“南向通”上线在即 四方面影响债券市场

作者：刁倩

电话：13488659604

邮箱：diaoqian@xinhua.org

编辑：杜少军

审核：张 骐

官方网站：www.cnfin.com

客服热线：400-6123115

9月15日，中国人民银行和香港金融管理局发布联合公告表示，香港与内地债券市场互联互通南向合作（简称“南向通”）将于2021年9月24日上线。此举一是进一步完善了我国债券市场双向开放；二是金融双向开放提速满足了目前国际经济金融发展形势变化和我国发展战略的需要；三是“南向通”将促进香港债券市场蓬勃发展，香港国际金融中心地位也将得到进一步增强。

关于“南向通”的运行机制，其仍在内地与香港现行政策框架下，可投资范围是在境外发行并在香港市场交易流通的债券。起步阶段，“南向通”先开通现券交易。与“北向通”一样，“南向通”也采用了国际通行的名义持有人制度安排。而在跨境资金监管方面，央行依法对境内投资者参与“南向通”进行监督管理，并会同香港金融管理局联合监管。

对于债券市场的影响，“南向通”或带来四个方面的改变：一是境内资金更加自主配置全球债券，关注境内外债市不同偏好的投资机会；二是境内外利率联动性进一步增强，中资美元债发行或更积极；三是境内投资者将更加关注债券市场投资的汇率管理；四是双向开放后，境内债券市场或将迎来更多的增量投资。

目录

一、金融双向开放提速，债券“南向通”上线在即 3
二、“南向通”如何运行，先期开通现券交易 4
三、“南向通”或四方面影响债券市场 6

图表目录

图表 1：境外机构持及个人持有人民币金融资产走势 4
图表 2：“南向通”运行相关安排 5
图表 3：“南向通”香港债券市场 13 家金融机构做市商 5
图表 4：中国、美国、日本 10 年期国债收益率曲线走势 7

“南向通”上线在即 四方面影响债券市场

9月15日，中国人民银行和香港金融管理局发布联合公告表示，香港与内地债券市场互联互通南向合作（简称“南向通”）将于2021年9月24日上线。此举一是进一步完善了我国债券市场双向开放；二是金融双向开放提速满足了目前国际经济金融发展形势变化和我国发展战略的需要；三是“南向通”将促进香港债券市场蓬勃发展，香港国际金融中心地位也将得到进一步增强。

关于“南向通”的运行机制，其仍在内地与香港现行政策框架下，可投资范围是在境外发行并在香港市场交易流通的债券。起步阶段，“南向通”先开通现券交易。与“北向通”一样，“南向通”也采用了国际通行的名义持有人制度安排。而在跨境资金监管方面，央行依法对境内投资者参与“南向通”进行监督管理，并会同香港金融管理局联合监管。

