



香港： 面向未來的國際金融中心

2021年11月

本報告內容並不代表任何官方機構或人士的意見，亦不代表海通國際和一國兩制研究中心的董事會或理事會或其個別成員的立場。

本報告版權由海通國際和一國兩制研究中心共同擁有，歡迎有需要人士複製報告內容作非商業用途，惟有關複製必須準確及不會對海通國際和一國兩制研究中心構成負面影響，並須註明出處為「海通國際和一國兩制研究中心」，及將複製文本送交海通國際和一國兩制研究中心備存。

書名：香港：面向未來的國際金融中心

出版：一國兩制研究中心有限公司

地址：香港中環花園道一號中銀大廈 61 樓 B 室

電話：(852) 2523 3580 傳真：(852) 2537 1640 網址：www.octs.org.hk

版次：2021 年 11 月初版

ISBN 978-962-481-065-3



總統籌

孫明春

海通國際證券集團首席經濟學家

方舟

一國兩制研究中心研究總監

作者

孫明春

海通國際證券集團首席經濟學家

林曉燕

一國兩制研究中心高級研究主任

朱岩

一國兩制研究中心高級研究主任

夏韻

海通國際證券集團 ESG 專業分析師

程琬清

海通國際證券集團金融科技專業分析師

李佳盈

海通國際證券集團宏觀研究分析師

目錄

摘要	i
第 1 章 研究綱要.....	1
1.1 中央政府及特區政府對香港的定位	1
1.2 香港作為國際金融中心的成就	1
1.3 面向未來的國際金融中心	2
第 2 章 香港金融中心發展現狀與未來定位	3
2.1 香港國際金融中心的發展與現狀.....	3
2.2 香港國際金融中心的未來定位	13
第 3 章 香港：離岸人民幣業務樞紐	18
3.1 香港離岸人民幣市場的發展歷程.....	18
3.2 香港離岸人民幣市場的發展現狀.....	20
3.3 香港離岸人民幣市場的發展機遇.....	24
3.4 政策建議	27
第 4 章 香港：面向全球的可持續金融中心和 ESG 投資樞紐	32
4.1 ESG 投資在全球的發展.....	32
4.2 ESG 投資在香港市場的發展.....	34
4.3 全球 ESG 投資和可持續金融生態體系的現狀.....	38
4.4 香港 ESG 投資和可持續金融生態體系的現狀.....	40
4.5 香港面臨的機遇、挑戰和優勢	49
4.6 政策建議	51
第 5 章 香港：數字資產交易與資管中心	55
5.1 全球數字資產市場的發展歷程與現狀.....	55
5.2 香港數字資產市場的現狀與機遇.....	66
5.3 政策建議	69
參考文獻	71

圖表目錄

圖 2-1: 金融及保險業佔本地生產總值 (GDP) 的比例 (以 2019 年價格計算)	4
圖 2-2: 港交所新上市公司數目及首次公開招股集資額	5
圖 2-3: 內地企業在港上市數量 (包括 H 股、紅籌及內地民營公司)	5
圖 2-4: 滬深港通南北向交易	6
圖 2-5: 滬深港通南下資金淨流入	6
圖 2-6: 2017-2021 年香港市場新股發行募集中金額行業分佈	6
圖 2-7: 香港未償還港元債券總額	7
圖 2-8: 新發行港元債券工具總額	7
圖 2-9: 境外機構持有人民幣債券佔全部人民幣債券的比重	8
圖 2-10: 香港及新加坡資產管理規模 (萬億美元)	9
圖 2-11: 按投資者資產根據地劃分香港資產及財富管理業務	9
圖 2-12: 香港保險業毛保費	11
圖 2-13: 2019 年再保險、專屬自保公司、海事保險佔香港保險市場毛保費	12
圖 3-1: 香港離岸人民幣市場發展起始階段	19
圖 3-2: 香港離岸人民幣市場快速發展階段	19
圖 3-3: 香港離岸人民幣市場發展的新機遇期	20
圖 3-4: 香港離岸人民幣資金池規模	21
圖 3-5: 2020 年人民幣跨境收付金額國別和地區分佈情況	21
圖 3-6: 香港人民幣債券發行次數及發行金額	22
圖 3-7: 香港未償還人民幣債券規模	23
圖 3-8: 離岸人民幣 (CNH) 及在岸人民幣 (CNY) 兌美元匯率	25
圖 3-9: 目前中國與「一帶一路」沿線國家以美元進行結算的循環路徑	29
圖 3-10: 未來中國與「一帶一路」沿線國家以人民幣進行結算的循環路徑	30
圖 4-1: 2012-2020 全球可持續投資資產規模	33
圖 4-2: 2012-2020 年全球綠色債券發行規模	33
圖 4-3: 全球可持續基金資金季度淨流入	34
圖 4-4: 全球可持續基金資產管理規模	34
圖 4-5: 香港 PRI 簽約機構總數	35
圖 4-6: 聯合國 PRI 簽約機構數量	35
圖 4-7: 2015-20 年香港綠色債券發行規模	35
圖 4-8: 2020 年香港綠色債券發行人區域結構	35
圖 4-9: 獲證監會認可的綠色基金及 ESG 基金	37
圖 4-10: ESG 投資的生態體系	38
圖 5-1: 比特幣價格走勢	55
圖 5-2: 數字資產市場生態體系	57
圖 5-3: 主要虛擬資產交易所現貨交易量	60
圖 5-4: 主要虛擬資產交易所比特幣期貨交易量	60
圖 5-5: 2020 各國比特幣實現收益 (估計值)	63
圖 5-6: 區塊鏈及虛擬資產相關投融資	63
圖 5-7: 各平台交易量對比	66
圖 5-8: 可交易產品數量	66
圖 5-9: 香港金融管理局監管沙盒	67
圖 5-10: 香港金融管理局監管沙盒	68

表 2-1: 《全球金融中心指數排名》(GFCI) 歷史排名 (2007-2021 每五年)	3
表 2-2: 香港金融市場成一覽	4
表 2-3: 香港特區政府為扶持資產管理行業推出的監管和稅務改革	10
表 2-4: 2020 年全球保險市場數據	12
表 2-5: 扶持專屬自保、再保險、專項保險等領域發展的措施	13
表 2-6: 中國 A 股和債券被納入三大指數	16
表 3-1: 人民幣外匯交易平均每日成交額 (億美元)	22
表 3-2: 2020 年香港交易所與其他主要境外交易所人民幣 ETF 及成交額	23
表 3-3: 2020 年香港交易所與其他主要境外交易所人民幣衍生品數目	24
表 3-4: 人民幣與美元貨幣地位及中美經濟實力對比 (2020 年)	24
表 4-1: 港交所上市的可持續主題相關債券和轉型債券	36
表 4-2: 香港本地機構和中資機構發行的綠色及 ESG 基金	37
表 4-3: 香港交易所近年的 ESG 信息披露政策	44
表 4-4: 香港特區政府的 ESG 相關政策及措施	46
表 4-5: 香港監管機構的 ESG 相關政策	47
表 5-1: 接受比特幣等作為支付手段的商家	61
表 5-2: 開展或計劃開展虛擬資產業務的金融機構	61
表 5-3: 美國比特幣相關 ETF、基金申請	62
表 5-4: 各地央行數字貨幣項目進度	65
表 5-5: 總部或註冊地位於香港的未持牌虛擬資產交易所	66
表 5-6: 2021 年以來中國加密貨幣及區塊鏈相關政策匯總	69
專題 2-1: 內地發債機構境外債券	8
專題 2-2: 綠色債券市場	8
專題 2-3: 挖掘大灣區資產管理市場潛力	10
專題 2-4: 資產管理市場的新趨勢	11
專題 2-5: 政策扶持專屬自保保險、再保險及海事保險等業務	12
專題 2-6: 《2021/2022 年度財政預算案》預算案演辭第 63 段原文	14
專題 2-7: 《2021 年施政報告》第 42 段原文	15
專題 2-8: 香港積極參與 RCEP 提升國際金融中心地位	16
專題 2-9: 綠色債券代幣化 (Tokenisation of Green Bonds)	17
專題 4-1: ESG 投資與可持續金融	32
專題 4-2: 負責任投資原則 (PRI)	33
專題 4-3: 海通國際的 ESG 戰略	42
專題 4-4: 聯合國可持續證券交易所倡議 (SSE)	44
專題 4-5: 歐洲碳市場及交易平台	45
專題 4-6: 中國碳市場及交易平台	45
專題 4-7: 納斯達克在北歐市場推出「綠股貼標」的自願計劃	53
專題 5-1: 智能合約、DeFi	56
專題 5-2: 虛擬資產的類型	56
專題 5-3: 虛擬資產市場的參與主體	59
專題 5-4: 全球各地監管政策	64
專題 5-5: 央行數字貨幣 (CBDC)	65

摘要

作為國際金融中心，香港背靠中國內地、面向全球，多年來一直發揮著連通中國和世界的橋樑作用。1997年回歸祖國之後，香港與內地經濟的融合不斷加深，愈益成為中國經濟發展的一個重要組成部分。國家在《中華人民共和國國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和2035年遠景目標綱要》（下稱《「十四五」規劃》）中提出，要加快構建以國內大循環為主體、國內國際雙循環相互促進的新發展格局。在此背景下，鑒於香港「一國兩制」的制度優勢和國際金融中心的特殊地位，中央政府與香港特區政府對於香港金融業的未來都寄予厚望，希望通過香港進一步帶動國內與國際經濟互動，推動內地經濟實現更高水準的對外開放，並鞏固和提升香港作為國際金融中心的地位和長期競爭力。

一、中央政府及特區政府對香港的定位

《「十四五」規劃》中提到，為保持香港長期繁榮穩定，支持香港提升國際金融中心地位，強化其作為全球離岸人民幣業務樞紐、國際資產管理中心及風險管理中心的功能，深化並擴大內地與港澳金融市場的互聯互通，高品質地建設粵港澳大灣區。

在《2021/2022年度財政預算案》中，特區政府也基於《「十四五」規劃》中所提出的戰略、以及香港自身在金融領域的現有成就，提出要鞏固證券市場優勢、推動債券市場的多元化、發展國際財富管理中心、建設保險及國際風險管理中心、強化全球離岸人民幣業務樞紐的地位等發展目標。

二、香港作為國際金融中心的成就

經過多年積累，香港已形成了成熟的金融產業生態體系，緊密聯繫內地與國際金融市場，在股票、債券、資產管理、銀行、保險等傳統領域形成了明顯的競爭優勢。目前，香港是全球銀行最集中的金融中心之一、全球最活躍的新股集資市場之一、全球最開放的保險業中心之一、全球最大的離岸人民幣外匯交易市場，也是亞洲最大的國際資產管理中心和國際私人財富管理中心。

為鞏固並加強香港的國際金融中心地位，近年來，特區政府與內地監管部門陸續推出了多項措施，穩步有序地構建和完善互聯互通機制。

在股票市場，2014年11月滬港通開通，2016年12月深港通上線，提升了兩地市場的資金流動性，拓寬了境內外投資者基礎。2018年，港交所修訂了新股上市政策，大大提升了對新經濟產業上市資源的吸引力，帶動中概股來港二次上市，為新股市場注入新活力。

在債券市場，2017年7月上線的債券「北向通」和今年9月上線的「南向通」實現了中國債券市場與海外債券市場的聯通，為境內外機構提供了多元資產配置和分散地域風險等多個選項，促進了兩地債券市場基建的進一步完善和發展。今年10月，深圳市人民政府在港發行首隻內地地方政府的離岸人民幣債券，進一步豐富了香港的離岸人民幣債券市場。

在資產與財富管理領域，2015年7月推出的兩地「基金互認計劃」，實現了資產管理產品的跨境營銷。今年10月正式開通的「跨境理財通」更是給粵港澳大灣區的居民提供了更為廣泛和便利的跨境投資選擇，進一步擴大了香港財富管理市場的腹地。

鑒於香港在傳統金融市場所取得的成就、所具備的競爭優勢、以及兩地政府及監管部門近年來出台的諸多互聯互通政策措施，在可見的未來，香港在傳統金融領域完全有能力維持其領先地位。對於香港在這些領域的發展機遇，已有諸多研究機構做了深入和成熟的探討、論述和建議，很多觀點都已被採納或者正在被採納。因此，在本研究中，我們將不再討論香港在傳統金融領域的發展方向和政策建議。

三、面向未來的國際金融中心

作為一項面向未來的研究，我們將研究重心放在未來有發展潛力、目前尚處於早期發展階段、並且香港具有獨特優勢的一些領域。人民幣國際化、ESG投資及數字資產交易有望在今後十年成為全球性的趨勢，而香港在打造離岸人民幣業務中心、ESG投資樞紐、以及數字資產交易與管理中心等方面也有獨特的競爭優勢。因此，我們將在《「十四五」規劃》及特區政府對香港未來金融發展所做定位的大框架之下，著力研究香港在這三個領域的發展機遇與政策建議。

強化離岸人民幣業務樞紐功能。隨著中國從全球第二大經濟體逐步邁向第一大經濟體，人民幣有望在計價、交易、結算、清算和儲備等國際貿易與金融交易中發揮更加重要的作用，人民幣國際化將是大勢所趨。而人民幣實現資本帳戶下的完全可兌換將是人民幣實現國際化的重要前提條件之一。不過，這將是一個長期漸進的過程，需要多年穩步有序地推進。這恰恰為香港發展離岸人民幣市場提供了「長期賽道」。在人民幣資本帳戶完全開放前，香港可抓住這一時間窗口，發揮連接內地與國際資本的管道功能，培育並積累離岸人民幣業務樞紐的網絡效應和競爭優勢，打造縱深龐大且豐富多樣的人民幣業務生態系統。如果能夠做到這些，即便在人民幣實現資本帳戶的完全可兌換之後，香港應該仍能保持其離岸人民幣中心的地位，成為人民幣國際化網絡中的關鍵節點。

打造ESG投資樞紐。近年來，隨著全球各界對氣候變化風險、社會可持續發展等問題日益關注，ESG投資、綠色金融、可持續發展等理念在金融領域掀起熱潮。作為亞洲領先的綠色金融中心，香港憑藉其金融市場的深度與廣度、金融基礎設施的成熟度、獨特的地理區位、高質量的專業服務能力、高素質的人力資源與教育水平等條件，在ESG投資與實踐領域擁有得天獨厚的優勢，有望成為面向全球的可持續金融中心和ESG投資樞紐。

打造數字資產交易與管理中心。伴隨人工智能、雲計算、物聯網、區塊鏈等技術的迅速推廣，人類社會正愈益趨向數字化與虛擬化。虛擬資產、去中心化金融（DeFi）、非同質化代幣（NFT）、元宇宙（Metaverse）等概念逐漸進入主流機構的視野，也日益成為投資者青睞的新興資產類別或投資方向，人們正圍繞這些新概念探索新型的商業模式與生活方式。香港可憑藉其高度自由的市場環境、對全球資金與人才的匯聚能力、完善的金融基礎設施以及法律體系，通過完善對數字資產市場的監管政策與監管體系，培育本地的數字資產生態體系，將自身打造成亞洲乃至全球的數字資產交易中心與資產管理中心。

四、政策建議

近期發佈的《世界經濟自由度2021年度報告》顯示，香港歷年來一直被評為全球最自由的經濟體。這得益於特區政府始終堅持市場化原則，最小化干預市場運作，通過維護法治及司法獨立、自由的貿易與投資制度、簡單低稅制、良好的營商環境、以及高效廉潔的政府等，為企業營造了一個公平競爭、健康良性的市場環境。

展望未來，面對百年未有之大變局，香港特區政府及監管部門應秉承一貫以來的自由市場理念和原則，繼續以包容、開放的態度對待金融領域的新思想與新事物，把握機遇，大膽嘗試，勇於承擔風險與失敗。只有不斷探索在全球金融創新與發展的最前沿，香港才有可能在日新月異、紛繁複雜的全球政治、經濟、科技、文化等新形勢下保持其國際金融中心地位長盛不衰。

為加速推動香港在前述三個領域的發展，我們提出以下建議：

1. 強化離岸人民幣業務樞紐功能

積極拓展香港的人民幣債券市場。鼓勵包括地方政府在內的中資機構發行離岸人民幣債券，以降低美元債券融資所存在的貨幣錯配風險，並促進香港人民幣債券市場發展。同時，開通境外機構對人民幣債券的回購業務，在國際上與更多對手方進行抵押回購交易，為全球離岸人民幣中心提供流動性。

鼓勵港股以人民幣計價、交易與融資。在計價、結算的幣種選擇上，鼓勵在港上市企業除港幣外增設人民幣，為海外人民幣持有機構提供更多的人民幣證券投資產品。隨著越來越多中概股赴港二次上市，建議將人民幣作為融資幣種之一，以匹配中國企業的運營資金需求，降低匯率風險，也能吸引廣泛的內地投資者。

豐富人民幣風險管理工具。隨著人民幣作為投資貨幣的屬性不斷增強，以人民幣定價的各類資產愈益受到全球投資者的青睞，香港可以通過開發人民幣標價的債券、股票、指數、ETF的期貨/期權等金融衍生產品，提供直接與人民幣證券產品掛鉤的風險管理工具，以吸引不同風險偏好的國內與國際投資者。

發揮連接國內國際雙循環的重要銜接作用。在國內，特區政府、監管部門及本地機構應積極參與並推動人民幣在粵港澳大灣區的跨境使用，深化股票通、債券通、跨境理財通等互聯互通機制。國際上，將香港發展成為「一帶一路」的海外投融資平台，率先實現「一帶一路」國家以人民幣進行結算的循環路徑，實現人民幣境外區域化使用。

打造數字人民幣全球跨境支付網絡的重要節點。開拓數字人民幣的跨境支付路徑是其未來發展的一大趨勢。應積極推動數字人民幣在香港的使用，促進數字人民幣跨境交易與人民幣國際化。協助央行開展數字貨幣的跨境測試，參與其全球跨境支付網絡建設，為香港離岸人民幣市場向數字化發展奠定基礎。

2. 打造 ESG 投資樞紐

成立本地的負責任投資倡議。由行業協會、學術機構或政府相關機構（如外匯基金）牽頭，成立本地的負責任投資聯盟，邀請本地的資產所有者、資管機構、金融中介等相關主體簽署，也可邀請專業服務商加入，以促進業內交流與合作，將 ESG 與可持續發展理念深植於本地投融資機構的核心價值理念之中。

建議資產所有者、資產管理者設立與氣候變化風險及碳中和相關的投資目標。作為資產所有者，香港金管局應對外匯基金設立相關目標，引領並帶動市場做出與氣候變化風險相關的投資承諾。倡導更多資管機構參與「淨零資產管理倡議」，儘早實現運營層面與資產組合層面的淨零排放。

支持 ESG 相關金融產品的創新與發行。建議外匯基金增持香港本地發行的 ESG 產品（如 ESG 基金、ESG ETF、綠色債券等），提升本地 ESG 產品的交易規模，活躍市場流動性。通過稅費減免等激勵措施，鼓勵相關金融機構加大 ESG 產品的開發與投資，加強產品與業務模式的創新，提升香港在可持續金融方面的專業能力與領先優勢。

建立本地碳交易平台。通過與粵港澳大灣區城市聯手，利用現有的碳排放權交易體系與平台，實現資源共享，推動形成統一碳市場，打造聯通內地與海外的區域碳交易中心。同時，支持亞洲與「一帶一路」沿綫地區建設面向國際的自願性碳市場，構建全球性的自願減排項目碳資產交易和管理中心。

加強 ESG 教育，培養專業人才。鑒於目前亞洲 ESG 人才稀缺，香港可以依託本地高等院校優質的教育資源，加強對 ESG 專才的培養，向外進行人才和教育輸出。政府也可為本地院校提供資源支持，鼓勵增設 ESG 相關課程和研究中心，以滿足市場對人才與技術的需求。

3. 打造數字資產交易與管理中心

制定清晰的監管框架和法律指引。明確的監管條例與審核標準可以促進數字資產行業的發展與產品創新，減少投資者與從業者不必要的時間成本及資本投入。目前的監管政策與審核標準不確定性較大，建議進一步完善、明晰。

明確監管目標，建立階段性發展規劃。數字資產正處於快速發展階段，監管政策應設立具有前瞻性的發展目標，並逐步完善監管制度。鑒於數字資產市場較高的風險與波動性，早期監管需要採納更為審慎的政策。待市場發展穩定、運作模式清晰後，應根據實際需要儘快放寬管制、降低准入門檻。

逐步降低投資者准入門檻。目前，香港監管部門僅允許合資格的專業投資者通過持牌機構以合規的方式參與數字資產相關的投資活動，准入門檻較高。隨著監管體系的完善和數字資產市場的成熟，建議香港監管機構逐步降低投資者的准入門檻，做到對不同風險承受度的投資者差異化管理，達到保護投資者的最終目的。

促進人才教育、交流與宣傳。建議監管部門與從業機構對數字資產相關知識進行科普宣傳，增強投資者教育。香港本地高校與專業機構可增設相關課程或講座，加強人才儲備。此外，可通過舉辦論壇、峰會等交流活動，吸引全球行業人才，促進知識與技術交流。

第 1 章 研究綱要

作者：李佳盈

1.1 中央政府及特區政府對香港的定位

作為國際金融中心，香港背靠中國內地、面向全球，多年來一直發揮著連通中國和世界的橋樑作用。1997 年回歸祖國之後，香港與內地經濟的融合不斷加深，愈益成為中國經濟發展的一個重要組成部分。國家在《中華人民共和國國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和 2035 年遠景目標綱要》（下稱《「十四五」規劃》）中提出，要加快構建以國內大循環為主體、國內國際雙循環相互促進的新發展格局。在此背景下，鑒於香港「一國兩制」的制度優勢和國際金融中心的特殊地位，中央政府與香港特區政府對於香港金融業的未來都寄予厚望，希望通過香港進一步帶動國內與國際經濟互動，推動內地經濟實現更高水準的對外開放，並鞏固和提升香港作為國際金融中心的地位和長期競爭力。

《「十四五」規劃》中提到，為保持香港長期繁榮穩定，支持香港提升國際金融中心地位，強化其作為全球離岸人民幣業務樞紐、國際資產管理中心及風險管理中心的功能，深化並擴大內地與港澳金融市場的互聯互通，高品質地建設粵港澳大灣區。在《2021/2022 年度財政預算案》中，特區政府也基於《「十四五」規劃》中所提出的戰略、以及香港自身在金融領域的現有成就，提出要鞏固證券市場優勢、推動債券市場的多元化、發展國際財富管理中心、建設保險及國際風險管理中心、強化全球離岸人民幣業務樞紐的地位等發展目標。

1.2 香港作為國際金融中心的成就

經過多年積累，香港已形成了成熟的金融產業生態體系，緊密聯繫內地與國際金融市場，在股票、債券、資產管理、銀行、保險等傳統領域形成了明顯的競爭優勢。目前，香港是全球銀行最集中的金融中心之一、全球最活躍的新股集資市場之一、全球最開放的保險業中心之一、全球最大的離岸人民幣外匯交易市場，也是亞洲最大的國際資產管理中心和國際私人財富管理中心。

為鞏固並加強香港的國際金融中心地位，近年來，特區政府與內地監管部門陸續推出了多項措施，穩步有序地構建和完善互聯互通機制。

在股票市場，2014年11月滬港通開通，2016年12月深港通上線，提升了兩地市場的資金流動性，拓寬了境內外投資者基礎。2018年，港交所修訂了新股上市政策，大大提升了對新經濟產業上市資源的吸引力，帶動中概股來港二次上市，為新股市場注入新活力。

在債券市場，2017年7月上線的債券「北向通」和今年9月上線的「南向通」實現了中國債券市場與海外債券市場的聯通，為境內外機構提供了多元資產配置和分散地域風險等多個選項，促進了兩地債券市場基建的進一步完善和發展。今年10月，深圳市人民政府在港發行首支內地地方政府的離岸人民幣債券，進一步豐富了香港的離岸人民幣債券市場。

在資產與財富管理領域，2015年7月推出的兩地「基金互認計劃」，實現了資產管理產品的跨境營銷。今年10月正式開通的「跨境理財通」更是給粵港澳大灣區的居民提供了更為廣泛和便利的跨境投資選擇，進一步擴大了香港財富管理市場的腹地。

鑒於香港在傳統金融市場所取得的成就、所具備的競爭優勢、以及兩地政府及監管部門近年來出台的諸多互聯互通政策，在可見的未來，香港在傳統金融領域完全有能力維持其領先地位。對於香港在這些領域的發展機遇，已有諸多研究機構做了深入和成熟的探討、論述和建議，很多觀點都已被採納或者正在被採納。因此，在本研究中，我們將不再討論香港在傳統金融領域的發展方向和政策建議。

1.3 面向未來的國際金融中心

作為一項面向未來的研究，我們將研究重心放在未來有發展潛力、目前尚處於早期發展階段、並且香港具有獨特優勢的一些領域。人民幣國際化、ESG投資及數字資產交易有望在今後十年成為全球性的趨勢，而香港在打造離岸人民幣業務中心、ESG投資樞紐、以及數字資產交易與管理中心等方面也有獨特的競爭優勢。因此，我們將在《「十四五」規劃》及特區政府對香港未來金融發展所做定位的大框架之下，著力研究香港在這三個領域的發展機遇與政策建議。

強化離岸人民幣業務樞紐功能。隨著中國從全球第二大經濟體逐步邁向第一大經濟體，人民幣有望在計價、交易、結算、清算和儲備等國際貿易與金融交易中發揮更加重要的作用，人民幣國際化將是大勢所趨。而人民幣實現資本帳戶下的完全可兌換將是人民幣實現國際化的重要前提條件之一。不過，這將是一個長期漸進的過程，需要多年穩步有序地推進。這恰恰為香港發展離岸人民幣市場提供了「長期賽道」。在人民幣資本帳戶完全開放前，香港可抓住這一時間窗口，發揮連接內地與國際資本的管道功能，培育並積累離岸人民幣業務樞紐的網絡效應和競爭優勢，打造縱深龐大且豐富多樣的人民幣業務生態系統。如果能夠做到這些，即便在人民幣實現資本帳戶的完全可兌換之後，香港應該仍能保持其離岸人民幣中心的地位，成為人民幣國際化網絡中的關鍵節點。

打造ESG投資樞紐。近年來，隨著全球各界對氣候變化風險、社會可持續發展等問題日益關注，ESG投資、綠色金融、可持續發展等理念在金融領域掀起熱潮。作為亞洲領先的綠色金融中心，香港憑藉其金融市場的深度與廣度、金融基礎設施的成熟度、獨特的地理區位、高質量的專業服務能力、高素質的人力資源與教育水平等條件，在ESG投資與實踐領域擁有得天獨厚的優勢，有望成為面向全球的可持續金融中心和ESG投資樞紐。

打造數字資產交易與管理中心。伴隨人工智能、雲計算、物聯網、區塊鏈等技術的迅速推廣，人類社會正愈益趨向數字化與虛擬化。虛擬資產、去中心化金融（DeFi）、非同質化代幣（NFT）、元宇宙（Metaverse）等概念逐漸進入主流機構的視野，也日益成為投資者青睞的新興資產類別或投資方向，人們正圍繞這些新概念探索新型的商業模式與生活方式。香港可憑藉其高度自由的市場環境、對全球資金與人才的匯聚能力、完善的金融基礎設施以及法律體系，通過完善對數字資產市場的監管政策與監管體系，培育本地的數字資產生態體系，將自身打造成亞洲乃至全球的數字資產交易中心與資產管理中心。

近期發佈的《世界經濟自由度2021年度報告》顯示，香港歷年來一直被評為全球最自由的經濟體¹。這得益於特區政府始終堅持市場化原則，最小化干預市場運作，通過維護法治及司法獨立、自由的貿易與投資制度、簡單低稅制、良好的營商環境、以及高效廉潔的政府等，為企業營造了一個公平競爭、健康良性的市場環境。

展望未來，面對百年未有之大變局，香港特區政府及監管部門應秉承一貫以來的自由市場理念和原則，繼續以包容、開放的態度對待金融領域的新思想與新事物，把握機遇，大膽嘗試，勇於承擔風險與失敗。只有不斷探索在全球金融創新與發展的最前沿，香港才有可能在日新月異、紛繁複雜的全球政治、經濟、科技、文化等新形勢下保持其國際金融中心地位長盛不衰。

¹ Fraser Institute, Economic Freedom of the World: 2021 Annual Report, 2021.

