

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二：

香港债券市场全景观察（中篇）： 一级市场发展情况及简析

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（中篇）： 一级市场发展情况及简析

总体来看，香港债券市场呈现“一级市场国际化程度高、二级市场流动性有待提升”的特点。其中，香港一级债券市场已成为亚洲最重要的国际债券融资中心之一，已连续多年位居亚洲国际债券安排中心前列。近年，随着国家财政部离岸人民币国债常态化发行、地方政府赴港发债、绿色债券及数字债券发展，以及债券通南向通持续引入中国内地资金，香港一级市场融资功能进一步增强，市场规模不断扩大。

一、港元债券市场

2025 年底存量规模近 6 万亿港元、不含外汇基金票据及债券超 2 万亿港元，外汇基金及票据新发行额占比降至 70% 左右（存量占比至 40% 左右）、香港以外非多边发展银行发行人活跃度高增，港元债券市场整体信用质量/评级较高。

从市场总量看，截至 2025 年底，香港港元债券市场存量规模（不包括外汇基金票据及债券）达到约 2,592 亿美元（约 20,176 亿港元），同比大幅增长 33.3%，创历史新高。2025 年新发行港元债券约 2,093 亿美元（约 16,293 亿港元），同比增长 58.6%，增速显著高于 2024 年的 4.1%。若包含外

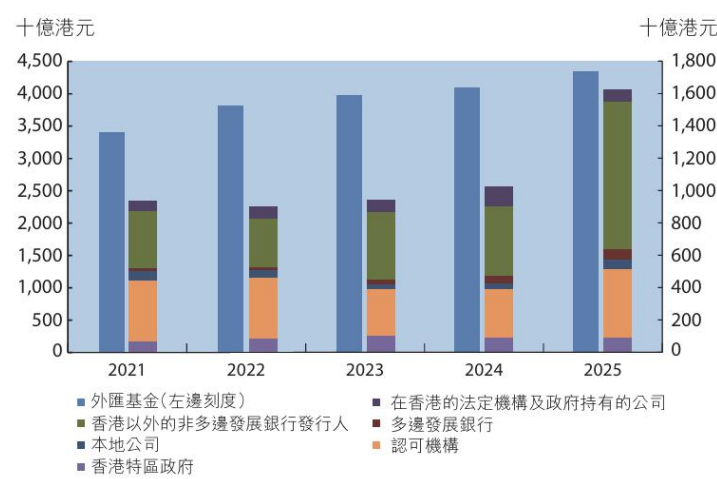
汇基金票据及债券在内，2025 年港元债务证券发行总额达到约 59,806 亿港元（7,683 亿美元），同比增长 16.6%；未偿还总额达到约 33,596 亿港元（4,316 亿美元），同比增长 19.1%。外汇基金票据及债券作为联系汇率制度下调节市场流动性、维持汇率稳定的核心工具，2025 年发行额达 43,513 亿港元，年末未偿还余额为 13,420 亿港元，继续为银行体系提供充裕的高流动性资产（HQLA）。

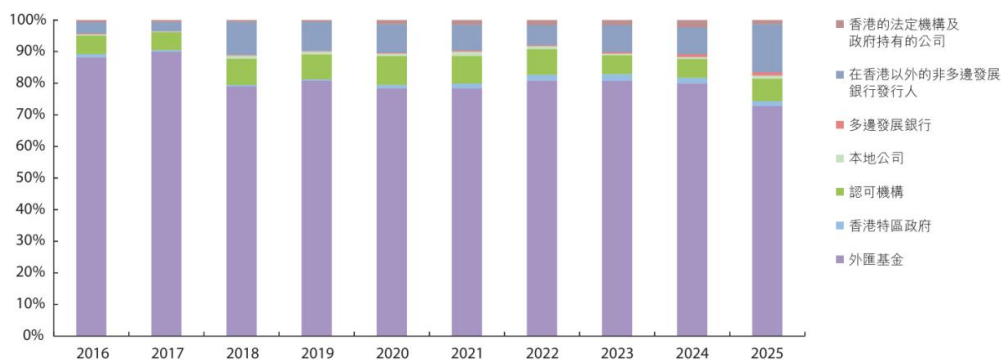
从发行主体看，2025 年港元债券市场呈现明显的多元化趋势，长期以政府债为主导，海外发行人占比逐步提升。2025 年，外汇基金票据及债券发行额占港元债发行规模约 73%，其余以海外非多边发展银行、认可机构为主，分别占 2025 年发行额约 15%及 7%。各类发行人¹情况如下：（1）**外汇基金票据及债券存量占比下降**，2025 年发行额达 43,513 亿港元、2025 年末存量达 13,420 亿港元，存量占比由 2017 年 58.2%下降至 2025 年 39.9%，反映出其他类别发行人增长速度明显快于外汇基金。（2）**香港以外非多边发展银行发行人发行占比高增**，2025 年发行额达 9,105 亿港元，较 2024 年增长 109.6%；年末存量达 8,966 亿港元，增长 57.2%，存量占比从 2016 年的 13.5%大幅上升至 2025 年的 26.7%。**多边发展银行发行亦高增**，2025 年发行额 648 亿港元，增长 36.5%；年末存量 1,218 亿港元，大幅增长 73.8%，反映亚洲

