

研究报告

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 徐麒钧

文晨宇 祝修业

香港债券市场研究系列之一：

香港债券市场全景观察（上篇）： 发展历程及国际比较

阅读摘要

截至 2025 年底，香港债券市场存量规模超万亿美元，主要由港元债券、离岸人民币债券及 G3 货币亚洲国际债券构成。

一级市场整体呈现三大特征：港元债规模近 6 万亿港元，香港以外非多边发展银行发行人活跃度大增；离岸人民币债存量 1.6 万亿元，中资发行人为主；G3 债券发行中心地位稳固，中资美元债占主体。

二级市场交投持续增长，“买入持有”特点仍突出，“债券通”机制、离岸人民币回购等机制创新在提振市场交投活跃度方面，发挥着积极作用。

对比伦敦和新加坡等成熟国际金融中心，港元与离岸人民币债券收益率曲线国际影响力仍有限，二级市场流动性较伦敦、新加坡尚存一定差距，围绕定价、风控、基建等方面的持续创新有望推动香港债券市场活跃发展。

正文

香港债券市场全景观察（上篇）： 发展历程及国际比较

一、香港债券市场概况：发展历程、市场规模与结构

香港债券市场是由承销发行、投资交易、托管结算、互联互通等共同构成的综合性市场生态。一方面，大量政府、金融机构和企业通过香港市场发行债券募集资金；另一方面，全球投资者通过香港配置债券资产，并依托香港完善的金融基础设施开展交易、融资和风险管理活动。经过数十年发展，香港已经发展成为全球重要的国际债券融资中心和最大的离岸人民币债券中心之一。

（一）香港债券市场发展历程：伴随基础设施逐步完善和国际金融中心业务创新拓展，大致经历四个阶段

1. 起步阶段（20 世纪中期）：香港债券市场从萌芽走向初步制度化，核心在于建立金融基建和优化政策环境。**市场萌芽于 70 年代**，1971 至 1980 年间仅有 38 只港元债券发行，融资规模 86 亿港元，截至 1989 年存量仅占 GDP 的 0.2%。港元汇率波动背景下企业倾向美元融资，盈余财政政策思路下市场缺乏基准债券，发行主体单一、品种稀少。**80 年代联系汇率制度确立后金融体系趋稳**，国际机构开始在港发债，15%

利息税全面取消。**90 年代关键基础设施密集建设落地**，1990 年推出外汇基金票据计划，1993 年推出债务工具中央结算系统（CMU）并于 1994 年与区内及国际系统联网，1996 年推出港元实时支付系统（RTGS）。至 1996 年，香港债券市场年度发行规模增至 283 亿美元¹。

2. 发展阶段（回归后十年间）：香港债券市场在制度优化与跨境协同驱动下开启国际化、多元化发展进程。这一时期，香港债券市场年均发行规模约 520 亿美元，外汇基金票据及债券占比超 50%。发债主体日趋多元、产品结构逐步丰富，香港特区政府 2004 年首发 200 亿港元环球债券，G3 货币亚洲国际债券发行规模由 1997 年不足 4 亿美元增至 2007 年 96 亿美元。积极政策重点聚焦扩大参与者基础和提升流动性，CMU 系统分别于 1999 年、2000 年与 Euroclear 及 Clearstream 联网，税务条例修订降低投资成本。**2007 年**国家开发银行在港首发离岸人民币债券 50 亿元，开启“点心债”市场发展新纪元。

3. 增长阶段（二十一世纪初）：金融危机后量化宽松与人民币国际化共同提振，香港债券市场步入爆发增长期。这一时期，市场发展核心驱动力来自中资美元债发行大规模增长和离岸人民币市场扩容。2015 年境外发债备案登记制改革大幅降低门槛，在港安排发行的 G3 货币亚洲国际债券由 2007 年 96 亿美元升至 2020 年 2,885 亿美元，年均复合增速达 30%，

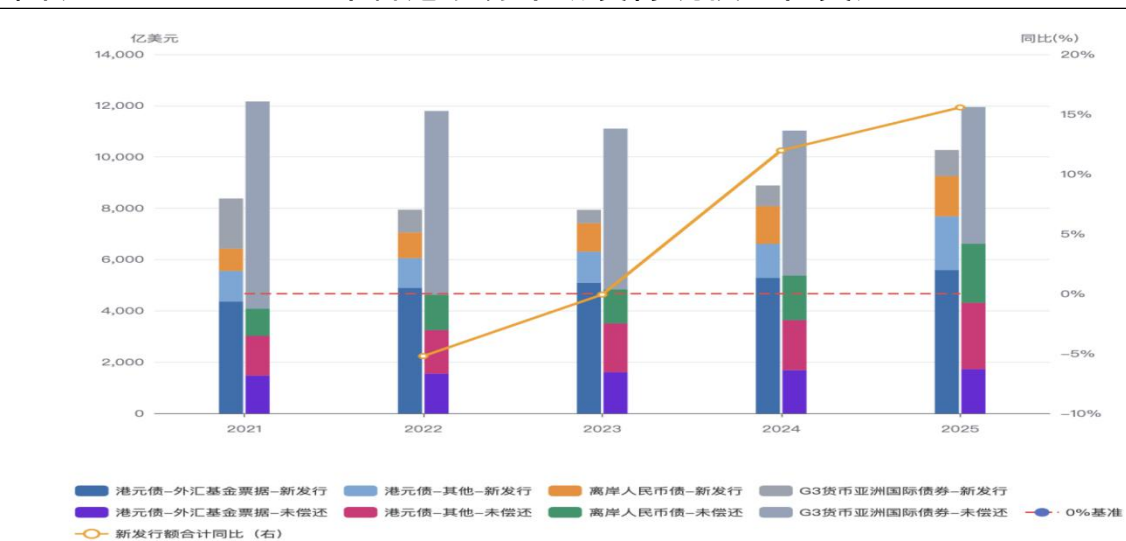
¹ 数据来源于彭博。

年度离岸人民币债券发行规模由 2007 年的 14 亿美元攀升至 2020 年的 392 亿美元。政策创新密集落地，国家财政部 2009 年起在港常态化发行人民币国债，香港特区政府同年推出“政府债券计划”，2017 年债券通“北向通”启动，2018 年香港特区政府推出“绿色债券计划”。

