

研究報告

利用香港作為離岸人民幣中心的優勢
推動人民幣國際化進程



目錄

頁數

摘要	1
1. 離岸人民幣中心的主要特點與香港的優勢	2
1.1 離岸市場對人民幣國際化進程的重要性	2
1.2 支持離岸中心發展的要素	2
1.2.1 貨幣有龐大的離岸資金池	2
1.2.2 貨幣有充足的離岸投資產品供應	3
1.2.3 貨幣有種類繁多的離岸衍生工具作風險管理	4
1.2.4 健全的基礎設施及政策配合，支持發展該貨幣的離岸資產	5
1.2.5 香港作為離岸人民幣中心的優勢	6
2. 離岸人民幣證券和風險管理工具的現況	6
2.1 香港的人民幣證券產品	6
2.2 全球主要市場的證券產品	10
2.3 人民幣證券投資的風險管理工具	11
3. 優化產品及服務以促進市場進一步發展	14
3.1 離岸人民幣產品的發行人和投資者	14
3.2 產品方面的發展潛力	15
3.3 市場互聯互通的擴展潛力	21
3.4 市場基礎設施和服務的優化	27
4. 總結	28
附錄一：在香港交易所及海外交易所人民幣交易的股票、ETF 及 REIT 名單（2020 年年底） ...	30
附錄二：在香港交易所及海外交易所買賣的人民幣貨幣期貨/期權名單（2020 年年底）	32

摘要

人民幣成為國際貨幣之路就是其邁向被廣泛用於全球交易結算、跨境投資及國家儲備之路。根據美元及日圓的經驗，加上人民幣在中國資本項目的可兌換性仍相對有限，要達到人民幣國際化的目標，活躍的離岸人民幣市場必不可少。活躍離岸中心的要素包括有關貨幣須擁有龐大的離岸資金池、有大量該貨幣的離岸投資產品及風險管理衍生工具的供應，以及有健全的基礎設施及政策支持發展以該貨幣為買賣單位的離岸資產。就上述要素而言，香港市場已發展成為全球首要的離岸人民幣中心。

就離岸人民幣資金池而言，在各離岸人民幣市場之中，香港的人民幣存款金額最高。就離岸人民幣產品而言，中國境外的世界各地證券交易所當中，香港上市市場提供的人民幣證券及衍生產品數目及種類均最多。就基礎設施而言，香港現時與中國內地有極為活躍的互聯互通機制，涵蓋股本證券及債券，並且同時有效率極高且連接世界的金融基礎設施作為配套，支援跨境人民幣付款及結算。再者，中國中央政府的各項政策都大力支持香港鞏固其作為全球金融中心及離岸人民幣樞紐的地位。

具備這些優勢的香港可進一步提升及創新其人民幣產品及服務，以在更大程度上滿足內地以至全球發行人及投資者的需要。產品方面，可實行的措施包括推出更多涵蓋各類股本證券、定息證券、交易所買賣基金及房地產投資信託基金的人民幣買賣證券，供投資者進行廣泛的人民幣資產配置，並搭配用於人民幣投資組合及風險管理的回購工具及人民幣衍生產品等相關工具。服務方面，現有的內地與香港市場互聯互通機制範圍若能擴大，當可再進一步促進在岸與離岸市場之間的人民幣流通，而市場基礎設施配套的持續優化亦可進一步激活香港的離岸人民幣產品市場。

透過這些措施，香港市場便可有效發揮其優勢，進一步擴大離岸人民幣資金池及提高人民幣在離岸市場的使用率，以推動人民幣國際化進程。

1. 離岸人民幣中心的主要特點與香港的優勢

1.1 離岸市場對人民幣國際化進程的重要性

到底人民幣能否順利成為全球廣泛用於交易結算、跨境投資及國家儲備的國際貨幣？鑒於現時人民幣在中國資本項目的可兌換性仍相對有限，若支持人民幣國際化的措施就只有向海外投資者逐步開放內地本土市場，則要大幅增加人民幣在全球金融體系的佔比（尤其是作為投資及儲值的工具）並不容易。

根據美元及若干其他主要全球貨幣以往走向國際化的經驗，離岸市場對貨幣國際化至關重要。在二十世紀七十年代，全球金融市場經歷歐洲美元市場的崛起，美元在美國本土經濟以外的市場大量流通。歐洲金融機構紛紛用美元進行交易及跨境業務融資，又參與遠期及掉期市場，以減低以外幣營商的風險。離岸美元資金龐大，加上市場上有許多美元計價的不同產品，以應對全球各類機構及企業的融資需要，歐洲美元市場成了支持美元國際化的最大推動因素及基石。日圓的國際化過程亦有類似經驗。

自從中國人民銀行於 2009 年首次允許中國跨境貿易以人民幣結算後，市場使用人民幣進行貿易結算的情況愈來愈多¹。然而，若要促進全球參與者在中國資本項目下使用人民幣，並進一步便利人民幣跨境投資及融資，在人民幣可完全兌換之前，中國仍需要一道可有效連接國內與國際市場的橋樑。除卻開放國內市場，一個具深度、發展成熟的離岸人民幣市場會是推動人民幣國際化的重要元素。

1.2 支持離岸中心發展的要素

根據美元與日圓的經驗，個別貨幣要在本地市場以外廣為流通以至走向國際化，背後都有若干關鍵元素。在這方面的有關經驗，對我們了解人民幣國際化以及香港作為離岸人民幣中心的發展都具啟發性。以下嘗試逐一探討。

1.2.1 貨幣有龐大的離岸資金池

離岸的歐洲美元市場在其發展過程中受相對較少的監管，離岸資金不受美國聯儲局的儲備規定約束。這使大量美元資金由美國在岸市場流向離岸歐洲美元市場，產生數以萬億計的離岸證券投資及儲備金額，促使美元於歐亞市場被廣泛使用，成為真正的國際貨幣。

及至二十世紀九十年代，美國聯儲局放寬在岸存款的儲備規定，吸引離岸美元回流在岸市場後，歐洲美元市場於全球美元融資的比例便放緩下來，但美元在離岸市場的流通比例於 2000 年代繼續增長。於 2010 年中，離岸美元融資佔全球美元融資中介的 25% 以上，當中大部份為非居民之間的純離岸資金流²。這為全球金融市場的美元投資及相關產品提供了基礎。

根據所得的經驗，離岸資金池於人民幣國際化的進程與離岸人民幣市場的發展上將擔當重要的角色。在人民幣自 2009 年起用於跨境貿易結算有持續增長的推動下，香港的離岸人民幣資金池規模於 2014 年創新高，達人民幣 10.03 億元³，離岸金融活動蓬勃，包括點心債券的發行、跨境借貸，以及透過互聯互通機制等計劃進行的投資⁴。根據 Swift 的統計數據，人民幣

¹ 根據 Swift 的資料，人民幣於 2013 年位列國際交易結算量最多的貨幣第八位，至 2014 年年底更已升至第五位，僅次於美元、歐元、英鎊和日圓。

² 資料來源：〈歐洲美元的銀行業及貨幣國際化〉(“Eurodollar banking and currency internationalisation”)，載於《國際清算銀行季度檢討》(BIS Quarterly Review)，2012 年 6 月。

³ 資料來源：Wind。

⁴ 現時香港的互聯互通機制包括滬港通與深港通（合稱「滬深港通」），以及債券通。其他跨境投資計劃包括合格境外機構投資者（QFII）計劃、人民幣合格境外機構投資者（RQFII）計劃、合格境內機構投資者（QDII）計劃、內地與香港基金互認安排等。

的地位已提升為全球最活躍的付款及貿易結算貨幣之一⁵。香港擁有最龐大的人民幣資金池⁶，已然成為中國內地以外最重要的全球人民幣交易結算中心，負責處理全球 70% 以上的人民幣付款程序⁷。這為香港離岸人民幣融資及資產管理的繁榮發展奠定了基礎。

由於現時全球經濟放緩，加上中美貿易緊張局勢使中國外貿衰退，若離岸人民幣資金池的供應仍主要依賴經常賬下的跨境貿易，離岸人民幣資金池的擴張及離岸人民幣業務的發展將無可避免地面臨停滯的危機。若人民幣可在更大程度上用於離岸市場的跨境投融資，便可建立起龐大的離岸人民幣資金池，有效支持非居民之間的純離岸資金流以及離岸人民幣產品的蓬勃發展。再者，若內地投資者可透過股票互聯互通計劃⁸及債券通以人民幣直接投資離岸資產，他們很可能會選擇以這種方法進行投資，以盡量避免海外投資的匯率風險，從而達到安全進行全球資產配置的目標。

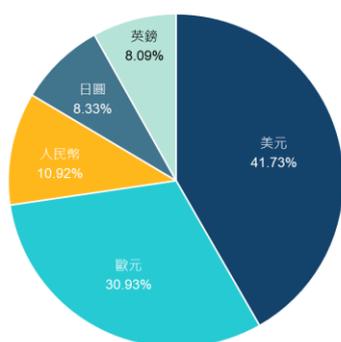
1.2.2 貨幣有充足的離岸投資產品供應

根據美元、日圓及其他主要國際貨幣的經驗，真正的國際貨幣必須具備若干基本條件：貨幣估值受國際市場信任；有不同渠道及工具方便於國際市場擁有及使用該貨幣；以及有關貨幣廣泛用於國際經濟與金融活動，包括國際貿易、投資及融資。因此，有關貨幣可用於投融資的產品數目及種類（尤其是國際債務證券的發行和國際借貸），都是可提升該貨幣於全球外匯儲備與資產管理中的佔比所不可或缺的主要推動因素。

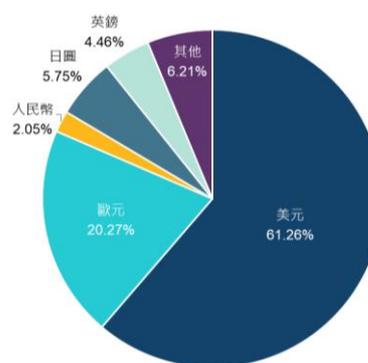
自 2013 年 11 月起，人民幣按價值計一直是全球十大活躍的付款貨幣之一⁹。然而，人民幣的全球資產管理及融資水平仍然極低。根據國際貨幣基金組織（International Monetary Fund，簡稱 IMF）的數據，人民幣於全球外匯儲備的佔比以及國際借貸、銀行債務及債券發行的使用情況，均大幅低於其獲納入 IMF 特別提款權（Special Drawing Right，簡稱 SDR）貨幣籃子後的比重（10.92%）¹⁰（見圖 1）。

圖 1：人民幣在 SDR 貨幣籃子及全球外匯儲備中的佔比

(a) SDR 貨幣籃子的貨幣權重



(b) 全球外匯儲備的貨幣權重 (2020 年第二季)



總額：120,130 億美元

資料來源：IMF。

⁵ 根據 Swift 的《人民幣追蹤》(RMB Tracker) 報告，人民幣自 2013 年 11 月起位列十大最活躍的全球付款貨幣。

⁶ 截至 2019 年年底，香港的人民幣存款達人民幣 6,322 億元，於離岸人民幣市場位列榜首。資料來源：《2020 年人民幣國際化報告》，中國人民銀行，2020 年 8 月。

⁷ 資料來源：〈香港——全球離岸人民幣業務中心〉(“Hong Kong – The Global Offshore Renminbi Business Hub”)，刊登於香港金融管理局(金管局)網站，2016 年 1 月。

⁸ 股票互聯互通計劃包括滬港通和深港通(簡稱「滬深港通」)。

⁹ 資料來源：SWIFT。人民幣於 2014 年 11 月列入全球付款貨幣首五位，其後 2020 年 8 月仍位列第五位。

¹⁰ 資料來源：IMF。有關人民幣在國際借貸、銀行債務及債券發行方面的使用情況詳情，請參閱 IMF 報告〈特別提款權估值方法檢討〉(“Review of the method of the valuation of the SDR”)，2015 年 11 月 13 日。

隨著中國當局推出更多開放措施，人民幣資產融入全球金融系統的步伐將會加快。在此進程中，香港可擔當關鍵的角色，推動人民幣成為國際投資貨幣及儲備貨幣。目前，香港向全球投資者提供多種不同的人民幣資產，包括點心債券（於香港發行的人民幣債券）、人民幣投資基金、商品掛鈎產品、交易所買賣基金（exchange traded fund，簡稱 ETF）、房地產投資信託基金（real estate investment trust，簡稱 REIT）、股本證券及保險產品。此外，全球投資者可透過互聯互通機制直接投資在岸人民幣資產。透過滬深港通及債券通，香港及國際投資者可直接投資於內地交易所上市的合資格股份及中國銀行間債券市場的債務證券（中國銀行間債券市場為全球第二大債市，2020年6月時總值人民幣108萬億元¹¹）。

香港與內地資本市場的互聯互通機制為人民幣提供跨境使用與流通的新渠道，該渠道可進一步拓展至涵蓋更多資產類別（包括貨幣產品以至大宗商品）。香港市場有能力增加產品供應，以方便全球投資者投資人民幣資產及滿足其有關人民幣資產的對沖需要，同時讓內地投資者有機會透過互聯互通機制進行南向交易。

1.2.3 貨幣有種類繁多的離岸衍生工具作風險管理

國際清算銀行（Bank for International Settlements，簡稱 BIS）三年一度的調查提供了有關主要貨幣的全球外匯交易情況的概覽。具體而言，於2019年4月，美元、歐元、日圓及英鎊的外匯交易合計佔全球外匯成交總額的75%¹²，反映全球外匯交易繼續集中於這四大國際貨幣。人民幣外匯交易（包括在岸及離岸）的增長率與整個全球外匯市場相若，2019年人民幣於全球匯市的佔比維持於4.3%，稍高於2016年的4.0%¹³。

繼人民幣於2016年獲納入IMF的SDR貨幣籃子，以及中國資產自2018年起獲納入MSCI股票指數及其後的其他全球性債券指數後，人民幣於外匯市場的地位不斷提升。全球機構（包括中央銀行、主權基金與外國退休基金），以及全球投資者（不論其投資策略為主動型或被動型）預期都會增加中國資產配置。自2015年8月人民幣匯率機制改革後，人民幣匯率的波動性（不論是變動頻率或幅度）已然增加。因此，為對沖所涉及的匯率風險，全球投資者對相關的人民幣衍生產品的需求有所增加。

目前，外匯衍生產品交易仍是人民幣資本項目中的三大不可兌換項目之一，非居民參與本地衍生產品市場有高度限制。儘管中國已進一步開放本地資本市場，容許更多海外投資者參與內地股票與債券市場，但境外投資者參與內地衍生產品市場的渠道及範圍仍非常有限。只有若干類型的境外「長期」機構投資者（投資期較長的投資者，例如央行類機構、主權基金及離岸結算銀行）可根據有明確定義的政策框架較容易進入內地衍生產品市場，且只有若干於本地交易所上市的「特定期貨品種」開放予境外交易者買賣¹⁴。

根據一項市場調查¹⁵，境外投資者的普遍意見是在岸人民幣衍生產品（包括外匯衍生產品、債券衍生產品及利率衍生產品）並未對大部份境外投資者開放，以致人民幣國際化的進程在很大程度上受阻。

因此，市場必須向境外投資者提供多元化的人民幣衍生產品，鼓勵境外投資者進一步參與人民幣投資。有關產品可作為對沖工具，以減低離岸人民幣資產的價格風險和產生較穩定的人

¹¹ 資料來源：國家外匯管理局 (<http://m.safe.gov.cn/safe/2020/0703/16571.html>)。

¹² 資料來源：BIS〈三年期中央銀行調查——2019年4月外匯成交額〉(“Triennial Central Bank Survey — Foreign exchange turnover in April 2019”)，2019年9月16日。