第 2 章 香港金融中心發展現狀與未來定位

作者：林曉燕

《「十四五」規劃》提出，支持香港提升國際金融中心地位，強化其作為全球離岸人民幣業務樞紐、國際資產管理中心及風險管理中心功能，這是基於香港在過去多年形成的競爭優勢與發展特色。本章將簡單回顧香港作為國際金融中心的發展歷史與成就，介紹香港本地的股票市場、債券市場、資產管理及保險市場四大領域的發展現狀，概述中央及特區政府對香港發展的未來定位和主要政策措施，從中透視未來香港作為國際金融中心的機遇與優勢。

2.1 香港國際金融中心的發展與現狀

作為國際金融中心，香港具有獨特的發展歷程和競爭優勢。在過去的一個多世紀，香港一直奉行自由主義經濟政策。二戰之後，香港通過成功的經濟轉型優化產業結構，由加工貿易向製造業升級，成為「亞洲四小龍」之一。1980 年代，香港借助內地改革開放的浪潮進一步向服務業發展。90 年代末，內地經濟迅速發展，企業外匯融資需求旺盛，香港一躍成為內地企業重要的上市基地，助力本地金融服務業吸引國際資本，形成了世界級的金融市場。自此，香港在國際金融市場上的影響力大幅提升，與紐約、倫敦兩大全球國際金融中心並稱為「紐倫港」，躋身世界知名的國際大都會（表 2-1）。

表 2-1: 《全球金融中心指數排名》(GFCI) 歷史排名 (2007-2021 每五年)

地區	2007 GFCI1	2012 GFCI2	2017 GFCI22	2021 GFCI30
倫敦	1	1	1	2
紐約	2	2	2	1
香港	3	3	3	3
新加坡	4	4	4	4
上海	24	19	6	6

資料來源：Long Finance，一國兩制研究中心

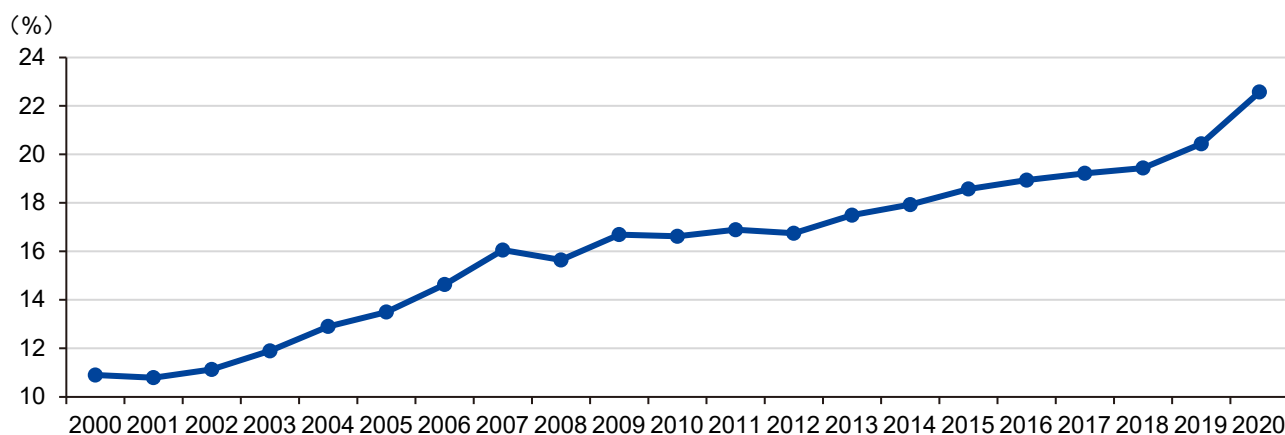
時至今日，香港的金融市場發展成熟，生態體系豐富多樣，國際金融機構林立，人才充足，與跨國市場聯繫緊密。2020 年，香港在全球營商環境排名中位列第三²。其中在稅務方面，香港所實行的簡單低稅制相較其他經濟體優勢明顯，為金融業提供了一個有利的營商環境。長期以來，香港特區政府致力於保障金融業穩健發展：一方面為金融市場提供最大化的自由度、開放度，堅持最小化干預金融市場運作的原則；另一方面「以風險為本」的監管制度，為香港提供了健康良性的金融環境。同時，香港採納判例法為主的普通法系，通過「負面名單」列明禁止事項，有利於形成開放的金融市場。近年來，香港資本市場與內地市場愈益密不可分，互聯互通機制有序深化，吸引全球資本配置中國資產，將香港打造為連通中國市場和世界市場的橋樑。

經過長期發展，香港金融業在本地生產總值（GDP）的佔比已超過兩成（圖 2-1），是名副其實的經濟支柱。香港金融業通過不斷完善自身制度，多次把握歷史機遇，在世界經濟（特別是內地經濟）發

² 世界銀行，《全球營商環境經濟體排名》，2020。

展的重要節點上準確定位，最終成就了香港的國際金融中心地位。目前，香港是全球金融活動聚集地，是全球銀行最集中的地方之一、全球最開放的保險業中心之一、全球最大的離岸人民幣外匯交易市場、亞洲區最大的資產管理中心之一，並七次奪得首次公開招股集資額規模全球第一（表 2-2）。

圖 2-1: 金融及保險業佔本地生產總值 (GDP) 的比例 (以 2019 年價格計算)



資源來源：香港統計處，CEIC，一國兩制研究中心，海通國際

表 2-2: 香港金融市場成就一覽

業務	詳情
銀行	全球銀行最集中的地方之一：2020 年底，香港有 161 間持牌銀行、17 間有限牌照銀行和 12 間接受存款公司，當中有 43 間外資銀行代表辦事處。香港銀行體系穩健，2021 年第二季資本充足率和主要銀行的流動性覆蓋比率分別為 19.8% 和 154.0%，遠高於國際標準的 8% 和 100%。
股票	香港的股票市場資本市值位列世界第五，亞洲第三，是全球最活躍首次公開招股集資證券市場。滬港通和深港通分別在 2014 年 11 月及 2016 年 12 月開通，為聯交所與上海交易所和深圳交易所建立互聯互通的股票市場。
債券	香港是亞洲第四大債券市場、亞洲發行國際債券規模最大市場。債券通「北向通」於 2017 年 7 月 3 日開通，「南向通」於 2021 年 9 月開通。
資產管理	香港是亞洲最大的國際資產管理中心和私人財富管理中心、亞洲第二大的私募基金中心。
保險	香港是全球最開放的保險業中心之一，毛保費總額在過去五年平均增長率達 11.3%。
外匯、衍生品	香港外匯市場全球排行第四，以場外利率衍生工具成交金額計全球排行第三 ³ 。香港現時擁有最多元化的 MSCI 衍生產品組合，2021 年 8 月港交所獲批准推出首隻獲內地當局正式授權的離岸 A 股股指期貨。港交所全資擁有倫敦金屬交易所，是全球首屈一指的基本金屬交易市場。
離岸人民幣業務	香港是全球最大規模的離岸人民幣業務樞紐、全球最大的離岸人民幣資金池、最大的離岸人民幣融資中心、最大的離岸人民幣外匯交易市場。香港的人民幣結算平台亦可支援世界各地的銀行進行人民幣交易。

資料來源：香港政府一站通，香港貿易發展局，香港交易所，一國兩制研究中心

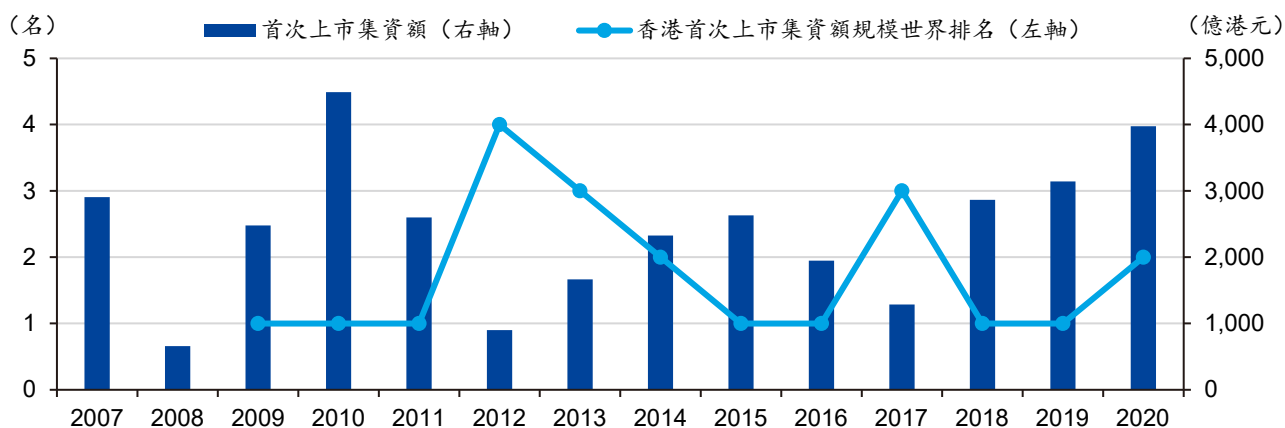
2.1.1 股票市場：新股市場冠絕全球 互聯互通成績亮眼

香港的股票市場歷史悠久，底蘊深厚。1970 年代起，中資企業的離岸集資需求上升，相關資本市場規模迅速擴大。之後，香港股票市場經歷了 1973 年股災、1997 年金融風暴、2008 年環球金融海嘯等危機，市場曾一度出現大幅度回調，但股票市場長期快速發展的勢頭並未中斷。2012 年以來，香港

³ 國際清算銀行，《2019 年外匯與衍生工具市場成交額調查結果》，2019。

股票市場首次上市招股集資額穩步復蘇（圖 2-2），並已七次冠絕全球，在全球資本市場具有舉足輕重的地位。

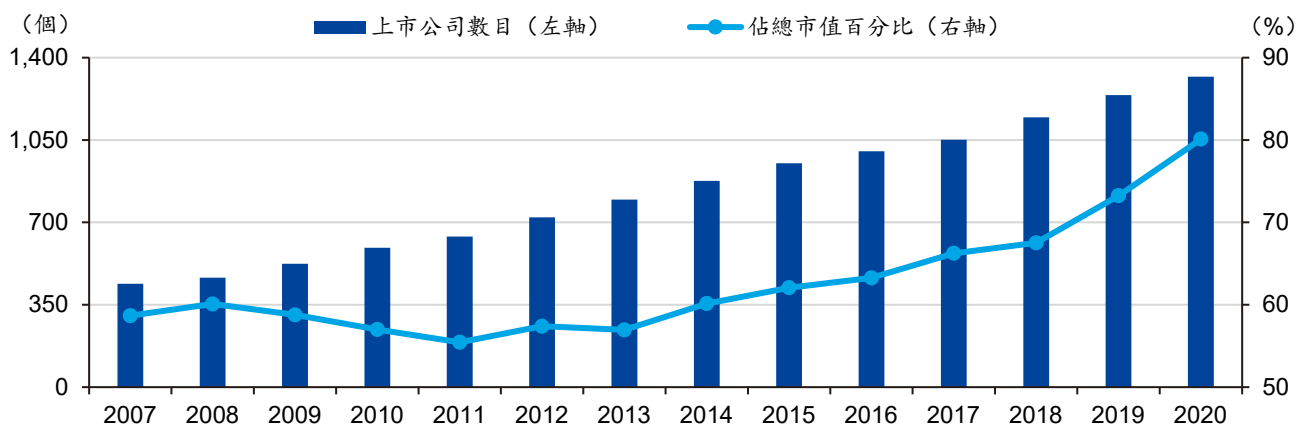
圖 2-2：港交所新上市公司數目及首次公開招股集資額



資料來源：香港交易所，一國兩制研究中心

2020 年底，在港交所上市的企業共 2,170 家，市值約 47 萬億港元；其中，內地企業共 1,319 家，市值約 38 萬億港元，佔市值總額八成（圖 2-3），日均成交金額約 878 億港幣，佔總值 68%。2020 年，八成內地企業選擇香港作為境外上市的地點；新上市的內地公司數量佔總數七成以上，首次公開招股集資額佔總額的 53%。內地企業在香港資本市場的影響力不斷上升，香港與內地經濟貿易聯繫日益緊密。兩地金融市場的互聯互通更是香港對抗外部衝擊的穩定器。

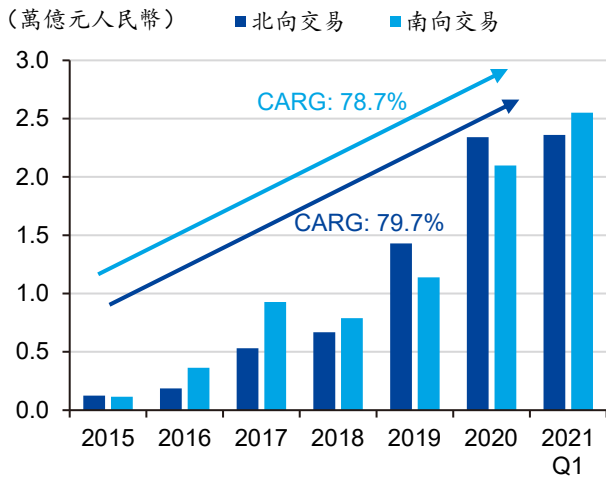
圖 2-3：內地企業在港上市數量（包括 H 股、紅籌及內地民營公司）



資料來源：香港交易所，一國兩制研究中心

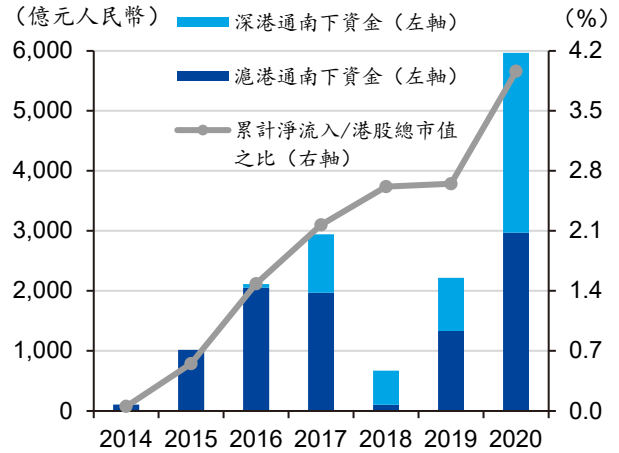
自滬港通（2014 年 11 月）、深港通（2016 年 12 月）開通以來，內地資金持續流入港股市場。2015-2020 年期間，北向交易和南向交易的年複合增長率均接近 80%（圖 2-4）。滬深港通市場佔所有中國及香港上市公司數目的 29%，分別佔總市值和總成交額的 78% 和 76%。2020 年，南下資金淨流入近 6,000 億人民幣，累計淨流入金額已經佔到港股總市值的 4%（圖 2-5）。

圖 2-4：滬深港通南北向交易



資料來源：香港交易所、一國兩制研究中心

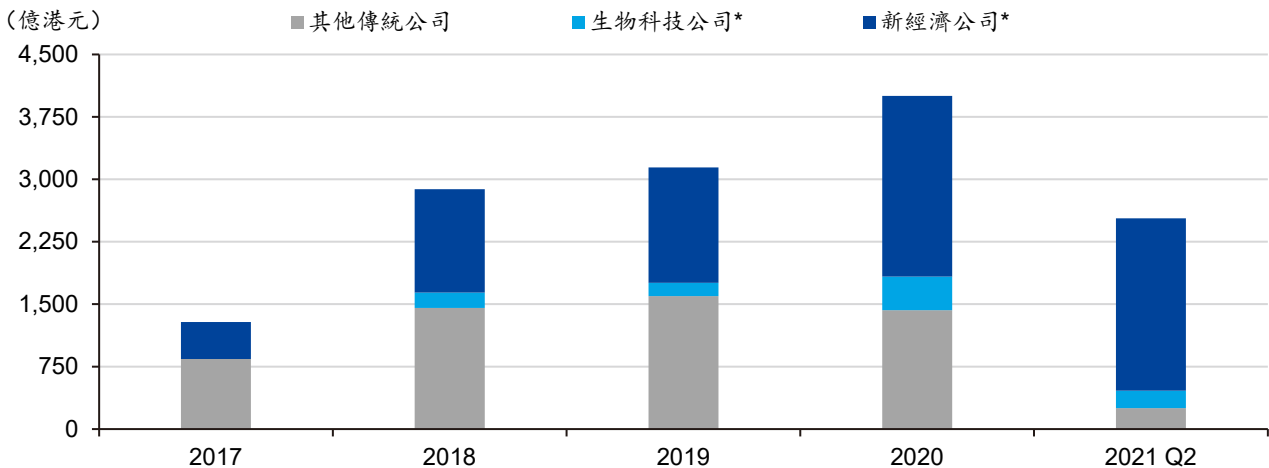
圖 2-5：滬深港通南下資金淨流入



資料來源：萬得、海通國際

港交所於 2018 年 4 月 30 日推出了新上市制度，其中針對擁有「同股不同權」的公司（普遍存在於新經濟企業）、以及未能通過主板財務資格測試的生物科技公司修改了上市規則，旨在大力吸納新經濟產業的上市資源。自新規出台至今，新經濟公司和生物科技公司在新股募資市場的佔比愈來愈重（圖 2-6）。截至 2021 年 7 月，上市的新經濟企業共有 157 間，其融資額佔總集資金額的比例由 2017 年的 38% 上升至 90%。其中，經新上市規則上市的生物科技公司上市數量由 2018 年的 5 家上升到 2021 年上半年的 36 家，首次公開招股集資總額達到 960 億港幣。新上市規則不但將香港打造為亞洲第一、全球第二的生物科技融資中心，也大大豐富了港股市場和恒生指數的行業分佈，推動香港資本市場轉型。

圖 2-6：2017-2021 年香港市場新股發行集資金額行業分佈



資料來源：香港交易所，一國兩制研究中心，海通國際

*註：數據截至 2021 年 7 月，生物科技公司只包含《主板上市規則》第十八 A 章的生物科技公司，新經濟公司包含非《主板上市規則》第十八 A 章的生物科技公司。

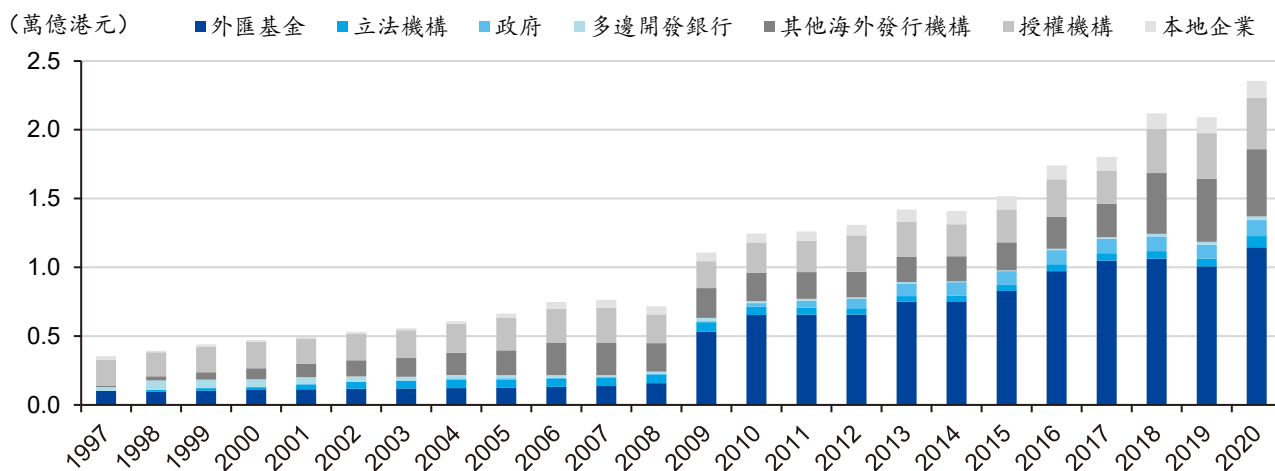
2.1.2 債券市場：規模顯著擴大 綠債快速增長

相較於蓬勃發展的股票市場，儘管香港債券市場發展較為緩慢，但近年來市場規模也有明顯增長。政府有意推動債市發展，例如從稅務和金融基建方面著手，在 2009 年首次推出政府債券計劃。過去十年，債券市場不斷發展創新，為投資者提供更完善的債券投資渠道。根據香港金融管理局的數據，香港

目前是亞洲第四大債券市場，僅次於內地、日本和韓國；也是亞洲國際債券發行規模最大的市場，佔2020年亞洲區國際債券發行額的34%（1,960億美元）。

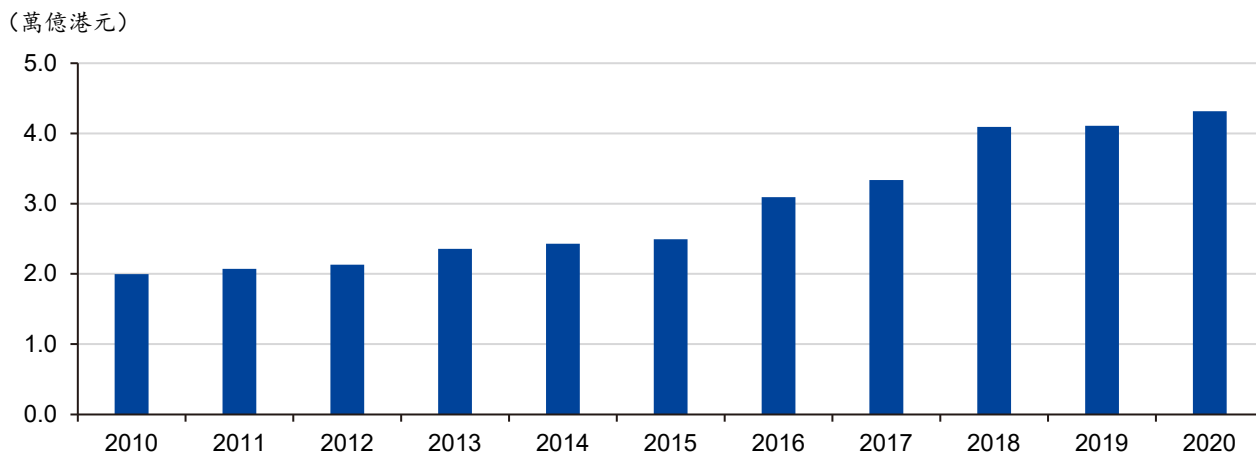
1997至2020年，以港元計價的香港未償還債券總額增長了5.6倍，達到2.4萬億港元，年複合增長率達8.6%（見圖2-7）。其中，公債（外匯基金及政府）佔債券總額的52%；其他債券類型共計1.1萬億港元，年複合增長率達11%。2020年新發行的港元債券工具總額為4.3萬億港元，按年增長5%，連續12年保持上升勢頭（圖2-8）。

圖 2-7：香港未償還港元債券總額



資料來源：CEIC，海通國際

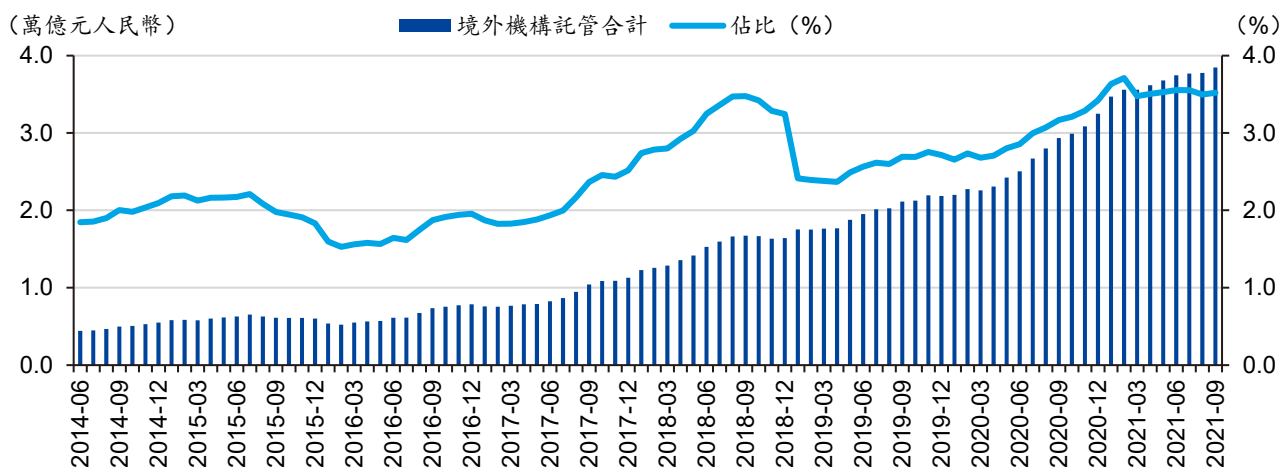
圖 2-8：新發行港元債券工具總額



資料來源：香港金融管理局，一國兩制研究中心

2017年7月，債券通「北向通」上線。港交所數據顯示，截至2021年3月，債券通已吸引2,450名投資者參與，日均交易額達253億元人民幣，外資持有量大幅增長到5,470億美元，持有率為3.4%（圖2-9）。2021年9月，市場期待已久的債券通「南向通」也成功開通，首日完成150多筆交易，成交金額約40億元人民幣。債券通雙向互聯互通是香港債券市場的一大突破，為境內外機構提供了多元資產配置、分散地域風險等多個選項，同時促進了兩地債券市場基建的進一步完善和發展。

圖 2-9：境外機構持有人民幣債券佔全部人民幣債券的比重



資料來源：萬得，海通國際

專題 2-1：內地發債機構境外債券

內地企業境外債券可以分為三種：離岸人民幣債券（點心債）、非人民幣債券（以美元為主的功夫債）及合成型債券（以人民幣計價、以美元結算的債券）。

香港是全球最大的離岸人民幣債券市場。自 2007 年國家開發銀行在香港發行第一批人民幣債券起，點心債一直是本地債券市場的重要組成部份。近年來，面對在岸人民幣債券市場和其他海外市場（倫敦及新加坡）的競爭壓力、以及人民幣融資成本持續走高，香港離岸人民幣債券發行金額與 2014 年的高峰相比下跌了 75%。但憑藉突出的地緣優勢，香港依舊是債券發行人首選的發行地點。

在非人民幣債券中，美元債佔境外中資債券餘額的 90%，現存 2,120 隻，其中房地產及金融業的美元債券存量規模最大。根據聯合資信的數據，2021 年 1-8 月，中資美元債合計發行規模為 1,300 億美元左右，較 2020 年同期下滑 4.2%。現時，債券通「南向通」尚未把中資美元債納入投資範圍。中資美元債的投資者約八成來自亞洲，而香港是中資美元債主要發行地點。若未來「南向通」也納入中資美元債，將有助於境內投資者佈局境外中資債券。

專題 2-2：綠色債券市場

過去十年，全球綠色金融快速發展，香港特區政府也在這方面加大投入，2018 年推出綠色債券資助計劃，2019 年推出政府綠色債券計劃，發行首批以美元計價的綠色債券。2020 年，港交所成立可持續及綠色交易所「STAGE」，打造大灣區內綠色產品的資訊平台。最近財政預算案也提出新的「綠色和可持續金融資助計劃」。2020 年，香港新發行綠色債券 120 億美元，相比於 2019 年增長 20%，創年度新高；其中發行的 30 年期綠色債券是亞洲區政府所發行的年期最長債券。2020 年 9 月，中國政府公佈了「2060 碳中和」的目標，香港特區政府最近也宣佈「2050 碳中和」目標。香港目前在綠債發行方面緊隨國際標準，具有很大的增長潛力來支持內地與香港實現該目標。

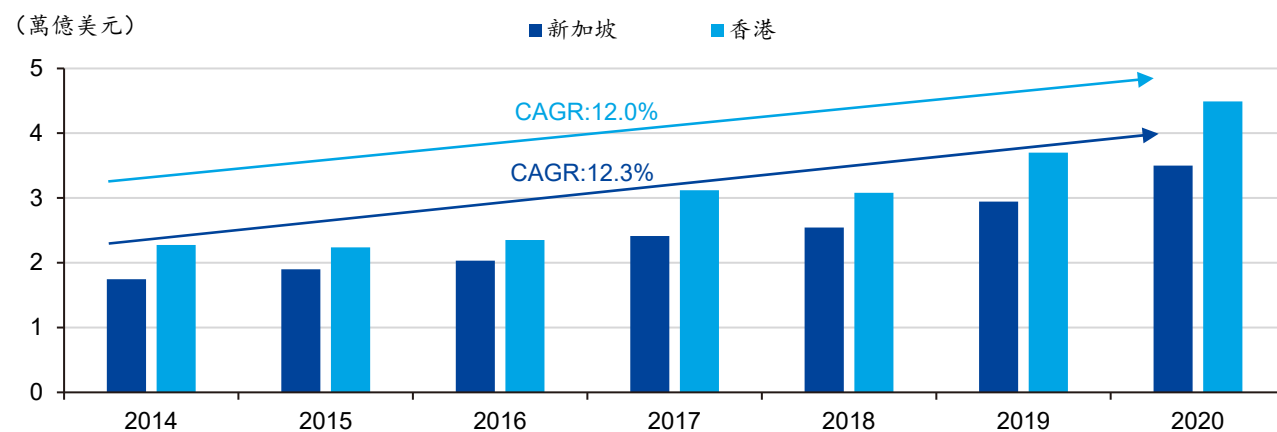
2.1.3 資產管理市場：腹地市場龐大 資產類別多元發展

香港目前是亞洲最大的國際資產管理中心和私人財富管理中心，也是亞洲第二的私募基金中心（僅次於中國內地）。香港拓展國際資產管理市場，可以滿足境內外投資者對財富增值和財富管理的需求，

為香港資本市場提供長期可靠的資金，實現《「十四五」規劃》規劃中強調的「香港作為國際資產管理中心的地位」。

2018年，香港在德勤公佈的《國際財富管理中心排名》⁴中位列第三，次於瑞士和新加坡。其中，新加坡在貨幣穩定性和監管方面成績突出，而香港則在稅收和資本市場方面更具優勢。從管理的資產規模上看，香港暫時處在領先地位（圖 2-10）。近年來，隨著香港與內地之間金融基建進一步推進，香港在資產管理與財富管理市場領域有著新加坡無可比擬的獨特優勢，是內地財富管理需求面向全球的首選。

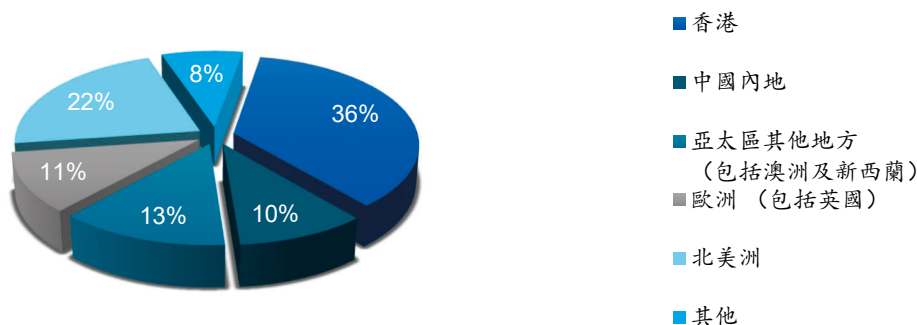
圖 2-10：香港及新加坡資產管理規模



資料來源：香港證監會，香港金融管理局，新加坡金融管理局，一國兩制研究中心

香港證監會進行的年度資產及財富管理活動調查顯示，截至 2020 年，香港所管理的資產總額達到 34.9 萬億港元（約 4.5 萬億美元），增長率為 21%。同年，香港的淨資金流入達 20,350 億港元（按年增長 18%），持牌資管公司數目為 1,878 家（按年增長 4%）；業務方面，以資產管理及基金顧問業務為主（佔總管理資產的 69%）；按資產類別劃分，股票佔比最大，佔總管理資產的 54%，其次是債券（30%），另類資產⁵相對而言比重較小。全港家族辦公室由 2019 年的 395 間增長至 476 間（漲幅 21%）。按投資者資產根據地來看，中國內地僅佔 10%，可見內地市場潛力巨大（圖 2-11）。

圖 2-11：按投資者資產根據地劃分香港資產及財富管理業務



資料來源：香港證監會，一國兩制研究中心

⁴ <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cn/Documents/financial-services/deloitte-cn-fs-international-wm-centre-ranking-2018-en-180904.pdf>

