

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

祝修业 文晨宇

香港债券市场研究系列之三：

香港债券市场全景观察（下篇）： 二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高增；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（下篇）： 二级市场发展情况及简析

香港债券二级市场以场外交易（OTC）为主，具有明显的机构投资者主导特征，市场参与者主要包括商业银行、保险公司、资产管理机构、主权财富基金、中央银行及其他长期机构投资者。大量债券特别是高评级政府债券、外汇基金票据及债券以及离岸人民币债券被银行和保险机构长期持有，市场具有较强的“买入并持有（Buy-and-Hold）”特点，回购（Repo）市场偏缓，整体换手率低于纽约和伦敦等成熟国际市场。

二级市场分析基于 CMU（香港债务工具中央结算系统）公开数据。需要指出的是，CMU 成交数据主要覆盖通过 CMU 托管和结算的债券交易，包括香港特区政府债券、外汇基金票据及债券（EFBN）、离岸人民币债券、财政部离岸人民币国债、人民银行香港央票以及大量港元和人民币计价债券，对港元债券市场和离岸人民币债券市场具有较高代表性。由于部分国际美元债、欧元债和日元债主要通过欧洲清算银行（Euroclear）和明讯银行（Clearstream）等国际中央证券托管机构进行登记和结算，其交易活动未能完全纳入 CMU 统

计范围。

一、香港债券二级市场交投状况概览

（一）交易规模与活跃度：交投规模持续增长，交易活跃度与参与广度持续提升

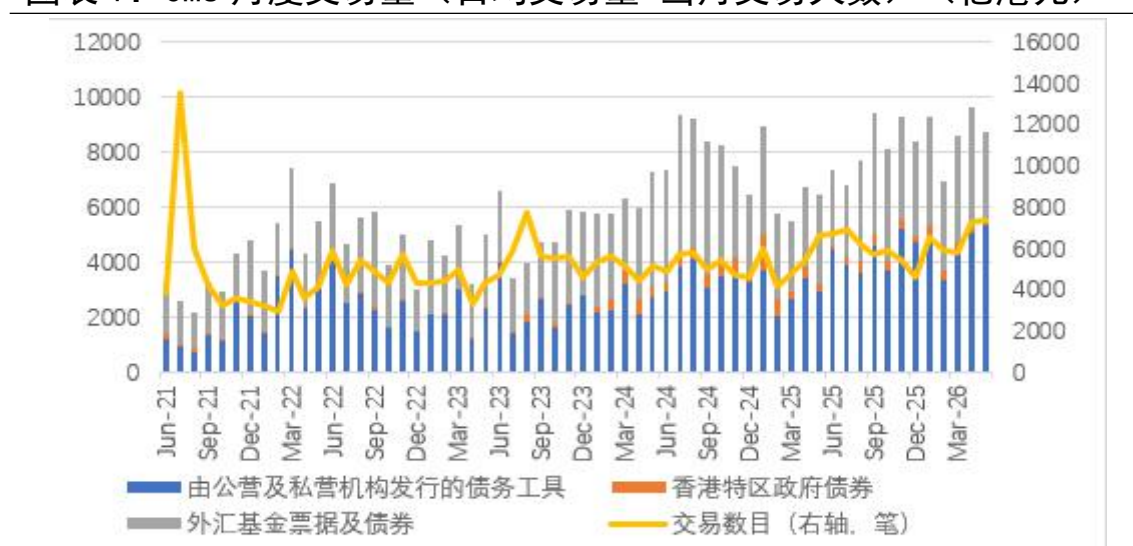
从交易量来看，呈现递增走势。基于 CMU 数据，近 5 年各交易品种每月日均成交量普遍上升，尤其是 2024 年以来主要的三类债务工具交易量都有明显增长。

从日均交易笔数看，近 5 年每月日均交易笔数波动频繁，近一年来每月日均交易量维持在约 400 亿港元。

从月度累计交易量看，近几个月呈现上升态势。2026 年 5 月，由公营及私营机构发行的债务工具月度累计交易量为 5,325.1 亿港元，香港特区政府债券月度累计交易量为 121.8 亿港元，外汇基金票据及债券 3,298.5 亿港元，交易数目共计 7,336 笔。