¹³ 資料來源：BIS數據庫。

¹⁴ 除向QFII及RQFII開放股票指數期貨交易外，截至2020年年底，共有七隻「特定期貨品種」開放予境外人士，有關產品全部為商品期貨，分別為上海國際能源交易中心的原油期貨、天然橡膠期貨、低硫燃料油期貨和國際銅期貨；鄭州商品交易所的精對苯二甲酸期貨；及大連商品交易所的鐵礦石期貨和棕櫚油期貨。

¹⁵ 資料來源：亞洲銀行家 (the Asian Banker) 與中國建設銀行〈2018年人民幣國際化報告：一帶一路措施有望提升人民幣跨境使用情況〉(“RMB Internationalisation Report 2018: Optimism towards Belt & Road raises cross-border use of RMB”)，載於亞洲銀行家的網站，2018年7月6日。

民幣投資回報，並以此吸引對波幅容忍度較低的投資者（例如主權基金及退休基金）。這可促進長期機構投資者進一步參與人民幣投資，從而加快人民幣資產在全球外匯儲備佔比的增長。

由於現時資本項目下人民幣的可兌換性有限，於離岸市場開發人民幣衍生產品將有助推動人民幣國際化。香港作為最大的離岸人民幣中心¹⁶，具備優勢去提供更多與在岸資本市場有關的人民幣風險管理產品，包括債券衍生產品及股本證券衍生產品。這對於促進全球投資者的人民幣風險管理，以及加快人民幣國際化的進程，將發揮極大作用。

1.2.4 健全的基礎設施及政策配合，支持發展該貨幣的離岸資產

多年來，全球金融基礎設施平台不斷改進，以減低跨境交易的成本與跨境交易和結算所涉及的風險（例如流動性風險和結算風險）。在加強市場結構整合的進程中，市場實施了一系列措施，包括引入券款對付（**delivery versus payment**，簡稱 **DVP**）及同步收付（**payment versus payment**，簡稱 **PVP**）的交收方式，以及透過不同界面與全球各地的即時全額支付結算系統（**real time gross settlement**，簡稱 **RTGS**）連接。**Euroclear** 和 **Clearstream** 等全球系統性機構與全球銀行合作，將其服務擴展到全球多個市場，涵蓋多種用於金融交易的貨幣。以主要國際貨幣計價的金融產品和資產可輕易透過有關平台進行交易，並可減低營運風險。主要國際貨幣有整合度較高且服務範圍較廣的基礎設施的支持，廣泛用於全球證券及衍生產品的交易以及資產管理，有助拓展投資者基礎及提升市場流動性。

同樣地，人民幣國際化亦與使用人民幣進行跨境投資息息相關。這必須要有安全可靠的金融基礎設施和政策的支持，才可處理數以萬億元計的離岸人民幣業務。金融基礎設施除了要符合國際標準外，還必須符合內地政策制定機關對於相關資訊透明度的監管規定。

多年來，香港持續優化其金融基礎設施，以支援離岸人民幣付款及結算程序。有關措施包括就不同貨幣引入 **DVP** 和 **PVP** 的交收方式，並就美元、歐元及港元與 **RTGS** 系統連接，以方便全球各地的銀行透過香港的平台進行人民幣付款。截至 2019 年年底，共有 204 家銀行直接參與人民幣 **RTGS** 系統¹⁷。於 2020 年 7 月，人民幣 **RTGS** 系統的平均每日成交額約人民幣 1 萬億元，反映其在提供人民幣跨境付款服務以至離岸市場全球付款服務方面均擔當着重要角色（見圖 2）。

圖 2：香港 RTGS 系統的每日成交金額（以人民幣結算）



資料來源：香港銀行同業結算有限公司。

¹⁶ 詳情請參閱中國人民銀行《2019年人民幣國際化報告》，2019年6月。

¹⁷ 資料來源：金管局網站 (<https://www.hkma.gov.hk/media/chi/doc/about-the-hkma/legislative-council-issues/20200504c1.pdf>)。

隨著滬深港通於 2014 年推出及債券通的北向交易於 2017 年推出，香港金融市場處理進出中國內地的跨境人民幣投資金額的基礎設施亦隨之優化。通過這些渠道，境外投資者可有效率地進入內地資本市場，毋須通過高成本的事先備案及本地賬目管理。其後人民幣資產獲納入全球股債指數，很大程度上正是歸功於互聯互通機制提供的高效及方便的營運環境。

展望將來，隨着滬深港通及債券通的交易活動、離岸人民幣債券的發行、離岸人民幣股票的發行，以及相關衍生產品交易等活動的增加，資本項目下的人民幣交易就會相應增加，這將需要進一步提升金融基礎設施及相關政策以提供支持。

1.2.5 香港作為離岸人民幣中心的優勢

總括而言，香港擁有龐大的既有人民幣流通量、產品多樣性及符合國際標準的金融服務，使其具備獨特的優勢，可支援許多不同類型的離岸人民幣融資及投資活動，例如涉及人民幣債券、貸款、股本證券及其他證券產品以及人民幣衍生產品等活動。

蓬勃而多元化的香港市場提供各類增值服務與產品，可滿足內地以至全球不同類型投資者的特定需要。國際投資者可透過香港掌握內地市場的機遇，同時繼續以其熟悉的法律及監管框架、市場慣例及語言進行操作。對內地投資者而言，香港能利用其獨特的市場系統與金融環境，為他們提供國際市場的優質資產，擴闊產品選擇。

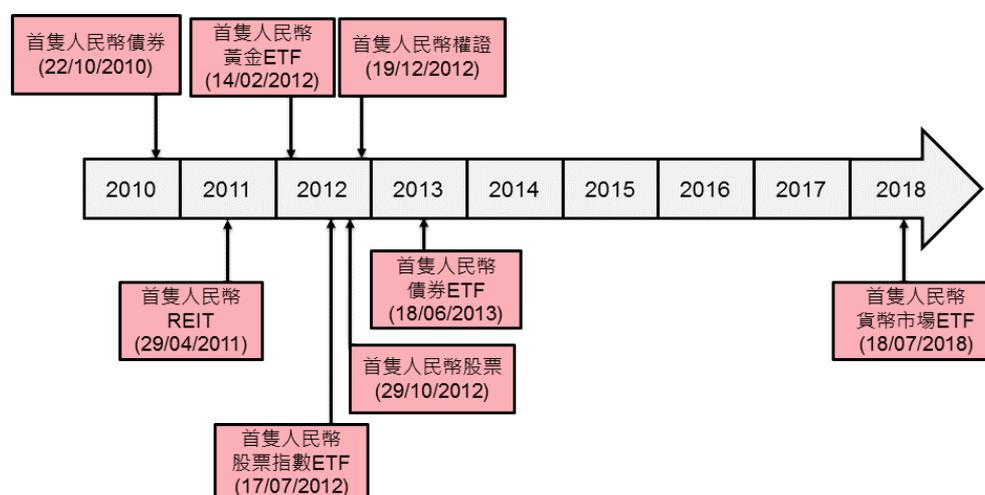
作為中國內地與國際市場之間的「超級聯繫人」，香港有高度的靈活性，可於人民幣國際化的進程中應對中國內地與國際市場之間的互動。香港這種連接中國內地與全球其他地方的特殊角色是難以取代或複製的。

2. 離岸人民幣證券和風險管理工具的現況

2.1 香港的人民幣證券產品

香港證券市場上首隻人民幣債券於 2010 年 10 月 22 日上市，之後首次上市的人民幣證券品種有：2011 年的人幣 REIT 與 2012 年的人幣 ETF（黃金）、人民幣股票與人民幣權證。（見圖 3。）

圖 3：香港交易所推出人民幣證券產品的時間表（截至 2020 年 12 月）



資料來源：香港交易所。

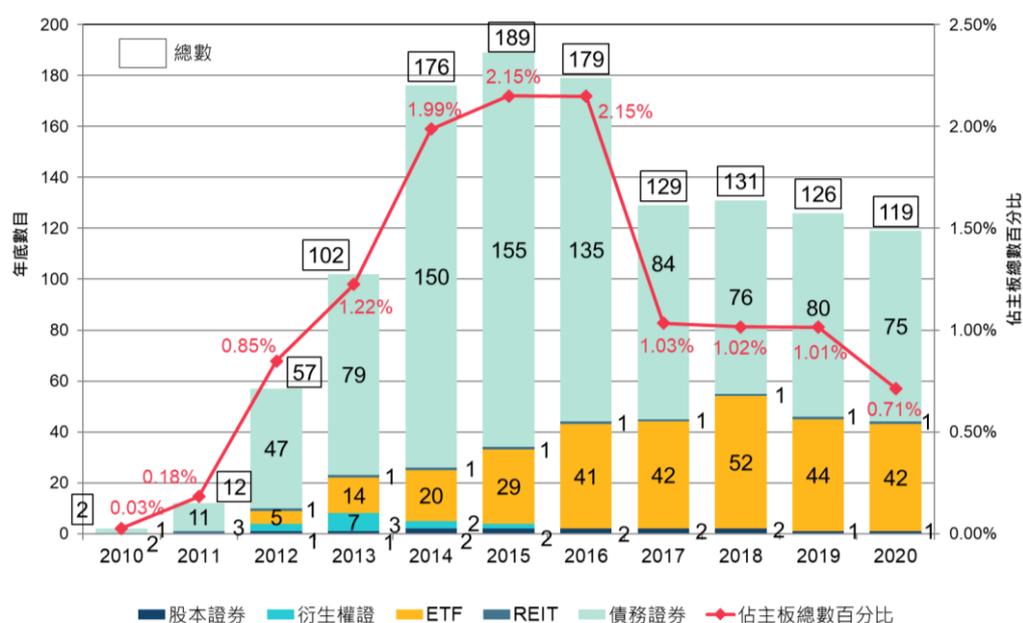
上市人民幣證券總數於 2015 年達到高峰，共 189 隻，佔香港交易所主板證券總數的 2%。其後 2017 年人民幣證券的數目大幅下跌，主要因為大量於 2012 年至 2015 年間上市的人民幣債券已到期而除牌，而新上市的數目追不上跌幅。於 2020 年年底，上市人民幣證券總數為 119 隻（佔主板證券總數約 0.7%），是 2012 年以來的最低。當中大部份是人民幣債券（63%），其次是 ETF（35%）。

值得注意的是，人民幣 ETF 的數目於 2019 年首次錄得按年下跌，至 2020 年年底更擴大跌幅。人民幣 ETF 當中，以股票指數 ETF 佔最多（佔全部人民幣證券的 29%）。人民幣證券數目雖然在主板所有證券中的佔比尚低，但於 ETF 中則佔顯著比重（36%）¹⁸。

目前只有一隻人民幣 REIT¹⁹在香港交易所上市。有別於人民幣 ETF 設多個貨幣交易櫃台（人民幣、港元及/或美元），此人民幣 REIT 只有一個人民幣交易櫃台，其交易相當活躍。人民幣股本證券方面，首隻產品²⁰於 2012 年上市，另一隻²¹於 2014 年上市，但後者已於 2019 年 12 月除牌。

（見圖 4 至 6。）

圖 4：香港交易所上市人民幣證券的年底數目（按類別劃分）（2010 年至 2020 年）



資料來源：香港交易所。

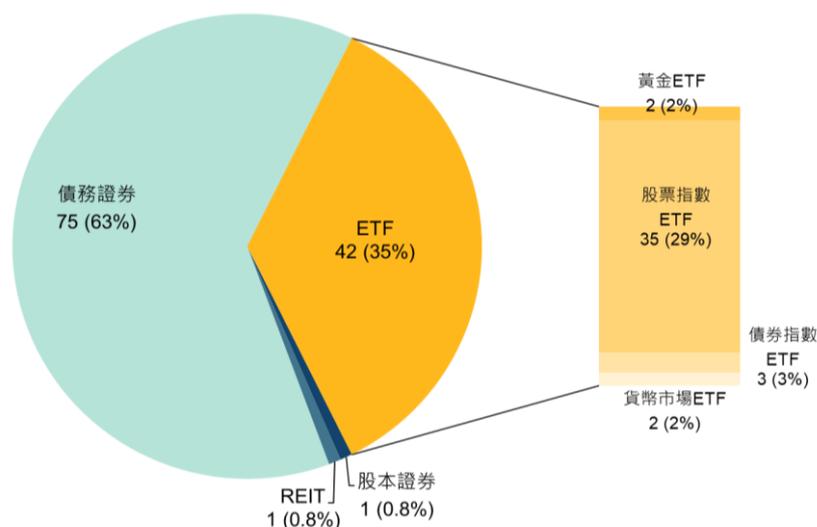
¹⁸ 除一隻人民幣黃金 ETF 外，這些 ETF 全都設有雙櫃台或多櫃台，以人民幣及其他貨幣（港元及/或美元）交易。

¹⁹ 匯賢產業信託。

²⁰ 合和公路基建，現名深圳投控灣區發展有限公司。

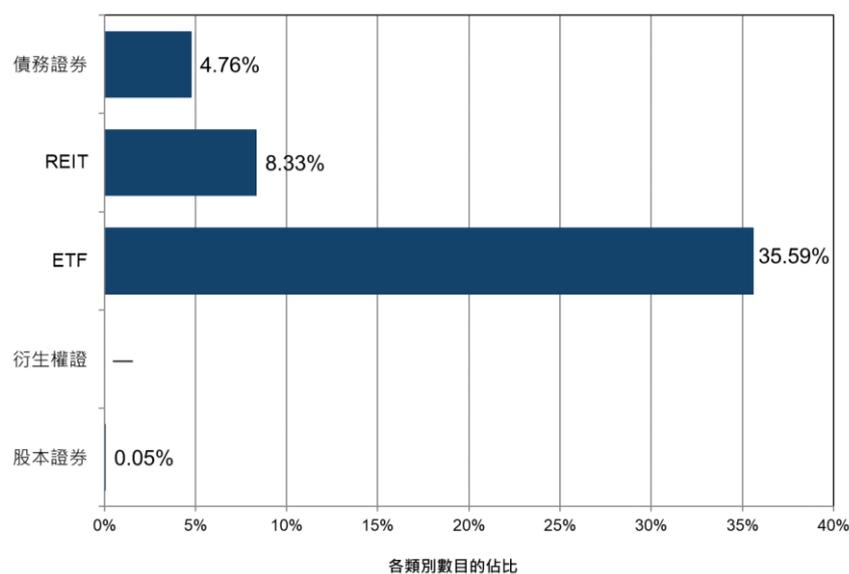
²¹ 工商銀行人民幣 6.00% 票息、非累積、非參與、永續境外優先股，於 2014 年 11 月 12 日上市。