¹ 在香港特区政府统计口径下，港元债券市场发行人主要包括六类：外汇基金（香港金管局）、特区政府、香港法定机构及政府所属机构、认可机构（本地持牌银行、有限制牌照银行及接受存款公司）、本地公司、海外发行人——多边发展银行和在香港以外的非多边发展银行发行人。

基础设施投资银行、亚洲开发银行等国际机构加大港元债券发行力度。（3）香港认可机构（银行）发行规模增速也较高。2025 年发行额达 4,267 亿港元，增长 40.7%；年末存量 3,501 亿港元，增长 26.5%。银行港元债以可转让定期存单为主，是机构投资者、大型企业和中高净值客户财富管理和资产配置的重要工具。（4）香港特区政府通过设立“政府可持续债券计划”和“基础设施债券计划”支持经济多元转型，2025 年发行额 930 亿港元，按年增加 1.4%；年末存量 3,201 亿港元，增长 5.5%。其中可持续债计划及基建债计划下未偿还面值分别为约 2,042 亿及 2,104 亿港元，政府债券计划下机构及零售债券面值为 1,241 亿港元。（5）香港法定机构及政府持有公司及（6）本地公司占比整体不高，2025 年法定机构及政府持有公司发行额 759 亿港元，较 2024 年下降 35.7%；年末存量 1,871 亿港元，增长 8.2%。本地公司全年发行额 583 亿港元，增长 79.0%；年末存量 1,418 亿港元，增长 18.0%（见图表 1-2）。

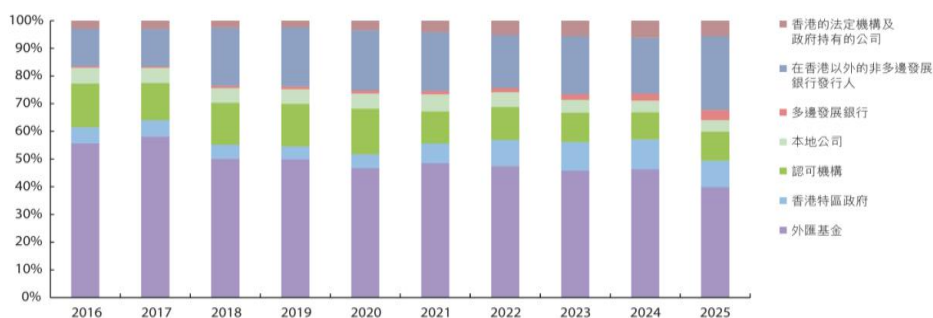
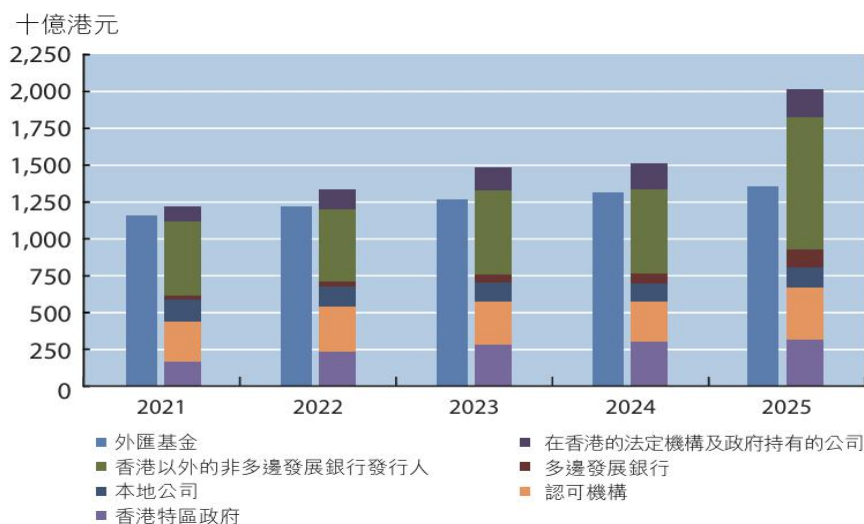
图表 1：港元债券市场新发行额及占比（十亿港元）





