

港交所產品與中金所錯位互補 提升吸引力助人民幣國際化

離岸市場補齊對沖短板 5年期國債期貨今登場

環球資金持續加大中國國債配置力度，惟離岸市場長期欠缺合適場內利率對沖工具，此困局將迎來突破。港交所首隻、亦是全球離岸市場唯一一隻「5年期中國國債期貨」，於今日正式掛牌，標誌着香港集齊「債券通、互換通、國債期貨」三大風險管理工具，形成完整的人民幣固收產品生態圈。港交所固定收益及貨幣產品發展主管范文超近日接受訪問時直言，新產品將扭轉外資「裸持」人民幣債券的局面，穩定跨境資金流動、加速人民幣國際化。港交所固定收益及貨幣產品發展部高級副總裁周兆平強調，這是環球離岸市場獨一無二的中國利率風險工具，與境內中金所國債期貨形成「錯位互補」，全方位降低全球資金配置內地債市的避險門檻。

●香港文匯報記者 馬翠媚

范文超受訪時表示，現時內地債市規模位列全球第二，僅次於美國，市場存量規模由2015年約40萬億元（人民幣，下同），增至今年6月近200萬億元。當中銀行間債市佔整體存量九成，是境內債券發行與交易核心場所，而中國國債佔銀行間市場規模兩成，亦是本次期貨產品對應的底層標的。

外資持有內地債券曾逾4萬億

隨着市場持續擴容，內地債市對外開放步伐亦同步加快。自2010年起，內地逐步開放境外機構直投銀行間債市；2017年債券通落地，大幅降低海外投資者入市門檻。外資持有內地債券規模由2017年約8,000億元，攀升至2024年峰值逾4萬億元水平，現時北向交易約六成透過債券通完成，成為全球機構配置人民幣債券的主流渠道。截至2026年6月，境外投資者持有中國銀行間債市的債券規模已突破3萬億元。

然而，規模急速增長的另一面，是風險管理工具的嚴重滯後。離岸市場長期欠缺標準化場內對沖工具，機構僅能依靠場外利率互換操作，面臨交易對手信用風險、定製化合約流動性不足等難題。周兆平直言，這正是港交所推出離岸國債期貨的核心原因：「全球主要經濟體均設有活躍的國債期貨，歐美市場期貨成交量甚至超越現貨。但持有萬億級人民幣國債的離岸投資者，一直缺少一套契合國際交易習慣、採用場內清算、成本低廉的利率對沖工具，市場需求早已十分殷切。」

外資避險不再靠拋售

產品落地的核心價值，在於從根本上改變外



▲港交所首隻、亦是全球離岸市場唯一一隻「5年期中國國債期貨」，將於今日正式掛牌。

資料圖片

◀范文超（左）與周兆平就中國國債期貨發行接受訪問。

香港文匯報
記者曾興偉 攝

資被動避險的模式。范文超解釋新產品穩定市場的核心機制：「過往投資者若預期利率上行，只能直接拋售手中現券，容易引發跨境資金大規模進出，加劇債市波動；有了國債期貨，投資者無須調動底層債券持倉，就能完成風險對沖，有效熨平跨境資金的劇烈震盪。」

至於為何首款離岸國債期貨選定5年期，而非10年或30年長端品種，范文超提出兩大市場邏輯。首先，5年期是全球國債收益率曲線的核心基準，境內銀行間國債、離岸人民幣點心債的平均剩餘存續期均集中於5年區間，匹配大部分外資債券組合的久期結構。其次，產品採取循序漸進的推廣策略，先鞏固流動性最充足的中端期限，待市場運作成熟後，再與監管單

位商討拓展2年、10年、30年等全期限產品序列。

市場亦關注離岸與在岸國債期貨是否存在競爭關係，范文超明確指出兩地產品定位差異化，協同大於競爭。中金所國債期貨面向境內投資者，境外QFII參與存在較多准入及交易限制。港交所5年期國債期貨則完全面向全球離岸機構，無複雜跨境准入門檻，美國、歐洲、亞洲各類資管及基金均可直接開戶交易，友好適配海外機構營運體系。交割機制差異帶來小幅可控價差，港交所採用一籃子高流動性國債現金結算，中金所為實物交割，兩者價格長期高度聯動，價差隨合約到期逐步收斂，不會出現大幅偏離。

