 金融基础设施建设

三、在国际场外衍生品市场使用人民币债券担保品的挑战

- (一) 终止净额结算法律效力需进一步确认
- (二) 违约快速处置机制尚待进一步完善
- (三) 人民币债券处置后资金出境政策有待明确
- (四) 跨境托管体系及其相关技术问题
- (五) 中国债券市场有待进一步开放和完善

四、展望与建议

- (一) 短期内的准备及安排
- (二) 中长期的规划及建议

附录 1：人民币债券作为初始保证金的相关运营和托管问题

附录 2：中国债券市场对外开放关键进展一览表



目录 Contents

ISDA® | Safe,
Efficient
Markets

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

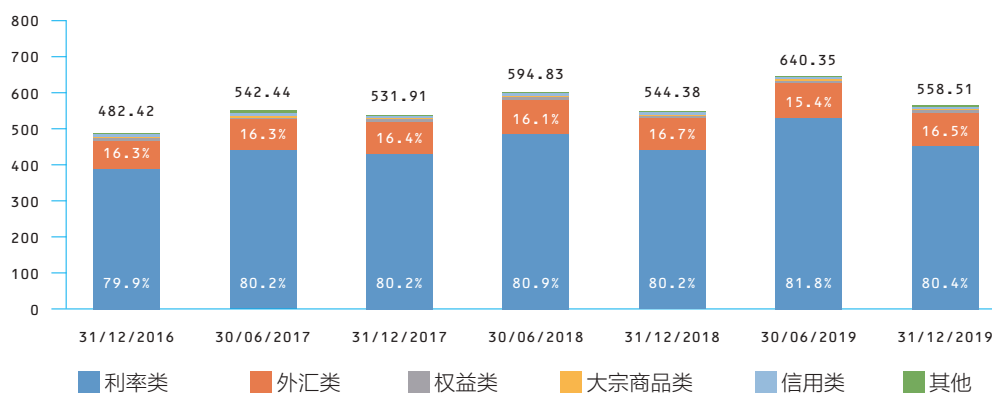
1 国际场外衍生品市场概况 及担保品的使用

（一）国际场外衍生品市场概览

场外衍生品市场（OTC）诞生于 20 世纪 80 年代，并随着市场参与者多样的风险管理的需要而取得快速发展。根据国际清算银行（BIS）数据显示，截至 2019 年末，全球场

外衍生品未偿名义合约金额为 558.5 万亿美元，较 2019 年年中下降 12.78%，较 2018 年末增长 2.59%²。

图 1：全球场外衍生品合约名义本金余额（单位：万亿美元）

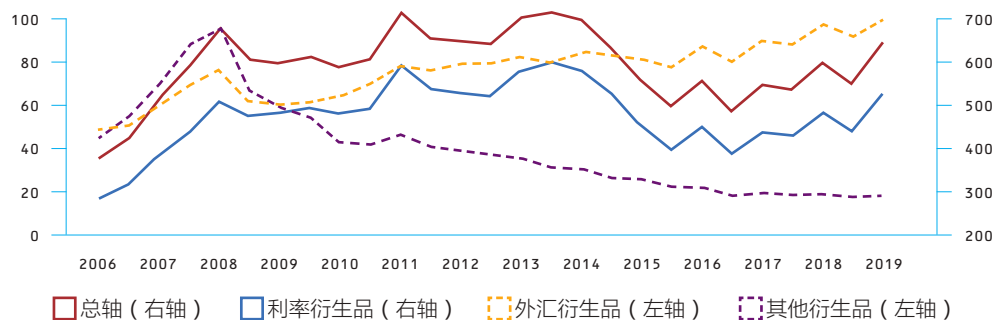


数据来源：BIS

利率衍生品（IRD）是主要交易品种，占衍生品未偿合约总额的 80.4%。截至 2019 年

末，其未偿合约金额达 449 万亿美元，相较于 2018 年末增长 2.8%。

图 2：全球场外衍生品合约名义本金走势（单位：万亿美元）



数据来源：BIS

² 源自国际清算银行（BIS）衍生品统计 <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

参考 BIS 相关评论，该增长数据部分反映出 2016 年后数据增长的明显季节性趋势：一般下半年名义代偿合约金额趋于减少，随后在上半年出现反弹 https://www.bis.org/publ/otc_hy1911.pdf

根据国际清算银行（BIS）的数据，场外衍生品总市值（风险额的度量）在2019年底达到11.6万亿美元。净额结算机制可以降低风险敞口，即当一方违约时，双方可以将各种衍生品合约项下的义务合并计算为一个单一应付净额。截至2019年末，净额

结算后的风险敞口（称为总信用敞口）达到2.4万亿美元。

担保品可以进一步减小风险敞口，并被视为场外衍生品市场的一种常见的风险缓释工具。目前，监管机构要求被纳入监管范畴的交易方在参与衍生品交易时提供担保品。

（二）非集中清算衍生品新规及其影响

为了应对2008-2009年的国际金融危机，20国集团（G20）商定了一项涵盖场外衍生品市场和市场参与者的金融监管改革议程，措施主要分为以下几个方面：（1）所有标准化合约在交易所或电子交易平台交易；（2）所有标准化合约通过中央交易对手（CCP）集中清算；（3）场外衍生品合约信息向交易信息报备库（TR）报备；（4）非集中清算的场外衍生品合约应符合更高的监管资本要求；（5）对非集中清算合约提出强制保证金要求。

为此，巴塞尔银行监管委员会（BCBS）和国际证监会组织（IOSCO）联合成立的保证金制度工作组（WGMR），为保证金要求建立国际标准，并提出分阶段实施方案。在此框架下³，保证适用于非集中清算场外衍生品，分为初始保证金⁴（Initial Margin, IM）与变动保证金⁵（Variation Margin, VM）两个部分。除了每日提交变动保证金外，交易双方还需每日计算初始保证金，并将其

提交至隔离账户。该要求对新规开始实施之后的新交易有效，适用于金融机构和系统重要性非金融实体，但对某些衍生品种类（如实物结算的外汇掉期和外汇远期，及货币利率交叉互换中的初始保证金）和某些实体（如主权国家、中央银行、多边发展银行及国际清算银行）豁免⁶。

按照BCBS/IOSCO的实施时间表约定，最大的市场参与者于2016年9月1日开始实施保证金要求。变动保证金（VM）要求于2017年3月扩大适用范围至所有受监管的市场参与者，而初始保证金要求则将基于场外衍生品合约的平均累计名义金额从2020年起分年度逐步实施，具体时间表将在下文阐述。

按照原定计划，第一阶段、第二阶段、第三阶段和第四阶段已经完成。最终阶段的平均名义总金额门槛从7500亿欧元降至80亿欧元，许多小型机构被纳入新规监管范畴。

ISDA的分析显示，当非集中清算衍生品

³ <https://www.bis.org/bcbs/publ/d475.pdf>

⁴ BCBS-IOSCO的指引将初始保证金要求定义为“涵盖从上一次变动保证金交换到交易对手违约头寸结算之间的预期时间内的潜在未来风险敞口”的金额。其进一步规定，对这一潜在未来风险敞口的计算“应反映出对工具价值增长的极端但合理的估计，该估计与10天期限内的单尾99%置信区间一致，基于包含重大财务压力时期的历史数据”。

⁵ 变动保证金旨在保护交易双方应对交易执行后合同市值变动所产生的风险敞口。变动保证金的金额反映当前的风险头寸，取决于某一时点的盯市价值，所以随时间而变化。

⁶ 不同国家、地区的额外豁免有所不同，但可能包括：

- 集团内部交易
- 两家机构间的初始保证金（在信用支持附件下称为“起点金额”）的豁免，最高为5000万欧元（或各国规定的以不同货币计价的类似金额），以集团为单位进行计算
- 担保债券发行中的套期保值交易
- 在某些国家或地区，受监管机构与在非净额结算法域注册的交易对手进行场外衍生品交易时无需提交变动保证金或初始保证金，但仍可能需要向这些交易对手收取保证金。根据欧盟规定，当满足某些条件且交易对手属于非净额结算法域时，交易对手无需收取或提交变动保证金或初始保证金，但受监管方场外衍生品名义金额豁免上限为2.5%

平均名义总金额合规门槛按计划从 7500 亿欧元降低至 80 亿欧元时，被纳入合规范围的机构将从 60 个猛增至 1100 多个，相当于约 9500 多个交易对手关系。为降低 2020 年 9 月可能出现的合规风险，巴塞尔银行监管委员会和国际证监会组织于 2019 年 7 月 23 日修改了第五阶段的实施计划。在新的计划中，平均名义总金额超过 500 亿欧元的实体依然从 2020 年 9 月开始被纳入监管范畴；另一方面，平均名义总金额超过 80 亿欧元的小型机构实施日期被推迟至 2021 年 9 月⁷。

2020 年初的 COVID-19 的疫情波及全球，在重新进行审慎评估后，BCBS 及 IOSCO 于 2020 年 4 月 3 日宣布，将初始保证金的最后两个阶段再次延后，分别推迟到 2021 与 2022 年 9 月。

自 2015 年 BCBS- IOSCO 指引发布以来，澳大利亚、巴西、加拿大、欧盟、日本、新加坡、南非、韩国、瑞士、美国等国家以及中国香港特别行政区均出台了基于此指引的非集中清算衍生品交易的保证金规则。美国的保证金规则适用于互换实体之间以及和金融最终用户之间的交易，欧盟的保证金规则适用于金融机构和系统重要性非金融实体（NFC+）。

根据 ISDA 担保品调查发现⁸，截至 2019 年末，27 家参加调查的机构⁹收取初始保证金 1837 亿美元，变动保证金 9447 亿美元。具体来看，20 家规模最大的市场参与者（IM 第一阶段机构）共收取约 1732 亿美元的非集中清算衍生品交易初始保证金，较 2018 年末增长 10%。其中，有约 1052 亿美元的合规要求初始保证金由已被纳入保证金监管要求范畴内的交易对手方缴纳，另外 680 亿美元的自主裁量初始保证金则从目前尚未纳入监管范畴的交易对手和 / 或交易中收取。此外，截至 2019 年底，这些机构就关联公司之间的场外衍生品交易（包括遗留交易）收取了 440 亿美元的初始保证金。

为了满足初始保证金的破产隔离属性要求，第一阶段机构大多使用政府证券作为合规要求初始保证金。截至 2019 年底，提交的初始保证金中 83.9% 为政府证券，16.1% 为其他证券¹⁰。

随着大量机构进入保证金规则第五阶段和第六阶段合规范围，对高质量流动资产的需求可能会增加，这促使企业密切关注哪些证券资产有资格被用作初始保证金，以及与之相关的法律和监管约束。本文附录一对此有详细的探讨。

⁷ <https://www.bis.org/press/p190723.htm>

⁸ <https://www.isda.org/2020/04/14/isda-margin-survey-year-end-2019/>

⁹ 包括第一阶段机构 20 家、第二阶段机构 4 家、第三阶段机构 3 家。

¹⁰ <https://www.isda.org/a/1F7TE/ISDA-Margin-Survey-Year-end-2019.pdf>



2 以人民币债券充抵衍生品 交易保证金的可行性评估

考虑到中国经济增长、人民币国际化以及中国国内金融市场对海外投资者不断开放，一些国际机构正在探索发掘将中国政府债券

(CGBs) 作为担保品的潜力，以满足IM法规要求。以下部分简要总结了中国经济和金融市场发展情况。

(一) 中国宏观经济环境

根据IMF在2020年4月的预测，受新冠肺炎全球大流行影响，2020年全球将经历自大萧条以来最严重的经济衰退¹¹。然而，IMF仍旧给予了中国1.2%的正增长预期。

从总量来看，2019年中国GDP在高基数上实现了中高速增长，全年生产总值达到99万亿元，同比增长6.1%，对世界经济增长贡献率达30%¹²。

图3：全球主要经济体经济展望

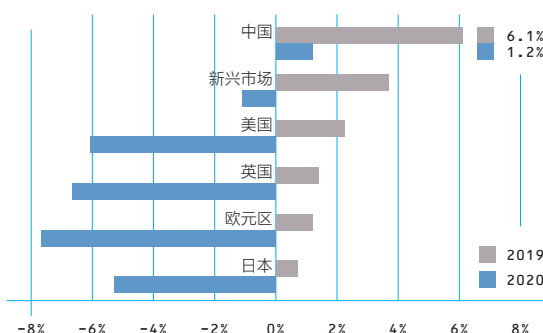
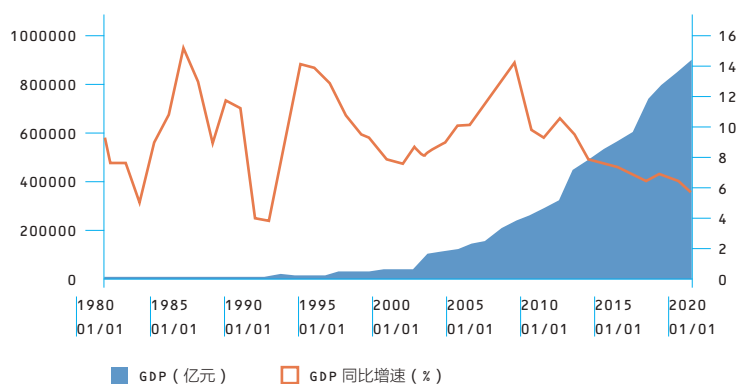