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

图表 2：港元债券市场未偿还债券总额及占比（十亿港元）

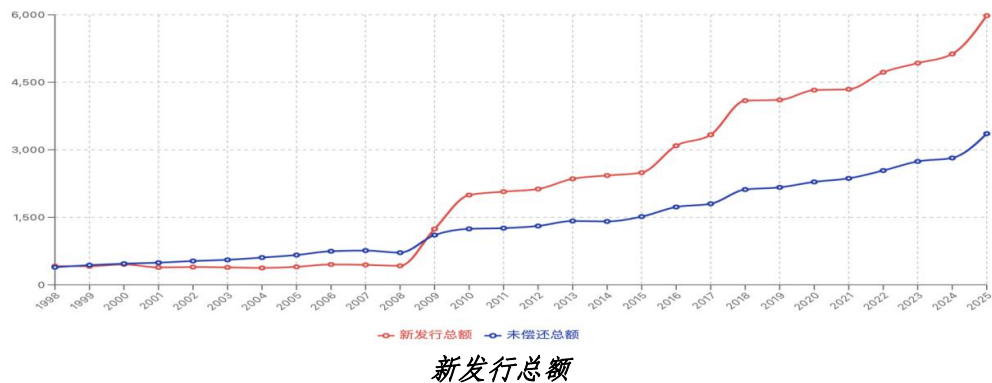


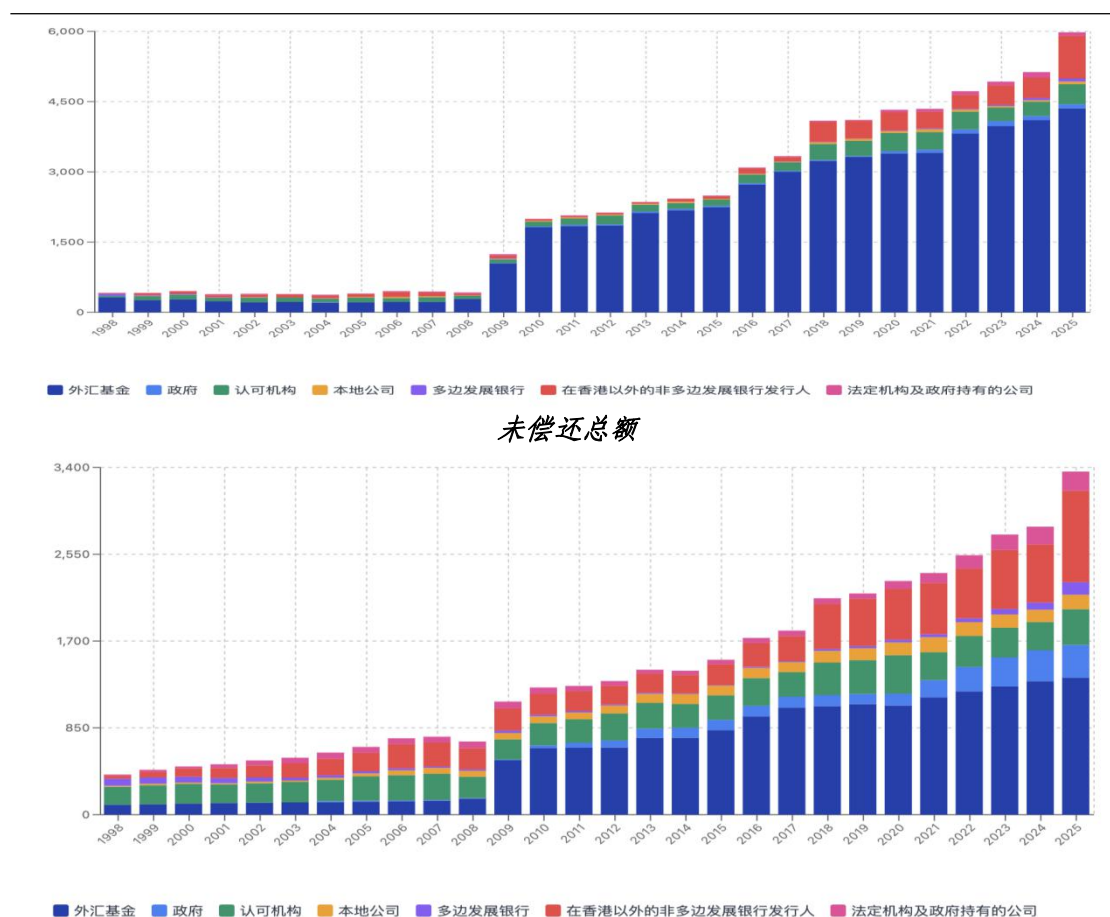
数据来源：香港金融管理局、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

从增长趋势看，香港以外非多边发展银行发行人存量占比翻倍至超 25%。十年维度审视港元债券市场发展，2016 年至 2025 年期间，新发行总额从约 30,920 亿港元增长至

59,806 亿港元，年均复合增速约 7.6%，其中：非公债部分（即剔除外汇基金及政府债券）从 2016 年的 3,335 亿港元增长至 2025 年的 15,363 亿港元，年均复合增速约 18.5%，增长更为显著。未偿还总额从 2016 年的 17,306 亿港元增长至 2025 年的 33,596 亿港元，年均复合增速约 7.7%。其中非公债未偿还余额从 2016 年的 6,647 亿港元增长至 2025 年的 16,975 亿港元，年均复合增速约 11.0%。在新发结构中，外汇基金在新发行总额中的占比从 2016 年的 88.3% 逐步下降至 2025 年的 72.8%（虽然绝对规模从 27,291 亿增长至 43,513 亿港元），非外汇基金发行人占比从 11.7% 提升至 27.2%。在存量结构中，外汇基金占比从 2016 年的 55.7% 下降至 2025 年的 40.0%，其中，香港以外非多边发展银行发行人存量占比从 2016 年的 13.5% 升至 2025 年的 26.7%（见图表 3）。