⁵ 另類資產涵蓋了私募股權、風險投資、對沖基金、房地產、木材、加密貨幣等非傳統資產。

專題 2-3: 挖掘大灣區資產管理市場潛力

內地市場的發展潛力將助力香港資產管理市場大規模擴展。2021 年 9 月推出粵港澳大灣區「跨境理財通」，允許粵港澳大灣區內的內地及港澳合資格居民通過各自銀行體系所建立的閉環式資金管道，投資對方銀行銷售的理財產品。南向或北向的總額度上限定為 1,500 億元人民幣，個人投資限額為 100 萬元人民幣。

現時，香港、深圳和廣州位列全球億萬富豪最密集的十大城市，據德勤中國《粵港澳大灣區跨境理財通蓄勢待發》指出，區域內有超過 45 萬個「高資產淨值家庭」擁有人民幣 600 萬元以上的可投資資產，其累計可投資資產超過 2.7 萬億元人民幣，使粵港澳大灣區成為全球最富有的地區之一。香港投資基金公會 2021 年 4 月對大灣區內地居民進行的問卷調查顯示，內地居民對香港基金產品的興趣濃厚，尤其關注新能源、生物醫藥、互聯網等新經濟板塊，對香港基金產品的投資回報率期望也很高（中位數為 13%）。

跨境理財通有利於香港資產管理行業為大灣區「高淨值家庭」提供金融服務，協助潛在客戶認識資產管理服務、推廣家族辦公室，提升本地資產管理市場的活力和吸引力。香港特區政府陸續出台多項激勵政策（表 2-3），力求多管齊下，滿足市場需求，提供更有利的發展環境。

表 2-3: 香港特區政府為扶持資產管理行業推出的監管和稅務改革

資產管理類型	詳情
開放式基金型公司 (OFC)	<ul style="list-style-type: none">證監會將移除之前《開放式基金型公司守則》對私人 OFC 的所有投資限制2021 財年香港財政預算案提出向未來三年於香港設立或遷冊來港的 OFC 提供高達其付予本地專業服務提供者費用七成的資助，上限為每間公司 100 萬港元
有限合伙制基金 (LPF)	<ul style="list-style-type: none">《有限合伙基金條例》已於 2020 年 8 月 31 日實施，該條例讓私募基金可在香港以有限責任合夥的形式註冊
房地產信託基金 (REITs)	<ul style="list-style-type: none">允許 REITs 在符合相關條件下投資少數權益物業允許 REITs 在獲得單位持有人的批准和符合其他條件下，對物業發展的投資可超過之前規定的總資產價值的 10% 上限將 REITs 的借款上限從其總資產價值的 45% 提高到 50%資助計劃涵蓋 REITs，可補貼來港上市所產生費用的 70%，上限為每個 REIT 800 萬港元
家族辦公室	<ul style="list-style-type: none">2020 年 7 月，香港金融發展局發佈白皮書，旨在為家族辦公室創造有利的監管環境2020 年 1 月和 9 月，香港證監會發佈了關於家族辦公室申領牌照責任的通函和常見問題解答
所有合資格基金	<ul style="list-style-type: none">《基金免稅條例》於 2019 年 4 月 1 日起正式生效，所有合資格基金（不論其結構、規模、目的及運營管理地點）在滿足一定前提下，均可享受利得稅的豁免
私募基金	<ul style="list-style-type: none">2021 年 5 月 7 日起，香港正式實施《稅務（修訂）（附帶權益的稅務寬減）條例草案》，條例將對私募基金投資中所獲取的附帶權益收益收取 0% 的利得稅
「基金互認安排」	<ul style="list-style-type: none">在 2008 年開始陸續推出，已有 10 個司法管轄區的金融監管機構認可或註冊的合資格基金達成互認香港和內地的互認安排於 2015 年生效，截至 2021 年 3 月底年度，內地基金累計淨認購額約 3.38 億人民幣，香港基金累計淨贖回額達為 2.12 億人民幣

資料來源：香港證監會，一國兩制研究中心

專題 2-4：資產管理市場的新趨勢

近兩年風靡全球的 ESG（環境、社會和公司治理）投資有望成為資管行業的主旋律。現階段亞洲的資管公司在該方面依然落後於全球其他競爭對手。香港證監會在 2020 年 10 月修訂了相關文件，要求基金經理在投資管理過程中考慮氣候相關風險，並對投資者作出適當披露。很多研究報告指出，ESG 與財務業績之間有著一定的正向關聯，而 ESG 指標的高低也在一定程度上反映出一家公司的運營效率，相信這類觀念會越來越廣泛地被投資者接受。

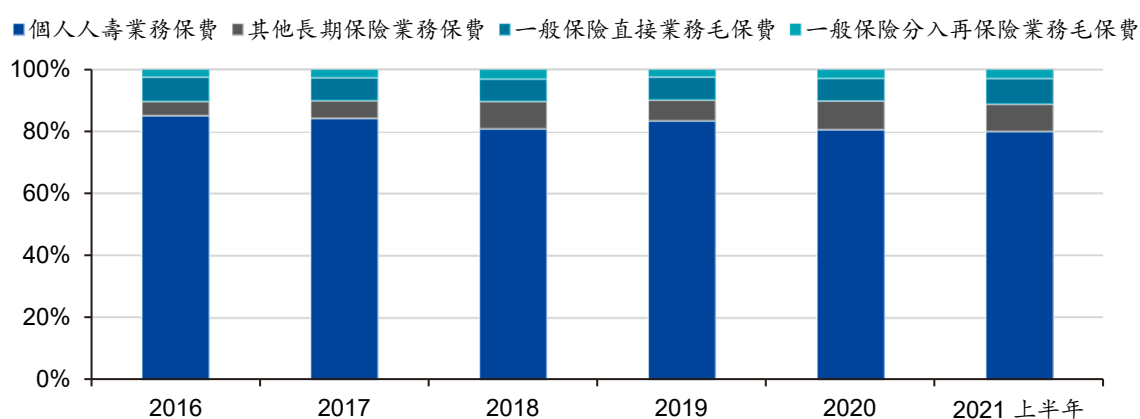
另外，近年來虛擬資產也成為資產管理行業的熱門話題之一。香港證監會早在 2019 年就針對虛擬資產交易平台發佈了監管架構相關的立場書。2020 年 11 月，特區政府發佈了一份關於執行新監管架構的諮詢文件，要求所有集中式虛擬資產交易平台向證監會申請牌照，且目前持牌人只可以向專業投資者提供服務。隨著虛擬資產交易在香港的進一步合規化，資管行業在虛擬資產的配置上也有可觀的成長空間。

2.1.4 保險市場：風險管理板塊方興未艾 政策著力扶持

《「十四五」規劃》提出強化香港作為國際風險管理中心的功能，是基於香港在保險業長期積累形成的全球競爭優勢。目前，香港是全球最開放的保險業中心之一。截至 2021 年 3 月底，香港共有 165 間授權的保險公司，其中 95 間在香港註冊成立，其餘 70 間則分別在內地或海外 20 個國家註冊成立。全球 20 大保險公司有 14 間落戶香港。

根據香港保險業監管局的數字統計，保險業佔香港本地生產總值約 3.9%。2016-2020 年間，香港毛保費總額的平均增長為 6%，2021 年上半年達 3,070 億港元。在業務分類方面，個人人壽業務獨佔鰲頭，佔毛保費總額的比重長期高達八成，而一般業務則只佔一成左右（圖 2-12）。

圖 2-12：香港保險業毛保費



資料來源：保險業監管局，一國兩制研究中心

根據瑞士再保險公司（Swiss Re）2021 年 Sigma 報告中的數據⁶（表 2-4），2020 年香港保險市場的保險密度為 9,746 美元，全球排名第二（開曼群島第一）；保險滲透率 20.8%，擊敗 14 年穩居霸主的中國台灣地區，成為全球第一。從業務分佈來看，香港的人壽保險佔比高於全球保費總額排名前三的美國、內地和日本，也比新加坡高出兩成，可見香港保險業比其他保險市場業務更集中於人壽保險。

⁶ <https://www.swissre.com/dam/jcr:ca792993-80ce-49d7-9e4f-7e298e399815/swiss-re-institute-sigma-3-2021-en.pdf>

表 2-4: 2020 年全球保險市場數據

地區	保險總額 (萬億美元) 全球排名	按年增長 (%)	佔全球保險市場 (%)	人壽保險佔比 (%)	保險密度 (美元) 全球排名	保險滲透率 (%) 全球排名
香港 ⁺	73 [13]	3.4%	1.16%	92.2%	9,746 [2]	20.8% [1]
美國*	2,571 [1]	1.8%	40.25%	25.0%	7,673 [3]	12% [5]
中國內地	656 [2]	6.2%	10.43%	53.0%	455 [42]	4.5% [35]
日本*	415 [3]	-3%	6.6%	71.0%	3,280 [19]	8.1% [16]
新加坡	35 [24]	12%	0.56%	73.7%	5,638 [6]	9.5% [11]

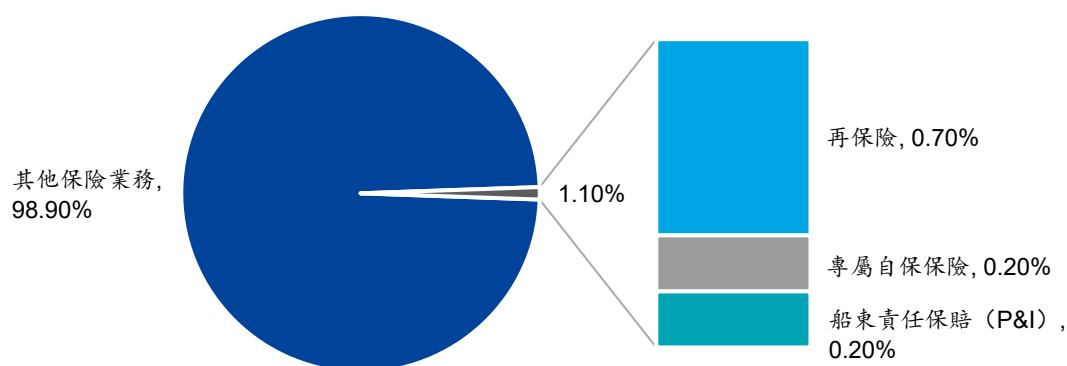
資料來源：瑞士再保險公司，一國兩制研究中心

註：⁺為臨時數，*為預測數據

專題 2-5: 政策扶持專屬自保保險、再保險及海事保險等業務

香港再保險、專屬自保的業務有巨大的發展空間。保險業監管局正著手加強稅務寬減和規管便利等政策（表 2-5），支持專屬自保、再保險和專項保險等領域的發展，在「一帶一路」倡議和粵港澳大灣區建設下，強化香港作為國際風險管理中心和區域保險及再保險樞紐的角色。專屬自保保險、再保險、海事保險等一般保險是企業風險管理方案的一種。專屬自保保險是指由母公司組建的、主要對母公司或關聯公司的風險進行承包或再保險的保險機構，同時對接再保險市場。全球現有逾 7,000 間自保公司（聚集於百慕大、開曼群島等地），美國 500 強公司中有九成均已設立自保公司；然而，中國企業只有 8 間自保公司（其中 4 間在香港註冊），都是具有特殊風險模型的大型央企或國企（如中廣核保險有限公司、中石化保險有限公司）。2019 年，香港市場的專業再保險公司、專屬自保公司和船東互保協會的公司數目是 31 家，毛保費只有 65 億港元，僅佔市場總額 1.1%（圖 2-13）。

圖 2-13: 2019 年再保險、專屬自保公司、海事保險佔香港保險市場毛保費



資料來源：保險業監管局，一國兩制研究中心

表 2-5: 扶持專屬自保、再保險、專項保險等領域發展的措施

資產管理類型	詳情
專屬自保保險	<ul style="list-style-type: none"> 為專屬自保保險公司設有特定的規管制度⁷ 專屬自保保險公司享有 50% 利得稅寬減 擴大專屬自保保險公司的可承保風險範圍
再保險	<ul style="list-style-type: none"> 符合要求的香港專業再保險公司在「中國風險導向的償付能力體系」(「償二代」) 下更具競爭力⁸ 專業再保險公司享有 50% 利得稅寬減 直接保險公司所有的一般再保險業務享有 50% 利得稅寬減
專項保險	<ul style="list-style-type: none"> 直接保險公司的特定一般保險業⁹及特定的保險經紀業務享有 50% 利得稅寬減
船東責任保賠保險	<ul style="list-style-type: none"> 海事相關的保單(包括船舶及法律責任和貨運保險)可獲豁免保費徵費 針對船東互保協會業務的獨特性採用較便利的規管要求
保險相連證券	<ul style="list-style-type: none"> 為用於發行保險相連證券的特殊目的 為保險公司訂定規管制度
保險科技	<ul style="list-style-type: none"> 保險科技沙盒: 至 2020 年 6 月底, 一共有六項有關遙距投保的沙盒申請獲批 「快速通道」提供專隊加快處理利用全數碼分銷管道的保險公司提交的授權申請: 至 2020 年 6 月底, 已有兩間人壽及兩間一般虛擬保險公司獲得授權

資料來源: 保險業監管局、一國兩制研究中心

2.2 香港國際金融中心的未來定位

作為國際金融中心, 香港多年來連通內地和國際市場, 在股票、債券、資產管理及保險領域發展穩健, 長期形成的領先地位被全球投資者廣泛認可。基於這些成就, 中央與香港特區政府對香港的未來寄予厚望。在維持傳統金融領域領先地位的同時, 香港在一些未來有發展潛力、目前尚處於發展初期的新興領域也有獨特的競爭優勢, 有希望借助在這些領域的發展進一步帶動國內與國際經濟互動, 提升香港自身的長期競爭力。

2.2.1 中央政府及特區政府對香港的未來定位及主要改革措施

金融業是香港的經濟支柱之一, 中央與特區政府都高度重視香港金融產業的發展。中央政府在《「十四五」規劃》中對於香港作為國際金融中心的定位提供了清晰的定位, 特區政府也在此基礎上制定了更為清晰的發展藍圖。

2.2.1.1 國家《「十四五」規劃》賦予香港清晰定位

《「十四五」規劃》是國家發展的重大戰略。它明確指出, 支持香港提升國際金融中心地位, 強化全球離岸人民幣業務樞紐、國際資產管理中心及風險管理中心功能。

2019 年 2 月頒佈的《粵港澳大灣區發展規劃綱要》也提出, 要建設國際金融樞紐、推進金融互聯互通、支持香港打造大灣區綠色金融中心。大灣區是金融改革的絕佳試驗田, 隨著大灣區縱深發展, 在

⁷ 香港已為專屬自保保險公司提供了特定的規管框架, 包括降低最低股本及償付準備金的規定、豁免須在香港維持資產的規定, 以及豁免根據法定估值基準評估資產及負債的規定。

⁸ 在「中國風險導向的償付能力體系」下, 當內地保險公司分出業務予香港符合要求的專業再保險公司時, 該內地保險公司的資本額要求將可獲降低。

⁹ 海事保險業務及專項保險業務, 例如空運、農業、巨災、政治風險、恐怖主義、戰爭、貿易信用等。

「一國兩制」框架內，多項重大先行先試措施陸續出台。香港可借此推動並深化金融市場和基礎建設的互聯互通，完善金融產品對接和創新機制。這將擴大香港金融業務的增長空間，並融入國家發展的新格局。

為配合《「十四五」規劃》提出的推動經濟社會發展全面綠色轉型，實現中國政府「2060 碳中和」和香港特區政府「2050 碳中和」的目標，香港計劃打造大灣區綠色金融中心。目前香港不僅在發行政府綠色債券方面處於領先，發行了年期最長的 30 年綠債；而且成立了碳市場專責團隊，以評估發展香港成為區域碳交易中心的可行性，推動大灣區的綠色發展。在政策引導下，香港可以發揮聯動大灣區內外金融的作用，吸引國際資金支持內地與香港實現碳中和的目標。

2.2.1.2 特區政府出台多項優化金融市場措施

2021 年 2 月，香港特區政府發佈《2021/2022 年度財政預算案》（以下簡稱《預算案》）。

基於香港在融資、資產與財富管理、保險與風險管理以及離岸人民幣等領域的現有成就，《預算案》進一步明確了香港金融市場的發展路徑：

(1) 鞏固**證券市場**優勢，吸引新興市場的上市資源，配合內地新經濟產業的融資需求，審視第二上市制度，擴大港股通適用範圍；

(2) 推動**債券市場**的多元發展，提升香港作為綠色經濟和可持續金融樞紐的地位，落實債券通「南向通」（已於 2021 年 9 月 24 日開通）；

(3) 發展**國際財富管理中心**，優化基金註冊制度，吸引海外基金和家族辦公室，建立跨境理財通機制（已於 2021 年 10 月 19 日正式開通）；

(4) 建設**保險及國際風險管理中心**基礎，爭取加快落實對海事及專項保險、保險相連證券、專屬自保保險公司等領域的優惠政策，推出為期兩年的保險相連證券資助先導計劃（現已推出）；

(5) 強化**香港全球離岸人民幣業務樞紐地位**，擴大大灣區內人民幣跨境使用的規模和範圍，利用「一帶一路」建設使人民幣的兌換流通更加便利，提升人民幣的國際影響力。

專題 2-6：《2021/2022 年度財政預算案》預算案演辭第 63 段原文

從產業角度看，香港在**金融**、創新科技、綠色經濟、空運、供應鏈管理和專業服務等範疇都大有作為。金融業是實體經濟的重要支撐。香港是領先的**資產和財富管理中心**、**國際融資平台**、**保險和風險管理中心**、**離岸人民幣樞紐**，能幫助內地企業籌集資金，亦為內地資金提供出路、控制風險，並協助內地安全有序地推進**金融開放**，以支持國家的實體經濟發展。我們要繼續強化香港在**環球金融**的領導地位。

在 10 月 6 日發表的《2021 年施政報告》中，特區政府針對金融業提供了五個發展方向，與中央政府賦予香港的定位相一致：鞏固**資本市場**優勢、支持**離岸人民幣**發展、提升**資產管理**中心的吸引力、著力於**綠色金融**和**碳交易**、以及推動**金融科技**沙盒。

特區政府的多項針對性政策反映出對香港金融業的未來發展的期待。在中央《「十四五」規劃》、《粵港澳大灣區規劃》、以及特區政府政策的框架下，香港將在傳統金融領域不斷鞏固並強化國際金融中心的地位。

專題 2-7: 《2021 年施政報告》第 42 段原文

早前中央派團來港向各界宣講《「十四五」規劃》，重申支持香港進一步推進與內地金融市場互聯互通，發展離岸人民幣業務，強化國際資產管理中心及風險管理中心功能，打造大灣區綠色金融中心，及推動金融服務等向高端高增值方向發展。就此，我們會在以下五方面加緊努力：

- (1) 支持香港交易及結算所有限公司（港交所）進一步改善上市機制和在徵詢市場意見後，在香港設立特殊目的收購公司的上市制度；
- (2) 進一步擴大跨境人民幣資金雙向流通管道、離岸人民幣產品和工具發展，包括研究提升發行及交易人民幣證券需求、容許「港股通」南向交易的股票以人民幣計價等具體措施；
- (3) 通過考慮稅務寬減進一步吸引家族辦公室落戶香港，提升國際資產及財富管理中心地位；
- (4) 支持港交所與廣州期貨交易所就碳排放交易相關金融產品開展合作，並評估將香港發展成為區域碳交易中心的可行性，提升香港作為區內綠色和可持續金融樞紐；及
- (5) 推動跨境金融科技，與內地積極研究建立一個一站式沙盒聯網，利便粵港澳三地的金融機構及科技公司測試跨境金融科技應用項目。

2.2.2 新形勢下香港金融發展的重大機遇

基於傳統金融領域的發展基礎、兩地政府對於香港未來金融發展賦予的定位，香港需要在新形勢下探索發展的機遇，打造面向未來的國際金融中心。我們認為，人民幣國際化、ESG 投資及數字資產交易這三個領域目前尚處早期發展階段，未來擁有巨大的發展潛力。而香港在打造離岸人民幣業務中心、ESG 投資樞紐、以及數字資產交易與管理中心等方面擁有獨特的競爭優勢和發展機遇。

2.2.2.1 中國經濟崛起，人民幣國際化成為大勢所趨

在中國經濟崛起的背景下，人民幣國際化將是大勢所趨。香港可以在長期漸進的人民幣國際化過程中，抓住時間窗口，發揮連接內地與國際資本的管道作用，培養離岸人民幣中心的網絡效應，打造縱深龐大且完善的人民幣生態系統。

中國經濟在過去十年中飛速發展，在金融領域的國際影響力隨著經濟規模不斷提升，中國在全球貿易和投資中比重不斷增加。目前人民幣的國際地位仍遠遠滯後於中國的經濟實力。根據國際貨幣基金組織在 2021 年二季度發佈的數據顯示¹⁰，人民幣在全球外匯儲備佔比為 2.43%，而美元資產則是中國最主要的外匯儲備資產。隨著中國從全球第二大經濟體逐步邁向第一大經濟體，人民幣有望在計價、交易、結算、清算和儲備等國際交易中發揮更加重要的作用。

在人民幣國際化不斷推進的過程中，人民幣的全球使用量不斷增加，其投資貨幣屬性也不斷增強，衍生出投資者對人民幣金融產品和資產配置的需求，從而吸引資金流入人民幣資產。這具體反映在近年中國 A 股和人民幣債券被逐步納入國際指數（表 2-6），人民幣資產日益成為全球資產配置的重要資產類別。

¹⁰ 國際貨幣基金組織，《官方外匯儲備貨幣構成（COFER）》，2021。

表 2-6：中國 A 股和債券被納入三大指數

時間	指數	納入債券
2018 年 6 月	明晟 (MSCI) 新興市場指數	分次納入
2019 年 4 月	彭博巴克萊全球綜合指數	人民幣計價的 364 隻中國國債和政策性銀行債券 (中國債券首次納入國際主流的債券指數)
2019 年 5 月	富時羅素	逾 1000 隻 A 股
2019 年 9 月	標普新興市場全球基準指數 (S&P Emerging BMI)	1099 隻 A 股
2020 年 2 月	摩根大通全球新興市場多元化債券指數 (GBI-EMGD)	10 個月內分步納入九隻符合資格的以人民幣計價的高流動性中國政府債券
2021 年 10 月	富時世界國債指數 (WGBI)	在 36 個月內分階段將中國國債納入，完成後中國國債佔 WGBI 的權重將達 5.25%

資料來源：一國兩制研究中心

同時，在「一帶一路」倡議與全面經濟夥伴關係協定 (RCEP) 框架下，人民幣的跨境使用有望探索新的使用場景。「一帶一路」倡議旨在對外建立聯繫，在基建投資、內地企業的海外業務、區域投資及貿易方面，提供大規模投資、專業服務、風險管理和人民幣服務。香港金融市場資金充裕，同時擁有與國際接軌的專業、經驗和網絡，是「一帶一路」投資及服務的理想平台，有潛力來推進人民幣境內境外雙循環。

專題 2-8：香港積極參與 RCEP 提升國際金融中心地位

2020 年 11 月，亞太 15 國 (東亞國家包括中國、日本、韓國，及澳洲、新西蘭等) 正式簽署區域全面經濟夥伴協定 (RCEP)，令該協定超越歐盟成為世界上最大自由貿易經濟體系。

香港地理位置上貫通亞洲南北樞紐，國際連繫的基礎深厚，近年對外經貿關係的重心自然也由西方國家向內地及其他東亞地區轉移。香港與 RCEP 成員國的雙邊貿易佔香港貿易總額四分之三，強化東亞區域的合作可拓展外貿經濟基本盤，擴大貿易金融版圖。隨着產業帶動金融需求，香港的金融業可借東南亞崛起的機會，成為服務全球資本參與東南亞經濟的金融平台，躍升為輻射範圍更大、影響力更高的國際金融中心。

2.2.2.2 全球關注氣候風險，ESG 與可持續發展理念日益深入人心

隨著全球對於氣候問題和可持續發展得到廣泛關注，ESG 投資、綠色金融、可持續發展等理念在金融領域掀起熱潮。2015 年簽署的《巴黎協定》明確了控制全球氣溫增長的目標。在 2016 年於杭州舉行的二十國集團高峰會上，綠色金融被首度列入議程。去年，中國宣佈爭取在 2060 年前實現碳中和。

在這一背景下，全球各國政府日益重視可持續發展，全球投資者日益青睞 ESG 投資與可持續金融。《2020 年全球可持續投資回顧》顯示¹¹，全球可持續投資管理資產達到 35.3 萬億美元，達到全球主要市場所管理資產的 36%，在加拿大、美國、日本及澳洲等地增長尤為迅速。Refinitiv 數據顯示¹²，2021 年截止到三季度末，全球可持續金融債券發行量達 7,776 億美元，同比增長 57%，其中亞太地區佔總發行量的 19%；綠色債券的發行量已達 3,650 億美元，較上年增長超一倍。同時，今年亞太地區

¹¹ 全球可持續投資聯盟，《2020 年全球可持續投資回顧》(Global Sustainable Investment Review 2020)，2021。

¹² Refinitiv, Sustainable Finance Review First Nine Months 2021, 2021.

(日本除外)的企業、政府及其他機構發行的 ESG 債券規模已超美國，為兩年來首次。可見在全球範圍內，可持續發展被越來越重視，可持續金融將發展成為主流。

香港在綠色金融方面有一定基礎，可以憑藉其金融市場的深度與廣度、金融基礎設施的成熟度、獨特的地理區位、高質量的專業服務能力、高素質的人力資源與教育水平等條件，打造可持續金融和 ESG 投資樞紐。

2.2.2.3 全球科技迅速發展，孕育金融領域新機遇

進入工業 4.0 時代，全球正經歷新一輪科技革命和產業變革，大數據、人工智能、機械學習、區塊鏈、物聯網、元宇宙等技術紛紛取得革命性突破。這些技術在金融領域催生出豐富多樣的虛擬資產 (Virtual-Assets 或 Crypto-Assets)。在以比特幣為代表的加密貨幣面世後，去中心化金融 (DeFi)、非同質化代幣 (NFTs)、穩定幣等不同類別的虛擬資產陸續誕生，逐漸成為投資者青睞的新興資產類別或投資方向，人們正圍繞這些新概念探索新型的商業模式與生活方式。

香港擁有高度自由的市場環境、對全球資金與人才的匯聚能力、完善的金融基礎設施以及法律體系，有潛力將自身打造成數字資產交易與資產管理中心。數字資產在香港已有生態圈初形，目前有數十個虛擬資產交易平台在港營運。2021 年香港新添的一家獨角獸公司正是專注數字產權的數字資產企業 (Animoca Brands)，其業務是通過 NFTs 紀錄在擁有智能合約 (Smart Contract) 特性的公鏈上，向遊戲玩家提供數字產權。隨著市場需求明確，虛擬資產的監管也加緊腳步；香港的 VASP (Virtual Asset Service Provider) 監管是亞洲內最明確和詳細的，最近香港也有意引進了虛擬資產服務發牌制度，為虛擬資產生態提供更明確的合規基礎，培育本地的資產生態體系。

專題 2-9：綠色債券代幣化 (Tokenisation of Green Bonds)

加密代幣 (Tokens) 與加密貨幣 (Coins) 不盡相同。雖然兩者皆是廣義的加密貨幣 (Cryptocurrency)，Coins 以市場支持，背後沒有實體資產作為後備，而 Tokens 則有實物作為支持，可以成為實體資產的一部分，或者可以兌換一些產品和服務，甚至是股權。

國際清算銀行 (BIS) 創新中心和香港金管局推出一項綠色債券代幣化新舉措 Project Genesis，旨在通過鼓勵可持續投資，是該创新中心第一個綠色項目。項目主要解決市場流動性的問題，例如一些國家由於債券發行和投資繁瑣，且對債券投資者有一定要求，從而導致散戶投資者的流動性不足、二級市場缺乏保障等。項目提出通過結合區塊鏈、智能合約、物聯網和虛擬資產，建立一個綠色債券的基礎設施。投資者可以通過手機應用程式，將任何金額的資金投資到安全可靠的政府綠色債券中，小面額的投資與可持續項目的產出都有即時跟蹤，確保用得其所。現時市場上有最少 15 隻綠色代幣，大部門獨立於政府。金管局這次合作將把綠色債券代幣化提升到新高度，同時反映香港擁抱革命性科技與金融的結合，有序積極地推動香港虛擬資產生態增長，帶領香港在此領域走在尖端。

第 3 章 香港：離岸人民幣業務樞紐

作者：朱岩

自 2004 年香港銀行正式開辦人民幣業務開始，離岸人民幣市場迄今已發展成為香港國際金融中心的一大支柱，在過去的十七年中為香港在傳統金融業務基礎上帶來了諸多新業務機遇。

目前，香港遙遙領先於其他離岸人民幣市場，不僅擁有全球最大的離岸人民幣資金池、最大的離岸人民幣外匯交易中心、最大的離岸人民幣債券市場、佔中國境外人民幣跨境收付額度最大比重，也是全球提供最多人民幣衍生品的集中地。

香港離岸人民幣中心的形成和發展，與人民幣國際化的進程密不可分，而人民幣國際化又與中國資本賬戶的開放息息相關。雖然人民幣資本賬戶的不可完全兌換在一定程度上制約了人民幣國際化的步伐，但也正是由於這一原因，香港才有機會發揮連接內地和國際資本的管道功能，香港離岸人民幣市場的地位和作用也因此更加特殊和重要。

隨著中國經濟實力的持續增長，人民幣國際化協同資本賬戶有序推進將是大勢所趨。一旦資本賬戶完全可兌換，通過香港雙向聯通內地和國際資本市場的需求將大幅降低。然而，考慮到國際政治經濟形勢錯綜複雜，為防範金融風險，中國資本賬戶的開放將是一個長期和漸進的過程。這將為香港在接下來五至十年爭取到重要的時間窗口，以培育並積累香港離岸人民幣中心的網絡效應和長期競爭優勢。