4. 深化发展阶段（2021 年至今）：制度型开放持续优化债券市场发展环境，前沿创新持续活跃。双向互联互通机制持续完善，“南向通”2021 年启动并于 2025 年扩大投资者范围，“北向通”推出离岸人民币债券回购及跨境回购业务，2025 年日均成交额超 390 亿元人民币。香港特区政府发债战略性扩容，2023 年推出“基础设施建设债券计划”，2005 年将借款上限提升至 7,000 亿港元。绿色金融发展持续领先，连续第八年居亚洲区国际绿色和可持续债券安排地榜首，2025 年发行总额达 377 亿美元。代币化债券创新取得突破，2023 年起先后发行全球首批代币化政府绿色债券及多币种数码债券。金融基建升级优化，2025 年迅清结算接管 CMU 运营²，年底托管总额增至 5.2 万亿港元等值纪录高位（见图表 1）。

² 讯清结算有限公司成立于 2024 年 10 月，是香港金管局旗下附属公司，2025 年 11 月香港交易所宣布对讯清结算控股进行战略投资，交易完成后，港交所与金管局旗下外汇基金分别持有讯清结算控股 20%及 80% 股权。

图表 1：2021-2025 年香港债券市场发行规模（亿美元）



数据来源：香港金融管理局、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）香港债券市场规模与结构：2025 年底市场存量超万亿美元（不包括外汇基金票据及债券），港元债券、离岸人民币债券和 G3 国际债券是三大主要组成部分

整体看，香港债券市场主要由港元债券、离岸人民币债券（点心债）、国际债券（G3）三部分构成。根据香港金融管理局（以下简称香港金管局）《The Hong Kong Bond Market in 2025》统计，从市场存量看，截至 2025 年底，香港债券市场总规模约为 10,224 亿美元，其中港元债券市场存量约 2,592 亿美元，离岸人民币债券市场存量约 2,296 亿美元，亚洲 G3 国际债券市场存量约 5,336 亿美元，形成了以国际债券为主体、港元债券和离岸人民币债券协同发展的市场格局。从年度发行规模看，2025 年港元债券发行规模约 2,093 亿美元，离岸人民币债券发行规模约 1,572 亿美元，亚洲 G3 国际债券发行规模约 1,015 亿美元（见图表 2）。

图表 2：香港债券市场整体存量规模（十亿美元）

	港元债券	离岸人民币债券	G3 货币亚洲国际债券
截至 2025 年底未偿还总额	259.2	229.6	533.6
其中：公司发行	216.9	161.8	501.7
2025 年新发行额	209.3	157.2	101.5
其中：公司发行	196.0	90.5	87.3
2025 年发行增速	57.48%	7.08%	25.62%
注：数据来源由金管局职员根据彭博、债务工具中央结算系统、Dealogic 及路透社数据估算的数字。数据不包括外汇基金票据及债券。其中，离岸人民币债券为在中国香港发行的狭义点心债。			

数据来源：香港金融管理局、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

具体看，**港元债券市场（Hong Kong Dollar Bond Market）**是香港本地资本市场和固定收益市场的基础部分，主要由香港特区政府、外汇基金、认可机构（银行）、本地企业以及国际机构发行的港元计价债券构成，涵盖政府债券、外汇基金票据及债券（EFBN）、金融债、企业债及多边开发机构债券等多个类别。其中，香港特区政府债券和外汇基金票据及债券是港元无风险收益率曲线的形成基础。近年随着绿色债券、可持续发展债券和数字债券的发展，以及固定收益及货币市场（FIC）发展路线图的推进，港元债券市场正由传统融资市场向集发行、投资、交易、融资和定价于一体的综合性固定收益市场体系演进。

香港离岸人民币债券市场（Offshore RMB Bond Market）是全球规模最大、流动性最强、产品体系最完善的离岸人民币债券市场，俗称“点心债市场（Dim Sum Bond Market）”，

主要由国家财政部离岸人民币国债、政策性银行债券、人民银行香港央票、境内外金融机构债券、中资企业债券及国际机构发行的人民币债券构成。经过十余年发展，已形成覆盖发行、投资、托管、结算、交易、融资及风控的完整生态，成为重要的人民币国际化离岸资本市场平台。

亚洲 G3 国际债券市场（Asian G3 Bond Market）是指以美元（USD）、欧元（EUR）和日元（JPY）三种国际主要储备货币计价发行的债券，其中美元债券占绝对主导地位。香港凭借成熟的法律体系、国际投资者基础、完善的承销网络以及连接中国与全球资本市场的独特优势，长期保持亚洲最重要的国际债券发行和安排中心之一。大量亚洲主权机构、政策性银行、金融机构、企业集团以及国际组织通过香港完成国际债券发行、簿记建档和投资者路演，使香港成为亚洲美元债市场的重要枢纽。近年，随着中国企业国际化发展、“一带一路”建设及亚洲基础设施投资需求增加，越来越多亚洲发行人选择通过香港进入国际债券市场融资（见图表 3）。

图表 3：香港债券市场主要分类

	港元债券市场 (HKD Bonds)	离岸人民币债券市场 (CNH Bonds)	亚洲 G3 国际债券市场 (G3 Bonds)
计价币种	港元（HKD）	离岸人民币（CNH）	美元（USD）、欧元（EUR）、日元（JPY）
市场定位	香港本币融资市场	最大离岸人民币债券市场	亚洲国际债券融资市场
主要发行人	香港政府、外汇基金、银行、企业	财政部、人民银行、政策性银行、中资企业、国际机构	亚洲主权机构、金融机构、企业、多边开发银行
主要投资者	香港本地及国际投资者	境内外人民币投资者、银行、保险、基金	全球主权基金、保险、资管机构、银行
核心功能	本地融资、构建港元收益率曲线	支持人民币国际化和离岸人民币资产配置	连接亚洲融资需求与国际资本市场

基准产品	香港政府债券、外汇基金票据及债券（EFBN）	财政部离岸人民币国债、人民银行香港央票	美国国债收益率曲线定价体系
2025 年发行规模	2,093 亿美元	1,572 亿美元	1,015 亿美元
2025 年存量规模	2,592 亿美元	2,296 亿美元	5,336 亿美元
存量占比	25.4%	22.5%	52.1%
主要基础设施	CMU	CMU、债券通、南向通	Euroclear、Clearstream、CMU
战略意义	巩固香港本币资本市场	巩固全球离岸人民币中心地位	巩固亚洲国际融资中心地位