图4：中国经济总量与增速

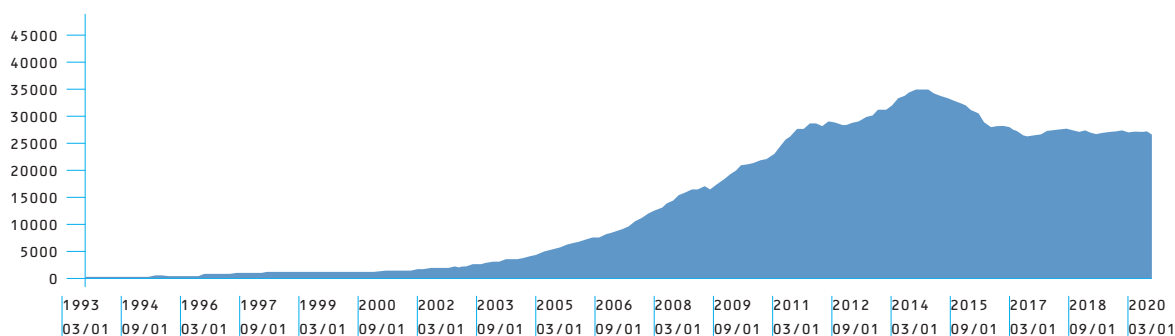


数据来源：IMF、Wind

中国经济的持续增长吸引资本流入，截至2020年一季度末，中国外汇储备规模达

到3.06万亿美元。

图5：中国外汇储备规模走势（单位：亿美元）



数据来源：Wind

11 IMF《世界经济展望报告》，2020年4月修正

12 数据来源：国家统计局

图 6：中美欧日央行利率走势

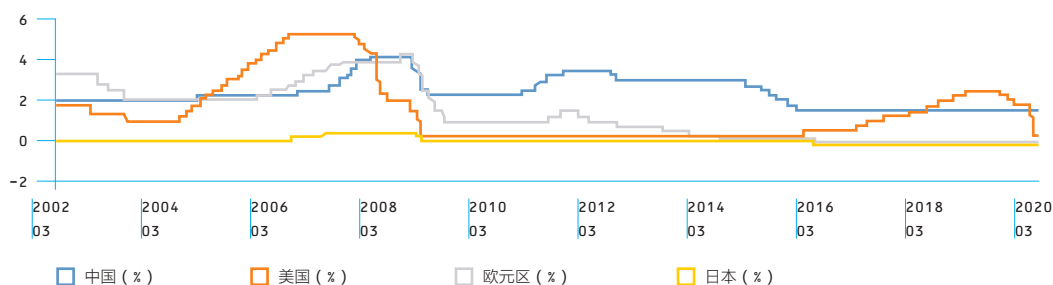
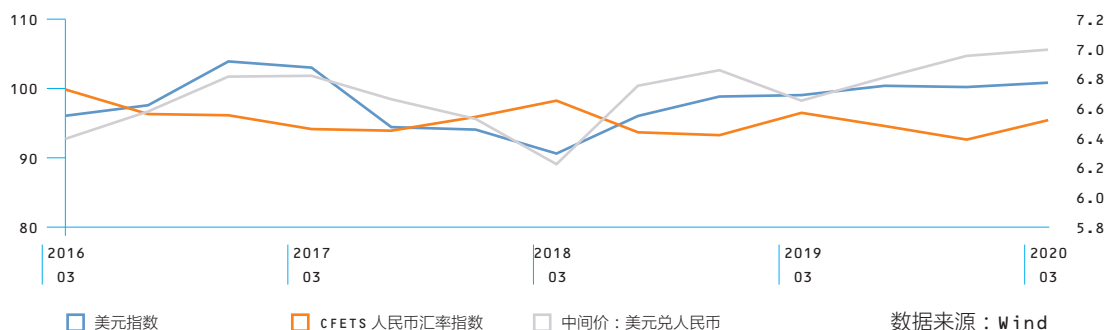


图 7：人民币、美元汇率走势



数据来源：Wind

（二）人民币国际化进程

与此同时，中国金融市场持续深化改革与对外开放。国际化进程推动使得人民币越来越多地被用于促进跨境贸易结算、

投融资活动。人民币目前已成为世界第五大结算货币，中国对外直接投资和吸引的外商直接投资也在继续上升。

图 8：国际支付份额占比（%）

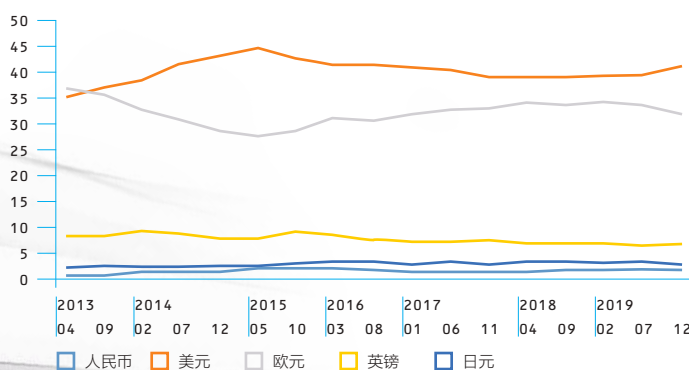
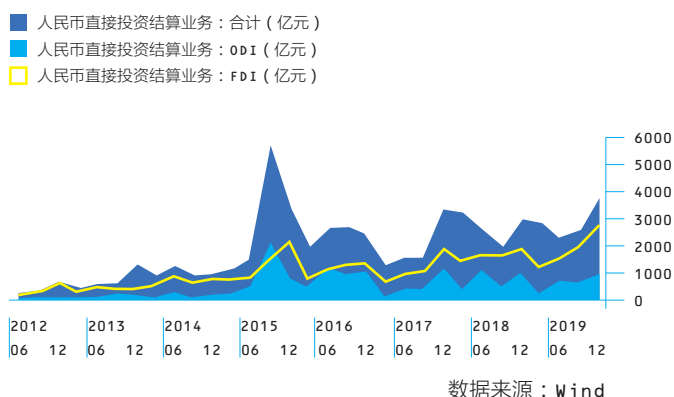


图 9：人民币直接投资结算业务情况



数据来源：Wind

中国银行调研显示¹³，近五成境内受访企业的境外交易对手方愿意接受以人民币计

价结算的交易合约。

图 10：境外对手方对人民币计价合约接受情况

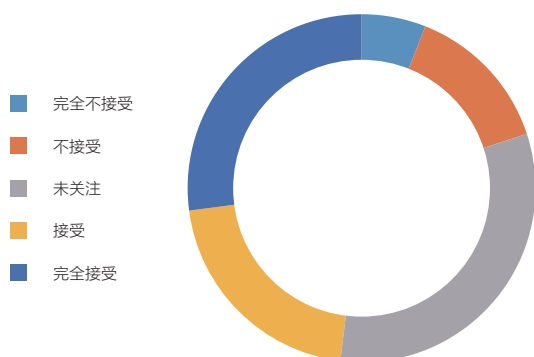
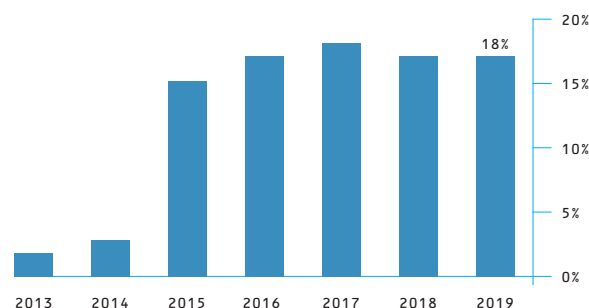


图 11：汇率波动情况下境外投资者接受人民币计价占比



数据来源：中国银行

2016 年人民币被正式纳入 IMF 特别提款权（SDR）货币篮子反映了其在国际交易中地位的提升。据人民银行统计，截至 2019 年底，人民币已被 70 多个境外央行或货币当局纳入外汇储备，并与 39 个国家签署货币互换协议，互换资金规模达 3.7 万亿元。¹⁴此外，

境外机构持有人民币金融资产的意愿持续增强。截至 2019 年末，境外机构持有股票、债券、贷款、存款等人民币金融资产的规模由 2013 年的 2.88 万亿元迅速增长至 6.41 万亿元，其中人民币债券资产占比由 13.85% 增长至 35.29%¹⁵。

图 12：人民币货币互换资金规模

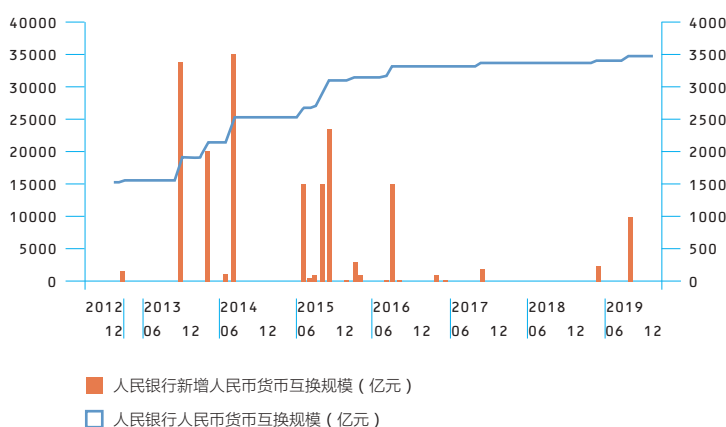
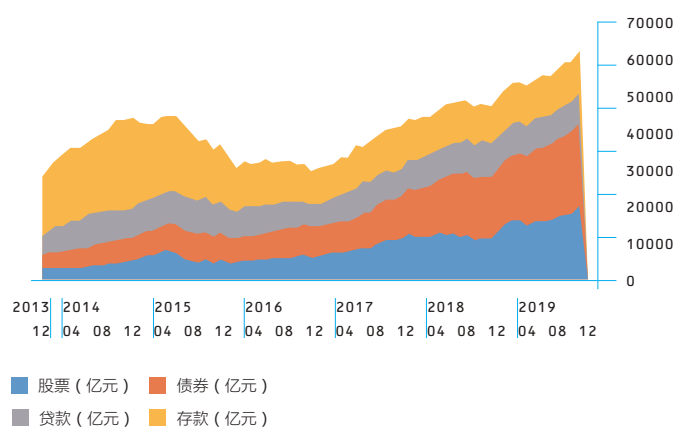


图 13：境外机构和个人持有人民币金融资产情况



数据来源：中国银行

13 中国银行：《2019 年度人民币国际化白皮书》

14 数据来源：中国人民银行《2020 年人民币国际化报告》

15 数据来源：中国人民银行网站

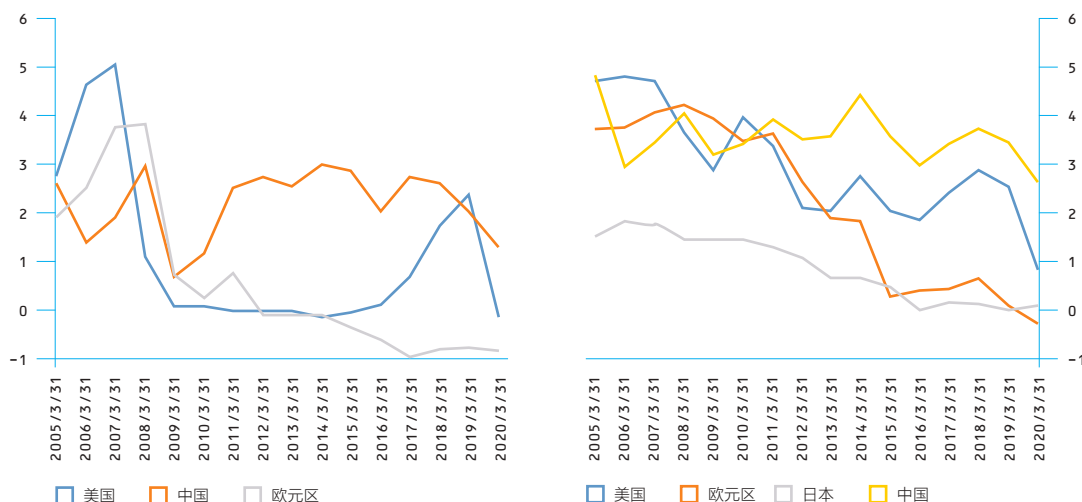
(三) 中国债券市场

截至 2019 年末，中国债券市场规模约 14.7 万亿美元，同比增长 14.09%¹⁶。2019 年全年共发行各类债券 27.04 万亿元，同比增长 19.65%；二级市场交易持续活跃，2018 年以来，10 年、7 年期国债及国开债等关键期限活跃券种的换手率提高至 30%；日内双边报价价差平均在 2bp 以内，流动性最好时价差在 0.05bp 以内。

随着中国资本市场的开放，2019 年 4 月 1 日起人民币计价中国国债和政策性银行债券

纳入彭博巴克莱全球综合指数 (Bloomberg Barclays Global Aggregate Index) 并最终占比达 6%，2020 年 2 月 28 日起以人民币计价的高流动性中国国债被纳入摩根大通全球新兴市场政府债券指数系列 (JPMorgan Government Bond Index- Emerging Markets (GBI-EM))。随着人民币债券纳入国际主流债券指数，更多的境外投资者进入中国债券市场。

图 14：中国与部分国家主权债收益率曲线（3 个月 & 10 年；单位：%）



数据来源：Wind

专栏 1：境外投资者对在岸人民币债券接受度的意向调查

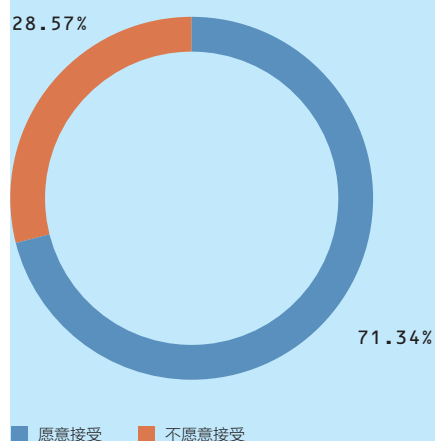
2018 年 8 月，中央结算公司针对境外投资者参与中国债券市场的意向情况开展问卷调查，共收集到来自全球 86 家金融机构的反馈意见，主要包括大型托管银行（28%）、私有银行（14%）、央行主权类机构（13%）、资产管理人（3%）等。

调查问卷结果显示，有 71.43% 的受访机构表示愿意在交易中接受在岸人民币债券作为合格担保品；另外，有 68.75% 的受访机构也表示有使用境外债券参与中国境内业务的需求。在具体交易品种上，可以接受在岸人民币债券作为回购、证券借贷、衍生品交易担保品的受访机构数量占比分别为 66.67%、41.67% 和 29.17%。

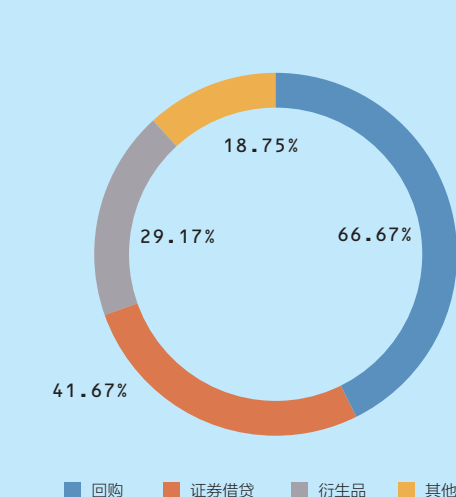
¹⁶ 数据来源：BIS 网站，<https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>