不設投資者門檻 四大策略助管理利率風險

香港文匯報訊（記者 馬翠媚）市場期待已久的離岸人民幣國債期貨今日正式在港交所掛牌。首隻上市的屬5年期產品，是目前全球離岸市場唯一一隻中國國債期貨，國際投資者可沿用香港現有交易賬戶、操作慣例及結算流程，在離岸市場完成人民幣利率風險管理，無須額外跨境准入。

港交所固定收益及貨幣產品發展部高級副總裁周兆平受訪時表示，該產品不設投資者准入門檻，全球各類機構均可參與，涵蓋主權財富基金、保險公司、養老基金、公募、券商及海外資管公司。他歸納出產品四大核心交易策略，精準對應離岸投資者長期面對的痛點。

第一，對沖人民幣利率上行風險。債券價格與

利率走勢反向，若機構持倉國債並預期加息，無須減持底層現券、引致跨境資金大額流出，只需在期貨市場賣出合約鎖定價格，抵消利率上升帶來的持倉浮虧，在不變動原有資產結構下實現風險中性管理。

靈活久期管理提升配置效率

第二，靈活久期管理。久期用作衡量債券組合對利率波動的敏感度，久期愈長，價格波動愈大。機構可透過買賣期貨調整組合久期，不用大額買賣現券，以低成本微調利率敞口，同時適配中長線配置及短線波段交易等不同需求。

第三，合成債券替代配置。追蹤指數的被動

資金，可透過期貨合成債券頭寸，作為現券的低成本替代方案，減低大額現券交易造成的價格衝擊，提升資產配置效率。

第四，信用利差交易。以無風險國債期貨作基準，搭配企業信用債捕捉信用利差波動，豐富離岸固收市場的交易策略。

對於市場關注新產品與現有「互換通」的關係，周兆平強調兩者並非重疊，而是場內與場外互補。互換通屬場外非標準化利率衍生品，覆蓋1至10年不同期限；國債期貨則是場內標準化工具，交易透明度高，中央對手清算可完全消除交易對手風險，兩者搭配能建構長短兼備、場內場外互補的完整利率風險管理體系。

九年磨一劍 雙邊監管磋商協調達共識

香港文匯報訊（記者 馬翠媚）港交所的5年期中國國債期貨今日正式掛牌，這款全球離岸市場獨一無二的人民幣利率衍生品，並非一朝一夕催生，而是雙邊監管機構與特區政府歷經多年磋商鋪排、汲取早年試點經驗、順應環球資金配置需求後，才得以落地的核心金融基建。

這並非港交所首次涉足離岸國債期貨。2017年4月，港交所曾推出5年期試點，惟同年12月合約到期後即告暫停。當年夭折主因有二：其一，雙邊跨境衍生品監管合作框架尚未成形；其二，離岸債券投資氛圍薄弱，境外機構持內地債券規模僅約8,000億元（人民幣，下同），市場需求未成氣候。

市場由「無人吼」到「爭崩頭」

然而9年過去，市場生態出現根本性轉變。境外機構持有內地債券規模由2017年約8,000億元，急增至2026年上半年突破3萬億元，增幅近3倍。隨着外資持倉幾何級上升，利率對沖需求隨之急劇膨脹，填補離岸標準化對沖工具空白的呼聲日益高漲。

今次推出的新品充分汲取當年試點經驗——

先敲定監管合作機制，再搭配流動性支持方案；合約設計上採用現金結算、假期交易機制及50萬元細額面值，大幅降低全球機構參與門檻，明顯有別於9年前的「摸石過河」式嘗試。

產品的政策起點可追溯至2025年9月的施政報告，當時行政長官李家超首次提出推動在港上市離岸國債期貨，同步部署擴充互換通、完善債券回購等配套。今年2月，財政司司長陳茂波在財政預算案中進一步確認，將重點落實香港離岸國債期貨，產品籌備正式進入執行階段。

香港多元固收市場重要發展

關鍵轉折點出現在今年7月初。中國人民銀行行長潘功勝出席香港固定收益及貨幣峰會，確認香港短期內將上線5年期人民幣國債期貨，並將該產品列作支援香港多元固收市場發展的四大重點之一。當日，人行、金管局、證監會同步公布11項配套新政，正式敲定8月3日為掛牌日，同步推出優化債券通、擴充互換通品種等安排。金管局總裁余偉文表示，整套方案建基於兩地監管長時間協調磨合。



