

探索建立兼容的多级托管基础设施体系

Reviewing an Infrastructure System Compatible With Multi-Level Security Custody

苏建栋

摘要：在国内资本市场对外开放以及证券资金结算压力日增的背景下，监管部门提出了坚持“一级托管”为主，探索建立兼容“多级托管”的制度体系。为了充分发挥多级托管的优势，避免让多级托管成为规避监管的工具，本文从政府监管、投资者保护、托管人职责等方面对“多级托管”的利弊进行分析，并提出相应的政策建议。

关键词：净值化转型 中央登记托管 多级托管 投资者保护

Abstract: As the drive to open up the domestic capital market continues and there is increased pressure from securities fund settlements, regulatory authorities have insisted on adhering to the principle of "first-level custody" while exploring the establishment of a parallel system compatible with "multi-level custody". In order to give full play to the advantages of multi-level custody and avoid making multi-level custody a tool for evading supervision, the paper analyzes the advantages and disadvantages of "multi-level custody" from the perspective of government supervision, investor protection, and custodian responsibilities. It also offers policy suggestions.

Keywords: Net Value Transformation, CSD, Multi-level Custody, Investor Protection

作者单位：江苏银行资产托管部。



防范金融风险、扩大金融开放，呼唤金融基础设施改革

党的十九大以来金融监管部门积极防范化解金融风险，守住不发生系统性金融风险的底线。资管新规有力打击了资金空转、影子银行业务，2021年底前，20多万亿元银行理财进行了净值化转型。同时中国资本市场加快双向开放步伐，“走出去”和“引进来”齐头并进，如A股纳入MSCI^①指数，放开境外资金进入银行间市场限制，各地开展QFLP^②，QDLP^③试点，人民币国际化，这标志着我国资本市场融入全球化步伐加快。

我国已建立由中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中债登”）、银行间市场清算所股份有限公司（以下简称“上清所”）、中国证券登记结算公司（以下简称“中证登”）托管的一级证券托管模式。资管产品净值化转型、资本市场对外开放，将对原有的一级托管模式持续带来压力。资管产品净值化转型后需要海量的银行间账户开立，随之而来的是证券资金结算压力；与此同时，资本市场对外开放，境外投

资者进入后，将要面对我国法律法规限制、开户特殊要求、交收规则、结算币种、信息披露、税务申报等问题。金融监管部门已意识到上述问题，尝试以多级托管体系作为辅助手段，积极探索金融基础设施和制度体系改革，促进净值化转型，加快与国际市场接轨。

坚持一级托管，探索建立兼容多级托管的体系

证券登记。与房屋登记过户、婚姻登记、公司工商登记一样，证券登记属于要式法律行为^④，是证券所有权、收益权的生效要件，是权利变动的依据。证券登记是从发行人的视角管理持有人名册，由证券发行人或其委托的证券登记机构维护持有人名册，确认证券权属状态或者债权债务关系的行为。证券登记在最初由发行人自行办理，后期随着市场发展和交易规模的扩大，开始委托专业登记机构办理。

证券托管。证券托管是托管人提供的一项服务。证券托管是从投资者视角管理其持有的证券，记载投资者持有的各类证券数量。托管机构接受投资者委托代其

① MSCI全称为Morgan Stanley Capital International，中文名称为明晟公司。MSCI指数是全球投资界最为广泛使用的指数。是各类指数基金选择成分券的标准，也是众多公募基金的业绩比较基准。

② QFLP是指经地方金融监管部门及外管局审批后，将境外资金投资于境内私募股权基金进而从事境内股权投资的外资机构投资者，QFII是主要投资于境内交易所和银行间证券市场的境外机构投资者。

③ 与QFLP资金流向相反，QDLP是境内机构投资者经地方金融监管部门及外管局审批后，将境内资金投资于境外股权或者证券市场。

④ 要式法律行为指法律明确规定必须采用某种形式或履行一定程序才能成立的法律行为。

保管证券，提供证券及资金结算，代收证券孳息、代理公司行为等。目前国内市场的资产托管业务按照托管资产的不同，可以分为资金的托管与证券的托管，国内托管银行主要从事的是资金账户内资金的托管，而证券的托管主要由CSD承担（中债登、上清所、中证登），国内托管行仅仅承担资金的清算和交收责任。

