



人民銀行正同金管局研究“南向通”框架， 債市雙向開放有望迎來新進展

12月2日，人民銀行主管報紙《金融時報》報道，人行正與香港金管局一道，會同各方研究探討債券“南向通”的框架性方案。稍後金管局發言人也表示，金管局與人民銀行會成立工作組，推動研究工作，並適時與業界溝通。“南向通”歷時3年多終於迎來新進展，作為債券通的重要部分，市場對“南向通”期待已久，落地之後將進一步完善兩地的互聯互通，為內地投資者提供多元化資產配置渠道，以及強化香港國際金融中心地位，推動人民幣國際化進程。

一、背景情況

為促進債券市場發展，推動內地和香港之間債券市場的互聯互通，債券通“北向通”於2017年7月正式開通。按照當時的部署安排，先開展“北向通”是符合分步實施、穩妥推進的原則，通過紮實做好“北向通”，可以為未來“雙向通”積累經驗。在此後的三年多時間，“北向通”運行安全穩定，業務增長快速，已經成為境外投資者進入中國債券市場的重要渠道。期間市場上關於“南向通”開放的呼聲持續高漲，但鑒於資金外流壓力較大等多重因素，一直未啓動。

近期隨著內地資金流出放緩，外資流入境內的規模逐漸增加，外匯儲備不斷上升，尤其是在債券端以流入為主，一定程度也增加了人民幣的升值壓力。在吸引外資的同時，打通資金流出的渠道、平衡跨境資金流的需求逐漸顯現。在前期“北向通”運作良好的基礎上，“南向通”提上日程時機成熟。

二、推動“南向通”開通意義重大

目前“南向通”的研究尚在框架性階段，尚未有實質性內容，但是通道一但打通，對於完善債券市場雙向開放機制、支持境內機構配

席帥
策略員
Tel:21608018
xishuai@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

聲明：

本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

置境外債券、提升香港國際金融中心地位以及推動人民幣國際化都具有重要意義。

(一) 進一步完善互聯互通機制、鞏固開放成果

“債券通”作為一項對外開放的創新實踐，自“北向通”上線以來得到了境外投資者和國際市場的高度認可，投資者數量、交易規模、持債餘額均實現較快增長。截至2020年11月末，境外投資者超過2200家，包括來自33個國家和地區的投資人，日均交易量達231億人民幣，境外投資者持有量達3.0萬億人民幣。同時，債券通先後助力中國債券納入彭博巴克萊全球綜合指數和摩根大通旗艦全球新興市場政府債券指數系列，對中國債券市場的對外開放起到了良好的推動作用。互聯互通在當前金融市場開放中是極具生命力的一項機制，“南向通”開通後將完善債券市場雙向開放的制度安排，改善目前境內機構主要通過QDII渠道需求受限的情況，持續推動金融市場開放和香港金融樞紐發展。

(二) 進一步強化香港國際金融中心地位

香港作為國際金融中心，一直以來債券是金融發展的薄弱環節，整體規模較小，一級市場發行供應量也不充足，二級市場流動性也欠佳。南向通開通後，北水南流為香港債券市場帶來內地的資金，有助於吸引企業增加在香港的發債融資，促進債券交易，提升香港債券市場的發展水平。

中央在十四五規劃中明確提出，將進一步支持香港鞏固提升競爭優勢。今年5月，中國人民銀行等四部委發佈《關於金融支持粵港澳大灣區建設的意見》，指出將有序推進粵港澳金融市場和金融基礎設施互聯互通，優化完善“債券通”等金融市場互聯互通安排，包括適時研究擴展至“南向通”。“南向通”將進一步鞏固香港作為資本進出內地的門戶角色，為香港金融業發展帶來新機遇。

(三) 進一步推進人民幣國際化進程

“南向通”開通將推動境內的人民幣流出，改變目前債券投資持續淨流入的局面，推動跨境資金流向雙向波動、平衡健康的方向發展。另一方面，隨著流出資金在香港形成存量，對於擴大離岸資金池、推動離岸人民幣市場發展具有積極作用。此外，“南向通”也會引導境內資金去配置境外的人民幣債券，有助於降低企業的融資成本，帶動點心債市場復蘇。與之相關的外匯交易需求也會進一步被激發，推動外匯市場發展。

人民幣國際化發展同金融市場對外開放一直是相輔相成、互相促進的。近年來，貿易項下跨境人民幣使用佔比逐漸下降，投資項下的人民幣業務成為新的增長點。“南向通”將進一步增加人民幣在投資項下的使用，並強化人民幣資產在全球範圍內的活躍度，從而提升人民幣國際化水平。

