

研究报告

两地互联互通十年成效及前瞻

阅读摘要

十余年来，两地资本市场互联互通已经建立起覆盖场内、场外交易，一级、二级市场，股票、债券、资管和衍生产品在内的全方位联通体系，开创性探索出了一条资本项目渐进开放背景下金融稳慎开放创新的成功路径，也是近年香港国际金融中心建设的实践亮点。站在收官“十四五”、谋篇“十五五”的关键时点，本报告从互联互通产品、市场、参与者、机制等多维度系统梳理两地资本市场互联互通的历程、成效和现状，聚焦进一步巩固提升国际金融中心竞争力，前瞻探讨两地资本市场互联互通提质扩容的新要求、新机遇、新方向。

两地互联互通十年成效及前瞻

一、两地资本市场互联互通发展进程及特点

两地资本市场互联互通通常是指基于香港和内地金融基础设施互联建立的金融联通机制，始于2014年11月落地的沪港通¹。根据互联互通标的产品属性分类，参照主要国际金融中心经验，可围绕股票、债券、资管产品、衍生品等四个领域梳理分析两地资本市场互联互通机制的实践路径。

（一）初始发展阶段（2016年12月之前）：建立股票二级市场联通机制，启动基金互认安排

1. 股票市场联通方面：通过基础设施连接建立两地股票市场联通机制，交易额度渐进扩容。2014年11月沪港通落地，并自2016年8月16日起取消沪港通总额度限制。2016年12月深港通启动、且自开通起无总投资额度限制。南向和北向交易均设每日额度，2018年5月两地证监会将每日额度分别扩大4倍至北向沪股通和深股通各520亿人民币、南向港股通各420亿人民币。

2. 资管市场联通方面：落地资管产品两地互联互通安排。基金互认安排于2015年7月开放，从“场外市场”进一步拓展互联互通渠道，南、北向总投资额度均为人民币3000

¹ 在基础设施互联之前，香港和内地金融市场通过合格机构投资者制度为两地投资者提供跨境投资渠道。2002年合格境外机构投资者（QFII）启动，初始阶段试点额度40亿美元，2006-2007年合格的境内机构投资者（QDII）基金在开闸后受到市场追捧，2011年人民币合格境外机构投资者（RQFII）推出，为离岸人民币拓展投资市场与渠道；另外，2010年、2012年上海率先提出QFLP（合格境外有限合伙人）、QDLP（合格境内有限合伙人）试点，相较QFII和QDII，QFLP和QDLP的可投资范围除境内外二级市场外，还包括一级市场。

亿元。互认基金支持对方市场较为成熟的主流产品跨境销售，比较而言，香港互认基金的产品种类和投资策略、投资地区更为丰富多元，有助于更好满足内地投资者构建多元资产组合。

（二）稳健扩容阶段（2017年-2021年8月）：债券“北向通”覆盖一二级市场，沪深港通机制稳步扩容

1. 债券市场联通方面：债券“北向通”落地，实现一二级市场联通。2017年7月，债券通“北向通”正式启动，两地首次建立债券市场联通渠道。2020年“新债易”（ePrime）系统上线，境外投资者可跨境参与债券一级市场发行认购。

2. 股票市场联通方面：跟随两地IPO上市制度改革，沪深港通交易标的持续扩容。2018年港交所修改《主板上市规则》，允许未盈利生物科技公司、不同投票权架构公司来港上市、以及设立便利政策吸引大中华及海外公司来港第二上市。上市制度改革初始阶段，港交所未将上述三类股票纳入港股通标的范围²。2019年10月，沪深港三大交易所明确香港上市同股不同投票权架构公司纳入港股通的条件，小米、美团成为首两家被纳入港股通的不同投票权架构公司。2020年11月，内地合资格股票³、香港上市未盈利的生物科技公司纳入沪深港通范围。

（三）提速优化阶段（2021年9月至今）：债券“南向通”

