



席帥
策略規劃師
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

“南向通”正式開通，債市實現雙向開放

9月15日，人民銀行、香港金管局聯合發布公告，“南向通”正式開通，債券市場雙向開放終於落定。此前市場上關於“南向通”開放的呼聲一直高漲，去年12月，人民銀行表示，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，“南向通”正式提上日程。《中國人民銀行關於開展內地與香港債券市場互聯互通南向合作的通知》（以下簡稱“通知”）也同時發佈，“南向通”交易將於24日上線。這是債券市場開放的又一里程碑，標志著內地和香港金融市場互聯互通、雙向開放向更高水平邁進。作為支持香港經濟社會發展的重要舉措，將進一步提升香港債券市場的發展水平、鞏固香港國際金融中心地位。債券市場雙向互通也將進一步加深國內國際經濟互動，促進人民幣跨境使用，進一步推動人民幣國際化進程。

一、背景情況

債券通“北向通”2017年啓動，按照當時的部署，先分步實施、穩妥推進先開展“北向通”，積累經驗，適時擴展到“南向通”。“北向通”已平穩運行4年，外資流入境內規模持續增加，已經成為了境外機構進入中國債券市場的重要渠道。近期以來，隨著內地資金流出放緩，外資流入境內的規模逐漸增加，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，“南向通”提上日程時機成熟。

“北向通”模式是通過基礎設施互聯互通，採用多級託管等國際通行做法，切實便利境外機構“一點接入”。與“北向通”一樣，“南向通”也採用了國際通行的名義持有人制度安排。內地債券登記結算機構、託管清算銀行通過在香港開立名義持有人賬戶的方式，為內地投資者提供債券託管結算服務。境內投資者可以自主選擇通過境內債券登記結算機構或境內託管清算銀行託管其債券資產。

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。

這與監管之前的表態“‘南向通’要和人民幣國際化以及金融市場對外開放的整體部署相配合，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，構建一個便捷可控的‘走出去’通道”是一致的。其他部分如額度管理等也基本符合市場預期。

二、“南向通”通知的主要內容

《通知》明確了“南向通”相關的框架安排，包括投資者類型、投資渠道、可投券種等，可以看到，《通知》中對於投資者類型、投資渠道都做了兩手安排，以盡可能的為投資者提供便利，既體現了尊重現有的投資習慣，又能滿足新的投資需求。

（一）投資者類型

兩類投資者可以通過“南向通”開展境外債券投資，一是合格境內機構投資者(QDII)和人民幣合格境內機構投資者(RQDII)，二是經中國人民銀行認可的部分公開市場業務一級交易商。按照人行要求，現階段暫定為中國人民銀行 2020 年度公開市場業務一級交易商中的 41 家銀行類金融機構(不含非銀行類金融機構與農村金融機構)。41 家銀行類金融機構無需申請，將自動獲得“南向通”項下的資格參與南向通投資。其他機構可以通過購買合格投資者發行產品的形式參與。

（二）投資渠道及投資範圍

《通知》規定，“內地債券登記結算機構、託管清算銀行通過在香港開立名義持有人賬戶的方式，為內地投資者提供債券託管結算服務。境內投資者可以自主選擇通過境內債券登記結算機構或境內託管清算銀行託管其債券資產”。理解該條文，按照投資者選擇的服務機構不同，可以通過境內債券登記結算機構，如上清所，也可以通過境內託管清算銀行，如中國銀行託管結算。投資範圍為境外發行並在香港債券市場交易流通的所有券種，現階段限於現券交易。

通過境內託管清算銀行類似於現行的 QDII 投資流程，由境內託管清算銀行與香港債券登記結算機構或者香港託管銀行建立連接，進行投資結算。在這種模式下，投資者可以選擇交易平台，可通過 CFETS 下單，也可通過以往 QDII 慣常使用方法如 Bloomberg/Tradeweb 下單，與金管局指定的做市商進行交易。按照人民銀行通知，首批境內託管清算銀行為工商銀行、中國銀行和中信銀行，需要通過這三家銀行辦理相關“南向通”下業務。通

過境內託管銀行投資者基本沿用現有做法，可以享受託管清算銀行提供的託管、交易、兌換、跨境匯划、投顧等綜合服務。

通過境內債券登記結算機構，即類似於債券通“北向通”，由境內外的基礎設施互聯，境內投資者可以直接通過境內市場基礎設施投資境外債券。從“北向通”效果來看，這種模式已經得到驗證，給投資人提供了很大的便利，是極具生命力的。在此模式下，初期先開通人民幣及港幣債券，稍後逐步擴展至其他幣種，投資者可使用人民幣及外幣進行投資。交易平台方面，投資者必須通過指定的境內交易平台即 **CFETS** 與金管局指定的做市商進行交易，並通過 **CIPS** 辦理資金支付。金融基礎設施互聯打通了一條便捷可控的“走出去”通道，交易對手風險明顯降低。

