

研究報告

MSCI中國A50互聯互通（美元）指數期貨：
對沖多元化中國投資組合風險的全新離岸
風險管理工具



目錄

頁數

摘要	1
1. 戰略價值及潛在宏觀影響：針對「滬深港通」合資格 A 股的風險管理新工具.....	2
1.1 把握全球第二大經濟體的增長機會.....	2
1.2 中國資本市場持續開放的又一步	5
1.3 進一步促進國際投資者經「滬深港通」參與中國 A 股市場.....	8
1.4 進一步支持 MSCI 指數提高 A 股的納入因數	11
2. MSCI 中國 A50 互聯互通指數：通過「滬深港通」投資 A 股的基準指數.....	14
2.1 均衡把握中國 A 股市場的投資機會.....	14
2.2 與 MSCI 中國 A 股指數高度相關，便於管理市場風險	15
3. 香港交易所 MSCI 中國 A50 互聯互通（美元）指數期貨：產品設計及應用.....	16
4. 結論及展望.....	17
附錄：香港交易所 MSCI 中國 A50 互聯互通（美元）指數期貨合約細則	19

摘要

香港交易及結算所有限公司 (香港交易所) 於 2021 年 10 月 18 日在其附屬公司香港期貨交易所推出以美元計價並以現金結算的 MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數期貨。這是首個面向「滬深港通」合資格 A 股的官方認可的離岸市場風險管理工具。

隨着中國成為全球經濟及金融活動愈趨重要的驅動力，全球主要基準指數相繼納入中國 A 股，中國內地監管機構亦持續推行資本市場開放的相關措施，為全球投資者帶來了投資中國這個全球第二大經濟體的龐大機遇。然而，離岸市場始終欠缺行業覆蓋廣泛的、對沖中國 A 股投資風險的多元化風險管理工具，令市場參與者未能更深入並廣泛參與內地股票市場。

MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數期貨合約主要應對國際投資者廣泛覆蓋中國內地股票市場多個行業投資的風險管理需求，同時亦豐富了香港交易所的一系列中國相關產品 (包括「滬深港通」、結構性產品、交易所買賣基金、衍生產品等)，讓投資者可便利地集中管理中國投資。

新合約的推出標誌着香港交易所在香港進一步建立離岸中國內地股票衍生產品系列方面的計劃邁出了關鍵的一步，亦是進一步建立香港活躍金融市場的廣度、深度及吸引力的又一里程碑。這也顯示中國內地銳意深化中國 A 股市場、擴大 A 股市場的投資者基礎、促進跨境資本流動，推進內地資本市場的雙向開放。

中國成為世界第二大經濟體的同時，中國資本市場亦保持高速增長，市場廣度及深度不斷提升。從近數年提出的多項重點國家戰略及綱領性文件可見，持續深化內地資本市場各項改革及推進高層次的資本市場開放，對於支持中國長期的經濟發展及戰略目標的實現至關重要。目前，內地與香港資本市場已在不同的市場基礎設施方面進行了聯通，覆蓋多類不同細分市場及產品類別，香港作為外資進入中國內地市場的主要門戶，一直亦將會繼續扮演連接中國與世界的獨特角色。

香港作為全球領先的離岸人民幣中心，理應成為促進人民幣資產 (包括中國 A 股) 國際化的理想地點。此外，根據「十四五規劃」中對香港的戰略定位，香港當可通過各種推動跨境資本市場發展的舉措繼續發揮其重要作用。香港市場設有面向全球市場參與者的強大的集資、投資及風險管理基礎設施，現在推出 MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數期貨勢將進一步加強香港作為離岸人民幣中心，以及國際資產管理和風險管理中心的功能定位。展望未來，香港可繼續致力提供豐富的投資產品線，擴大香港市場的投資者基礎，並發展成為亞洲領先的衍生產品樞紐。

過去數十年來，在全球化和全球經濟一體化的宏觀大背景下，尤其是中國加入世界貿易組織並成為「世界工廠」後，中國的勞動力和商品對世界格局的重塑產生了深遠的影響。展望未來數十年，我們預期中國的資本市場 (聯同與在岸市場聯通的香港離岸資本市場) 將在許多方面對全球金融格局的重塑產生重要的影響。

1. 戰略價值及潛在宏觀影響：針對「滬深港通」合資格 A 股的風險管理新工具

隨着中國成為全球經濟及金融活動愈趨重要的驅動力，全球主要基準指數相繼納入中國 A 股，中國內地亦持續推行資本市場開放的相關措施，為全球投資者帶來了投資中國這個全球第二大經濟體¹的龐大機遇。然而，離岸市場始終欠缺行業覆蓋廣泛的對沖中國 A 股投資風險的多元化風險管理工具，令市場參與者未能更投入並廣泛參與內地股票市場。

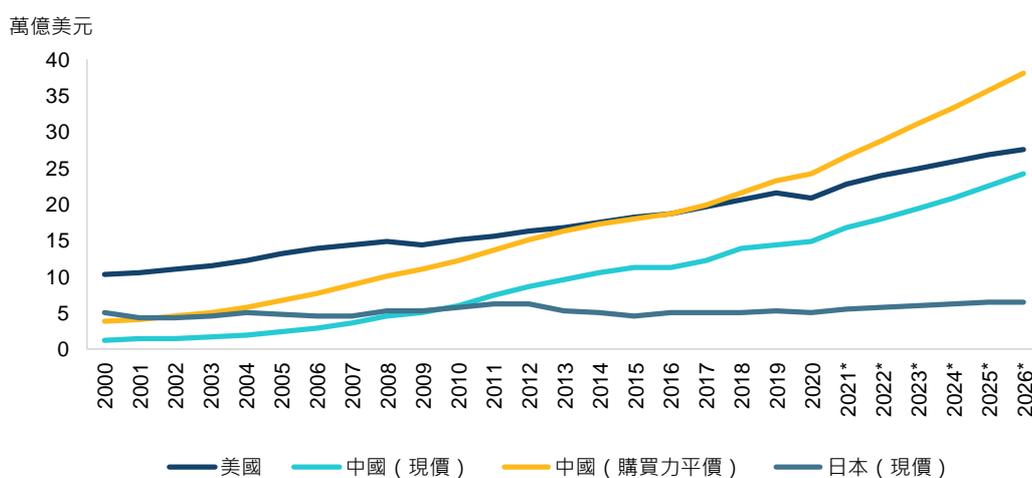
作為首個面向「滬深港通」合資格 A 股的官方認可的離岸市場風險管理工具，MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數期貨的推出在許多方面為市場提供了戰略價值及宏觀影響。

1.1 把握全球第二大經濟體的增長機會

隨着中國經濟的崛起，過去數十年來全球經濟格局經歷了巨大變化。多年來，儘管全球局勢變動帶來諸多挑戰，中國經濟仍然表現出了較強的韌性，逐步發展成為高度多元化、有較強適應能力的經濟體。與此同時，中國亦繼續推進其資本市場的開放及結構性改革。這些改革為國際投資者提供了寶貴的、把握中國經濟增長的投資機會，箇中的戰略重要性不容忽視。

根據國際貨幣基金組織的資料，以名義國內生產總值計，中國於 2010 年超越了日本成為世界第二大經濟體（見圖 1）。按購買力平價計，中國的國內生產總值於 2017 年超過美國，預期到 2026 年將佔全球總產出的約 20%（見圖 2）。根據英國經濟與商業研究中心於 2020 年 12 月發佈的預測，按名義國內生產總值計，中國於 2030 年左右便會取代美國成為全球第一大經濟體（見圖 3）。