图表 3：1998 年-2025 年港元债券市场规模趋势（十亿港元）





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

从评级分布看，港元债券市场整体信用质量较高。政府债券及外汇基金票据均为最高信用评级，多边发展银行债券普遍拥有 AAA/AA 级评级。企业债中，无评级港元企业债占存量比重较大，其余基本为投资级债券，高收益级占比极低。

从期限结构看，香港特区政府债券已建立覆盖 1 年至 30 年期的完整基准收益率曲线。2025 年 6 月首次发行的 30 年期港元基建债券为政府至今发行最长年期的港元债券，有助进一步延长港元基准收益率曲线。企业债中以中长期（5 年期以上）债券占比较高，主要集中在金融、地产及公用事业板块。

二、香港离岸人民币债券市场

2025 年底存量规模约 1.6 万亿元人民币、不包含存款证规模 1.3 万亿元人民币，香港发行人和中国内地政府发行占比较高、越来越多中国内地企业选择在港发行离岸人民币债券。

从市场总量看，截至 2025 年底，在香港发行的离岸人民币债券市场存量规模达到约 16,073 亿元人民币（约 2,296 亿美元），同比增长 27.6%；年度新发行离岸人民币债券约 11,009 亿元人民币（约 1,572 亿美元），同比增长 2.7%。剔除存款证看，未偿还总额约 12,944 亿元人民币（约 1,849 亿美元），2025 年新发行额为 7,870 亿元人民币（1,124 亿美元）（见图表 4）。其中，企业债券是主体。2025 年底企业发行人未偿还总额约 8,201 亿元人民币（1,171 亿美元），存量占比约 63%；存款证未偿还额约 3,193 亿元人民币（456 亿美元），占比 19.5%。

图表 4：2007-2025 年离岸人民币债券市场规模（十亿人民币，除存款证）



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

从发行主体结构看，根据香港金融管理局（以下简称金管局）季度统计数据，2025 年离岸人民币债券发行主体主要包括以下几类：

（1）香港发行人（非存款证），包括香港本地企业及金融机构，是离岸人民币债券市场的重要参与者。

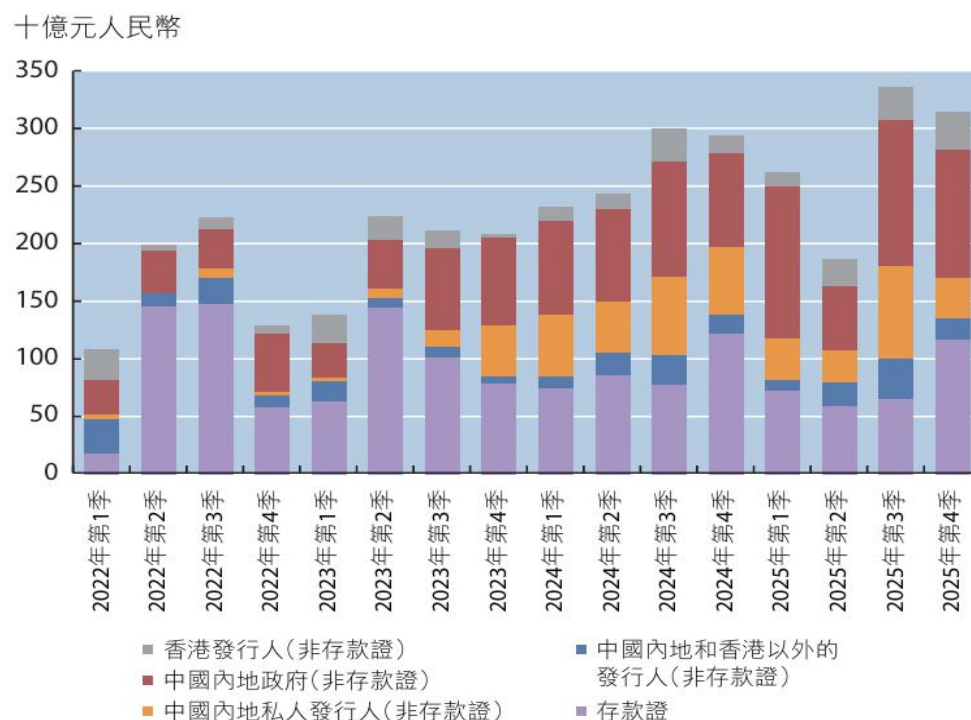
（2）中国内地政府（非存款证），包括国家财政部离岸人民币国债及地方政府债券。2025 年，国家财政部继续在港发行离岸人民币国债；深圳市人民政府连续第五年在香港发行离岸人民币债券（包括社会责任及可持续债券），全年发行总额达 40 亿元人民币；海南省人民政府连续第四年在港发行离岸人民币债券（包括蓝色及可持续债券），全年发行总额达 50 亿元人民币；广东省人民政府继 2024 年首次在港发债后，2025 年再次在港发行离岸人民币债券，总额达 75 亿元人民币（包括蓝色、绿色及可持续债券）。

