债券通：中国债券市场开放的主力军

Bond Connect: The Mainstay of China's Bond Market Opening

汪昌云

摘　要：本文议题聚焦于我国银行间债券市场与香港债券市场之间创新合作机制——债券通，认为其促成了金融基础设施的互联互通，为银行间市场带来新血液，推动内地和香港债券市场踏上一个新台阶。同时，债券通活跃了两岸人民币市场，发挥着促进人民币国际化向纵深发展的作用。

关键词：交易商协会　债券通　开放

Abstract: This paper focuses on the innovative cooperation mechanism between the interbank bond market and China Hong Kong's bond market known as Bond Connect. It argues that this mechanism has enabled the interconnection of financial infrastructures, brought new flows to the interbank market, and pushed the bond markets of the mainland and Hong Kong to a new level. At the same time, Bond Connect has enlivened the offshore RMB market and played a role in promoting the internationalization of the nation's currency.

Keywords: NAFMII, Bond Connect, Opening Up

债券“北向通”与“南向通”落地实施

债券“北向通”指境外投资者经由香港与内地金融基础设施机构之间在交易、结算、托管等方面互联互通，买卖境内银行间市场债券的交易制度安排。“北向通”于2017年7月实施以来交易活跃，

作者系中国人民大学财政金融学院教授。曾任交易商协会第二届从业人员培训专家委员会副主任委员。

成交笔数、境外投资人持有债券票面金额、境外投资者人数等快速增加。2021年全年累计成交72 929笔，较2018年的7 482笔增长8.8倍，年化增长率高达206%。截至2021年底，通过债券通持有的债券票面金额6.6万亿元，入市的境外投资人数达3 233家。“北向通”开通之前，境外投资者投资境内债券市场有两个直接渠道：一是2010年开始允许境外人民币业务清算行、境外参加行和境外央行三类机构直接投资境内债券市场；2016年，扩大至更多具有资质的境外机构，如国际金融机构、主权财富基金等。二是通过监管部门核准的合格境外机构投资者如QFII、RQFII等进行境内债券投资。人民银行发布的《2021年金融市场运行报告》数据显示，2021年底境外机构在中国债券市场的托管余额为4.1万亿元，占中国债券市场托管余额的比例为3.1%，其中境外机构在银行间债券市场的托管余额就高达4.0万亿元。虽然没有公开的债券通持仓数据，但债券通开通前（2017年6月）境外机构在中国债券市场的托管余额仅8 425亿元，占中国债券市场托管余额的比重仅为1.24%。[①]据此推断，与传统的两种境外投资者投资人民币债券渠道相比，“北向通”已发展成境外投资者投资人民币债券的主要渠道。

债券“南向通”于2021年9月上线，为境内机构投资者投资境外债券提供一个全新渠道。“南向通”采用基础设施互联互通及境内外托管行“双托管”两种模式。一是由境内金融监管部门认可的境内债券登记结算机构，在香港金融监管部门认可的香港债券登记结算机构开设名义持有人账户，登记代境内投资者名义持有的债券余额。二是由境内托管清算行和香港金管局认可的境外托管清算行建立托管关系，将债券名义托管在境外托管行开立在香港债务工具中央结算系统（CMU）的托管账户。投资者可以自由选择两种模式的一种。与“北向通”不同，由于“南向通”涉及跨境资本流动监管，境内监管机构对“南向通”实施额度限制和宏观审慎监管。

我国债券市场开放的主渠道

“债券通”开通前，境外机构投资境内债券市场仅限于获得人民银行和国家外汇管理局准入许可的6类机构，或者境内监管部门核准的合格境外机构投资者（如QFII、RQFII等）。境内机构投资境外债券市场则是透过合格境内机构投资者（如QDII、RQDII等）、由具有资质的发起人发起设立的人民币国际投贷基金，以

① 胡杏,齐稚平,何佳.我国资本市场互联互通的历程、现状与展望[J].清华金融评论,2021(09):46-49+44.

及以债权或股权方式直接进行境外人民币投资。无论是直接投资还是通过QFII/RQFII，均需要先在境内开立托管及结算账户，按境内市场规则和监管要求进行交易和结算，这需要境外机构投入较多的资源，承担较高的交易成本。因此，该两类模式仅适用于规模大、实力强的境外机构投资者。

“债券通”改变了债券市场对外开放的模式，通过与国际接轨紧密的香港金融基础设施，免受准入监管约束，投资者可以利用自身熟悉的监管环境和交易规则进行境外投资。基于以下三个原因，“债券通”成为现阶段债券市场对外开放的主渠道，对我国金融开放和中国香港地区金融市场发展产生重要影响。

