

研究报告

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 侯鑫戔 冉梦圆

债券通机制、运行情况 及前瞻

阅读摘要

债券通机制持续助力中国债券市场高水平双向开放。目前，“北向通”渠道成为境外投资者数量最多的入市渠道（机构数量占比约七成、持有规模占比二至三成）以及二级市场交易最活跃的渠道（交易规模占比约六成），近年境外投资者持有利率债规模相对稳定、同业存单规模减幅较大。“南向通”投资规模稳步增长，离岸人民币债、美元债等交投活跃。

展望未来，境内投资者通过“南向通”投资海外债、境外投资者通过“北向通”投资在岸债券均有多重积极增长动能。债券通参与者范围和投资产品范围稳步扩容、额度管理和金融基建持续优化，也将提供更加友好的交投环境，持续助力香港债券市场发展壮大和内地债券市场深化开放。

正文：

一、债券通助力中国债券市场高水平双向开放

中国债券市场对外开放大致经历了三个阶段。

1. 2002-2009 年，制度化开放起步（QFII）。2002 年 11 月，中国证监会（资格审核和准入）和中国人民银行（以下简称人民银行，外汇管理局负责额度审批）联合发布暂行办法，设立合格境外机构投资者制度（QFII），合资格境外机构投资者可汇入外汇资金，通过专用账户投资在岸证券市场，是中国资本市场“制度化”对外开放的重要起点。2003 年 7 月，QFII 制度正式落地。最初 QFII 投资种类主要限定为证券交易所上市金融工具，即债券标的为交易所债券（2013 年 QFII 可投资银行间债券市场（CIBM）固定收益产品¹），因投资额度有限、准入门槛较高²，境外投资者参与相对有限。

2. 2010-2016 年，提速开放阶段（CIBM、RQFII）。2010 年，在跨境贸易人民币结算试点持续推进背景下，为拓宽离岸人民币回流渠道，人民银行发布《关于境外人民币清算行等三类机构³运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》，开启了境外机构投资者直接投资中国银行间债券市场的模式（CIBM Direct，也称为“结算代理模式”、“直

¹ 2013 年 3 月，人民银行发布通知，明确允许 QFII 在国家外汇管理局批核的额度内，申请进入银行间债券市场（CIBM）进行交易。

² 根据 2003 年《中国证券监督管理委员会、中国人民银行合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》合格投资者的资产规模条件是：对于保险公司和证券公司，需满足经营业务达 30 年以上、实收资本不少于 10 亿美元、最近一个会计年度管理的证券资产不少于 100 亿美元。对于商业银行，需满足最近一个会计年度总资产排名全球前 100、管理的证券资产不少于 100 亿美元。对于基金管理机构，需满足经营年限 5 年以上、管理的资产不少于 100 亿美元。合格境外投资者应当委托境内商业银行作为托管人托管资产，委托境内证券公司办理在境内的证券交易活动。

³ 三类机构指：境外中央银行或货币当局；香港、澳门地区人民币业务清算行；跨境贸易人民币结算境外参加银行。

接入市”或“全球通”模式),标志中国债券市场正式对外开放。同时,人民币合格境外机构投资者试点(RQFII)也于2011年启动,获得试点资格机构⁴可通过在香港(首个试点地区)设立人民币基金、使用离岸人民币进行在岸债券投资,进一步扩大参与者范围。

2016年,中国银行间债券市场(CIBM Direct)向更广泛境外投资者(包括中国境外注册的各类金融机构和这些机构面向客户发行的投资产品)开放,同时取消额度限制、简化申请程序(备案管理)、拓展可交易品种(例如,可基于套期保值需求开展债券借贷、债券远期、远期利率协议及利率互换)等,进一步便利境外投资者参与中国债券市场。

3. 2017年以来,高水平双向开放(债券通、互换通、跨境债券回购)。2017年,债券通“北向通”开通(Bond connect),境外投资者无需在境内设立托管和资金账户,通过香港与内地金融基础设施服务机构连接,按照熟悉的交易惯例(认可的国际交易平台、交易方式、结算方式等),买卖、结算及持有在岸债券,进一步便利境外投资者参与在岸市场。与此同时,合格境外投资者制度不断优化,取消额度限制,为境外投资者参与在岸市场提供便利。2019年,国家外汇管理局取消了QFII和RQFII投资额度限制和额度审批,RQFII试点国家和地区限制一并取消。2020年两个计划合并为合格境外

⁴ 2011年RQFII试点初期参与机构仅限于基金管理公司、证券公司的香港子公司。为进一步扩大资本市场开放,支持香港国际金融中心地位,促进香港离岸人民币市场发展,2013年RQFII机制扩大试点机构类型,中资商业银行、保险公司等香港子公司或注册地及主要经营地在香港地区的金融机构均可参与试点。2017年,国务院批准提高香港的人民币合格境外机构投资者(RQFII)投资额度,由2014年2,700亿元人民币(已获2次额度增加)增加至5,000亿元人民币。

投资者计划 (QFI)，并统一准入标准、放宽准入条件、扩大可投资范围（2026 年 4 月，QFI 获准参与基于套期保值的国债期货交易）。

2019 年**债券通“南向通”**开通，助力中国债券市场双向开放。“南向通”为内地机构投资者通过内地与香港基础设施服务机构连接，投资于香港债券市场提供渠道。初期内地投资者暂定为 41 家银行类机构。2023 年**北向互换通（Swap connect）**正式开通，是两地首个衍生品市场的互联互通机制，境外投资者可通过香港和内地基础设施机构连接，交易在岸利率互换产品，更好满足持有在岸债券的境外投资者管理利率风险。2025 年**跨境债券回购业务**正式对外开放，债券通渠道各类境外投资者均可参与在岸债券回购业务⁵，更好满足境外投资者的流动性管理需求。

2026 年以来，债券通机制进一步完善扩容。5 月、6 月，理财公司、保险公司首笔参与“南向通”陆续落地。7 月，人民银行与香港金管局宣布 11 项新举措，包括将“南向通”年度投资净额度由 5,000 亿元提升至 8,000 亿元、投资范围拓展至澳门债券市场，将“南向通”债券纳入回购支持范围；“北向通”在岸国债和政策性金融债作为香港期货结算所和联交所期权结算所的履约抵押品、“北向通”延长结算时间、优化香港市场债券通做市商管理等，进一步拓阔债券通交易广度和便利人民币债券流动性管理。此外，上线 5 年期中国

⁵ 2025 年 10 月，人民银行、中国证监会、国家外汇管理局三部门联合发布《关于进一步支持境外机构投资者开展债券回购业务的公告》，银行间债券市场的境外机构投资者均可参与债券回购业务。此前 2015 年起，仅境外主权类机构、境外人民币业务清算行和境外参加行开始在银行间债券市场开展债券回购业务。

