

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健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。

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行（亚洲）

东南亚研究中心

李卢霞 侯鑫彧 黄斯佳
苏静怡 王珊

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，内地合资格科创板股票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 科创板公司股票属于上证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

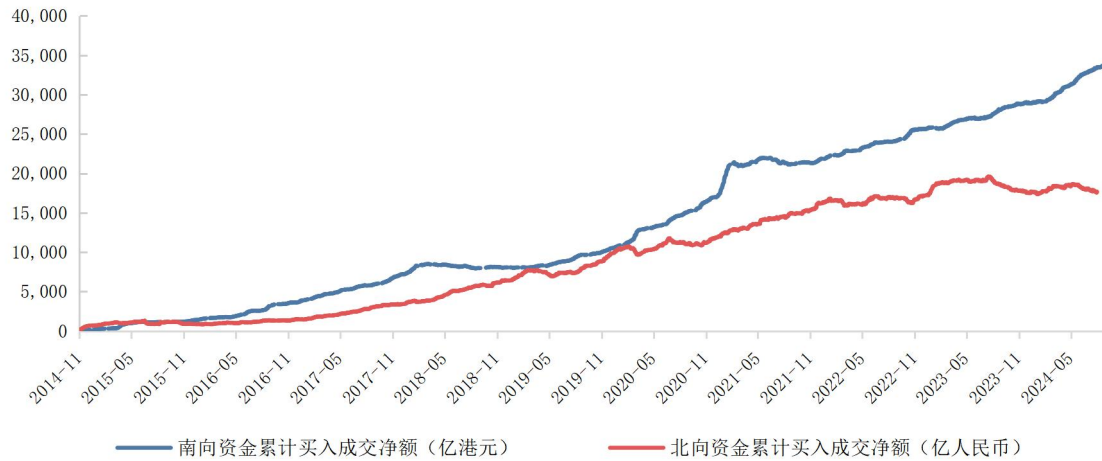
（一）股票市场互联互通：两地市值占比超 85%的股票已实现跨市场直接交易，港股通、陆股通资金日均成交额占比持续增至 1/3 左右和超 15%

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



数据来源：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

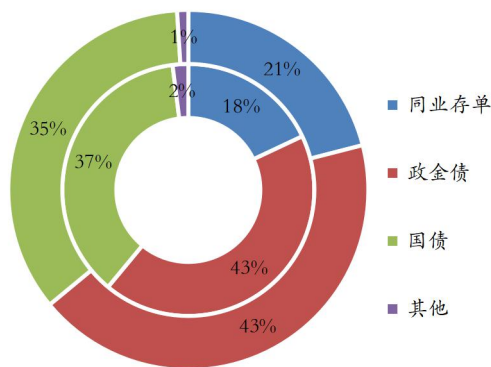
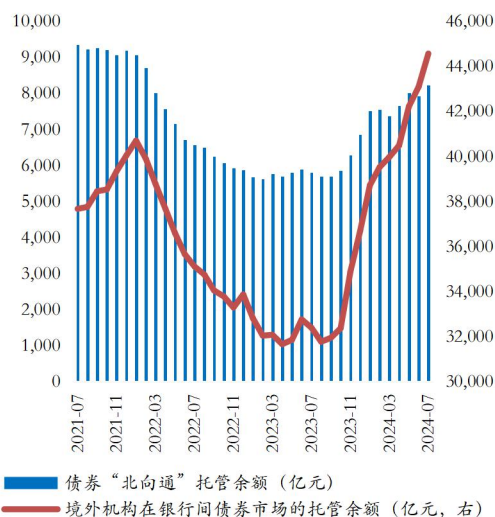
1. 债券“北向通”。从存量规模看，截至2024年7月，共有825家境外投资人通过债券通渠道进入到银行间市场；境外机构持有境内银行间市场债券规模续创历史新高，为4.46万亿元，连续第11个月增加，是“债券通”开通前的2017年6月规模的5.3倍，其中，债券“北向通”托管余额为8,224.65亿元，占境外机构在银行间债券市场总托管量的18.5%⁷。从交易额看，2023年3月以来债券“北向通”交易量明显提升，2023年全年总交易额同比增长24.4%至9.97万亿元，2024年1-7月债券交易额合计为27,590亿元，较2023年同期增长16.9%。从交易标的看，2024年7月，国债、