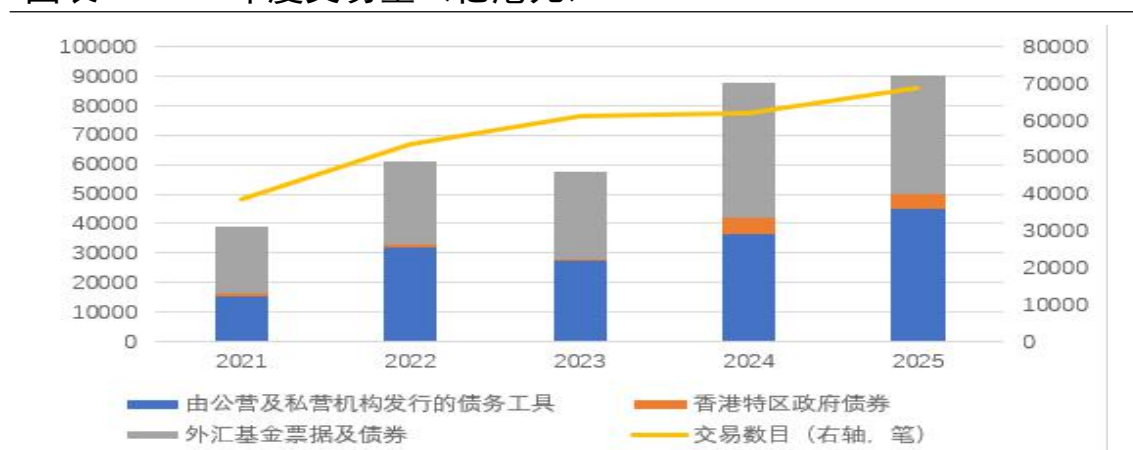
近 5 年每年累计交易量和交易笔数逐年递增，反映出 CMU 市场交易活跃度与参与广度持续提升（见图表 1-2）。

图表 1：CMU 月度交易量（日均交易量*当月交易天数）（亿港元）



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

图表 2：CMU 年度交易量（亿港元）



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

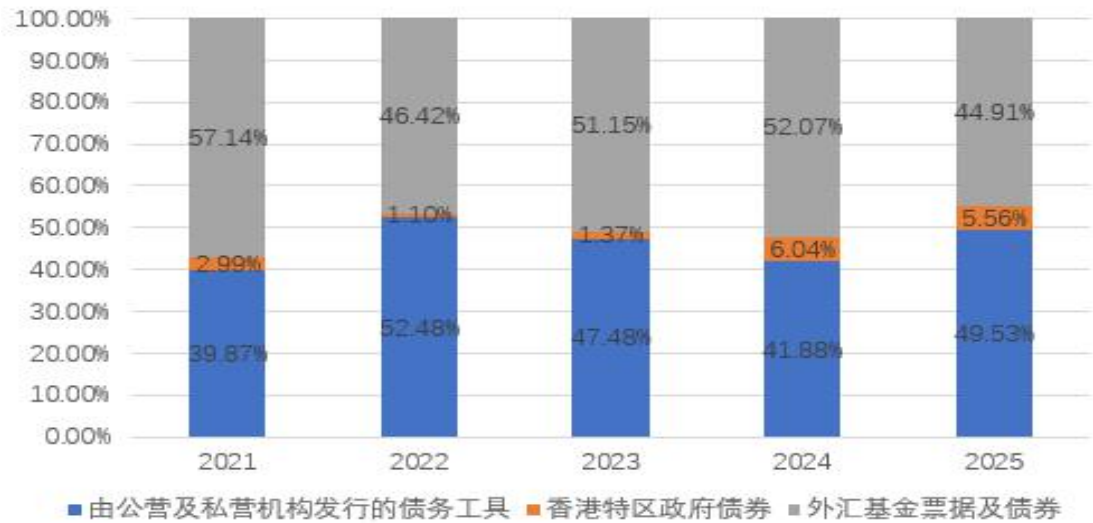
（二）交易类别和币种结构：非外汇基金票据及债券发行占比提升，外汇基金票据及债券发行占比降至 40%以下、在 CMU 登记和托管的港元和离岸人民币债券占比超九成

外汇基金票据及债券（Exchange Fund Bills and Notes） 发行占比降至 40%以下，发行人更加多元化。根据 CMU 数据，2021 年至 2025 年，由公营及私营机构发行的债务工具占比

由 39.87% 上升至 49.53%，香港特区政府债券占比由 2.99% 上升至 5.56%，外汇基金票据及债券占比由 57.14% 下跌至 44.91%，反映出市场发行人结构正从 EFBN “一枝独秀” 向更均衡的方向演进（见图表 3）。

