



香港交易所五年期中國財政部國債期貨 — 全球首隻可供離岸投資者交易的人民幣債券衍生產品

摘要

經過數年迅速增長，中國債市已成為全球第三大債券市場，存量規模達人民幣 56.3 萬億元（約 8.1 萬億美元）¹。與此同時，中國也在努力推動人民幣國際化和內地金融市場開放。其中一個主要方向是鼓勵外資參與境內債市，推廣債券市場的多元化及多樣性，進一步擴展境內金融市場的規模及深度。

目前儘管外資參與中國債市比例仍較低，境外資金已顯示出對中國主權債券的強烈興趣，並在人民幣獲納入國際貨幣基金組織的特別提款權貨幣籃子後快速增長。2016 年，境外參與者所持的人民幣國債及政策性銀行債券增加了 2,330 億元人民幣，較 2015 年 350 億元飆升六倍。外資在中國主權債券市場上的佔比由 2015 年底的 2.62% 增至 3.93%²。如果在不久將來內中國內地與香港推行“債券通”，外資投資中國債券比例將繼續上升，並將推動風險管理需求增長。

發展有效的風險管理工具和外匯交易服務對境外投資者增持人民幣資產至關重要。如市場推出流通性好的債券期貨產品，可有助於中國境外投資者提高對沖利率風險的能力，增強他們增持中國債券資產的意願。目前，境內市場現有的利率風險管理產品已為人民幣利率風險對沖提供了支撐手段，近期隨著境內外匯市場進一步開放，一些合格境外投資者可直接使用境內的衍生品。然而迄今為止，境內的國債期貨產品還未對境外機構完全放開用以風險對沖，並且由於缺乏境內的保險公司和銀行等主要參與者，境內的國債期貨的流動性有限。在離岸市場上，在離岸國債期貨發行之之前也缺乏有效的中長期人民幣利率風險的對沖工具。香港交易所正是在此背景下推出五年期國債期貨產品。

根據發達國家經驗，引進國債期貨在提高債券市場定價功能，促進現貨市場流動性，豐富債券投資者利率風險管理手段等方面將起到重要作用。大多數實證研究發現，引入國債期貨對現貨市場也不會有顯著影響或導致波動性下降。

香港交易所的國債期貨合約利用離岸市場的產品優勢為境外投資者提供差異化服務，並在產品設計中加入多項特性，以令該產品交易不太可能對在岸市場產生不利影響。

- (1) 香港交易所的國債期貨合約是以離岸市場人民幣進行現金差額結算。合約到期後，以交易結算為目的的交易量在離岸市場進行，僅佔全部合同名義金額的一小部分。因此，與實物交割的期貨合約相比，該結算過程對流動性的影響要小得多。
- (2) 香港交易所的國債期貨合約以債券籃中三個成份債券的平均收益率定價。以最終結算價格的設計降低了對任何單個債券的操縱風險。
- (3) 由於香港交易所的國債期貨合約價格在最後交易日必須和最終結算價一致，因此，它與在岸標的債券之間出現較大價格偏差將導致成本高昂。根據歷史資料進行回溯測試和類比分析，香港交易所國債期貨合約模擬國債籃子的平均收益率與境內五年期國債收益率（2011 年至 2016 年）的相關係數為 98.3%，每日參考結算價和境內五年期國債期貨價格（2013 年 9 月至 2016 年 12 月）的相關係數為 92.1%，是高度相關的。因此，想透過持有一定規模的離岸國債期貨合約來影響在岸市場的穩定性，在實踐中是非常困難的；

¹ 數據來源：萬得，截至 2016 年底。

² 數據來源：萬得，截至 2016 年底。

- (4) 香港交易所的國債期貨合約在一個規範、集中和透明的交易平台上進行交易，從而提高市場透明度，並向市場參與者提供價格預期和未平倉合約的實用信息。
- (5) 香港交易所在其交易及結算規則及有關證券及證監會規例中加入若干措施，對於持倉限額和錯價交易價格參數有明確的規定，可用來阻止國債期貨合約大量未平倉頭寸的積累，從而盡可能減少市場上不必要的波動。

香港交易所的國債期貨作為離岸市場的首隻國債期貨產品，為境外投資者提供對沖人民幣資產利率波動的有效工具，也是推動境外資本流入中國境內債券市場的重要步驟。銀行、資產管理公司、經紀公司和保險公司將是本產品的主要目標使用者。