

研究報告

互換通 —— 國際投資者進入中國內地衍生產品市場、
支持在岸債券投資的便捷渠道



目錄

頁數

摘要	1
1. 引言	2
2. 中國境內債券市場的擴張.....	2
3. 外資參與投資中國境內債券市場	4
3.1 外資在中國境內債券市場的持有量日益增加	4
3.2 債券通：進入中國境內債券市場的主要渠道	6
4. 利率衍生產品對債券投資的重要性.....	8
4.1 交易所市場的利率衍生產品	8
4.2 場外市場的利率衍生產品.....	9
4.3 利率互換產品：全球主要場外利率衍生產品	11
5. 中國境內市場的利率衍生產品.....	12
5.1 場內利率衍生產品 —— 國債期貨	13
5.2 場外利率衍生產品 —— 利率互換產品及其他衍生產品	13
5.3 境內利率衍生產品市場的痛點.....	15
6. 境外投資者對中國債券的風險對沖需求.....	16
6.1 境外投資者在投資境內債券時可利用的對沖工具	16
6.2 對境外投資者參與境內利率互換產品市場的政策支持	16
6.3 境外投資者現時參與境內利率互換產品市場要面對的問題	17
7. 互換通 —— 進入境內衍生產品市場的全新渠道	17
7.1 有助於解決現時痛點的便利方案	17
7.2 香港的聯通作用有助促進內地衍生產品市場的國際化發展	18
8. 結語	20

摘要

隨著中國經濟在全球經濟體系中的地位不斷提升，中國境內債券市場現已成為全球第二大債市。有見中國有關部門的各種有利政策，而中國境內債券市場佔中國國內生產總值的比率仍然較小，以及全球對人民幣資產的接受程度和配置需求越來越高，中國境內債市的增長潛力非常龐大。

受益於持續推出的內地資本市場對外開放措施，中國境內債市中的外資持有量近年也見快速增長。2022年年底，境外機構持有中國銀行間債券市場的債券規模達到3.39萬億元人民幣，約佔該市場總託管量的2.7%。然而，按照國際標準來看，目前中國債市的外資持有比例仍然偏低，也遠低於中國在全球經濟體系中所佔的比重。

債券投資會面臨一定的利率風險。利率衍生產品（包括期貨、期權、互換產品和遠期利率協議）是常被投資者用作管理其債券投資風險的有效工具，這也促進債券市場的進一步發展。利率互換產品是全球最常用的場外利率衍生產品類別，在2022年4月的市場份額達86%。

中國內地於1996年開始利率市場化改革，利率波幅隨之增加，為管理利率波動風險而進行的場外衍生產品交易活動亦見快速增加。中國銀行間市場的利率衍生產品在2022年的交易額達到21.3萬億元人民幣，較2011年的2.8萬億元人民幣大幅增長逾6倍。人民幣利率互換產品是內地場外利率衍生產品市場最主要的產品類別，其2022年的市場份額（按成交額計）達98.6%。

在岸利率衍生品在投資者管理其在岸債券組合方面發揮着重要作用。然而，該市場的進一步發展和開放仍面臨不少挑戰，包括市場參與者的多樣性不足，流動性和市場透明度也相對較低等。

互換通的推出是內地衍生產品市場進一步開放的里程碑，將有助緩解上述挑戰。這是一項新的互聯互通機制安排，通過香港與內地基礎設施機構之間在交易、清算、結算等方面建立的連接，讓投資者參與兩地的金融衍生產品市場。互換通在實施初期推出利率互換產品的北向交易，讓國際投資者在改變其現有交易和結算方式的情況下參與在岸人民幣利率互換產品的交易和結算。互換通的推出為國際投資者參與在岸利率互換產品市場提供便捷的渠道，以更好地管理其在岸債券投資，從而鼓勵更多國際投資者參與境內債券市場。更多國際投資者的參與也將豐富境內市場參與者的多樣性，提高市場流動性，從而有助中國境內金融衍生品和債券市場的進一步發展。

香港擁有完善的金融監管框架及市場基礎設施，並與全球市場緊密聯通，孕育出充滿活力且具國際水平的場外利率衍生產品市場，吸引了國際投資者踴躍參與。在此基礎上，相信互換通能有效配合債券通的功能角色，促進中國境內債市的進一步發展以及高水平開放，同時能加強香港作為離岸人民幣主要樞紐的地位。

1. 引言

2002年推出的合格境外機構投資者（Qualified Foreign Institutional Investor，簡稱 QFII）計劃及 2011 年推出的人民幣合格境外機構投資者（Renminbi Qualified Institutional Investor，簡稱 RQFII）計劃，為國際投資者打開了中國內地債券市場的大門。及後再進一步，2016 年內地推出銀行間債券市場（China Interbank Bond Market，簡稱 CIBM）直接投資模式（簡稱「CIBM 直投模式」）¹，翌年債券通²開通，為國際投資者進入境內債市提供便利渠道。這些渠道能切合國際投資者所需，滿足其在岸債券投資不斷增長的需求，便利資金流入境內債市。這同時也帶來大量對內地債券投資所需的利率風險管理工具的需求，然而這需求仍尚待滿足。

2022 年 7 月 4 日，中國人民銀行（簡稱「人民銀行」）、香港證券及期貨事務監察委員會（簡稱「香港證監會」）及香港金融管理局（簡稱「香港金管局」）發布聯合公告，表示香港交易及結算所有限公司（簡稱「香港交易所」）與中國外匯交易中心、上海清算所將開展互換通合作。互換通是全新的互聯互通機制安排，旨在經由香港與內地基礎設施機構之間在交易、清算、結算等方面建立連接，讓投資者能夠參與內地和香港的金融衍生產品市場。

互換通於初期推出利率互換產品的北向交易，讓香港及世界各地的投資者可以參與內地銀行間金融衍生產品市場中這類主要產品。通過連接香港與內地的市場基礎設施，互換通為境外投資者提供便捷渠道，在毋須改變他們交易及結算習慣的情況下買賣及清算在岸人民幣利率互換產品³。這是中國內地金融市場開放的又一里程碑。

本報告首先敘述內地債券市場在全球金融市場中日益增長的重要性和投資機會，以及內地債市逐步對外開放的情況。報告繼而探討利率衍生產品對債券投資的重要性與相關的全球市場經驗，以及在岸利率衍生產品作為境外投資者投資中國債券的重要對沖工具。報告最後介紹了互換通如何便利及促進國際投資者投資中國境內債券，以及通過香港的基礎設施支持，為內地投資者提供接觸境外利率衍生產品的渠道。

2. 中國境內債券市場的擴張

中國經濟和金融市場近年迅速發展，在世界經濟中擔當着越來越重要的角色。與此同時，中國資本市場的開放一直在推進，股市和債市的寬度和深度均有所增加。

自 2019 年以來，中國境內債市更成為全球第二大債券市場⁴。2022 年年底，中國在岸債券的存量餘額與中國國內生產總值的比率達 120%（見圖 1）。

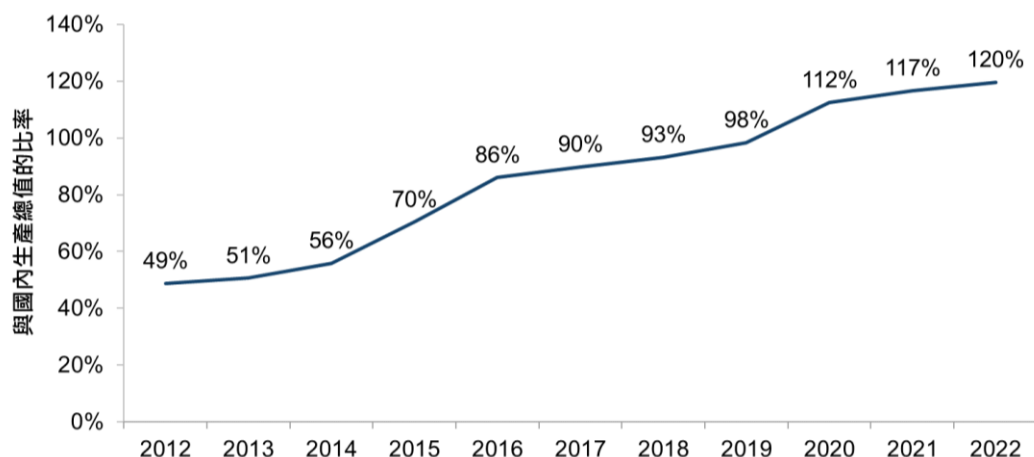
¹ 2016 年 2 月人民銀行宣布放寬政策後，「CIBM 直投模式」允許所有符合條件的境外機構投資者直接投資銀行間債券市場，沒有任何如用於 QFII 及 RQFII 計劃的額度限制。

² 債券通是一項市場互聯互通機制，通過內地與香港之間市場基礎設施的連接，讓境外投資者在中國銀行間債券市場買賣債券（北向交易），以及讓內地投資者在香港市場買賣海外債券（南向交易）。債券通的北向交易於 2017 年 7 月 3 日啟動。

³ 見〈互聯互通新篇章，一文讀懂「互換通」〉，載於香港交易所網站上的《觀點》網頁，2022 年 10 月 25 日。

⁴ 資料來源：〈中國債券市場：蘊藏無限潛力〉（“China's bond market: A playground of untold potential”），載於《彭博》網站，2019 年 11 月 12 日。