圖 1：主要經濟體的國內生產總值比較 —— 實際及預測值（2000 年至 2026 年）

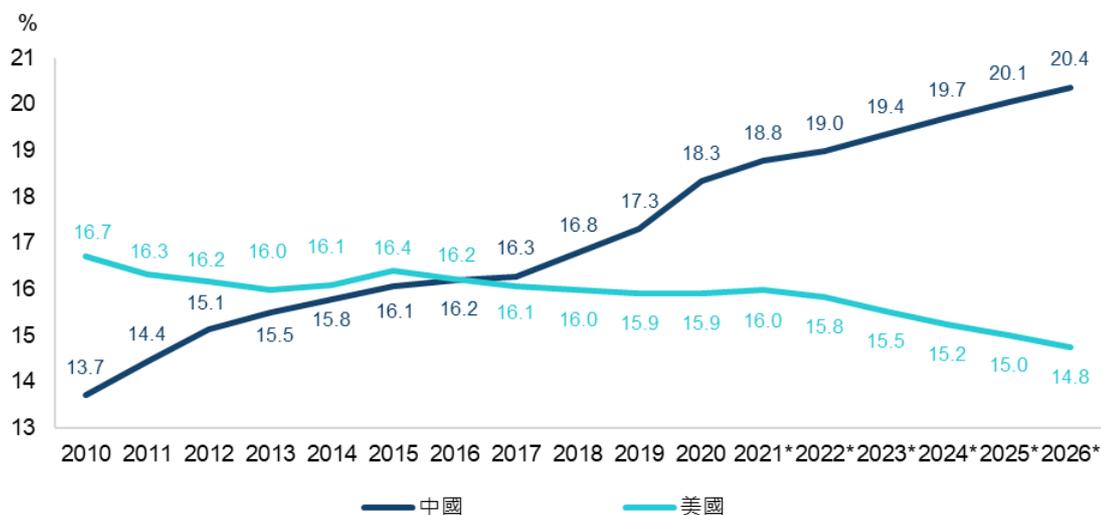


* 2021 年至 2026 年的數字為預測數字。

資料來源：國際貨幣基金組織《世界經濟展望》，2021 年 4 月。

¹ 資料來源：國際貨幣基金組織《世界經濟展望》，2021 年 4 月。

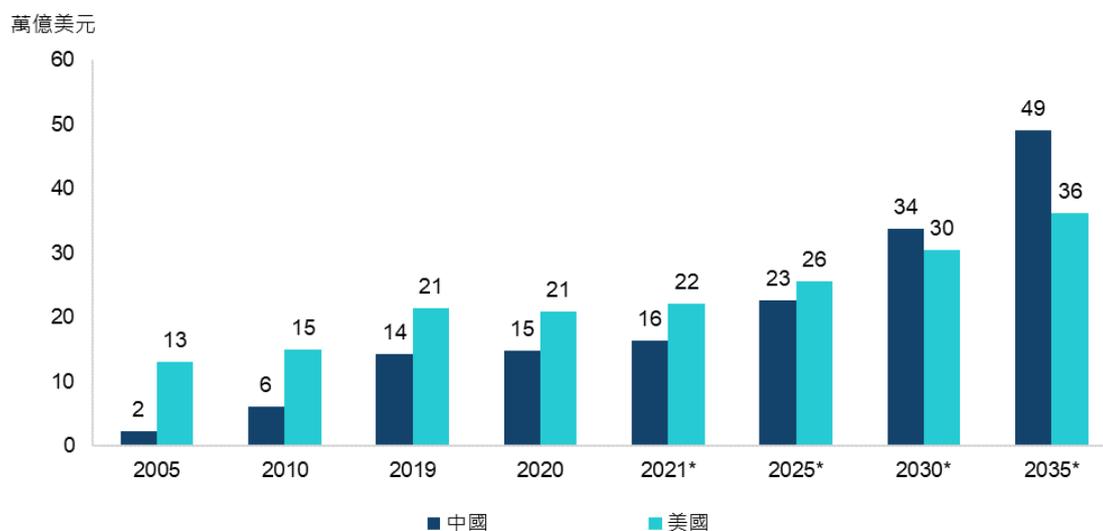
圖 2：按購買力平價計算的中國及美國佔全球國內生產總值的比重 —— 實際及預測值 (2010 年至 2026 年)



* 2021 年至 2026 年的數字為預測數字。

資料來源：國際貨幣基金組織《世界經濟展望》，2021 年 4 月。

圖 3：中國及美國名義國內生產總值 —— 實際及預測 (2005 年至 2035 年)



* 2021 年至 2035 年的數字為預測數字。

資料來源：英國經濟與商業研究中心的《2021 年世界經濟排行榜》(World Economic League Table 2021)，2020 年 12 月。

在中國經濟增長及開放下，全球許多經濟體以國際貿易及跨境投資形式，受中國經濟影響的程度越來越高。全球對人民幣資產的需求也越來越大，尤其是在 2016 年人民幣獲納入國際貨幣基金組織的特別提款權貨幣籃子之後。

從近數年提出的多項重點國家戰略及綱領性文件可見，持續深化內地資本市場的各項改革及推進高層次的資本市場開放，對於支持中國長期的經濟發展及戰略目標的實現至關重要。2018 年 12 月舉行的中央經濟工作會議首次提出：「資本市場在金融運行中具有牽一髮而動全身的作用，要通過深化改革，打造一個規範、透明、開放、有活力、有韌性的資本市場」，新時代資本市

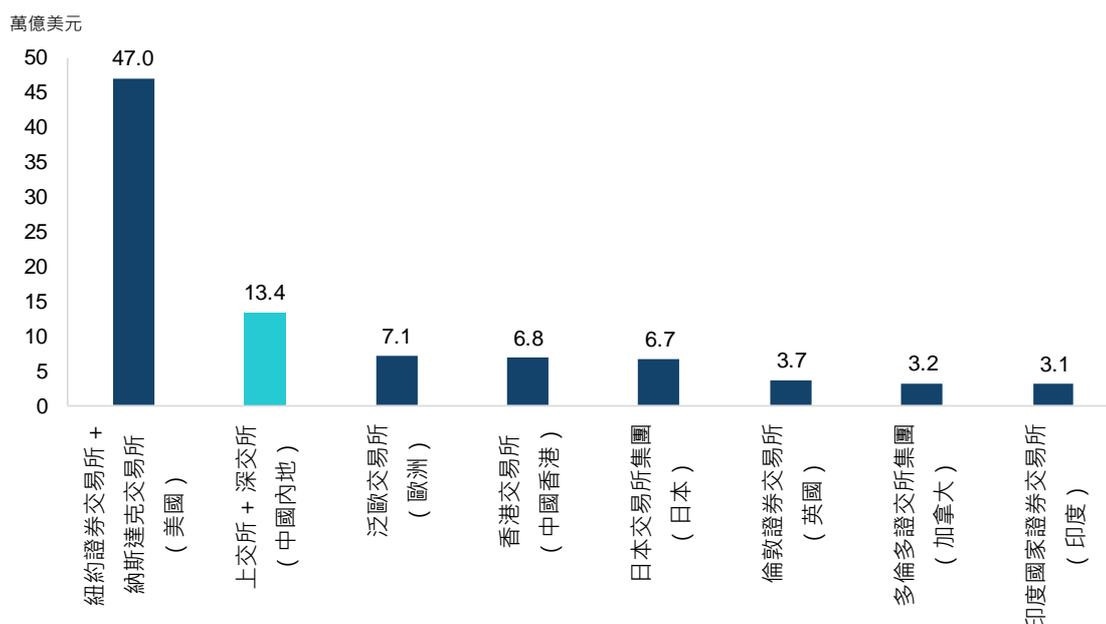
場的定位和戰略意義由此明確²。2021 年 3 月發佈的「十四五規劃」中，再次強調完善資本市場基礎制度，健全多層次資本市場體系，大力發展機構投資者，提高直接融資（特別是股權融資比重）³，更好的支持實體經濟的發展。

過去幾年，中國資本市場改革持續不斷深化⁴，在包括上市公司基本面、監管框架、投資者教育、市場准入、市場微結構、資訊披露等多方面均出現結構性變化。提高直接融資比重成為政策重點，主要目的在於增強資本市場的融資功能，減少對銀行貸款的依賴。2018 年 4 月發佈的《關於規範金融機構資產管理業務的指導意見》（簡稱「資管新規」），抑制影子銀行業的擴張，亦是內地監管機構持續作相應規管的一例⁵。

面對全球宏觀環境的各種不確定性和挑戰，中國政府始終強調經濟再平衡及進一步提升全要素生產力的重要意義，在「十四五規劃」及「雙循環」戰略⁶中均有體現，資本及其他資源要素的高效分配對於上述經濟目標的實現至關重要。而要實現高效的、市場主導的生產要素資源分配，一個充滿活力的資本市場起着不可或缺的重要作用。

中國在全球經濟活動中的影響力越來越大的同時，其資本市場也一直快速增長。就股票市場而言，於上海證券交易所（簡稱「上交所」）及深圳證券交易所（簡稱「深交所」）上市的股票市值總和已位列全球第二（見圖 4）。

圖 4：全球上市股票市值排名前 10 的交易所（2021 年 6 月）



附註：圖中顯示世界證券交易所聯會的交易所會員中，按上市股票市值計算的前十大交易所，其中屬同一國家/地區的交易所的數字作合併計算。

資料來源：世界證券交易所聯會。

同時，國際投資者越來越傾向重新評估中國資產在其全球投資組合中的位置。根據典型的資產配置框架，投資者評估是否投資某類資產類別時通常考慮兩個因素：預期回報及分散投資的好

² 資料來源：〈黨中央堅強領導為資本市場改革發展指明方向〉，載於《新華網》，2021 年 1 月 7 日。

³ 資料來源：國務院《中華人民共和國國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和 2035 年遠景目標綱要》，2021 年 3 月 21 日。

⁴ 參閱〈資本市場基礎制度改革將不斷深化〉，載於《新華網》，2020 年 5 月 19 日。

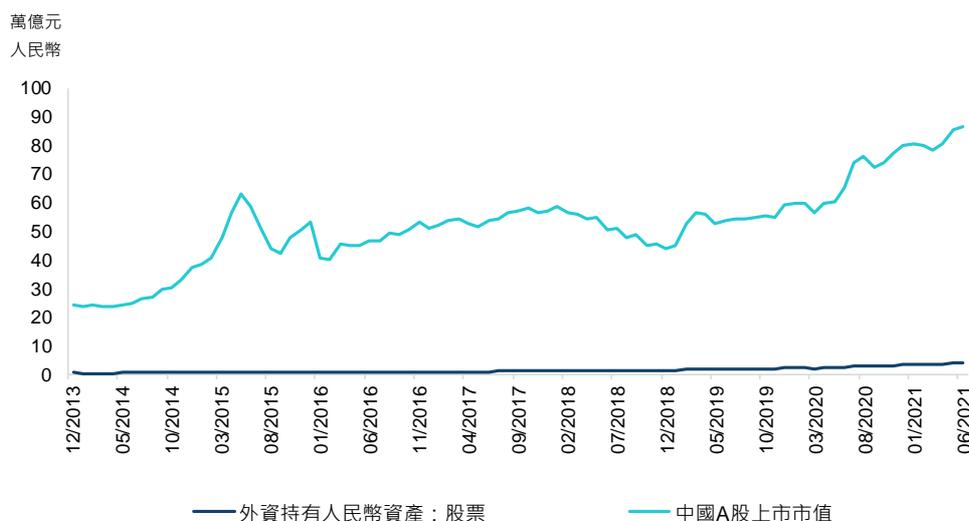
⁵ 資料來源：〈中國人民銀行、中國銀行保險監督管理委員會、中國證券監督管理委員會、國家外匯管理局聯合發佈《關於規範金融機構資產管理業務的指導意見》〉，國家外匯管理局發佈，2018 年 4 月 27 日。

