

研究报告

全球视角下香港资本市场 互联互通发展前瞻

阅读摘要

全球主要国际金融中心积极推进资本市场开放合作，以充分发挥跨市场资源协同优势，增强自身综合竞争力和影响力。根据金融产品属性分类，跨市场联通涉及股票、债券、资管产品及衍生品等广泛领域。本文在总结主要国际金融中心跨市场联通发展经验、香港与内地金融互联互通实践基础上，前瞻探讨全球视角下香港资本市场互联互通发展的方向和前景：**在联通区域方面**，香港有望连接更多元海外区域市场，持续助力内地金融深化开放；**在联通产品方面**，香港有潜力深化股、债、衍生品、资管等领域联通，创新推动大宗商品市场联通发展；**在计价币种方面**，香港有望持续增强最大离岸人民币中心的交投活跃度和影响力。

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行（亚洲）

东南亚研究中心

李卢霞 侯鑫彧 黄斯佳

苏静怡 王珊 周文敏

全球视角下香港资本市场 互联互通发展前瞻

一、全球主要国际金融中心资本市场互联互通发展实践

跨市场金融联通是增强金融中心业务辐射影响力，壮大自身市场规模、提升交投活跃度的核心实践路径之一。根据金融产品属性分类，全球主要国际金融中心在股票、债券、资管产品、衍生品等主要领域均有成功实践经验（见附表 1）。

（一）全球主要国际金融中心资本市场互联互通实践

1. 股票市场跨境联通实践。

全球主要交易所积极推动股票市场联通，涵盖一级市场吸引企业跨境挂牌上市和便利二级市场跨市场交易。

（1）在跨境挂牌上市方面，美国较早推出存托凭证机制，外国企业可以通过发行存托凭证 ADR 方式在美国交易所挂牌上市，美国投资者可以在本地投资和交易外国公司股票。目前全球主要国际金融中心的证券交易所均为海外上市公司提供类似存托凭证机制，支持互挂上市或二次上市。香港交易所自 2018 年上市制度改革以来，为二次上市提供便利条件，阿里、京东、百度等知名互联网龙头企业均通过二次上市方式在港交所挂牌交易。新加坡交易所也为在特定辖区第一上市的公司在新交所二次上市制定了简化的监管要求。

（2）在二级市场跨境参与交易方面，国际主要交易所主要采取两种主流的联通方式，使异地上市证券无需在本地

市场二次上市的情况下在本地交易。一种是基础设施直连，即交易所提供订单路由服务，将接收到的本地投资者买卖对方交易所上市证券的订单传递至对方交易所，同时两地配套提供跨境结算基础设施服务。典型案例如香港与内地先后于2014年、2016年启动的沪港通和深港通、2016年新交所与台湾证券交易所建立的“台星通”。另一种是交叉报价（Cross-quotation），与基础设施直连相比，交叉报价实现跨时区交易联通，吸引不同时区的广泛投资者参与。交叉报价模式下本地交易所只提供平台，结算和交收环节则由本地交易所会员为本地投资者完成账户开立、提供订单传输、交易清算等服务，对证券经营机构国际化服务能力有较高要求。典型案例是2010年新交所与纳斯达克交易所合作，在新交所推出全球报价板（GlobalQuote），将纳斯达克交易所的ADR在此板挂牌交易。新加坡本地投资者可以在SGX CDP（新交所投资者终端）操作、通过DTCC（美国证券集中保管结算公司）实现跨市场交易。

（3）产品层面的实质联通也为投资者跨市场参与交易提供了多元选择。目前，主要有两种模式。一是交易所联合产品开发。比如，东盟多国交易所于2004年联合发布富时东盟指数，2022年，LSE（伦敦证券交易所）和JPX（日本交易所）共同开发并上市了基于TOPIX500的新气候指数“FSE/JPX 净零指数系列”。二是上市异地交易所指数衍生产品。SGX（新加坡交易所）通过获取各类指数授权并上市

相关衍生产品，全力打造“亚洲门户”，包括日经 225 指数期货期权、印度 Nifty 指数期货期权，台湾地区指数期货期权和新华富时中国 A50 指数期货等场内衍生产品。