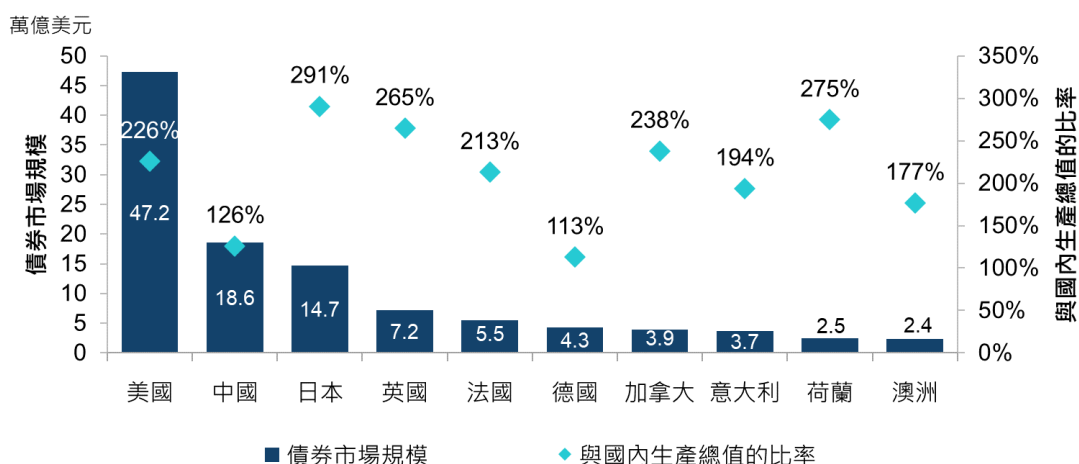
圖 1：中國在岸債券存量餘額與中國國內生產總值的比率（2012 年至 2022 年）



資料來源：Wind。

然而，相比其他主要經濟體（德國除外）的債券市場與國內生產總值的比率（177%至 291%），中國的比率仍然偏低（見圖 2），可見中國境內債券市場的增長潛力仍非常龐大。

圖 2：全球十大債券市場的規模及與其國內生產總值的比率（2020 年）



資料來源：債券市場規模的數據來自國際結算銀行的債市統計數據庫；國內生產總值的數據來自國際貨幣基金組織的世界經濟展望數據庫（2021 年 4 月）。

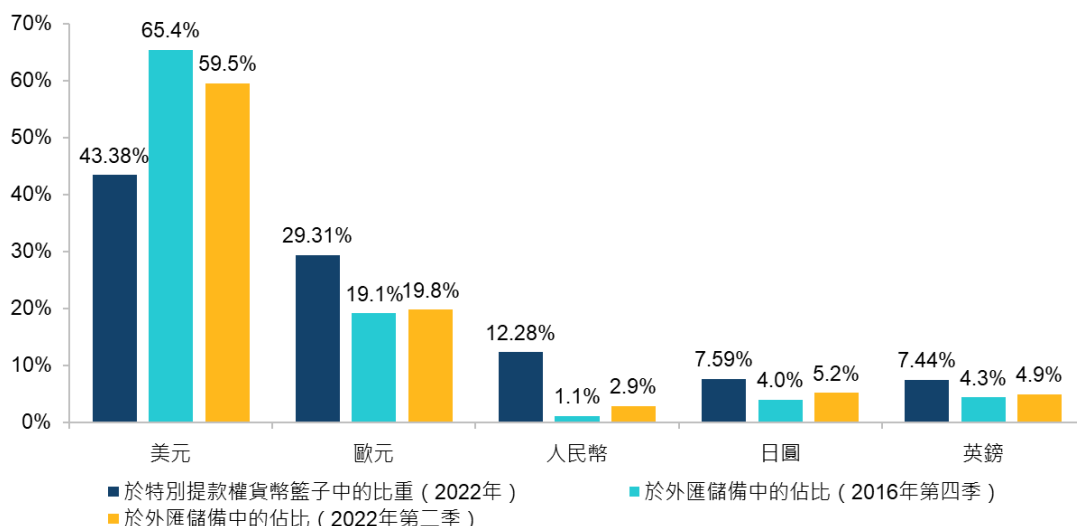
正如中國的「十四五」規劃中所指出，充滿活力的債券市場對於有效的資本配置、中國經濟的長期均衡發展，以及提升全要素生產率的長期目標而言至關重要。因此，中國當局鼓勵逐步提高公營和私營機構通過發行債券進行直接融資的比例⁵，中國債券的供應量料將大幅增加，以滿足實體經濟的融資需求。因此，隨着其規模不斷擴大，中國境內債券市場會為全球投資提供重要的資金池。

而且，由於境內債券是以人民幣為計價貨幣，全球市場越來越多的利用人民幣並對人民幣的接受程度越來越高，也有助境內債市的發展。

⁵ 參閱〈易會滿：提高直接融資比重〉，載於中國證監會的網站，2020 年 12 月 3 日。

人民幣於 2016 年獲納入國際貨幣基金組織的特別提款權貨幣籃子⁶後，世界各國的中央銀行紛紛增加其外匯儲備中的人民幣資產。因此，人民幣佔全球外匯儲備的百分比從 2016 年第四季的 1.1% 上升到 2022 年第二季的 2.9%（見圖 3）。然而，相比人民幣在特別提款權貨幣籃子中的份額（12.28%），其配置在外匯儲備中的份額仍然相對偏低。

圖 3：各種貨幣於特別提款權貨幣籃子中的比重及其於全球外匯儲備中的佔比
（2016 年第四季和 2022 年第二季）



資料來源：國際貨幣基金組織官方外匯儲備（Cofer）數據庫，國際貨幣基金組織的網頁。

隨着人民幣作為全球投資資產的重要性及佔比不斷增加，只要中國境內債券市場保持進一步開放的態勢，全球配置中國債券的增長潛力將十分龐大。

對中國來說，開放境內資本市場可吸引多元化的全球投資者（尤其是專業機構投資者），有助建立該市場的機構投資者基礎、從而提高市場成熟度，並推動人民幣國際化進程。

對國際投資者來說，投資中國境內債券市場有機會獲取有利的息差回報和多元化的收益，因為與主要發達經濟體相比，中國的境內債券市場具有相對不同的風險收益特徵，加之中國與國際市場之間不同的市場結構、利率環境和經濟周期，以致中國境內債券與國際主要債券市場的相關性偏低，可以帶來分散投資風險的優勢⁷。

由於中國境內市場的債券資產池十分龐大且不斷增長，加上對全球投資者具吸引力，境外投資者對境內債券的參與度將有很大的上升空間。

3. 外資參與投資中國境內債券市場

3.1 外資在中國境內債券市場的持有量日益增加

自 2017 年 7 月債券通推出以來，中國境內債券市場的外資總持有量迅速增長。2022 年年底，CIBM 債券的外資持有金額及比例分別為 3.39 萬億元人民幣及 2.7%，比 2021 年 12 月的 4 萬億

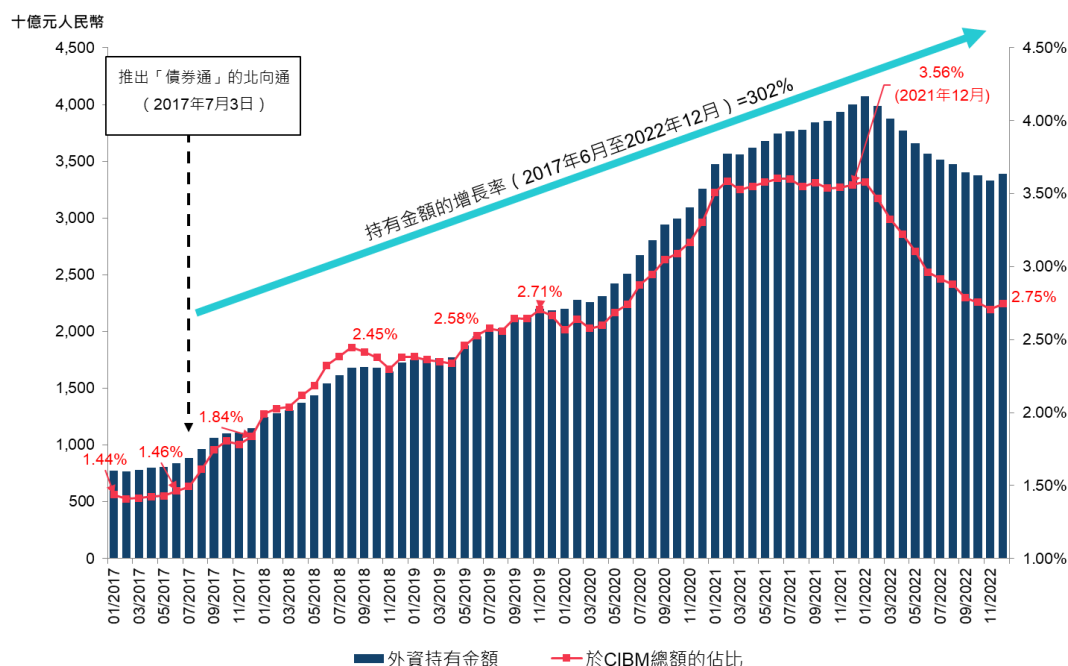
⁶ 特別提款權是由國際貨幣基金組織定義並維護的一種補充性儲備資產。特別提款權不是一種貨幣，但其價值是基於一籃子的五種貨幣——美元、歐元、人民幣、日元和英鎊。特別提款權是國際貨幣基金組織和其他國際組織的記賬單位，特別提款權的持有人可以在需要時將其兌換成貨幣。

⁷ 參閱香港交易所研究報告〈提升國際投資者於內地債券市場的參與〉，載於香港交易所的網站，2022 年 2 月 14 日。

元人民幣及 3.5% 的歷史最高水平有所下降（見圖 4），原因是受到世界金融市場的空前變化，如美國債券利率的大幅上升等因素的影響。

儘管中國境內債券市場多年來取得快速增長，然而，相比國際水平，其國際投資者的參與程度仍然偏低——發達國家外資持有債券的比例超過 20%⁸。

圖 4：中國境內債券市場的外資持有金額（2017 年 1 月至 2022 年 12 月）



資料來源：中央國債登記結算有限責任公司與上海清算所。

外資持有量增長的動力相信主要來自中國在岸債券獲納入全球三大主要債券指數：

- (1) **彭博巴克萊全球綜合指數⁹**：彭博於 2018 年 3 月宣布會將人民幣計價的中國國債及政策性銀行債加入彭博巴克萊全球綜合指數。這些債券由 2019 年 4 月開始分 20 個月獲逐步納入該指數，並已於 2020 年 11 月完成。目前，中國債券在該指數的權重約為 6%。
- (2) **摩根大通國債指數——新興市場 (GBI-EM) 環球多元化指數¹⁰**：摩根大通於 2019 年 9 月表示會開始分階段將中國國債納入其新興市場環球基準指數系列。中國於 GBI-EM 環球多元化指數及狹義多元化指數的最高比重會是 10%。有關債券由 2020 年 2 月 28 日開始分 10 個月獲逐步納入該等指數，並已於 2020 年 12 月完成。