⁶ 此乃於 2020 年 5 月舉行的中共中央政治局常務委員會會議上首次提出的經濟發展戰略。

處。就中國 A 股作為一個資產類別而言，上述框架同樣適用。從實際操作的角度來看，投資者在考慮是否將中國 A 股納入其投資組合時，亦會考慮進入市場的不同渠道的優勢劣勢、投資風險及回報（包括因為投資所覆蓋行業構成不同所帶來的差別）、與宏觀經濟相關的驅動因素、投資風格因數，以及一些可能會影響到其投資決定的其他與中國 A 股相關的特殊驅動因素⁷。

儘管中國 A 股目前已經是市場規模最大、流動性最高、具備戰略重要性、能夠使投資組合更加多元化的資產類別之一⁸，但外資持有 A 股的比例相對於 A 股市場的規模和中國的經濟體量來說仍然很低（見圖 5）；相關的限制因素可能包括交易便利程度、市場准入相關的問題、對本地市場機制了解有限、賣方研究資料不足，以及多元化風險管理工具不夠豐富等。

圖 5：外資持有的 A 股市值與 A 股上市市值的比較（2013 年 12 月至 2021 年 6 月）



資料來源：中國人民銀行、Wind。

多年來，離岸市場一直缺乏行業覆蓋廣泛的風險管理工具，來對沖中國 A 股投資的風險，在一定程度上限制了國際投資者參與內地股票市場。現在推出的 MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數期貨，離岸市場即有官方認可的行業覆蓋廣泛的離岸市場風險管理工具。這也豐富了香港交易及結算所有限公司（簡稱「香港交易所」）的一系列中國相關產品——包括「滬深港通」、結構性產品、交易所買賣基金（exchange traded fund，簡稱 ETF）、衍生產品等，讓投資者可便利地集中管理中國投資。

1.2 中國資本市場持續開放的又一步

中國銳意持續開放內地資本市場，與其長期經濟及戰略目標一致。開放內地資本市場有利於吸引來自全球的機構投資、持續深化內地資本市場，帶來長期資本流入以支持中國經濟增長及轉型，同時通過增加雙向資本流動支持人民幣國際化進程。

多年來中國持續開放資本市場，令境外投資者可通過多種渠道投資中國資產，令全球日益關注中國 A 股等人民幣資產。同時，各大全球基準指數相繼納入 A 股，進一步推動全球資產配置及投資組合流入中國內地股票市場。

⁷ 資料來源：魏震〈MSCI 納入中國 A 股的歷程和影響〉，載於《互聯互通與香港新經濟融資創新》，香港：商務印書館（香港）有限公司，2019 年 10 月。

⁸ 資料來源：橋水基金〈平衡中國資產為投資者提供難得的機會〉（“Balancing Chinese assets offers a rare opportunity for investors”），2019 年 4 月。

投資 A 股市場的不同渠道目前包括「合格境外機構投資者」(Qualified Foreign Institutional Investor, 簡稱 QFII) 及「人民幣合格境外機構投資者」(Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor, 簡稱 RQFII) 計劃⁹、滬港股票市場交易互聯互通機制(即「滬港通」)、深港股票市場交易互聯互通機制(即「深港通」)、內地與香港基金互認安排計劃(簡稱「基金互認計劃」)、ETF 互掛計劃, 以及粵港澳大灣區跨境理財通計劃(即「理財通」)(見表 1)。

計劃	QFII/RQFII	滬深港通	基金互認計劃	ETF 互掛計劃	理財通
推出日期	<ul style="list-style-type: none"> QFII：2002 年 12 月 RQFII：2011 年 12 月 	<ul style="list-style-type: none"> 滬港通：2014 年 11 月 深港通：2016 年 12 月 	2015 年 7 月	<ul style="list-style-type: none"> 滬港計劃：2020 年 10 月 深港計劃：2021 年 6 月 	2021 年 9 月
額度限制	無額度限制	<ul style="list-style-type: none"> 無總額度限制 「北向通」每日額度上限：人民幣 520 億元¹⁰ 「南向通」每日額度上限：人民幣 420 億元¹¹ 	<ul style="list-style-type: none"> 資金進、出總額度各為人民幣 3,000 億元 	<ul style="list-style-type: none"> 香港「聯接」ETF：無額度上限 內地「聯接」ETF：參考「合格境內機構投資者」額度限制 	<ul style="list-style-type: none"> 北向及南向總額度各為人民幣 1,500 億元 個人投資者的額度上限為人民幣 100 萬元
合資格產品	股票現貨(包括一級發行和二級交易)、中國存託憑證、資產支持證券、權證、融資融券、股票指數期貨、證券投資基金及中國證監會批准的其他股本相關產品	於香港交易所、上交所及深交所上市的合資格股票 ¹²	一般股票基金、混合基金、非上市指數基金及實物指數追蹤 ETF	2 隻深圳 ETF 1 隻上海 ETF 3 隻香港 ETF ¹³	<ul style="list-style-type: none"> 北向通：由內地銀行銷售的低至中風險產品，包括固定收益類及權益類公募理財產品，以及公開募集證券投資基金 南向通：香港銀行銷售的低至中風險及非複雜產品，以及由香港銀行提供的存款
監管機構的批准	中國人民銀行、中國證監會、國家外匯管理局	無需審批	中國證監會、香港證監會	中國證監會、香港證監會	中國銀保監會、中國證監會、香港證監會、香港金管局

資料來源：中國人民銀行、國家外匯管理局、中國銀行保險監督管理委員會(簡稱「中國銀保監會」)、中國證券監督管理委員會(簡稱「中國證監會」)、香港金融管理局(簡稱「香港金管局」)、證券及期貨事務監察委員會(簡稱「香港證監會」)及香港交易所的網站。

儘管國際投資者持有 A 股的比例仍然很低，隨着國際投資者參與 A 股市場的渠道的增加，再加上全球主要基準指數相繼納入中國 A 股，國際投資者持有的 A 股比例增速顯著(見圖 6)。

⁹ QFII 計劃為外國投資者提供直接進入中國資本市場的途徑。RQFII 計劃容許在中國內地以外的合資格地點籌集的人民幣資金投資於國內證券市場。內地監管機構於 2020 年 9 月公佈新規例，已統一兩項計劃。

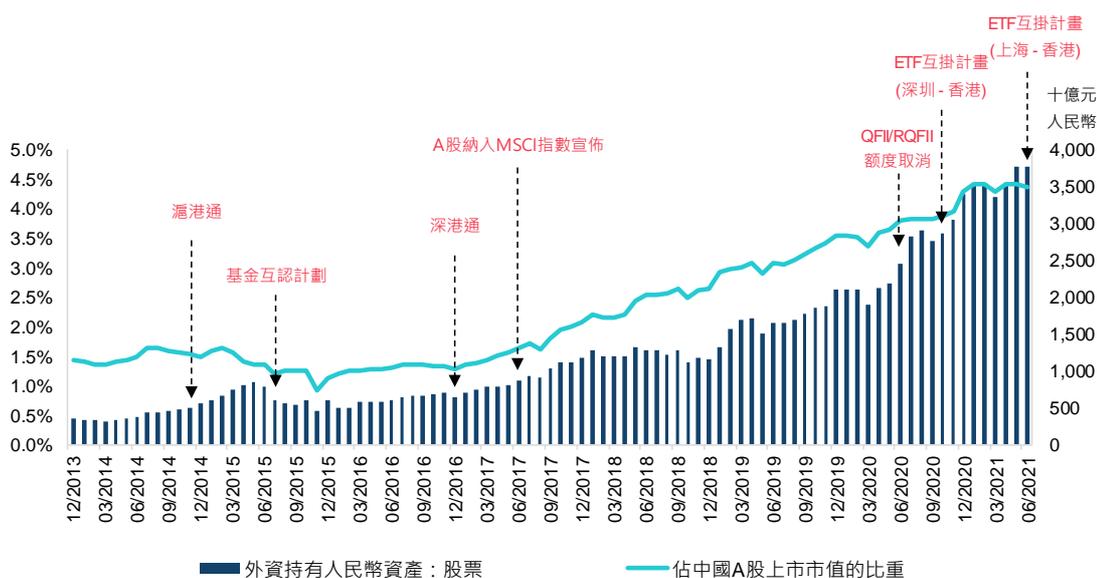
¹⁰ 「滬港通」及「深港通」各自採用同一每日額度上限，自 2018 年 5 月 1 日起生效。