（3）中国内地私人发行人（非存款证），包括中国内地企业、金融机构等。2025 年中国内地发行人持续需求强劲，是 G3 货币及离岸人民币债券市场增长的重要驱动力。年内，大型科技企业由美元发行转向点心债发行的趋势明显，阿里巴巴、百度、腾讯、美团等多家科技企业在香港市场发行离岸人民币债券。

（4）中国内地和香港以外的发行人（非存款证），包括主权及准主权发行人和多边开发银行。2025 年，印尼政府及哈萨克斯坦开发银行首次在香港发行点心债；亚洲基础设施投资银行及亚洲开发银行等多边开发银行继续在港发行点心

债。（5）存款证，由认可机构发行的离岸人民币可转让存款证，是银行短期融资的重要工具（见图表5）。

图表5：2022-2025年离岸人民币债券市场发行主体分布（十亿人民币）



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

2025年在港发行或流通的中国内地政府及政策机构相关离岸人民币债券主要涵盖以下品种：（1）国家财政部离岸人民币国债，国家财政部持续增加在港人民币国债发行规模和期限覆盖范围，为离岸人民币市场提供无风险基准利率曲线。（2）中国人民银行香港央行票据，央行票据在港发行延续高位投放，在满足离岸市场优质人民币资产需求的同时，有助稳定离岸人民币汇率预期、调节离岸人民币市场流动性。（3）政策性银行债券，国家开发银行、中国进出口

银行、中国农业发展银行等政策性银行在香港发行的离岸人民币债券，丰富了准主权级别的产品供给。**（4）地方政府债券**，深圳（连续五年）、海南（连续四年）、广东（连续两年）等省市地方政府赴港发行离岸人民币债券，且多数包含绿色、蓝色或可持续标签，反映地方政府利用香港平台进行国际融资及推动可持续发展的积极性。

从期限结构和流动性环境看，离岸人民币政府债券在各期限分布较为均匀，有助完善离岸人民币基准债券收益率曲线。企业债中以 2-5 年期债券居多。2025 年推出的离岸人民币债券回购及跨境回购业务，以及同年 8 月推出的优化安排（支持抵押品债券在回购期间再使用及外币结算），有助完善市场化离岸人民币流动性安排机制，提升离岸人民币债券的投资吸引力。

从评级分布看，受发行主体拥有国家信用背书、市场刚刚起步等因素影响，2024 年之前离岸人民币债券市场存在大量无评级债券，2023 年这一比例高达 80%，但 2024 年以来伴随发行主体多元化和市场流动性提升，无评级占比大幅下降。

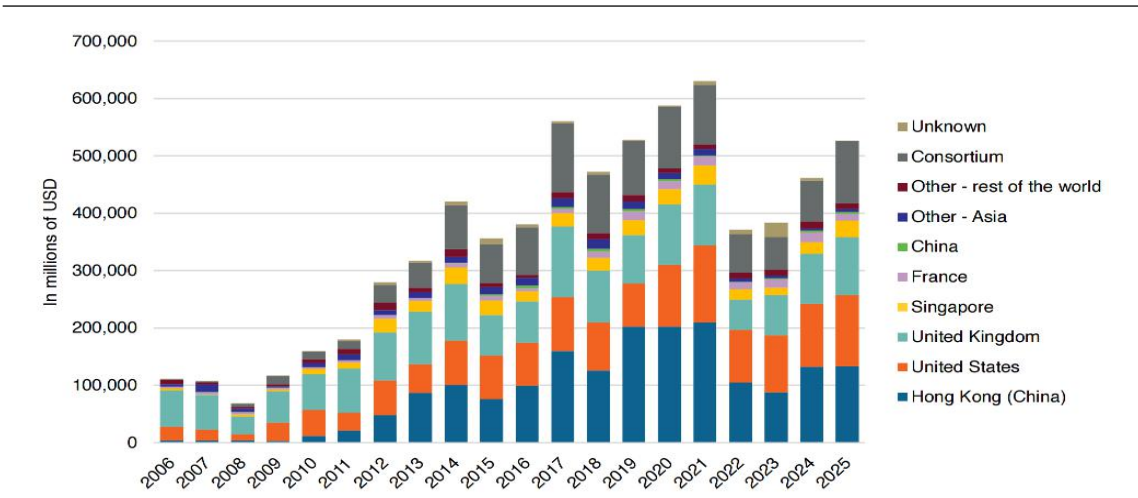
三、G3 货币亚洲国际债券

香港是亚洲地区安排发行国际债券的最大中心，2025 年底在港安排发行的 G3 货币亚洲国际债券存量超 5,000 亿美元、企业债券占比超 90%，中国内地是最大发行群体、日韩泰及中东发行人也积极参与，中资美元债是最主要发行品