是否愿意接受在岸人民币债券作为合格担保品

覆盖境内外交易敞口调查结果

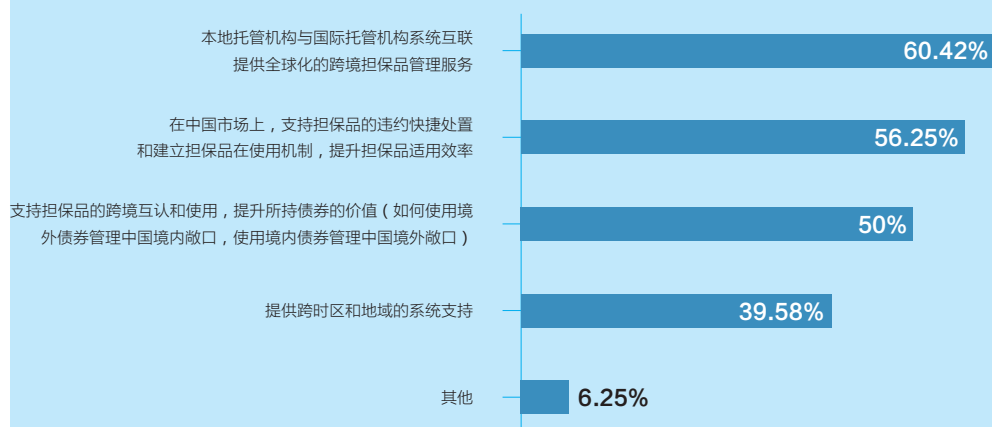


接受在岸人民币债券作为担保品的业务调查结果



从跨境担保品领域发展方向来看，“本地托管机构与国际托管机构系统互联，提供全球化的跨境担保品管理服务”是受访机构关注度最高的领域（60.42%）。此外，“支持担保品的跨境互认和使用，提升所持债券的价值（如使用境外债券管理中国境内敞口，使用境内债券管理中国境外敞口）”（56.25%）、“在中国市场上，支持担保品的违约快速处置和建立担保品再使用机制，提升担保品使用效率”（50%）也是受访机构重点关注的方面。

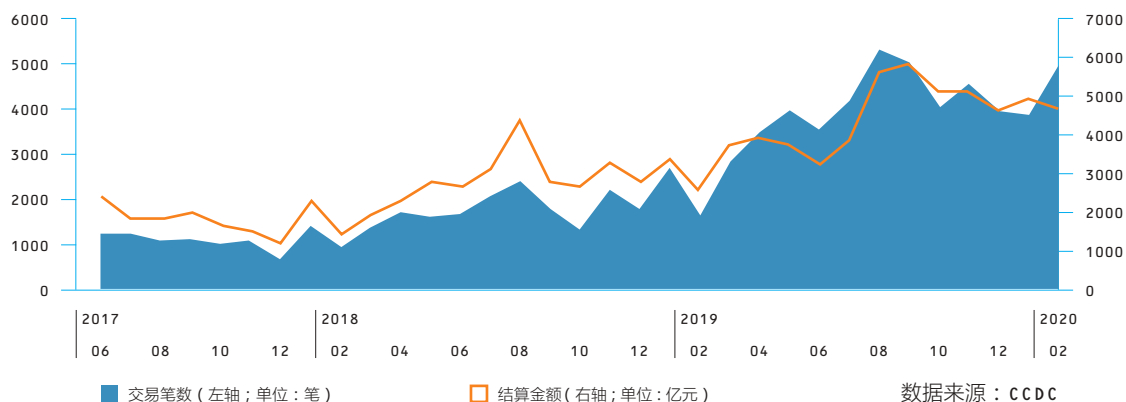
在跨境担保品领域最为期待的发展方向



同时，监管者采取了一系列措施旨在拓宽国外机构投资中国债券市场的渠道。从准入政策来看，近年来中国监管当局持续简化境外投资者入市流程的申请审批手续，对投资额度和资金用途进一步放开，降低准入成本。从交易结算来看，中国债券交易平台已经实现与

Bloomberg、TradeWeb 等国际主流交易平台的连接，结算周期更加灵活，进一步降低了参与人民币债券的交易成本。从投资品种来看，境外投资者可参与的投资品种涵盖现券、回购、场外的利率及汇率等衍生品交易，以及场内金融期货和商品期货交易，交易类型趋于多元化。

图 15：境外投资者参与中国债市交易情况



近年来，进入中国银行间债券市场的境外机构数量及持债规模均持续增加：截至2019年末，通过中央结算公司参与银行间市场的境外机构已超过1600户，境外投资者持有人民币债券规模达到2.2万亿

元，同比增长26.46%；其中，托管于中央结算公司的债券数量为1.87万亿元，占比超过85%。境外投资者的交易活动也持续活跃，2019年境外投资者月均债券交易量超过4100亿元，月度交易量最高达到5941亿元。

图 16：境外投资者债券持有人民币债券情况

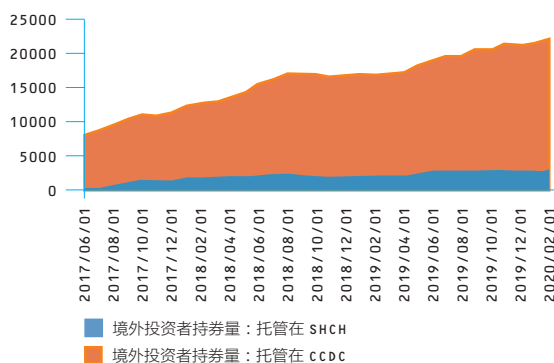
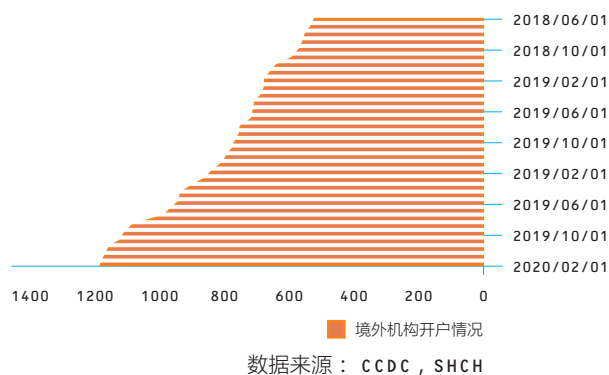


图 17：境外机构开户情况



除了中国资本市场深化开放的举措外，最近在债券发行、交易结算、投资者权益保护等各方面也进行了改革。从风险管理机制来看，2019年6月，银行间债券市场正式建立担保品违约处置机制，规范了担保品违约处置流程；2019年12月，人民

银行发布公告，明确到期违约债券处置有关规定，中国债券市场信用风险出清的路径更加清晰，处置更加规范。从配套机制来看，税收政策确定性进一步增强，明确境外投资者债券利息收入暂免征收企业所得税和增值税。

专栏 2：中国债券市场担保品违约处置机制建设

违约处置是担保品管理不可缺失的一个环节。2019 年 6 月，人民银行出台债券回购违约处置有关通知，中央结算公司、上海清算所和中国外汇交易中心分别出台配套细则和指引，明确回购质押债券快速处置具体实现路径，标志着中国债券市场违约处置机制迈入新阶段。

比如，中央结算公司在此基础上进一步延展了违约处置服务半径，将债券借贷、双边押品和跨境担保品等场景涵盖在内，通过前置授权的方式极大拓展了规则的适用范围，这种类似于欧美国家常见的自立救济的方式使得担保品违约处置机制与国际接轨程度进一步提高。

中央结算公司发布的《担保品违约处置业务指引》支持拍卖、变卖及协议折价全部三种处置方式，以满足市场投资者的多种处置需求。截至 2019 年末，中央结算公司已经组织多支债券担保品的拍卖及变卖，操作细节和实践不断完善；同时，通过前置授权程序在业务协议中约定违约处置机制的担保品业务范围持续扩充，为人民币债券成为合格担保品奠定基础。

（四）金融基础设施建设

根据支付与市场基础设施委员会（CPMI）与国际证监会组织（IOSCO）于 2019 年 1 月发布的成员国对 PFMI 原则实施情况的评估报告¹⁷，中国基本能够达到规定的 24 项建设要求，并履行 5 项监管责任。

以债券充抵保证金的一个先决条件是具备对其进行高效管理的硬件设施，以确保保证金满足盯市、追加等风控需求。虽然中国债券担保品管理起步晚，但是近年随着新制度的引入已逐渐形成多功能的体系。

早在 1994 年，中国开始在交易所市场的回购业务中引入债券担保品。此后，随着中国债券市场的发展，债券担保品也开始逐步渗透到国内宏观政策调控和金融交易中。2011 年，中央结算公司向市场推出中债担保

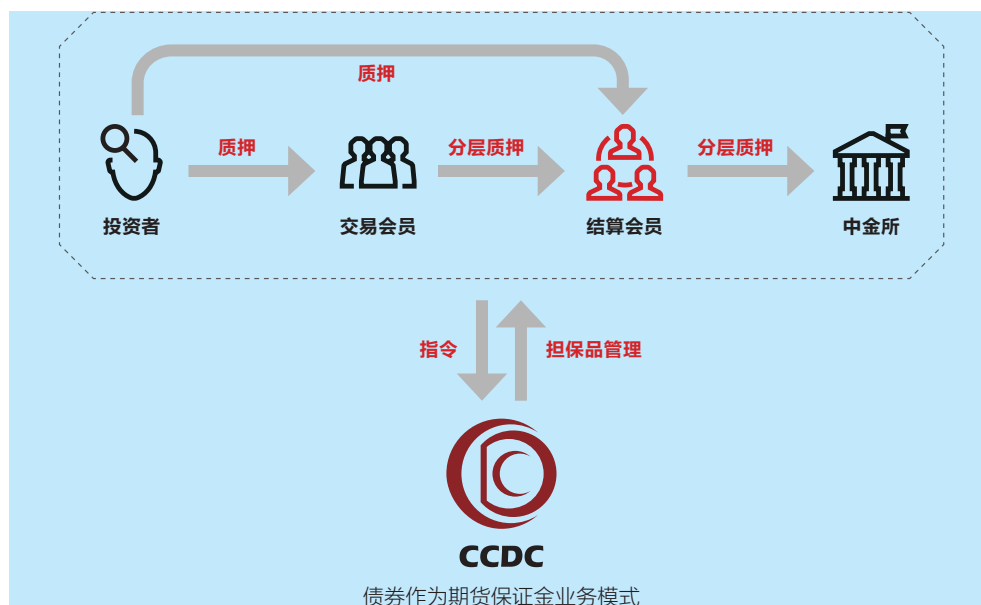
品管理服务。十多年来，中债担保品管理不仅为货币政策、财政政策、外汇管理、支付体系及社保体系等提供服务与支持，还服务于现货市场的各类回购、借贷、远期等双边交易。

2015 年，经证监会、财政部及人民银行批准，债券充抵期货保证金制度由中央结算公司与中国金融期货交易所正式引入中国衍生品市场，运行至今，已经从单一国债期货拓展至其他金融期货，并计划进一步拓展到商品期货。另一个核心制度基础则是高效的担保品处置机制，现阶段，在监管部门及金融基础设施的努力下，债券作为交易保证金的违约处置机制也已基本成型。

专栏 3：中国金融市场债券充抵期货交易保证金制度演变

2015 年，中国金融期货交易所（以下简称“中金所”）与中央结算公司合作，启动债券充抵国债期货保证金业务试点，以提升国债期货市场效率，促进国债期货市场稳步发展。债券充抵期货保证金的业务办理模式已升级为全流程电子化操作，办理效率显著提高。2019 年以来，以人民币债券充抵期货交易保证金的规模已超过 100 亿元，同比增幅逾 40 倍。

¹⁷ https://www.bis.org/cpmi/level1_status_report.htm



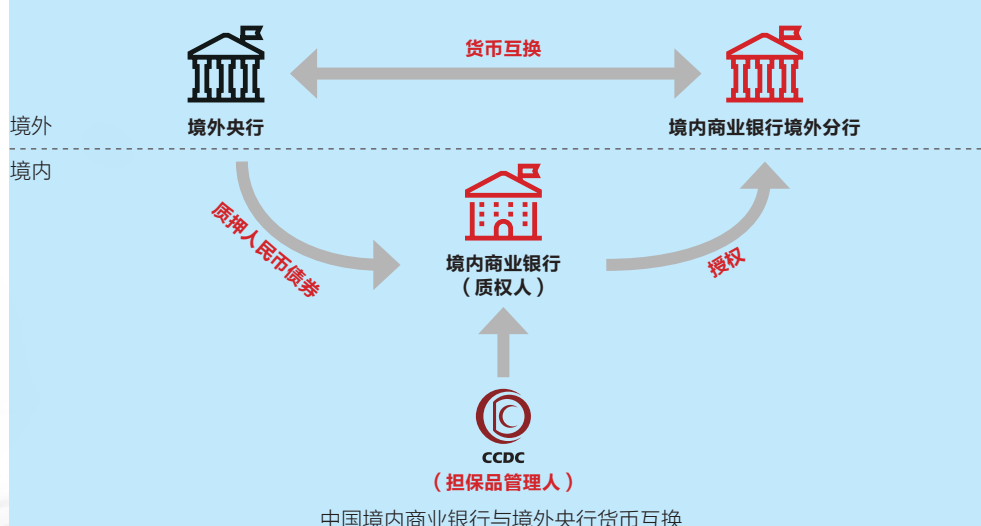
目前，债券充抵期货保证金业务范围已经涵盖全部金融期货品种，投资者范围也已扩大至符合条件的境外机构投资者。2019 年 4 月，首单境外投资者（QFII）首次通过使用托管于中央结算公司的人民币债券作为股指期货保证金，以满足其资产配置和风险管理需求。

2019 年 11 月，中央结算公司已同中国金融期货交易所、上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所等期货交易所签署备忘录，计划在期货市场全面引入债券充抵期货保证金制度。

未来，随着债券作为期货保证金业务模式在国内期货市场的拓展，参与上期所原油期货及 20 号胶期货、大商所铁矿石期货、郑商所 PTA 期货等交易的国际投资者原则上都可以使用其持有的人民币债券充抵期货保证金。伴随着债券市场、期货市场双重开放效应的叠加，人民币债券充抵国际衍生品交易保证金的实践经验还将进一步丰富。

案例：交叉货币互换

2016 年 10 月，中国境内商业银行与境外央行进行货币互换，首期互换目标货币和本地货币，到期换回本金，并在交易中定期支付利息。在互换交易中，境外央行使用托管在中央结算公司的债券进行履约担保。



An aerial photograph showing a dark asphalt road that winds through a thick, vibrant green forest. The road has yellow dashed lines and curves in a series of S-shapes. A small white car is visible on one of the curves. The forest is dense with various shades of green, suggesting a healthy, mature woodland.