¹¹ 「滬港通」及「深港通」各自採用同一每日額度上限，自 2018 年 5 月 1 日起生效。

¹² 截至 2021 年 8 月 31 日，「滬深港通」的合資格股票數目為：523 隻香港交易所上市股票、588 隻上交所上市股票及 851 隻深交所上市股票。(資料來源：香港交易所。)

¹³ 截至 2021 年 8 月 31 日的合資格 ETF 數目。(資料來源：香港交易所公告。)

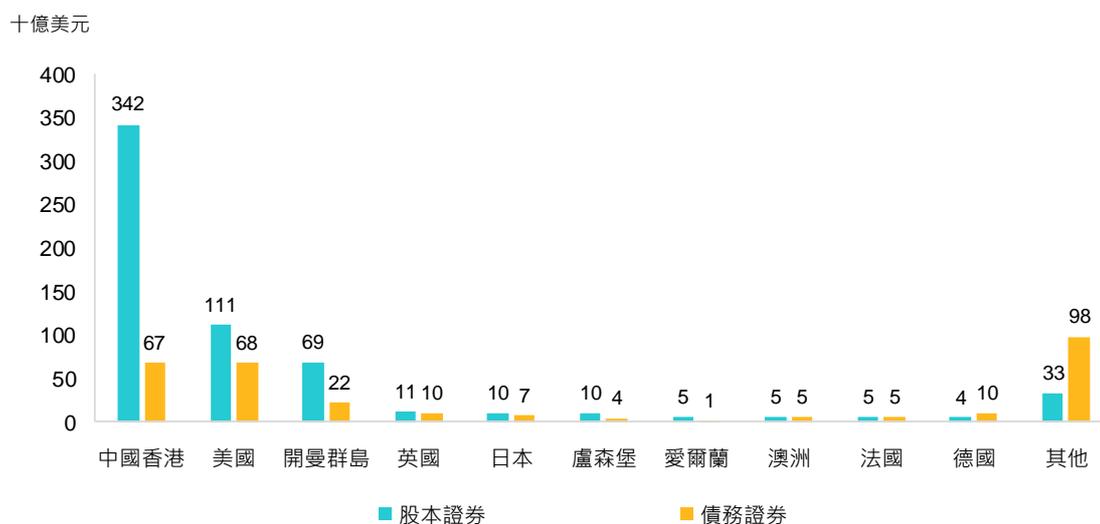
圖 6：外資持有 A 股規模估計 (2013 年 12 月至 2021 年 6 月)



資料來源：中國人民銀行、Wind。

如表 1 所列的各項內地與香港互聯互通計劃所示，香港一直在促進中國金融開放的進程中發揮重要作用。相關市場聯通計劃使投資者能夠參與內地及香港的多個細分市場及產品類別，也反映出香港在連接中國與世界方面的獨特角色。香港作為全球領先的集資中心，多年來亦在推動中國企業的發展扮演著重要角色。而在支持雙向跨境資本流動這方面，香港已成為中國對外證券組合投資最主要的投資目的地（見圖 7）。香港作為全球領先的離岸人民幣樞紐，可發揮自身優勢，為進一步促進中國 A 股等人民幣資產走向國際化發揮積極作用。

圖 7：中國的對外證券投資資產 (按國家/地區劃分) (2020 年年底)



資料來源：國家外匯管理局。

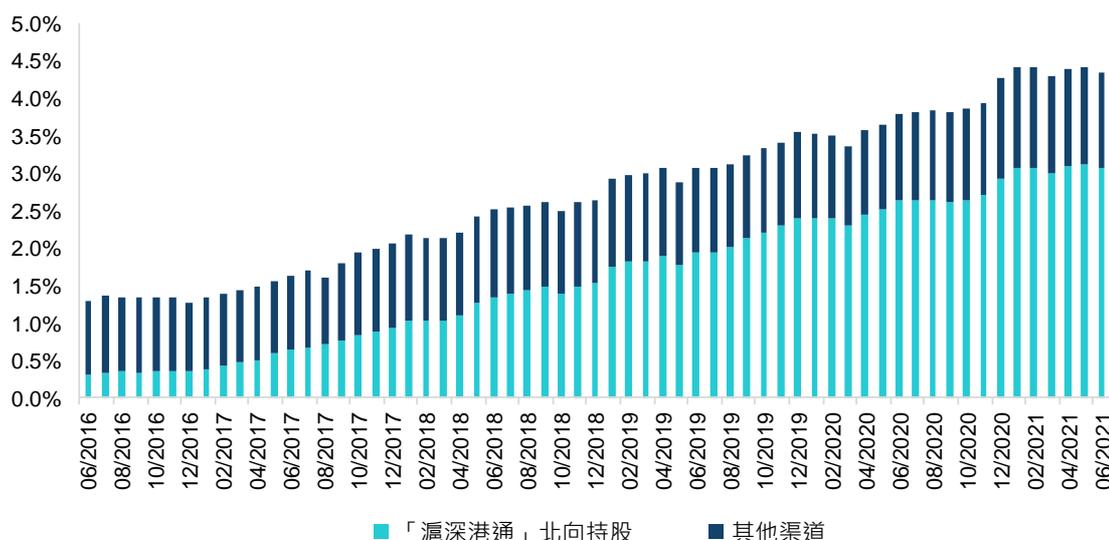
儘管 2020 年以來新冠疫情持續，全球宏觀環境的挑戰猶存，中國金融開放的步伐並未停滯，更在持續深化。中國金融市場開放的主要措施包括：2020 年 5 月取消 QFII/RQFII 額度，以及 2020 年 9 月宣佈優化 QFII 和 RQFII 的管理措施，進一步簡化申請及審批流程，並將投資範圍擴大至涵蓋更多來自內地市場的複雜產品¹⁴。在國際市場參與者來看，QFII 的持續優化措施乃是反映內地監管機構致力開放中國資本市場的重要里程碑。又例如 2020 年 7 月，「滬深港通」提供「特別獨立戶口集中管理」的優化服務，切合市場對更有效率的前端監控的需求，並為機構投資者及市場參與者提供更進一步裨益與便利¹⁵，這亦是為便利國際投資者投資中國 A 股而實施的舉措及優化措施之一。

MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數期貨的推出，是支持中國資本市場持續改革和開放進程中重要的一步，顯示中國內地銳意深化中國 A 股市場、擴大 A 股市場的投資者基礎、促進跨境資本流動，推進內地資本市場的雙向開放。

1.3 進一步促進國際投資者經「滬深港通」參與中國 A 股市場

自 2014 年推出「滬港通」及 2016 年推出「深港通」後，「滬深港通」計劃已經成為支持國際投資者參與 A 股市場的有效投資渠道。外資通過「滬深港通」北向的持股規模穩步增長，顯示「滬深港通」已成為國際投資者投資中國 A 股的主要渠道之一（見圖 8）。

圖 8：外資透過「滬深港通」及其他渠道的持股量佔中國 A 股上市市值的百分比
(2016 年 6 月至 2021 年 6 月)



資料來源：香港交易所、Wind、中國人民銀行。

截至 2021 年 8 月 31 日，「滬深港通」計劃涵蓋 1,962 隻於香港及內地市場上市的合資格股票（價值約為 14.7 萬億美元），佔相關市場上市股票合計總數的 28%、一年平均每日成交金額的 66%，以及相關市場合計上市市值總額的 76%¹⁶（見圖 9）。截至 2021 年 8 月 31 日，獲納入 MSCI 全球指數、MSCI 新興市場指數、MSCI 亞洲除日本指數及 MSCI 中國指數的「滬深港通」合資格中國 A 股共 474 隻¹⁷。

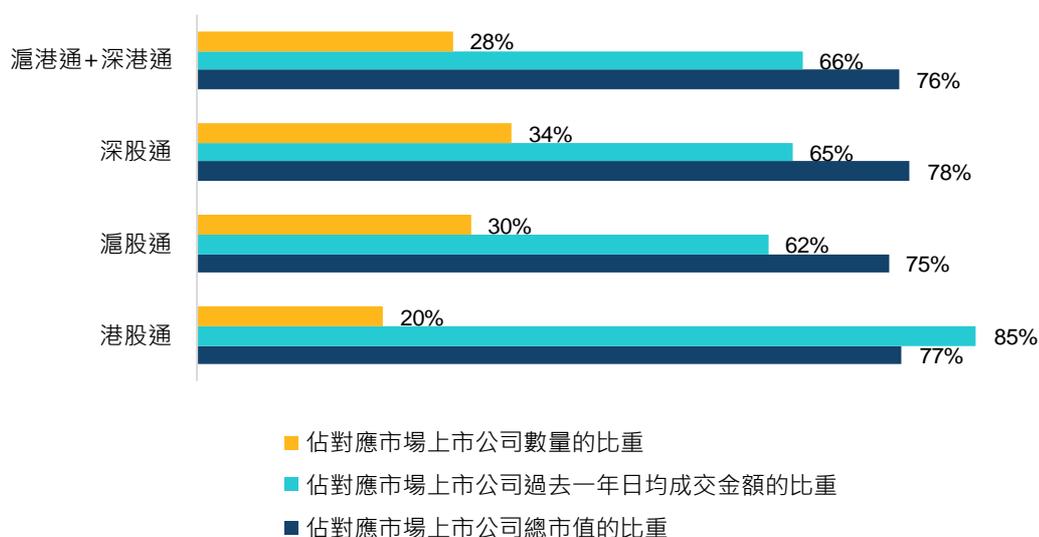
¹⁴ QFII 與 RQFII 計劃的監管制度已隨此二合為一。參閱中國證監會、中國人民銀行與國家外匯管理局於 2020 年 9 月 25 日在中國證監會網站發佈的《合格境外機構投資者和人民幣合格境外機構投資者境內證券期貨投資管理辦法》。新監管措施自 2020 年 11 月 1 日起生效。