种、金融机构和大型企业集团是最主要发行人（亚洲国际债券是指亚洲地区的实体在国际市场上发行的债券）。

G3 货币亚洲国际债券是香港债券市场国际化程度最高的板块。根据国际资本市场协会（ICMA）统计，自 2015 年起，以发行规模计算，香港一直是亚洲区安排发行国际债券的最大中心。2025 年安排发行总额达 1,330 亿美元，占区内市场约 25%（2024 年为 1,320 亿美元，占比 29%）；同年，美国安排发行 1,240 亿美元，英国安排发行 1,000 亿美元（见图 6）。

图表 6：2021-2025 年亚洲国际债券发行情况（按主要发行地，百万美元）



数据来源：国际资本市场协会（ICMA）、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

从市场总量看，截至 2025 年底，在香港安排发行的 G3 货币亚洲国际债券存量规模达到约 5,336 亿美元，保持稳健增长态势。全年新发行规模约 1,015 亿美元，同比增长 26%，反映全球利率下行环境下，发行人把握理想融资窗口期、国际债券融资活动明显回暖。

从市场结构看，企业债券是绝对主体，2025 年底存量规模约 5,017 亿美元，占整体市场的 94%以上。2025 年全年企业新发行额约 873 亿美元，占新发行总额的 86%（见图表 7）。

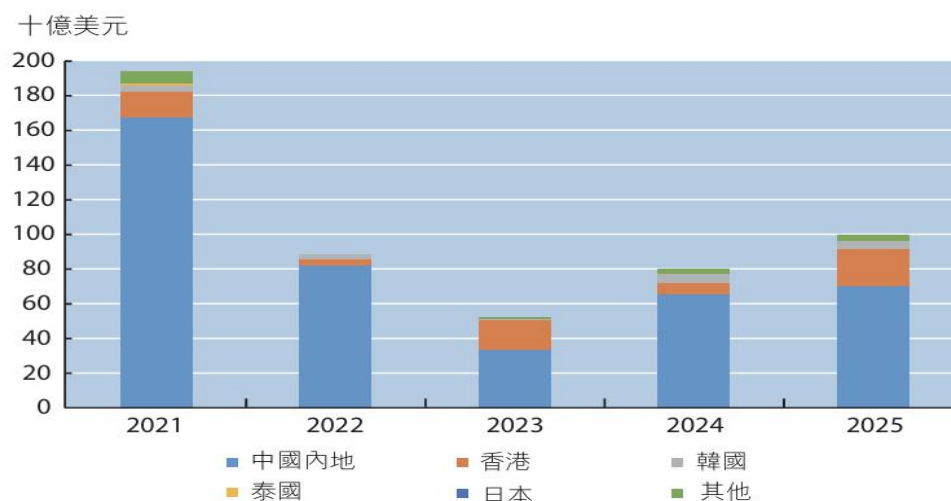
图表 7：2021-2025 年香港 G3 货币债券市场发行及存量情况（十亿美元）



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

从发行人所属国家或地区看，中国内地发行人持续是最主要发行群体。香港本地发行人、韩国发行人亦是重要的参与者。此外，日本及泰国发行人也有一定参与度。近年来发行人基础持续多元化，中东地区发行人参与度有所提升（见图表 8）。

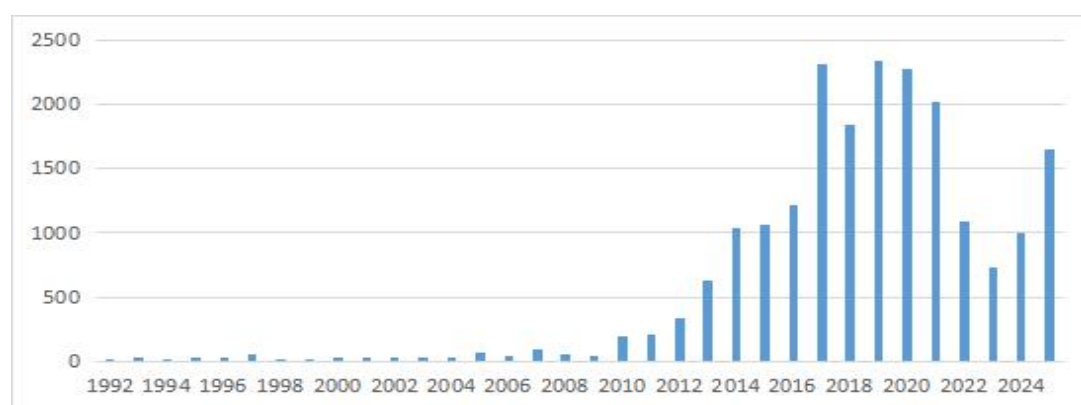
图表 8：2021-2025 年香港 G3 货币债券市场新发行额情况（按发行人所属国家或地区划分，十亿美元）