2. 债券市场跨境联通实践。

债券市场以场外交易为主导，依托全球或区域性中央证券托管机构（ICSD、CSD）的互联互通，全球债券市场联通深度更高。

（1）国际债券市场是债券跨境发行的重要方式。发行人在满足属地、发行市场、投资者所在国家等可能的监管要求情况下，即可按市场化程序发行国际债券¹，跨境（面向海外投资人）筹集资金。按国际债券发行人的主要经营地点分，美洲、欧洲（含中东和非洲）是国际债券发行人主要来源地区，两地国际债券发行量全球占比保持在 90%左右，2023 年亚洲国际债券发行量 3800 亿美元、仅占全球的 7%。日本和中国内地是亚洲国际债券发行最大的两个区域，中国香港和新加坡则分别是近年来亚洲国际债券安排发行的首选地和上市的首选地²。国际债券主要以美元、欧元、英镑为发行计价货币，根据 BIS 统计数据，2023 年末所有国家发行的国际债券未偿余额共计约 28.8 万亿美元，以美元、欧元、英镑

¹ 例如根据美国监管规定，根据目标对象和披露要求程度不同发行美元债可采用 Reg S、114A 以及 SEC 注册等三种规则和方式。中国企业海外发债需满足中国国家发改委、外汇管理局、中国证监会等监管机构制定的监管规定，较海外更为严格。外国发行人在中国内地发行熊猫债，在日本发行武士债等也需获得当地监管部门审批。国际债券融资的目的包括满足外币资金需求、拓展融资渠道和投资者基础、管理资金成本等。

² 以上数据来源于国际资本市场协会（ICMA）报告《亚洲国际债券市场：发展与趋势》第四版 2024 年 3 月。亚洲发行人国际债券发行量自 2022 年锐减，由 2021 年超过 6000 亿美元高点，下降至 2022-2023 年不足 4000 亿美元，下降幅度达三分之一。

计价的国际债券未偿余额占比分别为 46.3%、39.4%和 7.7%。

(2) 金融基础设施互联互通为全球债券市场跨境互联提供了广泛便利。在全球债券市场，国际中央证券存管机构（ICSD，以 Euroclear、Clearstream 为代表）、国家或地区的中央证券存管机构（CSD，比如 DTCC、CMU、上清所、中债登）提供集中登记、托管、交收及相关服务³。**金融基础设施跨境联通可以通过 ICSD/CSD-CSD 直连，或经由托管行间接实现 ICSD/CSD-CSD 联通。**（1）**CSD/ICSD 直联**，以 DTCC（美国证券存管结算公司）为例，目前可以通过他国 CSD 在 DTCC 旗下的 DTC（美国托管信托公司）设立证券账户，成为 DTC 的外籍参与者；也可以由 DTC 在他国 CSD 设立证券账户，成为对方的外籍参与者。另如，Euroclear（欧清银行），投资者在 Euroclear 开户后，即可通过其与多国 CSD 对接。（2）**经由全球托管行间接实现 ICSD/CSD-CSD 联通**，此模式下主要由国际大型商业银行担任托管行并提供跨境债券投资服务，Clearstream（明讯银行）也通过委托各国托管行连接本国 CSD。（3）**通过当地结算代理行直接参与是债券市场跨境互联的另一模式。**在该模式下，境外投资者可通过当地结算行成为他国 CSD 的参与者，比如中国内地，境外央行、国际金融组织、主权财富基金三类机构可以选择人民银行或银行间市场结算代理人作为其结算代理人，其他合资格的境

³ 国际中央证券托管机构 ICSD 主要有欧洲清算银行（Euroclear）和明讯银行（Clearstream）两家。区域性中央证券托管机构 CSD 较多，包括中国内地的上清所、中债登、香港 CMU，以及日本、韩国、印度、英国等国家的本地 CSD。

外金融机构选择银行间市场结算代理人作为其结算代理人，即所谓的 CIBM Direct 模式。

香港作为国际金融中心，ICSD、本地 CSD（即 CMU）以及国际大型银行均在港提供托管服务，“债券通”为国际投资者、内地投资者跨境投资提供两种可选模式，即金融基础设施互联（CMU 与上交所直连）和两级托管行模式。值得指出的是，“债券通”实现了一级市场跨境联通。2019 年 2 月 22 日，香港举行了“债券通”一级市场信息平台上线仪式，境外投资者可经由“债券通”平台投资内地债券市场。2022 年 9 月“债券通”南向通落地后，内地投资者也积极经由 CMU 参与港元债、点心债发行认购。