¹⁵ 資料來源：〈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上的新聞稿，2020 年 7 月 9 日。

¹⁶ 資料來源：香港交易所、Wind。

¹⁷ 資料來源：MSCI。

圖 9：「滬深港通」合資格股票的市場份額 (截至 2021 年 8 月 31 日)



附註：計算過去一年日均成交金額的數據涵蓋 2021 年 8 月 31 日前一年。

資料來源：香港交易所、Wind。

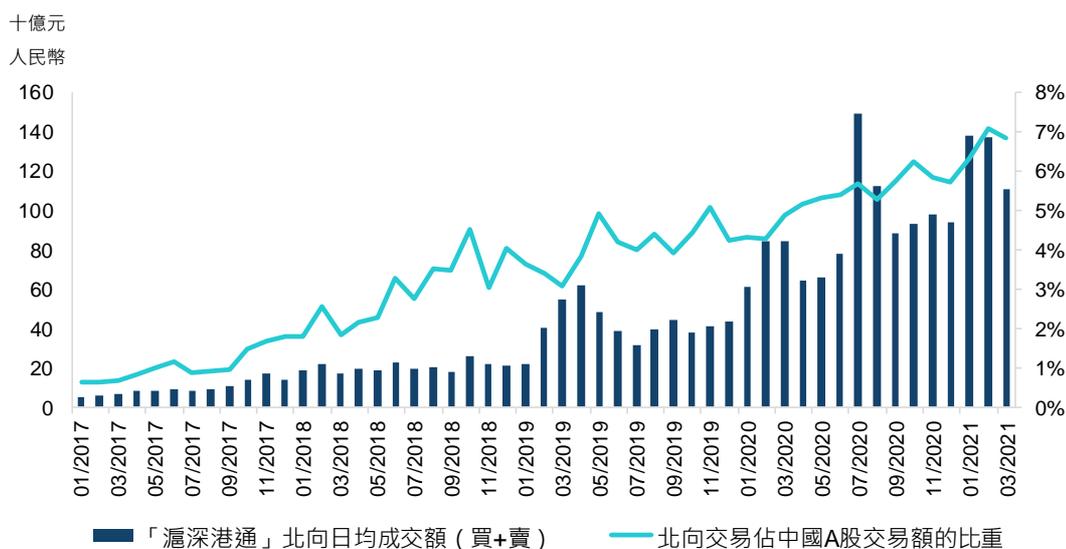
此外，「北向通」的投資者基礎正迅速擴大——於香港中央結算有限公司開設的「特別獨立戶口」¹⁸數目由 2017 年 6 月的少於 1,700 個增長近 7 倍至 2021 年 7 月 31 日的 13,366 個¹⁹，顯示國際投資者投資中國 A 股的興趣日增。

國際投資者越來越多地透過「滬深港通」渠道投資中國 A 股，亦從北向交易與北向持股規模的穩步增長中可見一斑。2021 年 7 月北向交易的單月平均每日成交金額達人民幣 1,370 億元，遠超 2017 年 1 月的人民幣 47 億元（見圖 10）。截止 2021 年 8 月底，北向持股規模達人民幣 2.48 萬億元，遠超 2016 年 6 月底的人民幣 1,380 億元（見圖 11）。北向交易的投資者所持有的中國 A 股分佈於不同行業，顯示總體而言全球投資者有意投資於廣泛覆蓋中國經濟的各個不同行業（見圖 12）。

¹⁸ 「特別獨立戶口」（Special Segregated Account，簡稱 SPSA）服務機制，旨在方便投資者在出售存放於託管商的「滬深港通」合資格股票時，可無需預先將存於託管商的股票交付給執行出售證券的經紀。

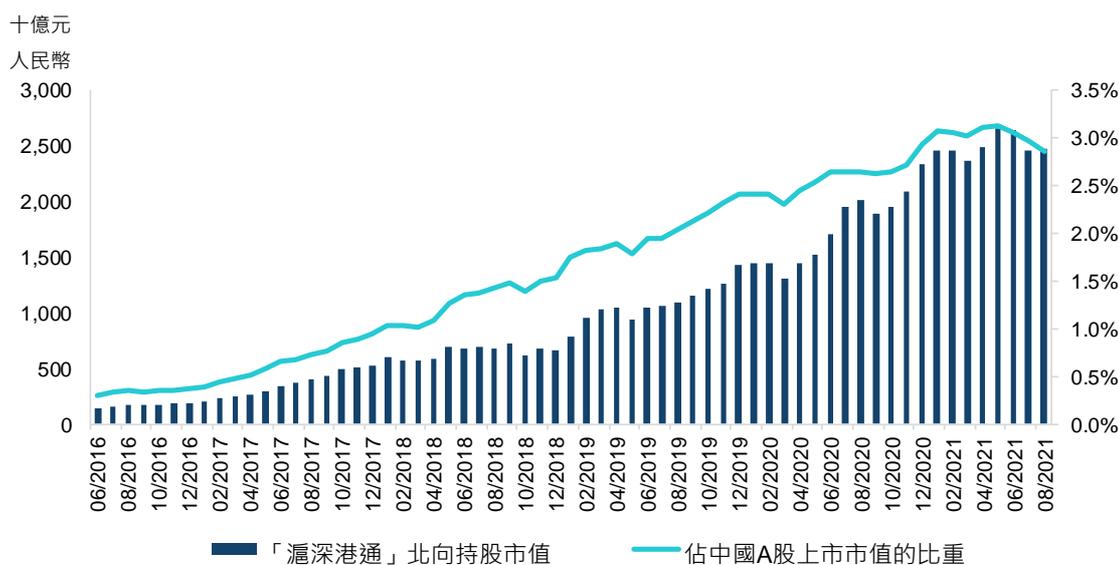
¹⁹ 資料來源：香港交易所。

圖 10：北向交易平均每日成交金額及其佔中國 A 股總成交額的比重 (2017 年 1 月至 2021 年 3 月)



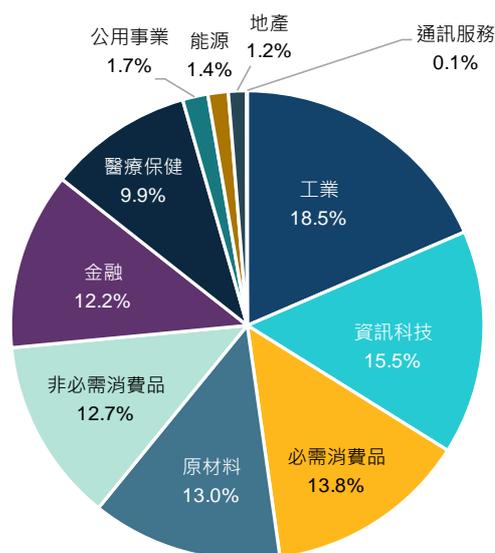
資料來源：香港交易所、上交所、深交所。

圖 11：北向持股規模及其佔 A 股上市市值的比重 (2016 年 6 月至 2021 年 8 月)



資料來源：香港交易所、Wind。

圖 12：按行業劃分的北向交易持股規模的分佈 (2021 年 8 月 31 日)



資料來源：Wind。

如上文所述，「滬深港通」已成為國際投資者投資中國 A 股的主要渠道之一，而 MSCI 中國 A50 互聯互通指數涵蓋了可通過「滬深港通」買賣的核心大型股。因此，推出 MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數期貨或可進一步推動國際投資者通過「滬深港通」參與 A 股市場，帶動更多國際資金流入內地資本市場。

1.4 進一步支持 MSCI 指數提高 A 股的納入因數

A 股獲納入 MSCI 指數的進程始於 2017 年 6 月 MSCI 宣佈將中國 A 股納入 MSCI 新興市場指數及 MSCI 全球指數。公佈所示，此項決定在 MSCI 於 2014 年 6 月至 2017 年 6 月所做的市場諮詢中，廣獲國際機構投資者支持。於 2018 年，MSCI 加入 222 隻中國大型 A 股，初步納入因數為 5%，按備考基準計算，佔 MSCI 新興市場指數的比重約為 0.73%²⁰。

MSCI 其後再廣泛諮詢全球眾多國際機構投資者的意見後，於 2019 年 2 月 28 日宣佈將中國 A 股的納入因數由 5% 提高至 20%，並於 2019 年 5 月至 2019 年 11 月期間成功實施。最後共有 253 隻大型及 168 隻中型中國 A 股 (包括 27 隻於深交所創業板上市的 A 股) 按 20% 納入因數獲納入相關指數。根據諮詢過程中收到的投資者回應，「滬深港通」計劃的平穩運行及中國監管機構對持續改善市場准入方面事宜的堅定承諾，是贏得國際機構投資者支持的關鍵因素²¹。

MSCI 成功實施了納入過程的最後階段，按 20% 納入因數將中國 A 股部分納入 MSCI 指數後，MSCI 重申在考慮進一步納入 A 股前，須先解決投資者提出的多項憂慮，包括²²：