圖 5：香港交易所上市人民幣證券的數目佔比（按類別劃分）（2020年年底）



註：由於四捨五入的關係，百分比的總和未必等於 100%。
資料來源：香港交易所。

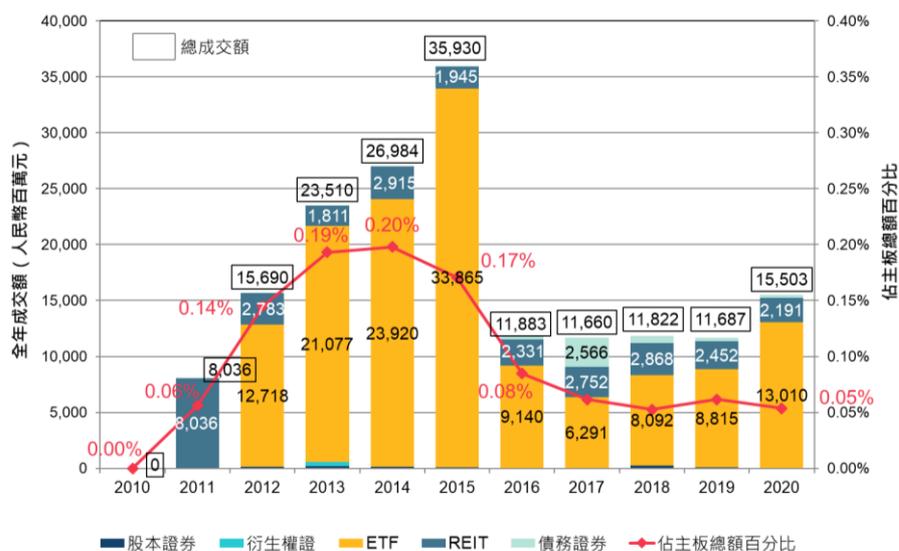
圖 6：香港交易所上市人民幣證券數目的佔比（按類別劃分）（2020年年底）



資料來源：香港交易所。

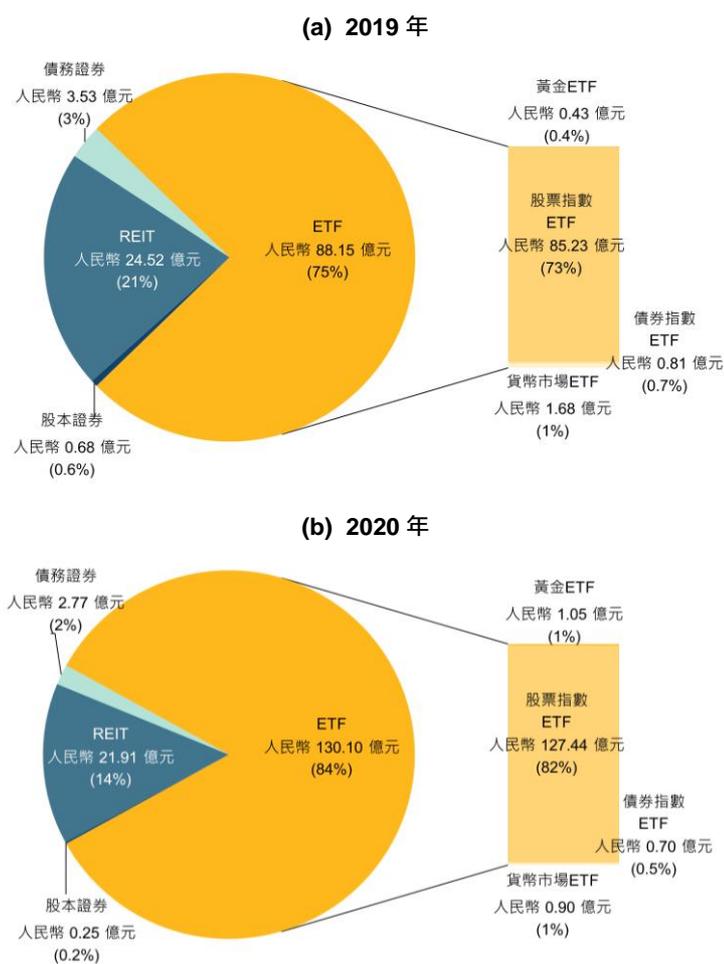
人民幣證券的成交自 2011 年起連續五年增長，2015 年之後才告回落。由於上市數目少，主板市場以人民幣買賣的證券在總交易額中的佔比仍然微不足道。其中，人民幣 ETF 自 2012 年推出以來每年均佔最高比重，2019 年佔 76%，2020 年更達 84%，主要為股票指數 ETF 的交易。唯一一隻人民幣 REIT 排行第二（2019 年及 2020 年分別佔 21% 和 14%）。人民幣債券的上市數目雖然最多，但其成交佔比卻尚低（2019 年及 2020 年分別佔 3% 及 2%）。（見圖 7 及 8。）

圖 7：香港交易所上市人民幣證券的每年成交額（按類別劃分）（2010年至2020年）



註：人民幣證券的成交並不包括證券的非人民幣交易櫃檯（如有）的成交金額。
資料來源：香港交易所。

圖 8：香港交易所上市人民幣證券的成交額佔比（按類別劃分）（2019年及2020年）



註：人民幣證券的成交額並不包括該等證券的非人民幣交易櫃檯（如有）的成交金額。由於四捨五入的關係，百分比的總和未必等於100%。

資料來源：香港交易所。

總括而言，香港交易所的人民幣證券早年的數目及成交均多有增長，近年則降至相對平穩水平。人民幣 ETF（主要是股票指數 ETF）相對比重較高。

2.2 全球主要市場的證券產品

有人民幣證券上市的主要離岸交易所包括中歐國際交易所（簡稱「中歐所」）、法蘭克福證券交易所（簡稱 FWB）、日本交易所集團（簡稱「日本交易所」）、倫敦證券交易所（簡稱「倫敦證交所」）、新加坡交易所（簡稱「新交所」）和臺灣證券交易所（簡稱「臺證所」）²²。中歐所是德意志交易所與上海證券交易所（簡稱「上交所」）和中國金融期貨交易所（簡稱「中金所」）成立的合資公司，在德意志交易所旗下的交易平台提供與中國相關的證券買賣（部份以人民幣買賣）。德意志交易所亦經營 FWB。

就上市數目而言，絕大部份產品為人民幣債券——資料顯示 2020 年 3 月 2 日有約 800 隻離岸人民幣債券在香港交易所以外至少 25 家離岸交易所買賣，其中包括盧森堡證券交易所、倫敦證交所、中華民國證券櫃檯買賣中心、新交所、斯圖加特證券交易所及泛歐交易所都柏林分部（原為愛爾蘭證券交易所）²³。相較之下，離岸交易所少有提供其他類別的人民幣證券。只有少數以人民幣交易的 ETF 在中歐所、倫敦證交所及臺證所等交易所上市。類似於香港交易所，新交所及臺證所均有提供雙幣證券交易櫃台——新交所有一隻股本證券和一隻 ETF 設有人民幣交易櫃台，而臺證所則有三隻 ETF 設有人民幣交易櫃台。

ETF 是中國內地境外市場交投最活躍的場內人民幣證券產品類別。香港交易所領先全球其他主要交易所，提供最多數目的人民幣 ETF 產品²⁴。上市人民幣債券雖然數目眾多，但其場內交易即使有亦交投疏落²⁵。

表 1：香港交易所及若干其他交易所的以人民幣交易的上市證券（2020 年年底）

交易所	股本證券	ETF	REIT	債務證券	合計
香港交易所	1	42	1	75	119
倫敦證交所	0	1	0	141	142
新交所	1	1	0	80	82
中歐所	0	1	0	2	3
FWB	0	0	0	25	25
臺證所	0	3	0	0	3

註：香港交易所以外的數據乃盡力編備。該等交易所當中不包括主要債券上市中心盧森堡證券交易所（該所於 2021 年 3 月 2 日有 288 隻上市人民幣債券）（資料來源：湯森路透）。

資料來源：香港交易所的產品資料源自香港交易所；其他交易所的產品資料源自相關交易所的網站。

上表 1 比較香港交易所與全球其他所知有提供人民幣證券之交易所的人民幣證券產品數目，下表 2 則比較各交易所的人民幣 ETF 的成交額。香港交易所人民幣 ETF 的平均每日成交金額（簡稱「日均成交額」）遠高於其他交易所，即使按每隻證券計的平均數也如是。

²² 有關香港交易所及海外交易所已知的人民幣交易證券名單，見附錄一。

²³ 資料來源：2021 年 3 月 2 日湯森路透。由於同一人民幣債券可能在多家交易所交易，故有關數字包括重複點算。須注意名單未能與交易所的官方來源核證。

²⁴ 根據現有所知數據及資料。

²⁵ 債券交易通常在場外而非交易所內進行。發行商安排債券於交易所上市，或是為配合一些按其授權規定必須投資於認可證券交易所上市證券的投資者及基金經理，使他們也可買賣其債券。

表 2：人民幣 ETF 總成交額及日均成交額（2019 年及 2020 年）

交易所	2019		2020 年	
	總成交額 (人民幣百萬元)	日均成交額 (人民幣百萬元)	總成交額 (人民幣百萬元)	日均成交額 (人民幣百萬元)
香港交易所	8,815	35.8	13,010	52.5
FWB	1	0.0	1	0.0
倫敦證交所	16	0.1	8	0.0
新交所	—	—	0.3	0.0
臺證所	85	0.4	126	0.5

“—”：不適用。

資料來源：香港交易所數據源自香港交易所；FWB、倫敦證交所及新交所數據源自湯森路透；臺證所數據源自臺證所網站。

2.3 人民幣證券投資的風險管理工具

香港的旗艦人民幣風險管理工具是 2012 年 9 月在香港交易所衍生產品市場推出的離岸人民幣（香港）兌美元期貨（即**美元兌人民幣（香港）期貨**），是香港交易所首隻人民幣衍生產品，旨在為投資者在處理其預計日益增多的人民幣投資上提供風險管理工具，以對沖有關的人民幣貨幣風險。其後因應全球愈來愈多經濟和投資活動以人民幣進行，香港交易所陸續推出更多的其他人民幣/外幣衍生產品，以迎合預期中與日俱增的需求，這些產品包括以人民幣交易的人民幣（香港）兌歐元、日元、澳元及印度盧比等貨幣期貨（**歐元兌人民幣（香港）期貨**、**日元兌人民幣（香港）期貨**、**澳元兌人民幣（香港）期貨**及**印度盧比兌人民幣（香港）期貨**）；人民幣貨幣期權合約（**美元兌人民幣（香港）期權**）；及以美元交易的人民幣（香港）兌美元期貨。

此外還有以人民幣交易的大宗商品衍生產品，以支持國際社會使用人民幣及實體經濟活動以人民幣定價。這些產品包括**倫敦金屬期貨小型合約**（2014 年推出鋁、銅及鋅合約，2015 年推出鉛、鎳及錫合約）。前三隻產品的相關金屬（鋁、銅及鋅）是中國佔全球耗用量重要比重的金屬²⁶，也是香港交易所附屬公司倫敦金屬交易所（簡稱 LME）交投最活躍的期貨合約²⁷。

2017 年及 2020 年，香港交易所先後推出可於香港實物交收並以人民幣（香港）計值的黃金及白銀期貨合約，進一步鞏固香港作為其中一個貴金屬中心的地位。其後更有人民幣（香港）黃金期貨指數的推出，多家資訊供應商均可為投資者提供該指數的相關資訊。

而在其他海外市場，場內成交的離岸人民幣衍生產品大都是人民幣貨幣期貨及期權。於香港交易所以外的其他交易所買賣的離岸人民幣衍生產品絕大多數是人民幣貨幣期貨及期權。這些交易所包括美洲的 CME、巴西證券期貨交易所（簡稱 B3）²⁸及 Matba Rofex；亞洲的新加坡亞太交易所（簡稱 APEX）、新交所、ICE 新加坡期貨交易所（簡稱「ICE 新加坡期交所」）、韓國交易所（簡稱「韓交所」）及臺灣期貨交易所（簡稱「臺灣期交所」）；東歐的莫斯科交易所；非洲的約翰內斯堡證券交易所（簡稱「約翰內斯堡證交所」）；歐亞大陸的伊斯坦堡證券交易所（簡稱「伊斯坦堡證交所」）；及中東的杜拜商交所²⁹。CME 集團旗下的 COMEX，以及 DGCX 是香港交易所以外僅有有推出以人民幣交易的大宗商品合約（黃金期貨合約）的交易所。

²⁶ 中國佔全球金屬耗用量：2015 年鋁為 36%（69,374 千噸中佔 24,960 千噸，資料來源：World Aluminium，<http://www.world-aluminium.org>）；2015 年銅為 46%（21.8 百萬噸佔 9,942 千噸，資料來源：The Statistics Portal，<https://www.statista.com>）；2014 年鋅為 45%（13.75 百萬噸中佔約 6.25 百萬噸，資料來源：Metal Bulletin、The Statistics Portal）。

²⁷ 2020 年，LME 鋁、銅及鋅的期貨合約成交量佔 LME 大宗商品衍生產品總成交量的 42%、22%及 16%（資料來源：LME）。

²⁸ 前巴西證券期貨交易所（BM&FBOVESPA）於 2017 年與 Cetip 合併，公司名稱於該年 6 月 16 日改為 Brazil Bolsa Balcão (B3)。

²⁹ 有關香港交易所及海外交易所已知的人民幣衍生產品名單，見附錄二。

一如在證券市場，全球交易所中以香港交易所提供最多人民幣衍生產品。下表3列出香港交易所及全球其他交易所的人民幣衍生產品數目。

表 3：香港交易所及若干其他交易所的人民幣衍生產品數目（2020 年年底）

交易所	貨幣		商品		合計		總計
	期貨	期權	期貨	期權	期貨	期權	
香港交易所	6	1	8	0	14	1	15
APEX	1	0	0	0	1	0	1
B3	1	0	0	0	1	0	1
伊斯坦堡證交所	1	0	0	0	1	0	1
CME	4	2	0	0	4	2	6
COMEX	0	0	1	0	1	0	1
杜拜商交所	1	0	1	0	2	0	2
ICE 新加坡期交所	2	0	0	0	2	0	2
約翰內斯堡證交所	1	0	0	0	1	0	1
韓交所	1	0	0	0	1	0	1
Matba Rofex	1	1	0	0	1	1	2
莫斯科交易所	1	0	0	0	1	0	1
新交所	7	1	0	0	7	1	8
臺灣期交所	2	2	0	0	2	2	4
總計	29	7	10	0	39	6	46

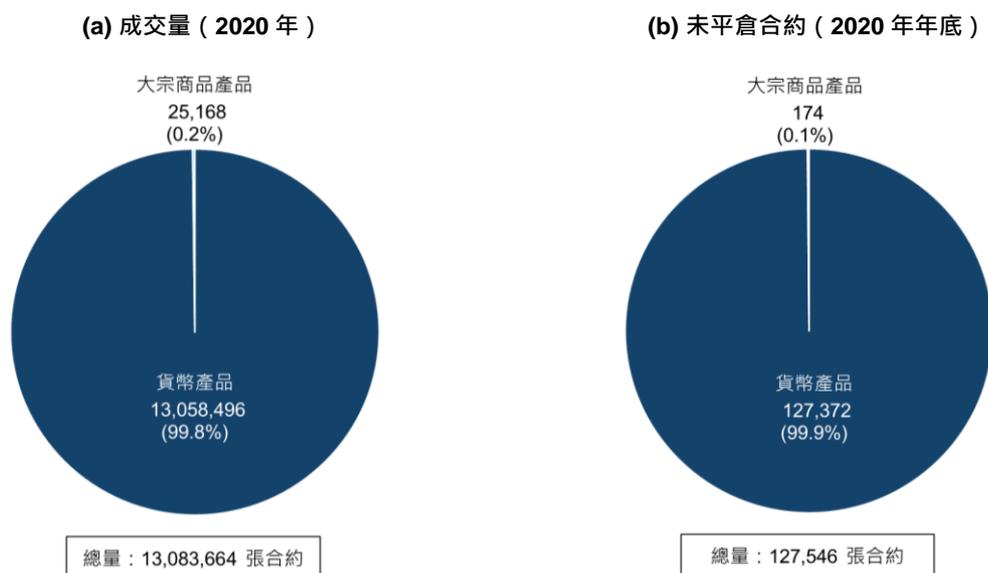
註：香港交易所以外的數據乃盡力編備。

資料來源：香港交易所數據源自香港交易所；其他交易所數據源自各交易所網站。

人民幣貨幣期貨已成為全球最普及的人民幣衍生產品，香港交易所以外至少有十多家其他交易所提供這類產品。2019 年離岸場內人民幣衍生產品的全年成交量及年末未平倉合約幾乎全部來自人民幣貨幣產品（見圖 9）。投資者對美元/離岸人民幣合約的興趣最大，從該類產品的成交相對較高可見一斑。人民幣對另一國際貨幣歐元及其他本國貨幣如新加坡元、韓元及俄羅斯盧布的合約交易微乎其微，甚或全無交易³⁰。從地區分布來看，離岸人民幣衍生產品的交易都集中在東亞區的交易所（見圖 10）。