3. 衍生品市场联通实践。

全球衍生品市场是庞大复杂的金融系统，包括远期、期货、期权、互换等多种产品类型，挂钩基础资产包括股票、债券、各类大宗商品、货币、利率、指数等，为各类型参与者提供风险管理和投资工具，并发挥价值发现和定价功能。由于历史、经济、金融、参与者群体等条件，全球范围形成了诸多衍生品交易中心，包括全球最多元化的衍生品市场龙头芝加哥商品交易所集团（CME）、洲际交易所（ICE）、伦敦金属交易所（LME），以及亚太区中国内地、印度、日本、新加坡、中国香港、韩国等地交易所等场内市场，以及伦敦、中国香港等外汇及利率衍生品和其他场外衍生品市场。场内衍生品市场中，金融类衍生品成交量占比达到 91.5%，其中，

亚太地区场内衍生品市场成交规模连续多年保持全球第一，2023年亚太区场内衍生品成交量占全球场内衍生品总成交量由2022年的60%进一步升至75.4%⁴。全球主要交易所与其他交易所的跨境合作为投资者提供参与对方衍生品市场交易的渠道，合作联通方式有多种。

第一种方式是互相冲销合作机制 (Mutural Offset System, 简称 MOS)，在统一合约内容、合约设计、交易规则、保证金制度等前提下，交易员在本地交易所建立另一个交易所的期货头寸，通过两个交易所结算机构连接、在另一交易所进行清算。由于两地交易时间不同从而创建一个单一的24小时交易市场，可为投资者提供管理单一市场隔夜风险的渠道。这种模式源于CME与SGX在1984年签订的跨市场挂牌对冲机制，但因涉及交易头寸转移及两地结算机构跨市场结算，合约设计、市场规则等方面要求两个市场高度一致，实施起来难度较大、目前较少采用。

第二种方式是产品跨境许可或交叉挂牌安排，即同一个合约在两地分别挂牌，相较于MOS模式，交叉挂牌的行情由一个交易所集中撮合产生，例如CME与马来西亚、巴西、印度等地的交易所签署交叉挂牌协议。该模式下，本质上是一个合约同时在两地挂牌，交易上借用对方交易平台、结算由

⁴ 数据来源于美国期货业协会(FIA)发布的《2023年全球衍生品市场报告》。印度国家证券交易所连续四年成为全球衍生品成交量最大的交易所，印度国家证券交易所衍生品市场产品丰富，其中NIFTY指数是关键指数，包含印度市值最大、流动性最强的股票，NIFTY指数衍生品占印度国家交易所衍生品成交量的约58%。此外，日本和新加坡也是亚太地区发达的衍生品市场，日经225、富时中国50、富时台湾、等指数衍生品为亚洲重要衍生品交易品种。台湾、韩国交易所的衍生品成交量亚洲排名也较靠前。香港交易所场内衍生品成交量全球排名第17、亚洲排名前8名。

各自结算机构进行。行情由一个交易所撮合产生，虽然可以增加跨市场参与者和交易规模，但也可能弱化境内交易、掣肘资产定价影响力。

第三种方式是结算价授权模式，指本地交易所上市境外交易所品种，通过签订结算价授权协议将境外交易所的结算价作为本地交易所该品种的结算价。目前，CME 与马来西亚、南非等地交易所的合作采取此模式。该模式下，本地交易所仅引入境外交易所同一品种合约的结算价，合约设计可根据自身市场特点进行一定修改、行情走势基本独立；交易所与对方交易所并不存在结算上的连接，即该品种的结算与对方交易所是完全独立的。

第四种方式是清算连接模式，典型案例如 2010 年 EUREX（欧洲期货交易所）和 KRX（韩国期货交易所）就 KOSPI-200 股指期权产品展开的清算连接模式。该模式下，EUREX 和 KRX 的合作并非简单的两个相同合约平行上市，而是引入以 KRX 期权合约为标的的一日期货合约，EURX 的结算结构仅对当日期货进行交割，交割之后头寸转移到 KRX 结算机构下。