证券资金结算。证券交易的核心环节是卖方转移证券给买方，买方向卖方支付对价。证券在交易场所完成交易，只是交易双方达成了买卖合同，形成了债权债务关系，实际券款的交换过程都是“交易后”完成的。证券结算实质是证券变更登记，包括清算和交收二个阶段，清算是计算证券和资金的应收应付数额的过程，交收是指通过转移证券和资金消灭交易双方债权债务的行为。一级托管和多级托管模式下，CSD面临的证券资金的结算压力是不一样的，结算效率也存在差异。

纸凭证处理危机，多级托管应运而生

一级托管是指投资者直接在CSD以自己的名义开立托管账户，由CSD直接登记持有证券，我国主要采用一级托管模式。多级托管是指投资者在银行、券商等中介机构开立证券托管账户，中介机构再以自身名义在CSD开立账户，中介机构成了证

券的名义持有人，发行人看不到最终投资者是谁。

多级托管在境外已经运作比较成熟，其起源可以追溯至20世纪60年代，当时欧洲经济发展迅速，政府、企业需要大量资金，而美国、沙特是当时的主要资金供给方，刺激了欧洲政府、企业发行美元债券进行融资，但是美元债券的承销及登记均由美国本土银行负责，所以在债券的交易环节，买卖双方需要将结算指令电传至美国本土银行，在纸质凭证手工处理模式下，严重影响了结算效率。因此，欧洲最早引入了债券多级托管机制，由托管机构保管实物证券，证券转让通过中介机构变更账簿记录实现，这也就是欧清（Euroclear）和明讯（Clearstream）两家欧洲国际证券托管机构成立的由来。1970年9月明讯银行的前身由11个国家的71家银行组建的世达银行（Cedel）成立，依托S.W.F.I.T报文体系，为欧洲多币种债券提供托管和跨境结算，如今明讯银行已经覆盖全球59个交易市场，成为一家国际中央证券托管机构^①。

多级托管模式的诞生主要是为了应对证券结算“纸危机”，美国目前仍以多级托管模式为主，全社会形成的交易惯例，要改变原有的路径依赖非一朝一夕之功。美国财政部虽然于1986年推出了国债直

① 明讯银行（Clearstream）介绍<https://www.clearstream.com/clearstream-en/about-clearstream>



接登记系统（Treasury Direct），但是该系统主要用于国债首发询价时登记投资者信息，不用于二级市场交易登记，该系统更类似于券商的IPO簿记系统^①。为了给那些担心中介机构破产，不希望自己的证券登记在中介机构名下的投资者使用，1995年全美证券托管公司（DTC）开发直接登记系统（Direct Registration System, DRS）^②。2008年1月美国监管机构要求纽交所及纳斯达克上市公司都要支持DRS系统，用电子凭证替代实物证券凭证^③，投资者只需要在该系统做一下信息填报，就可以将由中介机构（broker）名义持有的证券快速转换为投资者直接持有。但是在DRS直接登记持有人模式下，投资者买卖交易必须通过上市公司的直接投资计划进行，上市公司会按日、按周、或按月以市场平均价来代理投资者买卖，这样的缺点就是交易周期长，成交价格无法控制，证券缺少流动性。投资者如果希望快速买卖，必须将自己直接登记持有的证券重新转托管至中介机构名下，由中介机构代理买卖^④。

我国柜台债、债券通已试水多级托管

我国证券市场作为后起之秀，在成立之初就充分借鉴了国际经验，建立了“一级托管、直接持有”模式，该模式具有简洁、易穿透的特点。根据央行《2021年金融市场运行情况》，截至2021年12月末，我国银行间债券市场托管余额已达114.7万亿元。多级托管在我国已不是新鲜事物，20世纪80年代我国试点柜台债转让，2002年开始实行柜台债两级托管机制，同时建立了由CSD穿透监管的特色模式。根据《上清所债券柜台交易登记结算业务规则》第十七条规定，工作日交易结束后，二级托管机构应在19点前将全部柜台交易数据传送至上交所，由上清算审核账户交易有效性。这意味着交易账户可以穿透到底层投资者。

2017年7月，我国在“债券通”的“北向通”也引入多级托管机制，约定由香港金管局债务工具中央结算系统（CMU）在上交所、中债登设立“名义持有人”账户；同时，合格境外投资者通过在CMU开设“债券通”次级账户^⑤。

① 美国Treasury Direct系统介绍<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/treasury-direct/>.

② DRS系统介绍<https://www.thebalance.com/what-is-the-direct-registration-system-or-drs-for-stocks-357536>.

③ https://www.computershare.com/ca/en/Documents/About_the_Direct_Registration_System.pdf.