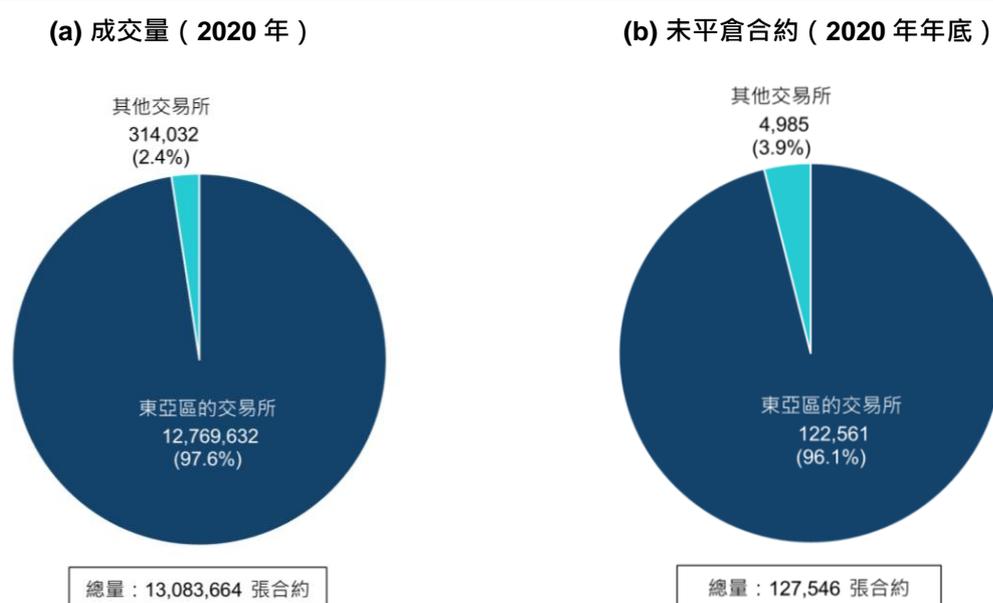
³⁰ 資料來源：美國期貨業協會數據。

圖 9：貨幣產品於離岸人民幣衍生產品成交量及未平倉合約量中的佔比



資料來源：美國期貨業協會數據。

圖 10：東亞區的交易所於離岸人民幣衍生產品成交量及未平倉合約量中的佔比



註：東亞區的交易所包括香港交易所、APEX、ICE 新加坡期交所、韓交所、莫斯科交易所、新交所及臺灣期交所。

資料來源：美國期貨業協會數據。

上述數據顯示人民幣風險管理工具的種類以及這些工具在全球交易所的交易活動都不夠多元化，太側重於人民幣貨幣衍生產品。除卻數隻人民幣大宗商品衍生產品（主要在香港交易所上市）外，便沒有任何其他直接與人民幣證券產品掛鈎的人民幣風險管理工具（例如人民幣債券的期貨/期權、人民幣指數的期貨/期權，以及人民幣股票或 ETF 的期貨/期權）。離岸人民幣證券市場發展停滯不前，這樣的局面自所難免。

3. 優化產品及服務以促進市場進一步發展

香港市場已發展成為全球領先的離岸人民幣樞紐，無論是離岸人民幣資金池的規模、離岸人民幣投資產品的供應、用於風險管理的人民幣衍生產品所覆蓋的範圍，還是市場基建以助人民幣資產的交易等各方面的發展（參見上文第1和第2節），均表現卓越，吸引眾多發行人和投資者在香港發行和投資離岸人民幣產品。

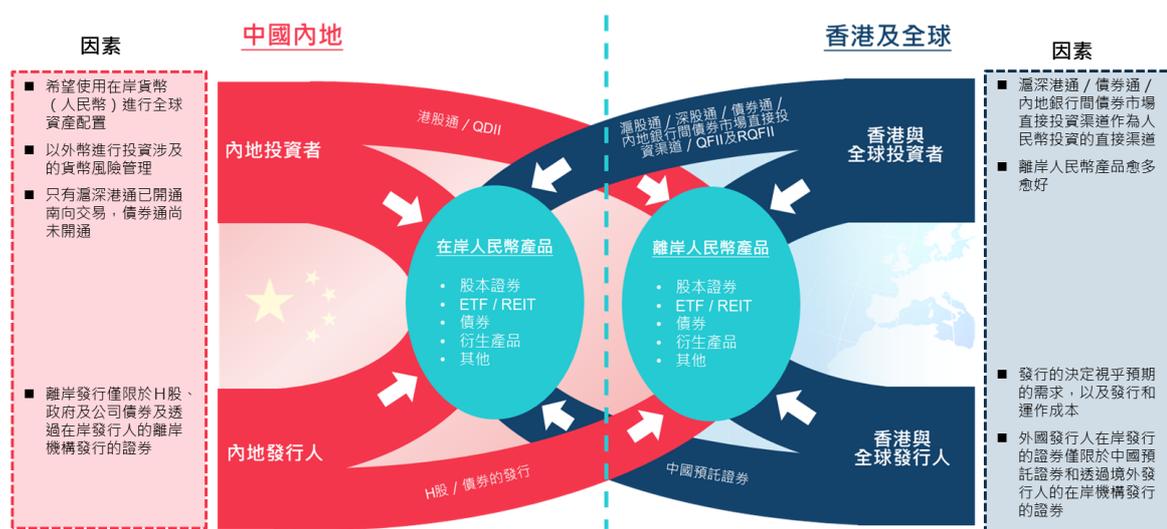
從宏觀經濟的角度來看，內地決策者過往幾年較為注重人民幣匯率的穩定性，然而其間仍推出各種措施推進內地金融市場的持續開放，並促進人民幣資金以可控方式雙向流動³¹。預期市場將進一步開放，以支持人民幣國際化的進程，特別是支持建立離岸人民幣市場。

事實上，中央政府的政策一直非常支持香港離岸人民幣業務的發展。2019年2月發布的《粵港澳大灣區發展規劃綱要》³²中重申要強化香港作為國際金融中心和全球離岸人民幣業務樞紐的地位。內地有關部門也在2020年4月推出促進大灣區特別是香港的離岸人民幣業務發展的政策措施³³，包括：推出更多離岸人民幣的貨幣產品、大宗商品產品及其他風險管理工具；推動綠色金融；推進財富管理互聯互通；優化完善滬深港通和債券通；研究擴展債券通南向交易，以及擴大跨境使用人民幣等。這些政策措施的實施將有助進一步優化香港市場的人民幣產品和服務，包括促進開發更多種類的離岸人民幣產品和服務，於在岸與離岸市場之間進行更多人民幣雙向投資資金流動，以及增強香港市場上進行人民幣投資的市場基建，這些種種會帶動對香港提供的人民幣產品和服務的市場需求。

3.1 離岸人民幣產品的發行人和投資者

要利用香港作為推動人民幣國際化的離岸人民幣中心，香港市場自必要能夠提供種類廣泛的以人民幣交易的產品並激活相關產品的交易。人民幣證券產品在香港的上市和交易可滿足人民幣交易產品供求雙方（即產品發行人和投資者）的需要。圖11描述了發行人和投資者參與買賣離岸人民幣產品和在岸產品的現況。

圖 11：內地和在岸及香港離岸人民幣產品的發行人和投資者



資料來源：香港交易所的分析。

³¹ 包括取消 QFII 和 RQFII 計劃的投資額度，以及統一這兩個計劃的規例（見中國人民銀行於 2020 年 8 月 14 日發布的〈2020 年人民幣國際化報告〉）。

³² 國務院於 2019 年 2 月 18 日發布的〈粵港澳大灣區發展規劃綱要〉。

³³ 中國人民銀行、中國銀行保險監督管理委員會、中國證券監督管理委員會及國家外匯管理局於 2020 年 4 月 24 日聯合發布的〈關於金融支持粵港澳大灣區建設的意見〉。

在**發行人**（即離岸人民幣產品的供應方）方面，內地發行人在離岸市場發行證券受到內地法規和資格限制所規限，相反，全球發行人在香港市場發行人民幣證券則完全由市場主導：

- 內地股票發行人可隨時使用 A-H 股上市方式發行股票。
- 離岸股票發行人（來自世界各地的國際公司）可以選擇在香港市場發行人民幣股票（或開設其股票的人民幣櫃台），吸引擁有人民幣投資組合的投資者。此方式不受上市制度或交易系統的相關制度所限，特別能吸引在中國內地有主要業務的公司以及打算深入接觸更廣泛內地投資者的國際公司。
- 在岸和離岸發行人在離岸市場發行人民幣債券，或多或少由市場主導，包括發行人的資金需求和市場利率。
- 設有人民幣櫃台的香港 ETF 和 REIT 全部由離岸發行人發行。為吸引在岸和離岸的人民幣證券組合投資，發行人很可能會考慮為這些證券類型開設人民幣櫃台。

在**投資者**（即離岸人民幣產品的需求方）方面，內地投資者的離岸證券投資只能透過受控渠道進行，例如港股通及合格境內機構投資者（QDII）計劃（將擴展至合格境內個人投資者（QDII2）計劃）。面對在岸市場投資工具的供應與品種有限，內地投資者會被離岸市場多元化的證券產品（包括股票、ETF/REIT 及債券）所吸引，進行離岸投資，如這些離岸產品設有人民幣櫃台，將有助促進並吸引他們的參與。反向地，離岸投資者可以通過例如滬股通、深股通、債券通及 QFII 計劃（現已與 RQFII 計劃合併）等受控渠道進行在岸證券投資。此外，除了人民幣債券，離岸人民幣產品例如涉及內地資產的 ETF 及 REIT，亦可能吸引擁有人民幣投資組合的離岸投資者，用作分散投資。對於離岸投資者而言，於離岸市場買賣人民幣產品相對於在岸買賣較方便，且受較少監管規則限制。

總括而言，香港市場所提供或透過香港市場所獲得的投資機會（包括人民幣證券和衍生產品），在某程度上滿足了內地投資者對全球資產配置的需求，以及全球投資者對人民幣資產配置的需求，同時亦照顧了內地發行人對全球融資的需要，以及全球發行人對擴大其中國內地投資者群體的目標。

3.2 產品方面的發展潛力

通過擴大離岸市場的人民幣產品系列，就可擴大離岸人民幣資金池。環顧世界市場，香港市場提供的離岸人民幣產品種類最為廣泛，涵蓋人民幣股票、人民幣債券、人民幣 ETF、人民幣 REIT 和人民幣衍生產品（見第 2 節），全球和內地發行人的需要以及投資者對人民幣投資組合管理的需求都一一兼顧。下一步可以考慮進一步開發產品和創新³⁴，務求吸引更多發行人和投資者積極進行全球人民幣資產配置，以促進離岸人民幣資金池的增長。

(1) 人民幣股票

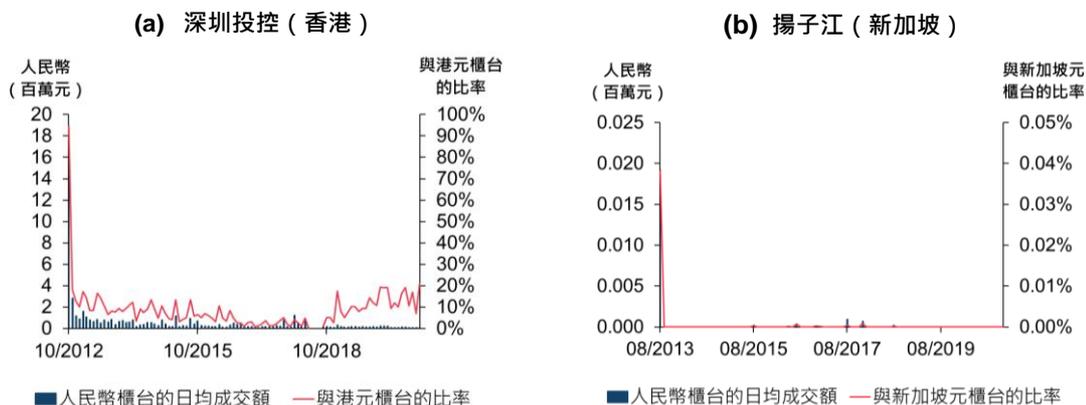
香港是世界上首個推出雙櫃台人民幣股票的市場。按已知最新情況，全球交易所至今只有兩隻雙櫃台人民幣股票。該兩家發行人在中國內地都擁有大的業務比重，第一家是深圳投控灣區發展有限公司（前稱合和公路基建有限公司，下稱「深圳投控」），於 2012 年 10 月 29 日在香港交易所設置人民幣櫃台。另一家是揚子江船業（控股）有限公司（下稱「揚子江」），於 2013 年 8 月 5 日在新加坡交易所開設人民幣櫃台³⁵。兩家公司均主要以人民幣營運公司的業務。因此，在內地有核心業務的發行人（即其業務交易的主要貨幣為人民幣）所發行的股票以人民幣交易，應能為投資者提供更恰當的貨幣配對。

³⁴ 本節所述產品的開發取決於市場需求和監管部門批准。

³⁵ 在設置人民幣櫃台之前，揚子江於 2010 年 9 月在台灣市場發行了台灣存託憑證，但已於 2015 年 6 月除牌。見〈擬在台灣證券交易所將台灣存託憑證除牌的申請書〉，載於 yangzijiang-cn.listedcompany.com，2015 年 4 月 27 日。

離岸投資者可因應其投資組合的計價貨幣而選擇投資於當地貨幣櫃台抑或人民幣櫃台。統計顯示，深圳投控在香港的人民幣股票櫃台比揚子江在新加坡的人民幣櫃台更活躍。於2020年9月，該香港市場人民幣櫃台的日均成交額約為人民幣30,000元（約佔其港元櫃台每日成交額的10%），而新加坡的人民幣櫃台自2018年8月以來並未錄得任何交易（見圖12）。這可能是因為香港的離岸人民幣資金池金額較大，而且香港有許多精通中國資產投資的投資者。

圖 12：香港和新加坡的人民幣股票櫃台的日均成交額（推出日至2020年）



資料來源：彭博。

在香港上市的內地和國際企業，特別是在內地有核心業務的企業又或希望吸引內地投資者以人民幣買賣其股票的企業，大可考慮設置人民幣櫃台，方便投資者買賣其於香港上市的股票。

(2) 人民幣債券

離岸人民幣融資是香港市場各種離岸人民幣業務中的重要部份。香港一直是發行離岸人民幣債券的首選市場³⁶。香港的人民幣債券主要有兩種：點心債券和合成債券，發行人包括政府和企業發行人。點心債券以人民幣發行和結算，而合成債券則以人民幣發行並以美元結算。此外，自2018年11月起，中國人民銀行已逐步建立在香港發行央行人民幣票據的常設機制。

投資者在一級市場認購離岸人民幣債券的投資策略主要是「購買後持有直至到期」。一直以來，離岸人民幣債券相對於其他貨幣計價的債券在發行利率方面有一定優勢，因而受到投資者歡迎。在2014年之前，人民幣升值的預期收益是帶動投資者對離岸人民幣債券的投資需求的一個主要原因。