3

在国际场外衍生品市场使用人民币债券担保品的挑战

中国在推动政策环境、宏观经济、技术准备等方面的发展以支持中国金融市场的对内及对外开放。但同时也应看到，人

民币债券担保品的国际化进程中机遇与挑战并存，推动中国债券市场与国际接轨依然任重道远。

（一）终止净额结算法律效力需进一步确认

“终止净额结算”使合约双方可以在特定情形下提前终止合约并对其进行最终结算，是担保品缓释风险及降低资本的法律基石。目前，国际主要市场均已建立了保障净额结算制度有效性的专门立法¹⁸，明确规定了终止净额结算的可执行性。

近年来，尽管中国司法机关和监管机构在多场合表示对终止净额结算条款的效力持积极态度，但因相关制度缺位，国际市场仍认为中国是不支持终止净额结算的司法管辖区：一是因为中国法未明确认可“单一协议”概念，亦未对破产情况下的终止净额结算规则予以特别保护，提前终止权可能无法对抗破产管理人的挑拣履行权。二是中资金融机

构破产流程有待进一步完善，暂未充分考虑在实际风险处置中，如何能够有效实现终止净额结算权利，给快速、有序处置危机银行提供充分保障。三是与净额结算安排相关的机制建设，如配套的资本缓释计量管理办法等有待明确。

这直接导致部分境外投资者不认可中资金融机构参与境外 CCP 清算，不接受与中资金融机构互付强制保证金；或即便签订强制保证金协议，也按全额风险（而非净额风险）支付保证金等方式来要求中资金融机构。这不仅极大增加交易成本，也从一定程度上制约了境内人民币债券作为初始保证金的推进步伐。

专栏 4：司法机关、监管机构对终止净额结算的态度梳理

1、最高人民法院：

① 2013 年最高法院在《破产法司法解释（二）》中明确破产抵销自管理人收到债权人提出的主张债务抵销的通知时生效，无需管理人同意。

② 2016 年最高法院在《破产案件立案受理有关问题的通知》中明确了破产立案、受理的流程。

2、银保监会：

① 2017 年 5 月 11 日，银监会在回复‘关于立法确认终止净额结算的建议’时表示：首先，中国的破产法原则上和终止净额结算不冲突，司法审查权只是为了防范恶意的终止净额结算，并不必然导致终止净额结算约定无效。其次，正在起草《商业银行破产风险处置条例》将充分考虑风险处置中与 ISDA 协议相关的暂缓金融衍生品合同的终止净额结算权力。再次，认可净额结算在资本计量等领域的作用。2013 年《商业银行资本管理办法（试行）》附件 6 规定，净额结算可以用于内部评级法的资本缓释。

② 2018 年 1 月 16 日，《衍生工具交易对手违约风险资产计量规则》考虑了净额结算与保证金协议的作用，并分别规定了重置成本与潜在风险暴露的计算步骤和公式。

¹⁸ 于已制定净额计算立法的司法管辖区一览表，请见 <https://www.isda.org/2020/07/03/status-of-netting-legislation/>

③按照第九次中英财经对话的成果，银保监会于 2018 年初牵头成立了中英净额结算工作组¹⁹，研究如何明确终止净额结算的有效性。

3、证监会：

2019 年 11 月在拟修订的《期货交易所管理办法（征求意见稿）》中增加了净额结算以及结算最终性的规定，（a）对日内交易净额结算；（b）在会员 / 客户破产时，其保证金等结算财产应当优先用于结算和交割。

（二）违约快速处置机制尚待进一步完善

在违约的情况下，是否能够实现人民币债券的快速有效处置、保证守约方初始保证金的优先受偿权，是国际市场考虑使用人民币债券作为合格担保品的必要条件与基础。

从法律适用性方面看，在涉及跨境衍生品交易的情况下（以下简称“涉外情形”），我国境内的《合同法》、《涉外关系法律适用法》相关条款规定，除特定情况外²⁰，具有“涉外情形”的合同双方可以约定选择外国法律作为合同的适用法律。跨境衍生品交易的双方根据 ISDA 主协议协商订立的衍生品交易合约以及达成的初始保证金安排均不属于上述特定情形，因此，交易双方选择《英国法 IM CSD》或《纽约法 IM CSA》等外国法下的场外衍生品交易履约保障文件在中国法律下是有效的。

但是在中国法原理中，合约性规定所适

用的准据法不一定完全等同于物权设立所适用的准据法，即初始保证金文件（如《纽约法 IM CSA》或《英国法 IM CSD》）中交易双方关于外国法的约定与以人民币债券作为初始保证金的质押安排所适用的法律存在不一致的可能，这也是决定中国法下现行的违约处置规则能否直接适用于衍生品交易涉外情形的关键所在。

此外，根据中国《破产法》第七十五条规定，如法院裁定债务人破产重整，“在重整期间，对债务人的特定财产享有的担保权暂停行使”。这就使得质权人通过前置授权向第三方担保品管理机构申请开展担保品的快速处置安排存在一定不确定性，从而影响质权人在出质人破产重整时对其担保资产优先受偿权的行使与实现。

专栏 5：关于违约处置机制在破产情形下的讨论

《物权法》第 219 条规定：“债务人不履行到期债务或者发生当事人约定的实现质权的情形，质权人可以与出质人协议以质押财产折价，也可以就拍卖、变卖质押财产所得的价款优先受偿。”

尽管如此，由于通过银行间债券市场交易的债券均需托管在登记结算机构（中央结算公司或上海清算所），因此，如果需要通过自力救济的折价、拍卖或者变卖，其中最为重要的环节是需要能够实现质押债券权属的登记过户，否则就无法完成质押债券的处置，而该等登记过户手续又需要相应的债券登记结算机构的配合。

¹⁹ 工作组成员包括英国贸易部代表，大型中资、英资银行，中国银行业协会，ISDA 及 ASIFMA

²⁰ 特殊情形包括：中国法律明确禁止选择外国法律；中国法律对于某一涉外民事关系存在“强制性规定”，在此情况下应直接适用该中国法律的强制性规定，而不论合同双方是否已选择了合同适用的法律。

2019年6月银行间债券市场推出的违约处置新规²¹主要目的在于解决出质方出现违约情形时质权方无法快速实现其质权的问题，提升实现质权的效率以尽快化解已经出现的违约风险，从而保护质权方合法权益。故目前违约处置新规项下的机制仅适用于出质方出现违约事件的情形。同时，考虑到银行间市场参与者均为具有丰富经验的金融机构，基于市场效率优先，除协议折价之外，处置机构将有权按照质权方的单方申请，在进行形式审查后即可发起标的债券的违约处置。

讨论1：境外投资者是否可以参与担保品违约处置？

作为竞拍人参与拍卖或买受人参与变卖：目前违约处置新规并未限制境外投资者参与违约处置项下担保品的拍卖或变卖。但是，考虑到债券通必须通过第三方平台（如Tradeweb或Bloomberg）进行交易的客观限制，对于新推出的违约处置项下的相关债券的买卖，在完成相关系统对接前，仅（R）QFII或结算代理模式（CIBM Direct）准入模式下的境外投资者可以在违约处置项下参与购买或竞买。

作为出质方或质权方：对于CIBM Direct项下可以参与回购交易的境外投资者（如境外央行类机构、境外人民币业务清算行和参加行），目前违约处置新规也并未对其设置特殊的准入管理，我们理解原则上其均可作为出质方与质权方参与违约处置；而对于其他业务项下针对质押债券适用担保品管理及违约处置安排，根据目前市场操作，需要受限于境外投资者及相关对手方与相关债券登记托管结算机构的具体协议约定，以及相关债券登记托管结算机构的具体规则适用范围。

讨论2：违约处置过程中，出质方进入破产程序的情况对于违约处置是否有影响？

根据目前违约处置新规的规定，在违约处置程序进行的过程中如出质方进入破产程序，则可能构成进行违约处置程序的中止情形。根据中国《破产法》，只有在第七十五条项下明确规定了在重整期间暂停行使担保权，但单就法院受理破产申请这一情形，在法律的层面也并非完全清晰，从实务角度一般倾向于认为破产财产的执行程序在破产受理后即需要暂停。但是实践中，如果《破产法》没有明确要求暂停行使担保权，也没有给破产主体或其他债权人造成损失，则被管理人挑战的可能性也相对较低。目前，各违约处置新规并未对出质方进入破产这一问题进行详细论述，由此可见，目前的操作仍可能是需要具体情况具体分析，除法律明确规定暂停行使担保物权的情形之外（如出现该情况则落入“中止”条款），处置机构可能根据届时的情形以及违约处置的实际开展程度作出决定。

（三）人民币债券处置后资金出境政策有待明确

根据中国目前的银行账户体系和外汇管理制度，境内债券投资的违约处置款项属于资本项目，不同模式下对跨境资金流动及汇划的安排有所不同²²。从具体法律层面看，目前暂

无专门的相关法律、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。

以“全球通”入市模式²³为例，直接进

21 中央结算公司发布《中央结算公司担保品违约处置业务指引（试行）》，银行间市场清算所股份有限公司（以下简称“上海清算所”）发布《银行间市场清算所股份有限公司债券回购违约处置业务实施细则（试行）》和《银行间市场清算所股份有限公司回购债券拍卖处置业务实施细则（试行）》，以及全国银行间同业拆借中心（以下简称“同业拆借中心”）发布《全国银行间同业拆借中心回购违约处置实施细则（试行）》。

22 如，在“全球通”模式下，就对出入境的离岸/在岸人民币比例及波动幅度有明确要求；“债券通”相关政策规定，投资完成后相近比率的在岸人民币若不用于再次投资，则必须兑换为外币等。

23 “全球通”入市模式即直接入市模式，由境外投资者选择结算代理行直接进入中国银行间债券市场（CIBM），所以也称结算代理模式（CIBM Direct）。

入中国市场的境外投资者基本会在境内托管行或结算代理行开立非居民账户（NRA），该账户体系具有对外支出功能（汇出本金及投资收益），并已得到外管局的明确认可。但若具体到参与投资银行间债券市场，相关外汇政策、制度²⁴并未明确将人民币债券担保品违约处置所得款纳入境外机构的人民币

结算账户收入、支出范围中。因此，尽管境外质权人通过担保品违约处置实现质权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受偿，很大程度上取决于外汇路径是否通畅，仍需要相关律法、规则对其做明确规范。

专栏 6：相关政策梳理：

涉及对外担保的相关外汇管理规定，层级主要包括《外汇管理条例》（国务院令第 532 号）、外管局《跨境担保外汇管理规定》及《跨境担保外汇管理操作指引》（汇发〔2014〕29 号）、外管局《外债登记管理办法》（汇发〔2013〕19 号）。

1、《外汇管理条例》（国务院令第 532 号）

对于对外担保，其规定“签订对外担保合同后，应当到外汇管理机关办理对外担保登记”。

2、《跨境担保外汇管理规定》及《跨境担保外汇管理操作指引》

（1）对物权担保产生的跨境收支和交易事项的限制性规定

物权担保产生的跨境收支和交易事项，已存在限制或程序性外汇管理规定的，应当符合规定。

（2）担保财产处置收益跨境收支的审核要求

除另有明确规定外，汇出或收取担保财产处置收益时，可直接向境内银行提出申请；银行在审核担保履约真实性、合规性并留存必要材料后，担保人或债权人可以办理相关购汇、结汇和跨境收支。

（3）担保财产所有权转移所需登记手续

相关担保财产所有权在担保人、债权人之间发生转让，按规定需要办理跨境投资外汇登记的，当事人应办理相关登记或变更手续。

（4）境内机构为自身债务提供跨境物权担保相关规定

境内机构为自身债务提供跨境物权担保的，不需要办理担保登记。担保人以法规允许的方式用抵押物折价清偿债务，或抵押权人变卖抵押物后申请办理对外汇款时，担保人参照一般外债的还本付息办理相关付款手续。

²⁴ 如《境外机构投资者境内证券投资资金管理规定》、《国家外汇管理局关于完善银行间债券市场境外机构投资者外汇风险管理有关问题的通知》等。

（四）跨境托管体系及其相关技术问题

合规评估是先决条件，另一方面，技术上可以便捷地支撑人民币债券作为担保品“走出去”也是国际市场接受人民币债券的必备要素。因此，在过去几年，全球主要金融基础设施纷纷展开跨境合作，促进、协调不同地区担保品的跨境流动，帮助机构在新的市场环境中有效运作。当前国际主流债券担保品大都集中登记、托管在少数几个国际大型 ICSD 和托管行之间，投资者可以通过托管机构或代理机构接入全球市场，进而在全球范围内实现担保品资产的调拨和应用。

一般而言，在中国境内托管机构开立人民币债券账户的投资者可以直接办理人民币债券的质押或受押，而对于未在境内托管机构开立账户的境外投资者，现有托管体系还不能满足其接受境内人民币债券作为押品的业务需求，直接影响人民币债券作为合格担保品的投资者范围。此外，中资银行同国际同业相比，也亟需加快培育其托管服务能力和国际客群。

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。目前来看，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。

目前，中央结算公司已经与欧清、明讯等 ICSD 签署合作备忘录，也与中国银行、工商银行等托管行持续深化跨境合作，疏通联接中国和境外市场的跨境担保品互认渠道。通过金融基础设施间的铺路搭桥，可以降低跨境交易壁垒，突破传统市场边界的束缚，促进更高层次的市场一体化。

