

香港：聯通中國債券市場與國際投資者
於 2024 年國際資本市場協會中國債券市場論壇上的演說

梁仲賢先生
市場監察部執行董事

2024 年 3 月 20 日

各位下午好。非常榮幸獲得國際資本市場協會邀請，參與今年的中國債券市場論壇。

中國經濟體量位居全球第二，債券市場規模也僅次於美國。在中國經濟平穩有序發展、全球宏觀環境不確定的情況下，國際投資者對內地債券的投資需求保持強勁。而在內地金融市場對外開放的進程中，香港擔當重要角色，作為連繫內地和國際市場的樞紐，便利國際資金流入內地股市、債市，促進投資者結構更加多元化，更提供一個行之有效的風險管理機制，從而推動內地市場的穩步健康發展。

今天我的主題是“香港：聯通中國債券市場與國際投資者”。很高興藉此機會，介紹香港和內地在互聯互通方面的最新進展，主要是債券通、互換通及國債期貨三個方面，好讓各位進一步了解香港如何透過互聯互通機制發揮橋樑作用，以及香港作為全球風險管理中心，如何滿足投資者的風險管理需求。

債券通

第一點是債券通。2014 年，股票市場交易互聯互通正式出台。這十年來，在中央政府的積極支持下，香港與內地監管機構緊密合作，接連推出多項與內地金融市場互聯互通的機制。特別是，於 2017 年推出的債券通，連接了兩地債券市場基礎設施，允許境內外的機構投資者在對方市場買賣債券。北向債券通於 2017 年 7 月開通，便利國際投資者在香港通過其熟悉的中介機構、按照其熟悉的市場慣例，參與內地銀行間債券市場；而南向債券通於 2021 年 9 月推出，為內地機構投資者提供便捷和高效的渠道，透過香港債券市場投資境外債券。

債券通是中國債券市場開放的重大突破，也是內地和香港之間更緊密合作的里程碑。債券通推出後，市場反應熱烈，交易額整體向上，並屢創新高。其中，北向債券通自推出以來，累計淨流入超過 1.8 萬億元人民幣，這資金流入的規模，可與滬、深港通北向累計淨流入的 1.8 萬億元人民幣相媲美。2023 年，北向債券通全年成交達到近 10 萬億元人民幣，按年增長 24%；今年 1 月，北向債券通日均成交再破新高，達 487 億元人民幣。

北向債券通吸引了世界各地的投資者參與，令內地債券市場的投資者結構更加多元化和國際化。目前，已有超過 800 家機構成為了債券通的投資者。按結構來看，當中接近九成投資者是資產管理公司，分別來自美國、英國、香港、日本、新加坡、盧森堡、加拿大及德國等 30 多個國家和地區；按交易量計算，來自香港、英國和美國的投資者佔大部分。作為國際金融中

心，香港擁有完善的金融基礎設施以及專業人才，吸引了許多國際金融機構落戶香港及設立分部。顯然，這些金融機構的積極參與，成為了債券通發展的重要驅動力。

北向債券通下的產品類型也呈多元化，為國際投資者提供了更豐富的選擇。最受歡迎的產品包括中國財政部和內地政策性銀行發行的債券，佔總交易量超過 **80%**。這些債券提供穩健及合理的回報，因而受到投資者的青睞。很多國際投資者透過債券通，對內地市場作中長線的投資，超過 **75%** 的交易屬於一年內到期或七至十年內到期的債券，而一至三年及三至五年內到期的債券佔 **10-20%**。

北向債券通的高速增長、投資者結構的多元化以及投資產品的多樣化，均顯示國際投資者對內地債券市場充滿信心，也將香港作為配置內地債券資產的主要通道。

債券通便利國際投資者投資於內地債市，全球各大指數供應商也因此將內地債券納入主要債券指數，進一步拓展市場深度，並提高流動性。這標誌著內地債券市場對外開放取得顯著進展，人民幣資產也逐步成為國際主要儲備資產之一。

互換通

第二點是互換通。隨著國際投資者持有在岸債券的比例不斷增加，他們在對沖人民幣利率風險方面的需求也相應增加。雖然國際投資者可以直接參與在岸的人民幣利率互換市場，但他們認為直接連接內地的金融基礎設施，在營運上比較困難和成本較高。國際投資者希望可以用便捷和成本較低的方式，參與在岸人民幣利率互換市場。