龐大且不斷增長的離岸人民幣資金池也促進了離岸人民幣債券的發行和需求。截至2019年年底，香港的人民幣資產總額達到人民幣6,580億元，冠絕全球³⁷。同時，2020年債券通的日均成交額達到人民幣198億元³⁸，2020年經債券通的交易額佔內地銀行間債券市場總交易額的53%³⁹，顯示香港是國際投資者進入中國債券市場的重要途徑。

³⁶ 見香港交易所研究報告〈香港支持內地民營企業集資的角色〉，載於香港交易所的網站，2019年6月13日。

³⁷ 香港金融發展局42號文章〈發展人民幣資產市場 提升香港人民幣樞紐地位〉，載於香港金融發展局的網站，2020年5月。

³⁸ 資料來源：根據債券通有限公司的每月債券通運行報告的數據計算得出。

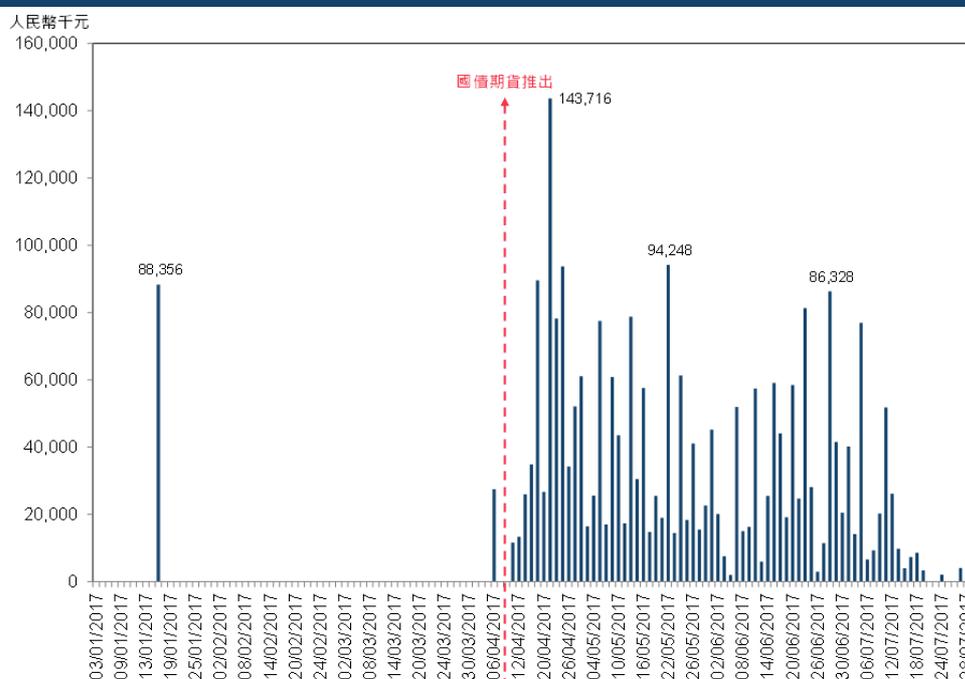
³⁹ 資料來源：債券通的交易價值（2020年9月：人民幣4,190億元）來自債券通有限公司；內地銀行間債券市場直接投資渠道的交易價值（2020年9月：人民幣4,000億元）來自內地銀行間債券市場網站。

在配以公平有效的定價機制下，能促進離岸人民幣債券市場進一步擴大規模、流動性及深度的因素有以下幾點：

- **為於在岸或離岸發行及/或買賣的人民幣債券制定相關指數，並增加離岸人民幣債券產品種類** —— 這將可滿足不同類型債券投資者的需求；可以考慮綠色債券和資產抵押證券等產品類型。
- **提供回購機制** —— 債券回購讓債券持有人可暫時出售所持債券再在協定的未來日期按協定價格購回債券，從中獲取短期融資。債券除了作為投資和短期融資的工具外，也可以被債券持有人用作抵押品，以從市場獲取資金。再者，一個健全的回購和抵押機制有助增加金融市場流動性，同時降低交易對手方信貸風險和增強金融體系的穩定性。
- **開發相關的債券衍生產品/對沖工具以及相關的外匯對沖工具，以助債券投資者管理風險** —— 人民幣債券投資者面對的最重要風險一般是匯率風險、利率風險和信貸風險。積極開發離岸金融衍生產品以供投資者對沖這些風險，將有助於改善人民幣債券的流動性。目前，香港的離岸人民幣金融衍生產品主要是與貨幣相關的產品，包括兌外幣（美元和其他貨幣）的人民幣遠期合約以及人民幣期貨和期權。為離岸人民幣債券投資提供更多對沖工具方為上策。

可以考慮推出的對沖工具包括人民幣債券期貨/期權等。下圖 13 提供了有關人民幣債券期貨的優點的實證：中國財政部國債期貨於香港推出後數月，香港市場錄得的人民幣債券交易量大幅增加。2017 年 4 月中國財政部國債期貨推出時，該月人民幣債券的交易量於香港交易所人民幣證券總交易量中的佔比立時飆升至 61%，於 7 月逐漸回落至 27%。在 2017 年 4 月至 7 月這四個月中，人民幣債券佔人民幣證券交易總額的 45%，相對於 2016 年只佔 3%。人民幣債券的每日交易額走勢顯示 2017 年 4 月至 7 月的交易活動有所增加，與中國財政部國債期貨於香港市場可供買賣的時間吻合。

圖 13：中國財政部國債期貨推出前後香港交易所上市人民幣債券的每日交易額



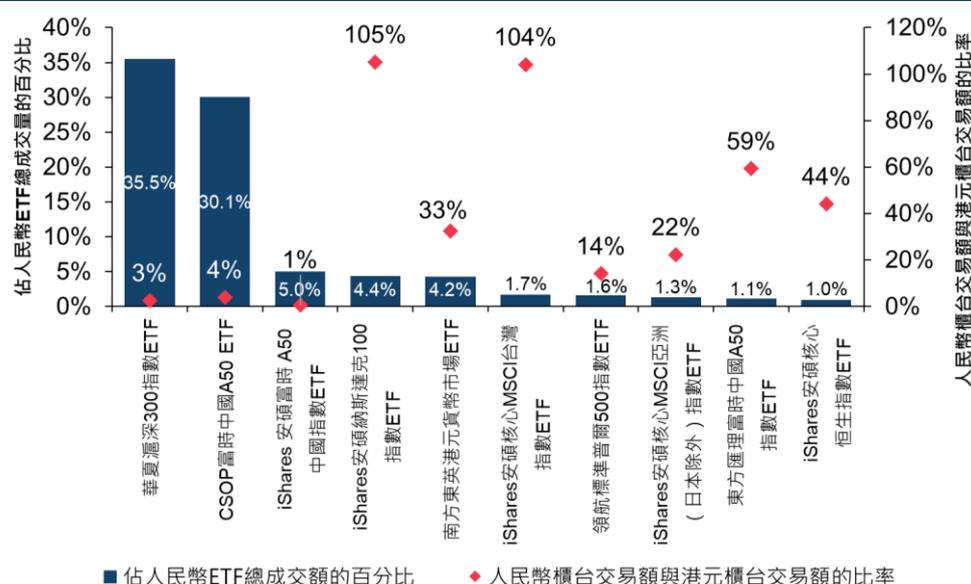
資料來源：香港交易所。

(3) 人民幣 ETF

按產品數量和交易額計算，人民幣 ETF 在香港離岸人民幣證券中所佔份額最大（見第 2 節）。大多數人民幣 ETF 發行人均選擇兼設港元櫃台交易（見附錄一）。在香港市場，發行人可以通過在一級市場中以現金結算的交易發行不同貨幣的 ETF 單位，以配合投資者的不同計價貨幣選擇。通過人民幣櫃台發行涉及人民幣資產的 ETF 單位能將貨幣風險減至最低，例如以人民幣支付股息可毋須作貨幣兌換。相關資產的基礎貨幣為人民幣的 ETF，很可能會設有人民幣櫃台。截至 2020 年年底，在 33 隻以人民幣作為基礎貨幣的 ETF 中，有 23 隻（佔 70%）設有人民幣櫃台。相比之下，在以其他貨幣作為基礎貨幣的 84 隻 ETF 中，只有 18 隻設有人民幣櫃台（佔 21%）⁴⁰。

香港提供的人民幣 ETF 種類繁多，能吸引追求投資多元化的投資者。香港的人民幣 ETF 涵蓋內地股票和債券以及各種海外股票市場的指數。相比之下，台灣市場只有 3 隻內地股票和債券的 ETF 設有人民幣櫃台，新交所則有一隻人民幣 ETF 櫃台，而據所得資料，其他的市場則連人民幣櫃台也沒有⁴¹。在香港，人民幣 ETF 的交易一直以 A 股 ETF 為主。當中，華夏滬深 300 指數 ETF（證券代號：83118）和 CSOP 富時中國 A50 ETF（證券代號：82822）分別佔人民幣 ETF 於 2020 年 1 月至 9 月總成交額的 35.5% 和 30.1%，但這些 A 股 ETF 的人民幣櫃台交易活躍度低於其各自的港元櫃台（見圖 14）。設有人民幣櫃台的海外指數 ETF 包括美國股票指數、港元貨幣市場，以及香港、亞太地區和新興市場的股票指數。某些上述人民幣 ETF，例如納斯達克 100 指數和台灣股票指數的 ETF，則交投要比相應港元櫃台更活躍。以上的觀察結果可能反映買賣 ETF 的相關投資者對不同市場的指數的偏好（詳細討論見下文）。

圖 14：香港最活躍的十大人民幣 ETF 的成交額佔比以及人民幣櫃台交易額與港元櫃台交易額的比率（2020 年 1 月至 9 月）



資金來源：Wind。

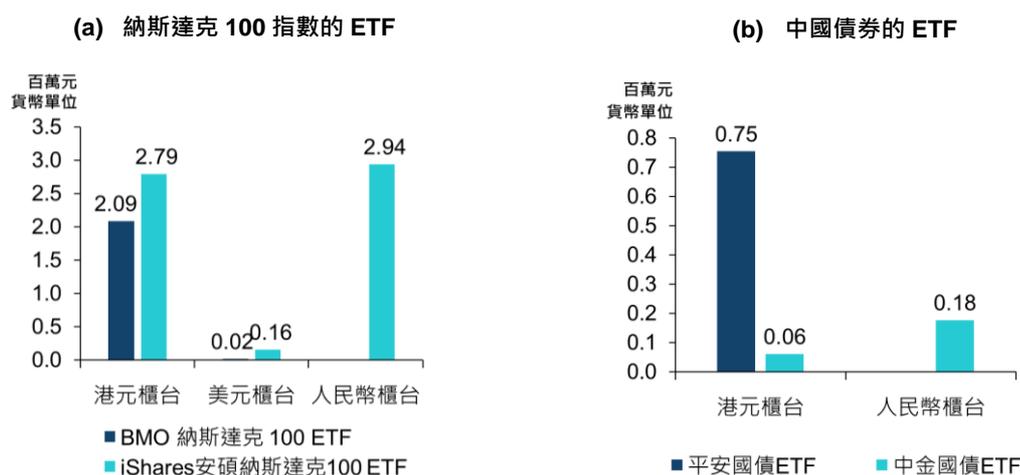
可在香港市場進行買賣的合資格內地投資者及擁有人民幣投資組合的離岸投資者，可能傾向透過 ETF 的人民幣櫃台進行投資。為分散投資，他們未必只會買賣內地相關資產。為說明這一點，我們有以下的分析。iShares 和 BMO 分別在香港發行納斯達克 100 指數的 ETF：iShares 安碩納斯達克 100 ETF（設人民幣櫃台）和 BMO 納斯達克 100 ETF（不設人民幣

⁴⁰ 資料來源：香港交易所。

⁴¹ 資料來源：見附錄二。

櫃台)，而中金公司和平安也分別在香港發行中國債券的ETF：中金彭博巴克萊中國國債1-10年（簡稱「中金國債ETF」，設人民幣櫃台）和中國平安CSI 5-10年期國債（簡稱「平安國債ETF」，不設人民幣櫃台）。2020年1月至9月期間，那兩隻納斯達克100指數ETF當中，iShares安碩納斯達克100ETF的日均成交額高於BMO納斯達克100ETF，而前者的人民幣櫃台在其所有貨幣櫃台中有最高的交易額（見圖15a）。至於那兩隻中國債券ETF當中，中金國債ETF的人民幣櫃台也比其港元櫃台買賣更活躍，雖然其所有貨幣櫃台的日均成交總額低於平安國債ETF（見圖15b）。

圖 15：納斯達克 100 指數及中國債券的 ETF 在香港的日均成交額（2020 年 1 月至 9 月）



註：BMO 納斯達克 100 ETF 和平安國債 ETF 是不設人民幣櫃台的 ETF。

資料來源：Wind。

以上觀察結果暗示，投資者會有利用人民幣投資於香港 ETF 市場上不同幣種計價的各類相關資產的潛在需求。如果人民幣 ETF 的範圍可進一步擴展至涵蓋更多種類的資產類別（例如固定收益、貨幣或大宗商品）或投資策略（例如主動或智慧型投資策略），可能會吸引更多全球（包括中國內地）投資者在香港投資人民幣 ETF。

特別是，以人民幣計價的中國債券 ETF 被視為在香港具有很高的增長潛力。有利的因素包括中國債券市場的強勁增長勢頭（現已為世界第二大債券市場⁴²）、離岸上市人民幣債券相對大量的發行量（見第 2.2 節），以及伴隨著中國債券獲納入全球債券指數後全球對其需求的增長⁴³。在香港，債券通方便了投資者買賣中國銀行間債券市場的在岸人民幣債券，其覆蓋範圍日後或擴大至內地和香港日益蓬勃的上市債券市場⁴⁴。這些都將刺激中國債券指數的進一步開發，以及基於這些指數的 ETF 的進一步發展。

除了人民幣 ETF，引入 ETF 互掛來擴大產品範圍亦會吸引更多海外投資者參與。2020 年 8 月，首批香港與內地 ETF 互掛獲批（香港兩隻、深圳兩隻），方式是在一個市場上市的連接基金可以通過 RQFII 或 QDII 計劃，投資於至少九成在對方市場上市的 ETF⁴⁵。這些 ETF 其後於 2020 年 10 月 23 日分別在深圳證券交易所（簡稱「深交所」）和香港聯合交易所（簡稱「聯交所」）上市⁴⁶。其中一隻在香港上市的連接基金除了港元交易櫃台外也設有人民幣櫃台。愈多在香港上市的連接基金設有人民幣櫃台以供投資在中國內地上市的 ETF。

⁴² 資料來源：〈中國成為全球第二大債券市場〉，載於《新華網》，2019 年 6 月 29 日。

⁴³ 見香港交易所研究報告〈將中國納入全球債券指數：現況與前景〉，載於香港交易所的網站，2018 年 6 月 7 日。

⁴⁴ 見香港交易所研究報告〈中國內地與香港的交易所債券市場的崛起〉，載於香港交易所的網站，2020 年 9 月 9 日。

⁴⁵ 〈香港與內地 ETF 互掛獲批〉，載於香港證券及期貨事務監察委員會（簡稱「證監會」）網站的新聞稿，2020 年 8 月 28 日。

⁴⁶ 見〈香港交易所歡迎首批香港與內地 ETF 互掛計劃產品上市〉，載於香港交易所網站的新聞稿，2020 年 10 月 23 日。

便愈能拓寬香港市場提供的離岸人民幣投資選擇。若將內地和香港市場之間的互聯互通計劃伸展至ETF⁴⁷，亦有望進一步促進內地上市ETF的離岸交易。

(4) 人民幣 REIT

至今，只有一隻人民幣 REIT 在香港上市（匯賢產業信託，證券代號：87001），而在其他海外市場未見有此人民幣產品種類。因此，這人民幣 REIT 只是一個別例子，來說明人民幣 REIT 如何滿足發行人和投資者的需要。匯賢產業信託的相關資產是內地商用物業，在香港人民幣證券中屬於獨特種類。由於發行人開設了人民幣櫃台，因此可將貨幣錯配（例如股息支付）情況減至最低。