本文附录一详细分析探讨了在非集中清算保证金框架下，市场参与者在人民币国债作为初始保证金时所面临的运营、托管及市场要素等方面的核心合规问题。

（五）中国债券市场有待进一步开放和完善

人民币债券作为合格担保品的使用从根本上依托于中国人民币债券市场的发展。数据显示，2018 年中国国际收支资本与金融账户顺差近五年来首次超过经常账户，且债券投资净流入高于股权投资；2019 年债券投资继续保持净流入态势，全年净流入 424 亿美元；过去 3 年内，境外机构已购入超过 23% 的新增国债发行量，超过了大型银行²⁵。

但是从存量数据看，境外投资者人民币债券持有量占比约 3%，仍低于境外投资者持有马来西亚、韩国、泰国等新兴市场债券的比例（10%-30%），不利于提升市场活跃度，债券市场仍有待进一步开放和完善。

一是可投资 / 对冲产品范围有限。目前债券相关的外汇保值主要为外汇远期、掉期等

基础产品；2020 年 4 月，商业银行参与国债期货业务正式启动，但首批仅限于 5 家国有大行；境外普遍使用的利率期权等长期限利率风险对冲工具，CDS 等信用风险对冲工具及三方回购融资工具等并未全面放开，只对部分机构开放。

二是交易场所不够丰富。境外投资者投资中国境内人民币债券及配套产品场所仍受限制，目前主要集中在银行间市场。期货交易所和非集中清算 OTC 场外市场未完全开放。

三是政策统筹与预期有待明确。目前，“全球通”与“债券通”相关渠道政策与规则仍不统一，境内外协议文本、监管框架规则与交易习惯存在很大差异，直接影响境外投资者参与市场的效率。

²⁵ 数据来源：中国银行



4 展望 与建议

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

推动人民币债券在国际场外衍生品市场的应用是一个长期过程，不可一蹴而就。如果将此作为中国债券市场一个系统性工程来考虑，需从监管层面、法律层面、市场层面、机

构合作层面等全方位推进，从机制体系建设和业务实践两个维度双管齐下；从阶段上看，可分为短期与中长期举措，以业务场景为起点，由点及面，建立人民币债券应用的有效路径。

（一）短期内的准备及安排

1. 监管层面：进一步健全担保品违约快速处置机制

完善的风险防控机制是开展衍生品交易最重要的基础，因此违约快速处置机制是人民币债券担保品取得国际衍生品投资者认可的先决条件。目前，人民币债券担保品违约处置机制建设已取得实质性进展，债券担保品在违约情形下的处置确定性不断增强，适用场景已经完全涵盖回购、借贷等双边交易。在此基础上，我们有以下两方面的建议：

一方面，建议相关监管部门及司法机关进一步完善不同适用场景下快速处置机制，**横向提高当前违约快速处置在跨境交易项下的适用性和实操性。**

另一方面，建议外汇管理部门加强与金融基础设施的协调监管，**并尽快针对债券等**

金融担保品履约执行时的资金划拨明确有关政策及操作。违约情形下的快速行权安排与处置资金的汇出路径是健全违约处置机制的一体两面，境外质权人通过担保品违约处置快速实现担保物权的关键就在于能否优先获偿所得款项，这也是完善违约处置机制的最后一个环节。建议外汇管理部门通过对人民币债券担保违约处置后涉及资金汇出的情况进行明确规定，出台详细的操作规则和处理流程，并在风险可控的前提下，通过金融基础设施对违约处置外汇资金加强审慎监管，消除境外机构在使用人民币债券作为担保品时的顾虑。

2. 基础设施层面：充分发挥金融基础设施的先导作用

对多元化安全资产的普遍需求成为金融担保品全球流通的驱动力之一，而金融基础设施则在促进、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，并因此而进一步缓解全球流动性紧张。对于处于国际化关键进程中的人民币债券资产更是如此：只有当境内外主体所持有的人民币债券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。在此之前，建议金融基础设施从多个方面着手，解决技术操作、市场调研和协调监管等方面的问题。

一是通过构建安全高效的跨境互联体

系，解决资产跨境流动的技术操作问题。目前，中央结算公司已经启动与境外金融基础设施的跨境互联合作，进一步发展人民币债券托管体系，逐步探索适用于中国市场的“中债方案”，并在监管层面推动在岸人民币纳入国际合格担保品池。下一步，建议从实际的业务场景出发，特别是考虑以人民币债券充抵国际衍生品交易保证金的技术可行性，利用中资银行参与国际市场深度不断提升的契机，搭建在全球范围内驱动担保品有效使用的基础设施，并提供具体操作指南，便利境内外投资者对于跨境资产的使用及违约情形下的高效处置。例如，通过与位于欧盟的

CSD 之间的跨境互联安排，支持人民币债券的跨境托管协作和调拨。尽管与中国市场的互联方式可能不同，但金融基础设施互联互通的最终目的是一致的，即助力全球担保品市场在技术层面克服担保品流通、运作等环节的主要障碍。

二是开展市场培育，调研并引导市场客观需求。根据 BCBS-IO스코 指引要求，随着参与国际衍生品业务的境内银行在第五阶段加入合规进程，对于跨境资产使用的潜在需

求预计将会持续上升，建议金融基础设施做好市场跟踪与机构调研，掌握市场趋势及最新需求，积累并充分借鉴人民币债券跨境使用的实践经验，为后续工作的深入开展及调整提供依据。美债、日本政府主权债券、欧盟区主权债券等高信用等级债券皆在充抵国际衍生品交易保证金方面发挥举足轻重的作用，研究并探索这几类债券进入国际合格押品池的成功经验与路径，可为境内人民币债券的跨境使用提供路径参考。

（二）中长期的规划及建议

1. 法律层面：明确终止净额结算法律效力

目前由全国人大法工委、最高法院、银保监会、证监会、上清所、市场机构、英国国际贸易部等相关各方组成的中英净额结算工作小组在积极推动确认针对国内商业银行的终止净额结算法律效力和可执行性。虽然司法机关、监管机构已在多个场合中表示对

终止净额结算条款的效力持积极态度，但是业界的共识是：要涵盖国内所有类别交易主体，并彻底解决破产程序开始后衍生交易的担保品快速执行这一问题，需要引入保护净额计算的立法²⁶。

专栏 7：相关制度及协议关注点

针对相关关键制度安排可做如下准备：

一方面，在考虑担保品管理制度方面，需要研究出质人违约或发生其他约定的情形时，担保品处置的可执行性以及执行效率；质权人发生特定违约事件时，出质人是否能够 / 如何取回担保品；出质期间的担保品利息和收益的分配；担保品自动置换的逻辑问题；根据交易敞口变化计算应付的担保品金额以及担保品多退少补的逻辑及操作问题；担保品估值的基准及市场价值的定义，交易双方对于估值的争议解决途径；用户注销账户或 CSD 关闭账户时，如何处置账户中的担保品等。

另一方面，在 CSD 设计初始保证金协议时，需要统筹考量的问题包括 CSD 是否拥有现金保证金管理资质，以及现金保证金与证券的转换与计算等问题；担保品账户的开设及如何满足破产隔离的要求；担保品转移的界定及范围；担保品管理涉及到的各方权利、义务以及业务逻辑等。

26 在此需要指出的是净额计算立法不仅保护特定金融交易提前终止时的净额计算，而且保护与此相关的担保协议的快速、有效的执行。比如在很多国家的净额计算立法下都规定：与合格金融交易相关的担保品安排不受破产法中暂时中止或限制担保品执行的规定，以及管理人就破产前特定时间内的支付或资产转让申请撤销合约的权利（除非管理人能证明交易属欺诈或恶意损害其他债权人的利益）。就净额计算立法如何保护金融担保品安排，参见 ISDA 于 2018 出版的《净额计算模范立法》。

https://www.isda.org/a/X2dEE/FINAL_2018-ISDA-Model-Netting-Act-and-Guide_Oct15.pdf

2. 市场建设层面：持续完善中国债券市场开放建设

中国债券市场的开放发展是人民币债券能够成为合格担保品的根本因素。因此，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，是市场参与者需要共同努力的方向。

一是提高境外投资者入市便利。包括：统筹入市渠道管理，明确“全球通”直接入市的主渠道地位，引导境内外各类参与者形成准确、稳定的政策预期；进一步简化入市流程，在备案制基础上逐步引入注册制，简化境外机构投资境内人民币债券配套衍生交易背景审查要求，提高投资中国债券市场的便利度²⁷。

二是完善境外投资者入市后服务。进一步创新服务模式，全面提升国际化服务水平，如延伸跨境担保品、跨境发行、跨境结算、信息产品等服务。同时在风险可控的前提下，逐步放开境外机构参与深度，包括：交易产品上丰富利率期权、国债期货和标准债券远期等长期利率风险对冲工具，CDS等信用

风险对冲工具，以及更符合国际惯例的三方回购等品种；交易场所上可允许进入期货交易所等在内的各类场内交易场所，以及境内银行间市场、OTC场外衍生品市场；交易目的上对可开展非全额套保的指数对冲，以及开展投资组合管理和价格优化等目的下的衍生交易。

三是加快完善中国债券市场建设。借鉴欧美国家经验，建立多层次的债券市场，加强做市商、交易商和一般投资者的分层建设，实现市场分层、价格分层、差异化考核，满足不同类别投资者需求，提升市场活跃度；优化做市商制度，扩大市场容量、丰富机构类型，引入多元化的交易模式，持续改善市场流动性，适应中国债券市场对外开放中多元化投资者的不同需求；加强对交易行为监管，参考《中国外汇市场准则》在利率市场同步推进和细化交易行为规范，建立公平透明诚信的交易环境。

²⁷ 目前外汇衍生品对冲背景审查已经简化为事后监督，且可进行合理比例的对冲。

附录1

人民币债券作为初始保证金的相关运营和托管问题

1. 引言

尽管前文已经详述非集中清算保证金规则（以下简称“UMR”）的基本监管要求，但市场参与者需要执行这些规则，以满足甚至超越当前最佳实践的方式满足这些要求。本文将聚焦使用中国政府债券作为跨境场外衍生品交易的担保品，着重关注在 UMR 框架下，市场参与者所面临的运营、托管及市场要素等方面的核心合规问题。

1.1 背景

UMR 在各个监管辖区的具体规定有所不同。2016 年，来自美国、加拿大、日本、欧盟和瑞士等地的 20 家交易商进入合规第一阶段；而在合规过程的各节点，托管机构、担保品管理机构、咨询公司和律所也涉足其中。

就 2022 年为止的剩余 IM 执行阶段而言，平均名义总金额（AANA）阈值已经或将逐渐减少；而在随后到来的合规期中，平均名义总金额（AANA）阈值将保持不变，并会有更多的机构（包括买方金融机构）被纳入监管范畴。此外，在未来的初始保证金格局中，第三方服务提供商也将不断增多，专为市场提供诸如技术和基础设施解决方案等方面的服务。

众所周知，ISDA 通过新规实施工作组项目（ISDA WGMR Implementation Program）下设的多个工作组（以下简称“ISDA 工作组”）引领行业应对变化。

早在 2016 年之前，ISDA 工作组便致力于推动行业各层面实施保证金新规，涉及内容涵盖法律文本、保证金计算、担保品缴纳和结算、信息交互以及争议解决等；同时还鼓励行业采用建议的操作办法，并保持监管连续性。其中需解决的部分问题包括：

- 新的行业标准法律文件。有关更多详细信息，请参阅 ISDA IM 文本摘要（可在 ISDA 的网站上获取）²⁸。

- 双向质押初始保证金于第三方托管人处开立的符合法律隔离规定的账户。

- 多级托管模式下的配套法律文本；需因托管人而异，并与交易各方所签订的双边信用支持协议（credit support agreement）保持一致。

- 新增的担保品处理流程，包括新的营运模式、更严格的结算要求和争端解决机制。

- 初始保证金计算方式、模型开发、验证（内部和外部）以及实施（包括正在进行的回溯测试和基准测试）。

- 全市场的新技术及互联要求。

- 用于充抵初始保证金的新的合格担保品类型。

如正文第一部分所述，ISDA 在《2019 年担保品调查报告》²⁹ 中揭示了当前市场上的担保品构成。调查显示，第一阶段市场参与者大多使用政府债券以满足初始保证金监管要求。这是因为规则规定初始保证金必须具有破产隔离属性，而使用证券资产较现金更易满足这一要求。调查强调，七国集团政府债券的使用率从 2018 年的 88.4% 下降至

²⁸ 请参阅 ISDA Margin Infohub 获取更多有用信息。

²⁹ ISDA 采访了衍生品风险敞口最大的 20 家公司，以及 4 家第二阶段机构（调查范围为 6 家）以及 3 家第三阶段机构（调查范围为 8 家）的回复，并结合 8 家中央对手方（CCPs）的公开保证金数据得出结论。更多信息请参考《2019 年 ISDA 保证金调查》。

2019 年的 83.9%；反向而言，这意味着其他证券包括非七国集团政府债券的使用率从 11.6% 上升至 16.1%，担保品最优化进程有

所推进。但也应注意到，第一阶段机构之间进行交易时，以政府证券作为初始保证金的规模仍达 1770 亿美元。

1.2 未来

最优化通常是对担保品、流动性和资金需求的主动管理手段，且能够以最有效的方式在担保品池之间使用担保品。作为市场讨论焦点以及担保品管理的“金色子弹”，最优化被广泛的运用于不同流动资产（包括在岸中国政府债券）的使用和选择之中；当与过去十年的监管要求相结合，就为系统性数据驱动决策创造了优渥的环境与土壤。