图表 3：CMU 各债务工具类别占比

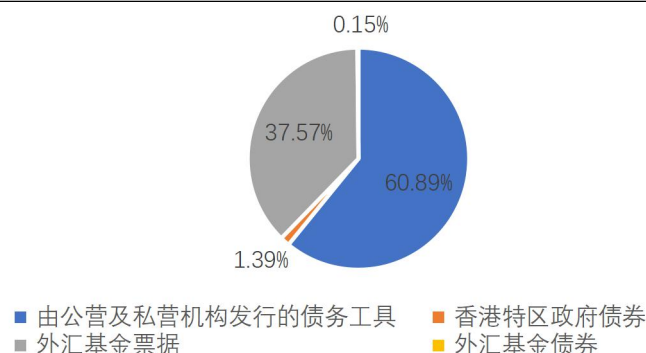
年份	由公营及私营机构发行的债务工具	香港特区政府债券	外汇基金票据及债券
2021	39.87%	2.99%	57.14%
2022	52.48%	1.10%	46.42%
2023	47.48%	1.37%	51.15%
2024	41.88%	6.04%	52.07%
2025	49.53%	5.56%	44.91%



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

截至 2026 年 5 月，各债务工具类型占比分别为：由公营及私营机构发行的债务工具占 60.89%，香港特区政府债券占 1.39%，外汇基金票据占 37.57%，外汇基金债券占 0.15%（见图表 4）。

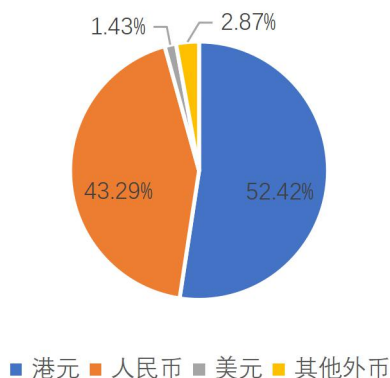
图表 4：2026 年 5 月各债务工具类别占比



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

在 CMU 登记托管的港元和离岸人民币债券占比超 90%。截至 2026 年 5 月，香港债券市场各币种占比为：港元占 52.42%，人民币占 43.29%，美元占 1.43%，其他外币占 2.87%（见图表 5），也从侧面反映了 CMU 在国际债券承销发行领域的辐射仍有广阔提升空间。

图表 5：2026 年 5 月各币种占比



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

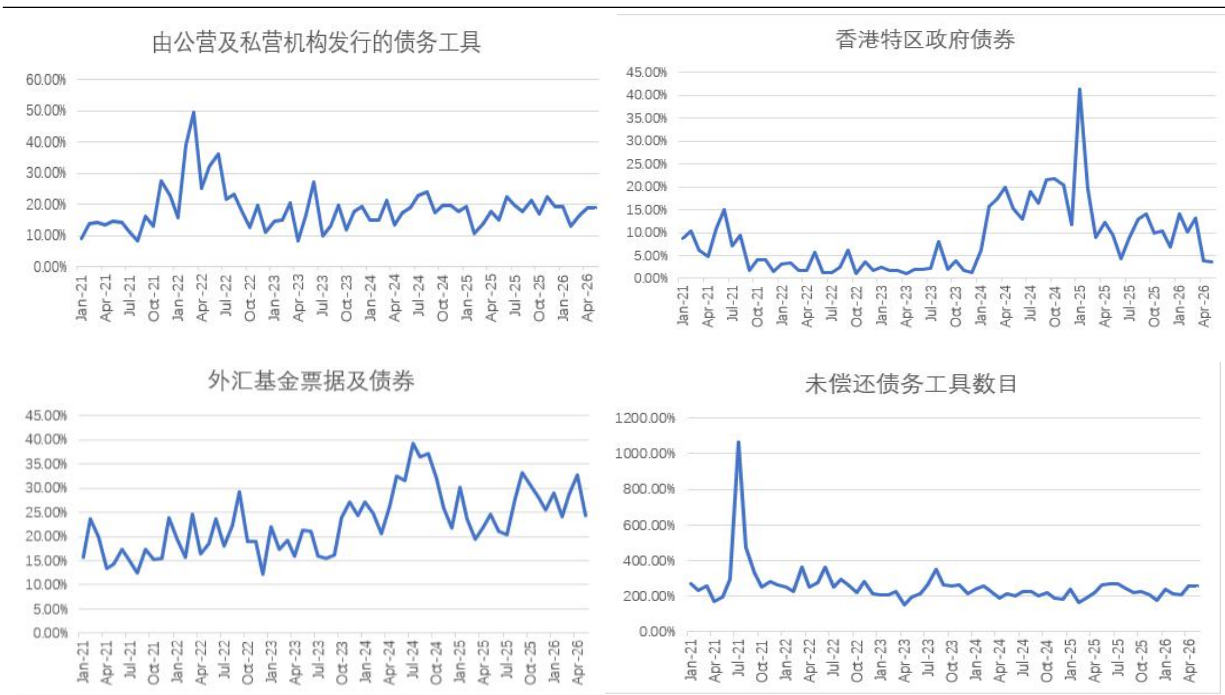
（三）市场流动性：外汇基金票据及债券换手率较高、政府债券换手率高波动，整体“买入持有”特点较为突出