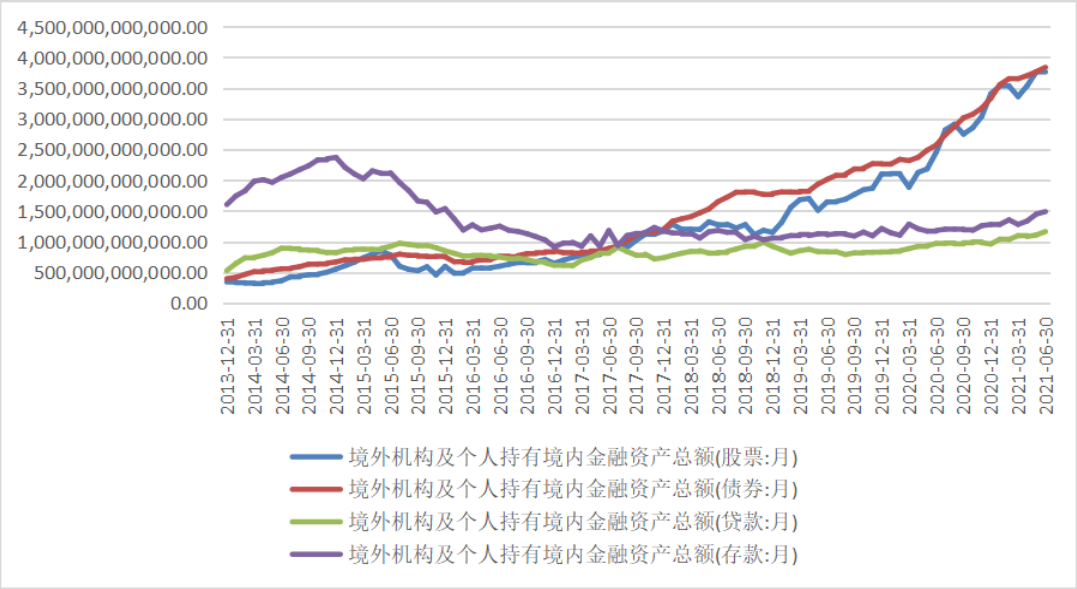
对于债券市场的影响，“南向通”或带来四个方面的改变：一是境内资金更加自主配置全球债券，关注境内外债市不同偏好的投资机会；二是境内外利率联动性进一步增强，中资美元债发行或更积极；三是境内投资者将更加关注债券市场投资的汇率管理；四是双向开放后，境内债券市场或将迎来更多的增量投资。

一、金融双向开放提速，债券“南向通”上线在即

债券市场双向开放进一步完善。“南向通”改变了我国债券市场“不对称”开放的现状，使得债券市场对外开放做到了“有进有出”。2017年7月，中国人民银行会同香港金融管理局，与各方共同努力，推出了“北向通”。但综合考虑各方面因素，“南向通”未与“北向通”同步开通。“北向通”开通前，境外投资者持有我国债券约为8500亿元人民币。而随着“北向通”的开通，境外机构加大投资我国债券市场的力度。截至目前，境外机构持有我国债券规模已经达到3.8万亿元人民币，年均增速超过40%。其中，“北向通”的境外投资者持债规模约1.1万亿元人民币，四年来累计成交量为12.3万亿元人民币；全球前100大资产管理机构中，已有78家参与进来。

“北向通”运行平稳高效，已经成为境外机构入市的重要渠道，交易日趋活跃，为“南向通”的开通奠定了基础。“南向通”的顺利落地，是我国债券市场双向开放的又一标志性举措，有利于支持境内机构“走出去”配置境外债券资产，多角度参与融入全球金融服务业。

图表 1：境外机构持及个人持有人民币金融资产走势



来源：新华财经

金融双向开放提速是目前国际经济金融发展形势变化和我国发展战略的需要。2018年以来，我国金融业对外开放步伐不断加快。疫情发生以来，我国金融开放进程并未停滞。同时，中国金融市场吸引力持续提升，境外机构持有境内股票、债券资产规模不断走高。而在资金引进来的同时，境内资金走出去的需求也不断增强：一方面是资金的双向流动可以加强境内外金融市场的联动，以提升我国金融市场的国际化水平，收窄境内外的利差。与发达市场相比，巨大的收益率溢价和对全球趋势的低相关性，使中国内地债券比以往任何时候都更受青睐。二是近几年外资的大幅进入，已经形成较大的人民币升值压力，而适量的跨境资金流出，可缓解人民币升值的压力，以保障我国经济平稳运行。三是推进境内资金去配置全球资产，将进一步有效推动人民币国际化进程。

香港债券市场将蓬勃发展，香港国际金融中心地位将得到进一步增强。开通“南向通”使得内地和香港双向互联互通真正实现，这将推动两地加大跨境监管合作，促进市场监管标准的逐步趋同，进一步提升境内债券市场结算登记、信用评级、信息披露等相关制度的国际化。而投资标的仅限于香港债券市场流通的券种，将继续巩固香港连接内地与世界市场的桥头堡与枢纽地位，助力香港融入国家发展大局，维护香港的长期繁荣稳定。