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

数据来源：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

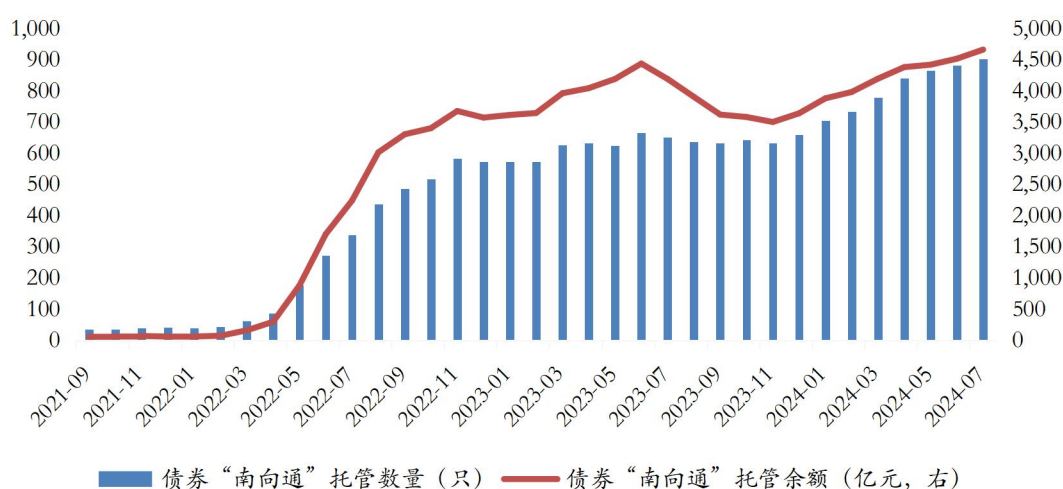


数据来源：债券通、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

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



数据来源：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

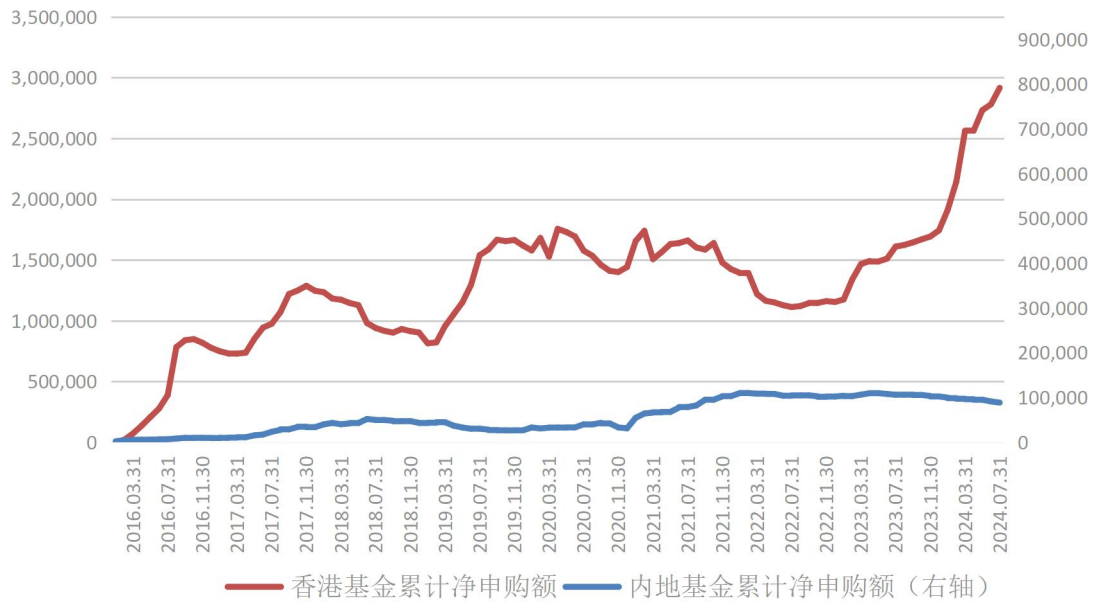
1. 基金互认：自2015年7月两地基金互认机制开闸以来，整体交投规模小；受益于美联储加息、纯债基金占比高等因素，2023年初以来“北上基金”交投活跃明显提升。