国债期货和增加“互换通”交易品种，扩容离岸人民币资金池基础（人民币业务资金安排由 2,000 亿元增加至 5,000 亿元人民币）、优化香港离岸人民币流动性管理机制（研究推出 7 天离岸人民币流动资金投标机制）、建设香港固定收益和货币电子交易平台等举措，也有利于引导完善离岸人民币收益率曲线、提供更加充裕流动性和更好满足风险对冲需求，从扩容互联互通机制和香港离岸人民币市场建设两端双向赋能，推动人民币债券市场深化发展。

总结而言，近 10 年来，债券通机制助力中国债券市场高水平双向开放步伐提速，**境外投资者**由央行、清算行等机构拓展至符合人民银行要求的各类境外机构投资者，**产品类型**逐步拓展至利率衍生品、债券回购、国债期货（目前仅 QFI 机制下的境外投资者参与）等，持续聚焦投资者流动性和风险管理需求，不断提升市场吸引力，客观上也推动香港巩固离岸人民币枢纽角色和提升国际风险管理中心地位。

二、债券通机制创新及运行状况

（一）债券通“北向通”机制及运行情况

1. “北向通”运行机制：通过基础设施互联，使境外投资者无需境内开户、不改变交易习惯情况下实现跨境交易和结算，交易品种不断拓展。

（1）交易方式方面，境内外电子交易平台建立系统连接，境外投资者可直接登录境外第三方交易平台（如彭博、Tradeweb、MarketAxess），主要以请求报价（RFQ）的方式

达成交易。请求要素包括债券代码、交易方向、券面总额（最低及最小变动单位为 1 万元人民币）、清算速度等，并可设定请求有效时间。

（2）交易对手方面，与指定的做市商进行交易，交易前境外投资者需先与境内报价机构相互建立对手方关系。目前境内有 60 家左右在岸做市商为“北向通”渠道的境外投资者提供报价和做市交易，少于直接入市渠道的交易对手⁶。

（3）托管与结算方式方面，“北向通”项下的登记托管、清算结算、付息兑付由境内债券登记托管机构（中央国债登记结算有限责任公司即中债登、银行间市场清算所股份有限公司即上清所）及香港 CMU 协同完成。资金支付结算由 CIPS 系统完成 CMU 与境内报价机构资金账户之间的资金结算，结算方式为券款对付（DVP）⁷。“北向通”实行多级托管，中债登和上清所为 CMU 开立名义持有人账户，境外投资者可直接通过具备 CMU 成员资格的香港托管行开立 CMU 子账户、或通过全球托管行与香港托管行联络开立⁸。

⁶ 根据 2023 年《银行间债券市场入市渠道服务介绍》，直接入市渠道下，境外机构投资者有两种交易方式。一是使用代理交易模式，通过结算代理行与全市场 3 万余家交易对手（包括约 4% 境外机构）进行直接交易；二是使用请求报价（RFQ），在岸做市商可为境外机构投资者参与 RFQ 交易提供报价和做市支持。

根据交易商协会 2025 年 11 月披露数据，银行间债券市场做市商总数达到 105 家，但并非所有银行间做市商均可参与债券通交易。根据债券通官网披露名单（2026 年 1 月），60 家机构被授权为“北向通”境外投资者提供直接报价服务，包括中资银行、证券机构和部分外资银行。

⁷ CIPS 与境内托管机构（中债登、上清所）系统直连，在结算日同步处理债券过户（由中债登、上清所执行）与资金支付（由 CIPS 执行），确保“一手交钱、一手交券”。

⁸ 实践中，境内端：中债登和上清所作为境内中央证券托管机构，负责债券的最终登记与结算。香港金管局旗下 CMU 以名义持有人身份在中债登和上清所开立**综合账户**，代境外投资者持有债券。

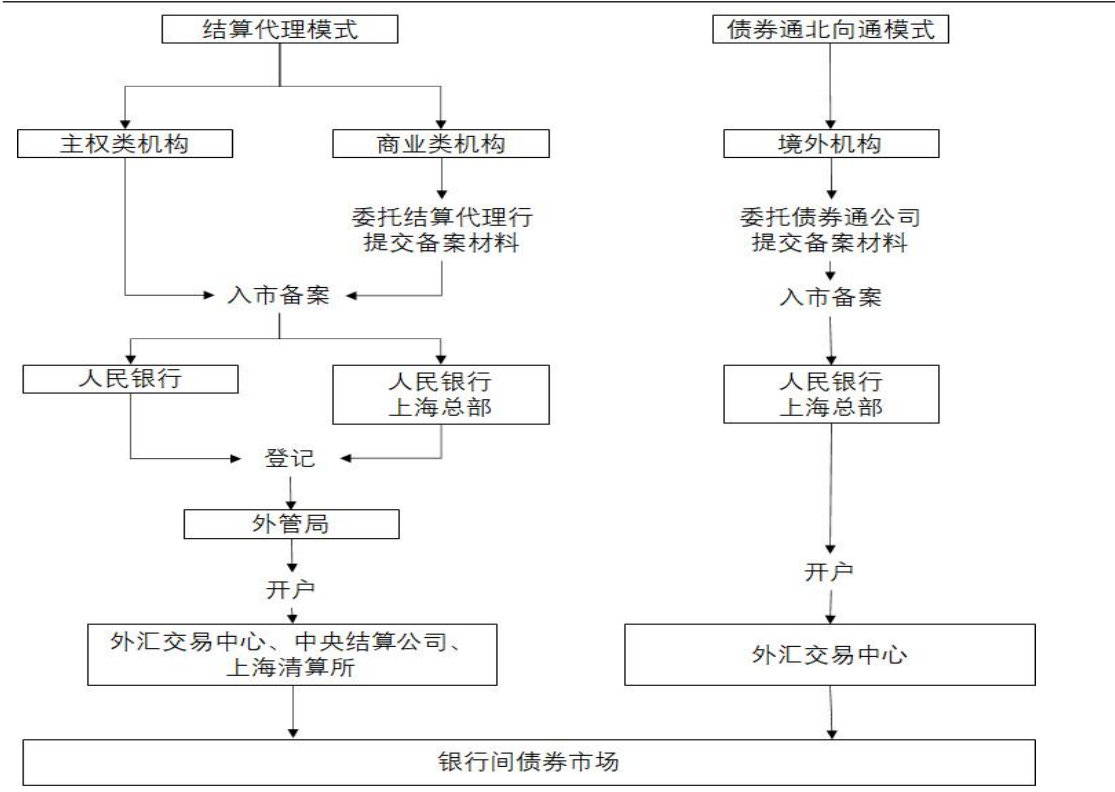
香港端：CMU 作为境外托管机构，为香港本地银行等 CMU 成员开立**独立账户**，记录其持有的债券余额，CMU 成员进一步为境外投资者开立**子账户**，实现债权的穿透式登记。