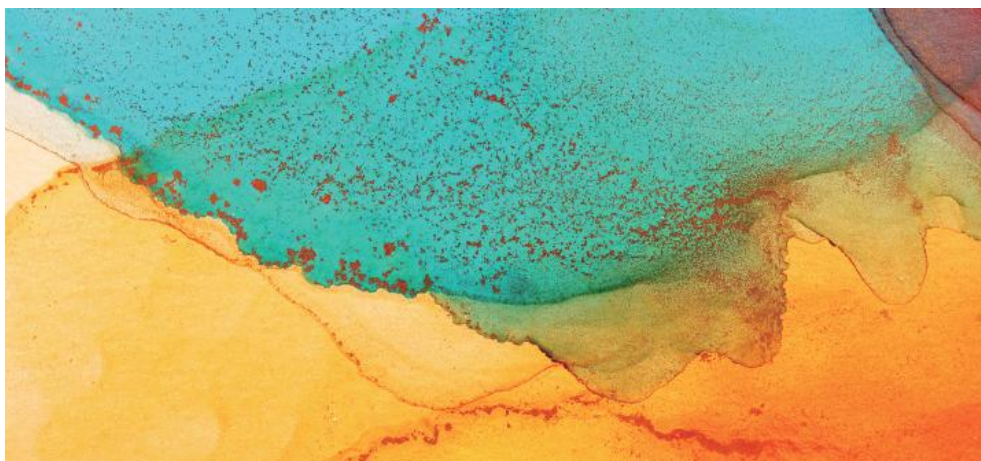
第五、第六阶段的新晋市场参与者在提交初始保证金过程中可能还未做到最优化，主要原因如下：多重挑战因素导致要满足法规遵从性要求十分复杂，因此市场参与者往往倾向于坚持熟悉且使用过的流程。这些规定往往要求合格担保品必须满足多项条件，尤其是双方必须有能力进行每日盯市，且质权方在出质方违约的情况下能够及时处置担保品等。

那些已被纳入 UMR 合规范畴的机构正采取行动来扩大和深化合格担保品池，从而支

持最优化，并确保不论是在交易所市场、双边交易市场或是以融资为目的的回购市场的初始保证金要求中，都尽可能以最佳方式利用这些较为稀缺的担保品。

在亚太地区，使用本国货币计价资产作为初始保证金的需求不断增加。为了推进使用本国政府债券充抵初始保证金，各方需要研究 UMR 的合规性问题，例如担保品资格要求、本国法律法规中有关执行担保权益和外汇管控问题等。通常，本国政府证券只能通过当地托管人存托在境内中央证券托管机构。因此，可能需要在本国中央证券托管机构 / 托管人与全球托管人之间建立某种联系，以便这些证券能与其他类型资产一样作为初始保证金使用。

随着 UMR 对担保品规模和锁定期长度增加，已缴纳担保品的机构有责任留意未来阶段必须解决的合规挑战，并通过考虑目前和未来皆可用的替代担保品加以示范引导。



2. 非集中清算保证金规则具体内容

本章将重点讨论美国和欧盟的 UMR 对初始保证金的要求和差异。这些要求适用于在第一阶段受到影响的大多数机构，它们自然是初始保证金最主要的出质人和接受者。由于多套规则可以适用于单一的交易关系，所以跨境规则可能会使 UMR 的要求在实践中复杂化。在此情况下，“最坏情况担保”将会对跨境交易双方造成影响。如果机构受制于数个规则集（ruleset），则合规性的每个方面都必须遵守该方面最严格的规则集要求。

2.1 涵盖交易的范围：欧盟和美国的 UMR 均豁免实物结算的外汇交易的初始保证金和交叉货币互换（cross currency swap）的本金交换。根据美国法律，证券交易（包括期权）属于不同的监管框架，因此不受保证金规则约束。目前欧盟的规则对股票期权有一年的豁免期限，并将于 2021 年 1 月 4 日到期。ISDA 正牵头与欧盟监管机构就欧盟和美国 UMR 的具体规定进行协调和等效性商讨。

2.2 担保品合格性要求：美国和欧盟的 UMR 均支持多种资产类别作为双边初始保证金，尤为重要，政府债券是可以被接受的合格担保品。某些政府债券被予以优惠待遇（较小的折扣率要求），比如主权国家的风险资本权重不高于 20%（美国规则），或者信用质量步骤 1（Credit Quality Step of 1，欧盟规则）。

欧盟对所有交易对手（除养老金）提交的初始保证金均实行限额管理

（concentration limit）。对于全球系统重要性机构（G-SIIs）或其他系统重要性机构（O-SIIs），当交换政府债券且初始保证金价值超过 10 亿欧元时，会对由单一发行人或注册地在同一国家的发行人所发行的所有政府债券设置 50% 的限额管理规定。

2.3 计算要求：几乎所有规定都允许使用模型或标准化方法计算初始保证金。业界已经通过 ISDA 创建了初始保证金标准模型（SIMM）。该模型是多个市场供应商的选择，用以帮助那些已被或将被 UMR 影响的机构。

依据巴塞尔银行监管委员会 - 国际证监会组织制定的监管框架，SIMM 模型将资产分为四类：i) 利率和外汇；ii) 信用；iii) 股票；iv) 大宗商品。机构只能在四大风险类别内进行轧差，不能跨越资产类别开展净额结算。

市场有不同的验证方法，例如，美国掉期交易商需通过一个审批流程，相比之下，在欧盟则无需进行类似预先审批（预计于 2021 年



上半年欧盟保证金规则将对 SIMM 的验证方法作进一步的澄清)。欧盟要求交易商持续进行模型性能监测,包括至少每季度对模型进行一次回溯测试。作为监管框架的一部分,该模型需进行年度行业重新校准。

2.4 时间安排: 欧盟规则谈及“保证金缴纳时间”时,虽未做每日收取要求,却规定需定期进行计算和提交缴纳。实际上所有较大的机构都将逐日计算保证金。通知发出当日需提交保证金,针对跨境交易则有额外一天的时间宽限。大多数托管人可在同一天以质押或无需付款方式结算资产。

美国大型交易对手也需进行逐日计算,并遵守执行日后一个工作日内的“收取时间”安排。这是一个很重要的规定,且在实现自动时能很好地遵循,但在可能涉及手动流程(比如第三方)的地方则需考虑和遵守跨国交易的相关问题。

2.5 可执行性和风险管理: 对欧盟交易者而言,如果与来自不能进行净额结算地区(即非净额结算辖区)的第三国对手方进行交易,且没有按总敞口提交保证金的可能,

则不需要提交变动保证金或初始保证金。该情况必须有法律层面证明,且与来自非净额结算辖区的交易对手的名义未偿比率必须小于所有场外衍生品合同名义金额的 2.5%。

在美国,如果监管的掉期实体(covered swap entity)无法和第三国交易对手进行净额结算,则必须以总敞口为基础收取保证金,但可在担保品过户时对掉期进行净额结算。

担保品处理: 美国和欧盟的 UMR 规定都要求出质人将担保品隔离,提交给第三方(通常是托管机构)保管,并遵守禁止使用关联实体作为此类托管人的规则。相关资产根据 IM 信用支持附件(IM Credit Support Annex)或信用支持契约(IM Credit Support Deed)进行质押,并与出质人和托管人的专有资产隔离。尽管替代资产可被用作替代担保品,但相关规则仍禁止对资产进行再抵押或再利用。

在欧盟法律框架下,如若某个司法辖区净额结算和担保品安排的隔离性和可执行性可能面临挑战,则司法要求对该辖区进行独立的法律审查。

3. 中国债券市场

3.1 背景说明

本章将阐述政府债券类型，并以此为背景，介绍当前担保品使用过程中所面临的营运挑战，识别使用中国政府债券所存在的潜在约束。

在中国债券市场中，公共部门债券处于主导地位，占整体市场份额的 60% 以上³⁰，涉及券种包括主权债券、政策性银行债券和快速增长的地方政府债券等。

国债或主权债券（21%）是指政府发行的债券；准主权债券为政策性银行发行的债券，也即国家开发银行、中国农业发展银行和中国进出口银行发行券种，旨在为经济和贸易发展以及国家投资项目提供资金；地方政府债券规模庞大，是 2009 年债券市场的新增品种。

境外投资者可通过多种途径进入在岸债券市场：QFII/RQFII 模式，全球通模式（CIBM）和债券通模式。2019 年 4 月，中

国债券被纳入彭博巴克莱全球综合指数，目前占该指数的 4% 以上。就在近期，摩根大通宣布计划将高流动性中国政府债券纳入其三只新兴市场基金，这将进一步加大投资者对中国债市的投资力度。

2019 年 9 月，渣打银行扩大了主经纪商（primary brokerage）业务服务范围，将中国政府债券纳入其中。渣打银行（IM 第一阶段机构）一级服务联席主管 Luke Brereton 表示，“作为一家从事主经济商业务的公司，我们致力于通过提供创新解决方案，帮助客户实现投资组合的资金效率最优化”。

中国债券市场仍分为在岸和离岸市场，且在岸市场集中了绝大部分流动性。海外投资者可以进入在岸市场，但目前所占市场规模有限。Brereton 在谈及渣打银行服务时

30 <https://www.elibrary.imf.org/view/IMF071/25402-9781484372142/25402-9781484372142/25402-9781484372142.xml?rskey=kkLZD0&result=1&highlight=true>

乐观地表示“市场需要在多方面努力，以帮助资产所有者在清算或是双边情形下，都能使用中国政府债券充抵初始保证金”。

“中国在岸债券市场充满活力”摩根大通亚太区担保品主管 O'Delle Burke 表示，“在中国法律以及 NAFMII 债券回购主协议

框架下，使用中国政府债券作为在岸回购和充抵保证金担保品的规模相当庞大”。

目前中国政府债券均在岸托管于中央结算公司（以下简称“CCDC”）。CCDC 是一家为中国政府债券提供中央登记、存管和结算服务的国有独资金融机构。

3.2 限制

目前在跨境交易中，中国政府债券尚未作为清算或是双边信用支持文件（CSA）项下的担保品被交收或接受；在将其用于保证金管理时，仍较难达到投资者预期的水平。持有中国政府债券的投资者尚不能有效开展跨境回购或跨境融资，这或将是影响未来行业扩张的关键要素。渣打银行的 Brereton 强调，资产可用性是有待解决

的最大挑战之一，“资产所有者需要能够以对其最有利的方式利用资产，资产流动受阻或粘滞是一个流动性问题”。

对于希望使用中国政府债券的较小实体来说，搭建常态化的担保品渠道将十分有利。但若其愿与特定交易商和托管人一道了解现存担保品框架，并考虑适用的保证金规则与结算地域，则存在可行的解决方案。

4. 担保品运营要求

4.1 监管

自全球金融危机爆发以来，监管改革意味着需要在金融交易领域的各方面实行标准化，尤其是在保证金和担保运营流程方面，涉及电子保证金报文、担保品组合的逐日对账，以及对某些司法管辖区对初始保证金通知的当日结算和争议管理运作模式等。

随着担保品规模不断增长，市场参与者需要持续增强担保品管理职能，确保满足所有监管要求。也就是说，能够安全、快速地分享信息，同时尽量避免人为干涉和降低错误率的直通式处理（STP）至关重要。

另外，在将中国政府债券等新资产类别

纳入担保品管理和优化流程时，须要考虑几个关键运营要求。担保品管理需要运用联合方法，以确保后台处理单元能与前台部门和控制与优化公司范围内库存的财务管理功能无缝衔接。

概括来说，这些要求包括：

- 获取合格担保品条款
- 获取可靠的市场数据和定价
- 实时或近实时查看资产库存
- 了解资产的内部业务来源
- 了解资产预计可用的时间
- 了解隔离、结算与对账流程
- 完善在破产情况下接受担保品的流程

4.2 合格担保品条款

所有非集中清算保证金规则监管辖区都大致规定了合格担保品范围，比如主权证券、担保债券、特定证券化资产、公司债券、黄金和股票等。虽然不同规定间存在细微差别，但作为一项原则，大多数规定的基本要求是确保担保品池多样化、流动性强、不过度受信贷、市场和外汇风险的影响，而且至关重要的是，在金融市场承压时期价值稳定。

2020年3月，ISDA完成了对16个不同监管机构的监管担保品的合格性与抵押品扣减要求进行了高度概括，这些条款主要聚焦主权和公司债券、股票和黄金。跨境业务合格担保品条款相当复杂，例如，单是确定不同双边衍生工具交易制度下的监管文本就需要考虑38个要素（若涉及多个交易制度，则须综合考虑更多因素）。

一些条款会涉及风险参数，例如在欧盟，错向风险（wrong way risk）是一个关注点，

即担保品价值不应与对手方信用呈现显著正相关性。

双方协商的初始保证金合格担保品（连同监管参数）将由交易对手之间的合同规定并在双边法律文件中体现。尽管适用的法规限制了双方选择合格担保品和相关抵押品扣减，但双方可以在这些限制内自由设置自己的标准以定义其愿意使用的担保品。这些信息会在交易对手方和托管人之间的托管安排法律文件（例如托管协议或账户控制协议或其他类似的质押协议）中被引用。重要的是，这些条款需要易于地转换为市场数据源可以遵循的逻辑规则。

例如，若相关条款将“离岸”债券或“在岸”债券作为合格担保品，而市场数据源在其提要中没有明确引用此属性，则可能导致问题。如果要求双方就如何包括/排除一组证券资产作出主观决定，则存在专有数据逻辑不匹配的高风险，这可能导致日后估值和追加保证金争议。

4.3 市场数据复杂性

在过去的20多年中，随着担保品流程自

动化的不断推进，已经积累了很多需要手动干

预客户处理的案例。

- 如果仅有一方可以处理通胀挂钩或浮动利率债券，那么“英国国债”（Gilts）作为合格担保品的对交易双方有不同意义。通常情况下，只有在同意追加保证金并选择浮动利率债券作为担保品后，才会出现这一问题。

- 一个类似的例子是美国财政部通胀保护证券（TIPS），根据通胀率具有可变名义价值的证券。它们是由美国政府发行的，并根据合格担保品表（eligible collateral schedule）的条款算作美国政府债务。然而，如果交易的任何一方无法获得当前的名义价值，则双方对担保品的估价总是存在差异，这将导致对追缴保证金产生争议。

- 另一个阻碍融资融券流程自动化的分类问题是信用评级。如果担保品协议中的条款规定了信用评级标准，则必须确定是使用“债项”评级还是“发行人”评级。随着参与者自动化程度的提高，很明显并非所有政府证券都有信用评级，尤其是美国短期国库券。在极端情况下，如果信用支持文件规定担保品需具有

“安全”的信用评级，则其将被排除在合格担保品外，因为从技术上说其不具备评级。

中国政府债券也可能出现类似情况。随着越来越多的机构希望将其纳入合格担保品范围，是否考虑纳入政策性银行债券和地方政府债券将引发讨论。其中的风险在于，两者的诸多属性在市场数据分析中看似相同，所以各方可能会因此制定不同规则以定义政策性银行债券和地方政府债券。