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

从发行品种看，中资美元债是中资境外债的主要品种，也是中国香港债券市场的重要组成部分。市场在 20 世纪 80 年代起步，但在较长一段时间内发展缓慢。2015 年 9 月，国家发展和改革委员会将企业发行中长期外债由额度审批改为备案登记之后，中资美元债市场规模明显扩张。2022 年至 2023 年，受美联储加息周期和中国内地房地产行业调整转型影响，中资美元债发行额明显下滑。2024 年，随着美联储降息预期升温及信用环境边际改善，融资规模有所回升。进入 2025 年，中资美元债一级市场发行进一步回升，全年总发行量约 1,648 亿美元，同比增长约 64%（见图表 9）。

图表 9：1992-2025 年中资美元债发行额情况（亿美元）



数据来源：彭博、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

从行业分布看，在港安排发行的 G3 货币亚洲国际债券由金融机构和大型企业集团主导。发行主体涵盖商业银行、保险机构、大型国有企业集团、科技企业、主权机构及多边开发银行等。

从评级分布看，投资级债券在存量 G3 货币政府债中占比较高，整体信用优良。企业债信用分化较为明显，投资级与高收益级并存，高收益级主要集中在部分中资地产美元债。

从期限分布看，政府债集中在 10 年期及以上长期限，企业债中以 3-5 年期中期债券为主，10 年期以上长债占比约三成，主要集中在金融机构及大型国企。

四、香港债券一级市场最新动态与发展特点

2025 年，在政府债券供给扩容、产品结构创新与绿色可持续金融深化三大主线驱动下，香港债券市场创新发展呈现以下几个突出特点：

在政府债券发行层面，香港金管局继续协助特区政府落实可持续政府债券计划、基础建设债券计划，支持政府实施

积极财政政策，推动完善港元和离岸人民币债券收益率曲线。2025年6月在可持续债计划和基建债计划下发行约270亿港元等值的绿色债券及基建债券，录得认购金额约2,370亿港元等值，其中首次发行的30年期港元基建债券为政府至今最长年期的港元债券；2025年10月在基建债计划零售部分发行550亿港元银色债券；另通过投标安排发行总值约627亿港元的港元及人民币计价机构债券，促进政府港元及人民币收益率曲线的形成。根据2026至27年度《财政预算案》，香港特区政府将于2026至27年度至2030至31年度的五年间，每年在可持续债计划和基建债计划下发行约1,600亿至2,200亿港元等值的债券，为港元债券市场提供持续、稳定且可预期的优质资产供给。

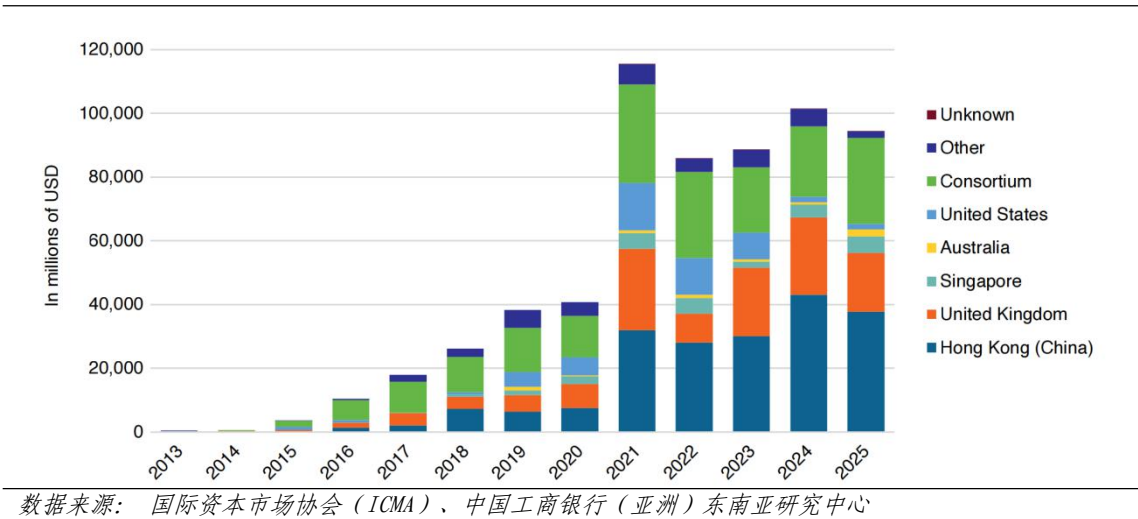
在债券产品创新层面，代币化债券的发展尤为突出，香港特区政府常态化发行之外、中国内地企业也已在港成功发行代币化债券。香港金管局在可持续债计划下已协助政府发行三批具标志性的代币化债券—2023年发行全球首批代币化政府绿色债券，2024年发行首批多币种数码债券，2025年发行首批将港元和人民币代币化央行货币应用于交收程序的数码债券。2025年11月发行的最新一批代币化债券发行额约100亿港元，认购金额超过1,300亿港元。与此同时，来自中国内地的企业发行人已成功在香港发行代币化债券²。