第五种方式是买卖盘传递或订单路由，与股票市场的基础设施互联互通机制类似，CME 与巴西、墨西哥的衍生品交易所建立了订单路由联通机制。该模式下，订单路由服务提供商向对方交易所所在地的经纪商提供路由服务，两地投资者可参与对方交易所的产品交易。

第六种模式是中央对手方清算机构互联模式，典型案例

是香港与内地于 2023 年开通的北向“互换通”，通过基础设施连接实现场外衍生品市场联通。该模式下，内地投资者可通过相关电子交易平台连接开展交易，由两家中央对手方（银行间市场清算所股份有限公司、香港场外结算有限公司）共同提供集中清算服务。

第七种方式是共建全球交易平台，典型案例是 2023 年 7 月，SGX（新交所）与印度国家证券交易所国际交易中心（NSE IFSC）合作的 GIFT 互联互通平台（NSE IFSC-SGX GIFT Connect）正式运营，通过该平台，印度和世界各地投资者可不间断交易在 NSE IFSC 上市的 Nifty 合约⁵。该平台可使得 SGX 会员订单被转到 NSE IFSC 进行交易和执行，并通过 NSE IFSC 的清算公司和 SGX 的衍生品清算公司作为中央对手方进行清算结算。

4. 资管市场互联互通实践。

资管产品互联互通为国际投资者跨境交易提供了更多元化选择，也间接拓展了股票市场、债券市场、商品等其他市场跨境联通的深度，是近年快速发展的重要领域。

（1）ETF 产品跨境联通实践。近 20 年全球 ETF 规模年均复合增长率达到 22.16%，产品连续 20 年保持正增长。2023 年末，全球挂牌交易的 ETF 资产总规模达到 11.61 万亿美元。

⁵ Nifty 是由印度国家股票交易所于 1996 年 4 月 21 日引入的股票参照指数，由“National”（国家）和“Fifty”（50）两个单词合并而成，反映国家 12 个主要经济部门的 50 只股票价格走势，被广泛应用在评估基金组合、金融衍生品和指数型基金等方面，是全球最活跃的交易合约之一，也是印度最大的个体金融产品之一。2018 年，印度总理莫迪宣布打造一个国际金融科技城，命名为 GIFT，旨在打造成为比肩新加坡、迪拜和香港的国际金融科技中心。GIFT 享受享受地价优惠，投资交易免税，同时拥有自己的金融监管机构，以提升引资效率。

从底层资产类别看，权益类、债券类 ETF 占比分别达到 74.2% 和 17.7%；从产品发行地域看，美国、欧洲市场规模分别达到 8.11 万亿美元和 1.74 万亿美元，占比分别近 70% 和 15%⁶。概况而言，ETF 产品跨境联通大概有三种模式。

第一种是本地创设跨境 ETF 产品，跟踪境外股票指数、债券、商品或货币等资产表现。这种模式规避了跨市场投资的时差问题、未突破本地监管框架，实践中受到普遍欢迎。近年 ETF 推动 A 股指数“出海”节奏提速。根据中证指数公司截至 2024 年 6 月中旬资料，跟踪沪深 300 的 ETF 产品，目前已在伦敦、墨西哥、德意志、意大利、泰国、瑞士、纽约、韩国等多个交易所上市，光伏产业、红利指数、科创 50 等也已在境外上市⁷。

第二种方式是交叉挂牌或互挂模式，即在境内交易所直接挂牌上市境外交易所 ETF，重要特点是两地挂牌的 ETF 由同一家境外基金公司管理，并允许合并管理。

第三种是联接基金模式或称互通模式，指在境内发行一只几乎全部资产（例如要求 90% 以上）投资于境外 ETF 的基金，并在基金成立后在境内交易所上市交易的模式。中新 ETF 互通和中日 ETF 互通机制下主要采用这一模式。2023 年 12 月华泰柏瑞南方东英新交所泛东南亚科技 ETF 和南方东英华泰柏瑞上证红利 ETF 同步在上交所和新交所上市，标志着沪