² 港交所于2018年7月14日表示，恒生综合大型股指数、恒生综合中型股指数、恒生综合小型股指数的成份股中属于外国公司股票、合订证券、不同投票权架构公司股票的，暂不纳入沪港通和深港通下的港股通股票范围。

³ 公司股票属于上证180、上证380指数成份股或A+H股公司A股的，该股票将根据沪港通规定调入沪股通股票范围，其对应的H股将根据沪深港通亦调入港股通股票范围。

落地、交易机制深入优化，沪深港通机制多维度扩容优化，理财通、ETF通、互换通启动并优化机制

1. 债券市场联通方面：实现双向联通，在债券通“北向通”开通4年后，2021年9月，债券通“南向通”正式落地，实现两地债券市场双向联通。**交易标的扩容**。2022年5月，境外机构投资者的可投资范围扩展到交易所债券市场。**提升交易标的的交投吸引力**。2024年2月26日，中国人民银行（以下简称人行）和香港金融管理局（以下简称HKMA）在推出的六项两地金融深化合作措施中指出，进一步放开银行间市场债券回购业务，境外参与机构由主权类机构拓展至各类商业机构，支持通过“债券通”渠道开展银行间债券市场回购⁴（已发布征求意见稿，尚待落地）。政策同时拓展内地债券在离岸市场的担保品功能，2024年2月26日起在岸国债和政策性金融债，可作为抵押品使用香港金管局的人民币流动性安排，便利境外投资者进行流动性管理，提升在岸债券投资吸引力。

2. 股票市场联通方面：交易标的和人民币计价扩容。2023年3月，符合条件的在港主要上市的外国公司被纳入港股通标的。2023年6月19日，港股“港元-人民币双柜台模式”正式启动。根据2024年4月19日中国证监会发布的5项两地互联互通优化措施，港股人民币柜台正式纳入港股通，

⁴ 当前仅有境外主权类机构、境外人民币业务清算行和参加行能够通过直接入市渠道开展银行间债券市场债券回购业务。新增准入机构将包括境外依法注册成立的商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司、期货公司、信托公司及其他资产管理机构等各类金融机构，以及养老基金、慈善基金、捐赠基金等中长期机构投资者。截至2024年7月，境外机构持有境内银行间市场债券规模为4.46万亿元，创历史新高。其中，债券通下“北向通”托管余额约为8,225亿元，占境外机构在银行间债券市场总托管量的18.5%。

如果政策落地，内地投资者首次可使用人民币进行港股投资，从而降低投资港股的汇兑成本，同时现有 24 只人民币柜台股票包含暂未纳入港股通的在港二次上市企业，如京东、百度，纳入沪深港通可为内地投资者提供直接投资这些股票的路径（政策尚待落地）。**大宗交易拟纳入互联互通机制。**2023 年 8 月 11 日，中国证监会、香港证监会就推动大宗交易（非自动对盘交易）纳入互联互通机制达成共识（尚待落地）。

3. 资管市场联通方面：理财通落地并扩容。 2021 年 10 月大湾区跨境理财通开始运行，金融市场互联互通首次涉及第三地澳门；2024 年 2 月 26 日，“跨境理财通 2.0”生效，在投资者准入条件、参与机构、合格投资产品范围、个人投资者额度、宣传销售安排等方面进一步优化扩容，以适应和满足当前不断增长的南向投资需求。**ETF 通落地并扩容。**2022 年 7 月起，交易型开放式基金（ETF 通）纳入沪深港通机制，与股票互联互通共享同一个额度。当前所有合资格 ETF 均要求为股票型基金，港股通 ETF 则不包含合成 ETF、杠杆及反向产品⁵；根据 2024 年 4 月 19 日中国证监会发布的 5 项两地互联互通优化措施，进一步放宽股票型 ETF 合资格产品范围，7 月 22 日港交所及沪深交易所分别按照新标准公布了最新的 ETF 通标的名单，合资格 ETF 扩容正式落地生效，扩容后港股通新增 6 只（共 16 只）、沪股通和深股通新增 85 只（共 225 只）合