债券市场成交额与存量规模之比

(Turnover-to-Outstanding Ratio) 是衡量债券市场流动性和交易活跃度的重要指标。综合看，**不同类型债务工具的换手率表现高度分化，反映出香港债券市场的流动性呈现明显的“结构性分层”特征。**具体而言，EFBN 凭借其基准地位维持着相对活跃的交易，政府债券换手率则受一级市场发行节奏和个别大宗交易的短期影响、波动较大，公私营机构债券则保持温和稳定。从 CMU 数据看，由公营及私营机构发行的债务工具换手率在经历 2022 年大幅波动后，近两年维持在 20% 左右；香港特区政府债券换手率自 2024 年以来大幅上升，2025 年 1 月高达 41.2%，此后又快速回落，至 2026 年 5 月仅有 3.5%；外汇基金票据及债券换手率整体维持较高水平，近年来波动上行，2026 年 5 月达 24.4%。“交易数目/未偿还债务工具数目”可视作“交易频度比率”，反映市场参与广度和个券流动性，近年维持在 200% 的水平（见图表 6）。

整体上，“买入并持有型”的特点仍较为突出。近年，市场交易活跃度虽较 2022 年低点有所修复，但除个别品种的脉冲式冲高外，多数券种的换手率尚未形成持续上行的趋势。

图表 6：在 CMU 托管结算的各类债券换手率



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

二、香港债券回购市场发展动态

回购市场不仅是债券市场参与者进行流动性管理的“蓄水池”和“调节器”，也是连接货币政策、价格发现与国际市场的重要纽带，对债券市场高效、稳健发行发挥着重要作用。

（一）外汇基金票据及债券（EFBN）回购市场：EFBN 是香港回购市场最核心抵押品、也是银行体系最重要的高质量流动性资产（HQLA）之一，发挥相机稳定港元流动性作用

EFBN 是香港回购市场最核心抵押品和流动性管理工具。缺乏类似美国三方回购市场（Tri-Party Repo）和中央对手方清算（CCP）体系的大规模融资生态，是香港债券市场整体流动性和债券周转效率不及纽约、伦敦等成熟市场的重要

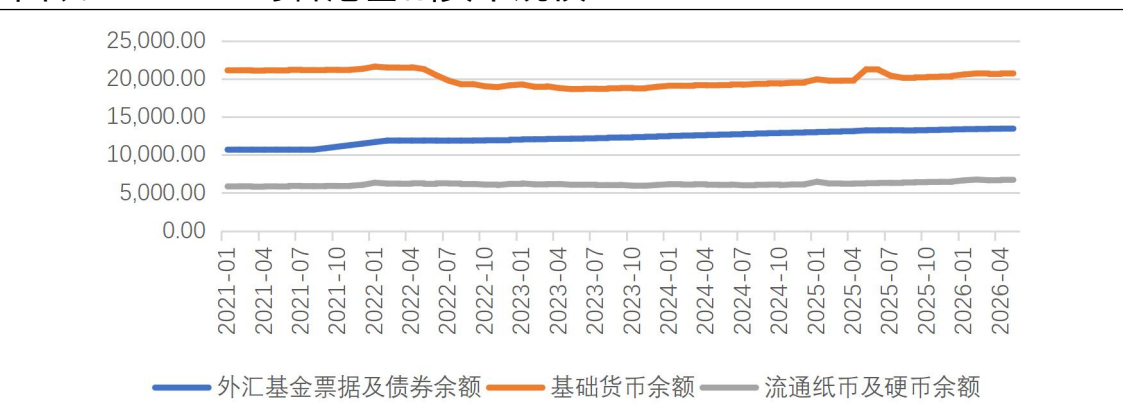
原因之一。目前，在香港债券市场体系中，外汇基金票据及债券（EFBN）不仅是规模最大的单一债券品种，也是香港回购市场最核心的抵押品和流动性管理工具。根据香港金管局数据，截至 2025 年底，外汇基金票据及债券余额约 1.34 万亿港元，占香港货币基础约 65%，是香港债券市场规模最大的单一债券资产。