⁶ 数据来源于上海证券交易所报告《ETF 行业发展报告（2024）》。

⁷ 2024 年 6 月 10 日，深圳证券交易所与景顺长城外方股东景顺在爱尔兰交易所签订合作意向书，拟于爱尔兰注册成立跟踪创业板 50 指数的 UCITS ETF，6 月下旬在爱尔兰都柏林交易所、伦敦证券交易所、德意志交易所集团、瑞士证券交易所、意大利证券交易所等正式挂牌上市。

新 ETF 互通正式启动。2023 年 11 月，南方东英沙特阿拉伯 ETF 在港上市，该跨境 ETF 追踪富时沙特阿拉伯指数，投资者可使用港币或人民币在香港市场直接投资沙特。2024 年 6 月，投资于南方东英沙特 ETF 的联接型 ETF 产品正式在内地获批。

（2）其他资管产品的跨境联通实践。除跨境 ETF 产品外，不同司法辖区的基金互认安排也是资管市场互联互通的重要措施，通过基金互认安排，使双方监管机构认可的合规基金产品通过简化的认可程序在己方/对方市场进行销售，有助于促进两地开展资本市场跨境投资和丰富双方投资产品。香港作为国际资产管理中心之一，与澳洲、英国、法国、内地等 10 个地区建立了基金互认安排，为香港基金在这些地区跨境销售提供便利条件。

此外，在内地资本市场尚未完全放开的背景下，**粤港澳大湾区跨境“理财通”**开通，为大湾区内地和港澳个人投资者提供了创新的跨境投资渠道。

二、香港资本市场多元联通的扩容方向和前景探讨

两地资本市场互联互通机制是中国资本项目渐进开放背景下，稳妥推动金融体系深化的开创性制度创新举措。新形势下，全球经济增长格局和治理秩序加速演化调整，香港持续深度融入国家“双循环”战略大局，“超级联系人”角色链接的市场腹地更加多元广阔，为香港多元扩容互联互通机制、更好服务国家经济开放合作、产业创新升级提出更高

要求，也提供了增强香港金融市场辐射力、影响力的战略历史契机。

（一）两地内地资本市场互联互通机制发展历程及特点

伴随中国经济持续快速发展，多层次资本市场逐步发展壮大，截至 2023 年末，中国债券市场和股票市场规模分别达 158 万亿、接近 80 万亿，均位居全球第二⁸。从 2014 年“沪港通”落地起，两地资本市场互联互通发展历程大致可分为三个阶段。

初始发展阶段（2016 年之前），通过基础设施连接建立股票市场联通。2014 年 11 月，“沪港通”落地，首次为两地投资者提供直接参与对方股票市场的渠道，2016 年 12 月，“深港通”开通并取消总投资额度限制。

第二阶段稳健扩容（2017-2021 年），债券市场、大湾区理财市场互联互通。2017 年 7 月，北向“债券通”正式运营，两地首次建立债券市场联通渠道。2020 年“新债易”（ePrime）境外发行系统上线、两地投资者可直接跨境参与一级发行。在股票市场，2018-2020 年间，跟随两地 IPO 上市制度改革，互通标的不断扩容。2021 年 9 月，南向“债券通”正式落地，10 月大湾区跨境理财通开始运行。

第三阶段深化扩容阶段（2022 年以来），2022 年 7 月，“沪深港通”扩容至交易型开放式基金（ETF 通），大幅拓展两地跨境投资范围。2023 年 5 月，北向“互换通”正式开

⁸ 数据引用自中国银行间市场交易商协会《中国债券市场改革发展报告》（2024 年）。

阐。2024年初两地发布“三联通、三便利”6项政策举措，进一步推动内地债券市场开放；4月中国证监会发布5项措施进一步深化两地资本市场互联互通，包括将港股人民币柜台纳入港股通、REITs纳入沪深港通、放宽股票型ETF合资格产品范围、优化基金互认安排、推动内地行业龙头企业赴港上市等；5月两地进一步优化“互换通”机制安排。