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。

图表 6：香港互认基金净认购额显著高于内地互认基金（单位：万人民币）



数据来源：国家外管局、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 7：香港互认基金投资类型及投资区域更加多样



附注：由于香港互认基金采用美元、港币、人民币、澳元等多币种交易，数据按支数统计。

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

2. ETF 通：内地市值占比近 50%、香港市值占比超 20% 的 ETF 产品纳入 ETF 通，2024 年 7 月扩容带动资产规模、日均成交额明显提升，整体交投规模仍小、“南向”（港股通 ETF）更为活跃。

从基金规模看，2024 年 7 月 22 日，两地公布新一轮 ETF 扩容政策生效，港股通新增 6 只 ETF(资产规模约 300 亿元)、

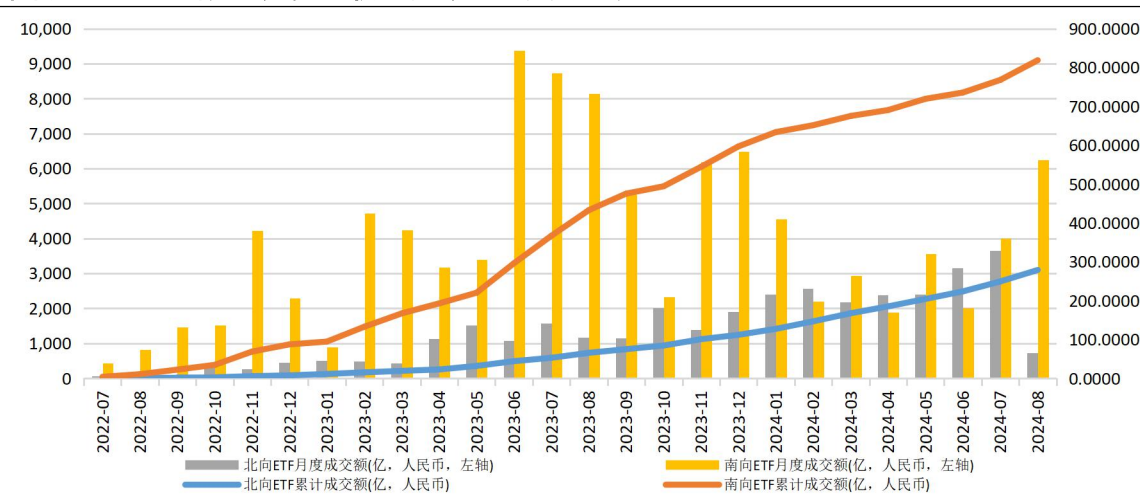
陆股通新增 85 只 ETF（资产规模近 1000 亿元）。截至 2024 年 8 月 31 日，陆股通 ETF 共 225 只、资产规模 1.7 万亿元人民币，占内地 ETF 市场规模的 61.5%。港股通 ETF 16 只、资产规模约 0.24 万亿元人民币，占香港 ETF 市场规模的 21.5%。

从成交量看，南向交投更活跃。自 ETF 通交易启动至 2024 年 8 月末，港股通 ETF（南向）累计成交总额为 9,092 亿元，占港交所 ETF 市场成交额 12.5%，陆股通 ETF（北向）成交总额为 3,095 亿元人民币、占内地 ETF 市场成交额 0.5%。扩容后首月（7 月 22 日至 8 月 21 日期间），北向 ETF 平均每日成交金额较前月上升 11%，而南向 ETF 较前月大幅增两倍。