⁵ **合成 ETF:** 指采用合成模拟策略的 ETF，即运用交易对手发行的掉期及表现挂钩结构性产品等金融衍生工具，来模拟相关指数的表现。**杠杆及反向产品:** 指采用杠杆投资策略，目标为日收益率达到基础市场指数收益率的正向或反向倍数的 ETF，旨在提供短期投资回报或风险对冲。

资格ETF。2024年9月，香港证监会发表通函，允许中介人在符合一定条件下，在香港分发互联互通下合资格内地ETF的研究报告，此举有助于增强两地投资者对彼此市场的理解。

REITs纳入沪深港通。根据2024年4月19日中国证监会发布的5项两地互联互通优化措施，新增将两地REITs纳入沪深港通（尚未落地）。**优化基金互认安排。**2024年4月19日中国证监会发布的5项两地互联互通优化措施提出放宽互认基金客地销售比例限制（当前政策规定互认基金在对方销售规模占总资产比例不得高于50%）、允许香港互认基金投资管理职能转授（尚未落地）。相较于内地管理团队管理的QDII基金，互认基金由海外团队管理，投资视野相对更国际化，市场期待互认基金优化安排能够尽快落地。

4. 衍生品市场联通方面：2023年5月15日，北向“互换通”正式开闸，两地资本市场互联互通扩展至衍生品市场。2024年5月，人民银行宣布北向“互换通”机制的优化安排措施⁶，推动北向“互换通”产品与国际交易习惯接轨、降低投资者资本占用以及减少参与成本。2024年7月，人民银行宣布支持境外投资者使用通过债券通“北向通”持有的在岸国债和政策性金融债作为北向“互换通”业务的履约抵押品，一方面为境外投资者提供另一项非现金抵押品选择，另一方面，拓展了境外投资者持有在岸债券的用途，发挥债券通与

⁶ 2024年5月13日，中国人民银行发布《优化“互换通”机制安排 促进中国金融市场高水平对外开放》的通知，优化“互换通”机制具体措施包括（1）丰富产品类型，推出以国际货币市场结算日为支付周期的利率互换合约；（2）完善配套功能，推出合约压缩服务和支持历史起息交易。（3）全国银行间同业拆借中心、银行间市场清算股份有限公司、香港场外结算有限公司还将同步推出其他系统优化和费用优惠措施。

互换通之间的联动和协同效应，进一步提升在岸债券的吸引力，该项优化安排有望在 2024 年底前正式实施。

经过 10 余年的持续探索，两地资本市场互联互通已经建立起覆盖场内、场外交易，一级、二级市场，股票、债券、资管和衍生产品在内的全方位联通体系。**一是资本项目渐进开放背景下拓宽国际资金投资内地渠道。**在内地资本市场渐进开放过程中，两地资本市场互联互通在合格境外机构投资者制度等已有制度设计之外，为全球境外投资者投资内地提供了独特通道。香港和内地同处一个交易时区，香港的金融规则、法律制度与国际接轨程度高，国际投资者可在港以国际惯例和交易习惯，便利地参与内地市场。**二是机制设计上高质量统筹开放和安全。**通过资金闭环管理、总额度或每日额度控制，互通标的和参与机构试点范围渐次扩大等具体机制安排，降低或有资本无序跨境流动风险，创新性探索出一条风险可控的中国资本市场渐进开放路径。**三是实质上推动两地金融基础设施优化升级。**HKSCC（香港结算）、OTC Clear（香港场外结算）、CMU（香港债务工具中央结算系统）与内地上交所、中债登、CIPS 的联通是两地互联互通的关键机制安排。实践中，相关金融基础设施提升异地参与者体验的过程，往往也是自身功能不断优化提升的过程。**四是客观上发挥着稳慎助力人民币国际化的积极作用。**目前，人民币计价在基金互认、债券通、理财通机制中已得到应用（互联互通机制南向交易人民币计价结算情况详见（附表 1）。伴随点心