為了回應市場需求，並推動債券市場的穩健發展，兩地監管機構和交易結算公司就建立場外衍生品互聯互通機制，進行了深入的研究和磋商。**2023年5月**，互換通正式啟動，北向通先行推出。互換通啟動了內地與香港在利率互換市場的聯通合作，也是兩地場外衍生品市場的首次互聯互通，具有重要的里程碑意義。

在北向通下，國際投資者可以通過兩地金融基礎設施的互聯，透過其熟悉的中介機構，更加便捷有效地進入在岸人民幣利率互換市場，為所持有的人民幣債券進行風險管理。目前，北向通下的交易產品包括人民幣利率互換合約，交易標的為七天回購利率、**SHIBOR¹** 三個月利率，以及 **SHIBOR** 隔夜利率。

互換通自推出以來運行順暢。在該機制下買賣的人民幣利率互換合約的日均成交額錄得穩步增長。截至今年 **2月**，透過互換通買賣的日均名義合約金額超過 **60億元** 人民幣，較推出時增長了一倍以上。參與互換通的國際投資者主要是國際銀行，其次是資產管理公司，而成交最活躍的產品是標的為七天回購利率的一年期利率互換合約。在互換通已成交的合約中，超過七成的年期為一年期以內，而最長的年期為五年。未來，香港證監會將與內地監管機構協同完善和優化互換通的相關機制及設施，推動該計劃的長遠發展。

我注意到中國人民銀行與香港金融管理局於今年 **1月**，公佈了一系列深化香港和內地金融合作的政策措施，當中包括將內地發行的國債和政策性金融債納入金管局人民幣流動資金安排的合資格抵押品名單。除此以外，香港證監會與內地監管部門正在探討允許國際投資者使用通過債券通購買的內地人民幣債券，作為其他以人民幣資產為標的的產品的合資格抵押品的可行性，

¹ 上海銀行間同業拆放利率（Shanghai Interbank Offered Rate）。

例如互換通清算的產品或者是港交所將推出的國債期貨合約，使離岸投資者能夠更靈活地利用其所持有的內地人民幣債券，從而進一步推動中國債市的發展。

中國國債期貨

第三點是中國國債期貨。就人民幣利率對沖工具而言，除了互換通，在中央政府和內地相關監管機構的支持下，香港證監會於 2023 年 11 月公布了在香港推出中國國債期貨的計劃。我們正與內地相關監管機構和香港交易所緊密合作，積極籌備國債期貨的推出，目前各項準備工作正在進行。

正如先前所說，自債券通推出以來，國際投資者的中國債券持有量迅速增長，因此他們也希望能夠利用更多的離岸人民幣風險管理工具（例如國債期貨），能夠更高效便捷地管理其利率風險敞口。目前，國際投資者主要通過場外市場對沖人民幣利率風險。然而，場外人民幣利率互換市場的流動性，主要集中在期限較短的品種上，例如五年或以下的年期，中長期的較少。

我們目前計劃在香港推出的，是 10 年期的中國財政部國債期貨合約。該合約將以人民幣現金結算，合約金額為 50 萬元人民幣。當合約到期時，將根據由一籃子國債的平均收益率進行結算，這籃子由財政部最新發行的三種債券所組成。為了提高產品的流通性，香港交易所還會引入市場做市商。國債期貨產品推出後，將為國際投資者提供一個嶄新而重要的風險管理工具，以對沖較長年期的人民幣利率風險。

我相信，國債期貨將與互換通相輔相成，因為兩者皆是有效的離岸風險管理工具，有望進一步吸引國際投資者參與內地債券市場，並長期持有人民幣國債。

總結

總而言之，內地債券市場是國際投資者進行全球性資產配置、分散投資風險的重要部分。世界經濟論壇的數據顯示，內地債券市場的規模約為國內生產總值的 1.2 倍，遠低於發達經濟體的比例（例如美國的 1.9 倍及日本的 2.6 倍）。由此可見，內地債券市場未來的發展空間仍然廣闊。

香港作為連接內地債券市場與國際投資者的橋樑，將持續發展和強化其資產管理中心、風險管理中心和離岸人民幣業務樞紐的重要角色，從而推動國際投資者投資內地債券市場的持續蓬勃發展，並促進國內債券融資以及實體經濟的平穩發展。

最後，我祝本次論壇圓滿成功。謝謝大家。