⁸ 例如，2022 年 6 月底，美國長期及短期債務證券的外資持有量為 13.044 萬億美元（資料來源：美國財政部《美國證券的外資持有量初步報告（2022 年 6 月底）》（“Preliminary report on foreign holdings of U.S. securities at end-June 2022”），2023 年 2 月 28 日），佔美國債務證券未償還總額逾 25%（50.74 萬億美元，資料來源：國際結算銀行統計數據庫）。英國方面，2021 年政府約三成債務由海外投資者持有（資料來源：英國財政部《2022/23 年度債務管理報告》（Debt Management Report 2022/23））。

⁹ 參閱〈彭博將於彭博巴克萊全球綜合指數加入中國債券〉（“Bloomberg to add China to the Bloomberg Barclays Global Aggregate Indices”），載於《彭博》網站上的新聞稿，2018 年 3 月 23 日。

¹⁰ 參閱〈摩根大通表示中國債券將獲納入基準債券指數〉（“JPMorgan says China to be included in benchmark bond indexes”），載於《彭博》網站，2019 年 9 月 4 日。

(3) 富時全球公債指數 (WGBI)：富時集團於2021年3月確認中國國債將獲納入WGBI¹¹。富時集團根據當時的數據，估計中國的權重將為5.25%左右。有關債券於2021年10月29日正式開始分36個月獲納入該指數¹²。

若被動型追蹤指數的基金和主動管理型基金一如預期般使用這些全球債券指數作為投資基準，那麼這些指數納入有關債券將會對全球投資組合配置帶來重大影響。

根據富時羅素估計，若中國政府債券按既定權重全面獲納入各全球指數，流入中國債券的資金總額可達到約2,710億美元至2,990億美元之間，若權重進一步提升，此金額有望進一步增加2,075億美元¹³。展望未來，隨着中國在岸債券持續獲納入全球指數，國際投資者可能會考慮增加對中國在岸債券的配置——不僅配置於中國政府債券，還可能配置於中國信用債券。

3.2 債券通：進入中國境內債券市場的主要渠道

目前，國際投資者可通過三個主要渠道進入中國境內債市：(1) QFII 和 RQFII 計劃；(2) CIBM 直投模式；及 (3) 債券通。

表1概述了現有進入中國境內債券市場各主要渠道的特點。

表1：國際投資者進入中國境內債市的主要渠道			
	QFII / RQFII 計劃	CIBM 直投模式	債券通
推出時間	2002年12月 / 2011年12月	2016年7月	2017年7月 (北向通)
適用的市場	CIBM、交易所債券市場	CIBM	CIBM
投資額度	自2020年5月起全面取消投資 額度限制	無額度限制	無額度限制
貨幣	外幣 / 人民幣	外幣 / 人民幣	人民幣
投資範圍	於CIBM及交易所債券市場買 賣的現貨債券、共同基金、資 產抵押債券、債券遠期、利率 互換產品、遠期利率協議、債 券借貸及債券回購協議	於CIBM買賣的現貨債券、債 券借貸、債券遠期、利率互換 產品、遠期利率協議及債券回 購協議	於CIBM買賣的現貨 債券
合資格投資者	獲中國證監會批准且符合一定 條件的境外機構投資者可以投 資中國境內市場的股票和債券	獲人民銀行批准的境外機構投資者 (包括主權投資機構 及其他私營投資機構)	
交易稅	無	無	無
監管機構	中國證監會、人民銀行、國家 外匯管理局	人民銀行、國家外匯管理局	人民銀行

資料來源：債券通有限公司 (簡稱「債券通公司」)、中國證監會、人民銀行及中國外匯交易中心網站上公布的資料。

債券通這一計劃讓內地及國際投資者通過內地與香港金融基礎設施的連接，分別進入香港債市和中國境內債市。債券通以受管控的方式提升中國債市的開放程度，從而為促進中國債市的持續開放與人民幣國際化帶來新的動力。

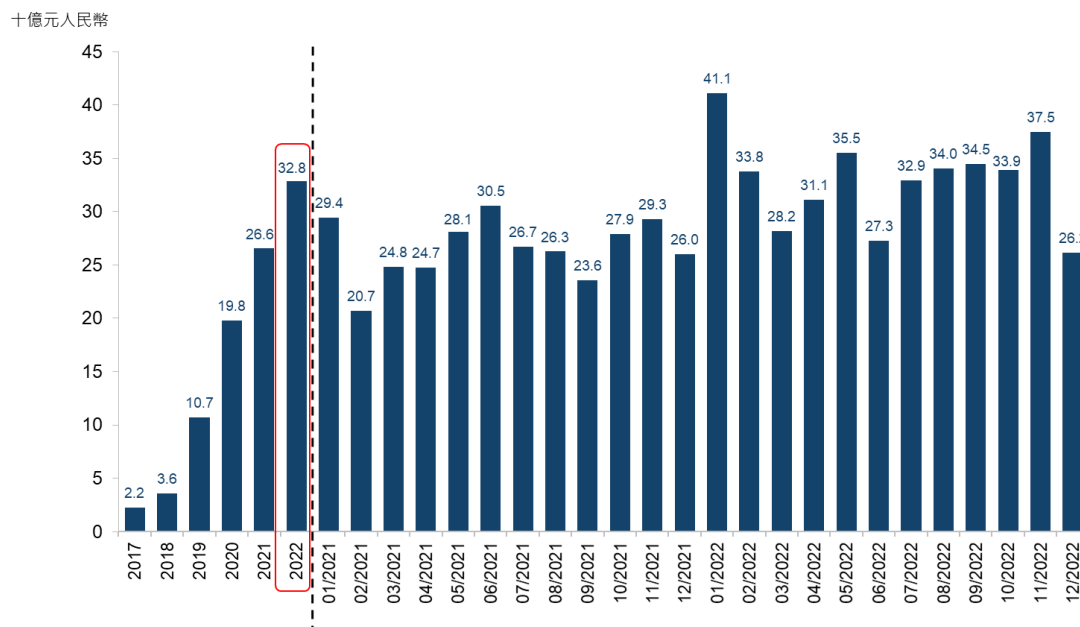
¹¹ 參閱〈富時定息國家分類公告 (2021年3月)〉(“FTSE fixed income country classification announcement March 2021”)，載於富時羅素的網站，2021年3月29日。

¹² 參閱〈倫敦證券交易所樂見中國債券獲納入富時全球公債指數〉(“London Stock Exchange Group welcomes the China Bond inclusion to FTSE WGBI”)，載於倫敦證券交易所網站的新聞稿，2021年10月29日。

¹³ 參閱〈中國躋身富時世界國債指數，踏上國際債券舞台〉(“WGBI inclusion confirms China’s arrival on global bond stage”)，載於富時羅素的網站，2021年5月。

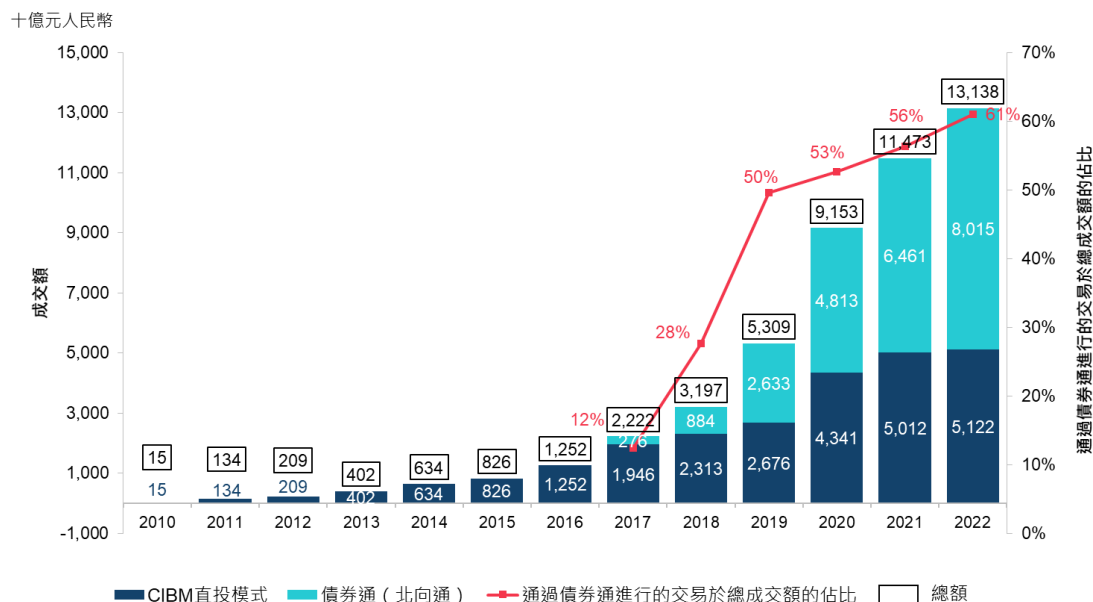
於 2022 年 12 月底，共有 784 家海外法人機構獲登記通過債券通渠道進入境內債券市場。2022 年，債券通的平均每日成交額升至 328 億元人民幣，比 2021 年增長 23%（見圖 5）；而海外投資者於 CIBM 的現貨債券交易總額中，有 61%是通過債券通進行，創歷史新高（見圖 6）。