二、“南向通”如何运行，先期开通现券交易

根据央行公告，“南向通”没有突破内地与香港现行政策框架，主要是通过加强两地债券市场基础服务机构合作，为内地机构投资者“走出去”配置债券提供便捷通道。“南向通”的可投资范围是在境外发行并在香港市场交易流通的债券。起步阶段，“南向通”先开通现券交易。

图表 2：“南向通”运行相关安排

	南向通	北向通
交易时间	上午 9:00-12:00，下午 13:30-20:00	上午 9:00-12:00，下午 13:30-20:00
交易货币	境内投资者可使用人民币或外汇参与“南向通”，相关资金只可用于债券投资。	人民币
额度	跨境资金净流出额上限不超过年度总额度和每日额度。 年度总额度为 5000 亿元人民币，每日额度为 200 亿元人民币	不设额度
参与资格	内地投资者暂定为中国人民银行 2020 年度公开市场业务一级交易商中的 41 家银行类金融机构（不含非银行类金融机构与农村金融机构）。合格境内机构投资者（QDII）和人民币合格境内机构投资者（RQDII）也可以通过“南向通”开展境外债券投资。交易对手方暂定为香港金融管理局指定的“南向通”做市商。	需符合银行间债券市场准入条件的境外机构投资者，包括来自全球的资产管理公司、主财富基金、银行、保险公司等。
投资产品	标的债券为境外发行并在香港债券市场交易流通的所有券种。	银行间债券市场交易流通的各类债券，包括利率债及信用债。

来源：中国人民银行，香港金管局，新华财经

与“北向通”一样，“南向通”也采用了国际通行的名义持有人制度安排。内地债券登记结算机构、托管清算银行通过在香港开立名义持有人账户的方式，为内地投资者提供债券托管结算服务。而为“南向通”提供债券登记、存管、托管、交易、结算、清算等基础性服务的机构包括两地相关金融基础设施和托管清算银行。其中，金融基础设施包括中国外汇交易中心（全国银行间同业拆借中心）、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场清算所股份有限公司、跨境银行间支付清算有限责任公司、香港交易及结算有限公司、香港金融管理局债务工具中央结算系统，首批境内托管清算银行为工商银行、中国银行和中信银行。

图表 3：“南向通”香港债券市场 13 家金融机构做市商

“南向通”香港债券市场做市商
中国农业银行股份有限公司香港分行
中国银行（香港）有限公司
交通银行股份有限公司香港分行
法国巴黎银行香港分行
中信银行（国际）有限公司
中国建设银行（亚洲）股份有限公司
花旗环球金融亚洲有限公司
Credit Agricole Corporate and Investment Bank
香港上海汇丰银行有限公司

中国工商银行（亚洲）有限公司
J.P. Morgan Securities （Asia Pacific） Limited
瑞穗证券亚洲有限公司
渣打银行（香港）有限公司

来源：香港金管局，新华财经

在跨境资金监管方面，央行依法对境内投资者参与“南向通”进行监督管理，并会同香港金融管理局持续健全内地与香港债券市场互联互通的监管合作安排。央行表示，“南向通”通过在交易、托管、结算、汇兑等各个环节的设计，实现资金闭环管理，并通过交易托管数据报告等方式，强化穿透式监管与监测。根据香港金管局发布的《“债券通”项目下中国人民银行与香港金融管理局加强监管合作谅解备忘录》显示，在穿透式监管方面，双方应强化两地债券交易平台、债券登记结算机构、托管清算银行等基础服务机构的报告义务，包括提供投资者信息、托管数据和资金跨境划转数据等，以尽量确保数据收集的完整性和监管信息的有效性，通过两地基础服务机构之间的信息互联，使监管机构能够及时、准确、全面掌握最终投资者交易、持仓、结算等最终情况。