债市场持续发展、“债券通”项下在岸债券离岸抵押担保功能确认及其他流动性管理价值持续释放、港股“人民币柜台”未来扩容发展，互联互通机制可在丰富离岸人民币产品生态、优化离岸人民币流动性管理机制等方面，发挥更大作用。

二、当前两地资本市场互联互通发展现状

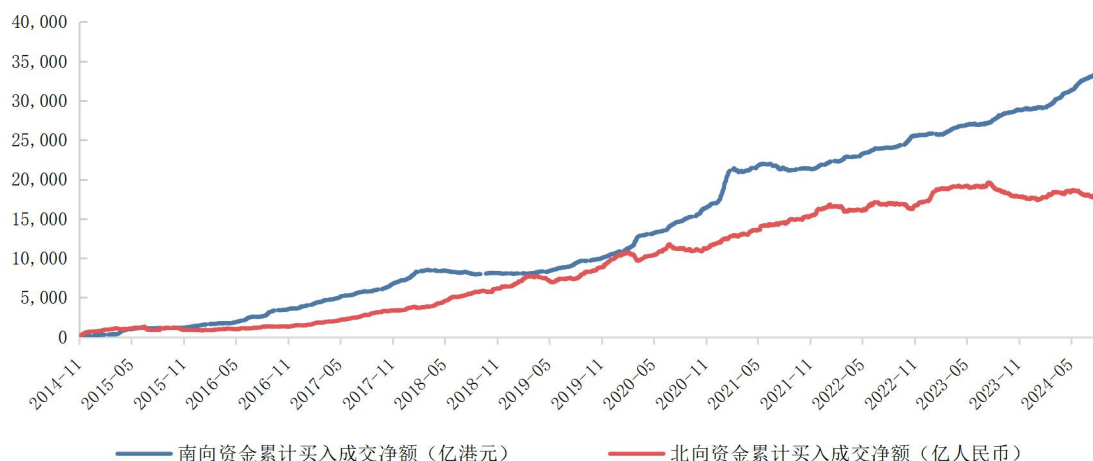
（一）股票市场互联互通：两地市值占比超 85%的股票已实现跨市场直接交易，港股通、陆股通资金日均成交额占比持续增至 1/3 左右和超 15%

从规模看，截至 2024 年 8 月 31 日，共有 2,778 只股票被纳入北向交易可投资范围（其中沪股通 1,343 只、深股通 1,435 只），占 A 股总数量的 51.9%、占 A 股总市值的 91.9%；544 只纳入南向交易可投资范围，占港股总数量的 20.7%、占港股总市值的 85.9%。

从成交额看，2024 年年初至 8 月底，陆股通日均成交金额占沪深两市日均成交金额的 15.5%，同期港股通日均成交额占港股日均总成交额的 33.4%。互联互通资金的交投占比持续上升，我们的统计数据显示，2022 年前 8 个月，陆股通、港股通日均成交金额占沪深两市、港股日均成交金额的比重分别是 10.0%和 21.9%。

从资金流向看，截至 2024 年 8 月 16 日，北向累计净流入 1.76 万亿人民币，截至 8 月 30 日，南向交易累计净流入资金 3.35 万亿港元，较 2016 年末分别增长 7.7 倍和 10.9 倍（见图表 1）。

图表 1：沪深港股通开闸以来累计买入成交净额大幅增长



数据：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）债券市场互联互通：债券“北向通”交易活跃度高于“南向通”，政金债、国债是主交易品种；美联储持续加息背景下，2022年3月以来“南向通”交投规模增长较快