圖 5：債券通平均每日成交額（2017 年 7 月至 2022 年）



資料來源：債券通公司。

圖 6：海外投資者通過 CIBM 直投模式與通過債券通進行 CIBM 現貨債券交易的成交額（2010 年至 2022 年）



資料來源：中國外匯交易中心與債券通公司。

4. 利率衍生產品對債券投資的重要性

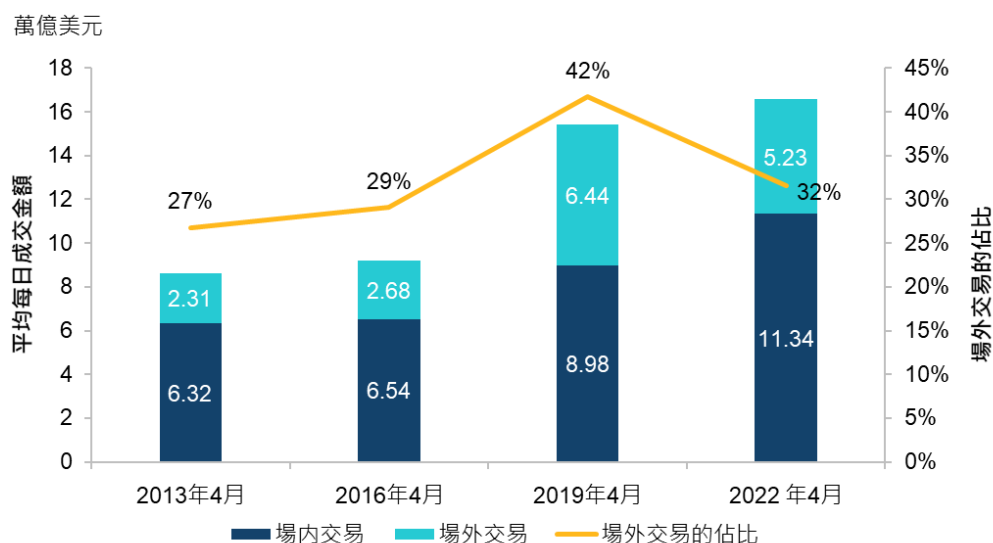
利率衍生產品是一種重要的金融工具，其價值取決於相關利率的價值。利率衍生產品常被用作對沖市場利率波動，亦可用以改善所持投資組合的風險狀況及對利率走勢的投機性買賣。

由於利率與債券價格屬反向關係¹⁴，債券投資者（尤其是投資長期固定利率債券的投資者）須直接承擔利率風險，因此需要有相關工具對沖有關風險。

全球市場上的利率衍生產品包括利率期貨、期權、互換產品及遠期利率協議，可以在場外市場或場內市場進行交易。場內衍生產品（主要為期貨及期權）供市場參與者按交易所設定的標準合約在中央交易市場買賣。場外衍生產品則是由買賣雙方一對一直接進行交易。主要場外衍生產品包括遠期、互換產品及期權。

根據國際結算銀行的統計數據，2013年4月至2022年4月的九年間，利率衍生產品的平均每日成交金額增長了92%。在此期間，場內市場的平均每日成交金額雖仍高於場外市場，但場外市場的平均每日成交金額增速更快——由2013年4月的2.3萬億美元增加至2022年4月的5.23萬億美元，增幅達到126%，同期場內市場的日均交易量增幅為79%。場外市場佔利率衍生產品總成交金額（場內及場外合計）的比率由2013年4月的27%上升至2022年4月的32%（見圖7）。

圖7：全球市場利率衍生產品的平均每日成交金額（2013年至2022年間每隔三年的4月）



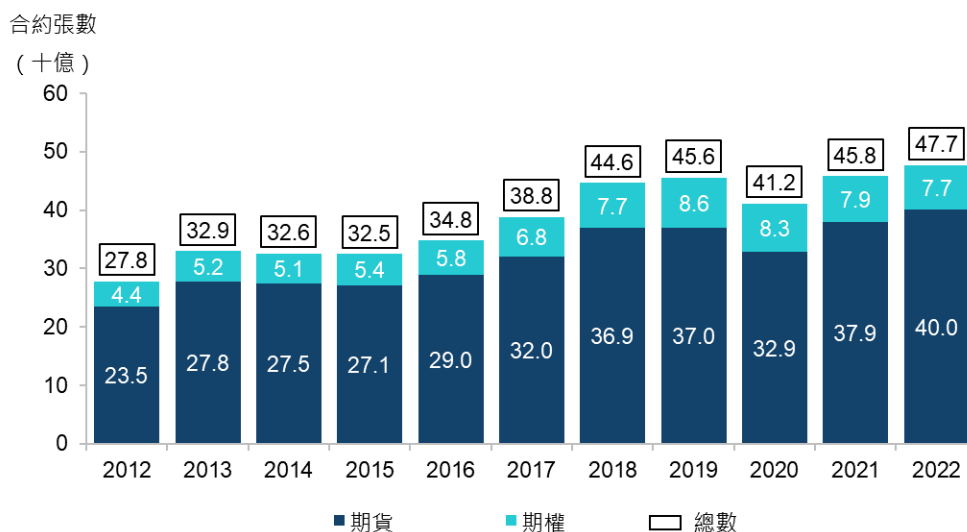
資料來源：BIS Statistics Explorer 網站上的衍生產品統計數據，於2023年1月19日下載。

4.1 交易所市場的利率衍生產品

場內交易的利率衍生產品包括期貨及期權合約。2022年這些場內利率衍生產品的全球交易量約為480億張合約，較2021年增加4%，大部分為期貨合約——2022年期貨交易佔84%，而期權交易佔16%（見圖8）。

¹⁴ 見〈利率與債券價格的反向關係〉（“The inverse relationship between interest rates and bond prices”），載於Investopedia的網頁（於2022年5月16日更新），於2023年2月27日閱覽。

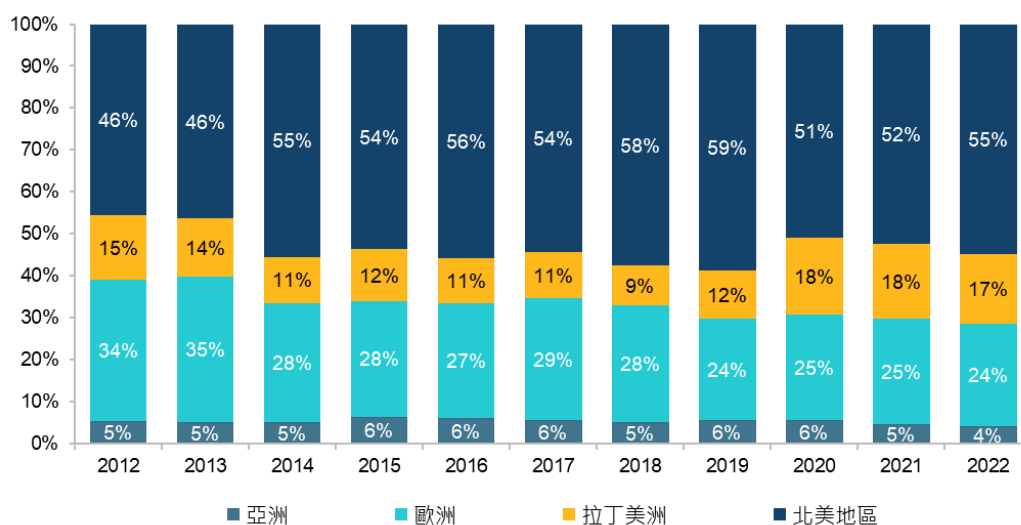
圖 8：全球場內利率衍生產品成交量（2012 至 2022 年）



資料來源：美國期貨業協會網站的交易所買賣衍生產品資料的網頁上的數據，於 2023 年 2 月 14 日下載。

過去十年，全球場內利率衍生產品交易量中，北美地區¹⁵佔大部分（2022 年約佔 55%），其次為歐洲（2022 年約佔 17%），亞洲市場份額仍然較小（2022 年約佔 4%）（見圖 9）。

圖 9：全球場內利率衍生產品成交量的市場佔比（按地區劃分）



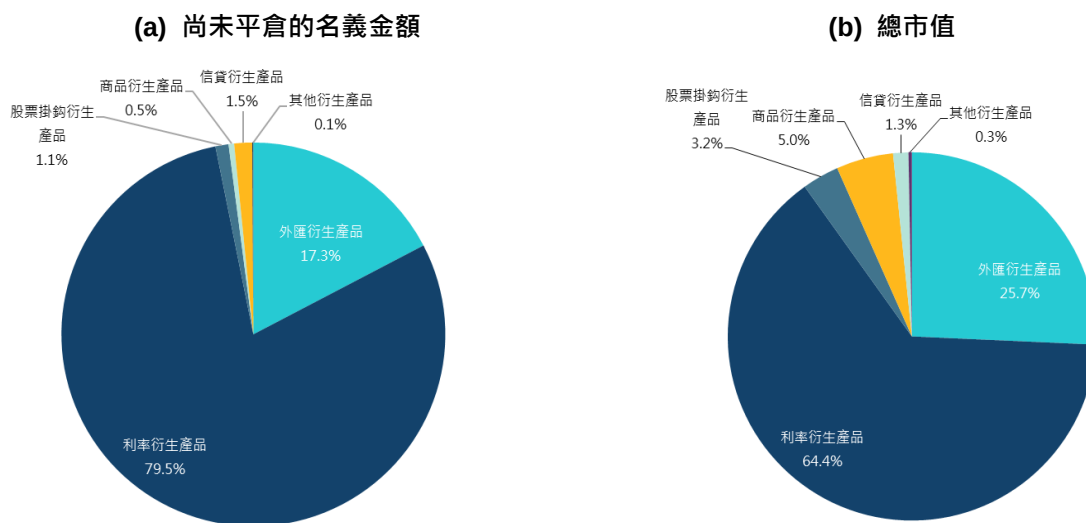
資料來源：美國期貨業協會網站的交易所買賣衍生產品資料網頁上的數據，於 2023 年 2 月 14 日下載。

4.2 場外市場的利率衍生產品

場外衍生產品市場方面，於 2022 年上半年，以尚未平倉的名義金額計，以及以總市值計，利率合約均佔最大比例——分別佔 79.5%與 64.4%，其次為外匯合約——分別佔 17.3%與 25.7%（見圖 10）。