●7月7日，中國人民銀行行長潘功勝出席香港固定收益及貨幣峰會，確認香港短期內將上線5年期人民幣國債期貨。

資料圖片

早於今年6月，香港證監會已發布公告披露產品即將推出，並指項目獲中央及內地監管全力支持。香港證監會行政總裁梁鳳儀評價，這是繼互換通及A50互聯互通期貨後，另一項便利海外資管的關鍵套保工具。

從施政報告定調、預算案確認、人行「開綠燈」到產品正式登場，前後不足一年，足見雙邊監管對填補離岸利率對沖工具空白的迫切共識。

港交所5年期中國國債期貨核心合約細則

項目	細則
相關債券	境內發行的五年期中國財政部國債，3%年度票面息率
合約金額	50萬元人民幣
合約月份	最近期的兩個季月（季月指3月、6月、9月、12月）
最低波幅	合約金額的0.005%，即25元人民幣
交易時間	上午9時30分至下午4時30分
持倉限額	以所有合約月份合約淨額合共22,000張為限
最後交易日	合約月份的第二個星期五
結算方式	現金結算
結算貨幣	人民幣
交易費	每張合約單邊5元人民幣（上市首年減半）

資料來源：港交所
整理：香港文匯報記者 馬翠媚

機構參與熱情高漲 有序推更多年期產品

香港文匯報訊（記者 馬翠媚）在5年期中國國債期貨掛牌前夕，市場機構參與熱情高漲，多家外資銀行、全球資管已完成開戶及交易系統對接籌備。為培育市場流動性，港交所推出為期一年手續費減半優惠，原價每張5元，優惠期降至2.5元，並引入約13家流動性提供商，涵蓋5家中外資銀行、8家券商，提供持續雙邊報價以保障盤面深度。

全品類離岸風險管理矩陣成形

港交所透露，將以5年期產品為起點，持續跟蹤市場流動性及機構參與度，聯動兩地監管有序推出2年、10年、30年期國債期貨，搭建完整離岸國債收益率曲線衍生品序列。隨着離岸國債期貨正式登場，香港「股票、債券、匯率、利率」全品類離岸風險管理矩陣全面成形，內地債市對外開放邁入「可投資、可對沖、可精細化管理」的全新階段，人民幣國際化亦迎來重要里程碑。



●隨着離岸國債期貨正式登場，人民幣國際化亦迎來重要里程碑。

資料圖片

三大工具各司其職 離岸人民幣債市完成閉環

話你知

隨着離岸國債期貨落地，香港固定收益市場互聯互通三大工具「債券通、互換通、國債期貨」形成清晰分工，互補而非替代，為全球投資者搭建出一條覆蓋「買入、持有、對沖」全流程的人民幣債市配置工具鏈。

債券通屬現貨工具，2017年上線，解決外資「買入內地國債」的底層配置需求，是海外資金入市的主要入口，現時約六成北向成交透過該渠道完成，惟僅提供現券買賣，不具備風險對沖功能，屬純粹的「入市工具」。

互換通為場外對沖工具，提供場外利率互換衍生品，覆蓋1至30年全期限，適合大額、定製化中長線對沖，但存在交易對手信用風險，標準化程度偏低，中小機構參與門檻相對較高，屬「專業級」對沖工具。

推升外資增持中國國債意願

港交所最新推出的國債期貨，則是新增的場內標準化對沖工具，透過場內自動撮合、中央對手清算，徹底消除對手方風險。交易成本低廉、保證金槓桿效率高，特別適合日內調倉、小額套保及久期微調。獨有的假期交易機制更能滿足全球資金跨時區操作需求，屬「普惠型」對沖工具。

三者分工明確，其中債券通負責現券配置，互換通與國債期貨則分別從場外及場內兩個維度提供風險管理服務。對海外機構而言，低波動、中長線大額底倉可使用互換通對沖，短線波段、小額組合、指數跟蹤資金則優先選用國債期貨靈活調倉，底層資產統一透過債券通配置。三者聯動之下，外資持有人民幣債券不再「裸持」，由單純買入資產升級為完整投資組合管理，長遠將推升全球機構增持中國國債的意願，持續拓闊人民幣資產全球配置空間。

●香港文匯報記者 馬翠媚