数据来源：公开资料、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（三）“债券通”机制：香港债券市场发展的独特创新机制，支持香港向国际固定收益资产配置中心和风险管理中心转型

互联互通机制是香港债券市场区别于纽约、伦敦和新加坡等国际金融中心的重要特色，也是香港连接内地与国际资本市场的核心优势所在。近年，香港逐步建立起涵盖债券投资、利率风险管理、回购融资以及托管结算等完善生态的跨境互联互通体系，形成了以债券通、互换通/国债期货、跨境债券回购和 CMU 国际化发展为核心的固定收益市场开放框架，其中：

债券通是连接中国内地债券市场与国际投资者最重要的跨境投资渠道。2017 年“北向通”允许境外投资者通过香港投资中国银行间债券市场，已成为全球投资者配置人民币债券资产的主要渠道。截至 2025 年底，全球 40 多个国家和地区超过 800 家机构投资者通过债券通进入中国债券市场³。

³ 截至 2026 年 4 月末，共有 1196 家境外机构主体进入内地银行间债券市场，其中 631 家通过直接投资渠道入市，842 家通过“债券通”渠道入市，277 家同时通过两个渠道入市；境外机构在银行间债券市场的托

2021 年“南向通”允许符合条件的中国内地机构投资者通过香港投资境外债券市场，总额度 5,000 亿元人民币，不仅为香港债券市场带来持续增量资金，也进一步强化了香港作为离岸人民币债券融资中心和跨境资产配置中心的功能。2026 年 7 月 7 日在“香港固定收益及货币峰会暨债券通论坛”上，人民银行潘功胜行长宣布将债券通“南向通”年度投资净额度提升至 8,000 亿元人民币。

互换通（Swap Connect）于 2023 年正式启动，允许境外投资者通过香港参与中国银行间利率互换市场（IRS），为境外机构持有中国债券后的利率风险管理提供了重要工具。同时，“互换通”也促进了香港离岸人民币利率衍生品市场的发展，有利于提升香港在人民币定价和风险管理领域的国际影响力。根据香港证监会及香港交易所官方消息，**5 年期中国国债期货**计划于 2026 年 8 月 3 日在港推出，为境外投资者持有在岸债券提供了更丰富风险管理工具。

跨境债券回购旨在对标国际实践，满足境外投资者流动性管理需求和促进人民币跨境循环。2025 年 9 月，香港金管局与人民银行、中国证监会、国家外汇管理局（以下简称国家外管局）正式推出跨境债券回购业务，支持所有进入中国内地债券市场境外机构参与在岸债券回购业务，并引入**抵押品再使用机制（Rehypothecation）**，便利做市商库存管理、提升债券交易流动性。

香港中央结算托管系统（CMU，Central Moneymarkets Unit）承担香港债券市场的托管和结算职能，也是债券通、互换通和跨境债券回购的重要基础设施平台。近年，CMU 持续推进与 Euroclear、Clearstream 以及中国内地中央结算机构的跨境连接，并积极推动强化跨境抵押品管理、国际债券托管和人民币资产结算等功能，为香港建设国际固定收益中心提供国际化基础设施支持（见图表 4）。

图表 4：香港债券市场主要机制和基础设施

机制	启动时间	主要参与者	投资方向	主要产品	核心功能	2025 年发展情况
债券通（北向通）	2017 年	境外机构投资者	境外 → 内地	中国银行间债券	跨境债券投资	境外机构持债规模超 3 万亿元人民币
债券通（南向通）	2021 年	内地银行、保险、基金、理财等	内地 → 香港及国际市场	港元债、离岸人民币债、国际债券	引入内地长期资金	托管余额达 5,329 亿元人民币
互换通（Swap Connect）	2023 年	境外机构投资者	境外 → 内地	人民币利率互换（IRS）	利率风险管理	已成为境外机构投资中国债券的重要配套工具
跨境债券回购（Repo Connect）	2024 年试点后持续优化	境外投资者、做市商、银行	跨境双向	债券回购（Repo）	债券融资及流动性管理	支持债券通持仓开展人民币融资
CMU 跨境连接机制	持续建设	CMU、内地结算机构、国际托管机构	双向	债券托管、结算、抵押品	市场基础设施支撑	推进向国际中央证券托管机构（ICSD）升级

数据来源：公开资料、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、香港债券市场发展现状的国际比较及经验启示——与伦敦、新加坡比较视角

近年香港国际债券发行规模长期位居亚洲前列，特别是，

离岸人民币债券及互联互通机制持续发展，逐步形成覆盖人民币融资、投资、流动性管理和风险管理等完善的市场生态。然而，与伦敦和新加坡等成熟国际金融中心相比仍存一定差距。**伦敦**依托成熟的国债市场、活跃的二级交易、庞大的回购市场以及全球领先的风险管理体系，形成了完善的固定收益市场生态；**新加坡**则通过持续发展政府债券市场、积极打造区域资金管理平台，建立了具有较强国际竞争力的固定收益和货币市场体系。相比之下，**香港债券市场**长期呈现“一级市场比二级市场更为活跃、离岸人民币优势突出但市场深度有待持续提升”的特点，在市场流动性、风险管理以及国际投资者参与深度等方面仍有较为广阔的提升空间。为巩固和提升香港国际金融中心地位，香港金管局与证券及期货事务监察委员会于2025年联合发布《固定收益及货币市场(FIC)发展路线图》，围绕提升市场流动性、优化基础设施、丰富产品及参与者生态、强化风险管理能力四大支柱提出系统性改革措施，着力推动香港由国际债券发行中心向兼具融资、交易、流动性管理和风险管理功能的国际固定收益及货币市场中心迈进。

（一）完善收益率曲线是债券市场规模化发展的关键基础，香港市场港元收益率曲线国际影响力相对有限、离岸人民币收益率曲线仍在成熟完善当中

伦敦依托规模庞大的英国国债市场，形成了覆盖债券发行、回购融资、利率衍生品等风险管理市场的完整生态体系；

新加坡通过主动建设 SGS 收益率曲线，为企业债、REITs 债及利率衍生品市场提供统一定价基准。相比之下，香港拥有亚洲领先的国际债券市场和全球最大的离岸人民币债券市场，但港元政府债券市场规模相对有限，收益率曲线影响力有待提升，尚未充分发挥无风险资产定价基准、优质抵押品供给和风险管理市场基础资产等功能。