(四)便利境內機構資產配置需求，融入全球金融市場

“南向通”開通，無疑將為內地投資者提供更加豐富的投資標的選擇範圍，更好地滿足其走出去的需求，提高境內機構資產配置的靈活度和資產回報率，通過豐富資產類型也有助於加強對風險的管理。此外，當前境內機構投資境外的渠道相對有限、參與境外市場程度較低，目前主要渠道 QDII 在交易的自主選擇上限制較多。“南向通”成為便捷的配置境外債券的渠道，將使得境內機構能夠更深入地參與到全球金融市場中，進一步提升中國金融市場的國際化水平。

三、對香港金融業的業務機會和挑戰

根據《金融時報》的報道，“‘南向通’要有利於境內投資者、境內金融機構和金融基礎設施的發展，也要允許境內投資者自主選擇具體的交易結算安排，構建出一個便捷可控的走出去通道。”南向通具體模式目前還不可知，對於香港金融業來說，業務機會將主要取決於未來“南向通”採用什麼樣的模式。值得注意的是，在跨境資金流動風險上，監管對於“南向通”傾向更加審慎。我們可以大致設想三種可能的模式：

模式一為准入管理。類似於“北向通”，投資人獲得准入後可以自由買賣債券，不受額度限制、券種限制，這種模式自由度最高。模式二為准入管理+額度管理，即獲得准入後需要在批准的額度內進行投資，自由度居中。模式三為准入管理+額度管理+品種管理，即除了需要在額度內進行投資外，對於可以買賣哪些產品、哪類債券也有具體的要求，這種模式自由度最低，但相對風險也小。

在上述三種模式下，香港在其中的業務機會包括了開立戶口、吸收存款、債券托管、外匯交易、資金清算等。除了顯而易見的帶來大筆資金外，在托管業務、代理業務、外匯交易方面銀行亦可以有所作為。另外值得一提的是，香港作為離岸最大的人民幣清算樞紐，隨著債券雙向通開通清算業務可以預計有可觀發展，人民幣清算業務也將受益。

但考慮到目前香港債券市場的發展現狀，市場規模比較小、債券交易量也不大，債券的清算主要也集中在 Euroclear 和 Clearstream，如果“南向通”的投資標的限於香港債券市場，香港如何推動債券市場發展、提升“南向通”的吸引力、最大限度獲取政策紅利仍有待觀察。

四、小結

“南向通”的落地無論對於內地市場開放、繁榮香港金融市場以及推動人民幣國際化等國家戰略都具有重要意義，它將境內外市場的聯動性進一步加強，並持續優化配置境內外資產，提升金融市場發展水平。目前，“南向通”後續推出暫未有明確的時間表，具體方案也有待各方綜合考量。市場機構可以積極參與政策的制定，多獻言獻策，爭取該機制能夠早日落地。

近期報告

1.	美聯儲按兵不動，靜待財政刺激計劃	韓鑫豪	11.09
2.	第三季度香港經濟增速跌幅收窄	陳蔣輝	11.03
3.	國泰裁員對香港就業市場的影響	陳蔣輝	10.29
4.	中國與柬埔寨簽署自由貿易協定 貿易投資便利化再上新台階	李睿正	10.20
5.	印尼爆發反對新法案示威遊行，短期經濟下行風險增加	譚愛瑋	10.14
6.	COVID-19 對歐美勞工市場的衝擊呈現差異性	張文晶	10.12
7.	菲律賓央行維持利率不變 並增加分擔財政支出	李睿正	10.05
8.	9月泰國央行維持利率不變並調整今年經濟預測	李睿正	09.25
9.	印尼盾匯率在9月再度呈現下跌趨勢	李睿正	09.24
10.	人行擬出資金管理新規 方便境外機構投資債市	張華琳	09.23
11.	跨境人民幣新政徵求意見，大幅鬆綁提升便利化水平	席帥	09.21
12.	印尼央行維持利率不變 為穩定匯率提供支持	李睿正	09.18
13.	美聯儲提高經濟增長預期，並暗示至少未來三年不加息	韓鑫豪	09.17
14.	歐元匯率重回歐洲央行的關注焦點	丁孟	09.11
15.	馬來西亞央行9月會議維持利率不變	李睿正	09.11
16.	境外投資者投資債券市場事宜公開徵求意見投資人民幣資產進一步加強	席帥	09.04
17.	美國大選民調解讀	丁孟	09.04
18.	印尼和菲律賓央行8月會議保持利率不變	李睿正	08.24
19.	香港失業率恐在短期內維持高位	陳蔣輝	08.21
20.	泰國第二季GDP按年縮減12.2% 連續三季度環比負增長	李睿正	08.19