雖然香港的離岸人民幣業務目前遙遙領先於其他離岸人民幣市場，但其整體發展水準依然較低，業務基礎仍有待穩固，人民幣資本賬戶完全開放確實有可能動搖香港離岸人民幣中心發展的基礎。因此，在中國資本賬戶穩健而又漸進的開放過程中，香港應把握機遇，不斷優化離岸人民幣市場系統、完善人民幣循環制度安排、擴大離岸人民幣市場體量，打造縱深龐大且豐富多樣化的人民幣生態系統。如果可以做到這些，即便數年後人民幣實現了資本賬戶的完全可兌換，香港屆時仍可憑藉其完備的金融基礎設施、高效的市場運作機制、龐大的市場規模與業務網絡、市場參與者的粘性與慣性、長期積累的國際信譽，以及與國際接軌的法律法規等優勢，繼續做大做強人民幣業務生態系統，保持其離岸人民幣中心的地位長盛不衰。

3.1 香港離岸人民幣市場的發展歷程

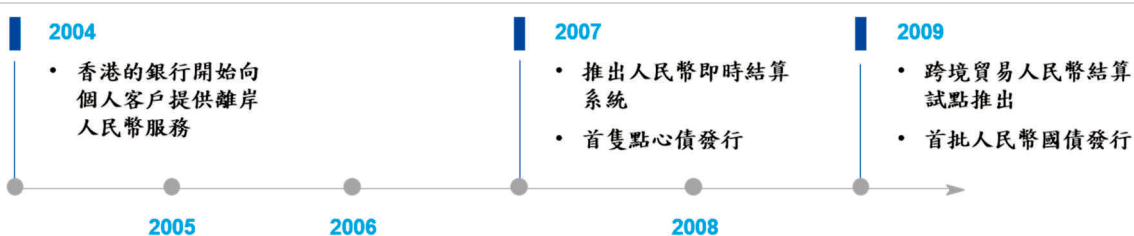
在過去的十七年裏，受益於人民幣國際化戰略，在「一國兩制」優勢下，香港憑藉自身國際金融中心的實力，將本地人民幣市場從簡單的零售存款業務，成功發展成為全球最大的離岸人民幣業務樞紐。回顧歷史，在人民幣國際化的大背景下，香港離岸人民幣中心的發展可以大致分為三個階段。

3.1.1 起始和積累階段

2004-2009 年是香港離岸人民幣市場的初期積累和開啟階段，從開展個人人民幣業務發展到企業人民幣貿易清算業務（圖 3-1）。2004 年，香港的銀行開始為個人客戶提供各類人民幣服務，成為香港離

岸人民幣市場發展的起點。2007年，香港推出了人民幣即時結算系統（RTGS）；同年，國家開發銀行在香港發行了第一筆離岸人民幣債券。2009年，中國人民銀行推出跨境貿易人民幣結算試點，允許跨境貿易以人民幣結算，自此正式開啟人民幣國際化進程。同年，財政部在香港首次發行人民幣國債。

圖 3-1：香港離岸人民幣市場發展起始階段

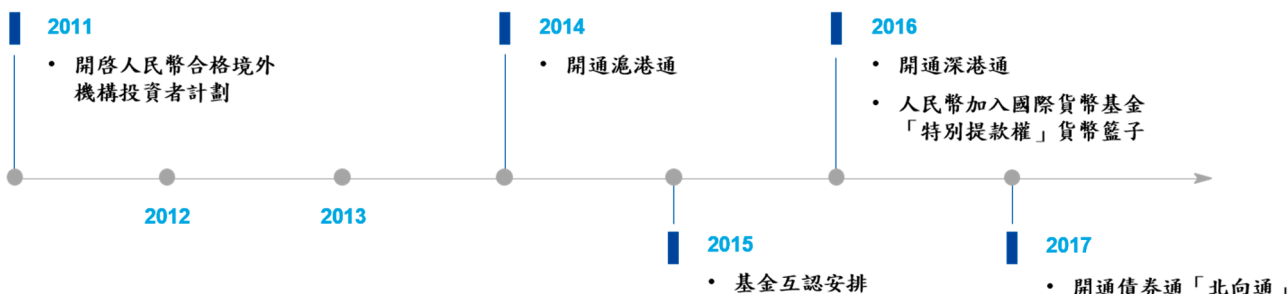


資料來源：一國兩制研究中心

3.1.2 與在岸市場互聯互通的快速發展期

香港離岸人民幣市場發展的第二階段是離岸市場和在岸市場互聯互通的快速發展期（圖 3-2）。2011年，國家開啟人民幣合格境外機構投資者計劃試點（RQFII）。試點初期，參與機構僅限於基金管理公司、證券公司的香港子公司，首先為香港打開了進入內地資本市場的路徑。隨後，滬港通、基金互認、深港通和債券通「北向通」相繼開通，進一步拓寬了香港和內地的資本聯通渠道，豐富了人民幣流入香港和回流內地的循環機制，也多次彰顯了香港連接內地金融市場和國際投資者的獨特地位。雖然人民幣國際化在 2015 年「811」匯改後整體節奏放緩，但 2016 年人民幣被納入國際貨幣基金特別提款權（SDR）貨幣籃子後，境外央行持有人民幣外匯儲備的意願隨之增強，是國際社會認可和接納人民幣的一個重要里程碑¹³。

圖 3-2：香港離岸人民幣市場快速發展階段



資料來源：一國兩制研究中心

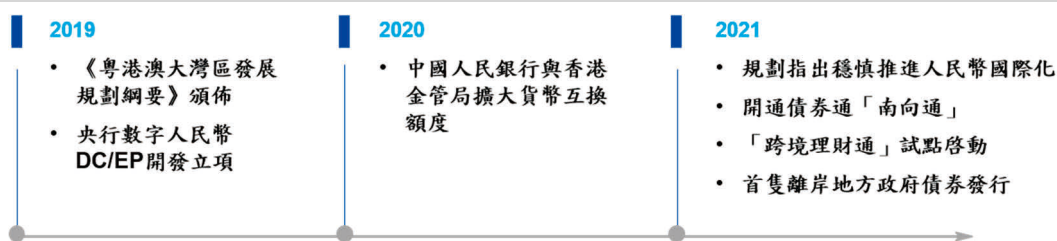
3.1.3 發展新機遇期

2019年以來，香港離岸人民幣市場迎來了更多發展機遇（圖3-3）。2019年發佈的《粵港澳大灣區發展規劃綱要》明確了香港作為全球離岸人民幣業務樞紐的戰略方向，大灣區的融合發展也為人民幣跨境流動和業務創新帶來新機遇。同年，央行數字人民幣（DC/EP）立項。2020年，中國人民銀行與香港金融管理局續簽了為期5年的貨幣互換協議，協定規模由原來的4,000億元人民幣（4,700億元港幣）擴大至5,000億元人民幣（5,900億元港幣）¹⁴，在必要時為香港離岸人民幣市場提供更多人民幣流動性。

¹³ 岳毅，《人民幣 SDR 時代與香港離岸人民幣中心》，2017。

¹⁴ 香港金融管理局，《中國人民銀行與香港金融管理局續簽貨幣互換協議》，2020。

圖 3-3：香港離岸人民幣市場發展的新機遇期



資料來源：一國兩制研究中心

2021年3月，國家《「十四五」規劃》頒佈，明確指出「穩慎推進人民幣國際化，堅持市場驅動和企業自主選擇，營造以人民幣自由使用為基礎的新型互利合作關係」。2021年9月，債券通「南向通」正式開通，內地投資者不僅可以使用外匯參與「南向通」，也可以使用人民幣購買離岸人民幣債券，有助於促進香港離岸人民幣債券融資和交易。2021年9月，粵港澳三地同時發佈《粵港澳大灣區「跨境理財通」業務試點實施細則》，標誌著「跨境理財通」業務試點正式啟動，將進一步聯通離岸和在岸金融市場。2021年10月，深圳市人民政府在香港發行50億元離岸人民幣地方政府債券，亦是首次有內地地方政府在港發債，香港離岸人民幣債券市場的發行主體再次拓寬。在這一新機遇期，香港本地的離岸人民幣業務迎來了更大發展空間。

3.2 香港離岸人民幣市場的發展現狀

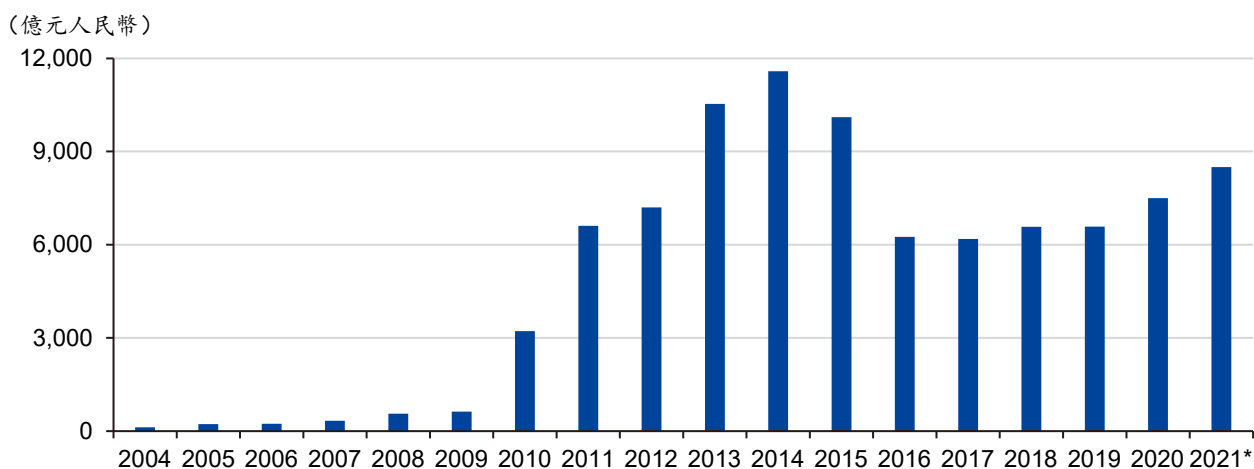
經過十七年的發展，香港已成為全球最大的離岸人民幣業務樞紐，在離岸人民幣資金池規模、離岸人民幣外匯交易規模、離岸人民幣債券市場規模、佔中國境外人民幣跨境收付比重，以及人民幣ETF產品及衍生品規模五個方面都名列前茅。

3.2.1 香港擁有全球最大的離岸人民幣資金池

香港離岸人民幣資金池的形成，從2004年香港銀行為個人客戶提供人民幣服務開始。早期資金來源是香港居民每日換匯額度和內地遊客帶入香港的現鈔。隨後幾年，人民幣資金池增長較為緩慢。在2009年推出跨境貿易人民幣結算試點、2010年中國人民銀行和香港金管局簽訂人民幣貿易清算補充協議後，企業貿易清算項目下的人民幣企業存款流入香港，香港人民幣資金池迅速擴大。到2012年，人民幣已經成為香港主要的外幣存款幣種¹⁵。2014年，香港人民幣資金池增長到11,583億元，達到歷史最高點。2015年「811」匯改後，人民幣匯率經歷了階段性的持續貶值，香港人民幣資金池規模也隨之回落，直到2017年中才又開始回升（圖3-4）。

¹⁵ 馬俊、徐劍剛等，《人民幣走出國門之路——離岸市場發展與資本項目開放》，2012。

圖 3-4：香港離岸人民幣資金池規模



資料來源：香港金融管理局，香港特區政府財經事務及庫務局，一國兩制研究中心

註：包括人民幣存款及存款證，*2021年為5月底數據，其它年份為年底數據

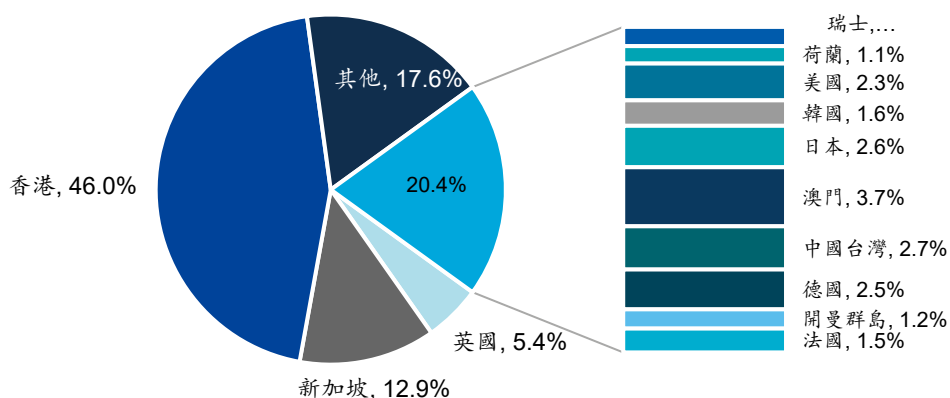
根據中國人民銀行《2021年人民幣國際化報告》的統計，2020年末，香港人民幣存款餘額（不包括銀行同業存款及存款證）為7,209億元人民幣，佔香港全部存款餘額的5.9%，佔外幣存款的11.9%¹⁶。2020年，香港人民幣資金池規模在各離岸市場中繼續排名第一，遠超排名第二的台灣地區（離岸市場人民幣存款餘額為2,441億元）。2021年，香港離岸人民幣資金池規模繼續保持增長趨勢，至2021年5月底，其總規模已回升到8,500億元人民幣¹⁷，突破六年來的高位。

3.2.2 香港佔中國境外人民幣跨境收付最大比重

中國內地三分之二的對內和對外直接投資、以及大部分金融投資都經過香港。憑藉聯通內地和國際市場的橋樑作用，香港已成為人民幣跨境收付金額佔比最多的地區。

2020年，人民幣跨境收付金額總量達28.4萬億元，香港地區的人民幣跨境收付金額超過13萬億，佔總金額的46%，遠遠高於排名第二位的新加坡和第三位的英國（圖3-5）。

圖 3-5：2020年人民幣跨境收付金額國別和地區分佈情況



資料來源：中國人民銀行，一國兩制研究中心

¹⁶ 中國人民銀行，《2021年人民幣國際化報告》，2021。

¹⁷ 香港特區政府財經事務及庫務局，《財庫論網誌：真金不怕洪爐水》，2021。

3.2.3 香港是全球最大的離岸人民幣外匯交易中心

香港是全球最大的離岸人民幣外匯市場，日均交易額佔中國內地之外交易額的41%。國際清算銀行（BIS）每三年一次的外匯與衍生工具市場成交額調查數據顯示，2019年4月，香港人民幣外匯交易每日成交金額為1,076億美元（表3-1），超過同期位於第二位和第三位的倫敦和新加坡人民幣外匯交易的總和。雖然新加坡是全球第三大外匯交易市場，日均交易額達6,330億美元，香港緊隨其後（6,320億美元），但新加坡的人民幣交易額僅佔其外匯交易總額的6.7%，香港的人民幣外匯交易額卻高達17.0%。

表 3-1: 人民幣外匯交易平均每日成交額（億美元）

時間	香港	倫敦	新加坡
2013年4月	495	243	239
2016年4月	771	392	425
2019年4月	1,076	567	426

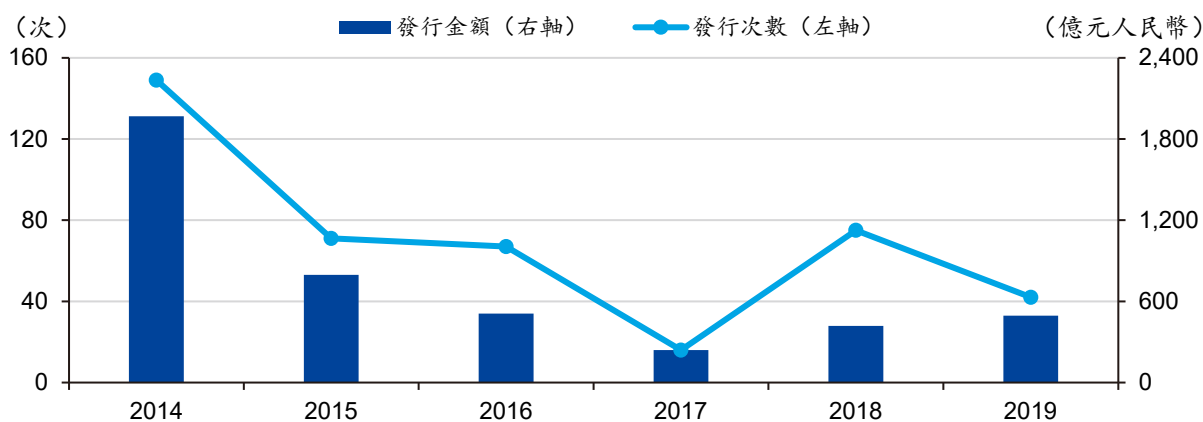
資料來源：國際清算銀行，一國兩制研究中心

3.2.4 香港是全球最大的離岸人民幣債券市場

香港一直是離岸人民幣債券（即「點心債」）的首選發行地。2020年，全球80%的離岸人民幣債券在港發行¹⁸。中央政府一直在政策上支持香港離岸人民幣債券市場的發展。2007年7月，國家開發銀行在香港發行第一批人民幣債券；2009年9月，財政部首次在港發行人幣國債；2011年，國內出台一系列政策，包括擴大香港債券發行人的類別至內地金融機構和企業等，香港人民幣債券市場得到快速發展。

2015年後，隨著人民幣匯率波動幅度增加以及歐美近年來量化寬鬆政策的影響，人民幣相對於美元融資成本偏高，境內外對離岸人民幣的融資需求減弱。2014年至2019年間，點心債發行次數由149隻減至42隻，發行金額也從1,968億元人民幣跌至494億元人民幣，下跌近75%¹⁹（圖3-6）。從存量規模上看，近兩年香港人民幣債券存量規模已不及2014年高峰時的一半²⁰（圖3-7）。

圖 3-6: 香港人民幣債券發行次數及發行金額



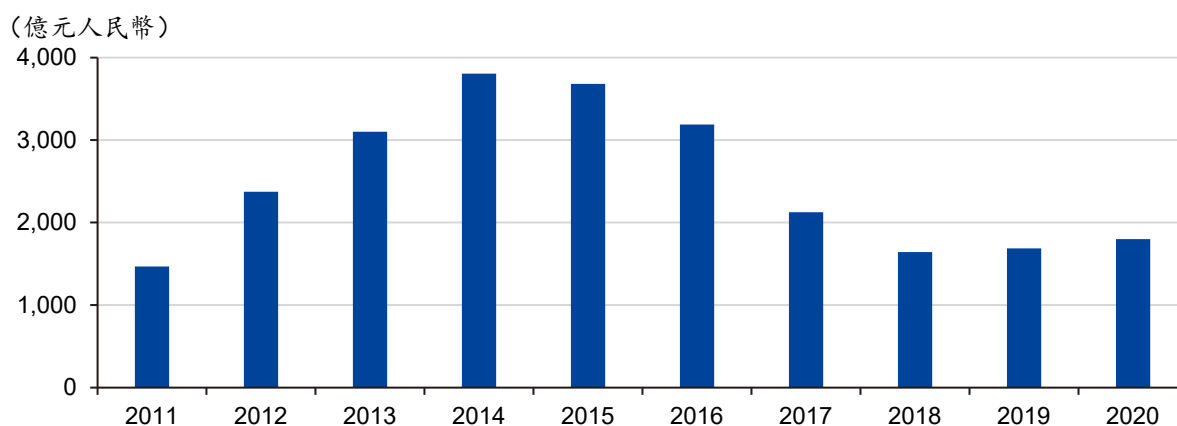
資料來源：香港金融發展局，財經事務及庫務局，一國兩制研究中心

¹⁸ 中國新聞網，《國家「十四五」規劃宣講團香港立法會講座》，2021。

¹⁹ 財經事務及庫務局，Replies to initial written questions raised by Finance Committee Members in examining the Estimates of Expenditure 2020-21, 2020。

²⁰ 香港金融管理局，《香港金融管理局2020年報（2021）》，2021。

圖 3-7: 香港未償還人民幣債券規模



來源：香港金融管理局，一國兩制研究中心

另外，儘管香港也面臨來自其他離岸人民幣債券市場的競爭²¹，但目前在人民幣債券存量規模上遠高於其他離岸人民幣市場。2019年，香港未償還人民幣債券規模1,686億元，而倫敦和新加坡市場未到期人民幣債券規模均不足香港的四分之一²²。2020年，香港未償還人民幣債券規模已達到1,798億元。受人民幣升值預期和人民幣票據及人民幣國債在港發行的帶動，近幾年香港人民幣債券市場有啟穩跡象。

3.2.5 全球交易所中香港交易所提供最多人民幣 ETF 產品和衍生品

人民幣交易所買賣基金（ETF）近年已成為中國境外市場交投最活躍的場內人民幣證券產品類別²³。香港交易所全球交易所中提供最多的人民幣 ETF 產品，2020年度總成交額超過130億元人民幣，日均成交額超5,000萬元人民幣，均遠遠高於其他提供人民幣 ETF 產品的主要交易所（表 3-2）。不過，相對於港股證券市場平均每日1,295億港幣（1,151億人民幣）及交易所買賣基金平均每日49億港幣（43.6億人民幣）成交金額²⁴，人民幣 ETF 日均成交額僅佔0.04%和1%，仍有很大成長空間。

表 3-2: 2020 年香港交易所與其他主要境外交易所人民幣 ETF 及成交額

交易所	ETF 產品	成交額 (萬元人民幣)	
		年度	日均
香港交易所	42	13,010	52.5
倫敦證券交易所	1	8	0.0
新加坡交易所	1	0.3	0.0
台灣證券交易所	3	126	0.5

資料來源：香港交易所，一國兩制研究中心

香港金融機構也提供人民幣貨幣衍生品和以人民幣交易的大宗商品衍生產品（表 3-3）。人民幣貨幣期貨產品是最普及的人民幣衍生品，2019年香港人民幣貨幣期貨平均日成交量為8,042張合約，而人

²¹ 立法會秘書處，《香港和新加坡的債券市場》，2021。

²² 中國人民銀行，《2020年人民幣國際化報告》，2020。

²³ https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2021/CCEO_HKrm_b_202103_c.pdf?la=zh-HK

²⁴ https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/HKEX-Monthly-Market-Highlights?sc_lang=zh-HK&select={EB2ED362-B7EA-4B69-A432-5A893CADDE28}

民幣大宗商品衍生品交易卻微乎其微。總體而言，港交所提供的人民幣金融產品在主要境外交易所中位列第一，但人民幣風險管理工具還不夠豐富和多元，人民幣衍生品在全球交投活躍度還很低。

表 3-3: 2020 年香港交易所與其他主要境外交易所人民幣衍生品數目

交易所	貨幣		商品	
	期貨	期權	期貨	期權
香港交易所	6	1	8	0
CME	4	2	0	0
ICE 新加坡期貨交易所	2	0	0	0
新加坡交易所	7	1	0	0
台灣期貨交易所	2	2	0	0

資料來源：香港交易所，一國兩制研究中心

3.3 香港離岸人民幣市場的發展機遇

香港離岸人民幣市場雖然在國際上居於領先地位，但倫敦、新加坡、台灣等離岸人民幣市場近年也有很大發展，甚至在個別業務上顯示出較大潛力。例如，在香港離岸市場點心債發展有所回落的情況下，倫敦證券交易所上市的人民幣債券數目卻由 2014 年的 19 隻，增至 2020 年 11 月底的 109 隻²⁵。然而，面對其他地區離岸人民幣市場的崛起，香港可以把握得天獨厚的發展機遇，來鞏固並擴大其領先優勢。

人民幣國際化的進程將為香港離岸人民幣市場的發展提供「長期賽道」。貨幣國際化是一個緩慢的過程，最終是要和該貨幣主權國的經濟貿易地位適配的。中國已是全世界第二大經濟體、第一大貿易國，而人民幣無論在計價、交易和儲備上發揮的作用還遠遠滯後於中國經濟在國際上的地位。根據中國人民大學國際貨幣研究所的《人民幣國際化報告 2021》²⁶，截至 2020 年底，人民幣國際化指數 (RII)²⁷ 是 5.02，在國際主要貨幣中位列第三，但與排名第一位的美元貨幣國際化指數 51.27 和第二位的歐元貨幣國際化指數 26.17 有相當大的差距 (表 3-4)。

表 3-4: 人民幣與美元貨幣地位及中美經濟實力對比 (2020 年)

國家		中國		美國	
維度	項目	比例/指數	排名	比例/指數	排名
貨幣地位	國際儲備	2.1 %	5	60.5 %	1
	外匯交易*	2.2 %	8	44.2 %	1
	國際支付	1.9 %	5	38.7 %	1
	證券計價	全球三分之二證券以美元計價			
	貨幣國際化指數	5.02	3	51.27	1
經濟實力	國內生產總值	17.0 %	2	24.8 %	1
	貨物貿易出口	14.7 %	1	8.1 %	2
	貨物貿易進口	11.5 %	2	13.5 %	1
	貨物貿易進出口	13.1 %	1	10.8 %	2

資料來源：BIS，工銀國際研究部，中國人民大學國際貨幣研究所，一國兩制研究中心

註：*為 2019 年數據

²⁵ 立法會秘書處，《香港和新加坡的債券市場》，2021。

²⁶ 中國人民大學國際貨幣研究所，《人民幣國際化報告 2021》，2021。

²⁷ RII 由中國人民大學國際貨幣研究所 (IMI) 編制，並於 2012 年第一本《人民幣國際化報告》正式披露，用以描述國際經濟活動中人民幣的實際使用程度。該指數衡量人民幣在貿易計價結算、金融交易和官方儲備等方面執行國際貨幣職能的發展動態。

目前人民幣國際化仍處於初期階段，還有很長的路要走，這為香港離岸人民幣市場未來的發展奠定了基礎。從其他貨幣的國際化經驗來看，離岸市場是推動貨幣國際化的關鍵因素之一。美元成為國際貨幣就得益於倫敦離岸美元市場的發展；巴黎和盧森堡也對德國馬克在國際化過程中做出了很大貢獻。相比之下，日元則因為缺乏離岸市場的支撐，在國際化進程中頗受制約²⁸。人民幣國際化向更高層次的發展，與離岸人民幣市場的進一步發展是相輔相成的關係。香港作為最大的離岸人民幣中心，若能進一步擴大其市場容量，也將有力推動人民幣國際化的進程。

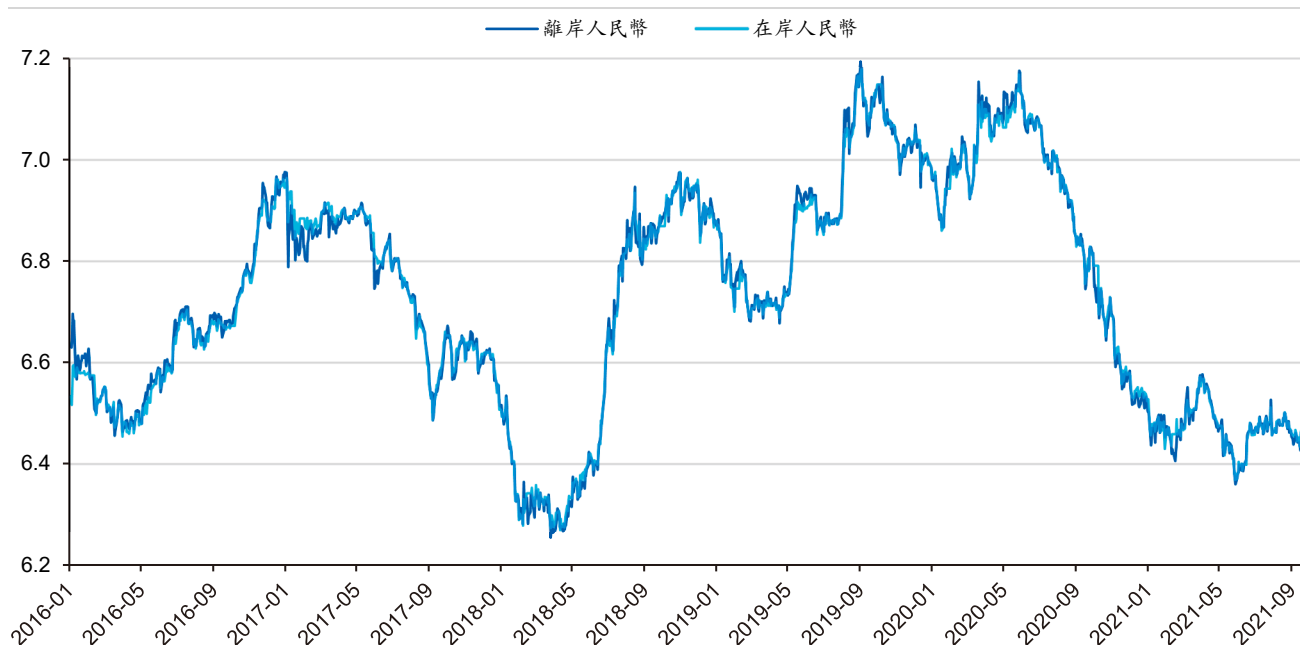
縱觀全球發展局勢及《「十四五」規劃》藍圖，香港將迎來發展離岸人民幣市場獨特的發展機遇期。具體表現在以下幾方面。

3.3.1 對人民幣金融產品和資產配置需求提升

隨著中國經濟體量不斷壯大，在全球貿易和投資中比重不斷增加，人民幣作為國際貨幣的計價、結算和投融資功能將不斷提升。近年，人民幣的投資貨幣屬性也不斷增強，香港可抓住機會，豐富自身人民幣投融資產品。2017年開始，人民幣呈現了從支付結算貨幣轉向投資貨幣的趨勢，到2020年資本項目人民幣跨境收付金額合計為21.6萬億元，已經是經常項目下人民幣跨境收付金額的3.2倍²⁹。這一趨勢也對香港進一步發掘潛力、豐富以人民幣計價股權、債權等證券類和其它金融投資產品提出了新要求。

此外，受益於中國經濟的穩定發展，以人民幣為標的的資產也在國際上受到青睞，日益成為全球資產配置的重要資產類別。尤其是在2020年新冠疫情爆發後，歐美等央行採取了極為激進的量化寬鬆政策，令全球投資者擔憂貨幣貶值風險。在此背景下，人民幣匯率則受益於中國人民銀行穩健的貨幣政策，相對美元、歐元、日元都明顯升值（圖3-8），人民幣定價的各類資產也受國際投資者青睞，展現了不俗的投資回報率。