由於行業性質上的獨特性，此人民幣 REIT 或可滿足投資者對分散投資的需求。這人民幣 REIT 相對較高的股息率，或能吸引投資者持有——在2020年9月底，匯賢產業信託的收益率約為7%，較離岸人民幣存款的約3%收益率為高⁴⁸。在沒有莊家機制的情況下，這人民幣 REIT 的成交額與有莊家制支持兼交投最活躍的人民幣 ETF 相比仍頗為活躍——在2020年1月至9月，此人民幣 REIT 的日均成交額為人民幣1,490萬元，約為交投最活躍的人民幣 ETF（證券代號：83118）的人民幣成交額的46%，以及交投第二活躍的人民幣 ETF（證券代號：82822）的人民幣成交額的54%。

如果其他 REIT 均設有人民幣櫃台，或有更多不同種類的 REIT 在香港市場上市並設有人民幣櫃台，且可透過港股通買賣，這些 REIT 或會吸引內地和環球投資者用作分散投資。

(5) 人民幣計價的指數及相關指數產品

在香港，本地主要指數供應商恒生指數有限公司推出了多個以人民幣計價的指數，涵蓋內地和香港多種人民幣計價資產，當中包括9隻內地上市股票的指數、41隻涉及內地和香港上市股票的跨市場指數、4隻使用離岸人民幣匯率計算的策略指數及7隻離岸人民幣債券指數⁴⁹。全球的主要指數供應商也提供追蹤內地在岸股票和債券的指數。例如，MSCI 提供43隻追蹤內地A股的國家級別指數，以及大量投資風格各異的子指數（例如ESG（即環境、社會及管治）、行業和智慧型投資策略系數等）⁵⁰；標普提供至少47隻包含A股的股票指數和17隻包含在岸中國債券的債券指數⁵¹。除了本地市場指數外，中國證券也被納入這些指數供應商的區域和全球指數中。在人民幣投資產品的開發創新方面，大可考慮以這些指數作為各種人民幣計價資產的基準或基礎指數。

在香港以至全球的人民幣計價指數若能進一步拓展，覆蓋更廣泛的投資策略和人民幣計價資產類別，將有利吸引市場進行離岸人民幣投資，也有助促進全球投資資金流入內地資產包括股票和債券。

(6) 人民幣衍生產品

在中國內地以外的世界市場中，香港市場提供最多場內人民幣衍生產品。現時，香港的交易所市場上的人民幣衍生產品包括貨幣和商品衍生產品，用以對沖匯率風險和商品價格風險，或作相關人民幣投資組合的管理用途（產品詳情見第2節和附錄二）。

為切合離岸人民幣資產管理的潛在風險管理需求，現有人幣衍生產品須涵蓋更多不同資產類別，並且有相對低的交易成本。這些衍生產品會包括涉及人民幣股票、人民幣債券、

⁴⁷ 須獲監管機構批准。

⁴⁸ 資料來源：彭博。

⁴⁹ 資料來源：恒生指數有限公司網站上發布的指數（<https://www.hsi.com.hk/eng/indexes/all-indexes>），於2021年1月15日閱覽。

⁵⁰ 資料來源：MSCI 網站上的〈日末指數數據搜索〉（“End of day index data search”），於2021年1月15日搜索與閱覽。

⁵¹ 資料來源：〈指數搜尋器〉（Index Finder），載於標普全球網站，於2021年1月15日搜尋及閱覽。

人民幣 ETF 及其各自相關指數的人民幣計價期貨和期權。這些人民幣衍生產品的推出會有助離岸人民幣投資組合的風險管理，從而吸引全球投資者更積極投資和買賣離岸人民幣資產，推動離岸人民幣資金池的增長。

(7) 人民幣綠色及可持續金融與 ESG 產品

ESG 領域中的綠色及可持續金融（簡稱「綠色金融」）及其相關主題產品也可成為離岸人民幣投資的對象。環顧全球，世界各地（包括香港）的政府和市場均大力支持綠色金融和 ESG 產品開發。

香港市場一直致力提供必要的基礎設施，包括上市、交易和資訊平台，以支持區內綠色金融和 ESG 產品的發展。2020年5月，七個機構共同發起成立「綠色和可持續金融跨機構督導小組」，及後推出策略計劃，務求長遠鞏固香港的金融生態系統、建立更綠色和可持續的未來⁵²。香港交易所作為該督導小組的成員，於2020年12月1日成立「可持續及綠色交易所」（STAGE）。STAGE 為亞洲首個多元資產類別可持續金融產品平台，旨在提高綠色金融/ESG 產品及可持續金融相關資訊的流通及訊息透明度。推出之初涵蓋 29 隻在香港交易所上市、由亞洲領先企業發行的可持續發展金融產品，包括可持續發展、綠色、社會責任或轉型債券，以及在香港交易所上市的 ESG 主題 ETF，這些產品在 STAGE 平台披露其相關資料⁵³。當中包括兩隻人民幣綠色債券和一隻追蹤 A 股指數的 ESG 相關人民幣 ETF。

未來可以開發更多元化的人民幣計價綠色金融/ESG 產品和工具，滿足投資者對 ESG 和離岸人民幣投資與日俱增的需求。其中亦可包括碳交易和綠色債券與資產抵押證券等固定收益類產品（包括相關指數、ETF 和衍生產品）。

總括而言，增加不同相關資產（包括內地和全球資產）的產品種類（不論是股票、固定收益、貨幣、商品、結構性產品還是綠色金融/ESG 產品），並開設人民幣交易櫃台，將有助進一步刺激離岸投資者對人民幣證券投資的需求，以及內地投資者對全球資產配置和多元化投資的需求，同時省卻貨幣兌換的程序和成本。如果將這些人民幣櫃台適宜地納入港股通以至其他互聯互通機制的南向交易，將可以進一步促進離岸人民幣證券交易和離岸人民幣資金池的擴大。持續發展人民幣計價資產的各種指數也可催化上述增長。同時，應提供更多人民幣衍生產品和風險管理工具，以滿足投資者對於對沖和投資組合管理潛在的日益殷切需求。

3.3 市場互聯互通的擴展潛力

在促進人民幣跨境雙向流動方面，香港市場一直扮演着重要角色，為其提供各種離岸人民幣資產作投資和投資組合管理用途，從而支持人民幣國際化。尤其是，滬深港通和債券通這兩個內地與香港互聯互通計劃，使全球投資者可以通過北向交易進入在岸市場，而透過南向交易（暫時只限滬深港通）讓人民幣投資資金從內地投資者流往離岸市場。這些互聯互通計劃如能擴展，可進一步增強在岸和離岸人民幣的流動性，促進人民幣於在岸及離岸市場的流通。

(1) 通過互聯互通計劃增加在岸市場的流動性

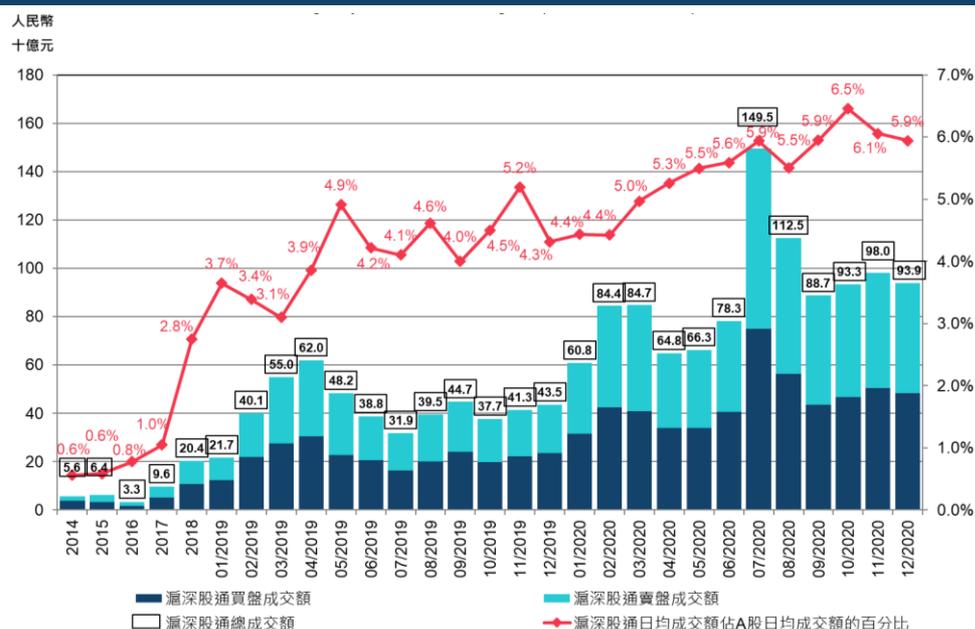
滬股通、深股通和債券通計劃促進了香港市場的離岸人民幣投資資金分別流入內地的 A 股市場和銀行間債券市場，為擁有人民幣投資組合的全球投資者提供更多人民幣產品選擇，用作資產配置和分散投資，也增加了外國投資者於內地股票和債券的參與度。外國投資者通過這些渠道進行的買賣，將在受控情況下增加人民幣雙向投資的流量。

⁵² 七個機構包括金管局、證監會、環境局、財經事務及庫務局、香港交易所、保險業監管局和強制性公積金計劃管理局。見新聞稿〈綠色和可持續金融跨機構督導小組推出策略計劃鞏固香港金融生態系統共建更綠和更可持續未來〉，載於金管局的網站，2020年12月17日。

⁵³ 見〈香港交易所推出可持續及綠色交易所 STAGE〉，載於香港交易所網站的新聞稿，2020年12月1日。

2020年10月，離岸投資者通過滬深港通買賣合資格A股的交易額佔A股總成交額的比重達到歷史新高的6.5%，並於2020年12月保持在5.9%的高水平（見圖16）。2020年年底，1,459隻A股（上海574隻、深圳885隻）可透過滬股通/深股通進行交易⁵⁴。自2018年5月起，全球指數供應商開始將A股納入主要全球指數。2020年9月，內地A股約佔MSCI、富時羅素和標普道瓊斯的各新興市場指數的4%-6%⁵⁵。與此同時，通過滬股通/深股通買賣的A股的日均成交額自2018年起亦呈上升趨勢，反映投資者使用此渠道進行追蹤指數表現作被動投資十分活躍。截至2020年年底，通過滬股通/深股通對A股市場進行的累計投資價值為人民幣12,024億元（1,841億美元）（見圖17）。在A股被納入全球指數之後，有預計說未來十年的總流入量將達到4,000億美元⁵⁶。滬股通/深股通勢成主要流入渠道。

圖 16：滬股通/深股通的日均成交總額（開通日至2020年12月）



註：數據的起始日為滬港通開通之日（2014年11月17日），自2016年12月5日起包含自當日開通的深港通的數據。

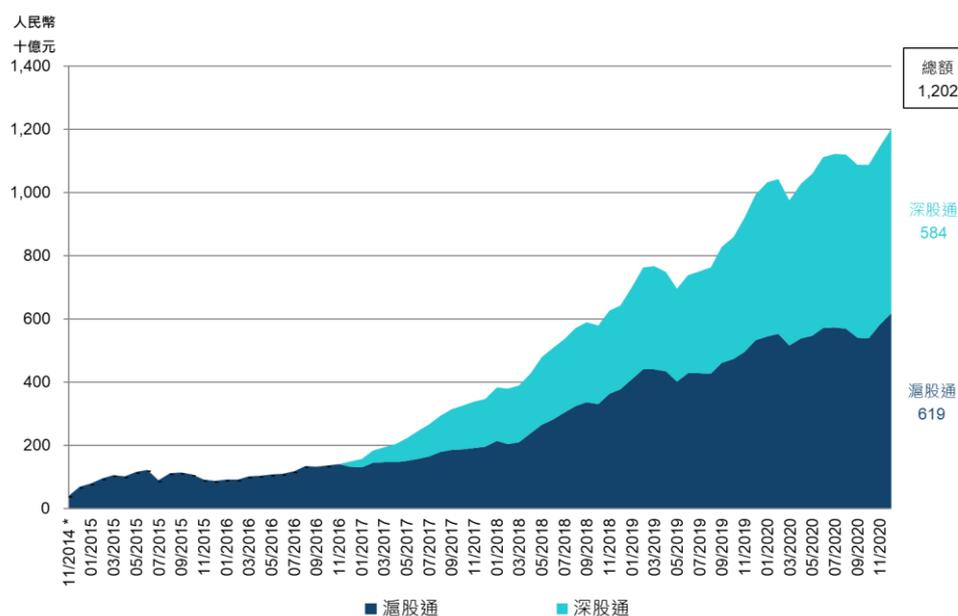
資料來源：香港交易所。

⁵⁴ 〈滬股通股票/中華通股票名單（可買入及賣出）〉及〈深股通股票/中華通股票名單（可買入及賣出）〉，載於香港交易所的網站，於2020年12月31日閱覽。

⁵⁵ 資料來源：〈納入中國A股後的新興市場〉（“Emerging markets since China A shares’ inclusion”），載於MSCI的網站，2019年12月5日；〈富時羅素納入中國A股，立下里程碑〉（“FTSE Russell completes landmark inclusion of China A Shares”），載於富時羅素的網站，2020年6月22日；〈納入中國A股——一周年狀況更新〉（“China A-Share Inclusion — An Update One Year Later”），載於標準普爾全球的網站，2020年9月26日。

⁵⁶ 資料來源：〈客戶觀點：指數供應商的影響力不斷增加〉（“Guest Viewpoint: The growing influence of index providers”），載於歐洲投資與養老金（Investment and Pensions Europe）的網站，2020年9月。

圖 17：滬股通/深股通累計投資額（開通日至 2020 年 12 月）

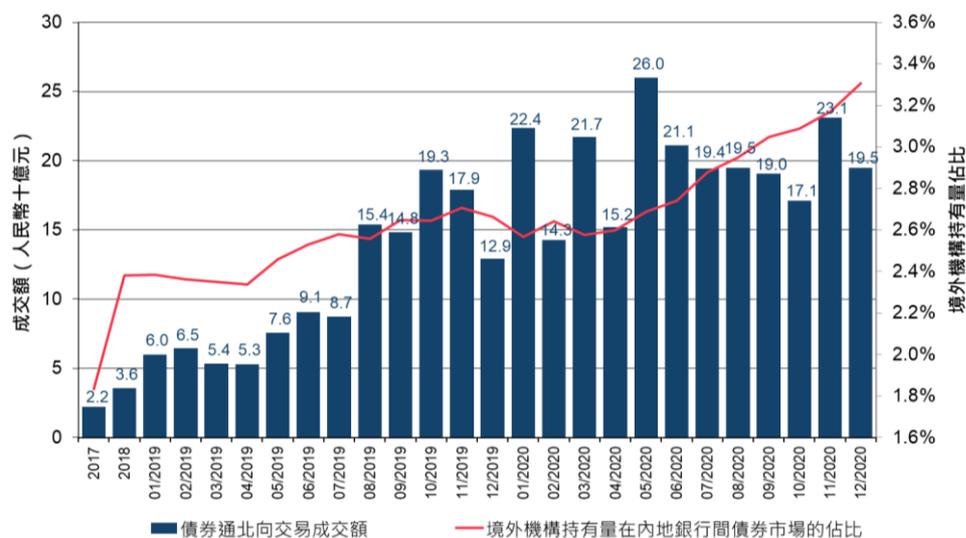


註：數據的起始日為滬股通開通之日（2014年11月17日），自2016年12月5日起包含自當日開通的深港通的數據。
資料來源：香港交易所。

自2017年7月債券通北向交易開通以來，外國投資者對內地債券市場的參與度逐漸增加——至2020年年底，境外機構持有的內地債券創新高，佔未償還總額約3.3%，而2020年12月北向交易日均成交額比2018年增長了442%（見圖18）。自2019年4月起，中國債券已陸續獲納入各全球指數（包括彭博巴克萊全球綜合指數和摩根大通的國債新興市場指數），帶動離岸投資者投資中國債券。有推測預計流入中國債券的總投資額將從2020年的人民幣8千億元至1萬億元的區間增加至2021年的人民幣1萬億元至1.2萬億元⁵⁷。債券通已然成為可讓全球資金投資內地債券的有效而便捷的途徑，其北向交易佔內地銀行間債券市場總交易額超過一半（2020年佔53%）（見圖19）。