1. 英国：以高负债支撑全球最成熟的主权债券生态，构建起“国债—回购—衍生品—再融资”的完整生态体系，海外投资者持有英国国债比例近三成。

英国国债（Gilts）市场是全球最成熟、最具代表性的主权债券市场之一。根据英国债务管理办公室（DMO）和英格兰银行数据，截至 2024/25 财年，英国国债存量已超过 2.6 万亿英镑（约合 3.3 万亿美元），是全球规模最大的主权债券市场之一。从政府债务占 GDP 比例来看，英国自 2008 年全球金融危机后经历了两轮快速攀升：第一轮从 2007 年的约 42% 升至 2012 年的约 84%；第二轮则在 2020 年新冠疫情冲击下从 84% 骤升至 104%，此后持续维持在 100% 以上（参见图表 6）。在政府债务规模已与其全年经济总量相当背景下，年度新增发债规模和再融资需求极为庞大——2024/25 财年 DMO 计划净融资额超过 2,370 亿英镑，总发行量（含再融资）则接近 3,000 亿英镑。正是这种持续且大规模的发债活动，支撑了英国长期形成的覆盖 3 个月至 50 年以上期限的完整收益率曲线，包括短期国库券（Treasury Bills）、2 年、5

年、10 年、20 年、30 年以及超长期（包括 2073 年到期）国债等多个关键期限品种。目前，英国国债收益率曲线不仅是英国国内企业债券、资产证券化产品和金融机构融资的定价基准，也是全球投资者评估英镑资产价值的重要参考。英国大量企业债券发行均采用“Gilt Yield + Credit Spread”的定价模式，养老金、保险公司、主权财富基金和海外央行也普遍将英国国债作为长期配置资产。截至 2024 年底，海外投资者持有英国国债比例约为 28%。

此外，英国国债还是伦敦回购和利率衍生品市场最主要抵押品之一。依托庞大的国债市场，伦敦形成了全球最发达的回购融资市场和利率衍生品市场之一——伦敦回购市场日均交易量超过 5,000 亿英镑，大量国债在回购、利率互换（IRS）、国债期货及其他衍生品市场中循环流转，构建起“国债—回购—衍生品—再融资”的完整生态体系。庞大国债存量为市场提供了充裕的无风险资产和高质量抵押品，承担着市场定价基准、优质抵押品供给和风险管理工具基础资产等多重职能，是伦敦成为全球固定收益中心重要基础。

2. 新加坡：以“策略性负债”构建资本市场基础设施，政府债券融资资金交由主权财富基金运作。

与英国不同，新加坡长期保持财政盈余，政府并不存在大规模融资需求，因此发行国债并非主要为了弥补财政赤字，而是为了培育资本市场和构建完整收益率曲线。从规模看，新加坡政府债务占 GDP 比例从 2006 年的约 88%持续攀升至

2025 年的约 175%，远高于英国的 104%和香港的 9.7%。然而，从结构看，这一数字具有高度特殊性—新加坡政府债务主要组成部分包括特别新加坡政府证券（Special SGS，SSGS）和新加坡储蓄债券等，其中 SSGS 主要由中央公积金局（CPF）持有，作为公积金成员储蓄的投资载体，所募集资金并不用于政府经常性开支，而是交由政府投资公司（GIC）和淡马锡进行全球投资。因此，新加坡的高债务比率本质上是一种制度安排（institutional arrangement）。IMF 和国际评级机构在评估新加坡主权信用时也明确区分这一特殊结构，新加坡至今维持 AAA 最高评级。

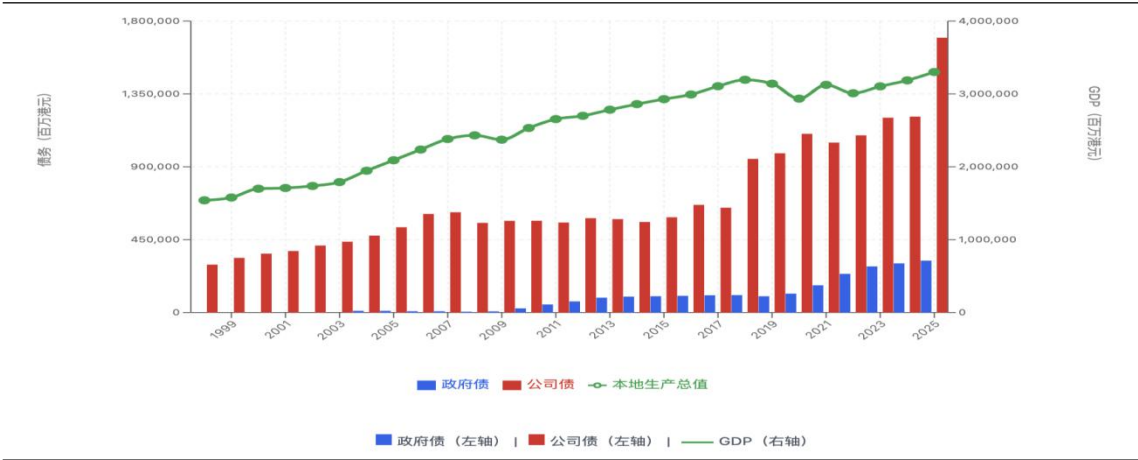
新加坡金融管理局（MAS）长期将新加坡政府证券（Singapore Government Securities，SGS）市场建设作为金融中心战略的重要组成部分。在市场化交易层面，SGS（Market）债券存量约 1,900 亿新元（截至 2025 年底），通过持续发行不同期限的政府债券和国库券，形成覆盖 2 年、5 年、10 年、15 年、20 年及 30 年等关键期限的收益率曲线。MAS 强调，建设 SGS 市场的主要目的在于为企业债券市场提供统一定价基准，并促进利率衍生品市场发展。