¹⁵ 根據 2022 年美國期貨業協會的統計數據，芝商所集團佔北美利率衍生產品交易量約 97.5%。

圖 10：全球場外衍生產品市場的構成（按產品劃分）（2022 年上半年）



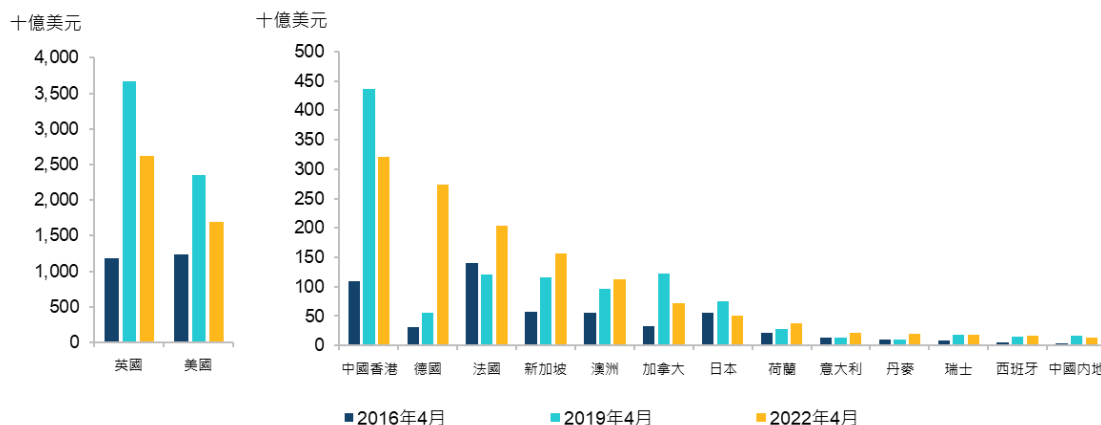
註：由於四捨五入之誤差，百分比的總和未必等於 100%。

資料來源：BIS Statistics Explorer 網站上的衍生產品統計數據，於 2023 年 2 月 14 日下載。

從成交金額來看，利率衍生產品與外匯衍生產品幾乎同樣活躍——2022 年 4 月，全球場外利率衍生產品的平均每日成交金額為 52,260 億美元，是場外外匯衍生產品平均每日成交金額（54,020 億美元）的 97%¹⁶。

從地域上看，2022 年 4 月，英國與美國合共佔全球場外利率衍生產品平均每日成交金額的 75%，而香港位居第三（見圖 11）。

圖 11：各國家/市場的場外利率衍生產品成交額（2016 年至 2022 年間每隔三年的 4 月）



註：圖中顯示 2022 年 4 月成交額最高的 15 個國家。

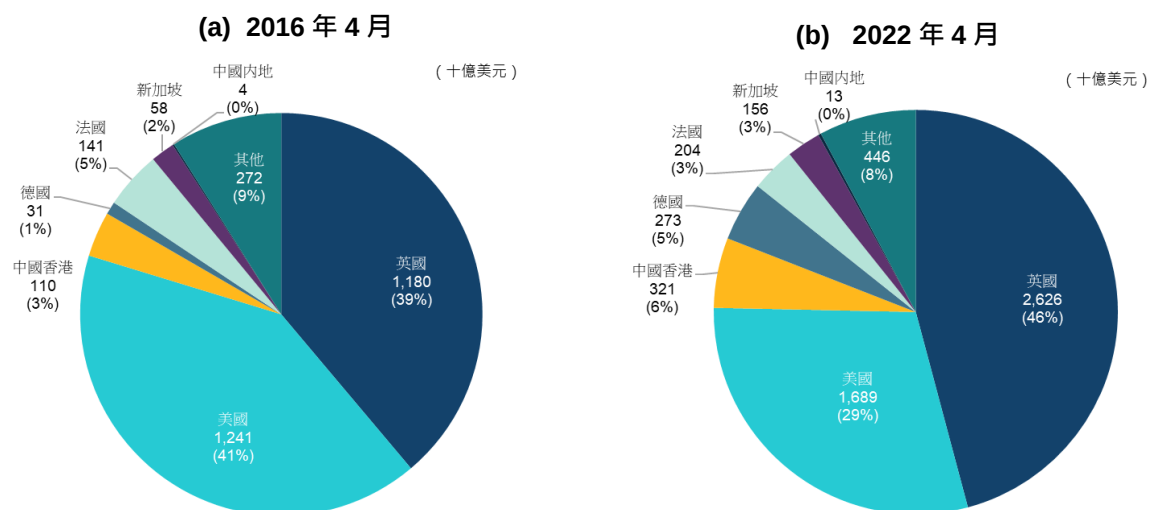
資料來源：BIS Statistics Explorer 網站上的衍生產品統計數據，於 2023 年 2 月 14 日下載。

事實上，過去六年來，場外利率衍生產品的交易始終高度集中——全球前六大市場（英國、美國、香港、德國、法國、新加坡）於 2022 年 4 月合佔平均每日成交金額總額的 90% 以上，與 2016 年 4 月的水平相若。但過去數年，市場佔有率發生了一些變化，全球前六大市場中有四個

¹⁶ 資料來源：BIS Statistics Explorer 網站上國際結算銀行〈三年一度的外匯與場外衍生產品交易調查〉的統計數據網頁，於 2023 年 1 月 31 日閱覽。

市場的市場佔有率有所增加，而美國市場則有所減少。值得注意的是，雖然從 2016 年 4 月至 2022 年 4 月期間，中國內地場外利率衍生產品的平均每日成交金額有大幅增長（225%），但其於全球市場的佔有率仍然微不足道（見圖 12）。

**圖 12：場外利率衍生產品平均每日成交金額的構成（按國家/市場劃分）
（2016 年 4 月及 2022 年 4 月）**



註：圖中顯示 2022 年 4 月市場佔有率最高的六個國家以及中國內地。各市場的佔有率乃根據其與國際結算銀行《三年一度央行外匯與衍生產品市場成交量調查》所報告的所有國家/市場的平均每日成交金額總和的比率計算。

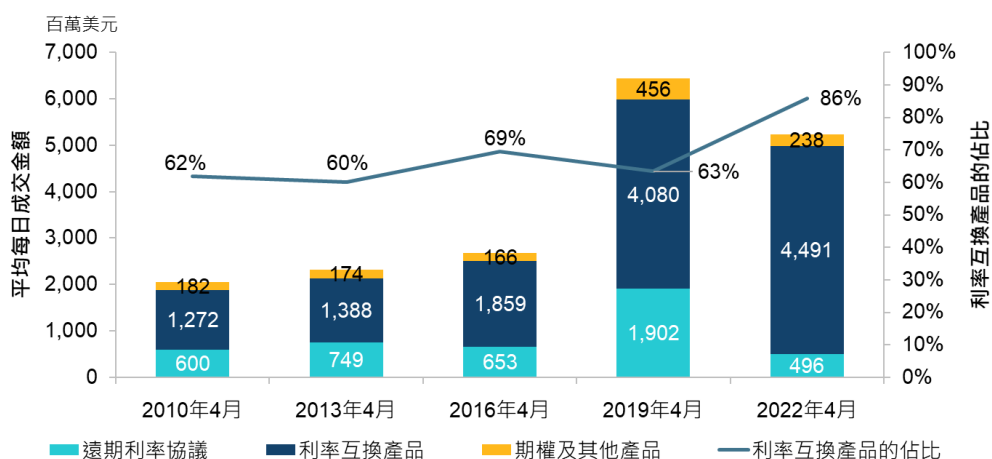
資料來源：BIS Statistics Explorer 網站上的衍生產品統計數據，於 2023 年 2 月 14 日下載。

4.3 利率互換產品：全球主要場外利率衍生產品

利率互換產品是一種特殊類型的遠期合約。在這種合約中，交易雙方就同一既定本金交換將來各自本應收取的利息，通常涉及將固定利率換為浮動利率（或相反），以管理其面對利率波動的風險。

按成交金額計算，利率互換產品是全球市場最受歡迎的場外利率衍生產品類別——2022 年 4 月，其市場份額達到 86%，平均每日成交金額為 4.5 萬億美元（較 2019 年 4 月上升 10%）（見圖 13）。

圖 13：全球場外利率衍生產品的平均每日成交金額（按產品劃分）



資料來源：BIS Statistics Explorer 網站上的衍生產品統計數據，於 2023 年 2 月 14 日下載。

利率互換產品可在債券發行中作鎖定利率之用¹⁷。如某企業決定發行固定利率債券，可先簽訂互換產品合約鎖定現有利率，以便有時間物色債券投資者。如在此期間利率上升，互換產品合約的價值會上升，用於彌補企業在較高利率下發行債券所產生的額外融資成本。

對於投資者來說，利率互換產品是其管理投資組合中債券投資所涉及利率風險的有效工具¹⁸。此外，利率互換產品可用於資產負債管理。例如，某一養老基金可能因須支付養老金予退休人士而有長期負債，通過訂立利率互換產品交易會為其鎖定一定期間的固定利率，該養老基金便能更有效地配對其資產與負債，降低資金短缺的風險。

因此，利率互換產品有助於提高市場參與者（尤其是債券發行人或投資者）應對利率波動的能力，從而為債券市場提供流動性支持。就債券發行人而言，使用適當結構的利率互換產品可大幅降低債券的融資成本。對於債券投資者來說，利率互換產品可用於對沖其利率風險或於利率上升時獲得潛在收益，助其更有效管理債券投資組合。

5. 中國境內市場的利率衍生產品

中國內地場外衍生產品市場的發展與其利率市場化改革息息相關。中國內地於 1996 年 6 月正式開始利率市場化改革，當時銀行同業拆借利率獲得放開，改為全面由市場定價¹⁹。放寬利率管制後，導致整個市場的利率水平上升、利率波幅增加及息差收窄。

利率市場化改革後，市場參與者更普遍使用銀行間市場的利率互換產品來對沖利率波動風險，該市場的利率互換產品成交金額隨之大增。2022 年，銀行間市場的利率衍生產品交易達 21.3 萬億元人民幣²⁰，較 2011 年的 2.8 萬億元人民幣躍升逾 6 倍²¹。

為向市場參與者提供管理利率風險的工具，債券遠期合約於 2005 年在場外市場推出。第二種利率風險管理工具——人民幣利率互換產品——經過兩年的試點後於 2008 年在場外市場正式推出，並在短時間內取代了債券遠期合約成為交易金額最高的主要風險管理產品類別²²。其後，利率對沖工具系列中增添了更多產品。表 2 呈列現時內地市場提供的利率衍生產品清單。

表 2：現時於中國內地提供的利率衍生產品				
市場	工具類別	產品	推出年份	監管機構
場內——中國金融期貨交易所（簡稱「中金所」）	期貨	五年期國債期貨	2013	中國證監會
		十年期國債期貨	2015	
		兩年期國債期貨	2018	
場外——中國外匯交易中心的銀行間市場	遠期	債券遠期	2005	人民銀行/中國銀行保險監督管理委員會（簡稱「銀保監會」）
		遠期利率協議	2007	
		標準化債券遠期	2015	
	互換產品	人民幣利率互換產品	2006	
		標準化利率互換產品	2014	