⁵⁷ 〈中國固定收益——納入富時羅素的影響以及中國債券的出眾之處〉(“China Fixed Income — The impact of FTSE Russell inclusion and relative attractiveness of China bonds”)，載於宏利投資管理的網站，2020年10月16日。

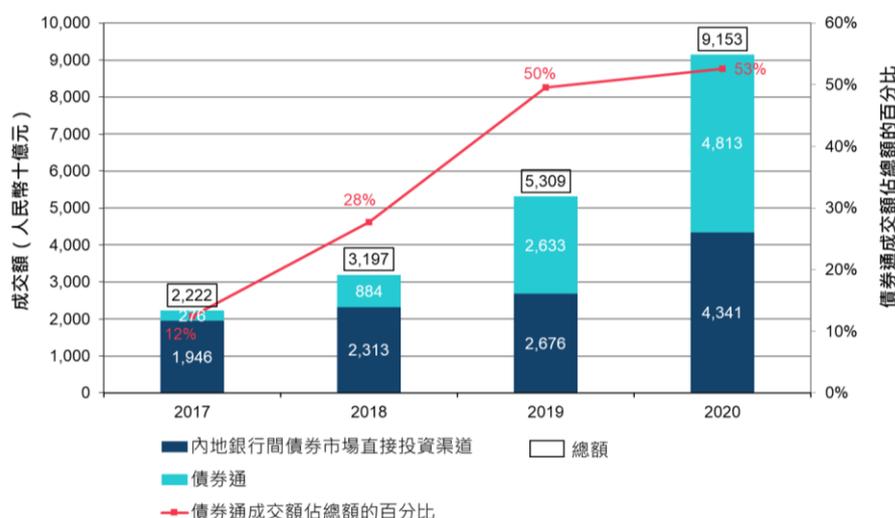
圖 18：債券通北向交易日均成交額及境外機構持有的債券佔內地銀行間債券市場的百分比（2017至2020年12月）



註：日均成交額的計算是總成交額除以每個期間的交易日數。

資料來源：債券通成交額數據來自債券通有限公司提供的每月債券通運行報告；境外機構在內地銀行間債券市場持有的債券數據是由中央國債登記結算有限責任公司和上海清算所網站提供的數據計算得出。

圖 19：債券通交易佔內地銀行間債券市場總交易額的百分比（2017年至2020年）



註：債券通於2017年7月3日開通。

資料來源：債券通的數據來自債券通有限公司的每月債券通運行報告；內地銀行間債券市場直接投資渠道的數據來自中國外匯交易中心於微信的網上報告（自2019年6月起）。

預計中國資產將繼續被納入更多全球指數。在2020年，全球股票指數供應商都完成了初步將A股納入其基準全球指數，用作計算權重的自由流通系數為20%至25%⁵⁸。隨著內地市場不斷開放，此系數或會進一步提高⁵⁹。下一步將是富時集團旗下全球公債指數按計劃自

⁵⁸ 見〈MSCI將增加中國A股在MSCI指數中的權重〉(“MSCI will increase the weight of China A shares in MSCI indexes”)，載於MSCI的網站，2019年2月28日；〈富時羅素納入中國A股，立下里程碑〉(“FTSE Russell completes landmark inclusion of China A Shares”)，載於富時羅素的網站，2020年6月22日；〈納入中國A股——周年狀況更新〉(“China A-Share Inclusion – An Update One Year Later”)，載於標準普爾全球的網站，2020年9月26日。

⁵⁹ 見〈中國A股在MSCI指數中的權重進一步增加〉，載於MSCI的網站，2019年2月。

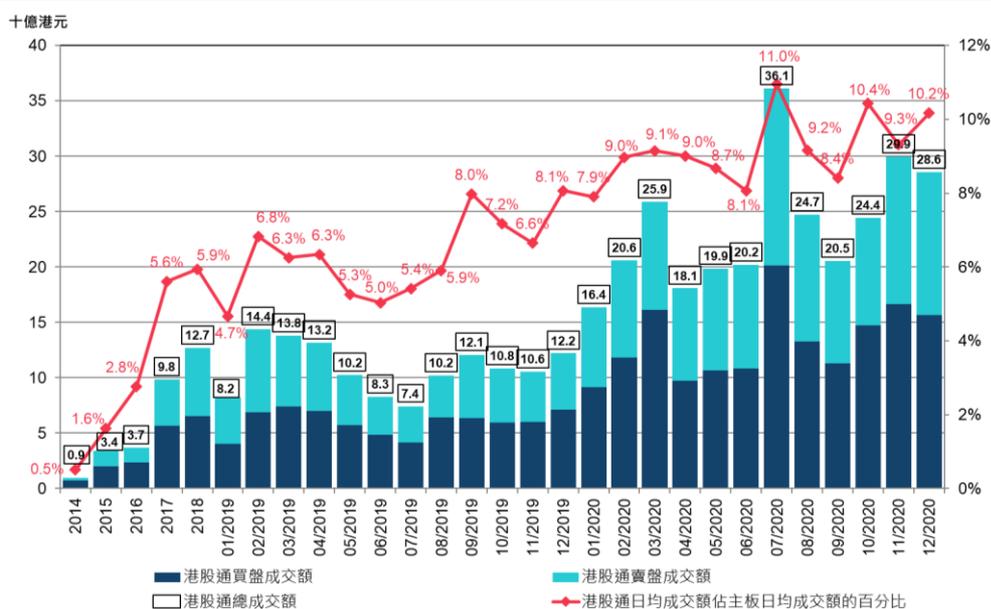
2021年10月起納入中國債券。加上其他全球指數接續納入中國債券，有預計說總流入量將可達到3,200億美元⁶⁰，進一步驅使全球投資組合吸納中國資產。

(2) 通過互聯互通計劃增加離岸市場的流動性

目前，只有港股通可讓內地投資者投資香港市場。通過港股通，內地投資者可以買賣在香港上市的合資格證券，並將其於內地的人民幣資金兌換成港元以作結算之用。滬深港通的閉環設計確保內地資金不能用於在離岸市場對計劃下的合資格證券以外的資產類別進行投資或投機，而出售經計劃買入的證券所得的款項將被兌換回人民幣並匯至內地。通過以此可控方式進行港股通交易，可應對內地投資者對全球資產配置日益增長的需求。

自股票互聯互通計劃於2014年開通以來⁶¹，港股通的日均成交額屢創新高。其在開通年度僅佔主板日均成交額少於1%，及至2020年7月已上升至11%（見圖20）。截至2020年12月，南向交易累計投資額達到17,304億港元（見圖21）。這些統計數字顯示，內地投資者對離岸投資產品的需求殷切，預期日後從中國內地的投資流出量將持續增加。

圖 20：港股通日均成交額（開通日至2020年12月）

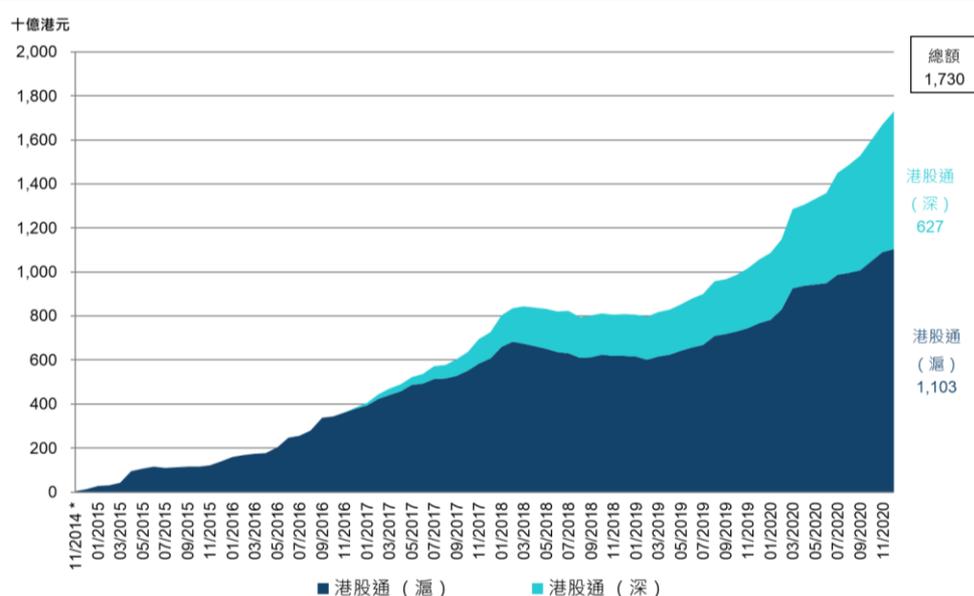


註：數據的起始日為滬港通開通之日（2014年11月17日），自2016年12月5日起包含自當日開通的深港通的數據。
資料來源：香港交易所。

⁶⁰ 〈重磅！中國債券納入富時世界國債指數 千億美元境外資金有望流入中國市場〉，載於中國國際貿易促進委員會的網站，2020年9月27日。

⁶¹ 滬港通於2014年11月17日開通。其後深港通於2016年12月5日開通。

圖 21：港股通累計投資額（2014年11月至2020年9月）



註：數據的起始日為滬港通開通之日（2014年11月17日），自2016年12月5日起包含自當日開通的深港通的數據。

資料來源：香港交易所。

建立在滬深港通和債券通計劃的成功基礎上，如內地與香港市場之間的互聯互通模式可以擴展，讓廣泛不同的資產類別可透過北向和南向交易買賣，並在離岸市場可以人民幣作交易，相信能在可控模式下促進在岸與離岸市場之間活躍的雙向人民幣投資資金流動，從而加速拓展離岸人民幣資金池，推進人民幣國際化進程。

可考慮加入互聯互通計劃的新資產類別包括ETF、債券和綠色金融/ESG產品（見上文第3.2節）。據報道，內地和香港當局正研究容許內地資金投資香港上市債券和ETF⁶²。

其中一個考慮因素是交易和結算貨幣。顯然，港股通下的合資格證券目前均以港元交易。內地投資者必須先兌換貨幣才能進行結算，因此會產生兌換成本（價差）和匯率風險。如上文第3.2節所述，如能為各種類型證券提供人民幣櫃台，將有助拓展離岸人民幣資金池。人民幣櫃台除了方便海外投資者，或許亦能成為內地投資者參與交易的一大誘因。如果互聯互通計劃可以擴展至涵蓋多種證券類別的人民幣櫃台，將有利於內地投資者進行離岸投資，以及人民幣從在岸市場流至離岸市場，相信亦會刺激香港離岸人民幣產品的交易。雖然或會有些流動資金從雙櫃台產品的港元櫃台流向人民幣櫃台，但這些產品的整體流動性不會受到影響，反而可能會獲提升。

其次，債券通目前只提供北向交易。內地和香港監管當局已着手研究引入南向交易⁶³，以促進內地對離岸固定收益證券的投資，當中可能包括香港的人民幣債券和外幣債券。

再者，除了證券交易之外，滬深港通計劃可延伸至包括證券發行的一級市場（「新股通」）⁶⁴。在「新股通」之下，內地投資可以用人民幣申購香港的首次公開招股（IPO）的股份（「南向新股通」），而環球投資者則可以用人民幣申購內地的IPO股份（「北向新股通」）。當一方市

⁶² 見〈「南向通」正在制定新方案 債券市場雙向開放提速〉，載於《金融時報》；〈許正宇：正爭取ETF通和南向債券通〉，載於《大公報》，2020年6月30日。

⁶³ 見〈香港與內地展開「債券通」南向通框架研究工〉，載於《新華網》，2020年12月3日。

⁶⁴ 須獲監管機構批准。

場的 IPO 上市後，另一方市場的投資者就可以通過現行的滬深港通機制買賣該等股份。這就會為促進人民幣資本賬下可兌換以及人民幣跨境流通提供一種創新渠道⁶⁵。

藉着提升在互聯互通計劃下的人民幣雙向流動，並擴大計劃範圍，可為離岸人民幣產品市場注入活力，加速拓展離岸人民幣資金池，進一步推進人民幣國際化進程。

3.4 市場基礎設施和服務的優化

香港市場持續優化改善旗下市場基礎設施，以提升包括人民幣產品在內的投資產品的發行、交易和結算效率。香港的交易所平台在市場基礎設施中扮演着重要角色。

在整體市場基礎設施方面，交易系統以及清算和交收系統均已獲提升：

- 2018年2月，香港交易所推出了新的交易系統——「領航星交易平台—證券市場」（OTPC），適用於在聯交所上市的所有證券⁶⁶，包括人民幣證券；
- 2019年5月，首隻非政府債券通過香港交易所的中央結算系統向公眾（個人）投資者公開發售，配以私募發行方式售予專業投資者⁶⁷；
- 2020年6月，香港交易所的交易所買賣產品（ETP）推出新價位表（最低上落價位低於股票）及新的莊家責任，以提升香港上市ETF（包括人民幣ETF）的流動性⁶⁸。
- 2020年5月，香港交易所將證券市場的市場波動調節機制所涵蓋股票的範圍，由恒生指數及恒生中國企業指數成份股，擴大至包括所有恒生綜合大型股、中型股及小型股指數的所有成份股。這機制是一個股票價格波動監控機制，適用證券的價格如出現劇烈波動將會觸發五分鐘的冷靜期⁶⁹；
- 2020年10月，香港交易所對香港證券市場開市前時段實施了多項優化措施。這些措施涉及採用已於收市競價時段內應用並為市場廣泛接納的競價模式，以進一步改善價格發現過程及提高交易流動性⁷⁰。

互聯互通機制方面亦實施了一系列優化措施。股票互聯互通自2014年開通至今所實施的優化措施包括：

- 2015年推出了用作結算的特別獨立戶口、2017年對北向通提供即時貨銀對付結算服務，藉此提升交收結算效率⁷¹；
- 根據上交所和深交所於2019年10月修訂的規則，擴大南向交易範圍，納入具有不同投票權的股票⁷²；
- 於2020年7月推出特別獨立戶口集中管理服務，方便基金經理提升滬深港通北向賣單的交易前端監控效率，以及在基金經理層面計算買賣單執行的平均價格⁷³；

⁶⁵ 見香港交易所研究報告《新股通——內地與香港市場互聯互通及人民幣國際化的突破性契機》，載於香港交易所的網站，2017年8月28日。

⁶⁶ 見〈香港交易所公布全新證券交易系統推出日期〉，載於香港交易所網站的新聞稿，2018年1月23日。

⁶⁷ 見〈香港交易所迎來首隻非政府零售債券〉，載於香港交易所網站的新聞稿，2019年5月23日。

⁶⁸ 見〈香港交易所推出新措施提升交易所買賣產品流動性〉，載於香港交易所網站的新聞稿，2020年5月18日。

⁶⁹ 見〈2020年5月11日推出市場波動調節機制（市調機制）第一階段優化之安排〉，香港交易所的通告，2020年4月23日；香港交易所網站上的〈市場波動調節機制〉網頁，於2020年12月16日閱覽。