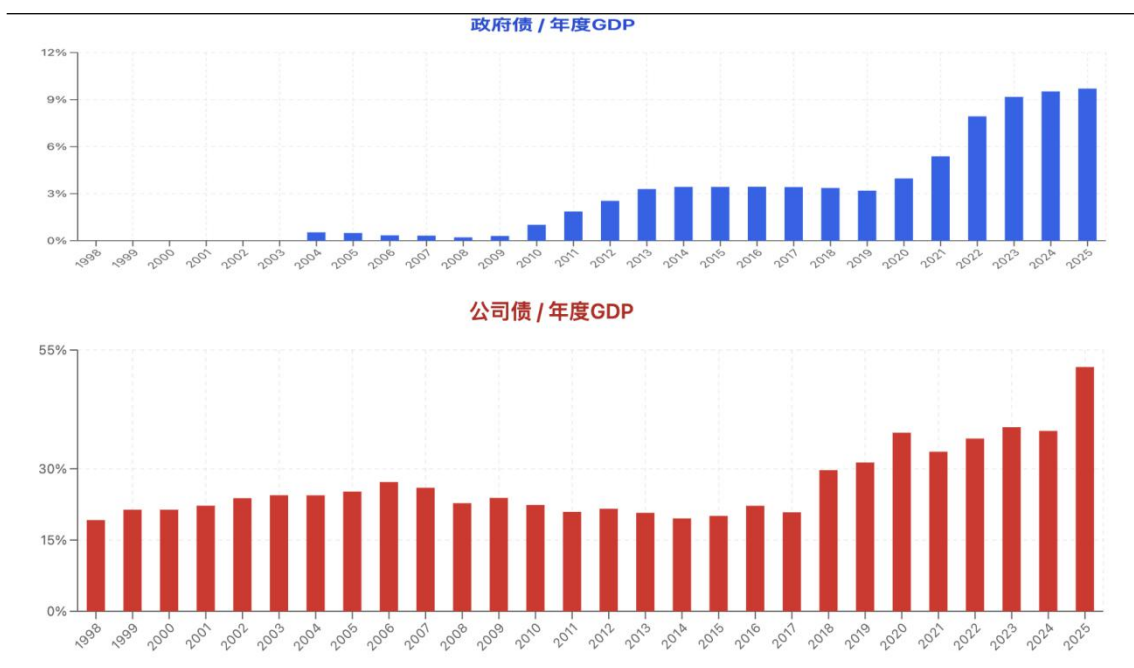
得益于完整收益率曲线等良好市场环境，新加坡逐步形成了亚洲最活跃的企业债市场之一。根据新加坡金融管理局（MAS）发布的《企业债券市场发展报告》，截至 2024 年，新加坡企业债券市场未偿还余额达 6,170 亿新元，本币企业债余额占新加坡 GDP 比重为 15%，美元企业债占新加坡 GDP

比重为 73%。同时，SGS 收益率曲线也成为新加坡利率互换市场、银行资本债市场、房地产投资信托基金（REITs）债券市场和基础设施融资市场的重要定价基础。新加坡的经验表明，政府可主动通过制度设计创造“策略性负债”，为资本市场提供必要的公共基础设施。

相比之下，**香港债券市场的发展路径长期侧重国际债券发行和离岸人民币业务，港元债市场发展深度有待提升。**香港特区政府债务占 GDP 比例长期处于极低水平——2006 年仅为 0.34%，即便经历近年持续财政赤字和扩大发债后，2025 年也仅上升至约 9.7%，尚未形成类似英国 Gilts 或新加坡 SGS 的统一、连续且广泛应用的港元无风险收益率曲线。在企业融资实践中，大量国际企业和中资企业发债仍主要参考美国国债收益率曲线、SOFR 利率曲线或美元互换曲线进行定价，港元收益率曲线在国际融资中的影响力相对有限（见图表 5-6）。

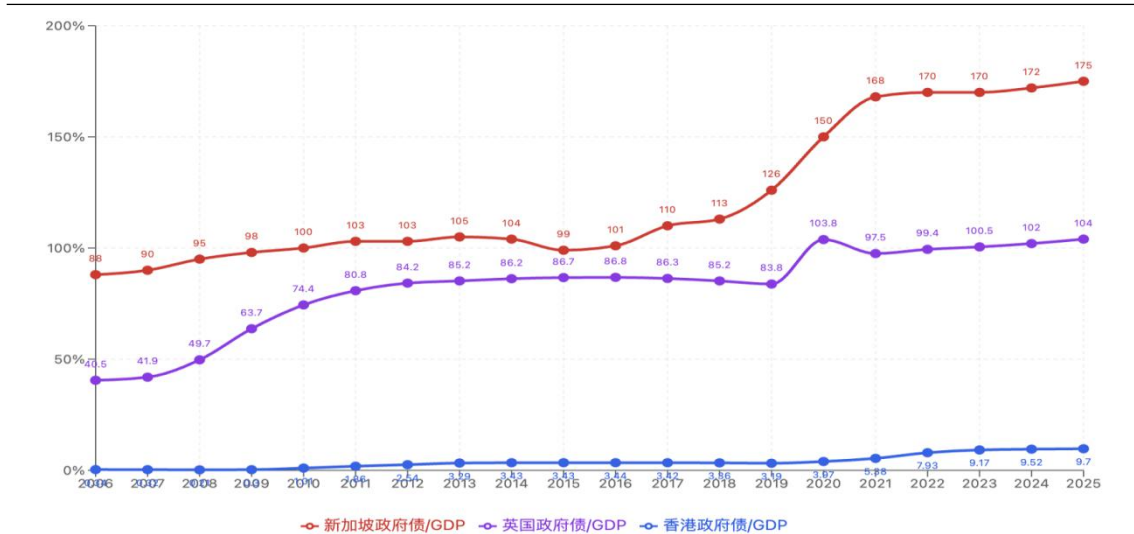
图表 5：香港特区政府债、企业债规模及占 GDP 比例





数据来源：香港金融管理局、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6：政府债占 GDP 比例：新加坡、英国、香港