与国际实践经验相比，香港与内地互联互通安排，既有相同的基础设施联通机制，又独具特点。**一是资本项目渐进开放背景下拓宽国际资金投资中国渠道。**在内地资本市场渐进开放过程中，两地互联互通为全球境外投资者投资内地提供了新路径。香港和内地同处一个交易时区，香港的金融规则、法律制度与国际接轨程度高，国际投资者可在港以国际惯例和交易习惯，便利地参与内地市场。**二是机制设计上高质量统筹开放和安全。**通过资金闭环管理、总额度或每日额度控制，互通标的和参与机构试点范围渐次扩大等机制，降低或有资本无序跨境流动风险，创新性探索出一条风险可控的中国资本市场渐进开放路径。**三是实质上推动两地金融基础设施优化升级。**HKSCC（香港结算）、OTC Clear（香港场外结算）、CMU（香港债务工具中央结算系统）与内地上交所、中债登、CIPS的联通是两地互联互通的关键机制安排，实践中，相关金融基础设施提升异地参与者体验的过程，往往也是自身功能不断优化提升的过程。此外，伴随点心债市场发展和港股“双柜台”模式拓展，互联互通也发挥着稳慎

助力人民币国际化的积极作用。

（二）香港资本市场多元联通的扩容方向和战略前景

1. 在联通区域方面，香港有望连接更多元海外区域市场，持续助力内地金融深化开放。

随着 RCEP 全面正式生效、“一带一路”倡议形成广泛的合作共识，香港“超级联系人”角色向更多元区域延伸，相应在资本市场上，香港有望与海外更广泛区域连接。近年，香港与亚洲、中东等区域资本市场互联互通加速推进。例如 2023 年，香港交易所与印尼、沙特等地交易所签署合作备忘录，探讨在金融科技、ESG、ETF、互挂上市等多个领域展开合作，并先后将印尼证券交易所、沙特证交所集团纳入认可证券交易所名单，便利在这些交易所上市的公司通过简单程序在港二次上市。

未来，香港有潜力进一步发挥国际投融资中心以及金融专业优势，吸引更多亚太、中东等“一带一路”沿线优质企业、个人赴港开展投融资活动，提升香港国际金融中心的多元市场辐射、多元资金集聚能力。叠加两地互联互通机制持续提质扩容，香港也可更充分发挥金融联通枢纽，持续助力内地金融稳健持续开放。

2. 在联通产品方面，香港有潜力深化股、债、衍生品、资管等领域联通，持续增强资产和财富管理中心地位。

香港股票市场是资本市场传统优势领域、推动全球金融联通的核心平台。与时俱进优化调整港股 IPO 和交易机制，

是支持港交所持续快速发展并跻身全球主要交易所的核心竞争基础之一。适应全球公司治理模式创新变化、竞争吸引优质IPO资源，2018年港交所在《主板上市规则》中加入第8A、18A、和19C三个章节，开启了上市制度改革的新篇章，其中第19C章节为在认可交易所⁹上市的海外发行人在港做第二上市提供了宽松便利条件。2022年1月港交所刊发新的《海外发行人上市制度咨询总结》，进一步降低了第二上市门槛，并且放宽同股不同权（WVR）和可变利益实体（VIE）架构公司双重主要上市的限制¹⁰，进一步吸引海外公司、特别是中概股公司赴港双重主要上市，之后迄今港股市场已新增30多家港美双重上市公司，阿里巴巴等新经济企业有望渐次在港双重上市。上市制度持续灵活调整，叠加两地互联互通机制标的逐步扩容至外国公司等更广泛领域，以及恶劣天气正常运作等交易机制优化，均有望提振港交所与更多交易所深化合作的战略吸引力。

债券、衍生品市场广泛联通是香港国际金融中心“固优育新”战略的核心内容。香港国际债券、衍生品市场规模与伦敦、纽约相比仍有一定差距。目前，香港是亚洲国际债券市场主要枢纽，超过60%的亚洲发行人首次国际债券发行在

⁹ 目前，港交所已将全球17家交易所纳入认可名单，涵盖全球主要交易所，分别为：阿姆斯特丹证券交易所、澳洲证券交易所、巴西证券商品期货交易所、法兰克福证券交易所、印尼证券交易所、意大利证券交易所、伦敦证券交易所、马德里证券交易所、纳斯达克OMX交易所、纽约证券交易所、巴黎证券交易所、沙特交易所、新加坡交易所、斯德哥尔摩证券交易所、瑞士交易所、东京证券交易所、多伦多证券交易所。