⁷⁰ 見〈於2020年10月19日推出優化開市前時段〉，香港交易所的通告，2020年10月5日；〈證券市場開市前時段交易機制〉，載於香港交易所的網站，2020年10月。

⁷¹ 見〈互聯互通迎來五周年〉，載於香港交易所網站的新聞稿，2019年11月15日。

⁷² 見《上海證券交易所滬港通業務實施辦法（2019年修訂）》，上交所於2020年10月18日發布；《深圳證券交易所深港通業務實施辦法（2019年修訂）》，深交所於2020年10月18日發布。

⁷³ 見〈香港交易所於7月10日推出SPSA集中管理服務〉，載於香港交易所網站的新聞稿，2020年7月9日。

- 自 2020 年 12 月起，在香港上市的合資格未有收益的生物科技公司獲納入港股通股票範圍。自 2021 年 2 月起，合資格的上交所科創板股票及其對應的 H 股獲納入滬深股通的股票範圍⁷⁴；
- 2020 年 11 月，香港交易所宣布在 2022 年第一季推出香港交易所 Synapse 平台，以提高滬深港通北向交易跨時區結算的效率和透明度⁷⁵。

債券通自 2017 年 7 月開通至今所實施的優化措施包括：

- 2018 年 8 月推出券款對付結算和為大宗交易進行交易前分倉⁷⁶；
- 除了債券通開通時提供的 Tradeweb 交易連接平台之外，2019 年 1 月增加了 Bloomberg 作為新的交易連接平台⁷⁷；
- 2020 年 7 月，中國人民銀行宣布了四項新的優化措施，包括調減收費、延長交易時間、拓寬交易平台和完善一級市場的服務質量⁷⁸。

除了現時的互聯互通計劃外，包括 STAGE 平台（見第 3.2 節）的各市場基礎設施亦應進一步完善，以支持擴大為綠色金融和 ESG 產品開發與推出的服務範圍。預計服務覆蓋範圍將擴展至不同的資產類別、發行人行業或地理區域（中國內地、香港以至其他地區），將為全球和內地參與者帶來跨境（例如在大灣區）人民幣投資的眾多機會。

除了綠色金融/ESG 方面，與數字人民幣有關的服務也或有潛在機會。中國內地是全球首批展開央行數字貨幣研究的市場之一，推出了其數字貨幣/電子支付項目，並於 2019 年初開始探索將數字人民幣用於真實場景測試。香港作為全球最大的離岸人民幣樞紐，其特殊地位正好幫助促進探索和擴展數字人民幣的用途，例如用於涉及人民幣的外匯交易結算。預期在此方面的進展，會改善為人民幣投資提供的基礎設施服務。

要進一步為香港離岸人民幣產品市場注入活力，可研究推出以下優化措施：

- 完善滬深港通計劃的假期安排，以配合全球和內地投資者的不同需要；
- 增強交易後服務（包括結算、交收和託管）的市場基礎設施，例如抵押品管理系統、支援回購交易和更高效投資組合管理的各項服務，以及支援跨境證券交易的國際中央證券存管機構系統和相關服務；
- 擴大莊家機制範圍，由人民幣 ETF 擴展到其他人民幣產品類型，以增強二級市場流動性；
- 優化操作程序，例如簡化程序以方便和鼓勵人民幣產品的上市和交易。

4. 總結

在人民幣國際化的進程中，活躍的離岸人民幣市場必不可少。就離岸人民幣資金池的規模、離岸人民幣投資產品的供應、用於投資組合及風險管理的人民幣衍生產品種類，以及支持人民幣買賣資產的市場基礎設施發展方面，香港市場已然成為全球主要的離岸人民幣中心。

香港在強化其作為全球金融中心和離岸人民幣樞紐的地位方面有中國政府在政策上的大力支持，香港可透過進一步提升及創新其人民幣產品及服務，以更大程度上滿足內地以至全球發行人及

⁷⁴ 見〈滬深港交易所就擴大滬深港通股票範圍達成共識〉，載於香港交易所網站的新聞稿，2020 年 11 月 27 日；〈香港交易所歡迎合資格科創板股票納入滬深港通股票範圍及進一步擴大港股通股票範圍〉，載於香港交易所網站的新聞稿，2020 年 1 月 22 日。

⁷⁵ 見〈香港交易所擬推 HKEX SYNAPSE 平台 加快滬深港通結算流程〉，載於香港交易所網站的新聞稿，2020 年 11 月 24 日。

⁷⁶ 見〈債券通運行報告—2018 年 8 月〉，載於債券通有限公司的網站，2018 年 9 月 3 日。

⁷⁷ 見〈Bloomberg 推出中國債券市場新連接渠道〉（“Bloomberg Launches New Access Channels for China Bond Market”），載於 Bloomberg 的網站，2019 年 1 月 16 日。

⁷⁸ 見〈債券通開通三周年誌慶〉，載於債券通有限公司的網站，2020 年 7 月 3 日。

投資者的需要。產品方面，可實行的措施包括推出更多涵蓋各類股本證券、定息證券、ETF 及 REIT 的人民幣買賣證券，供投資者進行廣泛的人民幣資產配置，並搭配用於人民幣投資組合及風險管理的回購工具及人民幣衍生產品等相關工具。服務方面，現有的內地與香港市場互聯互通機制範圍若能擴大，當可再進一步促進在岸與離岸市場之間的人民幣流通，而市場基礎設施配套的持續優化亦可進一步激活香港的離岸人民幣產品市場。這些利用香港市場的優勢的種種措施，可進一步拓展離岸人民幣資金池及人民幣在離岸市場的使用率，推動人民幣國際化進程。

附錄一：在香港交易所及海外交易所以人民幣交易的股票、ETF及REIT名單（2020年年底）

香港交易所				
類型	證券代號	產品名稱	港元櫃台	美元櫃台
股票	80737	深圳投控灣區發展有限公司	00737	—
ETF	82805	領航富時亞洲（日本除外）指數 ETF	02805	09805
ETF	82811	海通滬深 300 指數 ETF	02811	—
ETF	82813	華夏彭博巴克萊中國國債+政策性銀行債券指數 ETF	02813	—
ETF	82822	南方富時中國 A50 ETF	02822	—
ETF	82823	iShares 安碩富時 A50 中國 ETF	02823	—
ETF	82828	恒生中國企業指數上市基金	02828	—
ETF	82832	博時富時中國 A50 指數 ETF	02832	—
ETF	82833	恒生指數上市基金 (82833)	02833	—
ETF	82834	iShares 安碩納斯達克 100 ETF	02834	09834
ETF	82836	iShares 安碩核心標普 BSE SENSEX 印度 ETF	02836	09836
ETF	82843	東方匯理富時中國 A50 指數 ETF	02843	—
ETF	82846	iShares 安碩核心滬深 300 ETF	02846	09846
ETF	83005	南方東英中證 500 ETF	03005	—
ETF	83010	iShare 安碩核心MSCI 亞洲（日本除外）ETF	03010	09010
ETF	83012	東方匯理恒生香港 35 指數 ETF	03012	—
ETF	83031	海通 MSCI 中國 A 股 ESG ETF	03031	09031
ETF	83053	南方東英港元貨幣市場 ETF	03053	—
ETF	83074	iShares 安碩核心MSCI 台灣 ETF	03074	09074
ETF	83079	中金彭博巴克萊中國國債 1-10 年 ETF	03079	—
ETF	83081	價值黃金 ETF	03081	09081
ETF	83085	領航富時亞洲（日本除外）高股息率指數 ETF	03085	09085
ETF	83093	中金中證優選 100 ETF	03093	—
ETF	83100	易方達（香港）滬深 300 A 股指數 ETF	03100	—
ETF	83101	領航富時發展歐洲指數 ETF	03101	09101
ETF	83115	iShares 安碩核心恒生指數 ETF	03115	09115
ETF	83118	嘉實 MSCI 中國 A 股指數 ETF	03118	—
ETF	83122	南方東英人民幣貨幣市場 ETF	03122	—
ETF	83126	領航富時日本指數 ETF	03126	09126
ETF	83127	Global X 滬深 300 ETF	03127	—
ETF	83128	恒生 A 股行業龍頭指數 ETF	03128	—
ETF	83130	恒生嘉實滬深 300 指數 ETF	03130	—
ETF	83140	領航標準普爾 500 指數 ETF	03140	09140
ETF	83147	南方東英中國創業板指數 ETF	03147	—
ETF	83149	南方東英 MSCI 中國 A 股國際通指數 ETF	03149	—
ETF	83167	工銀南方東英標普中國新經濟行業 ETF	03167	09167
ETF	83168	恒生人民幣黃金 ETF	—	—
ETF	83169	領航全球中國股票指數 ETF	03169	09169
ETF	83170	iShares 安碩核心韓國綜合股價 200ETF	03170	09170
ETF	83186	中金金瑞 CSI 中國互聯網指數 ETF	03186	09186
ETF	83188	華夏滬深 300 指數 ETF	03188	—
ETF	83197	華夏 MSCI 中國 A 股國際通指數 ETF	03197	—
ETF	83199	南方東英彭博巴克萊中國國債+政策性銀行債券指數 ETF	03199	—
REIT	87001	匯賢產業信託	—	—

附錄一：在香港交易所及海外交易所以人民幣交易的股票、ETF 及 REIT 名單（2020 年年底）
（續）

海外交易所	類型	產品
中歐國際交易所（中歐所） [德意志交易所平台買賣產品]	ETF	中銀國際·德國商業銀行—上證 50 A 股指數 UCITS ETF
倫敦證券交易所（倫敦交易所）	ETF	ICBC Credit Suisse UCITS ETF SICAV
新加坡交易所（新交所）	股票	揚子江船業（控股）有限公司
	ETF	日興資產管理—工行新加坡中國債券 ETF
台灣證券交易所（台證所）	ETF	富邦上證 180 證券投資信託基金
	ETF	群益深證中小板證券投資信託基金
	ETF	新光中國 10 年期國債及政策金融附加綠債債券 ETF 基金

“—”：不適用。

資料來源：香港交易所產品源自香港交易所；其他交易所的人民幣產品源自相關交易所的網站。

附錄二：在香港交易所及海外交易所買賣的人民幣貨幣期貨/期權名單（2020年年底）

交易所	產品	合約金額	交易貨幣*	結算方式
香港期交所	美元兌人民幣（香港）期貨	100,000 美元	離岸人民幣	可交收
	美元兌人民幣（香港）期權	100,000 美元	離岸人民幣	可交收
	歐元兌人民幣（香港）期貨	50,000 歐元	離岸人民幣	現金結算
	日圓兌人民幣（香港）期貨	6,000,000 日圓	離岸人民幣	現金結算
	澳元兌人民幣（香港）期貨	80,000 澳元	離岸人民幣	現金結算
	人民幣（香港）兌美元期貨	人民幣 300,000 元	美元	現金結算
	印度盧比兌人民幣（香港）期貨	2,000,000 印度盧比	離岸人民幣	現金結算
	人民幣（香港）黃金期貨	1 千克	離岸人民幣	可交收
	人民幣（香港）白銀期貨	30 千克	離岸人民幣	可交收
	倫敦鋁期貨小型合約	5 噸	離岸人民幣	現金結算
	倫敦鋅期貨小型合約	5 噸	離岸人民幣	現金結算
	倫敦銅期貨小型合約	5 噸	離岸人民幣	現金結算
	倫敦鉛期貨小型合約	5 噸	離岸人民幣	現金結算
	倫敦鎳期貨小型合約	1 噸	離岸人民幣	現金結算
	倫敦錫期貨小型合約	1 噸	離岸人民幣	現金結算
APEX	美元/離岸人民幣期貨	10,000 美元	離岸人民幣	現金結算
巴西證券期貨交易所	人民幣期貨	人民幣 350,000 元	巴西雷亞爾	現金結算
伊斯坦堡證券交易所	離岸人民幣兌土耳其里拉期貨	離岸人民幣 10,000 元	土耳其里拉	現金結算
芝加哥商業交易所(CME)	標準規模美元/離岸人民幣(CNH)期貨	100,000 美元	離岸人民幣	現金結算
	E-微型美元/離岸人民幣(CNH)期貨	10,000 美元	離岸人民幣	現金結算
	人民幣/美元期貨	人民幣 1,000,000 元	美元	現金結算
	人民幣/歐元期貨	人民幣 1,000,000 元	歐元	現金結算
	人民幣/美元期貨期權	人民幣 1,000,000 元	美元	可交收
	人民幣/歐元期貨期權	人民幣 1,000,000 元	歐元	可交收
紐約商品交易所	上海黃金（離岸人民幣）期貨	1,000 克	離岸人民幣	現金結算
杜拜商交所	美元/人民幣期貨	50,000 美元	離岸人民幣	現金結算
	上海黃金期貨	1 千克	離岸人民幣	現金結算
ICE 新加坡期交所	小型離岸人民幣期貨	10,000 美元	離岸人民幣	可交收
	小型在岸人民幣期貨	人民幣 100,000 元	美元	現金結算
約翰內斯堡證交所	人民幣/蘭特貨幣期貨	人民幣 10,000 元	南非蘭特	現金結算
韓國交易所	人民幣期貨	離岸人民幣 100,000 元	韓圓	可交收
Matba Rofex	離岸人民幣期貨	離岸人民幣 5,000 元	阿根廷比索	現金結算
	離岸人民幣期貨期權	離岸人民幣 5,000 元	阿根廷比索	現金結算
莫斯科交易所	人民幣/盧布匯率期貨	人民幣 10,000 元	俄羅斯盧布	現金結算
新交所	人民幣/新加坡元外匯期貨	人民幣 500,000 元	新加坡元	現金結算
	人民幣/美元外匯期貨	人民幣 500,000 元	美元	現金結算
	人民幣/美元 FlexC 期貨	人民幣 500,000 元	美元	現金結算
	歐元/人民幣（香港）外匯期貨	100,000 歐元	離岸人民幣	現金結算
	新加坡元/離岸人民幣外匯期貨	100,000 新加坡元	離岸人民幣	現金結算
	美元/離岸人民幣外匯期貨	100,000 美元	離岸人民幣	現金結算
	美元/離岸人民幣 FlexC 期貨	100,000 美元	離岸人民幣	現金結算
	美元/離岸人民幣外匯期貨期權	100,000 美元	離岸人民幣	現金結算

附錄二：在香港交易所及海外交易所買賣的人民幣貨幣期貨/期權名單（2020年年底）（續）

交易所	產品	合約金額	交易貨幣*	結算方式
台灣期交所	美元兌人民幣匯率期貨	100,000 美元	離岸人民幣	現金結算
	小型美元兌人民幣匯率期貨	20,000 美元	離岸人民幣	現金結算
	美元兌人民幣匯率期權	100,000 美元	離岸人民幣	現金結算
	小型美元兌人民幣匯率期權	20,000 美元	離岸人民幣	現金結算

* 人民幣（香港）= 離岸人民幣

資料來源：香港交易所產品源自香港交易所；其他交易所的人民幣產品源自相關交易所網站。

備註

本研究報告參考香港市場參與者的意見及反饋。

免責聲明

本文中的意見不一定代表香港交易所的立場。本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。過往表現並非未來表現的指標。本文的資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

香港交易及結算所有限公司

香港中環康樂廣場8號
交易廣場2期8樓

hkexgroup.com | hkex.com.hk

info@hkex.com.hk
電話 +852 2522 1122
傳真 +852 2295 3106