² 2025年8月，深圳市福田区投资控股有限公司（福田控股）在港通过以太坊公链成功发行全球首单同时具备“公募发行”、“交易所上市”和“RWA”特征的数字债券，5亿元规模、期限2年，同时在澳门交易所和深交所上市，实现了“离岸发行、两岸上市”。

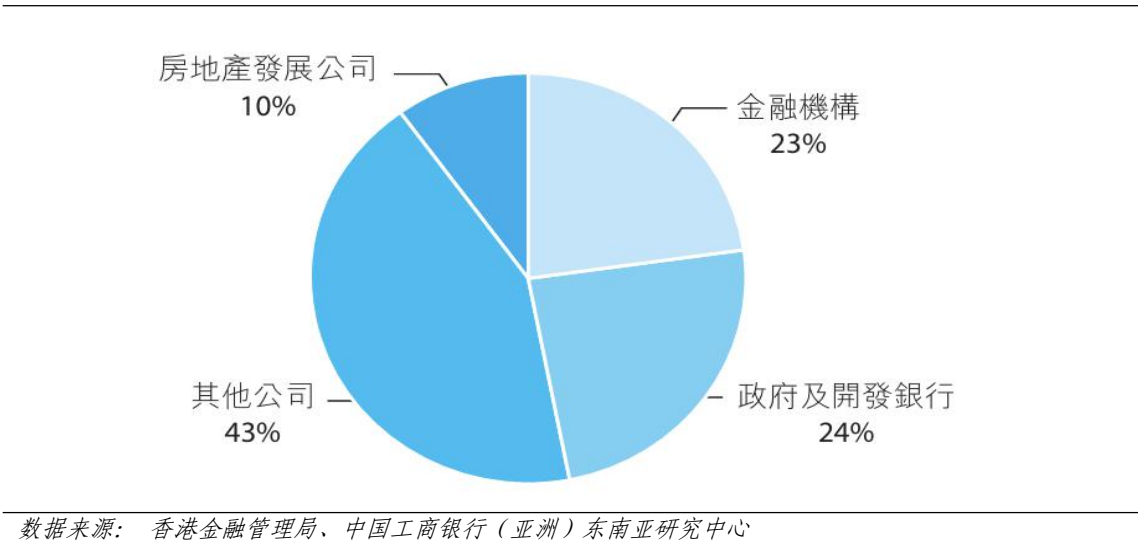
2026 至 27 年度《财政预算案》提出，香港金管局将继续协助特区政府常态化发行代币化债券，并通过“数码债券资助计划”为每笔合资格债券提供最高 250 万港元资助。

在绿色及可持续金融领域，香港继续保持领先优势。根据国际资本市场协会（ICMA）统计，香港连续第八年高踞亚洲区安排国际绿色和可持续债券发行榜首，2025 年发行总额达 377 亿美元，亚太市场份额达到 40%，其中：私营发行人约占 76%（金融机构约占四分之一，其他公司占 43%，房地产发展公司占 10%），政府及开发银行占 24%。根据香港财库局统计，2025 年在港发行的绿色和可持续债务总额（包括债券及贷款）达 765 亿美元，尽管整体按年有所回落，但第四季度绿色及可持续债券发行大幅增长。截至 2025 年底，政府在可持续债计划下共发行约 320 亿美元等值的绿色债券，募集资金已分配至 110 多个香港绿色项目；“绿色和可持续金融资助计划”自 2021 年推出以来，截至 2026 年 2 月已为约 670 笔、总额约 1,900 亿美元的绿色和可持续债务工具批出资助（见图表 10-11）。

图表 10：亚洲国际可持续债券发行：按安排的主要地点划分（百万美元）



图表 11 在香港安排发行的绿色和可持续债券的行业分布（2025 年）



在枢纽功能强化层面，香港融资枢纽角色从中国内地地方政府持续拓展至“一带一路”沿线市场，点心债发行高增积极服务人民币国际化。2025 年，深圳（40 亿元人民币）、海南（50 亿元人民币）、广东（75 亿元人民币）等地方政府在港发行离岸人民币债券，且均包含 ESG 标签；同时，印

尼政府及哈萨克斯坦开发银行等主权和准主权发行人首次在港发行点心债，进一步拓展了离岸人民币债券发行人基础。

在制度建设层面，创新打造全球固定收益及货币中心。

香港证券及期货事务监察委员会与金管局于 2025 年 9 月联合发布《固定收益及货币市场发展路线图》，围绕四大支柱提出十项措施，系统性推动香港定位为全球固定收益及货币中心：**一**是一级市场发行，通过发行政府债券引领市场发展，向发行人和投资者推广香港优势，扩大投资者基础；**二**是二级市场流动性，落实推行场外固定收益及货币衍生工具制度，促进在香港发展回购交易中央对手方；**三**是扩大离岸人民币应用，完善互联互通机制，提升离岸人民币流动性及增加人民币相关产品供应；**四**是打造新一代基建，支持电子交易平台发展，促进落实代币化固定收益及货币产品的用例。

***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。