¹⁰ 双重主要上市是指两个资本市场均为第一上市地。已在美股/A股市场上市情况下，在香港市场按当地市场规则“主要发行上市”，其须遵守规则与在香港首次公开招股发行股份的公司要求完全一致。“双重上市”企业更加容易通过港交所规则纳入恒生指数及港股通标的范围，进入互联互通市场，获得内地南下资金支持。

港进行，2022年、2023年这一比重达到82%、78%。特别是，得益于香港特区政府绿债发行资助、内地政府和机构常态化点心债发行等因素提振，特色债券市场品牌影响力持续提升，未来有望为更多亚太及广泛区域发行人提供债券发行服务。港股吸引力多元提升、国际债券市场扩容，特别是人民币资产全球配置份额上升，都将持续增加对利率汇率衍生产品需求，通过互联互通渠道实现内地及海外市场衍生产品在港交易，是自主研发之外、做强香港衍生品市场重要路径。

资管产品跨市场联通，也是香港提升资产和财富管理中心影响力的关键战略举措。亚太市场日益增长的财富增值传承需求，叠加复杂地缘形势下资产分散配置需求提升，都为香港资产和财富管理中心提供蓝海市场。得益于特区政府积极政策支持，香港资管产品创新活跃，比如在ETF市场，香港是亚洲重要的交易所买卖产品（ETP，包括ETF，及杠杆及反向产品）枢纽。2023年香港ETF和杠杆及反向产品市场规模同比增长了14%，达4310亿港元，吸引了约470亿港元资金净流入。ETF产品多元化并跨多市场连接，投资资产类别涵盖货币市场类、固定收益类、黄金等商品类、亚洲首批虚拟资产类等，除追踪港股、A股外，覆盖美国、沙特阿拉伯、日本、印度、台湾、欧洲、韩国等11个海外区域性股票市场。根据2024年5月香港证监会发表的修订通函，允许证监会许可的联接型ETF根据简化规定¹¹投资于海外上市主ETF、包括

¹¹ 主ETF无需经香港证监会许可，不限于特定基金类别，前提是具有相当规模的管理资产和良好的业绩记录，设有适当的保障措施和方案计划，确保其提供的投资者保障与香港证监会认可的ETF有高度可比性。

被动型及主动型ETF。有助于进一步拓展香港ETF直接、间接连接全球多元市场的潜力。此外，两地基金互认机制扩容¹²、香港私募基金迁册制度优化等，也有望持续增强香港资管市场产品竞争力。

3. 在计价币种方面，香港有望持续增强最大离岸人民币中心的交投活跃度和影响力。

香港发达的外汇及衍生品市场、多币种即时清算系统等，为资本市场多币种交投提供领先的基础设施和配套服务。目前，人民币计价在香港资本市场广泛应用，点心债市场蓬勃发展，港股人民币分红派息实践落地、人民币“双柜台”模式落地，互认基金产品则不限销售币种。但应用深度有较大提升空间，比如，目前仅有24只人民币柜台股票，2024年4月中国证监会“五项新政”将人民币柜台纳入港股通，届时完成技术准备、业务细则出台后，南向资金则可参与投资人民币柜台，则有望显著提升人民币柜台的交易量。股、债、商品等传统市场人民币计价占比提升，也会提升人民币在外汇及衍生品市场交投活跃度，形成良性互促循环。

¹² 2024年6月，中国证监会就《香港互认基金管理规定（修订草案征求意见稿）》向社会公开征求意见，本次修订主要包括几个方面内容：一是逐步放宽互认基金客地销售比例限制从50%至80%；二是允许互认基金投资管理职能转授予集团内海外关联机构，要求相关地区间签署监管合作谅解备忘录；其他一些条款细节。