金融基础设施互联互通。“债券通”在不改变境内和香港现有金融监管框架的情况下，通过推动境内外债券市场基础设施机构之间的合作实现金融互联互通。“北向通”制度安排下，境外投资者可以利用境外电子交易平台Tradeweb或彭博，经人民银行认可接入交易中心本币交易系统在交易中心系统完成交易。采用中债登和上清所总托管、香港债务工具中央结算系统（CMU）次级托管的两级托管模式，使境外机构只须透过CMU而无须在境内外托管机构开户，就能完成结算，这种制度安排大幅提高了结算效率、降低了交易成本。境内金融基础设施之间的互联互通，使境外投资者能够在不更换原有熟悉的交易平台和交易规则下投资境内债券。与“北向通”类似，“南向通”亦采用国际通行的名义持有人制度安排。境内债券登记结算机构和托管清算银行通过在香港开立名义持有人账户，为境内投资者提供债券托管和结算服务。[①]从“债券通”的效果来看，金融基础设施的互联互通为投资者提供了极大的便利，受到越来越多境外机构投资者的青睐，至2021年底全球排名前100的资产管理公司中已有78家完成了“债券通”入市备案，展现出良好的发展前景。[②]

银行间市场的新血液。境外机构在我国银行间债券市场中的参与度不断提高。截至2021年末，通过债券通入市的境外投资者共计3 233家，较2020年底增长37.5%。尽管境外投资者债券托管余额占总托管余额比例不足5%，但共计持有超4万亿元中国债券的境外机构群体已发展成为仅次于商业银行和基金的市场第三大投资主体，对部分券种如国债、政策性金融债的定价影响力已不容小觑。此外，随着人民币国际化步伐的加快，人民币在

① 郭志寰.“南向通”奠基债券市场双向开放[J].中国金融,2021(19):57-59.
② 刘琪.债券通2021年交易总额同比增逾三成[N].证券日报,2022-01-06(A02).

SWIFT下国际支付份额占比和全球外汇储备占比分别从2016年末的1.68%和2.45%上升到2021年末的2.7%和2.79%。

2019年以来，中国债券相继被主流国际投资机构纳入其麾下的全球债券指数[①]，一方面表明中国债券市场的开放促使包括境外央行、主权财富基金等在内的境外投资者对人民币债券资产有巨大的需求，另一方面预示着更多的市场投资者和被动型基金对增配人民币债券资产产生强烈兴趣。2022年以来，随着美国货币政策进入升息周期，中美国债利差出现倒挂，人民币对美元出现小幅度贬值，银行间市场境外机构托管余额在第1季度呈现下滑趋势，进一步凸现了境外机构债券投资对于银行间债券市场的影响力和我国资本市场对外开放的重要性。2022年5月，人民银行、证监会、外汇局发布了《关于进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜》，统筹推进银行间和交易所债券市场对外开放，支持构建高水平金融开放格局，进一步向中国债券市场输入更多的新鲜血液。

推动内地和香港债券市场踏上一个新台阶。“债券通”对于境内和香港资本市场的影响将远超债券市场的双向资金流动本身。“债券通”至少从以下三方面促进境内债券市场发展。首先，引进成熟的国际机构投资者，全方位从债券发行、债券评级、债券交易策略，到信息披露、投资者保护等证券监管推动债券市场深度改革；其次，推动发展利率和汇率衍生品市场，满足境外投资者风险对冲的需求；最后，成为打通银行间市场和交易所市场、形成统一债券市场的催化剂。

以“债券通”为催化剂，2022年2月银行间市场与交易所市场实现了投资者“一点接入”便可参与对方市场的债券认购和交易的互联互通制度框架。同时，“北向通”通过境内和香港市场的结算、托管、交易等金融基础设施联通无疑促进了香港债券金融基础设施进一步完善和发展。虽然“南向通”没有开通新的投资领域，但提供了QDII以外的投资渠道，给境内机构投资香港债券市场、点心债市场、中资美元债市场带来更高的操作便利性，有助于境内资金引流向香港市场，提升香港债券市场的流动性和市场规模，在一定程度上弥补

① 2019年4月，中国国债和政策性银行债被纳入彭博巴克莱全球综合指数（Bloomberg-Barclays Global Aggregate，BBGA）；2020年2月，摩根大通将中国政府债券纳入其全球新兴市场政府债券指数（Government Bond Index-Emerging Markets，GBI-EM）；2021年10月，中国政府债券又被纳入富时全球政府债券指数（World Government Bond Index，WGBI）。