从交投占比看，北向 ETF 交易占北向总交易比例明显提升，南向 ETF 交易高度集中。ETF 通整体成交规模仍较小，南向交投更活跃。2024 年初至 8 月末，陆股通 ETF 总成交额为 1855.2 亿元，占全部北向交易的比重（含股票及 ETF）由去年同期的 0.38% 升至 0.96%。港股通 ETF 年内总成交额为 2465.7 亿元，占全部南向交易的比重（含股票及 ETF）由去年同期的 8.5% 降至 4.77%。相对而言，港股通 ETF 交易活跃、交易集中度高。自 ETF 通实施至 2024 年 8 月末，陆股通 ETF 累计成交额为 3095.5 亿元、而港股通 ETF 累计成交额为 9097.4 亿元，是北向的近 3 倍。内地资金持有港股通 ETF 市值最大的是南方恒生科技 ETF 基金（跟踪恒生科技指数），持有市值占内地资金持有港股通 ETF 总市值的 75.3%；其次

是盈富基金（跟踪恒生指数），内地资金持有市值占持有港股通 ETF 总市值的 19.9%。

图表 8：ETF 纳入股票互联互通以来的成交额



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

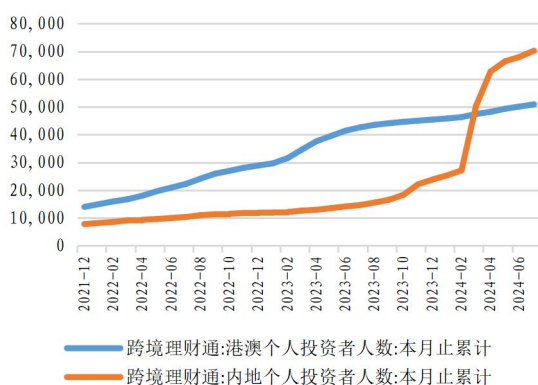
3. 理财通：跨境理财通 2.0 落地首月，内地投资者人数首次超过港澳，投资者持有产品市值余额环比高增；南向投资更活跃，投资者地区来源、产品选择均较为集中。

2024 年 2 月 26 日跨境理财通 2.0 正式实施，实施满一个月后，内地个人投资者人数环比增长 1.85 倍、达 5.03 万人，首次超过澳港投资者人数。3 月末投资者购买投资产品市值余额达 164.4 亿元人民币，环比激增 2.8 倍；其中，南向内地个人投资者持有港澳投资产品市值余额环比激增至 162.4 亿元，绝大部分投向存款计划，存款计划共计 159.9 亿元、占比 98.4%，投资基金共 2.24 亿元。北向港澳个人投资者持有境内投资产品市值余额仅为 2.01 亿元，包含理财产品 1.22 亿元、占比 60.7%，基金产品 0.79 亿元、占比 39.3%。

根据人民银行广东省分行最新数据，截至 2024 年 7 月

末，跨境理财通内地投资者 7.02 万亿人，港澳投资者 5.09 万亿人。涉及相关资金跨境汇划累计 835.4 亿元，其中：内地到香港间往来的跨境汇划额 787.25 亿元，占汇划总额的 94.24%。大湾区内地九市中，深圳、广州、珠海、佛山四市“跨境理财通”业务汇划金额占比为 85.6%。

图表 9：跨境理财通 2.0 以来个人投资者人数快速增长（单位万人）



图表 10：跨境理财通 2.0 以来个人投资者投资产品市值余额（单位万元）



数据来源：中国人民银行广州分行、工银亚洲东南亚研究中心

4. REITs 互联互通：2024 年 4 月 5 项资本市场互联互通新政首次将两地 REITs 纳入沪深港通，新政尚待落地。目前两地 REITs 整体规模、成交量均较小，截至 2024 年 8 月 31 日，内地共有 46 只上市 REITs 基金，总市值达 1,206.8 亿元、仅有 6 只市值规模超 50 亿元；2024 年前 8 个月日均成交额为 1,127.6 万元，其中各基金的日均成交额均未超过 3,000 万元，目前符合沪深港通纳入标准的 REITs 较少。11 只香港 REITs 基金总市值达 1,365.7 亿港元(约合 1,241.5 亿元)，其中领展房产基金市值达到 958.51 亿港元、占比 70.2%。