（三）投資額度限額

“南向通”設置了全市場年度總額度和每日額度，額度在兩種模式間共享。根據通知，現階段資金淨流出的年度總額度為 5,000 億元等值人民幣，每日額度為 200 億元等值人民幣。參與“南向通”的合格境內機構投資者（**QDII**）、人民幣合格境內機構投資者（**RQDII**）仍遵守現行管理規定，相關跨境資金淨流出額不納入“南向通”相關額度使用情況統計。也就是說，若 **QDII/RQDII** 機構參與南向通投資，則僅受其自身 **QDII/RQDII** 額度管理，不納入上述額度。設置額度限額主要是從風險防範的角度考慮，尤其是在開通初期，可以在相對風險可控的基礎上來推進交易，防止非理性的跨境資本流動。

（四）交易對手要求

境內投資者現階段必須與經監管批准的合格“南向通”指定的做市商進行交易，具體名單將由金管局公佈。

三、“南向通”具有豐富的政策內涵

（一）“南向通”進一步滿足境內機構“走出去”需求

境內投資者存在全球債券配置需求，但當前投資境外的渠道相對有限、參與境外市場程度較低，主要渠道 **QDII** 在額度、費用等方面面臨一些限制。“南向通”開通後，渠道多了，選擇也多了，無疑將為境內投資者提供更加豐富的投資目標，更好地滿足走出去的需求，提高資產配置的靈活度和資產回報率。此外，通過豐富資產類型也有助於降低整體組合的風險，加強對風險的管理。對境內機構更深入地參與到全球金融市場中也有幫助。

(二) “南向通”推動金融開放向更高水平邁進

前期實踐已經證明，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，自“北向通”開通以來，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。互聯互通機制的設計中就包括了雙向開放的基因，無論是已經開通的滬深港通、基金互認還是理財通，雙向開通才能讓資金更趨向平衡、穩定的流動。債券市場的體量是超過股票、財資等市場的，“南向通”開通是金融市場雙向開放的重要舉措，是一項長期市場機制的建立，是落實金融更高質量開放的題中之義。

(三) “南向通”為香港金融市場注入新活力

“南向通”亦是中央支持香港發展、促進內港合作的重要舉措。開通之後，“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。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。“南向通”也將鞏固香港作為資本進出內地的門戶角色，持續推動香港國際金融中心和金融樞紐發展。隨著可進可出的投資流向建立，境內外市場的互動性增強，有助於香港進一步融入“國內大循環”和發揮“國內國際雙循環”的橋樑作用，發展動力將進一步增強。

(四) “南向通”助力人民幣國際化進程

人民幣國際化與資本項目開放是金融對外開放的雙引擎，互為補充，互為支撐。資本項目開放是雙向的開放，雙向開通才能讓資金更趨向平衡、穩定的流動。“南向通”開通將帶動人民幣資金更頻繁亮相國際市場，進一步深化人民幣投融資貨幣功能。同時，“南向通”也會引導境內資金去配置境外的人民幣債券，帶動點心債市場復蘇，推動人民幣計價的金融產品規模擴大。此外，境內外市場的連接更緊密後，有助於國際投資者更加深刻瞭解境內市場，帶動更多國際投資者進入境內債券市場，提升人民幣儲備貨幣的功能。隨著流出資金在境外形成存量，離岸資金池進一步擴大，也會帶動貿易投資等使用人民幣，進一步增強其支付貨幣的功能。南向通開通後，也將大大提升資本項目可自由兌換水平，有利於建設對標國際先進的現代金融體系，推動人民幣國際化向更高水平邁進。

四、未來“南向通”將具有更廣闊的發展空間

(一) 可逐步向更多的投資者和做市商開放

初始階段，在投資者和做市商兩方都有資格限制是穩妥起見的考慮，隨著“南向通”運作順暢，可以逐步加入更多的投資者和做市商，使得市場交易更加活躍，激發出更大的市場需求。