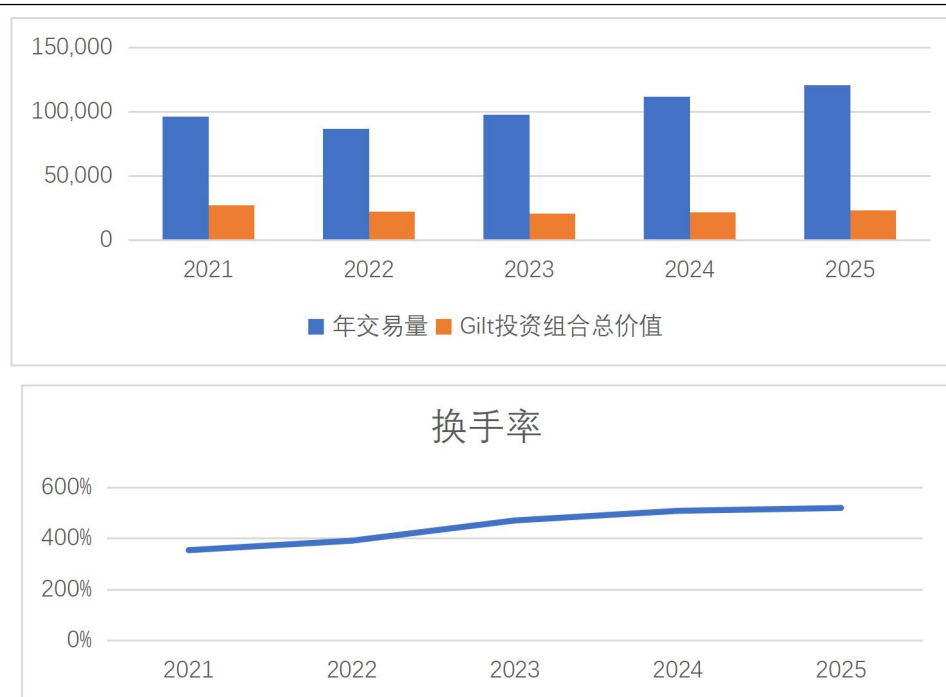
数据来源：香港金融管理局、Macromicro、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）与英国、新加坡等市场相比，香港债券二级市场流动性仍存在差距，近年加快建设离岸人民币债券回购市场

1. 英国：近年英国债券市场换手率单边增长主要得益于金边债券供给规模增加、交易性资金增加和宏观波动率高增。

从数据上看，**英国债券市场近年交易量持续扩大**，2025 年市场总交易量为 120,523.5 亿英镑；与此同时 Gilt 投资组合总价值略微有所回落，2025 年为 23,231.5 亿英镑，当年换手率为 518.8%。这一趋势主要受中期债券（5-15 年期）成交量增长驱动，表明市场交易重心正向中久期品种倾斜（见图表 7）。

图表 7：英国债券市场交易规模（亿英镑）和换手率



数据来源：UK Debt Management Office、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

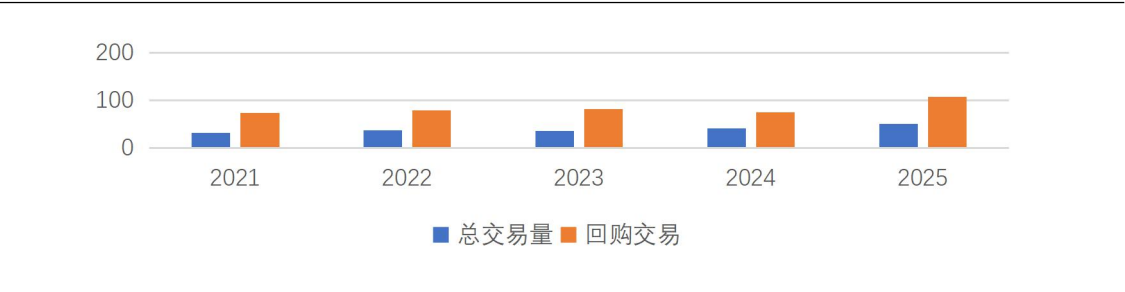
近年英国债券市场换手率单边增长（从2021年的 353.1% 增长到 2025 年的 518.8%）**主要得益于金边债券供给规模增加、交易性资金增加和宏观波动率高增**。首先，金边债券市场规模持续扩张，2024-25 财年 GEMMs 报告的总交易额同比增长 14.2%至 11.19 万亿英镑，叠加 2025-26 财年近 3,000 亿英镑的计划发行规模，从供给端推升了可交易规模。**其次，**

对冲基金等短线资金加速涌入，2025 年前五个月其在 Tradeweb 平台英国国债交易中的占比高达 59%，交易导向型投资者的参与显著提升了市场换手频率。此外，宏观波动持续刺激交易需求——2025 年初英国国债收益率飙升至 2008 年以来最高，叠加市场对财政状况的担忧与预算案预期的高度投机，投资者频繁调仓以管理利率风险，直接推高了交易量与换手率。

2. 新加坡：债券市场规模明显小于伦敦，杠杆交易和投机交易占比较低、但银行间市场和回购市场较为成熟，政府债券（SGS）和 MAS Bills 长期保持较高交易活跃度。

新加坡债券市场规模明显小于伦敦，但政府债券（SGS）和 MAS Bills 长期保持较高交易活跃度。根据 MAS 数据，新加坡债券市场交易和回购交易规模同步增长，2021 年至 2025 年，新加坡债券市场总交易量从 32.1 亿美元增至 51.8 亿美元，增幅高达 61.4%；回购交易规模从 74.3 增至 107.9，增幅为 45.1%（见图表 8）。

图表 8：新加坡债券市场交易规模和回购交易规模（亿美元）



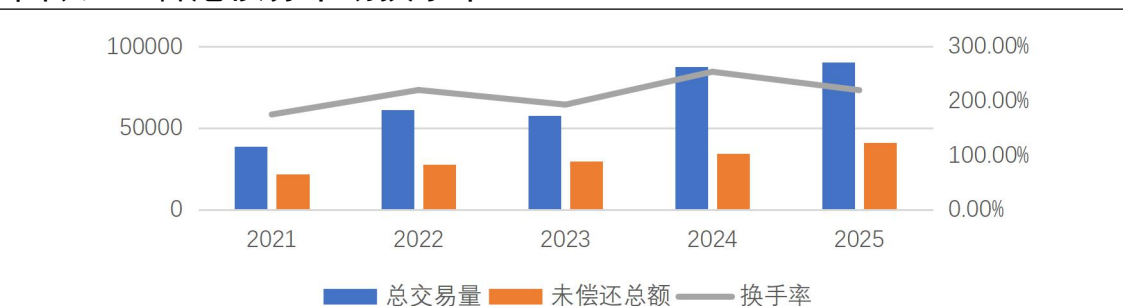
数据来源：新加坡金融管理局、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