（四）衍生品市场互联互通：互换通实施一年来，已有58家境外机构投资者入市，日均成交量增长4倍至120亿元

自2023年5月“互换通”正式落地以来，根据人民银行数据，截至2024年4月末，“互换通”渠道下已有58家境外机构投资者入市，包括境外主权类机构、商业银行、证券公司、资管公司等各类型合格机构投资者，覆盖10多个国家和地区，累计共达成人民币利率互换交易3600多笔，成交名义本金总额近1.77万亿元，日均交易量从上线首月不足30亿元，增长至2024年4月的日均超过120亿元。

2024年5月13日，人民银行、香港证监会、HKMA联合宣布支持“互换通”机制安排进一步优化。本次优化新增了与国际接轨的标准化利率互换产品、完善存续期管理配套功能，并推出其他便利举措，如将“互换通”费用优惠再延长1年等。2024年7月，人民银行宣布支持债券“北向通”项下的在岸国债和政金债可作为“互换通”履约抵押品（暂未落地）。伴随国际投资者持续通过“债券通”增配内地债券，“互换通”业务规模有望随之提升。

三、未来两地资本市场互联互通发展前瞻和深化扩容可能方向探讨

（一）互联互通交易标的和产品范围进一步扩容空间可期

1. 股票市场联通方面，交易标的仍存持续扩容空间。

一是可探索将北交所股票纳入北向交易，发挥互联互通

助力科技创新的积极作用。北交所旨在为区域型先进制造业、现代服务业企业提供融资服务，截至 2024 年 8 月底，北交所共有 251 家上市公司、总市值 2967 亿元。

二是推动人民币柜台纳入港股通政策落地，便利内地投资者投资在港上市的新经济企业，提振“双柜台”模式吸引力。自 2023 年 6 月港股港币-人民币双柜台落地以来，港股双柜台仍为首批 24 只股票，截至 2024 年 8 月 31 日，24 只股票人民币柜台日均成交额约 6550 万元、不足 1 亿元，仅占相应股票总成交额的 0.2%。

三是探索两地 IPO 联通的可行性。“债券通”一级市场互通已有成功经验，两地 IPO 互联互通可进一步丰富 IPO 投资者结构，提升港股、A 股市场 IPO 吸引力。

2. 债券市场联通方面，盘活“债券通”项下债券资产的潜在流动性管理价值，是市场关注的政策创新焦点。

一是推动境外商业机构投资者在境内银行间市场开展债券回购业务落地。2024 年 2 月 26 日，人民银行和 HKMA 提出开放境外商业机构投资者参与境内银行间市场债券回购业务，细则尚未落地。债券回购业务是国际惯用的流动性管理工具，市场需求较大。

二是未来可探索境外投资者通过“债券通”渠道在香港离岸市场开展市场化债券回购业务的可行性。2024 年 2 月已实现在香港通过抵押在岸国债和政策性金融债与 HKMA 开展回购业务并获取人民币流动性，未来可进一步探索在香港市

场机构间开展市场化回购业务可行性。实践操作中，可研究由CMU（香港债务工具中央结算系统）承担抵押品集中管理角色，或者由“债券通”参与银行直接提供押品估值、管理等全流程服务。

三是“债券通”项下在岸债券将可作为“互换通”交易、离岸国债期货交易保证金，进一步推动在岸债券成为国际市场常用担保品。2024年2月人民银行和HKMA 6项互联互通措施出台后，HKMA总裁余伟文在媒体访问时提出该政策设想。2024年7月，人民银行宣布支持“债券通”项下在岸债券作为“互换通”交易的履约保证金，未来有望较快落地实施。

后续，“债券通”项下的业务类型有望进一步拓展至债券借贷、债券远期等更丰富的交易类型存在空间。

3. 资管市场联通方面，2024年4月中国证监会推出的5项两地资本市场互联互通支持政策中，其中3项资管市场联通政策为推动香港与内地资产管理市场深化互联提供了政策支持。