EFBN 具有其他债券难以替代的三个优势。首先，EFBN 具有准主权信用属性，被市场视为港元无风险资产；其次，其发行规模较大且期限结构完整，覆盖 91 天、182 天、364 天票据以及 2 年期债券等多个期限，为市场提供了稳定的港元收益率曲线基础；第三，HKMA 建立了认可信贷商（Recognised Dealers）和市场庄家（Market Makers）制度，保证二级市场较高流动性。

EFBN 是香港货币基础的重要组成部分，以及香港银行体系最重要的高质量流动性资产（HQLA）之一，发挥着相机稳定港元流动性的作用。银行持有 EFBN 不仅能够满足巴塞尔协议下流动性覆盖率（LCR）监管要求，还能够在需要时迅速通过 Repo 或贴现窗转换为现金。根据香港联系汇率制度安排，在香港金管局设有港元结算账户的银行，可使用所持 EFBN 作为抵押品，通过贴现窗（Discount Window）与 HKMA 开展回购交易，从而获得隔夜港元流动性支持，也即 EFBN 是银行体系获取流动性的标准抵押品。香港金管局增发和减发 EFBN 发挥着回笼和释放港元流动性的作用。

2026 年以来，美元指数转升、港股回调等因素影响下，港元汇率阶段承压，EFBN 发行量相机增加，2026 年 5 月达 13,479.8 亿港元，在基础货币余额（20,720.9 亿港元）中的占比达到 65.05%，约为流通纸币及硬币占比的两倍，反映市场流动性充裕时，银行体系“总结余”转换为 EFBN（见图表 7）。

图表 7： EFBN 与香港基础货币规模



数据来源：万得Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）离岸人民币回购市场：主要依托三类高等级人民币债券资产，2025 年“债券通”项下回购机制创新提速

Repo 市场是推动离岸人民币债券从“配置型资产”向“交易型资产”和“融资型资产”转变的关键机制。**从抵押品种类看**，香港离岸人民币回购市场主要依托三类高等级人民币债券资产：一是国家财政部及地方政府在香港发行的离岸人民币债券；二是人民银行在香港发行的人民币央票；三是通过“债券通”持有的境内人民币债券，特别是中国国债和政策性金融债。

国家财政部及地方政府离岸人民币债券是离岸人民币

回购市场最重要的无风险抵押品之一。国家财政部在香港持续发行人民币国债，不仅为离岸人民币市场提供主权信用资产，也有助于形成离岸人民币无风险收益率曲线。近年，深圳、海南、广东等地方政府继续在香港发行离岸人民币债券，进一步丰富了离岸人民币高等级债券供给。与普通企业债相比，国家财政部国债和地方政府高等级人民币债券具有**信用等级高、市场认可度强、期限结构稳定**等特点，有助于提升回购交易的安全性和标准化程度。

人民银行香港央票是离岸人民币回购市场中另一类特殊抵押品。自 2018 年以来，人民银行持续在香港发行人民币央票，主要通过香港金管局 CMU 系统招标发行。央票本身既是人民银行管理离岸人民币流动性的政策工具，同时，由于**期限较短、信用等级高、市场接受度强**，能够为银行和机构投资者提供标准化、低风险、易定价的抵押品（见图表 8）。

图表 8：香港离岸人民币回购市场抵押品类别及功能

抵押品类别	代表品种	主要功能	对 Repo 市场意义
国家财政部离岸人民币国债	MOF RMB Sovereign Bonds	离岸人民币无风险资产	构建主权抵押品基础
人民银行香港央票	PBOC RMB Bills	离岸人民币流动性管理工具	提供短期限、高信用抵押品
境内人民币债券	中国国债、政策性金融债	北向通投资资产	扩大跨境 Repo 抵押品池
高等级点心债	政策性银行债、大型金融债	离岸人民币信用债资产	丰富市场抵押品层次

数据来源：公开资料、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2025 年香港离岸人民币回购市场制度创新明显提速。
2025 年 1 月，香港金管局宣布推出以北向“债券通”持仓债

券作为抵押品的离岸人民币债券回购业务，并于 2 月 10 日正式实施，允许北向债券通投资者使用其持有的中国银行间债券作为抵押品，在香港获得离岸人民币融资，意味着境外投资者通过债券通持有的中国国债和政策性金融债开始具备跨境抵押融资功能，人民币债券从单纯投资资产进一步转化为可融资资产。2025 年 7 月，香港金管局进一步推出离岸人民币债券回购业务优化安排，支持回购期间抵押品再使用，并引入跨币种回购功能。根据相关安排，市场参与者可在回购期间将取得的债券抵押品再次用于离岸回购交易，同时支持以人民币债券作为抵押品融资港元、美元和欧元（见图表 9）。