新加坡债券市场的主要参与者包括银行、保险公司、主

权基金和国际资产管理机构，其投资行为以长期配置为主，但同时保持一定交易频率，因此市场换手率和流动性水平在亚洲处于前列。与伦敦相比，新加坡市场杠杆交易和投机交易占比较低，但银行间市场和回购市场较为成熟，政府债券广泛用于流动性管理和短期融资。市场呈现出交易稳定、波动较低、机构投资者主导的特征，能够较好满足区域资金配置和流动性管理需求。

与之相比，香港债券市场具有鲜明的“发行驱动型市场”特征。长期以来，香港债券市场投资者以银行、保险机构及长期资金为主，大量债券被持有至到期，市场换手率相对偏低。债券二级市场交易主要集中于外汇基金票据及债券（EFBN）、香港政府债券、离岸人民币债券以及部分国际债券产品，整体呈现“存量规模大、流转速度慢”的特点（见图表 9）。

图表 9：香港债券市场换手率



数据来源：香港债务工具中央结算系统、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

从回购市场发展看，香港也存在一定的差距。伦敦回购市场已成为债券市场的重要组成部分，大量债券通过回购融资反复流转，形成高效的抵押品循环体系。比较看，香港长

期主要依赖外汇基金票据及债券进行流动性管理，回购市场规模和参与主体相对有限。近年来，随着债券通、互换通及离岸人民币市场发展，香港开始加快建设回购市场。特别是债券通项下人民币债券回购业务、离岸人民币债券回购业务以及跨境抵押品管理安排推出后，债券资产的流动性和融资属性明显增强。同时，CMU 正在逐步强化抵押品管理和再质押功能，为未来构建区域性抵押品池奠定基础。

（三）香港债券市场风险管理国际竞争力有待提升，离岸人民币风险管理中心建设处于加速探索阶段

从风险管理市场发展水平看，伦敦、新加坡和香港已形成差异化竞争格局。伦敦仍是全球最大的利率风险管理中心和衍生品清算中心，新加坡是亚洲重要的区域性风险管理中心，而香港则逐步确立全球离岸人民币风险管理中心地位。

伦敦的优势主要体现在市场规模、国际参与度和清算能力。根据 BIS 2025 年三年期调查，英国 OTC 利率衍生品日均成交额达到 4.32 万亿美元，占全球市场 49.6%，继续保持全球第一。全球主要银行、资产管理机构、保险公司、养老金和对冲基金均将伦敦作为主要利率风险管理市场，大量美元、欧元及英镑利率风险最终在伦敦市场集中对冲和清算。与此同时，LCH SwapClear 长期保持全球最大利率互换清算平台地位，覆盖全球绝大部分标准化 IRS 交易。伦敦市场的核心特征是规模较大、产品齐全、流动性充裕，已经形成全球性的风险转移和风险定价中心。

新加坡风险管理市场规模远低于伦敦，在亚洲具有较强影响力。2025 年 4 月，新加坡外汇市场日均成交额达到 1.49 万亿美元，位居全球第三，仅次于伦敦和纽约。市场主要服务东盟及亚太地区跨境资金流动、企业财资管理和区域资产配置需求。国际银行区域总部、大型跨国企业及资产管理机构构成市场主体，产品以利率互换、外汇掉期和跨货币掉期为主。与伦敦相比，新加坡全球影响力有限，但依托亚洲资金流动和区域总部经济优势，已形成较成熟的区域风险管理市场，在美元及亚洲货币风险管理方面具有较强竞争力。

香港风险管理市场的核心竞争力聚集于人民币业务。根据香港金管局公布的数据，2025 年 4 月香港人民币外汇交易日均成交额达到 3,151 亿美元，同比增长 64.8%；人民币 OTC 利率衍生品日均成交额达到 245 亿美元，同比增长 67.1%，继续保持全球最大离岸人民币风险管理市场地位。近年来，随着境外投资者持有人民币债券规模持续增长，市场对于人民币利率和汇率风险管理需求快速上升，推动香港人民币衍生品市场持续扩容（见图表 10）。

图表 10：互换通发展情况

指标（2025）	香港	新加坡	伦敦
OTC 利率衍生品日均成交额（亿美元）	841	208	43,200
全球 OTC 利率衍生品市场份额比较	区域市场	亚洲重要中心	49.6%
外汇市场日均成交额（亿美元）	8,831	14,850	全球占比 38%
主要 CCP	OTC Clear HK	SGX OTC Clear	LCH SwapClear

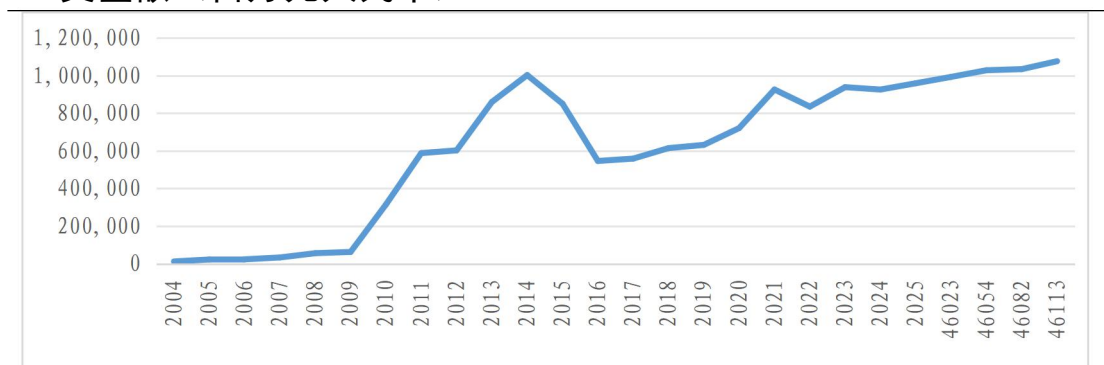
数据来源：公开资料、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