- **風險對沖的可行性和衍生工具的供應**：若 MSCI 指數進一步提高中國 A 股權重卻缺乏上市期貨及其他衍生工具，可能會使投資者的風險管理效率降低。

²⁰ 資料來源：MSCI 〈2017 年度市場分類評審結果〉(“Results of MSCI 2017 market classification review”)，2017 年 6 月 20 日。

²¹ 資料來源：MSCI 〈MSCI 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”)，2019 年 2 月 28 日。

²² 資料來源：MSCI 〈MSCI 成功完成實施了將中國 A 股按 20% 納入因數部分納入 MSCI 指數的最後階段〉(“MSCI completes the successful implementation of final phase of the 20% partial inclusion of China A shares in MSCI Indexes”)，2019 年 11 月 26 日。

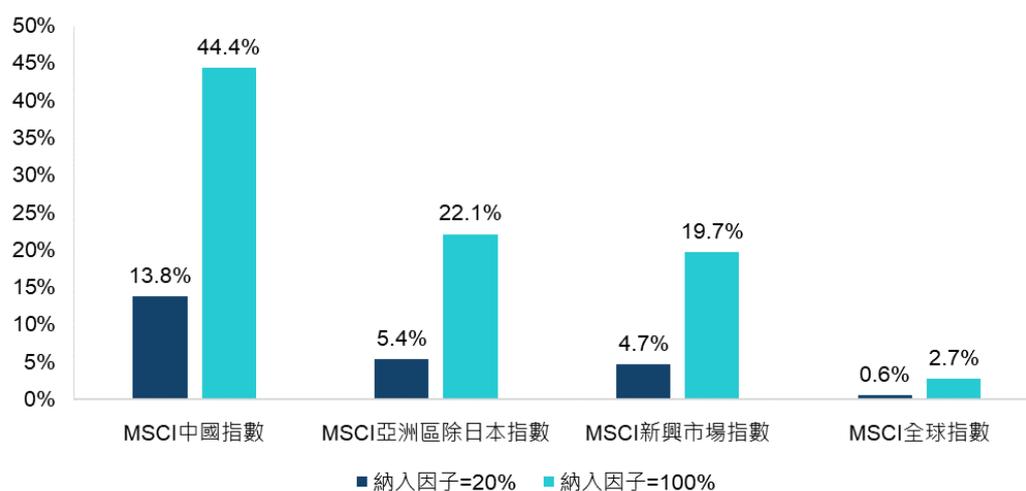
- **中國 A 股較短的結算週期**：中國 A 股較短的結算週期使國際機構投資者面臨營運風險和指數追蹤方面的挑戰，尤其是對不在亞洲時區的投資者而言。如果 A 股的權重及證券數目增加，這一風險還會相應提高。
- **「滬深港通」的交易假期安排**：回應諮詢的人士亦表示投資者擔心中國在岸市場與「滬深港通」假期之間的錯位。
- **「滬深港通」中會否提供綜合交易機制²³**：許多大型基金管理人和經紀交易商強調了對有效運作的綜合交易機制的迫切需求。可否代表多個客戶賬戶輸入單一買賣盤，對國際機構投資者來說，是在投資過程中實現最佳執行和降低操作風險的重要考慮因素。

儘管現時市場上也有若干在岸指數期貨及期權（如滬深 300 指數期貨及期權、上證 50 指數期貨及期權，以及中證 500 指數期貨），離岸市場尚缺乏行業覆蓋廣泛的風險管理工具。MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數期貨的推出，或可滿足 MSCI 對進一步提高中國 A 股納入因數所需的四個前提條件之一。

展望未來，如果中國 A 股在 MSCI 指數中的權重增加，國際投資者可能會考慮對中國 A 股作出更多的配置。作為參考的以往經驗中，在 MSCI 指數納入韓國及台灣股票後的首十年（分別為 1992 年至 2002 年及 1996 年至 2006 年），外資持有韓國本地股票的佔比由 4% 升至 12%，台灣方面則由 9% 升至 23%²⁴。

根據 MSCI 提供的資料，截至 2021 年 8 月 31 日，MSCI 指數納入了 474 隻中國 A 股，包括 247 隻大型股和 227 隻中型股。中國 A 股於 MSCI 全球指數與 MSCI 新興市場指數中的比重分別是 0.6% 與 4.7%。按備考基準計算，在納入因數為 100% 的情況下，中國 A 股佔 MSCI 中國指數、MSCI 亞洲區除日本指數、MSCI 新興市場指數與 MSCI 全球指數的權重可能會分別達到 44.4%、22.1%、19.7% 與 2.7%（見圖 13）。

圖 13：中國 A 股在 MSCI 指數中的權重 —— 現值及預測值



附註：截至 2021 年 8 月 31 日的數據，納入 474 股中國 A 股；備考計算乃基於截至 2021 年 8 月 31 日的現行價格，並假設已計入相同的 474 隻中國 A 股。

資料來源：MSCI。

²³ SPSA 集中管理 (Master SPSA，簡稱 MSPSA) 於 2020 年 7 月 10 日推出，作為對現有 SPSA 服務的改進，允許在個別基金經理層面或綜合層面進行前端監控，以幫助提高其營運效率，同時在個別 SPSA 層面維持相同的交易後結算流程，以保持一致性。

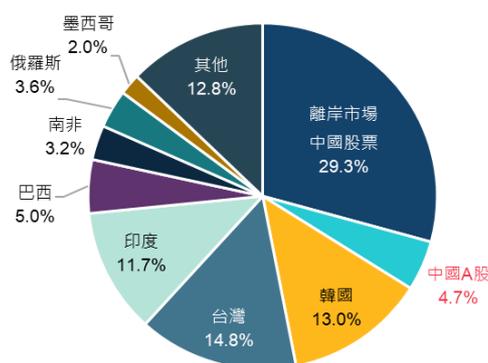
²⁴ 資料來源：高盛《搭上邁向 A 股的北向高速列車》（“Catching an accelerating Northbound train to A shares”），2021 年 6 月。

中國在全球投資組合中日益重要，從 MSCI 指數中的市值權重可見一斑。計入 474 隻中國 A 股及 256 隻離岸上市中國股票後²⁵，中國股票於 MSCI 新興市場指數的權重已由 2009 年 12 月的 18% 升至 2021 年 8 月的 34%²⁶。

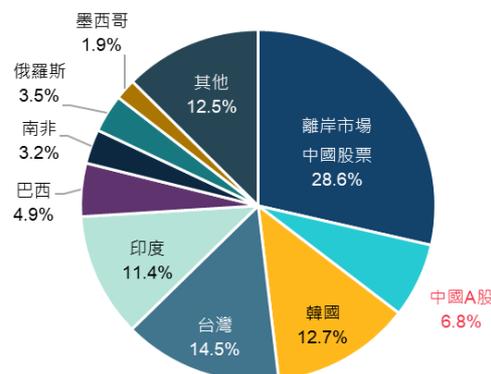
假設 MSCI 分階段納入中國 A 股，按截至 2021 年 8 月 31 日的市值，中國 A 股及離岸上市中國股票的合併市值可佔 MSCI 新興市場指數市值權重的 44% 以上（見圖 14）。若被動型指數追蹤基金與主動型管理基金如預期般使用有關指數作為投資基準，未來數年國際投資者投資中國 A 股的規模便會顯著增加。

圖 14：中國 A 股獲納入 MSCI 新興市場指數的潛在路線圖

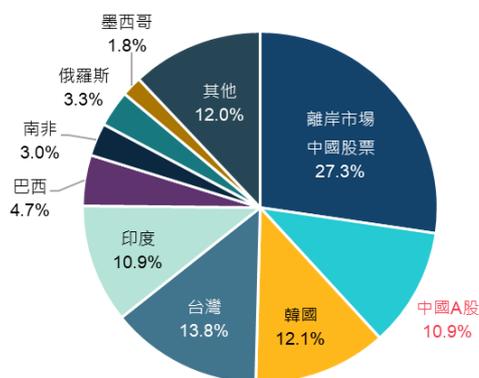
(a) 現狀 (2021 年 8 月 31 日) (納入因數 = 20%)



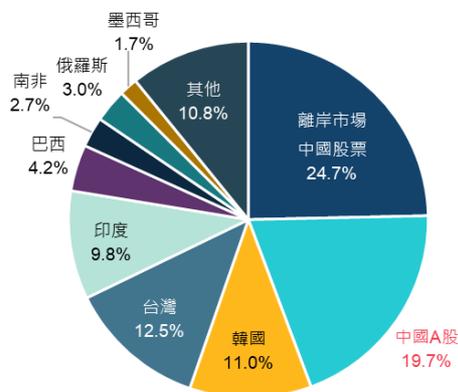
(b) 潛在納入步驟 (納入因數 = 30%)



(c) 潛在納入步驟 (納入因數 = 50%)



(d) 潛在全面納入 (納入因數 = 100%)



附註：「離岸市場中國股票」指 H 股、B 股、紅籌股、在香港上市的內地民營企業，以及在其他境外市場上市的中國股票（如美國存託憑證）。假設按截至 2021 年 8 月 31 日的價格計入 474 隻中國 A 股。