要强调的是，境外投资者必须通过 CMU 成员（即香港托管行）开立独立子账户，实现债权的穿透式登记。若全球托管行直接持有 CMU 成员资格，在可为其客户直接开立子账户；若全球托管行无 CMU 成员资格，需通过合作的 CMU 成员间接接入，此时，子账户实际开立在合作 CMU 成员名下，全球托管行仅作为投资者的境外服务方，不直接持有子账户权限。

（4）资金汇兑方面，北向债券通交易以 CNY 计价及结算。境外投资者在离岸市场完成人民币资金准备，可使用自有离岸人民币或外汇投资（全程不涉及外汇管理审批）。使用外汇投资的，可通过债券通外汇结算行（可选用多于 1 家银行）以 CNY 汇率兑换，并办理外汇风险对冲业务。外汇结算行由此所产生的头寸可到境内银行间外汇市场平盘。

（5）交易品种方面，“北向通”渠道的境外投资者可参与银行间债券市场的二级市场现券交易，ePrime 系统上线后，境外投资者可通过 ePrime 跨境认购和直接参与在岸一级市场。2023 年北向“互换通”开通后可参与利率互换交易。2025 年境外各类商业机构可参与跨境债券回购交易。“北向通”投资者的流动性和利率风险管理工具更加完善。

图表 1：境外投资者参与中国债券市场的两种主要入市渠道



数据来源：中国外汇交易中心《中国债券市场投资手册》（2022年版）。

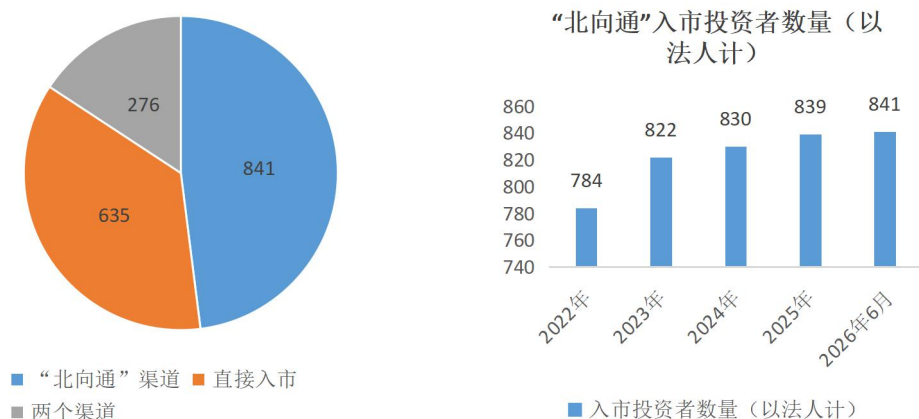
除此两种主要渠道外，境外投资者还可通过 QFI 机制（包括 QFII 和 RQFII）（由中国证监会审批）参与在岸证券投资（银行间固定收益产品或交易所债券），同一境外机构投资者分别通过 QFII/RQFII 和直接投资渠道投资境内银行间债券市场的，只需通过 QFII/RQFII 境内托管行或者直接投资结算代理人向中国人民银行上海总部备案一次。**QFII/RQFII 债券账户和银行间债券市场直接投资项下（结算代理模式）的债券账户中所持有的银行间市场债券可进行双向非交易过户（2019 年《关于进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》），无需通过二级市场交易。但 QFII/RQFII 持有债券规模较小，相比两个主要渠道托管规模可忽略不计。**

2. “北向通”运行情况：成为境外投资者数量最多的入市渠道（机构数量占比约七成、持有规模占比二至三成）以及二级市场交易最活跃的渠道（交易规模占比约六成）；近年整体持有规模和结构受宏观环境影响波动，利率债持有规模相对稳定、同业存单规模减幅较大。

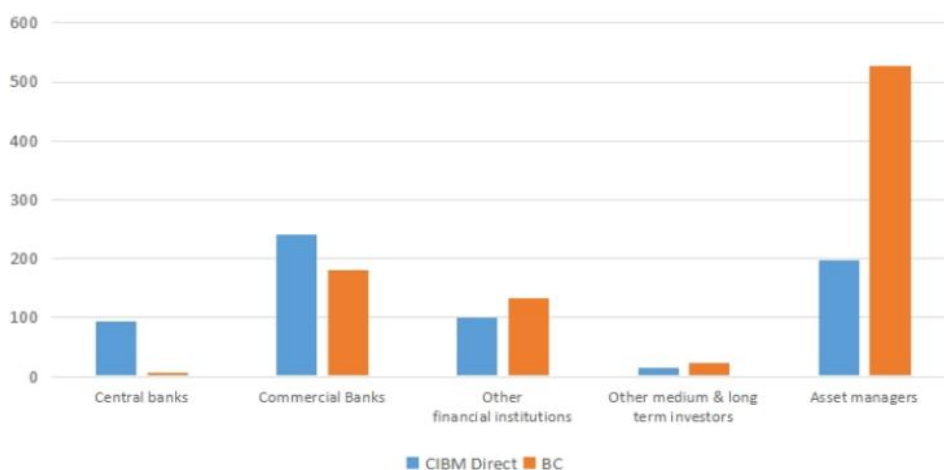
截至 2026 年 6 月，按法人口径，已有 841 家境外投资者通过“北向通”渠道入市⁹、多于直接入市渠道（635 家），占参与在岸债券市场总境外投资者数量的 70.1%。参与者类型包括境外银行、非银金融机构、资产管理公司等各类境外商业机构和中央银行。其中资产管理机构数量超过 500 家（见图表 2）。

⁹ 其中，“北向互换通”累计入市的境外机构达 97 家。2026 年 5 月，共达成 899 笔，总计 5,099 亿元人民币。

图表 2：“北向通”成为境外投资者选择最多的入市渠道



2026 年 6 月末境外机构入市情况：



数据来源：中国外汇交易中心、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

近年持有总规模波动，利率债为主。2023-2024 年中美利差呈现倒挂背景下，境外投资者持有在岸债券规模仍保持增长。原因一是人民币资产的避险和分散化配置价值增强。在全球利率和汇率剧烈波动时，通过债券通增持在岸人民币债，降低整体组合波动。二是中国债券收益率的趋势性下降

为境外投资者提供了较为确定性的估值增长即资本利得收益机会。**三是** 2023-2024 年美元兑人民币 1 年的掉期点贴水，使投资在岸人民币债券的综合收益率达到可比美元资产收益率的更高收益。