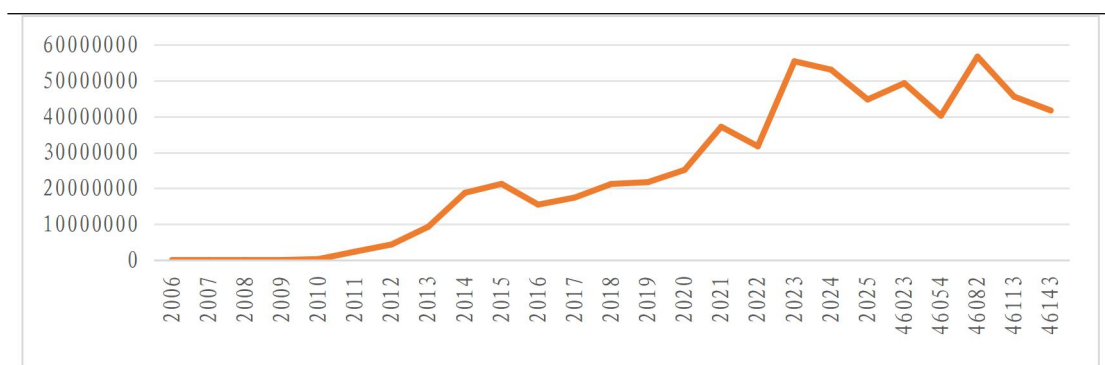
（四）借鉴成熟经验，持续提升香港离岸人民币市场国际竞争力具有坚实基础

香港已经形成了完整的人民币金融市场生态，是目前全球唯一同时具备大规模人民币资金池、人民币债券市场、人民币风险管理市场的离岸中心，特别是在债券通、互换通、CMU 以及离岸人民币 Repo 等机制相继落地后，香港已经成为国际投资者参与中国债券市场和管理人民币资产风险的主要门户。相比而言，伦敦和新加坡主要承担区域性功能，其中伦敦侧重欧洲时区人民币融资和交易服务，新加坡侧重东盟及亚太地区贸易和投融资需求。

从人民币流动性基础看，香港拥有全球最大的离岸人民币资金池。2025 年香港人民币存款及存款证余额约为 1.1 万亿元人民币，是伦敦和新加坡的 4-5 倍。与此同时，香港人民币实时支付结算系统（CNH RTGS）日均处理金额达到 2.5 万亿元人民币，长期占全球离岸人民币支付结算总量的 70% 以上，是全球人民币跨境流动最重要的基础设施（见图表 11）。

图表 11：香港人民币存款及存款证余额及 RTGS 系统人民币结算成交金额（百万元人民币）





数据来源：香港金融管理局、香港银行同业结算有限公司、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

从人民币融资功能看，香港已经形成全球最大的离岸人民币债券市场。2025 年香港离岸人民币债券余额达到约 1.61 万亿元人民币，同比增长约 28%；年度新发行量达到约 1.10 万亿元人民币，继续保持全球最大离岸人民币融资市场地位。目前财政部离岸人民币国债、人民银行香港央票、政策性银行债券以及大量国际机构和企业人民币债券均选择在香港发行。相比之下，伦敦和新加坡人民币债券市场规模仍有限，更多承担区域性融资平台功能。

从人民币资产配置功能看，香港的战略枢纽价值进一步凸显。债券通已成为国际投资者进入中国债券市场的主要渠道，截至 2025 年底，境外投资者持有中国债券规模已超过 4 万亿元人民币，参与机构超过 800 家。债券通采用“境内市场、香港平台”的模式，支持香港承担全球投资者配置人民币债券资产的核心门户角色，这一枢纽功能是香港相较伦敦和新加坡的独特竞争优势。

从人民币风险管理功能看，香港同样保持领先。2025 年 4 月，香港人民币外汇交易日均成交额达到 3,151 亿美元，

同比增长 64.8%; 人民币 OTC 利率衍生品日均成交额达到 245 亿美元, 同比增长 67.1%, 继续保持全球最大离岸人民币风险管理市场地位。特别是互换通推出后(5 年期国债期货也即将落地香港), 国际投资者能够通过香港直接管理在岸人民币债券投资所产生的利率风险, 进一步完善了人民币资产投资生态。相比之下, 伦敦和新加坡虽然具备较成熟的外汇和衍生品市场, 但在人民币利率风险管理领域的市场深度和制度安排明显落后于香港。

借鉴伦敦和新加坡经验, 巩固离岸人民币市场规模优势, 进一步深化市场深度和功能建设都是香港债券市场深化发展的重要方向。伦敦的成功经验表明, 国际债券中心的核心竞争力不仅在于发行规模, 更在于广泛的国际投资者基础、高流动性的二级市场、成熟的回购融资体系以及完善的风险管理工具; 新加坡则通过发展区域财资中心、财富管理和企业融资生态, 持续增强债券市场与实体经济的联系。几点启示: 一是进一步吸引全球央行、主权基金、养老金和长期资产管理机构参与人民币债券市场, 扩大国际投资者基础; 二是加快发展离岸人民币 Repo 市场和跨境抵押品管理机制, 提高人民币债券的流动性和融资功能; 三是依托粤港澳大湾区和“一带一路”建设, 增强人民币债券服务跨境贸易、投融资和企业财资管理的能力; 四是持续完善互换通和国债期货、离岸人民币利率及汇率衍生品市场, 强化人民币风险管理功能。通过提升投资、融资、流动性管理和风险管理全链

条服务能力，推动香港进一步升级为全球人民币资产配置中心、流动性管理中心和风险管理中心。

***免责声明**

本报告由中国工商银行（亚洲）有限公司发出，以上条款建立在我行认为可靠信息的基础上，但我行并不表示对报告的准确或完整负责。如以上资料有所更改，我行恕不另行通知。上述资料仅供参考，我行并非借此诱导任何投资行为或预期未来利率 / 价格走势。我行或我行的任何关联机构可能拥有以上投资产品。

本报告并不构成我行作为上述交易及任何其他投资交易的顾问或令我行负上任何信托责任。我行不对报告或其内容运用负上任何法律责任。投资者在决定进行任何交易之前，应充分了解交易的详情和细则，并进行独立的分析，以评估该交易是否切合个人的条件和目标。我们也建议投资者作出独立的调查以达上述的目的。我行不保证或指示此投资产品将出现任何的投资结果。

这份报告是提供的资料仅供参考。本报告并不构成任何要约，招揽或邀请购买，出售或持有任何证券。投资价格可跌可升，投资者可能会损失部分或全部的投资。在本报告所载资料没有考虑到任何人的投资目标，财务状况和风险偏好及投资者的任何个人资料，因此不应依赖作出任何投资决定。订立任何投资交易前，你应该参照自己的财务状况及投资目标考虑这种买卖是否适合你，并寻求咨询意见的独立法律、财务、税务或其他专业顾问。



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。