图表 9：离岸人民币回购市场制度建设重要节点

时间	机制进展	主要内容	市场意义
2025 年 1 月	宣布离岸人民币债券回购业务	北向通债券可作为抵押品融资 CNH	打通境内债券·融资
2025 年 2 月	机制正式实施	由指定人民币一级流动性提供行参与做市	形成初步市场：制
2025 年 7 月	推出优化安排	支持抵押品再使用及跨币种 Repo	提升抵押品使用
2025 年 8 月	优化安排落地	可用债券抵押品融资 CNH、HKD、USD、EUR	推动市场向国 靠拢

数据来源：公开资料、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

整体而言，目前香港离岸人民币 Repo 市场仍处于早期发展阶段，公开市场尚未形成类似美国有担保隔夜融资利率（SOFR）或欧洲回购与抵押品理事会（ERCC）那样连续、统一的成交量和未平仓余额统计。人民银行和香港金管局主要

公布央票发行规模、Repo 制度安排、合资格抵押品和机制优化措施，但尚未定期披露按券种划分的 Repo 成交量、余额和利率曲线。

三、香港利率衍生品市场发展及国际比较

利率衍生品市场是债券市场稳健运行的“减震器”和“定价锚”。从香港债券市场生态角度看，IRS/OIS 市场发展至少具有三重意义。**第一，提升债券投资吸引力。**国际投资者在配置人民币债券、港元债券或亚洲美元债时，通常需要同时管理利率风险、汇率风险和流动性风险。**第二，增强二级市场价格发现能力。**IRS 和 OIS 曲线是固定收益市场重要的定价基准，债券收益率与 Swap 曲线之间的利差，可以反映市场对信用风险、流动性风险和资金成本的定价。**第三，促进香港由融资中心向定价中心升级。**一个真正成熟的国际债券中心，必须具备现券交易、Repo 融资、IRS/OIS 对冲和中央清算等完整市场链条。目前，IRS 和 OIS 是香港市场最核心的利率衍生产品，美元、人民币和澳元利率衍生品交投最活跃，“互换通”提振香港利率衍生品市场 2022 年以来快速增长。

（一）香港利率衍生品市场发展动态

从产品结构看，香港债券相关衍生品市场主要包括利率互换（Interest Rate Swap, IRS）、隔夜指数互换（Overnight Index Swap, OIS）、远期利率协议（FRA）、跨币种利率互换（Cross Currency Swap）以及部分利率期权。其中，IRS

和 OIS 是最核心的产品，银行、保险公司和资产管理机构可通过支付固定利率或收取固定利率的方式（IRS），对冲债券组合久期风险；OIS 则以隔夜利率为浮动端，随着全球利率基准由 LIBOR 体系转向无风险利率体系，OIS 在美元、港元及其他主要市场中的重要性不断提升。

从市场规模看，香港利率衍生品市场近年来增长明显。根据香港金管局公布的 2025 年国际清算银行（BIS）三年一度全球外汇及衍生品市场调查结果，2025 年 4 月香港场外利率衍生品平均每日成交额达到 841 亿美元，较 2022 年显著增长。其中，美元、人民币和澳元利率衍生品是香港市场最活跃的品种。人民币利率衍生品增长尤为突出，2025 年 4 月香港人民币场外利率衍生品平均每日成交额达到 245 亿美元，较 2022 年的 147 亿美元增长 67.1%，反映香港正在成为全球重要的离岸人民币利率风险管理中心（见图表 10）。

图表 10：香港场外利率衍生品市场主要指标

指标	2022 年 4 月	2025 年 4 月	增长情况
香港 OTC 利率衍生品日均成交额	约 494 亿美元	841 亿美元	显著增长
人民币 OTC 利率衍生品日均成交额	147 亿美元	245 亿美元	+67.1%
主要活跃币种	美元、人民币、澳元	美元、人民币、澳元	结构稳定
主要产品	IRS、OIS、FRA 等	IRS、OIS、FRA 等	IRS/OIS 占主导

数据来源：公开资料、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

互换通服务人民币国际化，也提振香港利率衍生品市场自 2022 年以来快速发展。互换通（Swap Connect）是香港债券衍生品市场近年来最重要的制度创新，旨在解决“买债