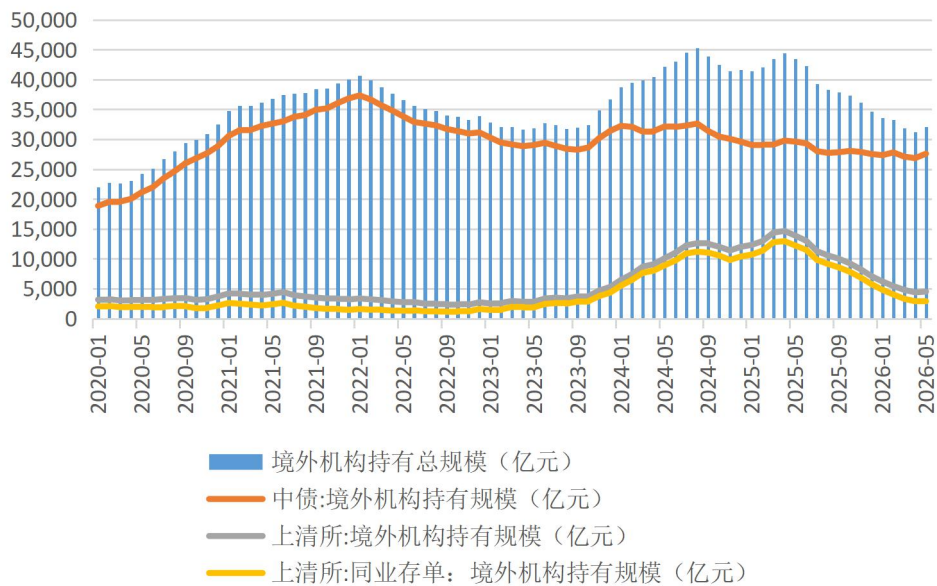
2025 年，受中美利差、汇兑收益、资产性价比等多重因素影响，境外投资者持有规模出现阶段流出。一是中美利差延续倒挂，削弱了人民币债券的相对收益吸引力。**二是**同业存单的大量到期和供给减少，带动持有规模回落（同业存单是外资短期资金重要投资品种）。**三是**股债性价比变化引发的资产配置再平衡。2025 年，中国内地权益市场表现亮眼，而国债收益率接近触底并且波动有升，“股债跷跷板”效应吸引部分境外资金从债市转向股市，人民币债券的阶段性配置需求减弱。**四是** 2023-2024 年的外汇掉期后的综合收益套利空间逐步收窄。具体到债券品类，境外投资者持有托管于上清所的同业存单较 2025 年 4 月高点显著下降约 78%至 0.28 万亿人民币；持有中央结算托管的债券（主要为利率债¹⁰）于 2025 年按年下降 7%（见图表 3）。截至 2026 年 6 月，境外机构投资者持有银行间债券总规模为 3.20 万亿元、占银行间债券市场总托管量的 1.8%。**国债、政策性金融债持有占比超过 85%，**其中持有国债 2.01 万亿元、占比 62.8%，政策性金融债 0.75 万亿元、占比 23.4%，同业存单 0.28 万亿元、

¹⁰ 中债登（中央国债登记结算有限责任公司）主要负责所有利率债和部分信用债的托管结算，包括国债、地方政府债券、绝大多数政策性金融债、企业债（主要由发改委主管）、商业银行发行金融债、二级资本债等，以及项目收益债、资产支持证券等。上清所主要承担银行间市场公司信用类债券和部分金融债券的登记托管和结算，包括超短融、短融、中票、私募债（定向债务融资工具 PPN）、同业存单等。

占比 8.8%，其他品种债券 0.16 万亿元、占比 5.0%。

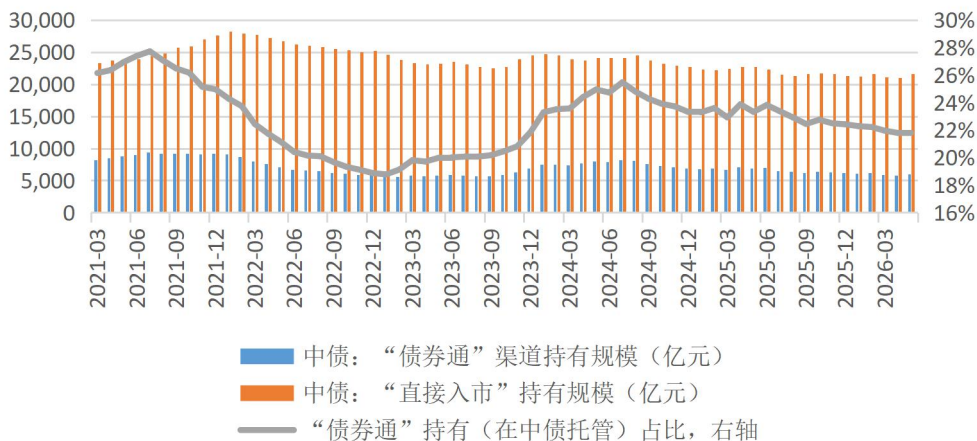
“北向通”持有规模（托管在中央结算）占比 2 成以上、交易量占比达一半以上。至 2026 年 5 月，“直接入市渠道”、“债券通”渠道境外机构在中央结算托管量分别为 2.16 万亿/占比 78.3%和 0.6 万亿元/占比 21.7%（见图表 4）。

图表 3：境外机构持有人民币债券总规模 2025 年以来有所下降，主要是同业存单下降较为明显



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：“债券通”渠道持有规模（中央结算托管）占比约 2 成以上



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

从二级市场交易量来看，“北向通”渠道贡献大部分的交易量（占比约六成）。2026 年 5 月，债券通渠道境外投资者月度交易量和月度日均交易量分别为 8,931 亿、470 亿元人民币，分别占境外投资者总交易量（1.4 万亿）和日均交易量（780 亿元）的 63.8%和 60.3%。

（二）“南向通”机制框架及运行情况分析

1. “南向通”运行机制：为内地投资者提供两种托管方式和投资渠道，实行投资者准入和净流出额度管理。

（1）在投资者类型方面，最初为银行和 QDII/RQDII 两类，2025 年拓展至非银机构。2021 年开通时，两类投资者可通过“南向通”开展境外投资，一是人民银行指定的 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）。二是合格境内机构投资者（QDII）和人民币合格境内机构投资者（RQDII）也可经“南向通”开展境外债券投资（其他机构或个人可通过购买合格境内投资者份额形式间接参与），且 QDII/RQDII 跨境资金净流出额度不纳入南向债券通额度统计。

值得指出的是，国家外汇管理局同中国证监会于 2006 年实施的 QDII、以及 2011 年实施的 RQDII 机制，可不通过“南向通”渠道而直接投资于境外证券市场，在早于“南向通”开通前，QDII 机制为境内机构和个人投资者提供投资于境外证券市场的跨境投资路径，实际投资规模随额度分配与