④ 美国各类托管模式优劣比较<https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/investorpubsholdsechtm.html#faq>.

⑤ 《中央国债登记结算有限责任公司“债券通”北向通登记托管结算业务规则》（中债字〔2017〕102号）第七条、第八条。

根据2021年8月央行等六部门联合发布的《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》第二十九条规定，进一步明确坚持“一级托管”为主，研究探索建立健全兼容“多级托管”的包容性制度安排。

引入多级托管的利弊分析

有利方面：防风险，促创新、促开放

缓解CSD的开户结算压力，减少系统性风险。资管产品净值化转型后，很多非标投资转变成银行间标准债券投资，这将给中债登和上清所带来很大冲击。而引入多级托管机制将原有的一级证券资金结算，转变为两级甚至多级，一级结算在托管人与CSD间完成，有助于缓解CSD开户压力和结算压力。根据中国银行业协会27家托管银行统计数据，截至2020年12月末，资管产品总数量已达23.9万只，总规模已达169万亿元^①。而截至2021年12月末，上清所资管产品账户数大约为19 600个^②。这与23.9万只资管产品数量相比，存在一个数量级差距。这说明虽然资管新规要求管理人要切实履行主动管理职责，抑制通道业务，但是大部分产品实际上仍然

通过各类通道进入银行间市场。以上清所为例，资管产品要买卖上清所托管的债券品种，需要在上清所开立一个债券账户和一个资金账户。需要在上清所的客户端上传开户资料：《境内非法人产品账户开立信息表》《中国人民银行全国银行间债券市场准入备案通知书》《结算成员服务协议声明及承诺》《印鉴卡》。上清所的审核时间通常为3—5个工作日。目前上清所客户端只支持逐户开立，资管产品投资运作后，每月还要向上清所支付1 500元的账户管理费，流程长、成本高。如果按照资管新规要求对通道业务从严整改，可预见未来银行间账户开立压力很大。而引入多级托管机制有望解决该问题，只需要在托管机构以产品名义开立一个子账户。

加快与国际市场交易规则接轨，促进境外资本引进来。换个视角以中国资本走出去为例，上投摩根亚太优势混合QDII基金投资范围包括澳大利亚、韩国、香港、印度、新加坡等市场^③，如果没有多级托管机制给管理人统一的标准入口，管理人就需要在不同国家的CSD开立股票、债券、OTC市场的各类账户，此外还要面对交易币种不同，时区不同（甚至还有夏

① 中国银行业协会发布的《中国资产托管行业发展报告（2021）》第11页。

② 上海清算所债券业务运行分析（2021年12月）https://www.shclearing.com.cn/sjtj/ywfx/202201/t20220124_998866.html

③ 参考《基金合同》十二、基金的投资（一）基金的投资目标。



令时)等问题。我国QDII基金出海面临的问题,也就是QFII机构进入我国市场面临的问题。境外基金管理人以QFII名义进入我国市场,中国市场只是其基金组合的一部分。如果没有全球托管人的多级托管机制,基金管理人就需要面对各个市场准入、税务申报、交易规则、信息披露、语言差异等问题。如我国针对QFII投资者的专门规定有:市场准入方面,境外投资者应当通过原件邮寄或银行间市场结算代理人代理递交等方式向中国人民银行提交中国银行间市场投资备案表^①;投资限制方面如,所有境外投资者对单个上市公司A股的持股比例总和,不超过该上市公司股份总数的20%^②;资金汇划方面如,投资者汇出资金中本外币比例应保持与汇入时的本外币比例基本一致,上下波动不超过10%^③等;交易规则方面如:QFII第一案南宁糖业诉QFII马丁居里的官司,马丁居里因为不熟悉中国的交易规则,在合计持有超过5%的南宁糖业股票后六个月内又抛售,违反了《中华人民共和国证券法》第四十七条^④规定,上市公司董事、监事、

高级管理人员、持有上市公司股份百分之五以上的股东,将其持有的该公司的股票在买入后六个月内多出后六个月内又买入,由此所得收益归该上市公司所有。有了全球托管人,基金管理人只需要在全球托管人处为基金开立一个证券托管账户,将上述事项以及政策研究委托给全球托管人来处理。