圖 3-8：離岸人民幣（CNH）及在岸人民幣（CNY）兌美元匯率



資料來源：彭博，海通國際

註：數據截至2021年9月

²⁸ 鄂志寰、丁孟，《雙循環格局下人民幣國際化的發展路徑-基於貨幣國際化獨特實踐的理論與政策分析》，2021。

²⁹ 中國人民銀行，《2021年人民幣國際化報告》，2021。

3.3.2 資本賬戶的漸進式開放將強化香港的資本管道功能

人民幣國際化與資本賬戶的開放息息相關。一旦資本賬戶完全可兌換，國內與國際資本市場將直接對接。這在一定程度上可能導致香港的資本管道功能被邊緣化，降低國內外資本對於香港市場的依賴與需求。但另一方面，在資本賬戶非完全可兌換的情況下，無論是人民幣自由使用，還是香港離岸人民幣市場的發展均受到諸多限制，也會影響國際社會對人民幣的信心。

目前，香港作為國家最可控的離岸金融市場，是雙向聯通內地與國際資本市場最理想的金融試驗場和隔絕國內外風險的天然防火牆。資本賬戶的有限放寬，特別是以香港為試點的管道式優先開放，會進一步強化香港的橋樑和金融創新示範作用，發揮香港連接內地和國際資本的功能。在滬港通、深港通、基金互認、債券通「北向通」基礎上，香港與內地互聯互通又迎來了債券通「南向通」和粵港澳大灣區「跨境理財通」新機制的加入，進一步連接在岸和離岸金融市場。新機制將繼續在「人民幣優先」導向下，在香港進行人民幣匯兌，再以人民幣匯入匯出，這將增加香港人民幣跨境結算、人民幣外匯兌換量，促進人民幣環流。

在資本賬戶逐步開放的漸進過程中，香港若能藉此窗口期不斷鞏固和完善離岸人民幣市場機制安排，不斷優化人民幣循環制度安排，不斷擴大離岸人民幣市場體量，一旦打造成縱深龐大而又豐富多樣化的人民幣生態系統，那麼即便在資本賬戶完全開放後，香港仍有機會憑藉其多年培養和積累的網絡效應，繼續保持其離岸人民幣市場的優勢，穩固香港離岸人民幣業務樞紐的地位。

3.3.3 「一帶一路」倡議和 RCEP 框架下人民幣跨境使用的新機遇

「一帶一路」倡議的高質量推進，有助於加速人民幣國際化的進程。2020 年，中國與「一帶一路」沿線國家人民幣跨境收付金額超過 4.53 萬億元，同比增長 65.9%，佔同期人民幣跨境收付總額的 16.0%³⁰。在「國內國際雙循環相互促進」的新發展格局下，未來還會有不少基建項目將以人民幣進行融資。作為內外循環的重要接口和「一帶一路」的「超級聯繫人」，香港有機會迎來新一輪的增長機遇。透過推動區域跨境投資領域以人民幣計價的貿易融資和銀行借貸，協助國家營造「以人民幣自由使用為基礎的新型互利合作關係」。與此同時，積極發展自身成為「一帶一路」上的人民幣國際融資平台。

另外，全面經濟夥伴關係協定（RCEP）於 2020 年底簽署，中國與成員國各方達成了統一適用的金融服務規則。香港與 RCEP 成員國特別是東南亞國家有密切的經貿往來，並且也在積極申請加入 RCEP，未來將有機會在此框架下探索和創新人民幣在成員國之間的使用對接模式。

3.3.4 數字貨幣跨境測試將帶來新契機

香港有機會協助央行數字貨幣 CBDC（Central Bank Digital Currency）的跨境測試，探索改善跨境支付模式。中國央行推出的數字人民幣主要是零售型數字貨幣。下一階段，中國人民銀行將積極回應二十國集團（G20）等國際組織關於改善跨境支付的倡議，研究央行數字貨幣在跨境領域的適用性³¹。2021 年，中國人民銀行數字貨幣研究所已與香港金管局簽署合作備忘錄，同時加入國際清算銀行創新中心（BISIH）牽頭的多幣種法定數字貨幣橋（m-CBDC Bridge）項目，共同探索跨境使用數字形式的新型人民幣，提高貨幣及支付體系運行效率。作為境外人民幣跨境收付佔比最高的地區，香港在高效便

³⁰ 中國人民銀行，《2021 年人民幣國際化報告》，2021。

³¹ 中國人民銀行數位人民幣研發工作組，《中國數字人民幣的研發進展白皮書》，2021。

捷的數字化收付新時代亦將受益最大，並有可能借此機遇進一步夯實自身作為離岸人民幣業務樞紐的地位。

3.4 政策建議

為進一步發展香港離岸人民幣市場和更好的發揮人民幣國際化「發動機」的作用，香港可從以下多方面著手，豐富人民幣金融產品，培育多種人民幣資產市場，進一步發揮香港聯通內地與海外的橋樑作用。

3.4.1 積極發展本港的人民幣債券市場

近年來，國際著名債券指數公司和投資銀行陸續認可中國債券市場的重要地位。其中，彭博、花旗銀行和摩根大通都先後宣佈將人民幣計價的債券納入全球國債指數或全球新興市場債券指數。香港可順勢而為，拓展本地的人民幣債券市場，培育良性的人民幣投資生態。

目前，中資機構來港發債以發行美元債為主，2020年存量規模達9,027億美元，是點心債的26倍³²。對於本身沒有外匯收入的中資發行主體（如房地產開發商、地方政府融資平台等），美元債券融資存在貨幣錯配的風險。通過鼓勵這些發債主體發行離岸人民幣債券，不但將有助於促進香港離岸人民幣債券市場的發展，也有助於降低中資機構發債主體的貨幣錯配風險。今年10月，深圳市人民政府在香港發行50億元離岸人民幣地方政府債券，是內地地方政府首次在港發行人民幣債券，拓寬了香港離岸人民幣債券市場的發行主體，是一個很好的開端。

3.4.2 鼓勵港股以人民幣計價、交易與融資

為豐富香港離岸人民幣市場的人民幣投資產品，香港應啟動人民幣證券市場。香港交易所迄今為止僅有兩隻人民幣股本證券上市³³，其中一隻已於2019年除牌³⁴。隨著人民幣地位的不斷提升，投資者對持有人民幣資產的意願加強，香港應鼓勵港股已有上市企業和計劃上市企業在計價和結算幣種選擇上除港幣外增設人民幣，為投資者提供持有人民幣證券的選擇。另外，在機制設計上，還可以與內地商討，將符合一定條件的人民幣計價股票優先納入「深港通」和「滬港通」的南向交易中，同時允許內地居民透過這一封閉管道參與上述人民幣IPO新股認購，進一步促進人民幣境內外循環。

另外，可以鼓勵赴港二次上市的中概股在上市融資幣種上選擇人民幣。隨著美國《外國公司問責法案》修正案在美國證券交易委員會的通過，在美國證券交易所上市的中概股企業將面對嚴苛監管，越來越多的企業將選擇赴港二次上市。自2019年來，已經回港二次上市的公司共計13家，而符合港交所二次上市規則的中概股仍有34家，市值合計約為4500億美元³⁵。中概股以人民幣計價重新赴港二次上市，將更匹配中國企業運營資金需求，降低匯率風險，也有助於吸引更為廣泛的內地投資者。

³² 王龍，《王龍的美元債投資課PPT》，2021。

³³ 分別是2012年上市的合和公路基建，現名深圳投控灣區發展有限公司和2014年上市的工商銀行人民幣6.00%票息、非累積、非參與、永續境外優先股，後者已在2019年12月除牌。

³⁴ https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2021/CCEO_HK_rmb_202103_c.pdf?la=zh-HK

³⁵ 程實、王宇哲等，《人民幣證券市場發展與人民幣國際化系列一中概股回歸的幣種選擇》，2021。

3.4.3 豐富人民幣風險管理工具，吸引不同風險偏好投資者投資人民幣產品

隨著人民幣對美元匯率彈性的進一步增強，人民幣雙向波動的特徵更加顯著，直接影響了部分風險承受度較低的投資者對人民幣資產的配置意願。

香港已有人民幣兌美元的期貨和期權，以及人民幣兌其他個別外幣的期貨衍生產品，香港可以在此基礎上進一步豐富人民幣外匯對沖工具，開發人民幣債券、人民幣指數和人民幣股票或 ETF 的期貨/期權等，開發直接與人民幣證券產品掛鈎的人民幣風險管理工具，以吸引不同風險偏好的投資者投資人民幣產品。

另外，香港是全球最開放的保險市場之一，可進一步豐富人民幣計價的保險產品種類，支持香港與內地保險機構開展跨境人民幣再保險業務，並建議在香港頒佈的「保險相連證券資助先導計劃」³⁶中，優先將資助分配給以人民幣發行的合資格申請人，鼓勵人民幣計價保險相連證券在港發行，加速使香港成為人民幣風險管理中心，推進人民幣國際化進程。

3.4.4 與內地共建商品交易所

香港人民幣大宗商品交易量微乎其微，國際影響力十分有限。這一困境部分由於成熟的歐美大宗商品市場的主導權難以撼動，二是因為香港商品期貨交易主要依靠中國內地對大宗商品供需，且自身地域狹小，無法建立大宗商品和貴金屬的後台交割基地。

自 2018 年首個使用人民幣計價的石油期貨合約在上海期貨交易所子公司上海國際能源交易中心（INE）正式上市，中國內地的期貨市場逐漸在向境外投資者放開，但由於交易品類有限和對衍生品的強監管，中國期貨市場成交量僅佔全球期貨市場總成交量的一成左右³⁷。

建議香港機構和內地主要商品交易所（如上海期貨交易所、鄭州商品交易所、大連商品交易所、廣州期貨交易所等）採用股權合作的方法，在香港設立國際商品交易所，推出人民幣計價和港幣、美元、歐元計價的大宗商品和貴金屬衍生品。其中以人民幣計價的產品，在資本賬戶未全面開放之前可使用離岸人民幣進行交割。利用香港自由的投資環境和內地大宗商品實際交割地的便利，香港人民幣大宗商品衍生品交易市場有望突破瓶頸，吸引更多國內外投資者參與其中，豐富離岸人民幣投資產品和工具。

此外，香港也可與內地協商，以香港交易所旗下的前海聯合交易中心（QME）為平台，仿照滬深港通和債券通的管道式交易模式，與內地盡快開通以人民幣計價和結算的「商品通」機制，通過境內外市場的聯動進一步推動人民幣在大宗商品領域的國際定價權。

3.4.5 打通世界各大離岸人民幣業務中心

在人民幣國際化戰略下，香港作為最大的離岸人民幣業務樞紐，可以探索為全球其他離岸人民幣中心提供流動性。

人民幣債券回購和抵押是獲取人民幣流動性的重要融資工具，但目前境外機構所持有的人民幣債券卻受到現行政策制約，通過債券通渠道持有的內地人民幣債券不能參與離岸市場的回購業務，而債券通

³⁶ https://www.ia.org.hk/tc/reinsurance_specialty/ILS_HK.html

³⁷ 中國期貨業協會，《2020 年度中國期貨市場發展綜述》，2021。

也尚未開通回購業務，無法實現流動性管理功能。在離岸發行的人民幣證券亦無法進入境內回購市場融資，獲取短期流動性。

建議在債券通「南向通」已開通的基礎上，盡快將交易擴展至回購業務，包括債券回購和債券借貸等，並探討未來基於香港債務工具中央結算系統（CMU）與國際多家央行及債務證券託管機構的網絡，使人民幣債券可以在國際上與更多對手方進行抵押回購交易，以便為全球其他離岸人民幣中心提供流動性。

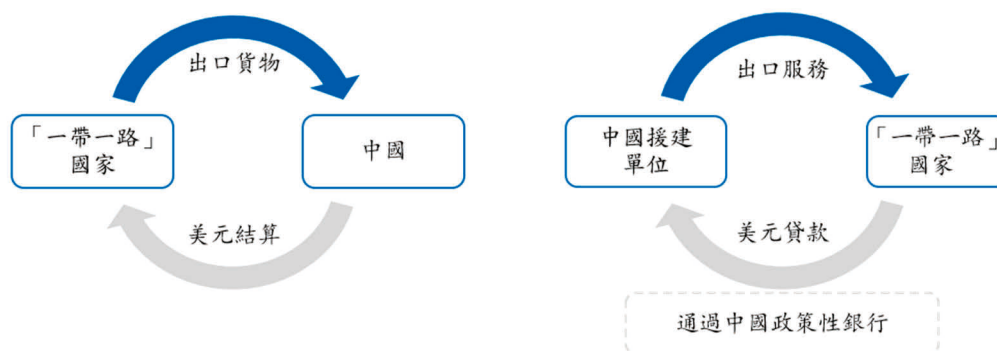
3.4.6 發揮連接內外循環的重要銜接作用

《「十四五」規劃》提出「國內國際雙循環相互促進」的新格局，與人民幣國際化發展相得益彰。香港應積極發揮連接內外循環的重要節點作用。在國內，香港可以積極參與和推動人民幣在粵港澳大灣區內的跨境使用；而在國際上，香港可以在「一帶一路」倡議、區域全面經濟夥伴關係協定（RCEP）等框架下，營造「以人民幣自由使用為基礎的新型互利合作關係」。

特別是在「一帶一路」倡議下，香港應努力發展成為「一帶一路」海外投融资平台，通過開發「一帶一路」項目人民幣貸款和其它項目融資產品，向「一帶一路」國家提供項目資金。香港多元的人民幣投融资產品可以吸引國內和國際投資者共同參與中國援建項目，將人民幣借貸給相關國家進行「一帶一路」合作項目建設。

由於人民幣國際化的程度尚低，目前在以美元主導的傳統國際收支模式下，大多「一帶一路」沿線國家與中國之間，無論是自然資源進出口，還是「一帶一路」援建項目，都主要以美元結算（圖 3-9）。但事實上，許多「一帶一路」項目由中國企業承擔，尤其以國有企業為主，項目建設人員不少從中國派遣，項目使用的建設材料也多為國內產能，因此他們也願意接受人民幣。

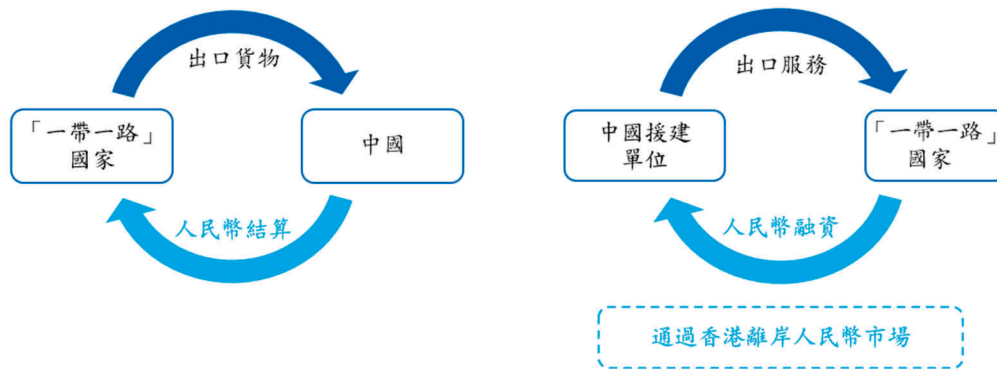
圖 3-9：目前中國與「一帶一路」沿線國家以美元進行結算的循環路徑



資料來源：一國兩制研究中心，海通國際

率先實現與「一帶一路」國家以人民幣進行結算的循環路徑和人民幣區域化使用，是人民幣國際化的重要一步。截至 2020 年末，中國與 22 個「一帶一路」沿線國家簽署了雙邊本幣互換協定，在 8 個「一帶一路」沿線國家建立了人民幣清算機制安排³⁸。香港海外投融資平台若能提供合適的人民幣風險對沖和投資產品，減除「一帶一路」國家持有人民幣的匯率風險顧慮，滿足其持有人民幣的增值和投資需求，將助力中國與「一帶一路」國家之間早日繞開美元，形成人民幣境外使用的自我循環（圖 3-10）。

圖 3-10：未來中國與「一帶一路」沿線國家以人民幣進行結算的循環路徑



資料來源：一國兩制研究中心，海通國際

3.4.7 打造數字人民幣全球跨境支付網絡的重要節點

隨著數字人民幣（DC/EP）試點地區和場景不斷擴大，支付模式不斷更新，數字人民幣發展方興未艾。在目前階段推出的零售型數字人民幣基礎上，將零售型與批發型應用相結合，開拓數字人民幣的跨境支付路徑，將是數字人民幣未來發展的一大趨勢。香港可以為此提供支持，並從中互惠發展，為香港離岸人民幣市場向數字化發展奠定基礎，並積極爭取成為數字人民幣全球跨境支付網絡的重要節點。

第一，以香港為試點，培養多元數字資產生態環境，健全監管機制，發展更多銀行類、證券類和資產管理類的數字資產，為國家未來籌劃數字金融產品積累經驗，探索數字資產監管新模式。

香港金融市場成熟、風控經驗豐富，又對於虛擬資產持謹慎開放態度，有意願在政策上為金融創新和數字資產市場的進一步發展預留靈活性。在此背景下，香港市場已自發嘗試推出了全部或部分錨定離岸人民幣的穩定幣，如 2018 年發行的 WIT（Wealth in Token）和 2021 年開啟申購的「圓幣」（Round Dollar）。2021 年 6 月 8 日金管局推出「金融科技 2025」策略³⁹，包括將探索零售港元數碼貨幣，並將繼續與人民銀行合作，就數碼人民幣在香港的使用進行技術測試；發揮數據基建潛能；擴展金融科技人才庫；提升「金融科技監管沙盒」等。香港經驗將為在內地金融市場尚不成熟或風控成本較高的領域提供試驗田，也為香港離岸人民幣資產向數字化、虛擬化、多元化發展做好準備。

第二，香港應積極推動數字人民幣在香港的使用。由深圳經濟特區金融學會課題組發佈的《深港金融合作市場需求問卷調查報告（2021）》顯示，在深粵居民、深粵高淨值人群、港澳居民、港澳高淨值人群中，均有相當比例受訪者認為人民幣在港澳便利使用還有進一步提升空間，數字人民幣有利於開展跨境交易和推動人民幣國際化。這說明數字人民幣未來在香港跨境使用有較好的群眾基礎。

³⁸ 中國人民銀行，《2021 年人民幣國際化報告》，2021。

³⁹ 香港金融管理局，《金管局公佈「金融科技 2025」策略》，2021。

第三，香港可積極協助央行數字貨幣的跨境測試，盡快驗證並推廣數字人民幣主導的數字貨幣統一跨境支付標準網絡。國際清算銀行（BIS）向 G20 呈送的報告「Multi-CBDC Arrangements and the Future of Cross-border Payments」⁴⁰指出，多邊央行數字貨幣橋中建立共用的統一標準網絡，是一種更便宜、高效和透明的網絡，但可能會出現「多橋並行」的貨幣新格局的挑戰。2021 年，中國人民銀行數字貨幣研究所已與香港金管局簽署合作備忘錄，共同研究多幣種法定數字貨幣橋（m-CBDC Bridge）項目，為數字人民幣的跨境使用和開發高效新型貨幣支付體系探索路徑。香港金管局已與泰國央行和阿聯酋央行陸續於 2019 年和 2021 年開啟了數字貨幣跨境支付路徑的聯合項目。2021 年 9 月 28 日，m-CBDC Bridge 中期報告發佈，指出目前網絡已經可以實現管理參與央行數字貨幣流動性等功能⁴¹。未來，香港可以利用自身網絡，邀請更多東盟國家參與聯合研究和雙邊測試，盡快驗證並推廣數字人民幣主導和適用的新型跨境支付網絡，贏取數字金融基建用戶粘性的先發優勢。在這一過程中，香港將不僅成為數字人民幣全球跨境支付網絡建設的重要參與者，也將成為新型數字化支付系統下高效便捷開展離岸人民幣業務的受益者。

⁴⁰ BIS Innovation hub and others, Multi-CBDC Arrangements and the Future of Cross-border Payments, 2021.

⁴¹ BIS Innovation hub and others, Inthanon-LionRock to Mbridge, Building a Multi-CBDC Platform for International Payments, 2021.

第 4 章 香港：面向全球的可持續金融中心和 ESG 投資樞紐

作者：夏韻

近年，ESG 投資和可持續金融在世界範圍內迅速崛起，成為全球資本市場的新趨勢。得益於特區政府的大力推動和相關各方的共同努力，香港近年已發展成為亞洲區領先的綠色金融中心。但與歐美相比，香港在 ESG 投資領域尚處起步階段，未來仍有巨大的發展空間。作為國際金融中心、全球領先的專業服務中心和風險管理中心，香港在 ESG 投資與實踐領域具備得天獨厚的優勢與網絡，有望成為面向全球的可持續金融中心與 ESG 投資樞紐。為實現這一願景，香港應積極培育 ESG 投資與實踐的生態體系，努力建設成為全球的 ESG 投資樞紐、可持續資產管理中心、國際認可的 ESG 專業服務中心和風險管理中心、聯通粵港澳大灣區的區域碳交易中心和面向全球的自願性碳市場。

本章將總結 ESG 投資在全球和香港的市場發展，介紹 ESG 生態體系及其在香港的發展現狀，分析香港在 ESG 領域未來的發展機遇與挑戰，並提出政策建議。

4.1 ESG 投資在全球的發展

近年，ESG 投資理念和實踐在全球快速崛起，成為全球資本市場最為顯著的發展趨勢之一。香港若能成為區域乃至全球的 ESG 投資樞紐，將有利於鞏固和提升其國際金融中心的地位，為香港經濟的長遠可持續發展注入新的動力。

2004 年，聯合國全球契約組織（UNGC）在一份題為《在乎者即贏家》的報告中首次提出 ESG 的概念。2006 年，聯合國「負責任投資原則組織」（PRI）成立。得益於 PRI 等國際組織和具社會責任感的大型企業和金融機構的積極推動，ESG 投資的影響力不斷擴大，逐漸成為全球資產所有者（Asset Owner）和資管機構（Asset Manager）主流的投資理念。由於氣候變化、貧富差距等可持續發展問題日益嚴峻，ESG 議題也愈發受到各國政府和監管機構的重視，ESG 與可持續發展理念也愈益獲得企業認同。

專題 4-1：ESG 投資與可持續金融

ESG 投資通常是指在傳統財務基本面分析的基礎上，將環境（Environmental）、社會責任（Social）和公司治理（Governance）因素納入投資決策的投資方式，是一種新興的投資策略。廣義而言，與環境、社會責任和公司治理三項主題相關的投融資活動均屬於 ESG 投資的範疇，包括綠色金融、氣候投融資、社會影響力投資等。可持續金融的內涵更為豐富和廣泛，可以理解為所有支持經濟和社會的可持續發展目標、促進經濟和金融穩定性的投融資活動，其中既包括 ESG 投資，也包括將倫理或道德目標作為首要目標的公益創投（Venture Philanthropy）、慈善金融（Charity Finance）、普惠金融（Inclusive Finance）等。不過，兩個術語並沒有正式定義，多數情況下可以互換使用。

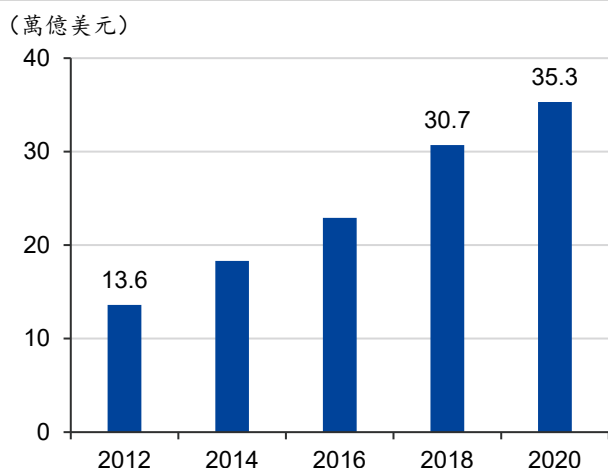
專題 4-2：負責任投資原則 (PRI)

2006 年 4 月，在聯合國的支持下，「負責任投資原則」(Principles for Responsible Investment, PRI) 倡議正式成立，這是一個由資產所有者、資產管理者、第三方服務機構組成的全球網絡，致力於發展可持續的全球金融體系。PRI 將負責任投資定義為：將環境、社會和治理 (ESG) 因素納入投資決策和積極所有權 (Active Ownership) 的策略和實踐⁴²。簽約 PRI 的機構承諾將貫徹負責任投資理念，遵守 PRI 提出的 6 項原則，包括將 ESG 問題納入投資分析和決策、鼓勵所投資的公司遵守和踐行 ESG 的要求、報告負責任投資原則的實施情況和進展等。在 ESG 投資誕生至今十幾年的歷程中，PRI 等國際組織對 ESG 投資生態體系的發展起到了至關重要的推動和引導作用。

⁴² <https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article>

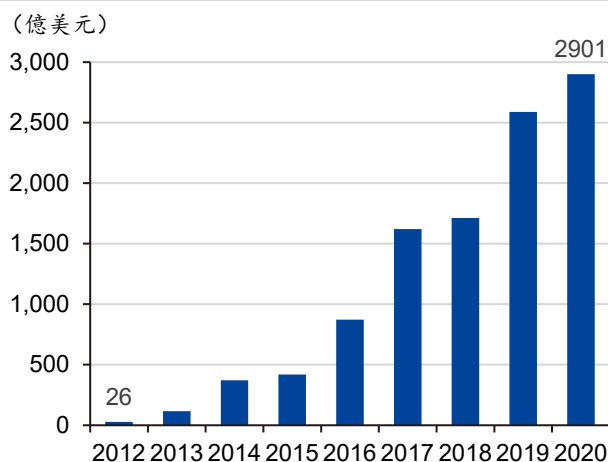
過去十幾年，ESG 投資的市場規模不斷擴大，並呈現加速擴張的趨勢。截至 2021 年 9 月末，全球 PRI 簽約機構已經從 2006 年的 100 家增長至 4,375 家，這些機構持有的資產規模在 2021 年三季度已超過 120 萬億美元⁴²。據全球可持續投資聯盟 (Global Sustainable Investment Alliance, GSIA) 統計，截至 2020 年初，全球可持續投資資產規模達到 35.3 萬億美元，較 2018 年的 30.7 萬億美元增長了 15%，年複合增長率達 13% (圖 4-1)⁴³。全球綠色債券的發行規模呈指數型成長，2020 年達到 2,901 億美元，較 2012 年的 26 億美元漲幅超過 100 倍 (圖 4-2)⁴⁴。2020 年，綠色、社會與可持續債券的發行規模合計達到 7,000 億美元，幾乎接近 2019 年的 3,580 億美元的兩倍⁴⁵。

圖 4-1：2012-2020 全球可持續投資資產規模



資料來源：GSIA、海通國際

圖 4-2：2012-2020 年全球綠色債券發行規模



資料來源：CBI、海通國際

去年以來，全球可持續基金也迎來爆發式增長，資金淨流入和資產管理規模屢創新高。據晨星 (Morningstar) 數據，2021 年第二季度，全球可持續基金淨流入 1,392 億美元 (圖 4-3)，同比增長 95%，資產管理的規模增加至 2.24 萬億美元，同比增長 104% (圖 4-4)⁴⁶。

⁴² <https://www.unpri.org/download?ac=14962>

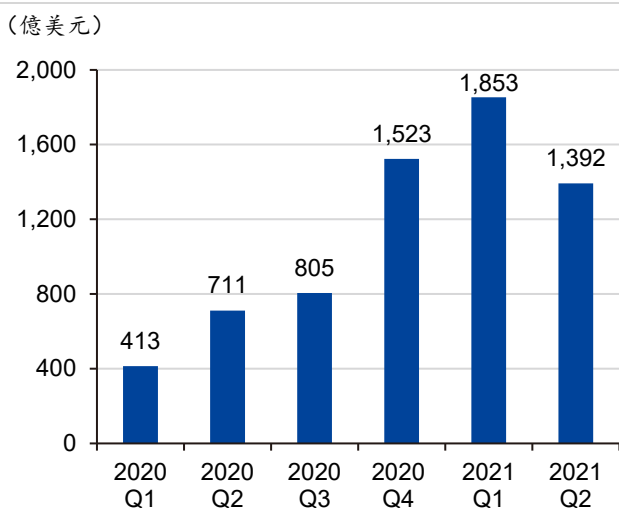
⁴³ 數據統計範圍包括歐洲、美國、加拿大、日本、大洋洲這 5 個全球主要市場，引自：GSIA, 《Global sustainable investment review 2020》，2021 年。

⁴⁴ Climate Bonds Initiative (CBI), Sustainable Debt Global State of the Market 2020, 2021.

⁴⁵ 同上

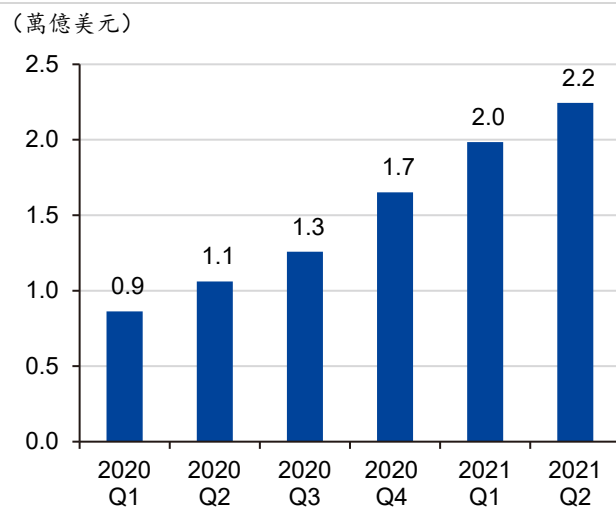
⁴⁶ Morningstar, Global Sustainable Fund Flows: Q2 2021 in Review, 2021.