¹⁷ 可參閱如 PIMCO 網站的《投資教育》網頁上的「了解利率互換產品」（“Understanding Interest Rate Swaps”）。

¹⁸ 如利率互換產品交易涉及將固定利率轉換為浮動利率，換掉浮動利率收入的一方將獲得固定的利息收入，不受利率波動影響，而另一方則獲得浮動利率可能會帶來的利潤。

¹⁹ 見美國三藩市聯邦儲備銀行國家分析組刊發的《聚焦亞洲》（Asia Focus）的〈中國利率市場化改革〉（“China’s interest rate liberalization reform”），2014 年 5 月。

²⁰ 資料來源：中國外匯交易中心〈中國場外金融衍生品市場發展報告 2011 年度〉，2022 年 10 月。

²¹ 資料來源：〈2011 年銀行間市場基礎設施建設不斷完善〉，載於《新浪財經》網站，2017 年 2 月 4 日。

²² 見香港交易所研究報告〈配合中國內地跨境衍生產品交易與日俱增的場外結算方案〉，載於香港交易所的網站，2017 年 11 月。

表 2：現時於中國內地提供的利率衍生產品

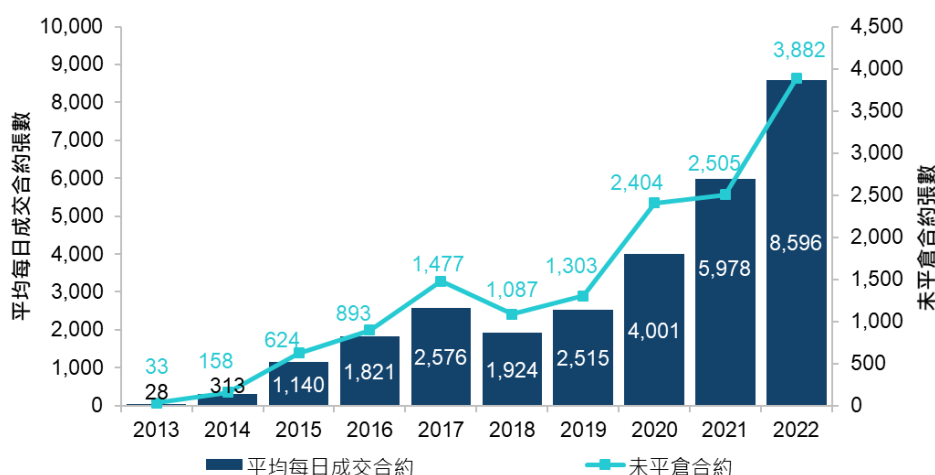
市場	工具類別	產品	推出年份	監管機構
	期權	利率期權	2020	

5.1 場內利率衍生產品 —— 國債期貨

國債期貨旨在便利市場定價，引導指定到期日的價格趨近於期限內流動性最高的國債。根據發達國家的經驗，國債期貨在改善其底層債市的定價功能、提高現貨市場流動性以及豐富債券投資者可採用的利率風險管理工具方面發揮着重要作用²³。

自國債期貨於 2013 年 9 月在中國金融期貨交易所（簡稱「中金所」）推出以來²⁴，其市場呈快速增長——2013 年至 2022 年間，國債期貨平均每日成交量的複合年均增長率為 89%、未平倉合約的複合年均增長率為 70%（見圖 14）。

圖 14：中金所的國債期貨每年平均每日成交量與年末未平倉合約張數



資料來源：中金所網站，數據於 2023 年 2 月 22 日下載。

5.2 場外利率衍生產品 —— 利率互換產品及其他衍生產品

中國內地的場外衍生產品市場基本上是在中國外匯交易中心運營的的銀行間市場上運作，該市場由人民銀行與國家外匯管理局監管。中國外匯交易中心場外衍生產品交易的結算服務由中國外匯交易中心、中央國債登記結算有限責任公司（簡稱「中債登」）與上海清算所三家機構提供²⁵。2014 年 2 月，中國人民銀行特別指定上海清算所為中國外匯交易中心人民幣利率互換產品合約的交易進行強制性集中清算的中央對手方²⁶。

²³ 見香港交易所研究報告〈五年期中國財政部國債期貨〉，載於香港交易所的網站，2017 年 4 月。

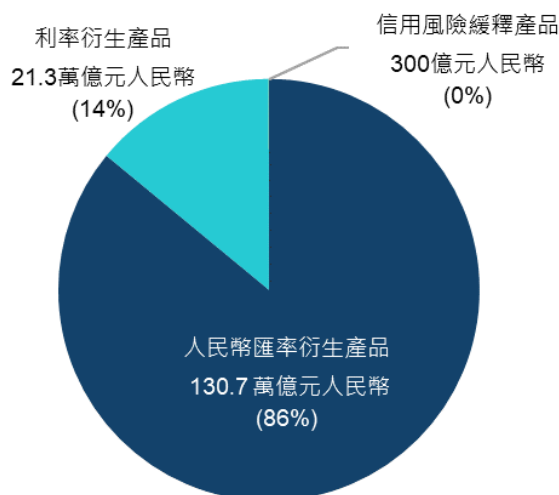
²⁴ 中國內地早在 1992 年，在其證券交易所重新開辦成立後不久，便已推出國債期貨供機構投資者買賣。1993 年 10 月，上交所進一步向個人投資者開放國債期貨交易。後因國債期貨的市場環境、合約設計以及監管機制等方面均存在缺失，內地當局於 1995 年 5 月暫停國債期貨買賣。見華泰證券研究報告〈國債期貨的歷史、經驗和基礎概念〉，2013 年 5 月 10 日。

²⁵ 見香港交易所研究報告〈配合中國內地跨境衍生產品交易與日俱增的場外結算方案〉，載於香港交易所的網站，2017 年 11 月。

²⁶ 資料來源：〈中國人民銀行關於建立場外金融衍生產品集中清算機制及開展人民幣利率互換集中清算業務有關事宜的通知〉，2014 年 2 月 21 日。

在銀行間衍生產品市場中，人民幣利率衍生產品僅佔交易總額的 14%（見圖 15）。這有別於全球場外衍生產品市場的情況——在全球場外衍生產品市場，利率衍生產品的成交金額遠高於外匯衍生產品（見上文第 3.2 節）。這意味着中國內地的場外利率衍生產品市場還有巨大發展潛力。

圖 15：內地銀行間市場衍生產品交易金額的構成（按產品劃分）（2022 年）



註：中國於 2010 年開展境內信貸衍生產品市場，推出兩種信用風險緩釋產品——信用風險緩釋合約及信用風險緩釋憑證。

資料來源：《2022 年中國外匯市場交易概況》，載於中金所的網站，2023 年 1 月 19 日；〈中國 2022 年金融市場運行情況〉，人民銀行發布，2023 年 1 月 20 日。

中國境內銀行間衍生產品市場目前提供的主要利率衍生產品包括債券遠期合約、遠期利率協議、利率互換產品（主要為人民幣利率互換產品）及利率期權。

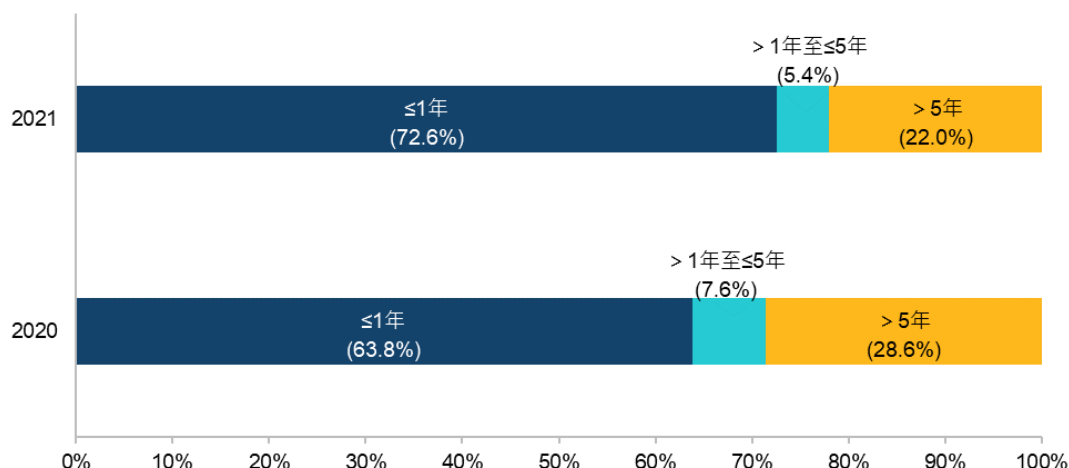
2022 年，利率互換產品的成交金額達 21 萬億元人民幣，佔場外利率衍生產品市場的 98.6%²⁷。然而，與主要國際市場相比，其交易水平仍然偏低——2022 年 4 月，就場外單一貨幣利率衍生產品而言，中國的平均每日成交金額約為 130 億美元，僅為美國的平均每日成交金額（16,890 億美元）的 0.8% 及英國的平均每日成交金額（26,260 億美元）的 0.5%²⁸。

就合約期而言，短期利率互換產品（期限為一年或以下）佔主導地位，以 2021 年成交金額計，短期產品佔市場的 72.6%（見圖 16）。就參考利率而言，銀行間市場 7 天回購固定利率（FR007）佔主導地位，以 2021 年成交金額計，按 FR007 的互換產品佔市場的 86.7%，其次是按上海同業拆借利率（SHIBOR）的互換產品（見圖 17）。