資料來源：MSCI，截至 2021 年 8 月 31 日的數據。

隨着國際投資者可以越來越多地通過不同渠道投資中國 A 股，加上中國 A 股在全球基準指數中的權重越來越高，若要滿足國際投資者對風險管理工具日益增長的廣泛需求，完善的離岸 A 股衍生產品交易及對沖機制將會越來越重要。

²⁵ 包括 H 股、B 股、紅籌股、在香港上市的內地民營企業，以及在其他境外市場上市的中國股票（如美國存託憑證）。資料來源：MSCI。

²⁶ 資料來源：MSCI。

2. MSCI 中國 A50 互聯互通指數：通過「滬深港通」投資 A 股的基準指數

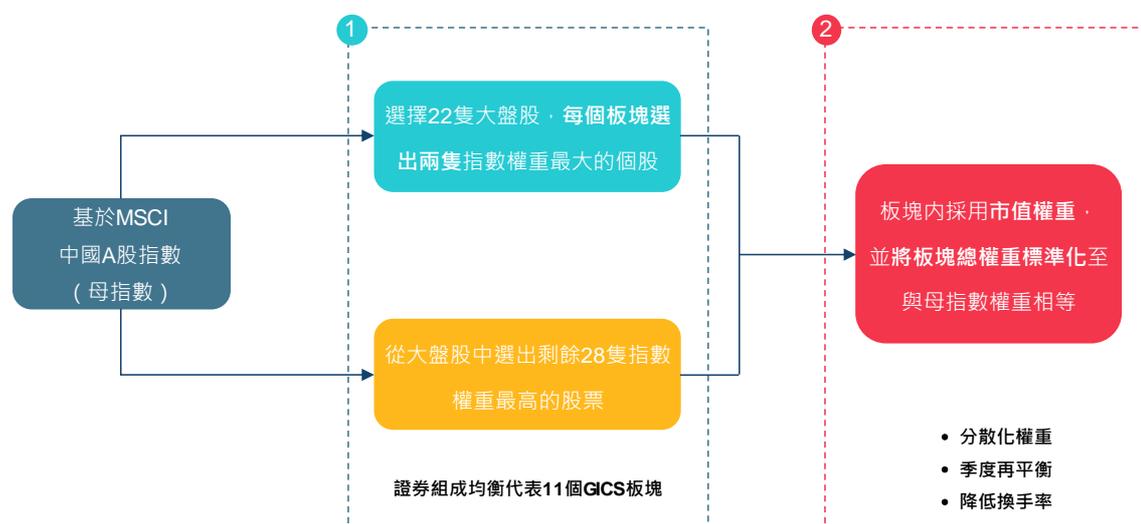
2.1 均衡把握中國 A 股市場的投資機會

市場上針對中國市場的股票基準指數不少，行業覆蓋範圍、指數比重及納入方法不盡相同。MSCI 用於構建 MSCI 中國 A50 互聯互通指數的方法，則力求對中國 A 股大型股作出均衡的行業覆蓋。

MSCI 中國 A 股指數²⁷（即 MSCI 中國 A50 互聯互通指數的母指數）涵蓋上交所與深交所上市的中國 A 股的大型及中型股，且僅涵蓋可通過「滬深港通」買賣的股票。根據 MSCI 的資料，MSCI 中國 A50 互聯互通指數乃在此基礎上採用以下步驟構建而成²⁸。

首先，從 MSCI 中國 A 股指數的大型股類別中選出按全球行業分類標準（Global Industry Classification Standard, GICS®）分類的每個行業的兩隻最大證券（按指數權重計）。然後按指數權重排序從母指數中挑選餘下證券，直至證券總數達到 50 為止。最後，替選出來的證券加權，依據的是母指數的自由流通市值權重，並反映母指數的行業權重分配。（見圖 15）

圖 15：MSCI 中國 A50 互聯互通指數構建方法



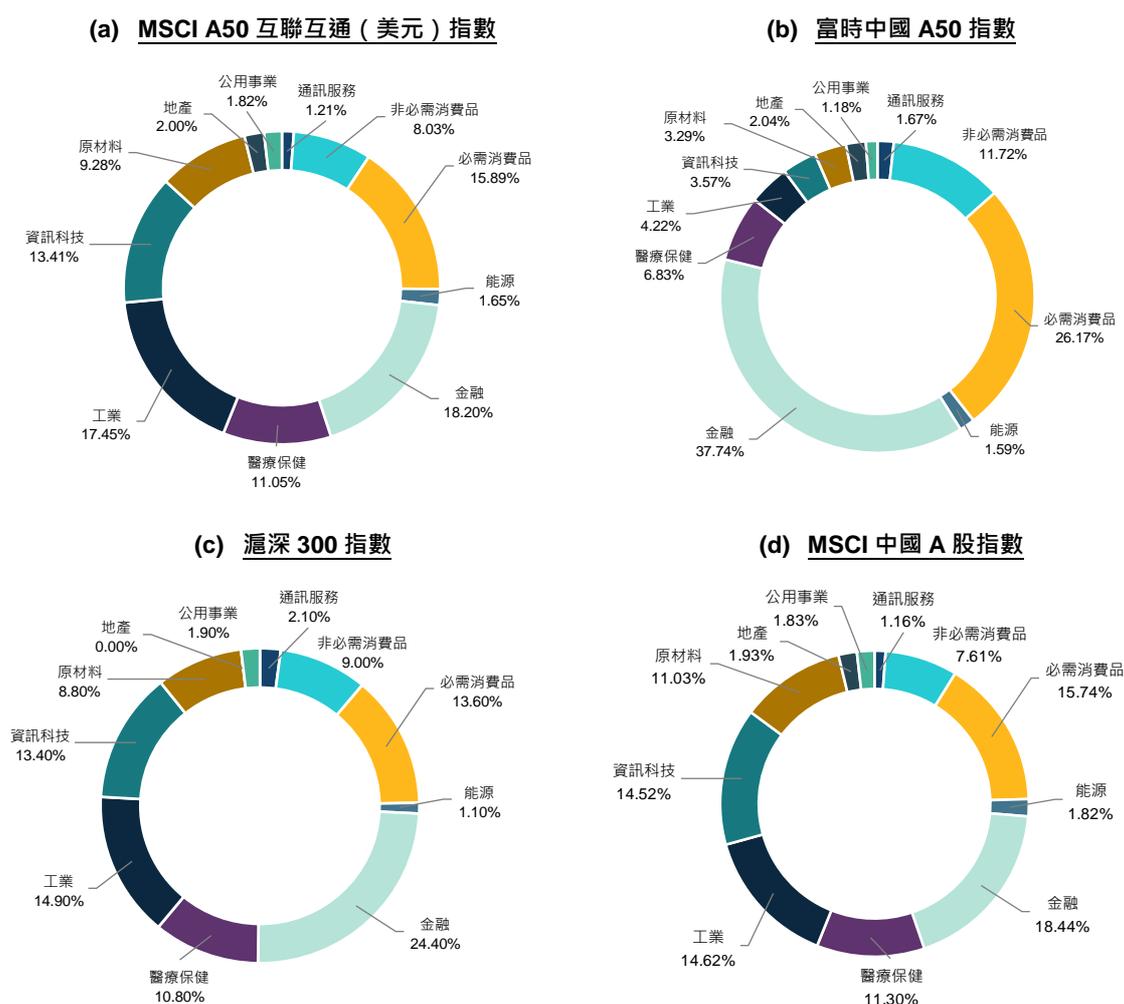
資料來源：MSCI。

MSCI 中國 A50 互聯互通指數的構建方法，使其可反映中國經濟廣泛多元化的市場機遇。從圖 16 可見，MSCI A50 互聯互通指數的行業組成可平衡地反映中國經濟的行業組成。因此，該指數為投資中國 A 股提供了更加均衡的行業組成基準，避免了過分側重於個別行業（如金融行業與必需消費品行業）。

²⁷ 參閱 MSCI 中國 A 股指數的資料表，載於 MSCI 網站。

²⁸ 資料來源：MSCI《MSCI 中國 A50 互聯互通指數方法論》（*MSCI China A 50 Connect Index Methodology*）。

圖 16：在岸及離岸市場相關 A 股指數的行業構成權重比較 (2021 年 7 月 30 日)



資料來源：MSCI、CSI 及富時羅素。

2.2 與 MSCI 中國 A 股指數高度相關，便於管理市場風險

視乎投資者執行其中國 A 股投資策略時的不同投資目標、風險管理框架與其他營運慣例，當投資者對中國 A 股實施不同的配置方法時，能否有效管理市場系統風險 (beta 風險) 可能非常關鍵。通過比較用不同方法構建的指數的市場追蹤特徵 (例如相關性及追蹤誤差)，投資者可評估不同風險管理工具在管理市場風險方面的效率與效益。

為檢視 MSCI 中國 A50 互聯互通指數的市場追蹤特徵，有分析就其對母指數 (MSCI 中國 A 股指數) 的追蹤情況進行了觀察。相對於從基準指數中直接選出 50 隻市值最大股票而成的指數 (在分析中稱為「最大 50 股票指數」)，按三個月滾動表現計算，MSCI 中國 A50 互聯互通指數與 MSCI 中國 A 股指數的關聯性更高，追蹤誤差亦較低 (見圖 17)²⁹。在對歷史數據進行回溯測試後，MSCI 中國 A50 互聯互通指數亦與主要在岸股票基準 — 滬深 300 指數 — 表現出較高的關聯性 (見表 2)。