审批节奏影响波动¹¹。

2025 年 7 月，在“债券通周年论坛 2025”上，人民银行表示支持扩大“南向通”境内投资者范围至券商、基金、保险、理财等 4 类非银机构；2026 年 5 月，招银理财落地首笔理财公司“南向通”交易。2026 年 6 月，中国人寿、中国太保、中国平安等 6 家保险机构首批获准参与“南向通”并完成首笔交易。相比“北向通”投资者已拓展至广泛主权和各类商业机构，“南向通”的投资者范围仍有进一步扩容空间。

（2）“南向通”设置跨境资金净流出额度上限管理。包括跨境资金净流出年度总额度和每日额度，人民银行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，对单一交易或单一投资者并无额度限制。QDII/RQDII 跨境资金仅受自身额度管理，不纳入“南向通”额度管理。

（3）投资渠道及投资范围方面，“南向通”可通过“直连托管模式”和“全球托管模式”两种渠道参与，前者为主。

“南向通”投资范围为境外发行并在香港债券市场交易流通的所有券种（包括港币、人民币和 G3 债券），现阶段限于现券交易。“南向通”同样采用国际通行的名义持有人制度，但有两种托管模式或渠道，境内投资者可以自主选择通过境

¹¹ QDII 额度审批（机构资格审批+额度按月动态核准）：国家外汇管理局对 QDII 境外证券投资实行余额管理与行政额度审批制，QDII 累计净汇出资金不得超过经批准的专属投资额度，额度在批准范围内可循环使用，并由监管部门根据跨境资本流动形势进行动态核准与增发。

RQDII 额度审批（以实际募集本金为准，暂不设事前行政额度）：中国人民银行对 RQDII 境外证券投资实施宏观审慎管理，**限制资金用途（RQDII 资金不得用于境外购汇、仅限投资于离岸市场人民币资产）**，境内托管行需对 RQDII 投资行为进行穿透式合规审查。

与 RQDII 仅限人民币不同，RQDII 可用外币投资境外多币种资产。

内债券登记结算机构（如上交所）、或者境内托管清算银行（首批境内托管清算银行为工商银行、中国银行和中信银行¹²）托管其债券资产，这两类机构通过在香港开立名义持有人账户，为内地投资者提供债券托管、结算服务，两种托管模式分别被称为“直连托管模式”和“全球托管模式”。

在这两种模式下，相关的投资标的范围和操作流程存在一定差异。1）通过境内债券登记结算机构基础设施联通的“直连托管模式”，与“北向通”基础设施连接相类似，内地中央证券托管机构在 CMU 开设名义持有人账户。此模式下仅能投资交易于 CMU 登记托管的债务工具，主要包括香港离岸市场的离岸人民币债券、港币债、以及 CMU 托管的部分美元或其他货币债券，无法交易在 Euroclear/Clearstream 登记托管的离岸人民币债、港币债、和 G3 货币债，资金支付通过人民币跨境支付系统（CIPS）办理。“南向通”境内投资者基本均已在中债登和上交所开通过债券账户，可便捷参与南向投资，且离岸人民币债券是境内投资者参与“南向通”的最主要投资债券品种之一，因此，“直连托管模式”是当前“南向通”的主要参与渠道。

2）“全球托管模式”下，由境内托管清算银行和香港托管清算银行建立托管关系和共同搭建渠道，境内投资者通过境内托管行在香港托管行开立资金和证券账户，债券名义托管在境外托管行开立在 Euroclear/Clearstream/CMU 的账户。

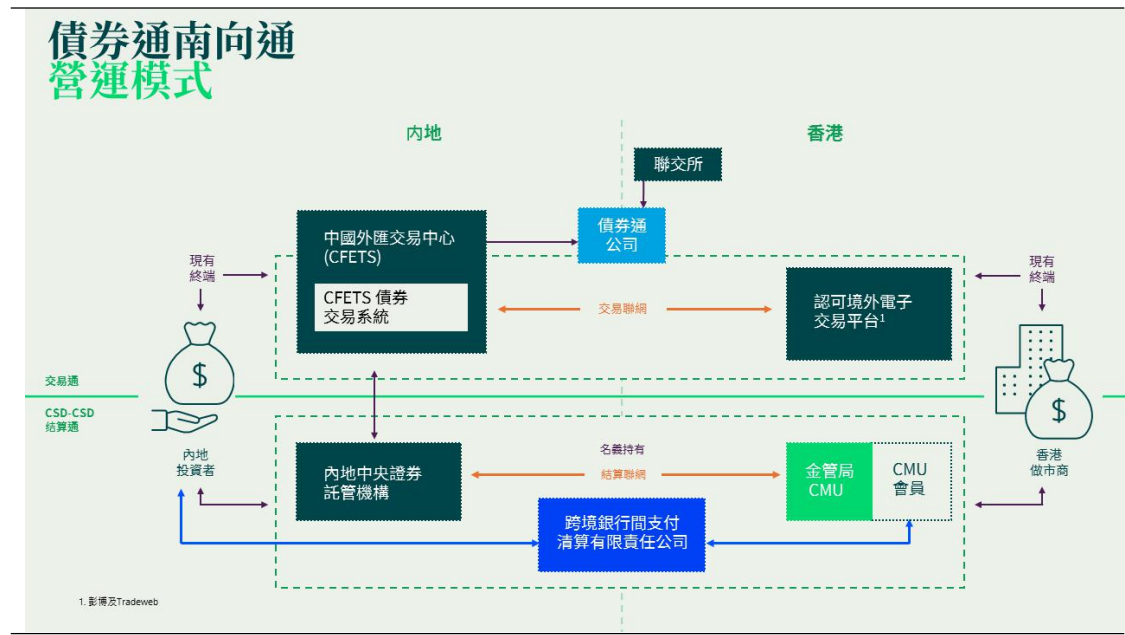
¹² 工商银行、中国银行、中信一行负责对接境内投资者、接收交易指令并管理资金跨境流动。工银亚洲、中银香港和中信银行国际作为境外次托管行，直接在 CMU 开立名义持有人账户，持有并结算境外债券资产。

“全球托管模式”交易范围更广，可交易香港人民币、港币、以及 G3 货币等债券，也可以交易在 Euroclear/Clearstream 登记托管的债券，具有可投资范围更广的优势。境内投资者如需参与非 CMU 托管的离岸人民币债以及美元债和欧元债等外币债，需在境内托管清算银行开户。