关于额度方面，央行也表示将根据跨境资金流动形势，对“南向通”年度总额度和每日额度进行调整。并且，参与“南向通”的合格境内机构投资者（QDII）、人民币合格境内机构投资者（RQDII）仍遵守现行管理规定，相关跨境资金净流出额不纳入“南向通”相关额度使用情况统计。

此外，央行明确表示，“南向通”相关资金只可用于债券投资。境内投资者不得通过“南向通”非法套汇。使用人民币投资外币债券的境内投资者，可通过银行间外汇市场办理外汇资金兑换和外汇风险对冲业务，投资的债券到期或卖出后境内投资者不再继续投资的，相关资金应汇回境内并兑换回人民币。央行将会同外汇管理部门依法对境内投资者开展“南向通”业务的资金汇兑、资金汇出汇入、信息报送等进行监督管理，防范境内投资者通过“南向通”进行违法违规活动。

三、“南向通”或四方面影响债券市场

一是境内资金更加自主配置全球债券，关注境内外债市不同偏好的投资机会。目前资金跨境流出的制度安排主要依托合格境内投资者制度（QDII/RQDII）。截至8月31日，合格境内机构投资者（QDII）的投资额度为1498.19亿元。而目前“南向通”的净流出年度额度在5000亿元，大幅提高了投资者境外投资的规模。同时，QDII面临一定的通道成本或管理费，变相降低了投资收益。而“南向通”将为境外投资提供更多自主性，后续通道费用也将受到关注。

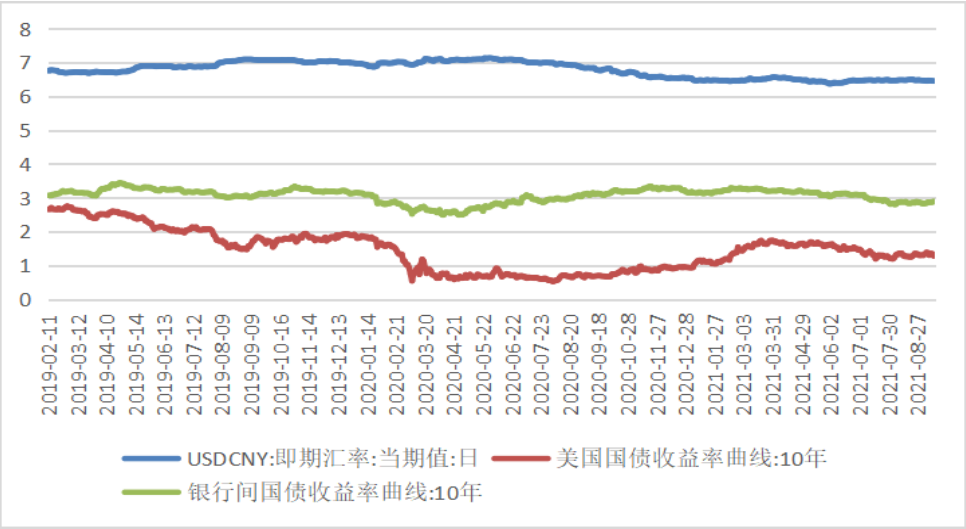
同时，对于境内外的投资机构，对于不同的投资标的有不同的理念和认知，可以关注相关投资机会。“南向通”开通初期境内机构预计仍会从较为熟悉的“点心债”（指在香港发行的人民币计价债券）、中资美元债（城投债、地方债等）入手，逐步摸索从而扩大境外债券的投资品种，投资

标的或将先集中在高等级债券。因境内外定价基准不同，投资级债券在境内有一定优势，但高收益债的性价比在境外更高，且票息也能体现绝大部分的收益。

二是境内外利率联动性进一步增强，中资美元债发行或更积极。目前国内外债市的收益率存在较大的利差，尤其是我国利率债相较国外同类别债券具有低风险、高收益的优势。随着各国央行大放水，各国债券收益率快速走低，欧元区国债收益率一直处于“负利率”时期，而美联储救市、美国疫情暴发等因素使得美国国债收益率一度出现了“负利率”。同时，在其他国家债券收益率快速走低的情况下，中国疫情已经得到有效控制，货币政策较为克制，债券市场收益率下降幅度有限，因此近年来外资加速增持中国债券。