一是REITs产品纳入互联互通。虽然目前两地REITs整体规模、成交量均较小，但未来两地REITs规模有长足发展空间。两地REITs的底层资产存在明显差异，REITs互联互通落地有助于丰富两地投资者资产配置类别，也有望为REITs市场发展引入更广泛投资者，促进两地REITs市场发展。

二是ETF产品类型拓展至债券型ETF存在空间。目前，ETF通项下所有合资格ETF均要求为股票型基金，尚未覆盖债券

型ETF，此外香港市场ETF还包括合成ETF、杠杆ETF和反向产品，以及虚拟资产现货ETF等，均未纳入港股通。

三是理财通可投资产品范围存在进一步拓宽空间。目前，理财通南北向投资产品范围均为“R1至R4”或“PR1至PR4”。在做好投资者风险偏好和风险承受能力评估工作基础上，理财通产品范围存在进一步拓展至“R5/PR5”级别空间。

4. 衍生品市场联通方面，衍生品互联互通机制开通最晚、未来扩容空间较大：

一是“互换通”北向交易标的可进一步扩容，目前标准合约和 IMM（International Monetary Market 国际货币市场）合约仅支持以 FR007（7 天回购）、SHIBOR3M（SHIBOR 3 个月）和 SHIBOR 0/N（SHIBOR 隔夜）为标的的人民币利率互换产品。

二是“互换通”南向交易有望适时启动，当前离岸市场利率、汇率波动性较高，内外市场债券收益率曲线差异仍较大，“互换通”南向交易开通可为内地投资者配置离岸人民币资产提供更有针对性的风险管理工具。

三是未来有望建立更广泛的衍生品互联互通机制，择机推动香港离岸市场国债期货落地，有助于为境外投资者增配人民币资产，特别是债券资产投资提供更丰富的市场风险管理工具。通过与内地合作，在香港挂牌挂钩内地大宗商品的衍生品产品和交易，也是未来两地深化资本市场互联互通的可行方向，有助于发挥香港市场海外投资者丰富优势，提升

香港市场大宗商品价格发现功能。

(二) 鼓励更多主体参与互联互通交易

1. “大湾区理财通”可逐步拓展至内地更多地区。伴随内地中等收入群体扩大、地产市场“房住不炒”转型，内地居民跨境多元资产配置需求持续增加，两地资管市场联通发展空间广阔。目前，在已落地的三类资管市场互联互通渠道中，互认基金对投资者的资格无特殊要求，ETF通纳入沪深港通统一管理，理财通试点范围仅限于珠三角9市⁸。未来降低跨境理财通投资者准入门槛、试点范围逐步拓展至大湾区内地城市以外更多省市仍有空间。

2. 港股通投资者准入门槛存在进一步降低空间。目前，开通港股通要求账户内20个交易日的日均证券类资产需要达到50万元人民币，与科创板、北交所投资者准入要求保持一致。但港股市场大中型优质标的的波动性相对较小。在严格港股通交易标的定期筛选管理、做好投资者风险承受能

⁸ 根据2021年《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》，开展“南向通”业务的内地投资者需满足三个条件：（1）具有完全民事行为能力；（2）具有粤港澳大湾区内地9市户籍或在粤港澳大湾区内地9市连续缴纳社保或个人所得税满2年；（3）具有2年以上投资经历，且满足最近3个月家庭金融资产月末余额不低于100万元人民币，或者最近3个月家庭金融资产月末余额不低于200万元人民币，或者近3年本人年均收入不低于40万元人民币。

2024年2月26日，新修订的《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》正式施行，四项优化措施中，有一项是优化投资者准入条件，即：“南向通”业务的内地个人投资者参与门槛从连续缴纳社保或个人所得税“满5年”降低为“满2年”。同时，在满足近3个月家庭金融资产200万人民币、净资产100万人民币的最低门槛要求之外，增加“近3年本人年均收入不低于40万元人民币”。其他三项优化措施分别是：（1）个人投资者额度从100万元人民币提高至300万元人民币；（2）拓宽业务试点范围至包括证券公司（以及将内地销售银行的人民币存款产品纳入“北向通”合资格产品范围，公募证券投资基金范围由“R1至R3”扩大为“R1至R4”）；（3）进一步优化宣传销售安排。