后能不能管理利率风险”的问题。互换通于 2023 年正式启动，境外投资者通过债券通买入中国债券后，可以利用互换通管理人民币利率风险，从而形成“债券投资+利率对冲”的完整投资闭环。根据香港交易所披露，截至 2025 年 5 月，互换通月度成交量已由 2023 年 5 月的约 500 亿元人民币上升至 2025 年 5 月的约 3,800 亿元人民币，日均清算量约 250 亿元人民币；截至 2025 年 8 月底，已有来自 15 个市场的 82 家国际机构通过互换通开展超过 1.5 万笔利率互换交易，累计名义本金约 8.15 万亿元人民币（见图表 11）。2025 年，互换通进一步扩容，产品期限延长至 30 年，并将以贷款市场报价利率（LPR）为参考利率的利率互换纳入产品范围，同时提高每日净交易额度并扩大中国内地做市商名单。

图表 11：互换通发展情况

指标	数据
启动时间	2023 年 5 月
2023 年 5 月月度成交量	约 500 亿元人民币
2025 年 5 月月度成交量	约 3800 亿元人民币
2025 年 5 月日均清算量	约 250 亿元人民币
截至 2025 年 8 月底累计交易笔数	超过 1.5 万笔
截至 2025 年 8 月底累计名义本金	约 8.15 万亿元人民币
参与机构	82 家国际机构，来自 15 个市场