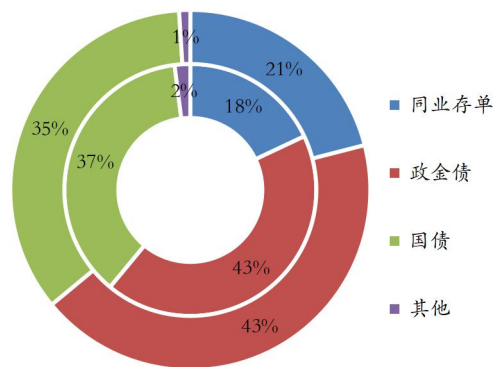
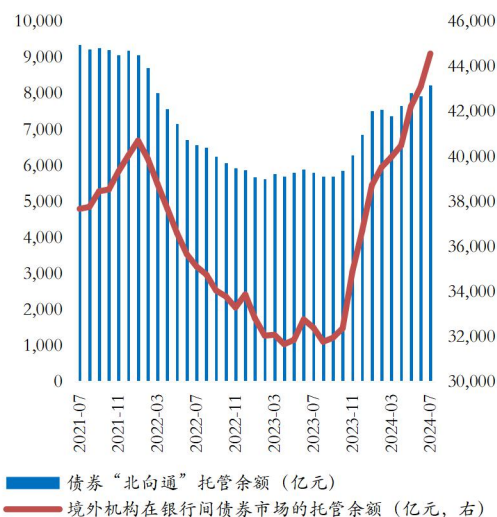
1. 债券“北向通”。从存量规模看，截至2024年7月，共有825家境外投资人通过债券通渠道进入到银行间市场；境外机构持有境内银行间市场债券规模续创历史新高，为4.46万亿元，连续第11个月增加，是“债券通”开通前的2017年6月规模的5.3倍，其中，债券“北向通”托管余额为8,224.65亿元，占境外机构在银行间债券市场总托管量的18.5%⁷。从交易额看，2023年3月以来债券“北向通”交易量明显提升，2023年全年总交易额同比增长24.4%至9.97万亿元，2024年1-7月债券交易额合计为27,590亿元，较2023年同期增长16.9%。从交易标的看，2024年7月，国债、

⁷目前，境外投资者可以通过合格境外机构投资者制度、“债券通”等渠道投资境内银行间债券市场和交易所债券市场，2024年以来，银行间债券市场托管余额占比为99%左右。

政金债、同业存单比重分别为 35%、43%、21%，5 月以来政金债比重明显增加、成为最主要的交易券种（见图表 2-4）。

图表 2：2023 年 11 月以来，境外机构持有银行间市场债券规模持续大幅增长

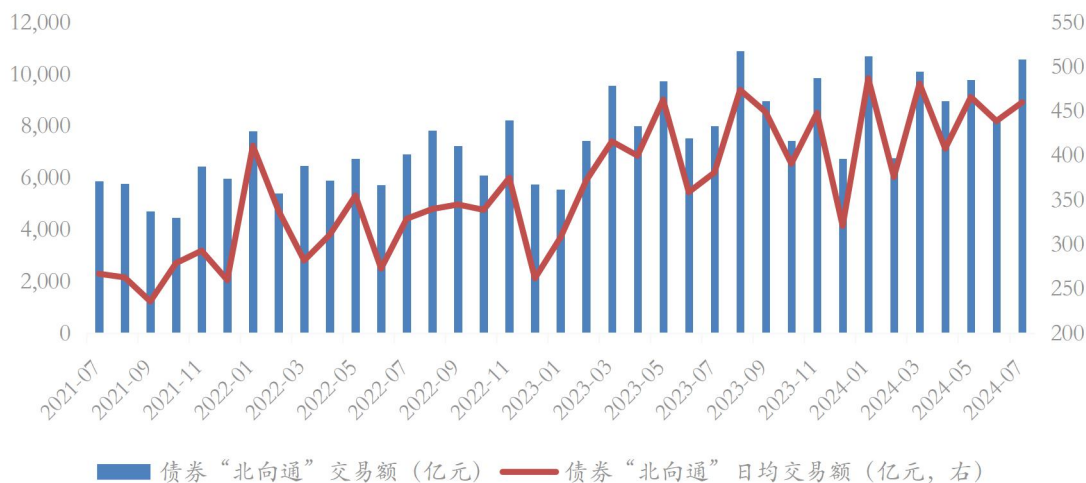
图表 3：2024 年 5 月以来政金债比重明显增加



注：内圈为2024年6月数据，外圈为2024年7月数据

数据：WIND、债券通、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 4：2023 年 3 月以来，债券“北向通”交易额明显提升