力评估的基础上，港股通投资者准入门槛或有望降低。

3. 中资金融机构在离岸市场开展互联互通机制下有望发挥更重要作用。两地互联互通机制不断深化扩容，为丰富离岸人民币生态提供了机遇和空间。在港中资机构在各项互联互通中承担托管人、做市商、结算行等基础性角色，是互联互通试点创新的重要参与者。未来在港中资机构充分发挥熟悉客户、贴近市场的经营优势，开展基于北向互换通、北向债券通等互联互通机制下的代客业务，为境外投资者参与互联互通业务提供更多元化渠道选择，也存在机遇和空间。

（三）提升互联互通交易“便捷度”、降低交易成本

1. 互联互通税费成本有进一步降低和优化空间。在股票市场，目前内地个人投资者通过港股通投资港股所得股息红利需缴纳 20% 的红利税、实际执行过程中可能更高⁹，明显高于 A 股投资者股息红利税（0%-20% 之间）¹⁰；也高于港股市场其他境外投资者（无）¹¹，以及香港投资者通过沪股通、深股通投资 A 股取得的股息红利税率（10%）¹²，未来内地投资者投资港股的红利税或有望研究降低。

⁹ 根据中国内地《企业所得税法》第 4 条以及《企业所得税法实施条例》第 91 条规定，内地投资者和证券投资基金通过港股通投资 H 股取得的股息红利，H 股公司应向中国证券登记结算有限责任公司（简称中国结算）申请取得内地个人投资者名册，由公司按照 20% 税率代扣个人所得税；内地投资者和证券投资基金通过港股通投资非 H 股取得的股息红利，由中国结算按照 20% 税率代扣个人所得税，个人投资者和证券投资基金在国外已经缴纳预提税，可持有效扣税凭证到中国结算的主管税务机关申请税收减免。实践操作中，中资非 H 股较难获得港股通投资者名册，个人投资者也较难以获得预扣凭证，则需按照 10% 代缴企业所得税，则实际税率为 $1 - (1 - 20\%) * (1 - 10\%) = 28\%$ 。

¹⁰ A 股红利税征收与持股期限挂钩，1 个月以内（含）税率为 20%，1 个月-1 年税基减半、实际税率为 10%，1 年以上免征。

¹¹ 根据中国香港特区《税务条例》，香港按照“属地课税”原则，实行“入息分类税制”，即特区政府并不征收股息税和资本利得税，港股投资所获得的买卖价差和股息收入所得均无需向特区政府缴纳税费。

¹² 根据中国内地《企业所得税法》第 4 条以及《企业所得税法实施条例》第 91 条规定，非居民企业取得中国居民企业股息分红，按 10% 的税率征收企业所得税，对于非中国居民企业取得的则无需征收。

2. 扩大互联互通人民币计价应用范围有助于降低汇兑成本。目前，债券通、理财通、基金互认机制支持人民币计价，但港股人民币双柜台模式交投不活跃、纳入港股通的操作细则尚未出台，ETF 通尚不支持人民币计价。未来港股人民币柜台纳入港股通有助于降低内地投资者汇兑成本，人民币计价机制有望进一步拓展至 ETF 通渠道。

3. 跨境开户或可逐步得到政策进一步的支持。根据现有规定，目前港澳居民在港澳仅可见证开立 II 类户和 III 户，如要参与理财通“北向”等互联互通交易，需赴内地网点现场开户。在加强机构 KYC 要求的前提下，支持内地合作银行通过异地见证方式为“理财通”港澳开户开立 I 类账户，则可为港澳投资者提供更多便利。