附表 1：按市场分类，各主要金融产品互联互通合作实践对比

市场类别		联通方式	实践案例
股票市场	一级市场	存托凭证： 指在一国证券市场流通的代表境外公司基础证券权益的可转让凭证。互联互通存托凭证是将境外基础股票转换为存托凭证实现“产品”跨境的机制。	美国、伦敦、新加坡、中国内地等针对海外企业的存托凭证机制。
		二次上市的豁免规定	港交所、新交所等对于符合在认可证券交易所主要上市等条件的二次上市海外发行人，可豁免或宽免部分上市规定。
	二级市场	基础设施直联： 交易所直连-境内外交易所分别设立证券交易服务公司提供订单路由服务，同时，两地配套提供跨境结算基础设施服务。	中国内地与香港“沪深港股通”、新交所与台湾证券交易所的“台星通”。
		交叉报价： 交易所合作在本地电子交易平台为对方上市证券提供报价及交易服务，使对方已上市证券在无须双重上市的情况下在本地交易平台挂牌交易。	新交所与纳斯达克合作的 Global Quote（全球报价板）
	产品层面	交易所联合产品开发	东盟多国交易所联合发布富时东盟指数；CME 和巴西交易所（B3）联合开发南美大豆期货；LSE（伦敦证券交易所）和 JPX（日本交易所）共同开发并上市了基于 TOPIX500 的新气候指数“FSE/JPX 净零指数系列”。
		上市异地交易所指数衍生产品	SGX（新加坡交易所）推出的日经 225 指数期货期权、印度 Nifty 指数期货期权，台湾地区指数期货期权和新华富时中国 A50 指数期货等场内衍生产品。
债券市场	金融基础设施	ICSD/CSD-CSD 直连；或通过全球托管行间接实现 ICSD/CSD-CSD 连通	CSD/ICSD 直联： 美国证券存管结算公司旗下的 DTC（美国托管信托公司）与其他国家 CSD 互联。 CSD 通过全球托管行互联： Clearstream（明讯银行）通过委托各国托管机构连接本国 CSD。

		通过当地结算代理行直接参与：境外投资者可通过当地结算行成为他国 CSD 的参与者。	中国内地，境外央行等“三类机构”可以灵活选择人行或结算代理行作为其结算代理人，其他合格的境外金融机构选择银行间市场结算代理人作为其结算代理人。
衍生品市场		互相冲销 (MOS)： 为了解决夜间不能交易的问题，在两个交易所上市同一个标的产品的相关衍生品。	CME 与新交所签订跨市场挂牌对冲机制。
		交叉挂牌： 同一合约两地上市，行情由一个交易所集中撮合产生。	CME 与马来西亚、巴西、印度等地的交易所签署交叉挂牌协议。
		结算价授权模式： 指本地交易所上市境外交易所品种，通过签订结算价授权协议将境外交易所的结算价作为本地交易所该品种的结算价。	CME 与马来西亚、南非等地交易所合作。
		清算连接模式	EUREX（欧洲期货交易所）和 KRX（韩国期货交易所）就 KOSPI-200 股指期货产品展开清算连接模式。
		买卖盘传递或订单路由： 订单路由服务提供商向对方交易所所在地的经纪商提供路由服务，两地投资者可参与对方交易所的产品交易。	CME 与巴西、墨西哥的衍生品交易所。
		中央对手方互联模式： 内地投资者可通过相关电子交易平台连接开展交易，由两家中央对手方共同提供集中清算服务。	中国香港与内地北向“互换通”。
		共建全球交易平台	SGX（新交所）与印度国家证券交易所国际交易中心（NSE IFSC）合作的 GIFT 互联互通平台。
资管市场	ETF 产品	本地创设跨境 ETF 产品： 由境内基金管理公司发行以境外资本市场指数为跟踪标的的跨境 ETF。	伦敦、墨西哥、德意志、意大利、泰国、瑞士、纽约、韩国等多个交易所上市跟踪沪深 300 的 ETF 产品。
		交叉挂牌模式： 在境内交易所直接挂牌上市境外交易所 ETF，与境外 ETF 合并管理。	——
		联接基金模式： 在境内发行一只几乎全部资产投资于境外 ETF 的基金，并在基金成立后在境内交易所上市交易的模式。这种模式的跨境 ETF 相当于一只 FOF。	中新 ETF 互通、中日 ETF 互通、沪新 ETF 互通。
	其他资管产品	互认基金安排： 双方监管机构认可的合规基金产品通过简化的认可程序在己方/对方市场进行销售，有助于促进两地开展资本市场跨境投资和丰富双方投资产品。	中国香港与澳洲、英国、法国、中国内地等 10 个地区建立基金互认安排。

数据来源：WIND，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**