所有担保品管理的流程都需要每天提取市场数据，包括 ISIN 层面的所有证券属性，如发行人、期数、计价货币以及证券价格。当涉及到解释上述法律文本中特定语言时，市场数据的颗粒度将决定分类法的丰富程度。例如，如果法律文件指定“离岸”，那么可能需要构建一系列规则，以逻辑确定哪些 ISIN 满足该标准，哪些不满足该标准。

（数据报文）逻辑示例：

发行人 = 中国政府 AND 计价货币 <> 在岸人民币

4.4 定价相关事项

金融危机之后，许多掉期交易商从 LIBOR 贴现转为 OIS 贴现，这使得交易商能够将担保品的真实价值反映到衍生品定价中。技术上，交易系统需要将符合条件的担保品条款编译成一种逻辑格式，以便将规则应用并纳入定价模型中。

当时，大多数机构将担保品运营系统作为最为适合的数据源。对担保品系统中数据质量

的审查，以及对信用支持文件中措辞的解释质量不够精准。

新规带来影响在于，相较于之前仅有少数交易对手方需要提交初始保证金，可以使用手动流程“记住”哪些交易对手方具有特定的合格担保品要求。现在，这些要求将影响掉期产品的定价生命周期，并直接影响到交易和执行部门的盈利能力。

4.5 资产库存管理

担保品管理团队需要获准查询担保品资产库存，以便确定哪些资产可供使用。当选择使用“第三方”托管模式时，必须指定每个独立的 ISIN 和值，而在“三方代理”托管模式下，托管人需要管理所有出质方担保品“来源”账

户或自营账户的要求。

在使用“第三方”托管模式结算流程的情形下，还应考虑资产是否在近期出售或在其他交易中使用，如是，质押该等资产还需要考虑后续的替换等问题，使流程更为复杂。

5. 托管结算与隔离

5.1 结算流程

当试图确定资产解押或流通速度时，了解结算流程至关重要。确认结算后，工作流程管理要求（几乎）实时通知失败的结算，这对于流程管理尤其是交易结算或将标的担保品解押给另一交易对手时至为重要。

通常情况下，变动保证金与初始保证金

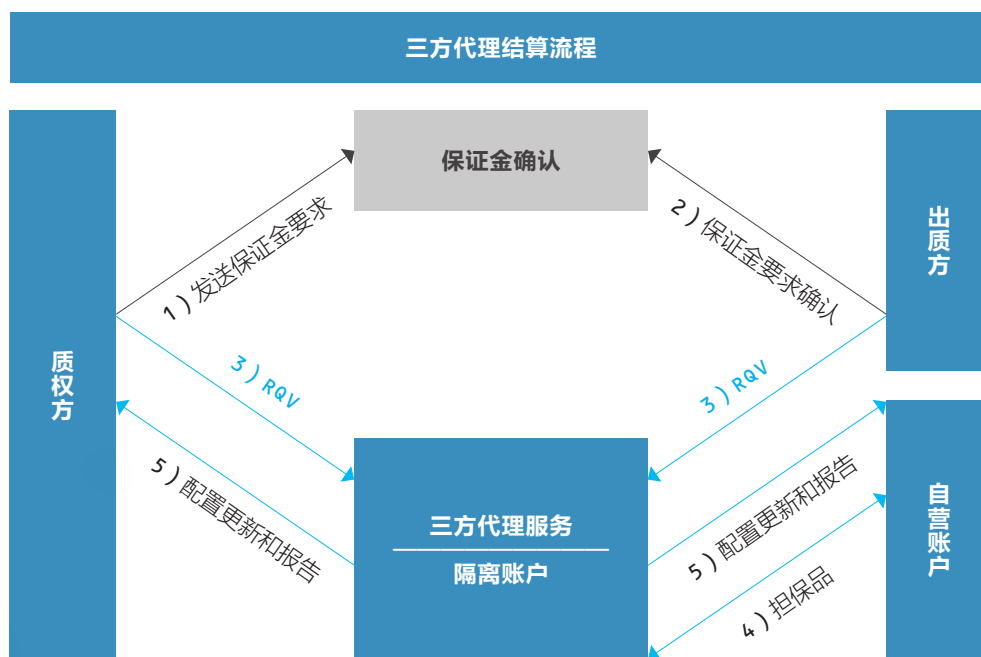
的结算流程有所不同。变动保证金要求双边结算，因而担保品可以转质押或再使用，且担保品将交付至转质人 / 质权人账户。初始保证金通常质押给质权人享有证券收益的账户，这意味着出质人违约情形将导致担保品的实际收付。

5.2 初始保证金隔离流程

初始保证金结算可以细分为两个结算过程，即“第三方”结算和“三方代理”结算。两种模式在流程上存在显著区别，须在运营、成本以及技术等方面评估考量。

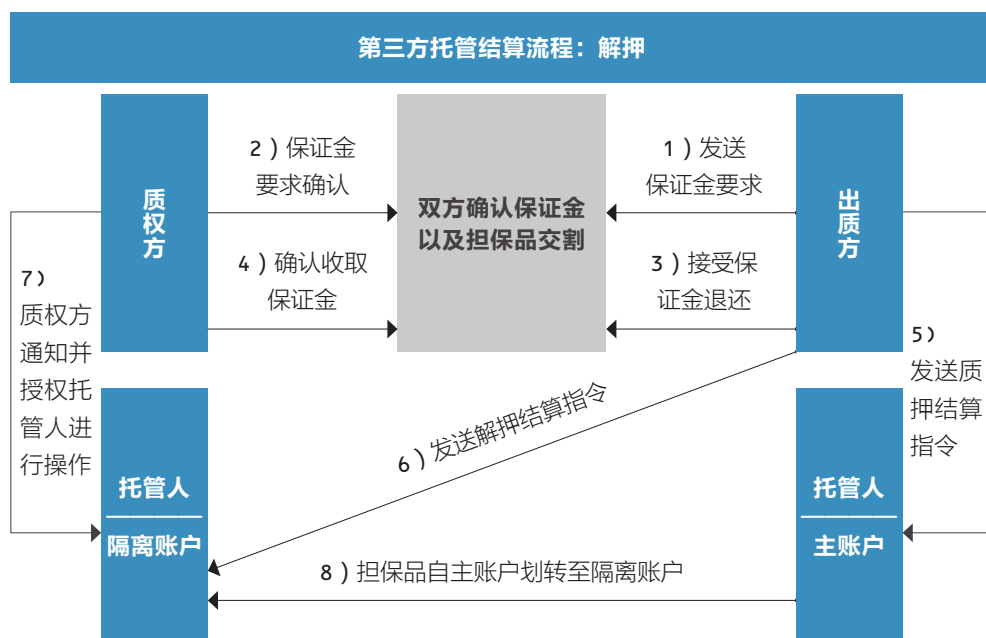
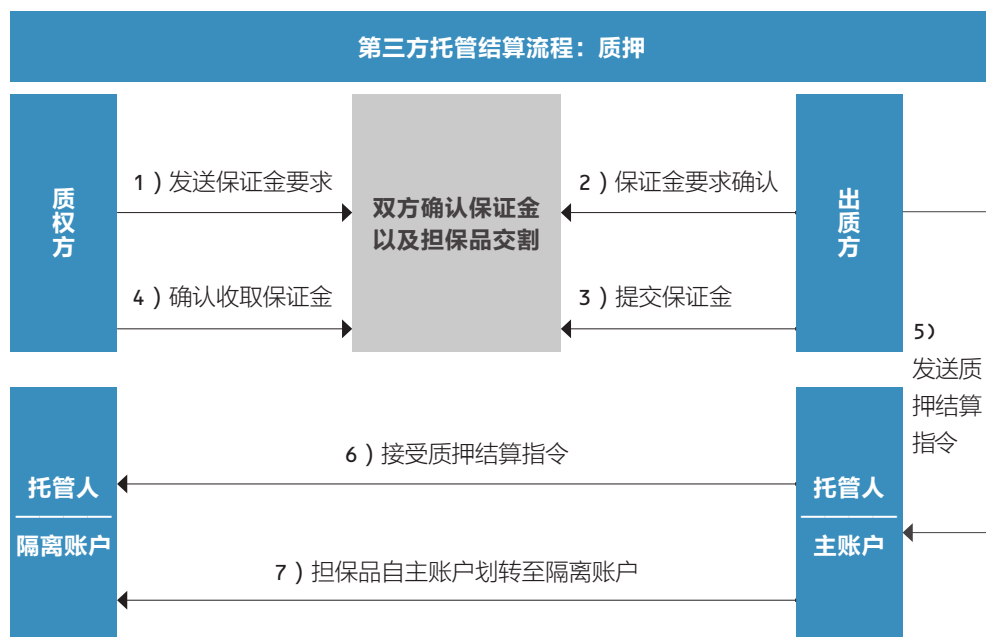
“三方代理”（tri-party）模式下，双方确认初始保证金金额，并向三方代理服务供应商发送所需价值（“RQV”），

以满足担保品要求。三方代理服务供应商还提供包括从出质人自营账户（称为“长箱”（longbox））到隔离账户的担保品自动结算、估值、优化、替代、验证资格、监控限额管理（concentration limit）、应用扣减（haircut）和报告等服务。



相比之下，“第三方”（third party）托管模式要求出质人、管理人或监管者对担保品进行估值，选择要质押的抵押品，同时

确认合格性和限额管理（concentration limit），确定必要的扣减，并向托管人提供结算指令。托管人只提供结算、隔离和报告服务。



由于担保品质押可能在一天内发生变化，因此服务供应商将在当天结束时通过 Swift 或其他安全的报文格式将对账过程发送至出质人和质权人。

“三方代理”模式旨在提供全流程服务，为中央证券存管机构（Central Securities Depository，简称 CSD）提供中国政府债券托管服务应该不存在太大的操作层面的困难。

5.3 挑战

对安全运营和托管专业人士而言，UMR 前四阶段最受关注的五大问题如下：

1. 托管初始流程较为缓慢和原始，尚未电子化。
2. 目前业务主要基于门户和传真，缺乏直通式处理（STP）。
3. 担保品余额的对账流程可能缓慢而繁琐。
4. 不能完全确保 T+1 结算（在追缴保证金当天提交担保品）。
5. 买卖双方的互联互通须要加强以提高直通式处理（STP）的效率。

当中资金融机构向境外交易对手提交中国政府债券作为保证金时，可以考虑参照“第三方”或“三方代理”模式来建立相应的隔离机制。将中国政府债券纳入合格担保品不应因缺乏市场基础设施的支持而受到阻碍。尽管中国的交易后市场仍在发展中，但中国央行最近发文推出三方回购，由中央结算公司与中国外汇交易中心

（CFETS——中国银行间债券市场的交易平台）合作提供这项服务。更进一步，将其调整为满足初始保证金要求的三方服务似乎有一定的可能性。

为达到利用资产进行保证金管理时投资者期待的无缝衔接使用，市场消除相关阻碍的进程已经开始。正如同一位香港的全球托管人所述：“在原有市场规则范围内增加‘三方代理’模式的使用，将要求参与者更广泛地接受本国政府债券的质押交易。CCDC 正在研究一种‘三方代理’模式，如果这一模式拓展到离岸市场，将是非常积极的一步”。

摩根大通的 Burke 证实，“我们目前正在研究如何使用中国政府债券满足初始保证金隔离要求。同时，我们将继续探索资金汇回和具体执行方面的挑战，以找到充分利用双方质押协议的解决方案。随着初始保证金隔离实施的最后阶段延长一年，通过与中央结算公司和各自监管机构的合作，我们有机会在 2021 年 9 月之前解决相关问题”。

5.4 法律问题

为了支持法律文本要求，自 2018 年 5 月起，在初始保证金新规的第 3 阶段实施之前，ISDA 协调了一个项目以促进对某些托管文件的法律审查。该项目依赖于市场参与者的参与来预计在初始保证金新规实施的每个阶段将会被优先使用的托管平台。当确定后，法律顾问将对指定托管人的账

户控制协议（或类似文件）进行审查，并与托管人商讨是否需要更改这些文件，以符合相应初始保证金的合规要求。这一过程原由衍生品律师论坛（DLF）主导，由于进入范畴的公司数量增加，从第三阶段开始，该过程应成员的要求由 ISDA 统一集中管理。



6. 初始保证金难题

6.1 新常态

从历史经验来看，活跃的衍生品交易参与者可能有多具有广泛合格担保品范围的双边信用支持文件（或者在某些情况下的交易没有保证金要求，例如外汇交易）。因此，提交所需的（最低限度的）担保品属于交易后的范畴，并远离前台交易。然而，在新的环境下，同一参与者现在可能需要满足多个中央交易对手和双边净额结算需求，且每笔交易都有不同的合格担保品范围和保证金要求。

UMR 规则将把这种复杂性提高到一个新的水平，特别是对于不熟悉相关新概念的第五阶段和第六阶段的参与者：

- 按 SIMM 或标准表格 (grid) 计算初始保证金，以评估对比双边交易和集中清算交易适用的保证金。

- 双向提交初始保证金担保品。
- 使用“三方代理”服务的可能性。
- 需要注意宽泛的合格担保品范围（理论上）与相关监管规则对其的限制。
- 确保新交易能使用正确协议（如受 UMR 约束的无本金交割远期外汇交易 v.s. 不受 UMR 约束的实物结算外汇远期和掉期）的复杂性。

UMR 引入的额外选项只能通过数据驱

动的优化解决方案进行准确评估。如果交易方希望使用中国政府债券，他们应该问自己什么问题呢？

交易前：

- 选择何处执行交易 (execution venue)？

- 进行场内或双边交易，如通胀类的衍生交易。你可能希望有能力模拟计算双边交易和集中清算的交易分别适用的初始保证金。

- 选择哪一家中央交易对手方或清算成员？（如上海清算所、伦敦清算所、芝加哥商品交易所、欧洲期货交易所、香港交易所）

- 在选择交易和清算场所识别到风险。

交易后：

- 如何分配可用资产库存以满足每次追加保证金要求？

- 使用什么资产转换？（比如担保品转换交易）

- 哪些类型的功能可能有益（如三方回购、回购、证券借贷）？

- 需要进行那些必要的组织变革？

展望未来，随着 UMR 影响越来越多机构，复杂性只会不断扩大。客户希望清算更多的交易，使用回购清算等服务，但随之而来的是更多使用新担保品的机会。



6.2 场内交易的经验

前几年，许多买方在拥有高质量高流动性资产（HQLAs）时，将初始保证金视作交易的“税金”，保持大量和不必要的“缓冲”以避免每日提交初始保证金的操作麻烦和固有风险。这种处理方法仅在初始保证金处于相对较低的水平时是可行的。