促进证券借贷创新,活跃市场流动性。债券托管人可以充分发挥自身信息优势以及中介作用,一方面作为做市商活跃市场,另一方面可以为证券出借方和证券借入方提供沟通平台,促进证券借贷业务发展。在国外证券借贷是一项重要的托管服务,其诞生之初主要是用于防止证券交割失败。证券出借人主要是长期持有证券的养老基金、保险基金等机构投资者,其出借目的主要是为了抵消证券托管费、结算费。证券借入方一般是证券交易商、对冲基金等,主要目的是证券交割、做空、套利等。

增加个人投资者参与债券市场渠道,扩大投资者客群。债券相对于股票来说,具有收益稳定、波动小的特点。但是长期

① 中国人民银行关于境外央行、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(银发〔2015〕220号)第一条。

② 关于实施《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》有关问题的通知(证监基金字〔2006〕176号)第十条。

③ 国家外汇管理局关于境外机构投资者投资银行间债券市场有关外汇管理问题的通知(汇发〔2016〕12号)第四条。

④ 中华人民共和国证券法(2019年修订)第四十四条。

以来银行间市场不对个人投资者开放，个人投资者缺乏参与银行间债券市场的有效渠道。目前仅有柜台债向个人投资者开放了国债、政策性金融债买卖交易，柜台债采用的是二级托管模式。

不利之处：信息不透明、配套监督机制缺失

无法穿透底层投资者，影响国家宏观调控能力。以上清所为例，“一级托管、直接持有”模式下，所有的资管产品均需要在上清所开立证券账户和资金账户，监管部门可以较为直接地了解全市场投资者情况，而引入“多级托管”和“名义持有人”后，托管人只需要在上清所以托管人名义开立证券汇总账户，此时债券发行人看不到底层者是谁，只能看到托管人持有了证券。缺乏底层数据，监管部门就无法穿透到底层投资者，可能会影响政策制定和国家宏观调控能力。

缺乏对托管人的账务监督机制，存在证券挪用风险。多级托管模式对托管人的内部控制提出了更高要求，托管人作为证券的名义持有人，以簿记系统记录托管客户的证券数量，虽然簿记显示投资者是持有证券的，但是证券是否已被托管人挪用、卖出或质押，产品之间账目是否混同，资金是否占用，缺乏有效监督机制。

投资者、托管人在交易违约情形下的交收责任未明确。多级托管模式下，托管人以自身名义开立汇总账户，与CSD进行

证券资金结算。对于CSD来说已经看不到底层投资者是谁，如果个别产品发生资金流动性风险，如：正回购到期无法向交易对手兑付资金，如何定位到哪个账户发生违约，如何处置质押券，甚至相关方是否需要承担垫资责任，有待明确。

多级托管投资者账户性质尚没有专门法规明确。多级托管模式下，股东名册中反应的是托管人代客账户，发行人无从得知实际投资者的个人信息和持股情况，托管人的参与隔断了投资者与发行人之间的直接法律关系，实际投资者无法向发行人主张权利救济，只能依据账簿记录来主张自己的权利。1994年美国《统一商法典》（Uniform Commercial Code, UCC）第8章首次引入了证券权益（Security Entitlement）法律概念，证券权益不同于证券所有权，其内涵包括投资者对托管人持有的金融资产所享有的财产利益（Property interests），也包括投资者对托管人所享有的权利（Rights）。如：请求托管人分配证券收益的权利，指示托管人行使投票权等。

托管人系统登记确权的法律效力需要法规明确。托管银行通过自身内部系统登记和维护投资者持有的证券，在非交易过户、债券质押对抗第三人、司法冻结解冻、对外提供金融资产证明等情形下，托管人内部系统的确权效力，有待法律法规进一步明确。以质押对抗第三人举例，某



投资者拖欠了供应商A债务，同时该投资者又将其持有的债券资产质押给某公司B进行融资，托管银行按照投资者提供的与公司B签署的质押协议，改变系统里的债券状态为质押，表现形式就是债券可用余额减少。由于托管人不是具有普遍公信力的机构，如果该供应商A作为债权人通过司法部门强制执行该托管债券资产，托管人应该如何处理，该托管系统内部的质押效力是否能被司法接受，B公司能否基于托管人系统数据提出抗辩？

完善立法、系统控制、准入机制

为了充分发挥多级托管的优势，避免让多级托管成为规避监管的工具，结合中国国情，本文建议在如下方面完善体制机制。

首先，建议立法明确投资者与托管人为信托关系。美国通过创设“证券权益”概念来保护投资者，若学习美国创设新的“产权”概念可能会与《物权法》存在冲突，增加立法难度。建议依据《中华人民共和国信托法》第二条明确投资者和托管人之间是信托关系，由投资者作为委托人，托管人作为受托人，投资者将证券所有权委托给托管人，由托管人按投资者的意愿进行管理或者处分。按照《中华人民共和国信托法》第十八条受托人管理运用、处分信托财产所产生的债权，不得与其固有财产产生的债务相抵销。受托人管