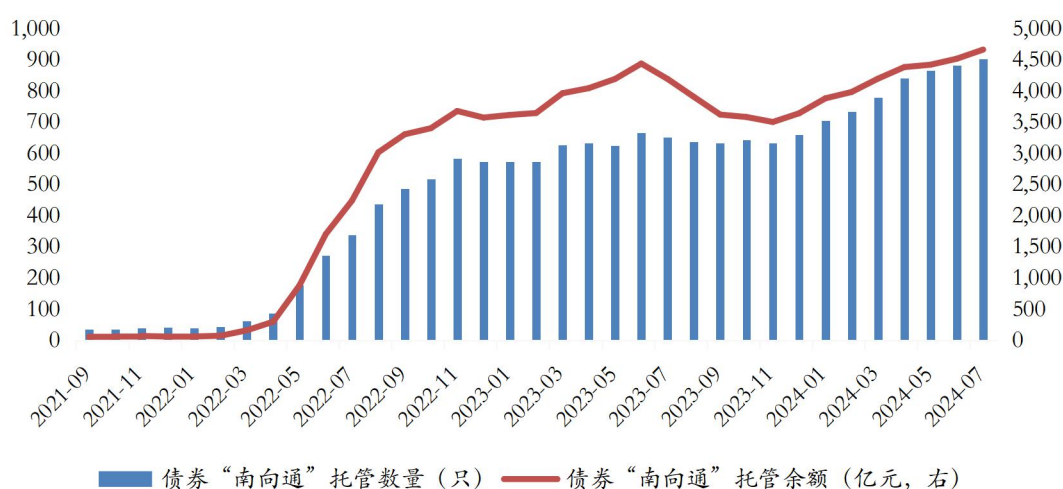


数据：债券通、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 债券“南向通”。债券“南向通”交易活跃度不及“北向通”，但交投规模增长较快。伴随美联储持续加息，“点心

债”发行的融资成本优势凸显，带动债券“南向通”交易提速。根据上清所披露数据，2022年3月起“南向通”交易活跃度明显提升，托管余额开始大幅增加。截至2024年7月末，托管债券数量为902只，较开通首月增加867只；托管余额为4,662.5亿元，占上清所托管债券总余额的比重为1.16%，是2021年9月的84.4倍（见图表5）。

图表5：2022年3月起债券“南向通”托管余额开始大幅增加



数据：上清所、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（三）资管市场互联互通：基金互认、ETF通、理财通
整体交投规模仍小，“北上互认基金”、ETF通南向、“理财通”南向交投更为活跃，REITs 互联互通尚未落地

1. 基金互认：自2015年7月两地基金互认机制开闸以来，整体交投规模小；受益于美联储加息、纯债基金占比高等因素，2023年初以来“北上基金”交投活跃明显提升。

截至2024年8月31日，在香港注册的北上互认基金共119只、总规模约762.1亿美元；内地注册的南下互认基金48只、总规模合约179.5亿美元。2023年初以来，伴随美联

储加息，海外资产收益率上升，“北上”基金累计净申购额大幅上涨。截至 2024 年 7 月底，香港基金在内地发行销售（北向）累计净申购额为 291.6 亿元，是 2023 年初的 1.5 倍、近 5 年年均复合增长达 13.6%；对比来看，内地基金在香港发行销量（南向）较低，特别是 2023 年 5 月末以后“南向”基金累计净申购额小幅下行，截至 2024 年 7 月底，累计净申购仅 8.8 亿元，较 2023 年初下降 13.3%（见图表 6）。

对比两地互认基金，香港互认基金的产品种类和投资策略、投资地区更为丰富多元。内地互认基金中，七成以上是混合型基金（40 只）、纯债基金仅 9 只。香港互认基金接近六成为债券型基金，且超过半数投资于中国以外地区（见图表 7），具有比 ETF 更强的配置属性。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/517152112104006161>