²⁹ 資料來源：Zhen Wei 與 Shuo Xu (中國超市值 A 股投資的行業均衡策略) (“A sector-balanced approach to China A mega-cap exposure”)，載於 MSCI 的網站，2021 年 8 月 27 日。

圖 17：與 MSCI 中國 A 股指數的三個月滾動相關性及追蹤誤差 (2013 年 3 月至 2021 年 6 月)



資料來源：MSCI 分析。

表 2：在岸及離岸相關 A 股指數的關聯性比較 (2021 年 1 月至 2021 年 7 月)

	MSCI A50 互聯互通指數	MSCI 中國 A 股指數	滬深 300 指數	富時中國 A50 指數
MSCI 中國 A50 互聯互通指數	1.00	0.97	0.97	0.96
MSCI 中國 A 股指數		1.00	0.99	0.94
滬深 300 指數			1.00	0.95
富時中國 A50 指數				1.00

資料來源：彭博、MSCI。

由於其相關指數與主要的中國 A 股指數有高度關聯性，對於採用不同投資策略來投資中國 A 股的投資者來說，MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數期貨都可以是有效的市場風險管理工具。

3. 香港交易所 MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數期貨：產品設計及應用

根據定義，股票指數期貨 (簡稱「股指期貨」) 作為一種衍生工具，為投資者提供從相關股票指數價格變動而來的投資機會。因此，投資者可因應一籃子股票的變動建立持倉而不用買賣個別股票。期貨交易在投資者應對市場風險及不確定因素方面扮演著非常重要的角色。期貨交易所提供了集中的交易場所，讓市場參與者可以通過保證金機制買賣期貨，以更高的資本效率來增加股票投資敞口。

一般而言，股指期貨可用於多種目的，例如表達對市場方向的判斷、對沖、分散投資組合風險，以及跨期交易；也有一些投資者將股指期貨作為觀察市場風險情緒的先行指標。

具備期貨交易的主要技術及操作性優勢的同時，香港交易所的 MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數期貨料可於以下各方面更好地滿足離岸投資者管理其 A 股投資的需要：

- **應對市場風險及不確定因素**：利用 MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數行業覆蓋廣泛均衡的優勢，實時把握與中國相關的投資機遇。
- **於同一市場管理及對沖中國投資**：MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數期貨豐富了香港交易所的一系列中國相關產品與服務 (包括「滬深港通」、結構性產品、ETF、衍生產品等)，方便投資者集中管理中國投資。
- **國際性投資產品**：MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數期貨以美元計價及結算，交易時段覆蓋亞洲、歐洲及美國交易時段。
- **市場透明度及價格發現效率**：場內標準化期貨合約交易能夠提供有序、透明及高效的交易場所，在逐日盯市的基礎上，通過莊家/流通量提供者支持的屏幕報價，集中體現市場參與者對市場的看法。
- **資本效率**：合約按保證金基準買賣，保證金僅為合約價值的一部分，令期貨交易的資本效率提高。
- **增加市場投資敞口**：與只限長倉的方法相比，保證金機制可增加對股票的投資敞口。
- **交易成本較低**：所有交易 MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數期貨的賬戶將由 2021 年 10 月 18 日起至 2022 年 6 月 30 日 (包括首尾兩天) 享有交易費用寬免。
- **交易對手風險較低**：香港交易所附屬公司香港期貨結算有限公司擔當中央交易對手，為通過香港交易所進行的每項交易提供結算服務，對手方風險因此極低。

作為投資及對沖工具，股指期貨適合許多不同類型的投資者使用。香港交易所 MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數期貨的潛在用家包括：

- **高淨值投資者及主動型基金管理人**：該產品有助此類投資者實施專注中國 A 股的長/短倉策略，作為其投資配置策略的一部分，又或使其現有投資組合得以優化。
- **以套利為目的的用家**：此類用家可利用該產品，把握 A 股市場可能出現的定價及市場錯位機會而從中獲利。
- **指數基金管理人**：若此類投資者用的是被動型指數追蹤策略，該產品均衡廣泛覆蓋不同行業的特點對此類用家而言是一個優勢。
- **ETF 管理人及指數期貨 ETF 管理人**：此類用家可將該產品作為底層投資工具，以較低的資金成本及交易成本，複製實物 A 股指數投資組合，同時將現金結餘證券化，減少現金拖累對投資組合的影響。
- **以對沖為目的的用家**：當投資組合與相關指數並非完全正相關或完全負相關時，此類投資者可利用該產品建立完全對沖的倉位，管理中國 A 股市場的市場系統風險。

4. 結論及展望

股指期貨在管理投資組合風險及促進相關市場的價格發現方面發揮重要作用。隨着投資者開始採用新的期貨產品，高效的價格發現及風險管理將伴隨着流通量的增加得以實現。如果一個市場所提供的產品在設計上能更好地滿足市場需要、能提供較優的資本使用效率、交易成本具競爭力、又提供多功能的交易及結算設施，這個市場的交投應當更具活力。香港交易所將從多個方面着手，使其市場能滿足以上各種需要，為在長期範圍內逐步建立一個有深度且充滿活力的生態圈創造可能。

多年來，離岸市場一直缺乏行業覆蓋廣泛的風險管理工具來對沖中國 A 股的投資風險，在一定程度上限制了國際投資者參與內地股票市場。MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數期貨的推出，為多元化中國投資組合提供了新的風險管理工具，有助投資者均衡把握中國 A 股市場的投資機會，並透過進一步豐富香港交易所的中國相關產品及服務，讓投資者可在同一市場進行投

資及風險對沖。新產品標誌着香港交易所在香港建立離岸中國內地股票衍生產品系列方面的計劃邁出了關鍵的一步。

MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數期貨合約的推出，加上「滬深港通」機制的持續優化，以及國際指數繼續納入中國 A 股，可望吸引更多國際長線資金將 A 股納入其資產配置，並深化內地股指期貨市場的改革與開放，以及推動在岸與離岸 A 股指數期貨市場的協同發展。

目前，內地與香港資本市場已通過不同的市場基礎設施進行了聯通，覆蓋多類不同細分市場及產品類別，香港作為外資進入中國內地市場的主要門戶，一直亦將會繼續扮演連接中國與世界的獨特角色。

香港作為全球領先的離岸人民幣中心，理應成為促進人民幣資產（包括中國 A 股）國際化的理想地點。此外，根據「十四五規劃」中對香港的戰略定位，香港當可通過各種推動跨境資本市場發展的舉措繼續發揮其重要作用。香港市場設有面向全球市場參與者的強大的集資、投資及風險管理基礎設施，現在推出 MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數期貨勢將進一步加強香港作為離岸人民幣中心，以及國際資產管理和風險管理中心的功能定位。展望未來，香港可繼續致力提供豐富的投資產品線，擴大香港市場的投資者基礎，並發展成為亞洲領先的衍生產品樞紐。

過去數十年來，在全球化和全球經濟一體化的宏觀大背景下，尤其是中國加入世界貿易組織並成為「世界工廠」後，中國的勞動力和商品對世界格局的重塑產生了深遠的影響。同時，持續深化內地資本市場的各項改革及推進高層次的資本市場開放，對於支持中國長期的經濟發展及戰略目標的實現至關重要。展望未來數十年，我們預期中國的資本市場（聯同與在岸市場聯通的香港離岸資本市場）將在許多方面對全球金融格局的重塑產生重要的影響。

附錄：香港交易所 MSCI 中國 A50 互聯互通 (美元) 指數期貨合約細則

項目	詳情
相關指數	MSCI 中國 A50 互聯互通指數
HKATS 代碼	MCA
交易貨幣	美元
相關指數貨幣	離岸人民幣
合約乘數	25 美元
最低價格波幅	0.20 指數點
合約月份	現月、下月及之後的四個季月
開市前議價時段 (香港時間)	上午 8 時 45 分至上午 9 時正
交易時段 (香港時間)	上午 9 時正至下午 4 時 30 分 (日間交易時段) ; 下午 5 時 15 分至凌晨 3 時正 (收市後交易時段)
最後交易日的交易時段	上午 9 時正至下午 3 時正
最後交易日	合約月份的第三個星期五。若該日並非香港營業日或為中國內地公眾假期，最後交易日將為緊貼該日的前一個同屬香港及中國內地的營業日。
最後結算價	在最後交易日當天下列時間所報 MSCI 中國 A50 互聯互通指數點的平均數為依歸： (i) 在上海交易所和深圳交易所持續交易時段結束前的最後兩小時，每隔 15 秒的指數點，與 (ii) 收市指數點，如第三個小數位的數字為 5 或大於 5，則四捨五入上調至最接近的兩個小數位，如第三個小數位的數字小於 5，則四捨五入下調至最接近的兩個小數位。
交易所費用	1.0 美元
結算費	1.0 美元
證監會徵費 ³⁰	0.07 美元
大額未平倉合約	任何一個合約月份的 500 張未平倉合約
持倉限額	所有合約月份長短倉合約淨額計 28,000 張為限
美國公民投資限制	美國商品期貨交易委員會批准可於美國銷售

³⁰ 證監會徵費以相關合約的交易貨幣收取，為 0.54 港元的等價金額，按香港期貨交易所不時厘定的匯率換算。從產品生效日期起計首 6 個月，證監會徵費將會豁免。

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