在这样的情况下，境外资金较多的涌入境内，购买人民币资产。而“南向通”的开通，将有助于境内投资者走出去，加大对国际债券等资产的投资，或有助于收窄境内外之间的利差，增加境内外的利率联动。

图表 4：中国、美国、日本 10 年期国债收益率曲线走势



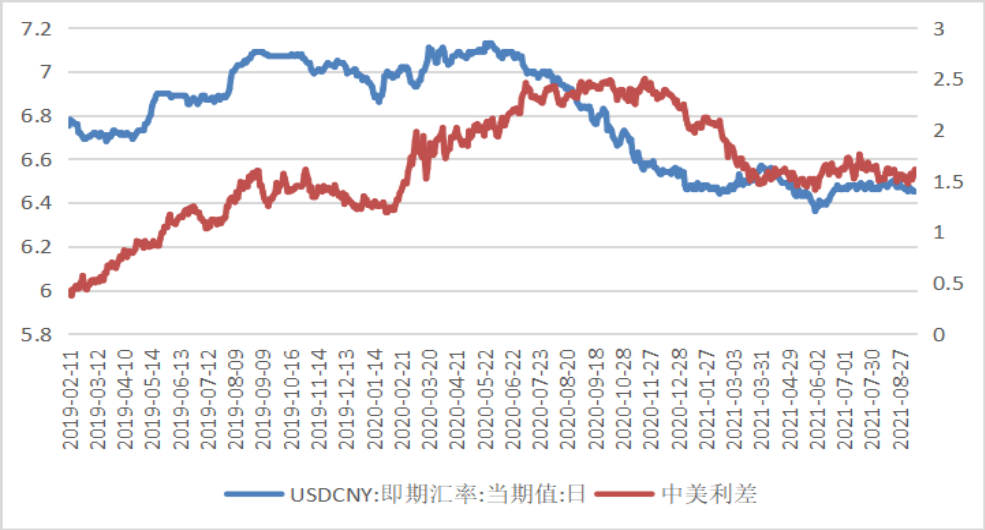
来源：新华财经

此外，由于香港债券市场中有较多中资企业发行美元债，其主要原因在于美元的利率水平长期处于较低水平，对于发行人来说发债成本较低。因此，“南向通”的上线料或将提高香港债券市场中资美元债券的流动性，提升发行人发行中资离岸债券的积极性。

三是境内投资者将更加关注债券市场投资的汇率管理。从长期来看，跨境资本的流动加大将增加汇率的波动。境内投资者在投资境外债券时，要更加关注人民币汇率波动带来的风险或者收益，增加主动的汇率管理期望。同时，当前债券资金更多以流入为主，特别在中美利差较宽的情况下，资金的流入增加了人民币的升值压力。资本双向流动放开后，资金的流出也将有助于缓解目前人民

币升值的压力。

图表 5：人民币兑美元汇率及中美利差走势



来源：新华财经

四是双向开放后，境内债券市场或将迎来更多的增量投资。伴随“南向通”施行，跨境资本将更加呈现双向波动的态势。而境内债券市场对外开放程度不断提高，境外投资者入市的便利度也将显著提升。目前，外资已经成为中国利率债市场一个比较重要的参与方，占到中国国债持仓量的11.5%左右。但目前外资在境内信用债领域的参与程度相对中资机构还比较低。

随着债券市场的进一步开放，外资或将更多地参与国内的信用债市场。引入更多不同风格的投资人，对信用债市场的流动性会有改善，成交额也会有所增加。随着债券市场外部评级的质量、区分度不断提高，也会有利于债券入库和后续的信息披露。

重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。