圖 4-3: 全球可持續基金資金季度淨流入



資料來源: 晨星、海通國際

圖 4-4: 全球可持續基金資產管理規模



資料來源: 晨星、海通國際

4.2 ESG 投資在香港市場的發展

ESG 投資在歐美起步較早，亞洲相對落後，但近年也奮起直追。2016 年初，歐美的可持續投資資產規模約佔全球的 90%，亞洲佔比為 2%，香港佔比僅為 0.06%⁴⁷。近兩年，在特區政府自上而下的政策推動和國際 ESG 投資熱潮的帶動下，香港 ESG 相關市場穩步發展，本地 PRI 簽約機構持續增加，綠色債券市場蓬勃興起，社會債券、轉型債券等 ESG 主題債券的發行增長迅速，ESG 基金產品的銷售和發行也取得進展。

不過，總體而言，香港的 ESG 市場發展還處在起步階段，與歐美相比差距較大。2021 年 10 月，英國智庫 Z/Yen 和非盈利組織 Finance Watch 聯合發佈了全球綠色金融指數 (GGFI) 最新排名，香港在全球 80 個金融中心中位列第 41，落後於大多數歐美金融中心，在亞太區也落後於北京、上海、首爾、新加坡、東京、深圳、廣州、青島⁴⁸。這說明香港在發展成為全球的 ESG 投資樞紐方面仍有很大改善空間，各相關方仍需繼續努力，拓展市場的廣度與深度。

4.2.1 PRI 簽約機構

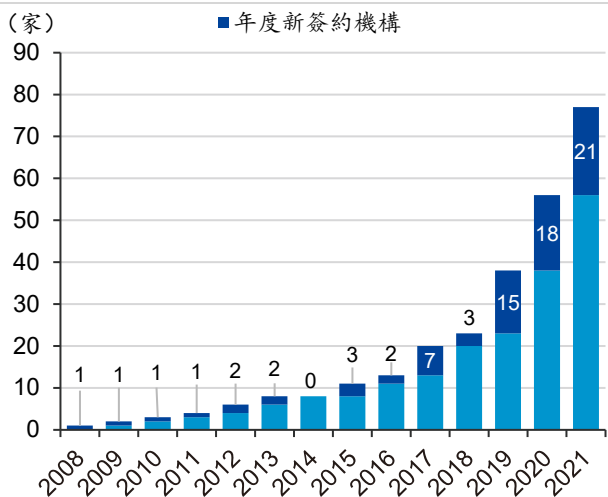
截至 2021 年 9 月末，香港特區的 PRI 簽約機構共 77 家，其中 54 家是 2019 年以來簽約的，顯示香港在 ESG 投資方面起步雖晚，但近兩年奮起直追（圖 4-5）⁴⁹。從區域佔比來看，香港的 PRI 簽約機構約佔全球總數的 1.8%，約佔亞洲地區的 22%（圖 4-6），超過中國（72 家）和新加坡（52 家），但與歐美相比仍有較大的差距。從簽約機構類型來看，77 家 PRI 簽約機構中，資產所有者 3 家（分別是金管局、友邦保險和富衛保險），資產管理機構 65 家，第三方服務機構 9 家。

⁴⁷ 數據引自 GSIA 的雙年度報告《2016 年全球可持續投資回顧》（Global Sustainable Investment Review 2016）。在 2018 年和 2020 年的年度報告中，GSIA 僅統計了美國、加拿大、日本、澳洲和歐洲全球五個主要市場的可持續投資資產的規模，未覆蓋香港。

⁴⁸ Long Finance & Financial Centre Futures, The Global Green Finance Index 8, 2021.

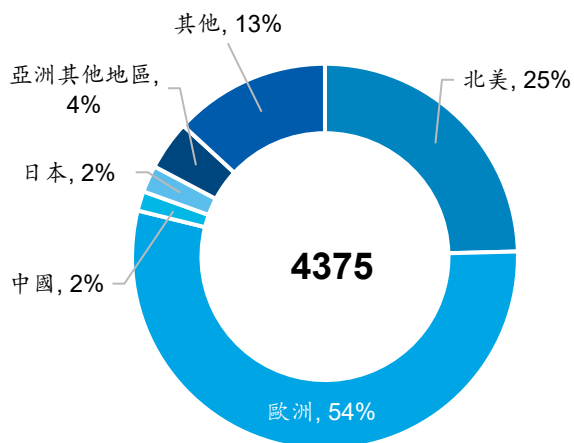
⁴⁹ 根據 PRI 官網列示的資料統計，<https://www.unpri.org/searchresults?qkeyword=¶metrics>

圖 4-5: 香港 PRI 簽約機構總數



資料來源: PRI、海通國際

圖 4-6: 聯合國 PRI 簽約機構數量



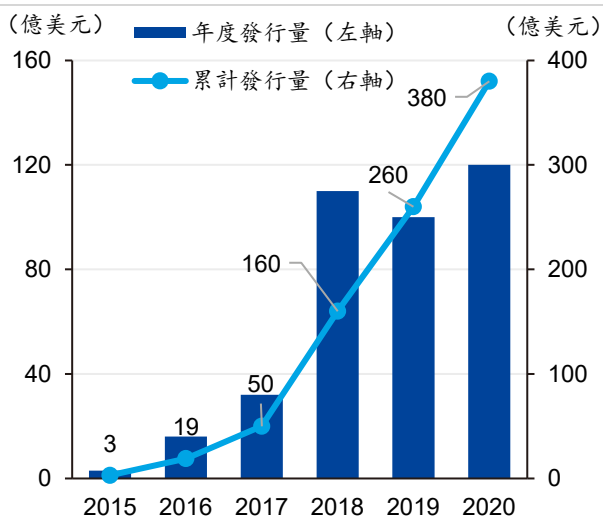
資料來源: PRI、海通國際 (截至 2021 年 9 月 30 日)

4.2.2 綠色債券

自 2015 年首次發行綠色債券以來，香港綠色債券市場發展迅速，已成為亞洲區內領先的國際綠色債券發行中心，市場生態也日趨完善。

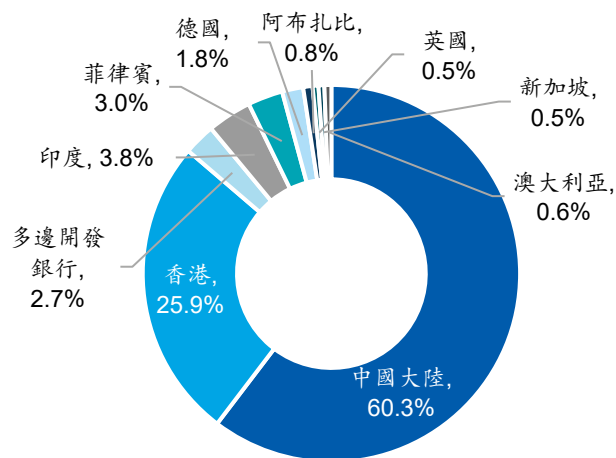
2015 年，新疆金風科技在香港發行了首筆綠色債券。2016 年，領展成為第一家發行綠色債券的本地企業。2018 年，香港綠債新發行規模達到 110 億美元，超過 2017 年的 3 倍⁵⁰。2020 年，香港綠債年度發行規模達 120 億美元，累計發行規模達 380 億美元 (圖 4-7)⁵¹。氣候債券倡議組織 (CBI) 研究指出，港交所已成為亞洲區內最受歡迎的綠色債券的上市地點。香港市場也是內地企業海外發行綠債的首選地點。

圖 4-7: 2015-20 年香港綠色債券發行規模



資料來源: CBI、海通國際

圖 4-8: 2020 年香港綠色債券發行人區域結構



資料來源: CBI、海通國際

⁵⁰ CBI, Hong Kong Green Bond Market Briefing 2018, 2019.

⁵¹ CBI, Hong Kong Green Bond Market Briefing 2020, 2021.

除規模增長外，香港綠債的發行主體也趨向多元。2018年，本地綠債規模雖然實現大幅增加，但發行人主要來自中國內地、香港和多邊發展銀行，合計約佔市場份額的96%⁵²。2020年，市場發行主體雖然仍以中國內地發行人為主導，但也有來自歐洲（英國、德國等）、亞洲其他地區（印度、菲律賓等）和中東地區的發行人來港發債（圖4-8）。此外，值得注意的是，2020年，約三分之一的綠債發行人是首次在港發債⁵³。首次發債是市場增長的重要指標，顯示了香港作為國際綠債發行中心的吸引力，也反映本地綠債市場的增長潛力巨大。

4.2.3 可持續發展主題債券

截至2021年7月31日，在港交所上市的綠色和ESG相關的債券共108隻，累計發行金額達3,563億港元⁵⁴。截至2021年10月30日，港交所STAGE平台列示的在港上市的可持續主題債券和轉型債券共15筆，大多是在近一年半發行的，其中2020年發行6筆，2021年發行7筆⁵⁵，顯示香港本地市場的ESG與可持續發展類債券發行加快、產品類型日趨多元（表4-1）。

表 4-1：港交所上市的可持續主題相關債券和轉型債券

發行人	債券類別	上市日期
中國建設銀行股份有限公司香港分行	可持續債券	2018年9月26日
NWD (MTN) Ltd.	可持續發展掛鈎債券	2021年1月15日
中國建設銀行股份有限公司香港分行	可持續發展掛鈎債券	2021年4月23日
中國建設銀行股份有限公司香港分行	可持續發展掛鈎債券	2021年4月23日
興業銀行股份有限公司香港分行	疫情防控債券	2020年11月9日
中國銀行股份有限公司澳門分行	社會責任債券	2020年3月6日
中國銀行股份有限公司澳門分行	社會責任債券	2020年3月6日
中國銀行股份有限公司澳門分行	藍色債券	2020年9月22日
興業銀行股份有限公司香港分行	藍色債券	2020年11月9日
Castle Peak Power Finance Co. Ltd.	轉型債券	2017年7月26日
Castle Peak Power Finance Co. Ltd.	轉型債券	2020年6月23日
中國銀行股份有限公司香港分行	轉型債券	2021年1月15日
中國銀行股份有限公司香港分行	轉型債券	2021年1月15日
Castle Peak Power Finance Co. Ltd.	轉型債券	2021年3月4日
中國建設銀行股份有限公司新加坡分行	轉型債券	2021年4月23日

資料來源：HKEX、海通國際

⁵² CBI, Hong Kong Green Bond Market Briefing 2018, 2019.

⁵³ CBI, Hong Kong Green Bond Market Briefing 2020, 2021.

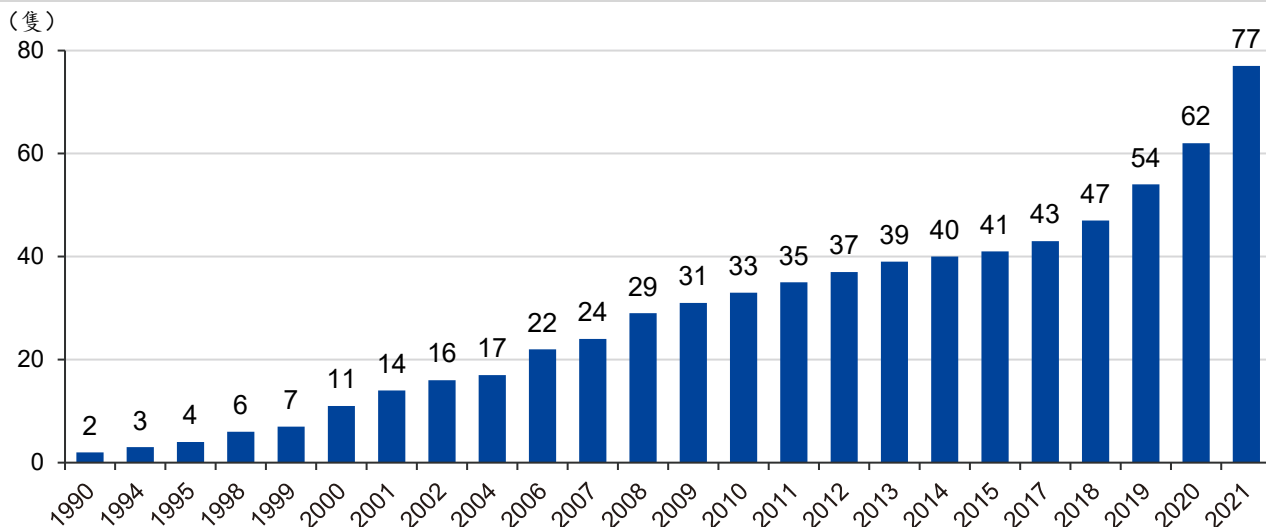
⁵⁴ <https://www.legco.gov.hk/yr20-21/chinese/panels/fa/papers/fa20210906cb1-1267-2-c.pdf>

⁵⁵ https://www.hkex.com.hk/Join-Our-Market/Sustainable-Finance/HKEX-STAGE/Product-Repository?sc_lang=zh-HK

4.2.4 ESG 基金產品

截至 2021 年 10 月 31 日，在港銷售的獲證監會認可的綠色及 ESG 基金共 77 隻，較 2018 年的 54 隻增加了 43%（圖 4-9）。其中，包括 74 隻公募基金和 3 隻在港交所上市的 ETF。這些公募基金多數是由在 ESG 投資方面領先的國際機構發行的 ESG 主題類基金產品，如環保低碳、能源轉型、糧食安全和可持續發展主題基金等

圖 4-9：獲證監會認可的綠色基金及 ESG 基金



資料來源：香港證監會、海通國際

從發行機構來看，上述基金由 31 家資管機構發行，其中 24 家國際機構，如貝萊德、富達和安聯等；另外包括 3 家香港本地機構和 4 家中國內地港機構（表 4-2）。這說明香港本地機構和中資機構在 ESG 產品的設計和發行方面還有很大的追趕空間。

表 4-2：香港本地機構和中資機構發行的綠色及 ESG 基金

產品類型	發行人	產品名稱	發行日期
非上市產品	恒生投資管理有限公司	恒生可持續發展企業指數基金	2011-06-08
	永明資產管理	永明資產管理香港 ESG 指數基金	2020-09-29
	宏利投資管理	宏利環球基金 - 可持續亞洲債券基金	2021-03-03
	中銀香港資產管理有限公司	中銀香港全天候 ESG 多元資產基金	2021-04-16
	中國平安資產管理	中國綠色債券基金	2021-06-16
上市產品	海通國際資產管理	海通 MSCI 中國 A 股 ESG ETF	2020-10-07
	嘉實國際資產管理	嘉實中證滬深 300 ESG 領先指數 ETF	2021-03-01

資料來源：香港證監會、海通國際

4.2.5 小結

香港本地的 ESG 與可持續投資蓬勃興起，尤其是綠色金融領域表現亮眼，主要得益於三方面的原因：首先，可持續投資資產備受投資者青睞，全球的 ESG 投資實踐不斷擴大，帶動了香港市場的發展；其次，特區政府和相關機構也推出了一系列強有力的政策支持措施，創造了良好的市場環境，如在綠色債券發行方面，政府通過發行政府綠債、建立綠色認證服務、補貼綠色認證的外部評審費用等措施培育本地市場；第三，中國內地的可持續及綠色投融資需求不斷增長，內地與香港兩地資本市場的互聯互通機制逐漸加強，為香港市場注入了強勁的增長動力。

總之，雖然香港本地的 ESG 投資與可持續金融市場發展迅速，但整體市場發展尚處於起步階段，有很大的增長空間。

4.3 全球 ESG 投資和可持續金融生態體系的現狀

過去十幾年，在國際組織、各國政府和監管機構、市場參與主體的共同參與和推動下，全球的 ESG 投資生態體系（圖 4-10）逐漸形成，並且已進入自我實現的加速擴張階段。

圖 4-10: ESG 投資的生態體系



資料來源：海通國際

在這一生態體系中，與 ESG 相關的投資、融資、信息披露、評級、認證、諮詢等活動相互支持、相互推動，形成了一個強大的正向激勵機制，推動各環節的實踐不斷豐富和完善，市場規模也持續擴大。在資本市場，這一正循環機制表現為 ESG 資產因穩健性和回報的優越性吸引了大量的資金流入，資金流入又推升了 ESG 資產的價格，進一步增強了 ESG 資產的吸引力，如此循環往復、自我增強。

我們認為，現階段，全球 ESG 生態體系加速擴張、香港 ESG 投資方興未艾，為香港資本市場的進一步發展提供了重要機遇。在這一時間節點，香港需加大在 ESG 領域的投入，進一步明確自身的目標與定位，努力打造面向世界的可持續金融中心和 ESG 投資樞紐。持續構建、強化和完善 ESG 投資生態體系，形成正循環效應，是實現這一願景的主要路徑。

ESG 投資與可持續金融生態體系主要包括以下各類參與主體：

投融資主體包括資產委託機構、資產受託機構、金融中介和實體企業，這些主體通過參與 ESG 投資，形成一套環環相扣的投資流程：

- 養老基金、主權財富基金等資產委託機構提出 ESG 投資需求；
- 基金公司等資產受託機構進行 ESG 投資活動；
- 投資銀行、商業銀行等金融中介提供 ESG 研究，並設計推出 ESG 相關的金融產品和服務，如發行或承銷綠色債券、社會債券、ESG 主題的 ETF 及各類衍生金融產品等；
- 企業（包括金融機構自身）是 ESG 的實踐主體，也是接受 ESG 資金的被投資方。

這套 ESG 投資流程，連通了各投融資主體，形成了完整的 ESG 市場生態和價值鏈，引導資金流向支持經濟社會可持續發展的領域。

第三方專業機構包括信息披露服務商、評級機構、數據服務商、認證服務商、諮詢顧問公司等專業服務機構等主體，為投融資主體提供與 ESG 投資與可持續金融相關的信息披露、評級、指數編製、產品認證等專業服務，主要包括：

- 會計師事務所及專業信息披露服務商：為實體企業提供 ESG 相關的信息披露服務；
- 評級機構：如明晟（MSCI）、富時羅素（FTSE Russell）、標普（S&P）等評級機構為企業提供 ESG 評級服務；
- 數據服務商：彭博（Bloomberg）、路孚特（Refinitiv）等數據集成、研究服務商為投融資機構提供企業的 ESG 數據；
- 認證機構、評估服務商：提供綠色債券認證、ESG 基金認證等認證類服務；
- 諮詢顧問公司：為企業及金融機構提供 ESG 戰略諮詢、ESG 實踐諮詢、以及 ESG 風險管理諮詢等相關服務。

市場平台包括證券交易所和碳排放權交易所等。證券交易所是 ESG 信息披露規則、交易規則和制度的主要制定者，對 ESG 生態體系發展起到了至關重要的影響。高質量的 ESG 數據是進行 ESG 投資的前提和基礎，反之，數據缺乏則會阻礙 ESG 投資和市場發展。交易所對上市企業提出 ESG 信息披露要求、制定指引，是推動企業進行 ESG 信息披露的最為關鍵的因素之一。碳交易所則是支持各種碳排放權產品交易的市場平台，也是碳減排的主要市場工具。

監管機構包括政府相關部門、中央銀行、證監會和其他監管機構。作為市場交易規則的制定者，和市場平台一樣，它們既是整個 ESG 生態系統的重要參與者，也是具有一定外生決策權的、可以影響 ESG 生態系統發展和演變的特殊主體。

社會組織包括國際組織、教育機構、行業協會/組織、智庫等非營利組織。國際組織（如 PRI）在推廣及倡導 ESG 投資理念和實踐、引導和制定 ESG 標準方面發揮了積極作用。高等院校等教育機構承擔著 ESG 教育、學術研究，為市場輸送人才，並可通過研究成果的轉化，促進 ESG 生態體系的發展。行業協會、智庫也可通過推廣可持續發展理念、舉辦業界交流活動、發起研究項目、提出政策建議，推動 ESG 領域的研究和實踐。公益團體類的非營利組織（如綠色和平組織）可以通過推廣環保理念、舉辦公益活動，提升公民和全社會的可持續發展意識、促進公共治理，並為 ESG 市場發展營造良好的社會文化環境。

4.4 香港 ESG 投資和可持續金融生態體系的現狀

近年，特區政府和監管機構出台了一系列前瞻性政策，推動香港成為 ESG 投融資樞紐。香港在 ESG 領域的實踐不斷擴大，各市場參與主體基本具備，ESG 生態體系逐漸成形。

但香港的 ESG 投融資規模較小，投融資主體還未能將 ESG 理念和策略深入落實到業務實踐層面，整體而言，還未能形成具規模的可持續資金流的正循環機制，來推動 ESG 生態體系的自我完善與擴張。因此，香港仍然需要加大力度、加速推動本地 ESG 投資生態體系的發展。

4.4.1 投融資主體

4.4.1.1 資產委託機構

在歐美，ESG 投資理念由萌芽至發展成熟，主要依靠一些秉持 ESG 與可持續投資理念、追求社會價值和長期價值的資產所有者的自發行動。在香港，資產所有者對 ESG 投資的參與，對培育本地 ESG 市場文化至關重要。截至 2021 年 5 月底，PRI 的簽約機構中有 3 家資產所有者，分別是香港金融管理局、友邦保險和富衛保險。

香港金管局作為外匯基金的管理人，在 2019 年 8 月成為 PRI 簽約機構，承諾踐行負責任投資。金管局已制定負責任投資策略，主要包括三個方面：1) 將 ESG 因素納入投資分析和決策；2) 採用積極股東策略，對所持有的上市公司適當行使股東權利，以維護投資的長期價值；3) 與負責任的投資者和監管機構合作，共同推動 ESG 投資⁵⁶。

友邦保險作為香港最大的保險集團，於 2019 年簽約 PRI。同時，友邦保險還是氣候相關財務信息披露工作組（TCFD）等可持續發展組織的支持機構。2020 年，友邦保險在氣候投融資方面制定了具體的目標，宣佈將逐步撤出在煤炭等高碳排放領域的投資。此外，位列香港前十大保險集團之一的富衛集團也於 2020 年 12 月簽署了 PRI。目前，香港本地僅友邦保險和富衛保險簽署 PRI，說明 ESG 和負責任投資在香港本地的保險業仍屬小眾、前沿的理念。

4.4.1.2 資產受託機構

近年，香港資產管理機構在 ESG 理念普及、投研實踐、產品發行等方面有了一定進展，但整體來看還處在起步階段。2019 年，香港證監會對資產所有者和資管機構的 ESG 調查報告（覆蓋 794 家機構）顯示⁵⁷，資管機構在將 ESG 因素系統性納入投資和風險管理、及滿足資產所有者對 ESG 投資的期待方面，仍有很大的提升空間。

從 PRI 的簽約機構來看，香港共有 65 家本地資產管理機構簽署了 PRI，僅佔全部 1800 多家（含外資機構）資產管理機構的 3.6%。如前所述，參與綠色及可持續基金產品發行的本地機構仍屬少數。從國際上來看，ESG 投資機構通常具備幾項特徵：1) 將 ESG 原則和負責任投資作為公司戰略，全面系統開展 ESG 投資；2) 制定在投資組合淨零排放的目標和減排目標；3) 系統發行相關的產品。香港本地機構中，尚未有在 ESG 投資方面具市場影響力的領先機構。

另一方面，香港是區域性的資產管理中心，全球領先的大型資產管理公司當中有大量已經在香港設

⁵⁶ <https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/reserves-management/responsible-investment/>

⁵⁷ <https://www.sfc.hk/web/files/ER/Final%20CH%20Survey%20Findings%20Report%2016%2012%202019.pdf>

立分支機構。其中一些在 ESG 投資方面領先的國際資管機構在港經營，可以為本地機構提供示範，它們對市場的參與，也有利於推動香港 ESG 生態體系的發展。此外，在港經營的內地資管機構，如華夏、嘉實也在系統地佈局 ESG 投資業務。

目前，香港的資產管理行業還在持續發展，機構數量增長，持牌人士增加，管理資產的規模也在不斷地擴大。多項調研顯示，大部分資管機構認同 ESG 投資是未來的發展趨勢，有在這方面加大佈局的意願。但資管機構面臨著投資者教育不足、ESG 人才缺乏等發展瓶頸。

4.4.1.3 金融中介

在 ESG 與可持續金融投資生態體系中，商業銀行、投資銀行等金融中介扮演著重要的角色。金融中介可以通過提供 ESG 研究、ESG 產品和投融資服務（如發行或承銷綠色債券）來參與 ESG 投資與可持續金融。目前，香港的銀行業在 ESG 投資實踐（產品發行、業務模式）方面已具備一定基礎，但投行和券商機構在 ESG 投資領域的參與力度還有待提升。

商業銀行

香港的銀行業在 ESG 投融資方面具備較好的基礎，主要體現在本地的主要大型銀行較早開展綠色金融等相關實踐。近兩年，得益於政策推動和全球 ESG 發展趨勢的帶動，這些銀行加大了在綠色和可持續金融方面的投入力度，在 ESG 領域的實踐更為深入。

以滙豐銀行為例，作為香港本地第一大銀行和一家全球經營的金融機構，滙豐在 ESG 實踐和 ESG 投融資方面都已相當成熟。早在 2005 年，滙豐銀行就已經實現運營層面的碳中和。2020 年，滙豐宣佈了 2050 年前實現資產層面碳中和的目標，並宣佈在 2030 年前，提供 7,500 億到 10,000 億美元的可持續發展融資及投資資金⁵⁸。

另外，中銀香港作為本地的第二大商業銀行，近年也將可持續發展作為公司的核心戰略之一，並積極推出綠色存款、綠色貸款、綠色債券等可持續金融產品。主要銀行的參與對本地市場發展起到了重要的帶動作用。其他一些銀行機構也加大在 ESG 領域的探索，例如發行與可持續發展表現掛鉤的貸款產品等。

2020 年 5 月，金管局發佈了《綠色及可持續銀行業白皮書》，初步建立了衡量銀行業綠色及可持續發展水平的評估框架，包括公司治理、戰略及措施、風險管理、業務策略和產品服務、績效和資源、信息披露共 6 個方面，為評價香港銀行業在可持續金融領域的表現提供了標準。

投資銀行/證券公司

綜合化經營的投資銀行可在多個方面參與 ESG 投融資，包括通過承銷綠色債券、社會債券或 IPO 項目來支持可持續發展相關的融資；對 ESG 表現差的企業採用更嚴格的融資標準、收取更昂貴的融資費用、甚至拒絕提供融資；踐行 ESG 責任投資；設立 ESG 主題的 ETF、基金（股票、債券、碳信用等）或開發相關的投資產品等。

⁵⁸ <https://www.about.hsbc.com.hk/zh-hk/our-company/sustainability>

大型國際投行在港均設有分支機構。這些機構早在十幾年前就開展了 ESG 投資，將 ESG 要素融入各業務線。這對香港本地的 ESG 市場發展起到促進作用。香港本地的投行和在港經營的中資機構，全面系統開展 ESG 投資的機構較少，多是局部投入，對 ESG 投資的參與力度有待提升。海通國際作為海外中資券商的領頭羊，將 ESG 戰略作為公司的核心戰略之一，近兩年取得積極進展。

專題 4-3：海通國際的 ESG 戰略

2019 年，海通國際制定了 ESG 發展戰略，致力成為一家全方位、全業務線貫徹 ESG 理念、踐行「可持續金融」的中資國際投行。2020 年 9 月，公司建立了 ESG 管治架構，明確董事會及高管的監督和管理職責，並在集團執行委員會下設 ESG 委員會及 ESG 執行辦公室，全面負責集團的 ESG 事務。2020 年 12 月，海通國際發佈《ESG 聲明》，承諾在 2025 年底前實現公司運營層面的碳中和，並提供或協助提供總額 200 億美元的支持 ESG 及可持續發展的融資及投資。海通國際在綠色債券承銷方面近年保持香港市場領先，2019 年以來，截至 2021 年 11 月初，公司已參與全球綠色債券發行承銷 55 筆，累計金額超過 149 億美元。2020 年 10 月，海通國際推出香港市場首支 A 股 ESG 指數 ETF。2021 年 9 月，海通國際又聯合 Tabula，在歐洲市場推出全球首隻 ESG 主題的亞洲企業高收益美元債 ETF。在氣候風險管理方面，海通已將 ESG 風險納入公司的風險管理政策框架，並計劃啟動氣候風險情景分析。

4.4.1.4 實體企業

港交所上市公司 ESG 信息披露水平較高。截至 2020 年底，香港交易所共 2,538 家上市公司。其中，2,166 家發佈了年度 ESG 報告，ESG 信息披露率超過 85%，遠遠高於中國內地上市公司的 ESG 信息披露水平⁵⁹（按商道縱橫統計，截至 2021 年以來，共有 1,092 家 A 股上市公司發佈了 2020 年 ESG 報告，僅佔全部 A 股上市公司數量的 25.3%⁶⁰）。

不過，在港上市公司 ESG 實踐仍有很大的提升空間，有待更深入地融入公司的管治架構、公司決策和業務經營的各個層面。港交所的調研顯示，部分上市公司仍將 ESG 信息披露視為例行公事，對 ESG 意義認識不足，一些中小企業上市公司甚至認為披露 ESG 信息將加重公司負擔。2021 年初，立信德豪會計師事務所（BDO）發佈的關於 ESG 報告的調查發現，調研覆蓋的上市公司對氣候變化相關議題披露非常有限，僅有 12% 的公司提及氣候變化的相關議題⁶¹。可見，重視 ESG 及可持續發展的企業文化、市場文化仍有待培育。

在非上市公司方面，2014 年 3 月起，新修訂的《公司條例》要求在香港成立公司（包括非上市公司）在董事報告中披露兩方面涉及 ESG 議題的信息：1) 公司的環境政策及表現；2) 公司與其僱員、顧客及供貨商等其他人士的重要關係。相關法規也有利於提升非上市公司的 ESG 實踐⁶²。

⁵⁹ 根據港交所官網數據整理：https://www.hkexnews.hk/index_c.htm

⁶⁰ 商道縱橫，《A 股上市公司 2020 年度 ESG 信息披露統計研究報告》，2021。

⁶¹ <https://www.bdo.com.hk/zh-hk/news/2021/bdo-survey-fourth-year-esg-reporting-performance-survey-shows-the-evolvement-in-overall-esg-involve-1>

⁶² https://www.cr.gov.hk/tc/companies_ordinance/docs/NewCO_C622_HL_FullVersion-c.pdf

4.4.2 第三方專業機構

香港具備國際領先的專業服務體系，可借此優勢吸引更多機構來港做 ESG 認證等。現階段，除與碳交易相關的專業服務相對薄弱外，香港已經基本具備 ESG 生態體系中的各相關服務主體和功能，並日益發展成熟。

信息披露。信息披露是開展 ESG 投資的前提和基礎。數據服務商和評級機構需要根據企業披露的 ESG 報告（含社會責任報告和可持續發展報告）評估一家公司的 ESG 表現，作為 ESG 投資決策的重要依據。如前所述，港交所較早出台並持續收緊對發行人的 ESG 披露要求。這不僅推動了上市公司的信息披露，也帶動了相關專業服務的發展。目前，香港市場上 ESG 信息披露方面的專業服務已較為成熟和完善，這一領域的專業服務商包括畢馬威、德勤和普華永道等會計師事務所，中節能皓信、低碳亞洲等環境顧問公司，通用檢測認證公司（SGS）等綜合檢驗機構。