（四）发挥互联互通机制在加快建设国际一流金融基础设施、建立推广行业标准等方面的积极作用

一是持续优化提升 CMU（香港债务工具中央结算系统）、CIPS 等两地核心金融基础设施功能。进一步丰富 CMU 托管债券种类、完善抵押品功能等，逐步缩小与 Euroclear、Clearstream 等主流 ICSD 的竞争差距，将 CMU 打造成为亚洲 ICSD；进一步提升 CIPS 系统市场化、专业化、国际化服务水平。

二是央行数字货币多边合作研发。mBridge 等项目探索在央行数字货币发展背景下新型金融基础设施支持跨境交易的可行方案，充分发挥了香港国际合作基础良好、参与国

际金融治理丰富经验等优势。

三是推动建立和推广新兴金融标准。在绿色金融领域，围绕绿色金融产品研发、ESG 信息披露等关键领域，推动建立与现有标准衔接的区域标准，并依托业务拓展积极推广。在金融科技领域，香港在多边央行数字货币合作、虚拟资产交易等领域，也拥有先行先试、参与制定和推广行业标准的领先优势。

（五）推动香港加快与“一带一路”等海外多元资本市场的联通合作步伐，间接提高两地互联互通机制对外联通的市场范围

一是强化香港国际融资中心和资产管理中心地位，吸引海外优质企业在港融资和海外资本在港投资。提升香港点心债市场、绿债市场、港元债市场等国际债券市场吸引力和对一带一路市场的辐射力。同时，有望探讨出台和优化针对性政策，鼓励香港 ETF、基金互认等资产管理产品与全球市场广泛联通，吸引海外私募基金、家族信托等财富管理机构在港展业。

二是推动港交所与“一带一路”沿线交易所多领域、多模式互联互通合作。通过基础设施互联、投资产品互挂上市、共建跨境交易平台、联合产品开发等多种方式，港交所与中东、亚太等内地产业走出去重点地区、区域金融投资热点地区（越南、印度、日本等）的交易所开展深化合作有广阔空间。这方面，SGX（新加坡交易所）近年的经验值得借鉴，

特别是在联合股指产品研发、与印度 GIFT City（古吉拉特邦国际金融科技城）的合作案例。

三是聚焦财税制度等持续优化营商环境，进一步提升香港总部经济集聚能力。总部经济天然具有资金、金融需求集聚属性，是以经济合作密切金融联通的重要途径。相比于新加坡¹³，香港签订的 DTA（49 个）和 FTA（20 个）数量较少。未来完善香港 DTA 网络建设、前瞻研究 BEPS2.0 应对预案、加强跨部门政策协调等，特别是针对性把握打造跨国供应链管理中心、财资中心和飞机船舶租赁中心、北部都会区建设等机遇，提升总部企业吸引集聚能力，有助于香港资本市场建设和提升两地资本市场互联互通前景。

附表1：互联互通机制南向交易实施人民币计价结算情况

	目前是否实施	相关规定表述/进展
沪深港股通	尚未	<ul style="list-style-type: none"> 2024 年 4 月中国证监会发布 5 项资本市场互联互通措施，其中包括人民币柜台纳入港股通（“双柜台模式”）、新增 REITs 纳入沪深港通，暂未推出相关细则； 2023 年 5 月，“北向互换通”正式开闸，将适时推行“南向互换通”。
ETF 通	尚未	<ul style="list-style-type: none"> 南向 ETF 通要求须以港元计价。
债券通	可行	<ul style="list-style-type: none"> 境内投资者可使用人民币或外汇参与南向通。
理财通	可行	<ul style="list-style-type: none"> 内地投资者须将人民币在离岸市场兑换为投资产品的计价货币（投资产品包括人民币理财产品及人民币存款等）。
基金互认	可行	<ul style="list-style-type: none"> 基金跨境发行募集资金可以人民币或外汇形式进出，鼓励跨境发行销售以人民币计价和跨境收付。

数据来源：公开资料整理

¹³ 得益于更加积极的顶层战略设计、更优惠的税制环境等，当前新加坡在总部经济企业数量、行业分布等方面占优。特别是，新加坡建立了亚洲区内范围最广的“全面避免双重征税协定”（DTA）和自由贸易协定（FTA）网络，分别为与 105 个和 27 个国家签署协定。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**