²⁷ 資料來源：〈中國 2022 年金融市場運行情況〉，人民銀行發布，2023 年 1 月 20 日。

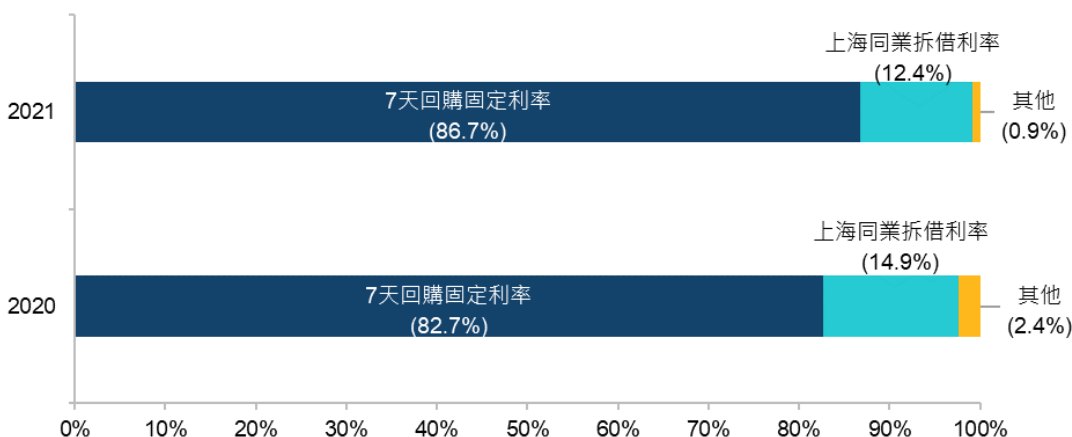
²⁸ 資料來源：國際結算銀行〈三年一度央行外匯與衍生產品市場成交量調查〉，2022 年。

圖 16：利率互換產品成交金額的構成（按合約期劃分）（2021 年對比 2020 年）



資料來源：中國銀行間市場交易商協會（簡稱「交易商協會」）、中國外匯交易中心與上海清算所《中國場外金融衍生產品市場發展報告 2021 年度》。

圖 17：利率互換產品成交金額的構成（按參考利率劃分）（2021 年對比 2020 年）



資料來源：交易商協會、中國外匯交易中心與上海清算所《中國場外金融衍生產品市場發展報告 2021 年度》。

5.3 境內利率衍生產品市場的痛點

儘管中國內地的利率衍生產品市場近年有了顯著的增長，但仍然面臨一些挑戰，包括市場參與者的多樣性不足、流動性相對較低、市場透明度不高等，詳述如下。

市場參與者多樣性不足：市場參與者缺乏多樣性會對產品的供需平衡以及流動性產生負面影響。豐富參與者多樣性有助拓展衍生產品市場，為衍生產品市場引進更多的交易用途及和交易方式，同時提高市場流動性。

目前，內地衍生產品市場的參與者主要為銀行及非銀行金融機構，如證券公司、期貨公司、資產管理公司、保險公司及企業（非金融機構）。市場參與者必須符合資格及獲內地監管機構批准方可進行衍生產品交易。境外參與者主要為商業銀行、投資銀行及資產管理公司。

儘管境外參與者目前可通過多種渠道參與中國內地的金融衍生產品市場（見上文第 2 節表 1 及下文第 5 節），但他們在有效利用這些境內衍生產品進行投資組合管理方面也面臨挑戰，這些挑戰可能是由於他們未熟悉或未適應中國內地的商業慣例，以及不同語言所造成的障礙。

流動性相對較低：這是由於多種因素導致，包括衍生產品市場的規模相對較小、可提供的產品範圍有限，及國際投資者的參與程度較低。流動性低導致交易成本（由於買賣差價大）較高及公平定價問題，從而限制了市場參與者的交易意願。

儘管如此，中國政府已採取一些列措施來解決流動性問題，包括推出新產品、減少對外資參與的限制，以及改善互聯互通計劃。

監管法規繁複及市場透明度不足：與國際發達市場相比，中國內地的衍生產品市場相對尚新，監管框架還未成熟。市場人士反映²⁹，在中國內地現行的監管框架下，多個監管機構同時並存，衍生產品市場不斷發展變化，法規並不總是完全透明、一致或穩定的³⁰，境外投資者往往感到難以遵循。

這些痛點會抑制境外投資者參與利率衍生產品市場，阻礙該市場的進一步發展，從而削弱其支持境內債市的國際化與發展方面所發揮的作用。

6. 境外投資者對中國債券的風險對沖需求

指數提供者在考慮進一步增加中國債券在其全球債券指數中的權重時，其中所考慮的因素包括能否取得並有效使用境內利率衍生產品。這亦是鼓勵境外投資者增持中國債券的關鍵因素之一，因為投資者需要使用利率衍生產品來管理相關風險。

自 2019 年以來，中國國債已被逐步納入主要國際債券指數。全球許多追蹤這些環球主流債券指數的資產管理公司會增加其對中國債券的投資，產生出對相關利率風險對沖工具的龐大需求。

6.1 境外投資者在投資境內債券時可利用的對沖工具

現時，進入中國境內債券市場的境外投資者仍未可參與中金所的國債期貨市場。這些投資者通常會使用利率互換產品，來管理其於中國境內債市的利率風險。由於這些投資涉及人民幣敞口，相較於離岸的不可交收利率互換產品（non-deliverable interest rate swap，簡稱 NDIRS），境外投資者更傾向使用在岸利率互換產品作為對沖工具，因為：

- 在岸利率互換產品是直接在中國境內銀行間市場以人民幣交易和結算，沒有貨幣錯配的風險。離岸市場的 NDIRS 則通常以美元結算，涉及外匯風險。
- 由於離岸市場的 NDIRS 是在離岸市場進行非交割結算，其與人民幣利率的相關性弱於在岸利率互換產品，因此於對沖其人民幣利率風險只能達到部分效果。

6.2 對境外投資者參與境內利率互換產品市場的政策支持

中國銀行間市場交易商協會（簡稱「交易商協會」）於 2022 年發布了新的《中國銀行間市場金融衍生產品交易主協議（跨境文本——2022 年版）》（簡稱「2022 年跨境版 NAFMII 主協議」），旨在推動中國衍生產品市場進一步開放。這是在《中國期貨和衍生產品法》於 2022 年 8 月 1 日生效後不久的一項重大發展。

²⁹ 通過香港交易所的研究。

³⁰ 中國的衍生品市場起步較晚，監管框架仍在探索之中。規則和要求可能會因新的市場情況而頻繁變化。這種發展變化中的監管環境會使外國投資者難以適應。

《2022 年跨境版 NAFMII 主協議》的發布反映了中國希望通過標準化的衍生產品合約來推動其衍生產品市場的國際化進程。具體而言，該協議奠定了推出互換通計劃（見下文第 6 節）的基礎，因為一個更靈活、更現代化和國際化的《2022 年跨境版 NAFMII 主協議》能鼓勵全球市場參與者進入中國的境內衍生產品交易市場。

6.3 境外投資者現時參與境內利率互換產品市場要面對的問題

現時，通過 QFII / RQFII 計劃及 CIBM 直投模式進入中國境內債市的境外投資者可以參與境內利率互換產品市場，以管理他們中國債券持倉的利率風險。然而，由於若干痛點所在（見上文 5.3 節），境外投資者在境內利率互換產品市場的參與度仍相對較低。此外，通過債券通進入境內市場的境外投資者僅限於交易境內現貨債券，而不能通過債券通交易境內利率互換產品。

如果通過債券通交易境內債券的境外投資者想要參與境內利率互換產品市場，須通過 CIBM 直投模式於境內市場開立獨立結算戶口方可，當中會產生額外的管理成本，也減低了通過債券通投資境內債券的效率。境外投資者亦須按中國本地法律的規定另行與境內清算行簽署結算協議，這對於境外投資者（尤其是對於不熟悉中國境內債券市場的投資者）會造成額外的法律成本和不便。

7. 互換通 —— 進入境內衍生產品市場的全新渠道

互換通是香港金融衍生產品市場與內地銀行間金融衍生產品市場之間的一項全新互聯互通機制安排³¹。在初始階段，互換通支持香港及國際投資者通過北向交易參與內地銀行間利率互換產品市場。

7.1 有助於解決現時痛點的便利方案

互換通的推出為上述痛點（見上文第 5.3 及 6.3 節）提供了解決方案，協助加快境內衍生產品市場的國際化進程。

在「北向互換通」下，香港及國際投資者通過人民銀行認可的境外第三方交易平台接入境內銀行間衍生產品市場，中國外匯交易中心將為其提供衍生產品交易服務。外匯交易中心會實時將達成的交易信息發送至香港場外結算有限公司（簡稱「場外結算公司」）及上海清算所，以實現高效交易清算。

場外結算公司與上海清算所通過清算系統的連接，共同提供集中清算服務，其中場外結算公司服務香港及國際投資者，上海清算所服務內地投資者；雙方共同進行日常保證金及資金結算，並針對雙方清算所之間的風險敞口建立互換通資源池以管理違約風險。

根據已發布的暫行辦法³²，利率互換產品是互換通初期的合資格產品類別。報價、交易、清算及結算幣種均為人民幣。跨境支付會通過人民銀行的「人民幣跨境支付系統」進行。「北向互換通」設有額度管理，額度將根據市場情況進行調整。境外投資者可使用自有人民幣或外匯進行北向交易和清算，貨幣兌換須於「香港結算行」³³進行。

互換通的設計具有以下優勢：

³¹ 見〈香港交易所、中國外匯交易中心、上海清算所攜手「互換通」合作〉，載於香港交易所網站的新聞稿，2022 年 7 月 4 日。

³² 《內地與香港利率互換市場互聯互通合作管理暫行辦法》，中國人民銀行發布，2023 年 4 月 28 日。

³³ 「香港結算行」是指香港人民幣業務清算行及香港地區經批准可進入境內銀行間外匯市場進行交易的境外人民幣業務參加行。

- (1) 「北向互換通」允許香港與國際投資者在³⁴不改變現有交易習慣（包括法律文件以及結算與風險管理程序）的前提下參與內地銀行間利率互換產品市場。
- (2) 互換通讓國際投資者便捷地進入內地衍生產品市場，就如他們便捷地通過債券通進入內地債券市場。
- (3) 由於場外結算公司是國際認可的「合資格中央對手方」，境外投資者通過場外結算公司進行的境內利率互換產品交易，在巴塞爾協議 III 的監管規定下可享較優惠的資本比率要求。
- (4) 互換通會促進有關境內衍生產品市場的跨境監管合作，從而幫助優化其監管框架。
- (5) 2008 年全球金融危機過後，國際監管機構對場外衍生產品（包括利率互換產品）的雙邊交易和清算帶來的潛在風險表示關注。將雙邊清算模式轉為集中清算模式已成國際監管機構的主要要求。互換通向國際投資者提供場內集中清算服務，助其境內利率互換產品交易符合規要求。
- (6) 互換通有助向廣泛國際參與者推廣中國境內利率互換產品³⁴，從而促進中國境內衍生產品市場的多元化和國際化。
- (7) 由於貨幣兌換是在香港進行，互換通可進一步促進人民幣的跨境流動，協助推動人民幣國際化的進程。