（4）交易对手为香港金管局指定的做市商。

“南向通”内地投资者的交易对手为香港金管局指定的做市商，目前为 22 家，香港银行机构占大多数（见图表 5）。

图表 5：南向通运行机制



数据来源：CMU，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6：债券通“南向通”参与者名单

类别	机构名单
银行（41 家）	中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、中国邮政储蓄银行、国家开发银行、中国进出口银行、招商银行、兴业银行、浦发银行、浙商银行、光大银行、华夏银行、中信银行、民生银行、平安银行、恒丰银行、广发银行、渤海银行、北京银行、宁波银行、杭州银行、江苏银行、上海银行、徽商银行、南京银行、广州银行、洛阳银行、郑州银行、长沙银行、中原银行、青岛银行、厦门银行、贵阳银行、西安银行、齐鲁银行、渣打银行（中国）、汇丰银行（中国）、花旗银行（中国）、三菱日联银行（中国）。
4 类非银机构	2025 年 7 月，人民银行支持“南向通”境内投资者范围扩展至券商、基金、保险、理财公司等四类机构。 2026 年 5 月，招银理财与交通银行香港分行达成了理财公司“南向通”扩容后的首笔债券投资业务。工银理财、中银理财、招银理财成为首批试点入局的理财公司，其他国有和股份制理财公司正在积极申请。 2026 年 6 月，中国人寿、中国人保、中国平安、中国太保、中国太平及泰康保险等 6 家保险公司通过其资管子公司国寿资产、人保资产、平安资管、太保资产、泰康资产落地首笔债券通“南向通”投资交易。
香港做市商（22 家）	2021 年 9 月（首批 13 家）：花旗环球金融亚洲、香港上海汇丰银行、瑞穗证券亚洲、渣打银行（香港）、Credit Agricole CIB、J.P. Morgan Securities (Asia Pacific)、中国工商银行（亚洲）、中国农业银行香港分行、中国银行（香港）、交通银行香港分行、法国巴黎银行香港分行、中信银行（国际）、中国建设银行（亚洲）。 2023 年 9 月（第二批新增 9 家）：中国国际金融香港证券有限公司、招商永隆银行、CSI Global Markets、星展银行、德意志银行（香港分行）、国泰君安证券（香港）、华泰金融控股（香港）、兴业银行、UBS AG。

数据来源：中国人民银行、香港金管局、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. “南向通”运行情况：投资规模稳步增长，南向净流出额度上限、两地参与者范围仍有进一步扩容空间、流动性和可交易工具仍待完善。

“南向通”启动以来规模保持较快增长，总投资规模超

过 6,000 亿元人民币。由上所述，由于“南向通”采用双轨制托管，仅通过中债登和上清所基础设施联通的“直连托管模式”数据定期对外公开，而“全球托管模式”数据主要分散沉淀在境内托管清算银行内部，因此市场难以获得“南向通”债券全量余额。整体看，上清所披露数据较大程度能够反映“南向通”投资规模增长的强劲势头。

截至 2025 年 11 月，根据上海清算所披露的最新数据，托管“南向通”债券共 1,053 只，余额为 6,553.1 亿元人民币，同比增长 30%。根据国家外汇管理局数据，截至 2025 年末，中国对香港债券投资规模达 1,219.7 亿美元（按 7.0 汇率约 8,537.9 亿元人民币）¹³，据此估算经由“南向通”渠道债券投资/中国对香港债券投资达到 75%左右。

香港债券市场为“南向通”的境内投资者提供广阔的资产配置选择空间。规模上，截至 2025 年底，香港债券市场总规模约为 10,224 亿美元（约 7.2 万亿元人民币或 8.0 万亿港元），其中港元、离岸人民币¹⁴、G3 货币（美元、欧元、日元）债券余额分别为 2,592 亿美元、2,296 亿美元和 5,336 亿美元，占比分别为 25.35%、22.46%和 52.19%。其中 CMU 托管规模截至 2026 年 6 月末持续升至 2.9 万亿港元（其中港元债券 0.57 万亿、离岸人民币债 1.69 万亿人民币、美元债 307 亿美元、其他外币 0.16 万亿港元），约占香港债券市

¹³ 根据国家外汇管理局数据，截至 2026 年 5 月末，银行、证券基金类、保险、信托四类共 193 家机构获得 QDII 投资额度总量为 1,761.69 亿美元，其中证券基金类机构获批约 972.80 亿美元，占比约 55%。2026 年，证券基金类的 QDII 额度使用迎来新规范，各家基金公司被要求在 QDII 额度使用上，总体应遵循“QDII 额度优先用于公募产品的原则”，并要求在 2027 年底之前将用于专户的 QDII 额度占比调整至 20%之内。

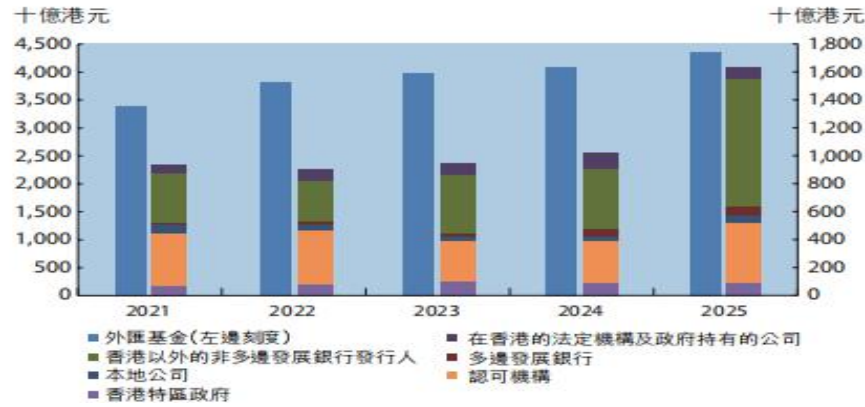
¹⁴ 该数据仅统计在中国香港发行的狭义点心债。

场规模的 36%。“南向通”投资规模相较可投资规模理论上限，仍有较大扩容空间。

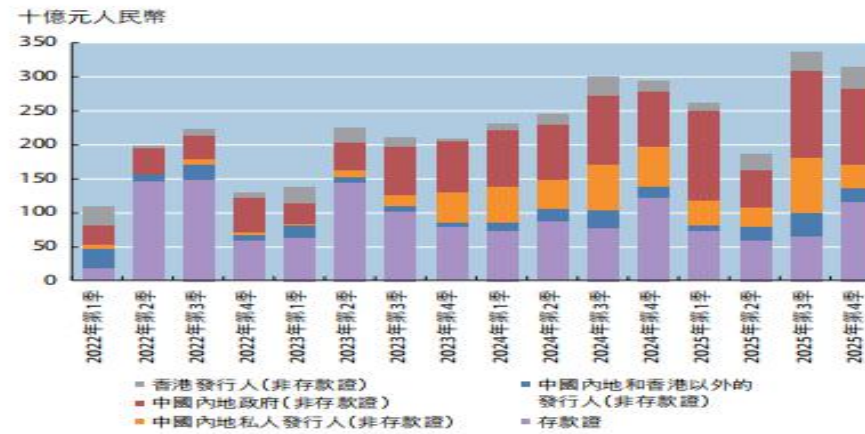
从香港债券市场的发行主体结构看，离岸人民币债与 G3 货币债均以内地发行人为主要发行主体，境内投资者参与香港债券市场投资更具熟悉发行主体的优势。G3 货币债券发行人在地域分布上始终保持高度集中，中国内地发行人始终为主要发行主体，中资美元债是 G3 货币债券的主要构成部分。离岸人民币债也以中国内地政府、中国内地私人发行主体为主要发行人。港币债券除外汇基金及票据之外，以香港以外的非多边发展银行发行人和认可机构为主要债券发行主体（详见图表 7）。