若将多级托管账户认定为一般银行账户，变成投资者资产，则只能由投资者向托管人主张债权，将灭失信托关系属性。

理运用、处分不同委托人的信托财产所产生的债权债务，不得相互抵销。明确信托关系有助于与托管人之间实现破产隔离。

其次，立法明确多级托管账户法律性质及托管人确权效力。多级托管账户是托管人为投资者建立的内部簿记账户，若将多级托管账户认定为资管产品，将阻断投资者与发行人之间的法律关系，只能由托管人代其实施民事法律行为；若将多级托管账户认定为一般银行账户，变成投资者资产，则只能由投资者向托管人主张债权，将灭失信托关系属性。基于上述分析，多级托管账户性质更类似于投资者对托管人持有证券享有的股东权益。目前，资管产品的法律性质已有比较完善的法律依据，各类资管产品虽然本身不具有独立的法人资格，但是根据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第八条第九项，管理人具有以管理人名义代表投资者利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为的职责。

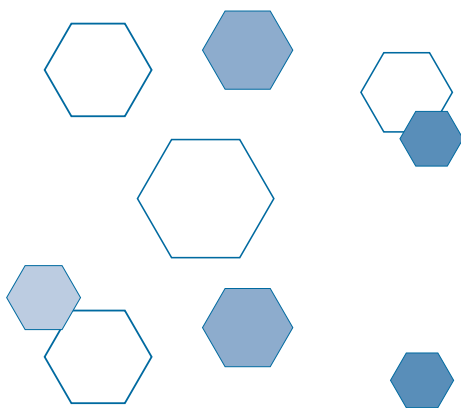
再次，在制度和基础设施建设上，可以借鉴柜台债模式引入CSD监督机制往下穿透底层账户。这也是实现国家治理

体系治理能力现代化的必然要求。每日多级托管机构将交易数据和持仓数据上传至CSD，由CSD进行有效性验证，核对证券及资金明细，对投资者进行穿透登记。同时允许投资者登陆CSD和多级托管人系统，核对登记数据是否一致，形成制约机制。这样监管机构仍然可以实时掌握全市场交易数据和最终持有人数据，同时又不影响全市场的结算效率。

最后，建立对托管人的严格准入机制，从内控有效性、制度完善性、系统功能、人员配备方面对托管人进行严格审核。虽然法规层面明确了托管人不得挪用或质押托管证券，产品之间账目不得混同。但是道德风险的控制，依赖于托管人的内控有效性，多级托管业务具有专业性，需要专门的系统、专业人员，所以必须对多级托管人进行准入限制，建议可以参照证券投资基金托管资格设置相应的准入条件，让申请机构有法可依。根据《证券投资基金托管业务管理办法》第八条：申请机构要设有专门的基金托管部

门，取得基金从业资格的人员不低于部门员工人数的1/2，有完善的内部稽核监控制度和风险控制制度，有安全高效的清算、交割系统，核心业务岗位人员应当具备2年以上托管业务从业经验。这些条件提高了托管人的准入门槛，有助于托管人完善内部控制体系充分发挥第三方独立监督职责，对资管行业的健康发展发挥了积极的作用。^[N]

学术编辑：卢超群



参考文献：

- [1]董屹,卓贤译.证券结算和欧洲金融市场[M].中国发展出版社,2016.
- [2]胡捷,黄志鹏,肖娟.多级证券托管制度下托管银行债券借贷服务探讨[J].现代金融导刊,2020,(8):52-57.
- [3]刘戈.美国统一商法典中的“证券权益”探析[J].法制与社会,2010,1(中):106-107.
- [4]刘爽,唐洁琬.多级托管的发展脉络及改进方向——以美国为例[J].债券,2021(10):47-53.
- [5]秦方舟.证券多级托管视阈下的投资者利益保护[J].山西省政法管理干部学院学报,2019(9):21-24.
- [6]冯源,刘爽.债券登记托管:基本概念、历史沿革和现实选择.债券,2021(4):53-59.
- [7]国泰君安证券课题组.证券市场托管制度优化研究[J].证券市场导报,2020(2):11-19.