7.2 香港的聯通作用有助促進內地衍生產品市場的國際化發展

香港一直是國際投資者進入中國境內金融市場、以及內地投資者參與境外金融市場的樞紐。現在通過互換通，香港這種聯通作用進一步延伸至場外衍生產品市場。

通過「北向互換通」，國際投資者可參與中國境內的場外衍生產品市場，從而有助拓展投資者基礎、使之多元化，且增強流動性，推動內地發展穩健高效的場外衍生產品市場。這種聯通有助促進跨境的信息交流、互動交易和風險管理，從而提升中國衍生產品市場的國際競爭力。

香港金融市場擁有成熟的監管框架和基礎設施，在互換通下，香港可充分發揮其作用，提供可靠而高效的平台讓場外衍生產品（尤其是利率衍生產品）進行交易。再者，香港本來就是一個相當活躍的利率衍生產品交易市場。

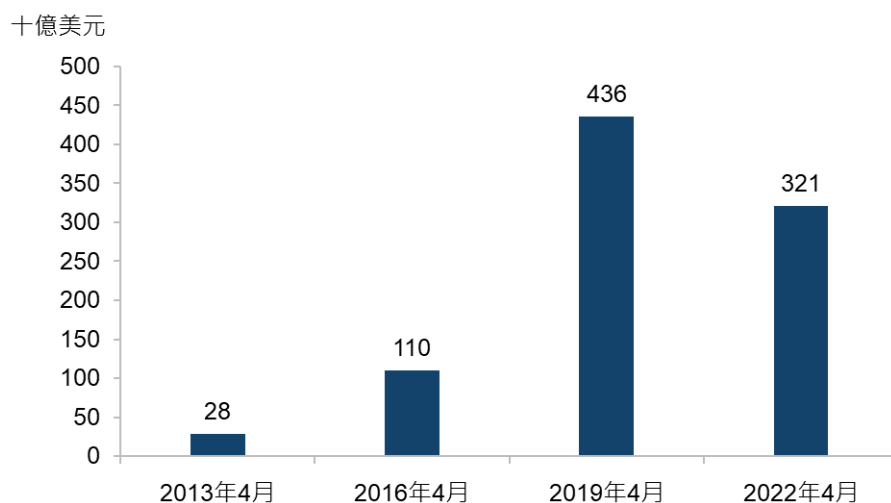
根據最新的國際結算銀行統計數據，香港的場外利率衍生產品成交量在全球市場中排名第三³⁵，2022 年 4 月，香港場外利率衍生產品的平均每日成交金額為 3,210 億美元（見圖 18），佔全球場外利率衍生產品總平均每日成交金額的 5.6%³⁶，其中利率互換產品交易在市場中佔主導地位（2022 年 4 月，佔總額的 95%）（見圖 19）。

³⁴ 在互換通下，國際投資者進行的利率互換產品交易由場外結算公司提供結算服務。場外結算公司的結算會員包括 25 家來自中國內地、香港、歐洲、美洲及亞太區的主要銀行，均有提供國際結算代理服務（資料來源：〈場外結算公司 - 結算會員名單〉，載於香港交易所的網站，於 2023 年 3 月 21 日閱覽）。

³⁵ 資料來源：國際結算銀行《三年一度央行外匯與衍生產品市場成交量調查》(Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Turnover)，2022 年。

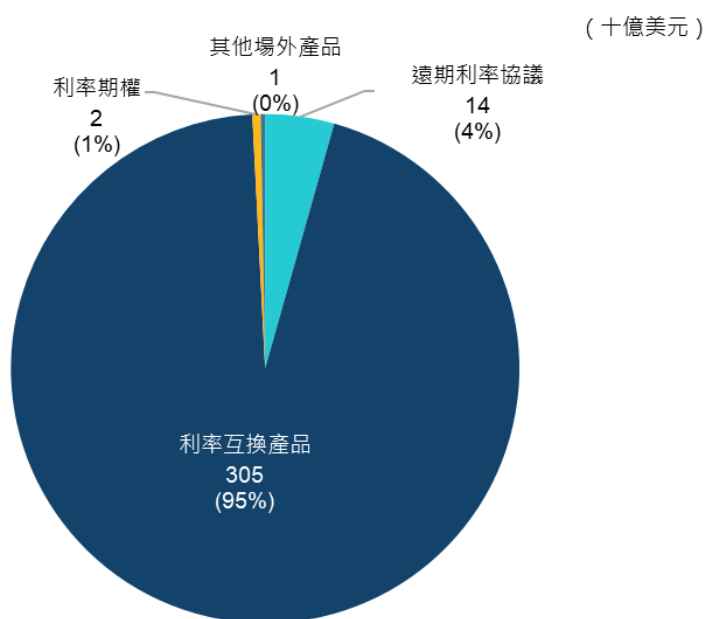
³⁶ 香港的佔比排名位於英國（45.5%）和美國（29.3%）之後。資料來源：國際結算銀行《三年一度央行外匯與衍生產品市場成交量調查》(Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Turnover)，2022 年。

圖 18：香港場外利率衍生產品的平均每日成交金額



資料來源：國際結算銀行相關年度的《三年一度央行外匯與衍生產品市場成交量調查》(Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Turnover)。

圖 19：香港場外利率衍生產品市場平均每日成交金額的構成（按產品劃分）（2022年4月）



資料來源：〈香港外匯及衍生工具市場〉，載於《香港金融管理局季報》的專題文章，2022年12月。

事實上，香港一直是全球最活躍的離岸人民幣利率衍生產品市場³⁷。香港場外人民幣利率衍生產品的平均每日成交金額由 2019 年 4 月的 127 億美元增至 2022 年 4 月的 147 億美元，增幅達 15.5%³⁸，主要由於香港擁有全球最龐大的離岸人民幣資金池³⁹。

³⁷ 資料來源：〈香港外匯及衍生工具市場〉，載於《香港金融管理局季報》的專題文章，2022 年 12 月。

³⁸ 資料來源：國際結算銀行《三年一度央行外匯與衍生產品市場成交量調查》(Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Turnover)，2022 年。

³⁹ 見《2023 至 24 財政年度預算案演辭》第 87 段，載於香港特別行政區政府的網站，2023 年 2 月。

場外市場基礎設施建設方面，香港金管局及香港證監會聯同香港政府及不同持份者，攜手積極致力為香港場外衍生產品市場建立穩健的監管架構。

由香港金管局設立的「場外衍生工具交易資料儲存庫」於2013年7月啟動其場外衍生產品交易匯報功能。由香港交易所成立的附屬公司——場外結算公司——於2013年11月開業。

為符合國際證券事務監察委員會組織（International Organisation of Securities Commissions，簡稱IOSCO）推行的《金融市場基建的原則》，香港對場外衍生產品交易分階段實施強制性中央結算，首階段於2016年9月開展，當中涉及主要交易商之間的標準化利率互換產品交易⁴⁰。同年，場外結算公司獲香港證監會認可為「認可結算所」，並獲香港證監會指定為替香港場外衍生工具監管制度所訂明的場外衍生工具交易進行強制性結算的中央對手方。

場外交易中央結算方面，場外結算公司一直擔當着重要角色。現時場外結算公司所提供服務的場外產品類別包括利率掉期（即互換產品）、不交收遠期外匯合約、交叉貨幣掉期及可交收外匯合約。客戶結算服務於2017年3月推出。場外結算公司開發場外交易結算及交收系統（OTC Clearing and Settlement System，簡稱OCASS）作其為結算服務平台。OCASS是一個多功能綜合系統，能夠提供交易登記、交易責務變更、估值、交易周期處理，以及抵押品及保證金結算等多種功能⁴¹。

作為香港這個連接中國內地與世界的超級聯繫人的金融基礎設施其中一環，場外結算公司有其優勢與能力，為內地與海外對手方的美元、歐元及人民幣場外交易提供中央結算服務。

8. 結語

隨著中國經濟在全球經濟體系中的地位不斷上升，中國境內債券市場已經成為全球第二大債市。有見中國有關部門的各種有利政策，而中國境內債券市場佔中國國內生產總值的比率仍然較小，以及全球對人民幣資產的接受程度和配置需求越來越高，中國境內債市的增長潛力非常龐大。

中國境內債券市場日益增長，境外投資者對在岸債券的關注度亦隨之提升，這增加了他們對於利率衍生產品這類相關風險管理工具的需求。

按國際經驗，利率互換產品是債市參與者最常用的利率風險管理工具。然而，雖然境外投資者自2017年已可通過債券通便捷地參與中國內地債市，但在利率衍生產品方面則不然。境外投資者一直只能通過QFII / RQFII計劃及CIBM直投模式參與在岸利率衍生產品市場，成本高且不便因素較多。此外，市場參與者不夠多元化、流動性不足和市場透明度不高等問題，也對境內金融衍生市場帶來挑戰。

互換通將有助解決這些問題，便利國際投資者在不變原有交易習慣的基礎上，通過便捷的交易、清算及結算模式來參與境內利率互換產品市場。通過拓寬境外參與者規模，互換通也將有助於給市場帶來更多的多樣性，以及增加市場流動性和透明度。

相信互換通能有效配合債券通的功能角色，促進中國境內債市的進一步發展以及高水平開放，同時能加強香港作為離岸人民幣主要樞紐的地位。

⁴⁰ 見香港交易所研究報告《配合中國內地跨境衍生產品交易與日俱增的場外結算方案》，載於香港交易所的網站，2017年11月。

⁴¹ 見〈場外結算公司結算服務〉（於2018年4月30日更新），香港交易所網上的網頁，於2023年2月28日閱覽。

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