图表 7：香港港元、人民币、G3 货币债务证券发行主体结构

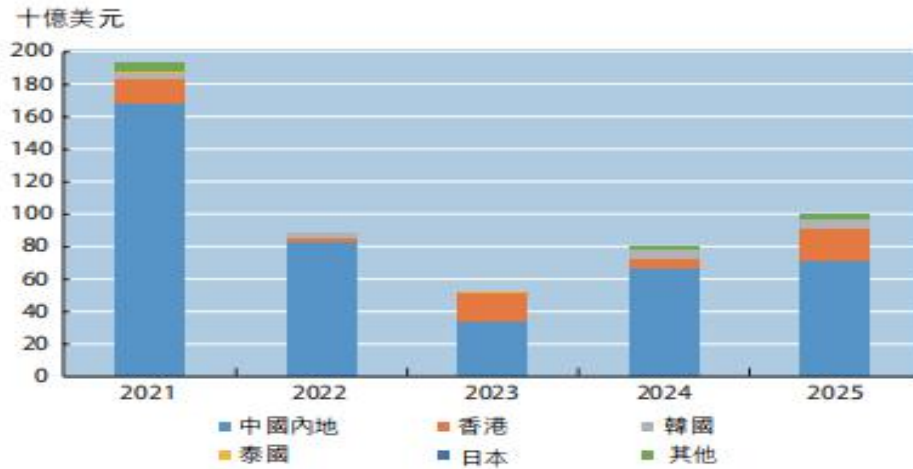
香港“点心债”发行主体结构



“点心债”发行主体结构



G3 货币债券发行主体结构

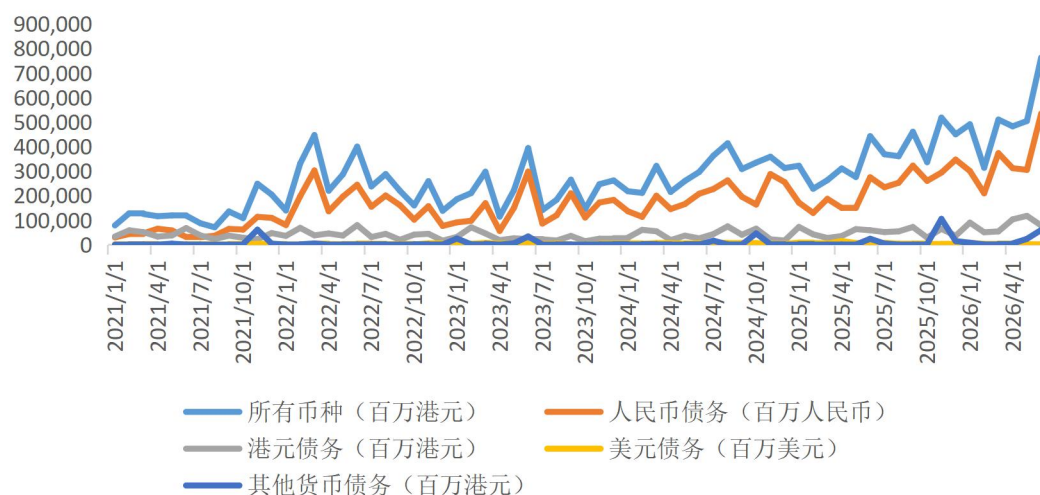


数据来源：香港金管局《2025 年香港债券市场概况》、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

“南向通”不同的境内投资者类别，可能存在不同的投资产品偏好。商业银行更偏好国债、地方政府债及中资境外分行、境外银行机构发行的离岸人民币存单（存款证）等产品。证券、基金等机构可能相对偏好城投、地产、金融机构发行的中资美元债等信用债。而保险机构可能更关注长期债券以匹配负债久期，随着 2026 年 6 月境内保险资金正式入场，香港债券市场中长久期品种的配置比例有望提升。

二级市场 CMU 托管债券交易活跃度显著提升，人民币债券是交易最活跃的债券品种。2026 年 6 月，总交易量达 7,000 亿港元，创新高，其中人民币债券交易量达 5,000 亿人民币（见图表 8）。

图表 8：CMU 托管债券月度交易规模显著提升



数据来源：CMU、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、“债券通”发展前瞻

（一）境内投资者通过“南向通”投资海外债、境外投资者通过“北向通”投资在岸债券均有积极的增长驱动因素

在地缘博弈、货币政策和利率分化、汇率波动的复杂环境下，中国债券市场的双向开放，两地债券市场的互联互通，为境内、外投资者提供了不可替代的配置价值。境外投资者通过“北向通”获取分散化收益和套利机会，境内投资者也可通过“南向通”突破收益率下行约束、分散投资和提升投资收益。

1. “北向通”增长驱动力：人民币升值、资产组合多元化、人民币资产纳入国际主流指数、短期套利因素等提振境外投资者“走进来”增配人民币债券意愿。

一是人民币资产的储备地位提升带动资产分散化战略配置需求。人民币债券作为全球第二大债券市场，对央行外汇储备管理机构、大型主权财富基金、养老金等以绝对收益和风险分散为目标的长期投资者而言是长期战略配置选择，对短期利率变化不敏感。不完全统计，全球已有超过 80 个国家或地区将人民币纳入外汇储备。

二是人民币国际化及人民币资产进入国际指数，提振被动资金配置需求。随着人民币在全球支付、贸易结算和储备货币中的占比持续提升，扩大了全球对人民币计价资产的需求。继中国债券被纳入彭博巴克莱全球综合指数（2019 年）、摩根大通全球新兴市场多元化指数（GBI—EM）（2020 年）后，中国国债被纳入富时世界国债指数（WGBI）（2021 年纳入，