評級、數據服務。ESG 評級、數據服務已有十多年的發展歷史。明晟、富時羅素、標普、湯森路透等國際領先的評級機構都推出了 ESG 評級和 ESG 指數。彭博、路孚特等信息服務商也推出了 ESG 數據服務系統。這些機構均在香港設有分支機構或辦事處。此外，早在 2010 年，恒生指數公司就推出了恒生可持續發展企業指數系列，成為首個涵蓋香港及中國內地的可持續發展企業指數系列。2019 年 5 月，恒生又推出了恒指 ESG 指數和恒生國指 ESG 指數，並於 2020 年 7 月推出了恒生 ESG50 指數。恒生投資管理也推出了與恒生可持續發展企業指數掛鈎的基金產品。

認證評估。目前，全球對可持續活動的分類尚未統一標準。一些專業機構制定的標準和準則獲得了各方的認可，但有賴於第三方專業機構按照這些標準做認證。完善成熟的 ESG 認證和外部評審服務是市場發展的支持因素。香港品質保證局（HKQAA）近年推出了「綠色金融認證計劃」，覆蓋了綠色債券、綠色基金、ESG 基金等產品。

諮詢顧問。麥肯錫、波士頓諮詢、貝恩等大型諮詢公司近年也都在積極佈局 ESG 諮詢服務業務，包括 ESG 公司管治與戰略規劃、氣候風險管理、可持續金融、碳中和等各項主題。這些公司均在港開展業務。需要指出的是，在 ESG 生態體系中，保險公司不僅擔任著機構投資者的重要角色，還承擔著風險評估專家、風險諮詢顧問的專業服務商的職能。目前，從全球範圍來看，巨災保險等與氣候相關的保險都存在缺口，香港本地也需佈局相關解決方案和服務。

與低碳轉型、碳中和相關的專業服務。這一領域的專業服務包括碳核算、碳核查、減碳目標設定、節能顧問、低碳管理顧問、綠色建築諮詢、綠色建築認證、清潔能源採購、碳抵消等。香港本地的相關專業服務已較為成熟。早在 2008 年，環境保護署和機電工程署就發佈了溫室氣體排放核算和報告的相關指引；港交所於 2016 年修訂 ESG 指引，將溫室氣體排放總量和密度列為「不披露就解釋」的披露項目。上市公司已經有較好的碳排放核算和信息披露的基礎，諮詢公司、評估公司、會計師事務所等各類專業服務機構也都基本具備。

值得注意的是，在碳抵消方面，香港已有個別諮詢公司、能源交易公司和上市公司出售自願減排項目、清潔能源等碳抵消額度。此外，2017 年，特區政府與港燈和中電兩家電力公司簽訂《管制計劃協議》，推出了可再生能源證書，以促進清潔電力的消納。但港燈和中電兩家電力公司出售的可再生能源證書是否可按照香港本地的碳核算標準進行碳抵消，是否被權威國際組織（如碳信息披露項目 CDP）接受和認可用作碳抵消，目前尚不明晰。

4.4.3 交易平台

4.4.3.1 證券交易所

交易所是支持 ESG 生態體系發展的主要市場平台。近年來，港交所通過強化 ESG 信息披露規劃、建立 ESG 相關信息平台，提升上市公司在 ESG 方面的管治和透明度，對提升 ESG 數據質量、促進市場發展起到了至關重要的推動作用。

自 2012 年港交所首次發佈《ESG 報告指引》以來，港交所不斷收嚴對上市公司的 ESG 信息披露要求，逐步邁向強制披露階段。2019 年，港交所再次修訂《ESG 報告指引》，不僅將所有「建議披露」內容的指標修改為「不披露就解釋」，還明確了董事會對 ESG 事務的監管責任，並新增氣候風險方面的信息披露（表 4-3）。

表 4-3：香港交易所近年的 ESG 信息披露政策

2012	2016.12	2019.12	2020.7
港交所發佈了《ESG 報告指引》，作為對公司的自願性披露建議。	第一次修訂《ESG 報告指引》，部分建議披露內容上升至「不披露就解釋」。	港交所再次修訂《ESG 報告指引》擴大強制披露範圍，將全部建議內容上升至「不披露就解釋」。	對來港上市的 IPO 項目提出 ESG 披露要求。

資料來源：香港交易所、海通國際

2020 年 12 月，港交所還成立了可持續及綠色交易所（STAGE），旨在提升可持續金融產品的透明度，推動亞洲地區的可持續金融發展，是亞洲首個可持續金融信息平台。目前，STAGE 所列示的產品還相對有限，未來可考慮引入創新方式，提升發行人在綠色和可持續發展方面的透明度。此外，港交所還積極參與國際合作。2018 年 6 月，港交所加入聯合國可持續證券交易所倡議（SSE），這一倡議的成員機構承諾自願推動資本市場在可持續發展方面的表現和透明度，並推廣交易所支持可持續發展方面的最佳實踐。2021 年 11 月，港交所宣佈已加入「格拉斯哥淨零金融聯盟」（Glasgow Financial Alliance for Net Zero）及「淨零金融服務提供者聯盟」（Net Zero Financial Services Provider Alliance），並預期將於 2050 年之前達到淨零排放的目標，並正制定詳細的實行計劃。

專題 4-4：聯合國可持續證券交易所倡議（SSE）

2009 年，聯合國全球契約組織和 PRI 等國際組織共同發起成立了可持續證券交易所倡議（Sustainable Stock Exchange Initiative, SSE），旨在提供一個全球平台，推動證券交易所和證券市場監管機構的能力建設，促進可持續發展方面負責任的投資，提高企業在 ESG 領域的表現。截至 2021 年 9 月末，SSE 共有 112 家簽約機構，其中有 60 家制定 ESG 報告指引，26 家將 ESG 信息披露作為對上市公司的強制性要求*。

*<https://sseinitiative.org/>

4.4.3.2 碳交易所

碳交易作為減緩氣候變化的市場工具，是 ESG 投資生態體系的重要組成部分。在應對氣候危機成為全球共識的背景下，溫室氣體減排已成為當今世界最受關注的環境議題，碳交易的重要性也在不斷提升。

專題 4-5：歐洲碳市場及交易平台

歐盟排放交易體系（EU ETS）是全球最大的碳市場，目前在 31 個國家運行，涵蓋約 45% 的歐盟溫室氣體排放。Refinitiv 的統計數據顯示，歐盟排放交易體系的交易金額約佔 2020 年全球碳排放交易規模總量的 88%^{*}。歐盟排放交易體系的主要交易場所為洲際交易所（ICE）和歐洲能源交易所（EEX）。ICE 的主要流通產品是基於碳排放權配額的期貨和期貨期權產品、及核證的自願減排量的期貨和期貨期權產品。EEX 的主要流通產品是碳排放權配額、核證的自願減排現貨產品，亦包含基於前兩項現貨產品開發的相關期貨和期權產品。歐盟碳市場的主體不僅包括控排企業，還包括商業銀行、投資銀行等金融機構，以及碳基金、私募股權投資基金等各種投資者。

^{*}Refinitiv, Carbon Market Year In Review 2020, 2021.

專題 4-6：中國碳市場及交易平台

2011 年，中國開始探索建立區域性碳交易市場，北京、天津、上海、重慶、湖北、廣東、深圳作為首批試點地區相繼建立了區域性的碳排放權交易市場。2016 年，福建省也被納入到這一體系中。2019 年，上述 8 個試點地區的碳交易市場合計交易量接近 1 億噸，交易額超過 20 億元人民幣。2021 年 7 月 16 日，全國碳排放權交易在上海環境能源交易所開市，首批納入交易範圍的包括 2000 多家發電企業，金融機構暫時不能參與這一全國性的碳交易體系。截至 10 月底，全國碳市場開市碳排放配額累計成交量 2,020.2 萬噸，累計成交額 9.1 億元，碳價平穩但交易活躍度不高^{*}。

^{*}上海環境能源交易所

按照強制性分類，全球碳市場可以分為強制碳市場和自願碳市場，兩者的區別在於，強制碳市場的參與主體往往受到國際或區域性強制減排目標的約束，需要通過在碳市場上交易排放權配額等產品以達到減排目標；而自願碳市場的參與主體的交易行為則出於自願。全球強制碳市場主要由國際體系和區域內體系構成，主要碳市場包括歐洲碳市場、美國碳市場和中國的碳市場。

構成碳市場的要素包括參與交易的市場主體（控排企業、投資機構等）、第三方專業機構（前文提到的碳核查機構、低碳諮詢機構等）、交易平台（碳交易所）和監管機構。碳交易的產品可以分為基礎資產和金融產品。基礎資產包括碳排放權配額和符合專業方法學標準的、經核證的項目減排量。金融產品是基於基礎資產開發出來的期貨、期權、債券等各類金融工具。碳交易的常見動機包括完成減排目標、獲取投資收益、實現碳抵消等。

對於建設 ESG 投融資樞紐和可持續金融中心而言，碳交易所作為碳市場的交易平台，是一個重要的組成部分。今年 5 月，新加坡率先行動，宣佈將面向跨國公司、機構投資者以及其他市場參與者，推出針對自願減排需求的全球碳交易平台 Climate Impact X。該平台將專注於提供基於自然的碳減排解決方案（如海洋碳匯、森林碳匯），幫助企業降低碳排放量。8 月，上海市也宣佈將率先探索金融「綠色化」

路徑，推動綠色低碳可持續發展，發展碳金融市場，打造具有國際影響力的碳定價中心，支持碳金融業務創新等。

香港在構建碳交易平台方面稍顯步伐緩慢，仍處在研究階段。現階段，政府、監管機構、港交所和行業組織（如香港綠色金融協會）都啟動了探討香港建立碳市場的工作，主要側重於建立粵港澳統一碳市場。2021年7月，香港綠色和可持續金融跨機構督導小組宣佈已成立碳市場專責團隊，評估將香港發展成為區域碳交易中心的可行性，研究深化粵港澳大灣區合作。9月，港交所也宣佈正與地區性的廣東及深圳碳交易所溝通，研究建立粵港澳統一碳市場，探索利用債券通及滬深港通等現有渠道，將投資者帶入大灣區統一碳市場。10月，特區行政長官在《2021年施政報告》中提出，「政府將支持港交所與廣州期貨交易所就碳排放交易相關金融產品開展合作，並評估將香港發展成為區域碳交易中心的可行性，提升香港作為區內綠色和可持續金融樞紐。」

此外，2020年9月，香港綠色金融協會也宣佈成立「碳市通」(Carbon Connect) 研究項目，旨在建立覆蓋粵港澳的統一碳市場跨境交易機制，並打通碳市場境內境外交易渠道，以粵港澳為起點，為中國境內的碳市場引入國際投資者。

4.4.4 政府與監管機構

總體而言，特區政府與監管機構近兩年的政策舉措頗具成效，香港的 ESG 相關政策框架已成體系，並與國際領先水平接軌。

4.4.4.1 扶持政策

近年，為了鞏固香港作為國際金融中心的競爭優勢，特區政府推出一系列政策措施（表 4-4），大力推動香港發展成為亞洲乃至國際 ESG 投融資樞紐。

表 4-4：香港特區政府的 ESG 相關政策及措施

時間	政策文件
2018年2月	在2018-19財政預算案中公佈推出借款規模上限為1,000億港元的「綠色債券發行計劃」。
2018年6月	推出「綠色債券資助計劃」，發行人通過此計劃可獲得綠債認證費用的全額資助，每筆債券資助金額的上限為80萬港元。
2019年5月	發行了規模為10億美元的首批政府綠色債券。
2020年2月	設定了綠債發行規模目標，在2020-21財政預算案中，公佈計劃未來5年發行總值660億港元的綠債，成立2億元低碳綠色科研基金。
2021年1月	發行了第二批政府綠色債券，金額為25億美元，獲超額認購7倍，半數為歐美投資者。
2021年2月	在2021-22財政預算案將「政府綠色債券計劃」的規模上限擴大至2,000億港元，在未來5年再發行1,755億港元的綠色債券，並推出「綠色和可持續金融資助計劃」。
2021年5月	由金管局公佈「綠色和可持續金融資助計劃」指引，計劃將資助合資格的債券發行人和借款人的發債及外部評審服務支出，並將金額上限提升至250萬港元，該計劃於2021年5月10日開展，為期三年。
2021年8月	籌備在本財年發行綠色零售債券，將低碳發展的參與範圍擴展至個人投資者

資料來源：公開資料整理、海通國際

2018年，特區政府推出「綠色債券發行計劃」，並於2019年和2021年分別發行了兩筆金額共35億美元的綠色債券，以發行人的角色帶動市場發展。其次，特區政府還先後推出「綠色債券資助計劃」、「綠色和可持續金融資助計劃」，通過財政補貼吸引發行人來港發行綠色及可持續債券等，完善市場生態，扶植香港作為國際綠色及可持續金融中心的地位。

4.4.4.2 監管政策

近年，香港特區的監管機構在推動ESG和可持續金融方面也做了大量的工作，逐步完善了ESG相關監管政策（表4-5）。

表 4-5: 香港監管機構的 ESG 相關政策

相關機構	時間	政策文件
金管局	2019年5月	金管局推出了建立「綠色及可持續銀行業」監管框架的三階段計劃，並在基建融資促進辦公室下設綠色金融中心（CGF），為銀行及金融業綠色發展提供技術支援及經驗分享的平台。
	2020年6月	發佈《綠色及可持續銀行業白皮書》，為衡量香港銀行業的綠色發展水準提供了標準。
證監會	2016年3月	頒佈《負責任的擁有權原則》。
	2018年9月	公佈「綠色金融策略框架」。主要包括加強ESG（特別是環境及氣候風險）的披露及考量，促進綠色或ESG相關投資產品發展，推動香港成為國際綠色金融中心三個方面。
	2019年4月	證監會發佈ESG基金披露指引，要求ESG基金對採用的政策和標準進行披露。
	2019年10月	自2019年四季度起，證監會在其網站建立獲其認可的綠色基金或ESG基金的數據庫。
	2019年12月	證監會與聯交所合作，就聯交所發表的有關加強上市發行人的ESG披露的諮詢總結。
	2020年10月	證監會就《基金經理操守守則》的更新進行諮詢，將要求對基金經理在投資過程中考慮與氣候風險，並要求向投資者披露。
	2021年8月	對外刊發了對《基金經理操守守則》的修訂及一份通函，明確要求管理集體投資計劃的基金經理在投資及風險管理中考慮氣候相關風險並作信息披露

資料來源：公開資料整理、海通國際

與此同時，特區政府各監管機構也積極參與綠色和可持續金融方面的國際合作，是一些重要的國際可持續倡議的會員機構，並在一些推動全球ESG標準的工作組擔任成員。例如，金管局是央行與監管機構綠色金融網絡（NGFS）的成員，也是氣候相關財務披露工作組（TCFD）的支持機構。證監會不僅是NGFS、UNSSE、TCFD的成員或支持機構，並擔任國際證監會組織（IOSCO）可持續發展專責小組的副主席、亞太區委員會的可持續金融工作小組的主席。證監會還協助國際財務報告準則（IFRS），正在參與全球可持續性標準的制定。

2020年5月，金管局、環境局、財庫局、保監局和積金局等5家政府相關機構，聯合證監會和港交所共同發起成立「綠色和可持續金融跨機構督導小組」（以下簡稱「督導小組」）。督導小組由金管局和證監會共同領導，旨在協調金融行業應對氣候和環境風險，加快香港的綠色和可持續發展。

2020年12月，督導小組發佈綠色和可持續金融的策略計劃以及6個主要行動綱領：「1）加強管理氣候相關財務風險；2）推動氣候相關資訊在各層面的流通，以便利風險管理、資金分配及投資者保障；3）提升業內人士的相關技能，促進公眾對綠色和可持續金融的關注；4）鼓勵產品創新及研究措施，促使資金流向綠色和可持續項目；5）把握內地帶來的商機，發展香港成為粵港澳大灣區的綠色金融中心；6）加強區域及國際合作」⁶³。

⁶³ https://www.hkma.gov.hk/gb_chi/news-and-media/press-releases/2020/12/20201217-4/

4.4.5 社會組織

在香港的 ESG 生態體系中，大學、行業組織/協會、智庫和公益團體等社會組織在 ESG 教育、人才培養與職業培訓、宣傳 ESG 與綠色金融理念、研究、業內交流等方面，也發揮著重要的支持作用。

4.4.5.1 教育機構

2019 年，特許金融分析師協會（CFA）和 PRI 的聯合調查指出，ESG 專業人才在亞洲範圍內仍屬於稀缺人才；ESG 人才供應短缺成為資管行業推行 ESG 投資的阻礙之一⁶⁴。在香港，香港大學專業進修學院（HKU SPACE）等機構開設了有關 ESG 投資、可持續發展方面的職業進修課程。但目前來看，相關的人才培養和職業教育課程，尚不能滿足專業投資機構對 ESG 專業人才和相關專業技能的需求。

在高等院校的 ESG 教育與研究方面，香港的大學的學術基礎良好，但目前投入不足。部分大學開設了與企業可持續發展的學位項目。課程設置方面，主要集中在企業環境管理的領域，與 ESG 投資和可持續金融直接相關的金融學課程較少。研究方面，部分大學設有致力研究企業社會責任（CSR）和可持續發展的中心，如香港中文大學的商業可持續發展中心（Centre for Business Sustainability, CBS）和香港理工大學的可持續發展管理研究中心（Sustainability Management Research Centre, SMRC），兩家中心分別研製了「香港企業可持續發展指數」。香港中文大學 CBS 連續多年舉辦與企業社會責任相關的學術論壇。這說明，在企業社會責任和可持續發展領域，香港高校具備良好的教育和研究基礎及學術資源，後續可開展更多與 ESG 企業實踐、ESG 投資有關的前沿研究。

4.4.5.2 行業組織

香港綠色金融協會（HKGFA）是本地最活躍的 ESG 相關的行業組織之一。HKGFA 成立於 2018 年 9 月，近年積極舉辦論壇、加強綠色金融相關研究，在促進業界交流、推動本地與粵港澳大灣區綠色金融合作方面做了大量工作。2020 年 9 月，香港綠色金融協會聯同深圳綠金委、廣東綠金委和澳門銀行公會聯合發起「粵港澳大灣區綠色金融聯盟」，旨在動員人才、技術和資金推動綠色金融創新。目前，該聯盟已建立碳市場、綠色供應鏈、綠色建築、廢物處理及綠色資產交易的區塊鏈應用等五個工作組。去年以來，香港又陸續湧現了更多 ESG 相關的組織如環境、社會和企業管治基準學會（IESGB）於 2020 年成立，旨在促進 ESG 職業教育、建立專業基準。

4.4.5.3 智庫

近兩年，香港本地智庫積極為推動 ESG 與可持續金融的發展建言獻策。香港金融發展局（簡稱金發局）分別在 2018 年和 2020 年，發佈了題為《香港的「環境、社會及管治」（ESG）策略》和《推動香港成為亞洲的環球「環境、社會及管治」（ESG）投資樞紐》的報告，為推動本地 ESG 生態體系的發展提出政策建議。2021 年 8 月，金發局又發佈了題為《未來的職場展望：香港可持續發展及數碼經濟下的金融人才》的研究報告，為香港本地的 ESG 人才培養建言獻策。

⁶⁴ CFA & PRI, ESG Integration in Asia Pacific: Markets, Practices, and Data, 2019.

4.4.5.4 社會團體

香港的社會團體（NGOs）也較為發達，社團密度在國際名列前茅，並且深入市民的日常生活。這些組織在推廣可持續發展理念、提升公民的低碳意識等方面也可大有作為。如果環保組織等與可持續發展相關的公益團體能在公共治理領域充分發揮作用，可以為本地 ESG 生態的發展創造良好的外部社會環境。2020 年，環保組織香港地球之友與歐洲金融分析師聯合會（EFFAS）推出了香港首個國際認可的 ESG 專業認證計劃：「環境、社會及管治分析師認證」（CESGA），旨在提升本地金融人才在 ESG 方面的專業技能。

4.5 香港面臨的機遇、挑戰和優勢

在發展成為面向全球的可持續金融中心和 ESG 投資樞紐方面，香港的機遇與挑戰並存，也具備得天獨厚的優勢。

4.5.1 機遇

4.5.1.1 市場機遇

鑒於 ESG 投資生態體系在全球加速擴張、全球和中國經濟邁入低碳轉型的快車道，ESG 投資尤其是與氣候相關的投融資市場潛力巨大。目前，全球已有超過 120 個國家和地區承諾在 2050 年前實現碳中和，與氣候變化相關的投資將顯著上升，為 ESG 投資在全球、中國內地和香港的發展注入強勁的增長動力，也將帶動各項專業服務市場的發展。

在氣候投融資方面，據清華大學氣候變化與可持續發展研究院估算，中國要實現 2060 年碳中和目標，需要累計新增投資約 100-138 萬億元人民幣⁶⁵。另據中國金融學會綠色金融委員會的測算，中國未來 30 年的綠色低碳投資累計需求將達 487 萬億人民幣⁶⁶。根據經合組織（OECD）預測，2016-30 年，「一帶一路」沿線國家每年的綠色基建投資需求達 1.5 萬億美元⁶⁷。香港可以發揮橋樑作用，對接國際 ESG 資本對中國內地和「一帶一路」沿線經濟體的投資需求，幫助內地及其他地區的企業和項目融資，創造多贏的商業機會和發展機遇。

在香港本地，特區政府去年承諾於 2050 年前實現碳中和；10 月公佈的行政長官《2021 年施政報告》提出，計劃在 2035 年或之前停用煤電，大力推動可再生能源發展，並在未來 15 至 20 年投放約 2400 億港元推行各項減緩和適應氣候變化的措施。這也為香港本地企業的低碳轉型以及金融機構參與氣候投融資提供了機遇。

在碳市場方面，全球碳交易市場將加速發展。目前，歐盟是全球第一大碳市場，按 Refinitiv 的統計，2020 年，歐盟碳交易總額為 2,099 億歐元，佔全球碳市場交易總額（2,377 億）的 88%。北美碳市場交易額合計為 260 億歐元，佔全球的約 11%。而中國作為全球第一大碳排放國，其 8 個地方試點碳市

⁶⁵ 清華大學氣候變化與可持續發展研究院，《中國長期低碳發展戰略與轉型路徑研究綜合報告》，2020。

⁶⁶ <https://finance.sina.com.cn/esg/ep/2021-09-29/doc-iktzqyty8866633.shtml>

⁶⁷ 馬駿，《香港在綠色及可持續投資中可發揮的關鍵作用》，2019。

場的交易額合計為 2.57 億歐元，僅佔全球的 0.1%⁶⁸；這說明不論在全球還是中國，碳市場未來都有巨大的增長空間。香港應該搶抓機遇，爭取發展成為區域的碳交易中心和面向國際的自願性碳市場。

在專業服務方面，ESG 投資的發展將催生大量的相關專業服務需求，如 ESG 評級、認證、研究、諮詢、數據與信息服務等。在全球、中國和香港碳中和的背景下，與低碳轉型相關的專業服務需求也將出現爆發式的增長，相關領域包括碳核算與信息披露、氣候風險管理、低碳轉型諮詢、綠色建築諮詢、能源管理顧問、碳交易相關服務等。發達的高端服務業是香港的核心競爭優勢，在這一背景下，香港在發展成為區域的 ESG 專業服務中心方面，發展前景巨大。

4.5.1.2 政策機遇

2019 年發佈的《粵港澳大灣區規劃綱要》明確了香港作為區內綠色金融中心的定位，為香港發展綠色金融提供了強大的政策支持。《「十四五」規劃》也進一步明確了香港作為國際金融中心、國際資產管理中心和風險管理中心的定位。與內地相比，香港已具備 ESG 生態體系方面的優勢，尤其在金融服務和專業服務方面具備優勢。未來，香港可借助互聯互通機制，擴大與內地資本市場在 ESG 領域的合作，為內地實體經濟的綠色轉型和發展提供投融資支持。

4.5.2 挑戰

香港 ESG 生態體系發展的深度和廣度有限，尚未達到生態體系自我擴張、自我完善所需的「臨界點」。這與香港資本市場長期以來的一些發展瓶頸密切相關。股票市場方面，港股長期存在估值偏低和交易活躍度低帶來的流動性不足的問題。近兩年，被動投資策略已經成為全球股票市場發展的主要趨勢之一，而與 A 股和美股市場相比較，港股市場的 ETF 規模偏小、品種單一、交易不活躍，在被動投資策略發展方面也顯得步伐遲緩。債券市場方面，香港也存在規模較小、流動性較低的問題。這都對 ESG 投融資規模增長、形成強大的資金正循環效應形成制約。

重視 ESG 與可持續發展的市場文化也有待培育，市場發展內生動力不足。香港 ESG 投資市場近兩年之所以發展迅速，主要是靠全球趨勢的帶動（國際投資者的 ESG 投資需求）、以及監管政策自上而下的推動。與歐美相比，本地的市場參與主體的自發力量較弱。香港市場上也缺乏在 ESG 投資領域具品牌影響力、行業影響力的領先機構。

欠缺與碳交易相關的交易平台及配套的政策制度，是香港 ESG 生態體系中的薄弱環節。在全球碳中和背景下，碳交易將成為全球 ESG 投資的重要環節，而香港作為國際金融中心目前尚無有關碳交易平台以及相配套的政策制度，且在自願碳市場建設方面已落後於新加坡。

ESG 人才供應不足是阻礙 ESG 投資生態體系發展的不利因素。香港本地仍需要提供更多的 ESG 專業技能培訓，高等院校應提供學位課程，培養更多的 ESG 專業人才；投資機構、金融中介、專業機構和實體企業應該設立相應的職位，為 ESG 專業人士提供更好的職業發展機會。

⁶⁸ Refinitiv, Carbon Market Year In Review 2020, 2021.

4.5.3 優勢

香港在發展成為面向世界、面向未來的可持續金融中心和 ESG 投資樞紐方面，具有金融、地理區位、專業能力、教育水平等多方面的優勢。

首先，作為國際金融中心，香港擁有穩健的金融體系、開放自由的資本市場環境、以及與國際接軌的法律與監管制度，大量的金融機構和專業人才彙聚於此，可為全球各地的企業和金融機構提供優質的 ESG 投融資服務。可以說，香港已具備了支持 ESG 生態系統發展的各項金融基礎設施。

其次，香港背靠中國內地、面向亞洲、輻射「一帶一路」，區位優勢令香港有潛力發展成為亞洲乃至「一帶一路」沿線的 ESG 投融資樞紐。香港作為內地對外投資的窗口和國際投資者通往內地的橋樑，可以對接國際 ESG 資本對中國內地和「一帶一路」沿線經濟體的投資需求，也服務內地投資者在海外進行 ESG 投資的需求，創造多贏的商業機會。

同時，香港優質的專業服務與國際接軌，具備國際公信力，風險管理也處於全球領先水平，也是香港成為 ESG 投融資樞紐的一大優勢。如前所述，ESG 投資生態體系的擴張將創造大量的評級、認證、諮詢、風險管理等專業服務需求，而香港已具備了專業服務領域的核心競爭力。

另外，在教育 and 科研領域，香港高等院校的整體教育和科研水平居世界前沿。在 2022 年 QS 世界大學排名中，香港有 5 所大學位列前 100 名。在企業可持續發展管理學方面，香港高校也具備良好的研究基礎，未來可在此基礎上進一步加強在 ESG 投資和實踐領域的投入，打造區域和國際的 ESG 投資和可持續金融教育中心。

總之，香港有潛力、有優勢發展成為亞洲乃至國際的 ESG 投資樞紐與可持續金融中心。基於這樣的定位，香港還應建設成為全球 ESG 資產管理中心、國際認可的 ESG 專業服務中心和風險管理樞紐、聯通粵港澳大灣區的區域碳交易中心和面向國際的自願性碳市場，向其他國家和地區輸出 ESG 金融服務、專業服務、專業人才和教育、可持續發展理念，也為香港創造更多的本地就業機會。

4.6 政策建議

綜合考慮 ESG 投資在全球、中國內地和香港的發展趨勢，以及香港在 ESG 領域的發展現狀，我們認為，香港可著力在以下方面支持本地的 ESG 生態體系的進一步發展，推動香港作為 ESG 投資樞紐和可持續金融中心的地位：

4.6.1 投融資主體

建議發起本地的負責任投資倡議。由行業協會、學術機構或政府相關機構（如外匯基金）牽頭，發起本地的負責任投資聯盟，邀請本地的資產所有者、資管機構、金融中介等 ESG 生態體系中的相關主體簽署，還可邀請專業服務商加入，以促進業內交流與合作，並培育本地市場的 ESG 文化，令 ESG 與可持續發展理念成為本地投融資機構的核心價值。

建議資產所有者和資產管理者設立氣候相關投資目標。鑒於全球加速低碳轉型的大背景，1) 建議金管局對外匯基金設立與氣候投資相關的目標，例如在 2050 年前實現所持資產的淨零排放、逐步退出

對高碳排放領域的投資比例等，以對市場起到引領帶動作用。2) 倡導更多的資產所有者和資產管理者做出相關承諾。國際上，2020 年末，30 家資產管理公司（在管資產規模超過 9 萬億美元）聯合發起的「淨零資產管理倡議」(Net-Zero Asset Managers Initiative)，並承諾將於 2050 年前實現資產組合的淨零排放。截至 2021 年 8 月，該倡議的簽署機構已達到 128 家，在管資產規模超過 43 萬億美元，但其中僅一家香港機構⁶⁹。建議更多本地資管機構參與到該「倡議」中，儘早實現運營層面與資產組合層面的淨零排放。

建議支持 ESG 相關金融產品的創新與發行。1) 建議外匯基金考慮重點提高對香港本地發行的 ESG 產品的持有比例，以支持本地產品的發行，提升市場規模，活躍本地 ESG 產品的市場流動性，激勵相關金融機構加大在 ESG 產品領域的投入力度。2) 建議制定稅費減免等激勵措施，鼓勵本地金融機構加強 ESG 產品創新、業務模式創新，例如設計推出碳中和債、碳中和基金等產品，以提升香港在綠色可持續金融方面的專業能力和領先優勢。

建議本地金融機構儘早佈局碳金融相關業務，加強對碳金融市場的研究。在歐洲碳市場，金融機構在活躍碳交易、推動碳金融產品設計和碳金融服務發展方面，發揮了重要作用。香港綠色和可持續金融督導小組已成立「碳市場專責團隊」，將把香港建設成為區域碳交易中心提上日程。金融機構應同步加強研究，加快佈局，探索如何開發碳期貨、期權等碳金融產品，以及參與碳排放權市場的交易、做市、經紀等業務活動，做好人才與技術儲備，爭取儘早參與香港碳市場的建設，增強碳市場的金融屬性。