了香港作为一个国际金融中心在债券市场发展上相对于其股票市场和银行业落后的短板。港交所的数据显示，2021年新上市债券数量创历史新高，达508只（2020年为430只），全年债券总募资额达1.55万亿港元。截至2021年末，港交所上市存续债券数量达1 747只，市场规模近6.3万亿港元。上市债券的二级市场交易量达1 042亿港元，创历史新高。这将有助于香港的经济发展和国际金融中心地位的巩固。

离岸人民币市场建设与人民币国际化

人民币国际化是随着中国对外贸易和其他国际经济活动的增加，人民币在世界范围内发挥价值尺度、支付手段和价值储藏职能的过程。人民币国际化是中国经济发展到一定阶段的必然结果，而离岸人民币市场建设是人民币国际化的重要组成部分。“债券通”首先是内地和香港之间在债券发行和交易的金融基础设施之间互联互通。本质上看，“债券通”的宏观有意义远超实现债券跨境投资。“债券通”活跃了离岸人民币资金池，影响着离岸人民币资金池规模，从而影响到离岸人民币汇率波动进而对在岸人民币汇率产生影响。同时，“债券通”推动离岸人民币市场业务创新，发挥着促进人民币国际化向纵深发展的作用。

离岸人民币资金池建设。自2003年底中银香港被委任为中国香港人民币业务清算行开始，离岸人民币资金池开始逐渐形成规模。2021年末，全球离岸人民币存款余额2.48万亿元，其中主要分布于中国香港、中国澳门和中国台湾。[①]香港2021年末人民币存款创下今年的新高，达9 270亿元。离岸人民币资金池规模一方面代表境外投资者对于人民币及人民币资产的需求，另一方面直接影响到离岸人民币利率、汇率及其变动。离岸人民币资金规模越大，人民币计价资产交易越活跃，人民币离岸汇率就越能反映真实供求关系和市场预期，进而与在岸人民币形成良性互动。离岸资金池规模不足的直接经济后果是，在遭遇到市场冲击时，离岸人民币短期利率特别是CNH HIBOR隔夜利率剧烈波动从而导致离岸人民币汇率波动，对在岸人民币定价造成不利影响。“债券通”对于人民币资金池建设总体上是有利的。通过境内与香港金融基础设施互联互通，增加了境外投资者对于人民币和人民币资产的需求，推动了离岸人民币交易，间接地增强了境外机构和居民使用人民币进行

① 严宝玉.新发展格局下进一步推动人民币国际化的现实问题与政策建议[J].当代金融家,2022(06):37-40.

贸易结算、投资或价值储藏。“南向通”目前规定每年净流出规模5 000亿元人民币，投资范围仅限于香港市场流通的债券基金数量，但是其中很大一部分流入香港离岸人民币市场，直接增加离岸人民币债券发行规模和交易规模。例如，2021年底末，香港市场上未偿还离岸人民币债券总额较上一年同比上升26%，达6 730亿元。值得注意的是，“北向通”下境外投资者使用人民币或在离岸市场上买入人民币投资境内债券，将离岸人民币通过合法渠道回流境内，对离岸资金池起到“抽水”的作用。在人民币国际化的现阶段，人民币资金池规模尚小，资金流出较多而补充不足时就会出现离岸人民币利率和汇率的大幅波动，增加了境外投资者持有人民币和人民币资产的风险。我国离岸人民币资金池建设在宏观上需要在节流和开源之间取得相对平衡，并以扩大离岸人民币资金池规模为主方向。

离岸人民币汇率。从长期看，在岸和离岸人民币汇率均由我国宏观经济基本面决定。由于离岸人民币市场不受央行干预和监管，离岸人民币汇率相对于在岸人民币汇率更多地受到离岸人民币供求关系和套利交易的影响。在资本项目开放之前，离岸人民币供求主要取决于境内外贸易商结算方式的选择。随着跨境人民币投资、陆港通、债券通等资本项下人民币跨境流动的开放，离岸人民币资产的交易越来越显著地影响离岸人民币利率和汇率。人民币资产预期收益的提升，将增大对于人民币资产的需求，拉高离岸人民币利率和汇率，反之亦然。“北向通”显著活跃了香港人民币债券交易。根据环球银行金融电信协会（SWIFT）的统计，2021年香港人民币债券月均交易量比2016年翻了几番，同时推动了人民币外汇交易、存款、托管、资产管理等业务的发展。[①]“南向通”则驱使香港做市商纷纷构建人民币债券池，大幅度增加了人民币点心债发行规模，同时也增加了离岸人民币的供给。与“北向通”不同，“南向通”有利于扩大离岸人民币资金池规模，有利于增大离岸人民币市场深度，从而降低离岸人民币利率和汇率受到短期套利或投机活动的扰动。N

学术编辑：韦燕春

① 应坚.从“北向通”到“南向通”：跨境债券投资模式创新[J].中国外汇,2021(22):27-29.