截至 2024 年 11 月，中国权重占比已升至 10.17%)。三大主流指数纳入及权重提升，可带动规模可观的被动跟踪资金，也会带动影响其他投资资金流入。

三是人民币汇率趋势走升提振人民币债券投资吸引力。

2026 年，美联储降息节奏被中东地缘冲突等非预期因素扰动延迟，中美利差延续倒挂。但多因素支持人民币趋势走升，能够提高长期配置型境外投资者的本币回报。

四是掉期后“综合收益”吸引短期资金投资人民币债券。

虽然中美利差倒挂，但人民币兑美元外汇掉期点贴水能够创造综合收益优势，吸引短期套利资金净流入。不过，市场机会型套利空间变化也会导致短期套利资金的流出波动。

2. “南向通”增长驱动力：追求较高收益、离岸人民币债市场扩容及“南向通”机制优化，共同构成境内投资者“走出去”的结构性动力。

一是香港离岸债券市场相对更高的收益率成为内地投资者开展跨境资产配置的重要推动力量。政策引导调降社会综合融资成本，10 年期国债收益率从 2021 年的约 3.1%持续下行，至 2025 年初一度触及 1.6%历史低位。在此背景下，境内机构投资者，包括银行理财子公司、公募基金等，尤其是保险公司，面临挑战：负债端成本刚性，资产端收益率持续压缩，利差收窄甚至有倒挂压力。“南向通”为境内投资者提供了合规的跨境投资路径，境内机构可以配置离岸人民币债券，在规避汇率风险的同时获取更高的静态收益。

二是香港离岸人民币债券市场的扩容提供了较充足的可投资标的。从境外债券供给端看，中美利差扩大凸显了离岸人民币债融资成本优势，2025 年香港离岸人民币债发行规模突破 1.1 万亿元。离岸人民币债发行主体从财政部、政策性金融机构、金融机构拓展至中资优质民营企业和更多外资，外资发行主体发行规模同比增长 16%（外资银行主导、非银机构和多边机构增长）。2025 年，离岸人民币债平均票面利率约为 3.28%，而同期全球美元计价债券平均利率约为 5.90%¹⁵。从境内投资端看，在境内无风险利率走低推动下，离岸人民币债票息更高、且以人民币计价、无需承担汇率风险、优质的中资和境外发行主体等因素作用下，离岸人民币债成为境内机构在“南向通”框架下的重要配置标的。

三是“南向通”制度扩容释放增量需求。2025 年起，4 类非银金融机构（基金公司、证券公司、保险、理财等）被允许参与“南向通”，进一步打开了增量空间。非银机构的参与带动更多元化的投资风格和更大规模的投资需求。

（二）债券通机制完善和深化扩容前瞻

展望未来，债券通有望从一个两地债券市场跨境投资的互联互通渠道，持续优化升级为以人民币资产为核心、市场完善、风险管理功能完备、基础设施高效为特征的国际化的人民币债券生态系统，深度服务人民币国际化。

1. 参与者范围稳步扩容：持续构建更加多元化的市场参

¹⁵ 数据来自标普信评《点心债市场深度观察：外资参与度提升，蓬勃发展趋势持续》，2026 年 3 月。

与者生态。

（1）“南、北向通”做市商有望进一步扩容。现行“北向通”做市商约 60 家、“南向通”香港市场做市商为 22 家，主要为银行类机构，未来两地市场做市商、多元交易对手有望进一步拓展，从而提升市场交投活跃度，增强市场流动性韧性和价格发现能力。

（2）“南向通”非银机构扩容。4 类非银金融机构已获准参与“南向通”，实际落地仍需取得准入资格，2026 年首批理财公司、保险公司参与“南向通”债券投资。未来有望落地更多合资格非银机构参与“南向通”交易。

2. 投资产品范围扩容：从债券现货持续扩容至回购、衍生品等全链条覆盖。

（1）“北向通”境外投资者的利率风险对冲工具有望进一步丰富。境外投资者持有大量境内利率债，国债期货是国际市场通行的利率对冲工具。2026 年 4 月已正式允许 QFI 参与套期保值为目的的国债期货，8 月 5 年期人民币国债期货在港落地。未来，未来境外投资者参与人民币国债期货有望拓展至其他更丰富期限，如 10 年、30 年等。

（2）“南向通”内地投资者的流动性和利率风险管理工具有进一步完善空间。目前“南向通”投资范围仅为香港债券市场现券交易，7 月 7 日，两地监管部门宣布将“南向通”债券纳入回购支持范围，增加了“南向通”债券的押品功能，便利内地投资者流动性管理、杠杆融资。未来有望从离岸人

民币风险管理功能完善和增强互联互通两方面，进一步便利内地投资者更便捷利用在岸、离岸两个市场进行流动性和利率风险管理，包括“互换通”持续扩容等。

3. “南向通”额度管理机制有望持续优化。

7月7日，人民银行宣布将“南向通”年度总额度提升3,000亿至8,000亿元人民币，有效推动市场扩容。随着南向参与者扩容、配置需求增加、交易活跃度提升，单日200亿元额度或产生交易约束，未来或有望择机调整。

4. 香港金融基础设施升级助力提升市场交投效率。

香港正全面推动固定收益和货币市场的基础设施由“单点功能型”向“综合生态型”升级。以电子交易平台、回购中央清算、债券工具中央结算系统CMU向国际中央证券托管平台升级、交易后基础设施建设推动押品互认和跨市场联通为主线框架，将债券通、互换通、离岸人民币业务、香港交易所等市场紧密联动，持续推动香港形成更高效、更具深度、也更具国际化和国际辐射力的市场生态。

***免责声明**

本报告由中国工商银行（亚洲）有限公司发出，以上条款建立在我行认为可靠信息的基础上，但我行并不表示对报告的准确或完整负责。如以上资料有所更改，我行恕不另行通知。上述资料仅供参考，我行并非借此诱导任何投资行为或预期未来利率 / 价格走势。我行或我行的任何关联机构可能拥有以上投资产品。

本报告并不构成我行作为上述交易及任何其他投资交易的顾问或令我行负上任何信托责任。我行不对报告或其内容运用负上任何法律责任。投资者在决定进行任何交易之前，应充分了解交易的详情和细则，并进行独立的分析，以评估该交易是否切合个人的条件和目标。我们也建议投资者作出独立的调查以达上述的目的。我行不保证或指示此投资产品将出现任何的投资结果。

这份报告是提供的资料仅供参考。本报告并不构成任何要约，招揽或邀请购买，出售或持有任何证券。投资价格可跌可升，投资者可能会损失部分或全部的投资。在本报告所载资料没有考虑到任何人的投资目标，财务状况和风险偏好及投资者的任何个人资料，因此不应依赖作出任何投资决定。订立任何投资交易前，你应该参照自己的财务状况及投资目标考虑这种买卖是否适合你，并寻求咨询意见的独立法律、财务、税务或其他专业顾问。



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。