



“南向通”十问，能否涵盖 中资美元债



【财新网】(专栏作家 王龙)

南向通框架设计和北向通有哪些不同？北向通有哪些可以改变的地方？

相同点：架构设计上比较类似，南向通打通了境内到境外，北向通打通了境外到境内的投资通道。北向通是 2017 年开通，南向通的开通实现了债券通向下的“双轨”实现，和北向通是非常相似的多级直连托管模式，即境内投资者通过上交所开立资金和现券交易账户，并与香港 CMU 进行名义账户映射，境内投资者可以透过南向通参与香港债券市场。从交易架构上来看，债券通的南向通与北向通类似，目前主流的都是采用多级直连托管模式（主次托管模式，即上交所、中债登和 CMU 分别作为主次托管），方便两岸金融市场融合。

不同点：首先，投资额度上有所不同，北向通并未设置额度限制，南向通设置了总额度 5000 亿人民币，单日 200 亿人民币。未来估计放开额度是大的方向。其次，北向通采用的是 CMU 和境内中央托管机构多级托管的直连模式，南向通除直连托管模式以外，还有可能增加全球托管模式，可能还可以通过三家指定的托管银行实现全球托管模式，投资海外美元或者欧元债。这个模式有点类似于 QDII，即境内南向通合格投资人可以在指定的托管银行开设债券通账户，并且通过托管银行参与到 Euro Clear 和 Clear Stream 上托管的美元债和欧元债，这主要是解决债券通向下的投资海外美元币种。

南向通与 QDII、RQDII 有什么区别？

首先，南向通多级直连托管模式采用的交易架构和北向通类似，和 QDII 和 RQDII 采用的架构不同。南向通的直连托管模式采用的是上清所和 CMU 多级托管架构直连模式，QDII 和 RQDII 采用的是信托产品形式。从开户效率和便利性上来讲，南向通应该更加方便。

其次，南向通和 QDII、RQDII 额度并不冲突。人民银行发布的《中国人民银行关于开展内地与香港债券市场互联互通南向合作的通知》中约定：合格境内机构投资者（QDII）和人民币合格境内机构投资者（RQDII）也可通过南向通开展境外债券投资。说明南向通的额度和 QDII 和 RQDII 应该并不重合，可并行使用。

南向通与银行传统自营投资方式(通过 Euro Clear 或者 Clear Stream)有什么区别？

理论上讲，对于银行自营方式来投资香港债券市场而言，并没有太大区别。传统银行自营可通过海外分行到 Euro Clear 或者 Clear Stream 上直接或者间接开立资金和现券托管户进行全球债券投资。南向通可能还需要通过 CMU 或者指定托管行开立账户进行交易。因此，对于银行自营资金参与海外市场投资，南向通并没有太大区别。

从交易范围和效率来看，南向通并没有为银行传统自营投资方式创造更多的便利性。对于那些可能无法直接在 Euro Clear 或者 Clear Stream

进行债券或者资金托管账户开立的中小银行提供了在上交所开户的便利程度。

南向通大家最关注的是什么？投资范围是否包括美元币种？是否包括中资美元债？

(1) 投资品种范围是什么？只包括点心债和港币债，是否包括中资美元债？因为目前点心债和港币债都不是香港债券市场流通的主流品种，中资美元债才是当前最大的债券品种，香港是亚洲最大的债券交易中心，而中资美元债占香港债券市场存量的 90% 以上，香港也是中资美元债最主要的战场。如果能涵盖中资美元债，南向通的开通短期来看可能会意义更加重大。本次南向通的设计架构中，可能通过全球托管模式（指定托管银行）涵盖美元或者欧元币种，也即是包括中资美元债。

(2) 南向通，后续是否扩大交易额度限制？目前 QDII 额度 1498.19 亿美元，南向通的 5000 亿人民币额度几乎扩大了 1/2 的 QDII 额度。未来随着中国金融机构的海外配置需求增强，额度限制取消或者扩大对南向通而言意义重大，南向通的开通有助于境内机构配置海外中资美元债、点心债等。

预期南向通开通初期运行情况如何？会不会和北向通类似？

据央行公布的数据，“北向通”首日交易活跃，共有 19 家报价机构、70 家境外机构达成 142 笔、70.48 亿元交易，交易以买入为主，共买入

128 笔、49.04 亿元。数据显示，在 2017 年“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。截至目前，这一规模已经达到 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。

目前投资范围细节还未公布，如果能涵盖中资美元债，预计使用南向通投资到海外市场的投资资金可能会增多，预计南向通向下应该新增一批投向海外的资金，包括：

- (1) 银行理财（以前银行理财受限于 QDII 额度和投资范围只能投资级）；
- (2) 基金和券商资管产品，新增额度。
- (3) 中小银行。更加便利中小银行，这一部分新增资金将会加快海外资产配置。

哪些南向通合格产品会比较受境内投资者的欢迎？

目前还没有公布合格资格产品，只是说在香港境外发行并在香港债券市场交易流通的所有券种。预计中资美元债是否纳入是大家非常关注的资产品种。

境内投资者参与境外债市有什么需要注意的地方？

境外市场和境内市场具有较大的差别，无论是市场还是借券做空机制

都不同。此次初次尝试南向通，从人民银行公布的文来看，应该不允许做空，但中长期来看，应该会放开做空机制，那么境外债券市场的做市制度不同、交易方式不同和现券做空机制都将引起境内投资者的注意，几个需要引起重视的方面：

(1) 境外和境内的法律制度架构不同。因此投资海外市场，需要着重了解海外债券发行和二级交易法律制度，求偿，追索和二级追券的流程制度等。

(2) 境外二级市场架构和流动性和境内不同。需要了解做市商制度，报价制度，一级要了解不同板块流动性和估值原理。

(3) 境外具有做空机制。虽然此次南向通开通可能并未纳入正回购或者逆回购，也没有纳入做空机制，但未来不排除会有做空渠道开通，其次了解海外做空机制有助于理解市场波动的背后原理。

预期南向通中长期的规模会达到多大？运行多久就会将额度用尽？

短期来看，目前了解到 QDII 的额度还是较为充裕，从香港债券市场

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26893