数据来源：公开资料、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

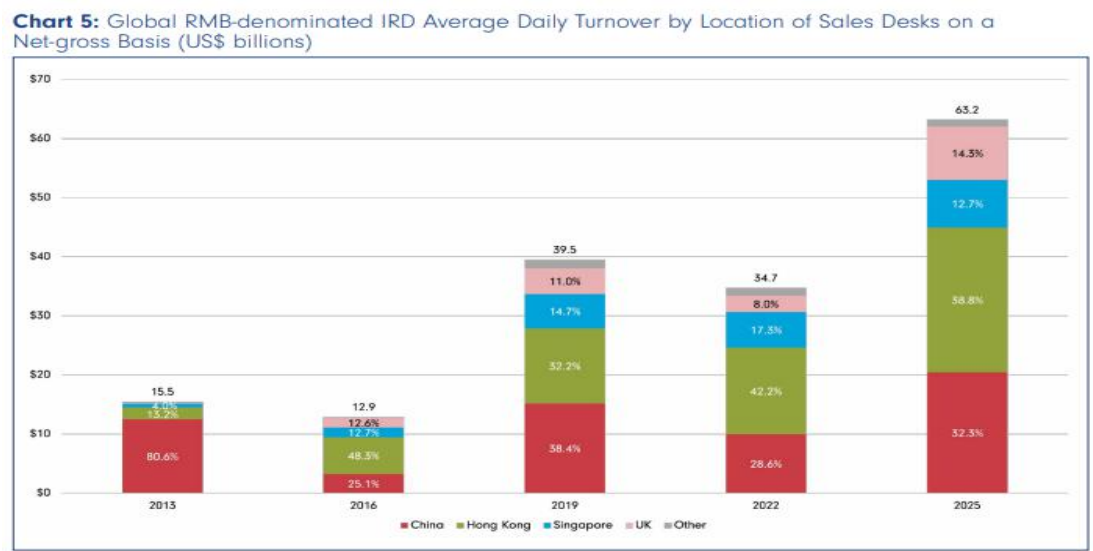
（二）国际比较视角看香港利率衍生品市场发展

根据国际掉期与衍生工具协会（ISDA）¹2025 年 11 月发布的研究报告，香港人民币利率衍生品市场自 2022 年以来

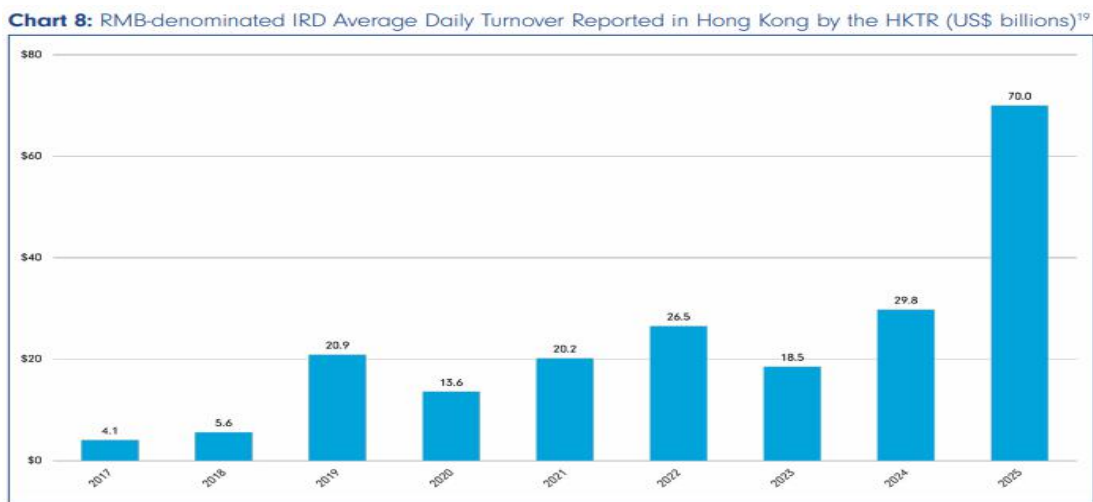
¹ ISDA（国际掉期与衍生工具协会）是全球场外衍生品市场最具影响力的行业组织，致力于通过制定《ISDA 主协议》等标准化文件、降低交易对手信用风险及参与全球政策制定，来提高衍生品市场的安全与效率。

增长迅猛，BIS 三年期调查显示，香港人民币 BIS 计价 IRD 日均成交额从 2022 年 4 月的 147 亿美元增长至 2025 年 4 月的 245 亿美元，增幅为 66.7%，香港与中国内地合计占全球人民币 IRD 交易量的 70%以上。2025 年 4 月，中国大陆以人民币计价的平均日交易额达到 204 亿美元，较 2022 年 4 月的 99 亿美元增长了 105.6%，使其在全球人民币国际清算业务中的份额从 28.6%提升至 32.3%。香港的人民币交易额为 245 亿美元，较同期的 147 亿美元增长了 67.1%(见图表 12)。

图表 12：香港在人民币利率衍生品市场具有重要地位

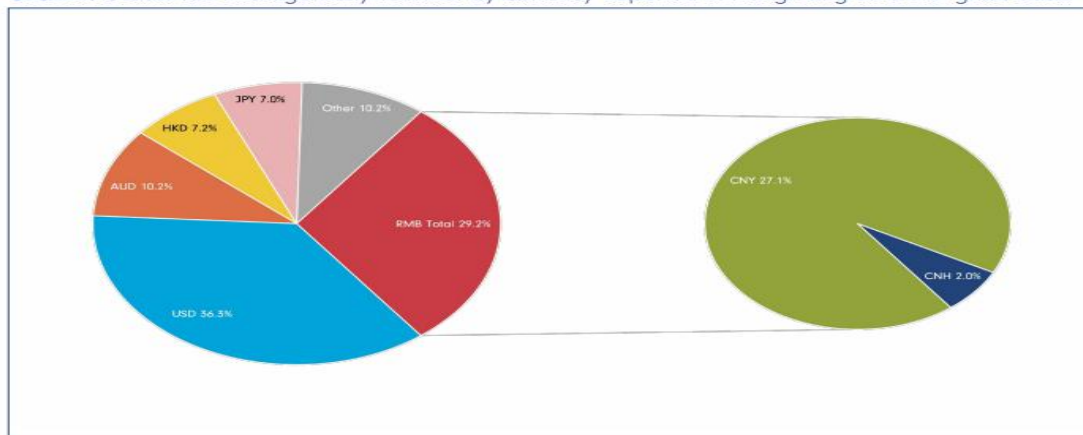


Source: BIS Triennial Survey



Source: HKTR

Chart 9: Global IRD Average Daily Turnover by Currency Reported in Hong Kong on a Net-gross Basis



数据来源：国际掉期与衍生工具协会、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

不过，与纽约和伦敦相比，香港债券衍生品市场仍存较大发展空间。首先，全球占比仍偏低。BIS 数据显示，2025 年 4 月全球 OTC 利率衍生品日均成交额约 7.9 万亿美元，而香港市场为 841 亿美元。其次 2，香港债券现券市场、Repo 市场与 IRS/OIS 市场之间的联动仍不充分。美国市场形成了“美国国债—Repo—SOFR—OIS—IRS—期货”的完整链条，而香港整体仍处于“债券发行提速、Repo 机制持续创新、IRS 市场加快发展”的阶段。此外，香港市场暂缺乏统一透明的债券相关衍生品细分统计，例如公开数据通常披露全部 OTC 利率衍生品日均成交额，较难区分其中有多少交易直接用于债券组合对冲、银行资产负债管理或宏观方向交易。

***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。