(二) 可投資債券範圍由香港市場拓展到全球

按照細則規定，“南向通”投資範圍為境外發行並在香港債券市場交易流通的所有券種，現階段限於現券交易。從起步來看，當前可投資範圍限於香港債券市場流通的所有券種是比較穩妥的，但隨著試點逐漸運作良好，像“北向通”一樣發展成為跨境債券投資的主要渠道，香港債券市場規模恐不能完全滿足境內投資者全球配置資產的需要。截至 2020 年末，境內債券市場的總託管量為 104.32 萬億元（約 16.04 萬億美元），香港債券市場的存量規模是 3088.5 億美元，兩者相差懸殊。因此，下一步發展方向可以考慮拓展可投資債券範圍，目前全球債券主要集中託管在 Euroclear 和 Clearstream，擴大之後南向通將能夠有更豐富的可投資債券標的，進一步鼓勵資金流出、改變持續流入的狀況，有助於實現跨境資金動態平衡。

(三) 可逐步放開對年度和日限額的限制

回顧債券通“北向通”自 2017 年開通以來的數據可以發現，存量規模的發展是不斷加速的過程。2017 年 6 月末，境外機構持有境內債券的存量規模為 8,425 億人民幣，到 2019 年 5 月末，餘額達到 18,796 億人民幣，實現一萬億的增長用時 23 個月。到 2020 年 9 月，境外機構持有量達到 29,403 億人民幣，實現第二個一萬億的增長用時僅 16 個月。2021 年前 5 個月，日均交易量為 257 億元，交易量達到 2.494 萬億元。從現階段來看，“南向通”規定了資金淨流出的年度總額度為 5,000 億人民幣，每日額度為 200 億人民幣是足夠的，但未來隨著市場不斷開放和發展，現有額度未必能滿足投資者需求，未來進一步取消額度管理、允許資金自由流動將成為順應市場發展的趨勢。

五、結語

債券通『南向通』的推出，標誌著內地和香港債券市場互聯互通實現雙向開放，進一步便利內地機構投資者透過香港市場配置全球債券資產，有助於在更高水平上推動金融開放穩步擴大。此



舉也是國家支持香港經濟社會發展的重要體現，將進一步提升香港債券市場的發展水平、鞏固香港國際金融中心地位。這項舉措亦有利於加深國內國際經濟互動，促進人民幣跨境使用，形成金融市場『雙循環』相互促進的新發展格局，進一步推動人民幣國際化進程。政策的落地效果最終有賴市場推動和檢驗，在各界共同努力下，相信隨著“南向通”持續運作，境內外市場的聯動性進一步加強，對“南向通”政策期許必將實現。

近期報告

1.	看前海合作區“深化”方案 談深港金融業創新合作	應堅	09.07
2.	中國銀行積極參與印尼-中國雙邊本幣結算機制 (LCS) 中銀香港雅加達分行首發日完成多筆本幣兌換及匯款業務	人民幣業務處	09.06
3.	金管局增發外匯基金票據	蔡永雄	08.26
4.	亞太地區銀行已啓動將氣候風險納入貸款定價	江映琳	08.17
5.	印尼第二季度GDP同比上漲7.07%，實現疫情以來最大漲幅	李彧	08.10
6.	香港經濟Q2增速7.5%，全年有望達6.7%	陳蔣輝	08.06
7.	美聯儲正式邁入縮減三部曲	張謙	07.30
8.	構建內地、香港、澳門單一自貿區被列入“十四五” 展規劃	李彧	07.20
9.	上海浦東引領區 27 條建設方案出台加碼助力人民幣國際化	梁紹仁	07.20
10.	全國碳排放權交易市場將於7月上綫，為中國邁向“碳中和” 里程碑	鄂志寰	07.15
11.	中國與印尼有望啓動 LCS 本幣結算機制助力東盟人民幣國 際化形成新突破	王淳	07.05
12.	香港和墨西哥投資協定正式生效	李彧	06.16
13.	從供應與需求側看美國通脹前景	張文晶	06.01
14.	香港四月對外商品貿易保持強勁	陳蔣輝	05.28
15.	馬來西亞第一季 GDP 按年微跌 0.5% 經濟重拾增長動力	李睿正	05.14
16.	印尼第一季度 GDP 同比下跌 0.74%，下滑幅度收窄	李彧	05.11
17.	“跨境理財通”揭開面紗，實施細則公開徵求意見	席帥	05.07
18.	泰國央行維持政策利率不變 再度下調經濟增長預測	李睿正	05.07
19.	第一季度香港經濟止跌回升	陳蔣輝	05.05
20.	美聯儲維持寬鬆立場，暫未討論縮減資產購買	張謙	04.29