几年后，一家在清算初期可能仅提交了1000万至5000万美元保证金的买方机构，现在可能仅仅是因为需要强制清算的新的衍生品合约取代了旧的双边衍生品合约，就需要提交一笔数额可观的初始保证金。

从效率和实际利益角度出发，改变以往放任做法将会带来巨大的机会。在当前成本压力较大的环境下，任何交换担保品的机构都应将优化作为其战略目标之一。

根据保证金要求，采用不同技术对担保品进行积极管理是控制总成本的方法之一，可以显著降低相关成本。对持有大量（或增加）中国政府债券的市场参与者而言，他们需要将中国政府债券纳入其合格担保品表的一部分。未来可能需要评估并与准备接受中国政府债券的离岸交易对手和中央交易对手建立新的关系。

值得注意的是，伴随着初始保证金重要性的提高，就会带来新的挑战，每一个挑战都需要复杂的解决方案，例如：

- 清算会员和中央交易对手的交易风险限额开始发挥作用（精确到货币层面）

- 资产注入的限额管理（concentration limit）（特别是对于拥有单一合格资产的基金）

- 如果违约，流动性和其他风险乘数会显著提高初始保证金（在某些情况下为20%+）

- 需要实时资金管理的新流动性需求（如日内保证金追加通知）

- 清算成员和中央交易对手的费用结构随着交易量的增加而变化（或增或减），因此需要采取积极的方法来建立最有效的结构。

随着这些新挑战的出现，参与者需使用更广泛的资产去尽量减少相关影响。对于持有中国政府债券的市场参与者而言，应同时探索将中国政府债券作为合格担保品的清算和双边解决方案。

场内交易的经验可对 UMR 施行后几年市场情况作为参考（只有在达到一定规模后才会出现类似的新挑战）。

即将开始 UMR 合规之旅的机构最好考虑如何将其积累的清算经验用于进一步优化相关流程。这是一个机会让机构应战略性地考虑前后台设置，并使用一种有效地与市场协作的方式连接前台和后台。

6.3 初始保证金新计算方法

对于接受此类资产作为初始保证金的客户，需要注意几点有关在 ISDA SIMM 计算、用于冲消目的的信贷和资本，以及破产情况下的法律可执行性方面的问题。

如前文所述，ISDA SIMM 将交易分配到4个不同的产品类别，交易可以在各自类别内进行净额计算，但不能跨类别进行。当与在非净额结算司法管辖区注册的对手方开展交易，

受 UMR 约束的交易商能否在类别内进行净额结算仍然是一个问题。一个更保守的观点可能是使用标准表格（grid）计算，不适用净资产负债比率（NGR），但使用总敞口计算会导致初始保证金要求更高；一旦考虑其他风险调整（XVAs）后，会进一步影响衍生品定价。

保障净额结算的执行性将是重中之重，那么担保品处置以及离岸对手方能以积极方式识

别在岸担保品等问题将成为安全保障。若出现违约情况，能有效处置并持有离岸头寸对所有

交易对手方来说都至关重要。

6.4 最优化

资产和跨产品合约的净额结算安排的混合往往非常复杂。对于那些愿意投资正确工具的人来说，基于选项而作出的明智决策将带来新的机遇，而最优化正是这样的便捷工具。

经过多年的理论论证以及激烈的监管变革，拥抱最优化时代已然来临。事实上，这正迅速成为多数人生存的必要条件：

- 对于资产管理公司而言，当下的成本压力意味着基金经理需要争夺每一个基点，而最优化对于那些接受它的人来说是一份“厚礼”。
- 在许多情况下，由于强制清算、UMR和其他监管压力，保证金要求的重要性甚至是几年前的10倍，从而凸显最优化回报。
- 担保品管理向价值链上游延伸，并成为前台部门的职能，这意味着将最优化纳入交易前评估的需求与日俱增。
- 机构客户现在期望将最优化作为“价值驱动”投资管理服务的一部分。

虽然完全最优化的成本可能并不小（涉及系统和流程改造），但新的市场驱动力意味着

迅速的市场回报。而任何最优化能力的核心部分是将不合格资产转换为合格资产（对于一个或多个已收到的追缴保证金指令的通知）。

很多市场参与者正增持中国政府债券。虽然在境外中央交易对手和UMR初始保证金框架下，中国政府债券被用作合格担保品仍存在限制，然而尽早提升最优化能力以考虑未来中国政府债券的使用，能够让机构跟上未来市场发展和运营环境变化的步伐，随势而动，将是明智的。

此外，还应该考虑资产所在的位置。如果一个机构通过一个广泛的托管人网络持有或接受担保品，这会大大增加难度，从而增加成本。

例如：如果你同时持有多个用于UMR合规要求的托管账户（这是预期的），如果你的客户违约，你将需要管理多个关系，使用不同报告，以及需要了解有关完善担保品的流程。这将极大增加操作风险、关系管理和成本。当然，对手方托管人的专业程度也是很大的影响因素。

6.5 初始保证金以外的领域

上一节阐述了优化和利用中国政府债券作为担保品的潜力；如果将同样的原则推广到所有担保活动，这些优势将会被成倍放大。

最优化“工具包”中其他可被广泛应用的技术包括：

- 实时财务管理，既能更好地满足新法规的要求（如UMR的同日结算），又能优化对流动性工具的投资。
- 增加回购和证券借贷的使用，以提高流动性，创造合格资产（包括中国政府债券市场）。
- 使用“三方代理”和“外汇交易主经纪”（虽

然买方很少使用，但有助于外判优化挑战）。

- 担保品和流动性管理的集中化（对买方而言，这可能意味着在进入市场之前建立一个“内部市场”，将基金或交易前台之间的内部交易进行净额结算）。

零优化和完全最优化之间有显著的成本差异，并伴随许多附属好处：

- 保存高质量高流动性资产作为其他用途
- 降低交易对手方风险
- 分散发行人风险
- 提升收益

- 交易前整合考虑因素，并随着信用支持文件的多样性越发重要。
- 认识到限额管理 (concentration limit)

7. 结论

随着中国持续扩大资本市场能力，增进准入，拓宽投资者机会，自然地担保品在其中将发挥愈加重要的作用。

保证金或担保品管理是市场、场外交易、场内衍生品、集中清算和双边交易的全球性要求。场内外交易对手信用风险在很大程度上已分别通过中央交易对手机制，以及初始保证金设置得到缓解。随之而来的，是世界范围内各金融机构对相关领域的理解和运作方式的深刻变化。

市场的关注重点已经转移到资本、资产负债表的高效管理、流动性指标的改善、自动化程度的提高、联通性以及标准化。有效的金融市场基础设施、风险管理、法律确定性和商业逻辑是任何市场拓展担保品应用范围的支柱。

克服这些挑战，建立能够提供无缝衔接、流动性和融资的市场渠道，将使金融机构在市场平静亦或动荡承压期，都能够充分挖掘中国政府债券能力，并加以充分利用。

最优化的益处显而易见，带来的不仅仅是运营效率方面的提升。在将资产用作初始保证金之前，金融机构应了解每项资产的成本、可能面临的监管或保持照常营业的挑战。

对初始保证金业务而言，仅关注内部协调以

以及错向风险 (wrong way risk) 风险限制的影响越来越大

及筒仓式处理可能会带来问题，金融机构需要考虑其他的外部因素，比如监管的复杂性、执行场所、清算所和托管代理人等。未来格局可能会变得非常复杂，对于使用中国政府债券而言，最为重要的一点是，它应为支持市场发展的重要选择，从而增强其作为担保品的吸引力。

ISDA 的统计数据表明，市场参与者正广泛地使用各类资产以满足中央交易对手和双边交易的初始保证金要求。中国政府债券使用量地显著增加有利于其被纳入初始保证金的合格担保品表 (eligible collateral schedule)。

为此，大量热情的市场参与者在离岸和在岸市场支持各类计划和项目。许多金融机构希望看到国际市场环境以及国际市场与中国银行业和中国市场的关系发生战略性、可持续的变化。

诚然，前方仍有重大挑战有待解决，决不应低估这些挑战的复杂性。有必要消除关于净额结算机制和担保品处置的不确定性。

在此基础上，需要一个深入、周全和彻底的规划将在岸和离岸的卖方以及买方机构纳入 UMR。为了实现这一目标，行业主体、市场参与者、供应商和外部专家应相互协调，为中国市场合规进程开辟通道，为初始及变动保证金制度夯实基础。

附录2

中国债券市场对外开放关键进展一览表

时间	阶段特征	政策发布时间	
第一阶段 (2009年以前)	政策准入	2005 年	入
		2007 年	分
第二阶段 (2010-2015)	逐步拓宽投资主体、范围、操作类型	2010 年	银
		2011 年	银
		2012 年	R
		2013 年	银 持 金
		2015 年	银 计 1
第三阶段 (2016年至今)	债券市场进一步开放，拓宽投资渠道，提高流动性便利	2016 年	入 喜 注
		2017 年	注 品 入
		2018 年	中 A
		2019 年	壹 金 银 步

关键进展
人民银行批准泛亚基金和亚债中国基金入市
允许境内金融机构赴港发行人民币债券，发债主体及规模逐步扩大
银发〔2010〕217号：境外央行或货币当局，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行获准入市
银发〔2011〕321号：设立人民币合格境外机构投资者（RQFII）
RQFII 额度增加 2000 亿元
银发〔2013〕69号：设立合格境外机构投资者（QFII）
扩大 RQFII 试点机构类型
第五次中英经济财金对话成果包括，双方同意在中国外汇交易中心以及伦敦离岸市场实现人民币兑英镑直接交易
银发〔2015〕220号：国际金融组织、主权财富基金获准入市；境外央行、国际金融组织、主权财富基金入市申请为备案制，且投资额度无限制 IMF 认定人民币为可自由使用货币，将人民币纳入 SDR 货币篮子
人民银行公告〔2016〕3号：中长期投资者的境外金融机构，包括商业银行、共同基金、养老金、保险公司和慈善基金等投资中国银行间债券市场，取消投资规模的额度限制
汇发〔2016〕12号：允许境外机构投资者在符合外管规定的前提下，自由汇出和汇入投资银行间债券市场的资金
汇发〔2017〕5号：允许境外机构投资者进入国内银行间外汇衍生品市场，通过买卖外汇远期、掉期和期权等产品对冲汇率风险
人民银行发布《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》，香港“债券通”设立
中国国债和政策性银行债被纳入彭博巴克莱全球综指，人民币计价的中国债券将成为第四大计价货币债券
A 股被正式纳入 MSCI 新兴市场指数
彭博宣布将人民币计价的中国国债和政策性银行债券纳入彭博巴克莱全球综合指数
第十次中英财金将推动人民币债券纳入英国市场合格担保品等提案写入合作框架
银发〔2019〕240号：境外机构投资者可将其 QFII/RQFII 项下债券账户和银行间债券市场直接投资项下的债券账户中所持有的银行间市场债券进行双向非交易过户



中国债券市场对外开放关键进展一览表

时间	阶段特征	政策发布时间	
		2020 年	以 针 对 国 际 中 资

关键进展
以人民币计价的高流动性中国国债纳入摩根大通旗舰全球新兴市场政府债券指数系列
银发〔2020〕46号提出要发展人民币利率、外汇衍生产品市场，研究推出人民币利率期权，进一步丰富外汇期权等产品类型。允许境外机构自主选择签署衍生交易主协议，包括 ISDA 主协议
国家外汇管理局发布《关于完善银行间债券市场境外机构投资者外汇风险管理有关问题的通知》（汇发〔2020〕2号），放宽了银行间债券市场直接投资模式下的外汇风险对冲的限制
中国人民银行、国家外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》明确并简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求



关于中央结算公司

中央国债登记结算有限责任公司（简称“中央结算公司”）成立于 1996 年 12 月，是唯一一家由国务院批准并出资设立的、专门从事金融市场基础设施职能的中央金融企业。

自成立以来，中央结算公司立足金融市场基础设施服务职能，稳步推进“多元化、集团化、国际化”发展战略，全面深度参与债券市场创新发展，从国债集中托管起步，逐步发展成为各类金融资产的中央登记托管结算机构。截至 2019 年末，中央结算公司登记管理各类金融资产约 118 万亿元。

中债担保品管理服务是中央结算公司于 2011 年推出的自主创新服务。依托中央托管机构的市场公信力和专业优势，秉承专业化、智能化、国际化的服务宗旨，中央结算公司担保品管理服务以建立全方位、多层次、多领域的担保品管理服务格局为使命，为维护中国金融市场稳定和提高金融市场流动性发挥重要作用。2016 年 6 月，中债担保品业务中心正式设立，开始搭建京、沪两地专业服务团队，为市场提供更加专业的服务。截至 2020 年 6 月，公司管理中的担保品余额达 13.7 万亿元，服务各类客户 8800 余家，是全球最大的担保品管理平台之一。

关于国际掉期和衍生工具协会

国际掉期和衍生工具协会（以下简称“ISDA 协会”）成立于 1985 年，一直致力于提升全球衍生品市场的安全性与效率。

ISDA 协会通过一系列开创性工作显著降低市场信用风险和法律风险，包括制定 ISDA 主协议和相关法律文本、确保净额结算和担保品条款的可执行性等。作为完善风险管理实践及流程领域的领导者，ISDA 协会积极与全球政策制定者和立法者开展建设性合作，旨在加深市场对衍生品作为风险管理工具的理解和定位。

ISDA 协会拥有来自 75 个国家的 925 名会员，涵盖跨国机构、投资管理公司、政府组织、保险公司、能源和大宗商品集团以及国际和地区银行等全球主要从事衍生品交易的市场参与者，交易所、中介机构、清算所和托管机构等衍生品市场重要基础设施，以及律师事务所、会计师事务所和其他服务提供商。ISDA 协会在降低交易对手信用风险、提高交易透明度和优化行业运营基础设施三大关键领域取得卓越成效，充分体现出其对主要目标的坚定承诺：建设富有活力、稳定的金融市场，构筑健全的金融监管框架。