建議金融機構積極支持本地 ESG 人才培養和發展。本地的投資機構、金融中介、實體企業應設置 ESG 相關的專業職位，並提供面向在校生的實習崗位，為 ESG 專業人士提供更好的職業發展平台。

4.6.2 第三方專業機構

建議將香港打造成為國際認可的 ESG 專業服務中心。ESG 生態體系的擴張將催生大量的相關專業服務需求。發達完善的高端服務業一直都是香港的核心競爭優勢，且香港的專業服務與國際標準接軌，具備很高的國際公信力。建議特區政府和相關機構為 ESG 專業服務領域的發展提供政策支持，努力將香港打造成為區域乃至全球的 ESG 專業服務中心。

建議將香港打造成為國際的 ESG 及氣候風險管理中心。目前，將氣候相關財務信息披露、氣候風險的 ESG 風險管理作為對企業和金融機構的監管要求，已成全球趨勢。建議香港培育 ESG 風險管理能力，重點佈局與氣候風險管理相關的專業服務的發展，如氣候風險評估、氣候風險壓力測試等風險管理顧問服務。建議保險公司重點開發巨災險等與氣候風險相關的保險產品。這一目標亦符合《「十四五」規劃》對香港作為國際風險管理中心的定位。

建議推動發展與氣候變化、低碳轉型相關的專業服務。碳中和背景下，與低碳轉型相關的專業服務需求也將出現爆發式的增長。香港應把握機遇，佈局相關領域的發展。例如，在中國內地、一帶一路沿線推廣香港綠色建築環評標準 BEAM，提升在這些市場的品牌影響力和市場份額。針對企業低碳轉型、進行自願碳抵消的需求，培育該領域的自願減排項目開發與認證、碳核算、交易中介、碳資產管理、顧問等專業服務。

⁶⁹ <https://www.netzeroassetmanagers.org/#>

4.6.3 交易平台

4.6.3.1 證券交易所

建議港交所進一步完善 **STAGE** 平台，引入更多創新產品、理念和機制。例如，今年 6 月，納斯達克在歐洲市場先行先試，推出「綠色股票」標籤。港交所亦可考慮引入類似「綠股貼標」的創新做法，一方面將港交所逐步發展成為可引領 ESG 前沿發展趨勢的領先交易所，同時也可通過這種方式，吸引青睞綠色及可持續資產的國際投資者。

專題 4-5：納斯達克在北歐市場推出「綠股貼標」的自願計劃

2021 年 6 月 8 日，為滿足日益增長的可持續投資需求，提高公司在綠色發展方面的能見度和透明度，便於 ESG 投資者識別標的，納斯達克在北歐市場推出「綠股貼標」的自願計劃。納斯達克指定 CICERO（挪威國際氣候與環境研究中心）和穆迪旗下的 Vigeo Eiris 作為「綠股貼標」的評審服務商。按照納斯達克的界定標準，公司必須有超過 50% 的收入來自綠色業務活動、至少有 50% 的投資分配給能帶來正面環境效益的綠色投資、且投資於化石燃料的比例必須低於 5%，才能獲得貼標。發行人獲得評審機構出具的獨立意見、且滿足交易所的界定標準，即可獲得納斯達克的綠股標籤。納斯達克表示，如果綠股「貼標」計劃在北歐市場獲得成功，隨後也會在美國市場複製推廣*。

*資料來源：<https://www.nasdaq.com/solutions/nasdaq-nordic-green-designations>

建議港交所牽頭，聯同各相關方加強對投資者和發行人的 **ESG** 教育。在建立線上培訓課程的基礎上，通過舉辦更多培訓活動等方式，進一步提升投資者和發行人對 ESG 的認知。

4.6.3.2 碳交易所

建議建立本地的碳交易平台，將香港打造成為聯通粵港澳大灣區的區域碳交易中心和面向國際的自願性碳市場。碳交易市場是 ESG 生態體系的重要環節。但香港經濟規模小、碳排放低、市場參與主體有限，難以形成規模效應，難以建立一個獨立運行的碳市場。因此，我們認為，香港構建碳交易平台可以著眼於兩個方向：

一是，與粵港澳大灣區內城市攜手，推動形成區內的統一碳市場，建設聯通大灣區的區域碳交易中心。通過聯通碳市場，香港既可運用廣州和深圳已有的碳排放權交易體系、交易平台及專業經驗，實現資源共享、滿足香港本地企業參與碳交易的需求，又可以發揮自身金融中心的優勢和網絡，借鑒債市通和股市通的經驗引入國際投資者，提升大灣區碳市場的交易活躍度和市場流動性，締造互補共贏的局面。目前，粵港澳大灣區綠色金融聯盟已成立專門團隊，研究建立粵港澳大灣區統一碳市場，探討設立「碳市通」機制。

二是，重點支持亞洲和「一帶一路」沿線地區，建設面向國際的自願性碳市場，並構建全球性的自願減排項目碳資產交易和管理中心。香港未來的碳交易所可設立專門板塊，該板塊既承擔全球自願減排項目交易平台的功能，又是項目和相關能源產品的信息集成和展示平台。與此同時，香港還可考慮構建與自願碳交易相關的專業服務的市場生態，培育減排項目開發、認證、管理、交易的專業能力及相關機構，成為中國內地、亞洲和「一帶一路」沿線自願減排項目進入全球市場的平台和窗口。

4.6.4 監管機構

建議特區政府及相關機構制定支持碳交易和企業進行能源轉型相關的規則和機制。例如，建議推動港燈和中電推出的可再生能源證書，與國際相關標準建立銜接機制，成為符合國際慣例或受國際標準認可碳抵消額度。

4.6.5 社會組織

建議將香港打造成為亞洲和全球的 ESG 教育及人才中心。ESG 人才在亞洲非常稀缺，香港可以依託本地高等院校優質的教育資源，加強對 ESG 專才的培養，向外進行人才和教育輸出，同時為本地創造就業。

建議高等院校增設 ESG 課程。政府可為本地高等院校提供資源支持，鼓勵本地大學開設 ESG 方面的課程、增設與 ESG 相關碩士項目、設立專門學院、成立 ESG 或碳中和研究中心，對接市場的 ESG 人才需求與技術要求。

建議行業協會等組織、協同特區政府及監管機構，大力推動 ESG 區域交流合作。建議舉辦更多的以 ESG 為主題的會議、論壇、專業研討會等各類跨區域的交流活動，如舉辦年度的「亞洲 ESG 投資論壇」等，促進區域間的交流討論、信息互通及項目合作，提升香港在 ESG 領域的品牌影響力和話語權。政府可借此將香港打造成亞洲和國際的 ESG 投資和實踐的交流中心。

建議行業協會發揮力量推廣 ESG 最佳實踐。建議本地的行業協會組織（如廠商聯合會、中資證券業協會等）加強 ESG 研究，推廣各自行業在 ESG 領域的最佳實踐，供會員機構參考。

建議充分調動本地公益社團的發揮力量，推廣可持續發展理念。例如，在本地舉辦低碳推廣活動，提升公民對氣候變化風險的認知，宣傳低碳生活方式；與內地的非營利組織和企業充分合作，為企業提供員工低碳培訓等。

第 5 章 香港：數字資產交易與資管中心

作者：程琬清

從 2008 年比特幣誕生開始，數字資產市場已經從單純的虛擬貨幣（比特幣、以太幣）拓展到去中心化金融（DeFi）、證券化代幣發行（STO）、以及非同質化代幣（NFT）等多元化的生態系統。截至 2021 年 9 月，全球數字資產市場的總市值已超過 2 萬億美元，並且仍處於飛速成長階段，成為不可忽視的資產類別之一。越來越多的傳統金融機構開始佈局數字資產市場，越來越多國家（或地區）的監管機構也開始以謹慎開放的態度接納這一新生產物。擁有國際金融中心的美國、日本、新加坡等國更是通過建立有效的監管框架來培育相關產業及生態體系，爭取在數字資產市場的快速發展中佔據先發優勢。

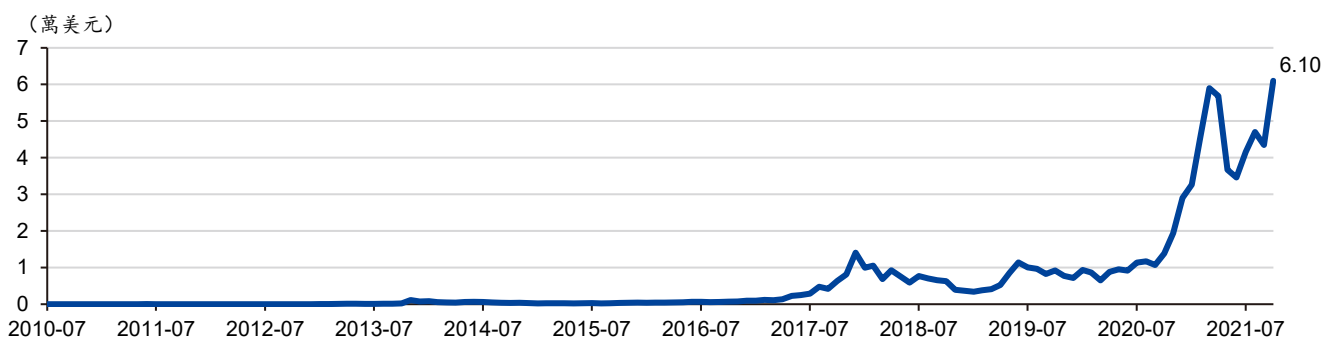
面對全球數字資產市場的巨大發展前景，作為面向未來的國際金融中心，香港也有得天獨厚的優勢來培育本地的數字資產市場及相關生態體系，完全有條件、有機會將自身打造為亞洲乃至全球的數字資產交易中心與資產管理中心。

5.1 全球數字資產市場的發展歷程與現狀

5.1.1 數字資產的發展過程

2008 年，席捲全球的金融海嘯催生了比特幣的誕生。金融海嘯後，隨著非常規的「量化寬鬆」貨幣政策在全球範圍內的廣泛實施，市場對以央行為主導的中心化的信用貨幣體系產生了愈來愈大的擔憂。在此背景下，作為一種利用加密算法實現的、有著 2100 萬枚發行總量上限的去中心化的數字交易系統，比特幣允許用戶在不通過銀行等中介機構的情況下完成交易的結算和清算，且交易記錄會被永久保存在區塊鏈上，為解決中心化體系現存的貨幣超發風險提供了替代方案，因此逐漸被更多的機構和個人所接受，比特幣的價格也因此大幅度上漲（圖 5-1）。2010 年，首次有人使用 1 萬個比特幣購買了兩塊披薩（以此次交易估計，當時 1 枚比特幣的價格大約是 0.25 美分），標誌著比特幣的支付功能得到了驗證；2011 年，比特幣的價格首次突破 1 美元；2017 年，比特幣的價格首次超過一盎司黃金的价格；2021 年，比特幣的價格更是突破 6 萬美元。

圖 5-1：比特幣價格走勢



資料來源：彭博，海通國際
註：數據截至 2021 年 10 月 31 日

2010 年以後，在比特幣的基礎上，陸續湧現出眾多同樣基於區塊鏈技術的新生代幣。其中，以太坊第一個實現了智能合約技術，也因此眾多代幣中脫穎而出，為後續出現的 DeFi 和 NFT 創造了條件。2014 年，以太坊創始人向比特幣社區提出的優化建議被否決，於是決定自行創建全新的區塊鏈平台。2015 年，智能合約技術在以太坊上首次得到了應用，增加了區塊鏈平台的可編程性，使其能在無需人為干預的情況下執行更為複雜的操作。在此之後，基於對區塊鏈技術和智能合約技術的應用，去中心化金融（DeFi）和非同質化代幣（NFT）相繼出現，為諸多數字資產帶來了全新的應用場景，成為市場新的熱點。

去中心化金融（DeFi）是建立在區塊鏈上的去中心化應用，為用戶提供各類金融服務。目前 DeFi 已發展出借貸、保險、去中心化交易所（DEX）、風投等多種產品及功能，且大部分 DeFi 應用均發行了屬自己的 DeFi 代幣。與比特幣、以太幣等不同的是，這些 DeFi 代幣並非在自己的區塊鏈上運行，而是利用智能合約發行在以太坊等區塊鏈平台上。

專題 5-1：智能合約、DeFi

智能合約：預先以代碼形式輸入條件與指令，當條件觸發時指令會被自動執行，無需人為干涉。以太坊是第一個實現了智能合約的區塊鏈項目。

DeFi：去中心化金融（Decentralized Finance）是利用智能合約技術在區塊鏈平台上運行的去中心化金融應用程序。目前已發展出借貸、保險、去中心化交易所（DEX）等多種應用。

非同質化代幣（NFT）是最特別的一種數字資產。相較於其它代幣，NFT 在智能合約的代碼中添加了具有唯一性的標識，以實現對物品所屬權的確認。因此，NFT 具有著不可分割、不可替換的特性，目前主要應用於收藏品、藝術品等領域。2021 年，NFT 的數量明顯增加，電子頭像 CryptoPunks、電子藝術作品《前 500 天》等 NFT 作品也以令人矚目的高價在傳統拍賣行成交，諸如 NBA、漫威等傳統 IP 均表現出了對該領域的興趣。此外，由於 NFT 實現了對虛擬產品所有權的確認，標誌著物理世界向虛擬世界的轉變，因此被認為是元宇宙（Metaverse）的重要基礎設施。可見，從 2008 年至今，數字資產市場發展迅速，已從單純的支付型虛擬貨幣衍生出諸多不同類型的代幣或產品，包括功能型代幣、證券型代幣、穩定幣、非同質化代幣等，功能不再局限於支付，性質也更偏向於資產而非貨幣。

專題 5-2：虛擬資產的類型

支付型：比特幣、萊特幣等設計上以支付功能為主，更容易被接受作為支付手段的代幣。

功能型：具有附加功能的代幣，如以太坊社區的以太幣、DeFi 應用程序的源生代幣等。此類代幣可被用於換取社區內的產品和服務或賦予持有者社區內的投票權，如持有一定代幣的用戶可通過投票參與決定社區未來的發展方向。

證券型：有實際資產、或其他產品所支撐的代幣，代表著對底層資產的所有權。如黃金掛鉤代幣、房地產掛鉤代幣等。

穩定幣：錨定一種/多種法定貨幣（美元、歐元等），或用算法維持價格穩定的代幣，波動性遠低於其他虛擬資產。

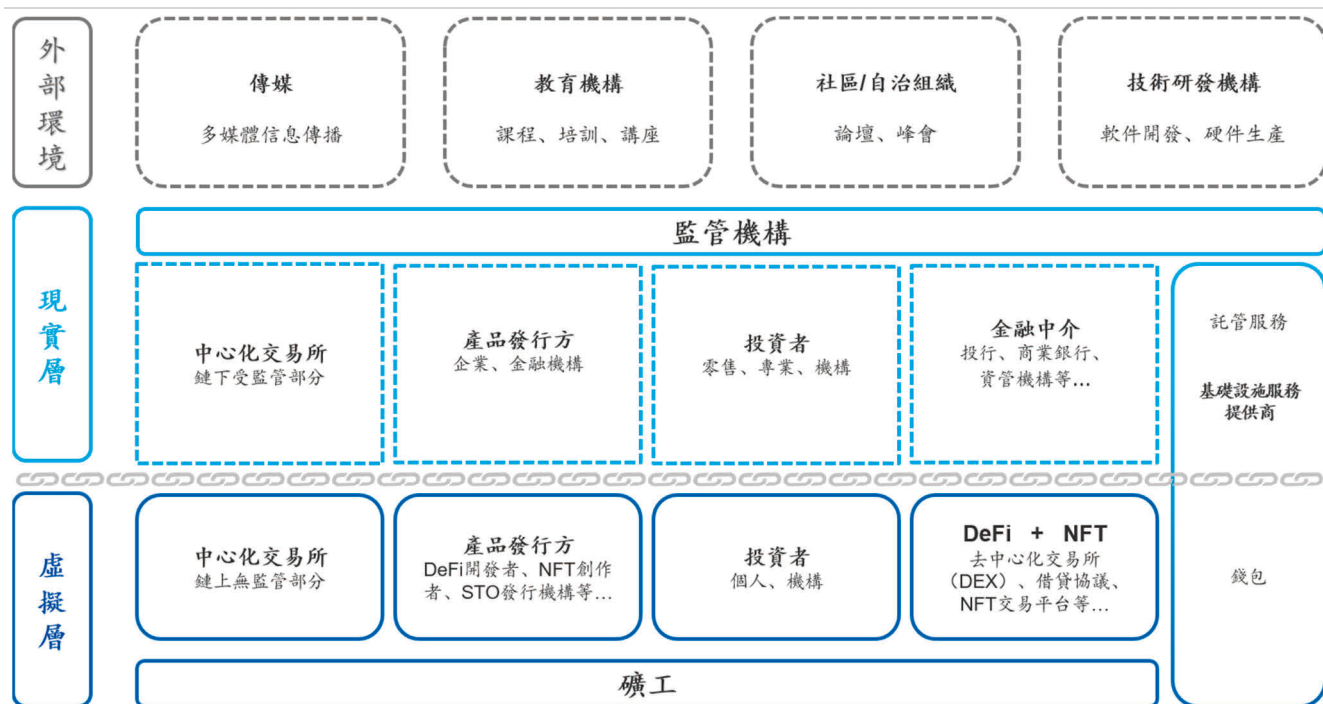
非同質化代幣（NFT）：最為特殊的代幣，具備著不可分割、不可替換的特性，目前在藝術、收藏、遊戲等領域較為活躍。NFT 被轉售時，可自動保留一定比例（2.5%-10%）的成交額作為版稅轉交給原作者。

5.1.2 數字資產市場的參與主體與生態體系

數字資產市場從無到有，在短短 13 年時間裡，規模迅速擴大，產品類型日益豐富，參與者也越來越多。在早期階段，數字資產市場的參與主體主要是散戶投資者、礦工和中心化交易所。近幾年，專業投資者和機構投資者對該領域的興趣不斷增加，監管機構、金融中介等也開始陸續加入，積極佈局。如今，市場日趨完善，一個完整的生態體系在逐漸形成。

我們將數字資產市場的生態體系大致分為三個部分：鏈上虛擬層、鏈下現實層、以及外部環境（圖 5-2）。

圖 5-2：數字資產市場生態體系



資料來源：公開資料整理，海通國際

虛擬層主要涉及數字資產相關的產品和服務在區塊鏈上的發行、交易及應用，是數字資產生態體系的核心和源動力。其中，礦工是虛擬貨幣產生的第一個環節，它可以是個人或者機構，分佈在全球不同地區，依靠計算機上網連結，有上萬個網絡節點。一條區塊鏈由無限個區塊組成，每個新交易都需要被記錄在一個新的區塊上。礦工就是這個記錄員，但要贏得記錄權，他們需要利用算力強大的計算機進行運算比賽。當某一礦工的運算結果處於新區塊的答案區間時，該礦工將獲得新區塊的記錄權，並賺取新區塊產生的代幣作為獎勵，這一過程被稱作「挖礦」。由於區塊鏈的設計規定篡改鏈上的信息需要更改至少 50% 的區塊，而活躍的區塊鏈上礦工數量眾多，因此鏈上信息更難被篡改。可見，礦工是區塊鏈上所有交易的記錄者，是數字資產交易最底層數據和基礎設施的維護者。

基於智能合約的 DeFi 應用和 NFT 同樣歸屬於虛擬層。DeFi 應用包括了去中心化交易所 (DEX)、借貸協議等完全發生在區塊鏈上、通過代碼完成的金融服務。其中，去中心化交易所是目前最成功的一類 DeFi 應用。DEX 的用戶通過智能合約匹配交易對手方，在鏈上進行數字資產的交易，不涉及法定貨幣或中介機構。NFT 對應的信息會先被上傳、記錄在區塊鏈上，後續產品所有權的交易和轉移也都在鏈上完成。任何人都可以在區塊鏈平台上使用 DeFi 協議、創建新的 DeFi 應用、或發行、交易 NFT 產品。

虛擬層還包括中心化交易所、產品發行方、和投資者的鏈上部分。對於**中心化交易所**而言，這部分僅包括「幣幣交易」，也就是虛擬貨幣之間的交易。與去中心化交易所僅支持「幣幣交易」不同，中心化交易所可提供兩種交易方式：「幣幣交易」以及虛擬貨幣與法定貨幣之間的交易。由於「幣幣交易」不涉及銀行等傳統金融中介，監管部門也無法監管，因此我們將中心化交易所的「幣幣交易」歸為虛擬層。中心化交易所所在為各類數字資產提供流動性的同時，也實現了虛擬層與現實層的對接，投資者可在中心化交易所使用法幣兌換虛擬貨幣，然後進入鏈上交易。中心化交易所同時在鏈下（即現實層）為投資者提供現貨、衍生品、及其他複合產品的推介。**產品發行方**可以通過編寫代碼在區塊鏈上構建 DeFi 應用、發行 DeFi 代幣，將傳統金融產品以代幣的形式在鏈上發行（即 STO），或創作發行 NFT 產品。同樣，**投資者**也可以在區塊鏈平台上不受制約地參與任意數字資產相關的交易或活動。

現實層涵蓋了當前數字資產市場的主要參與者，包括**中心化交易所、產品發行方、投資者和金融中介**，是監管機構可以監管的主體。

在數字資產市場逐步發展的過程中，為滿足傳統投資者的交易需求，**中心化交易所**應運而生，成為買賣雙方之間的交易平台，為用戶提供交易撮合、結算清算、「法幣交易」（即用法定貨幣購買或出售數字資產）等服務。隨著監管的規範化，中心化交易所對於客戶信息盡職調查與反洗錢（KYC/AML）的制度逐漸完善，加上「法幣交易」會涉及與銀行賬戶的對接，因此這部分屬現實層。鏈下部分的產品發行方主要為金融機構，參與發行、推出數字資產相關的 ETF 或者基金等。在**投資者**方面，目前數字資產市場依然由零售投資者（散戶）主導，但近期已有越來越多的專業投資者和機構投資者開始配置數字資產。此外，投行、商業銀行、資管機構等**金融中介**的加入，在為投資者提供更多元化的產品選擇和投資途徑同時，也為投資者提供了投研分析、資產配置諮詢等專業化的服務，減少了市場中存在的信息不對稱。

在數字資產市場發展的早期階段，參與主體較少、職能劃分也較為模糊。早期時，部分中心化交易所提供交易服務之外，還提供了許多傳統金融市場中其他角色的服務，如產品發行、代幣的審核上架、融資融券等。但隨著更多市場參與者的加入以及監管的趨嚴，數字資產市場的參與主體對於服務有更高的要求，機構的職能因此愈發趨向專業化。近來，一些虛擬資產交易所（如香港的 OSL 交易所）已表示將只專注於提供交易平台服務，而不會涉及其他業務。更加清晰的職能劃分不僅有利於市場的規範化，也為更多參與主體創造了新的入場機會。

近年來，各國監管機構開始主動承擔推動市場規範化的責任，積極探討有關政策的制定，對行業內的參與者進行監督規管。目前，各國數字資產市場的監管一般都由多個監管機構共同負責。證券型代幣、期貨等具有較強金融屬性的產品由各國的證監會、金管局等負責，而法幣與虛擬貨幣的兌換等涉及支付領域的業務則由央行、反洗錢監管機構等管理。

隨著監管機構的加入，監管制度日益明確，金融中介也因此更敢於介入虛擬市場，為市場帶來更多的產品選擇和投資途徑，使鏈上無監管的虛擬世界與鏈下受監管的現實世界逐漸接軌。現在，投資者可以選擇直接在中心化交易所參與虛擬資產的交易，也可以通過商業銀行、投行、資管機構、基金公司等金融中介對相關產品進行投資。不過，目前各國的監管力度和相關法規仍有較大不同。在香港，投資者參與虛擬資產市場的途徑較為有限，而在德國和美國，即使是零售投資者也可以直接通過銀行賬戶去購買、持有或售出比特幣等虛擬資產。

數字資產的存放和託管對於虛擬層和現實層而言都是非常重要的基礎設施服務。 託管和錢包是投資者進入區塊鏈平台、管理數字資產的重要入口。數字資產通過用戶的私鑰（相當於銀行賬戶的密碼）保存，而私鑰則通常有冷熱兩種方式儲存。其中，冷儲存通過斷網儲存來保證資產的安全，熱儲存則通過聯網儲存保證交易的便捷但有更高的安全風險。一般來說，個人投資者傾向於使用各類錢包軟件，機構則傾向於使用離線的託管服務。

外部環境包括了傳媒、教育、社區、技術研發等機構。 新聞等信息是社會認識數字資產的主要途徑，而**傳媒**機構在信息的傳播途中擔任重要角色。近期，相關新聞報道的增加也是數字資產市場得到更多關注的原因之一。**教育機構及社區/自治組織**則是知識交流的重要平台。對數字資產領域感興趣的個體可以通過這些平台獲取更全面、更系統的知識，建立對各類風險的防範意識。行業從業者和技術人員也可以通過社群等自治組織交流學術見解和創新理念。此外，數字資產市場的發展也離不開底層技術的創新。對於一個尚未成熟的市場來說，**技術研發機構**對諸如芯片、服務器、編程語言的開發和革新在很大程度上會決定市場未來的發展方向。因此，一個良好的外部環境能夠提升市場參與率、增強人才培養、加快技術發展，有助於生態體系進入良性循環，是市場能夠長遠發展的重要基礎。

專題 5-3：虛擬資產市場的參與主體

投資者：包括鏈上與鏈下的投資者，包括個人和機構投資者。由於鏈下的交易活動需接受監管，鏈下的個人投資者又可分為零售投資者和專業投資者。早期投資者以散戶（零售）投資者為主。近來，由於市場規模的擴大，專業投資者和機構投資者開始逐漸加入。

礦工：負責認證交易信息，維持區塊鏈的運轉，並以此賺取獎勵和費用。

中心化交易所：主要提供虛擬資產的交易服務，是零售投資者參與虛擬資產交易的主要途徑。曾在市場中扮演多項不同的角色。隨著市場逐漸規範，未來中心化交易所的職能可能會趨向專業化。

產品開發者：個人或機構開發者，在鏈上或鏈下發行虛擬資產相關的產品，包括開發 DeFi 應用、發行證券型代幣、創作 NFT 等。

基礎設施服務提供商：為區塊鏈網絡的用戶、投資者提供例如錢包應用、託管服務等基礎設施相關的服務。

金融中介：傳統金融市場中的金融中介機構，如商業銀行、投資銀行、資產管理公司等。

監管機構：負責制定虛擬資產市場相關的監管制度。目前，各國一般都有多個監管機構從不同方面入手，共同負責虛擬資產市場的監管。

5.1.3 數字資產市場的現狀

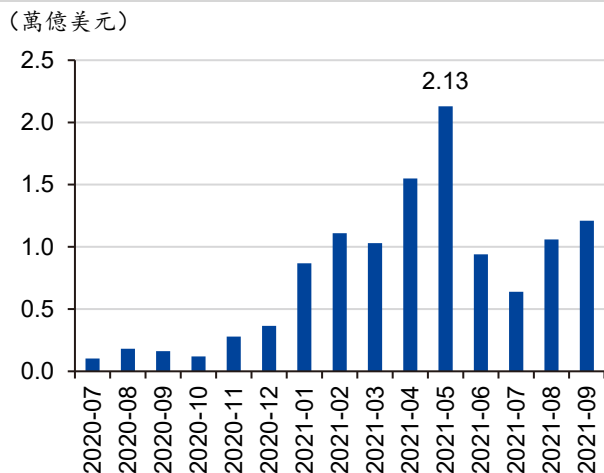
5.1.3.1 市場規模

虛擬貨幣市場。自 2008 年比特幣誕生起，虛擬貨幣市場的規模顯著增長。2021 年 10 月 31 日，虛擬貨幣總市值接近 2.6 萬億美元，當日 24 小時交易量接近 1500 億美元，其中比特幣的市值就超過 1 萬億美元，當日 24 小時交易量約為 300 億美元。根據 Coinbase 的數據，2021 年上半年比特幣的交易量達到了 2.1 萬億美元，以太幣的交易量則達到 1.4 萬億美元⁷⁰。在虛擬貨幣交易平台，所有代幣的現貨和衍生品交易量自 2020 年四季度開始快速增長，並在今年 5 月達到峰值。據統計，2021 年主要虛擬貨幣交易所 5 月的現貨交易量超過 2 萬億美元，近幾個月市場的活躍度雖有所減弱，但三季度仍維持了平均

⁷⁰ Coinbase, H1 2021 in Review, 2021.

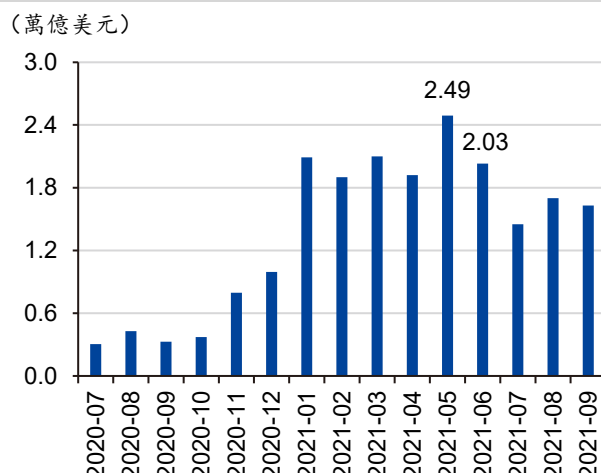
每月 1 萬億美元左右的交易量（圖 5-3）。在衍生品方面，包括芝加哥期貨交易所（CME）比特幣期貨合約在內 9 月期貨交易量則為 1.63 萬億，約為 2020 年 9 月的 5 倍（圖 5-4）。

圖 5-3：主要虛擬資產交易所現貨交易量



資料來源：The Block，海通國際

圖 5-4：主要虛擬資產交易所比特幣期貨交易量



資料來源：The Block，海通國際

DeFi 市場。截至 2021 年 10 月 31 日，用以衡量 DeFi 市場規模的總鎖倉價值突破 1 千億美元，較年初增長超過 6 倍⁷¹。以太坊上現在搭載了 200⁷²多個 DeFi 項目，它們的發展為以太坊的生態帶來了新的增長點。如今這些 DeFi 代幣的總市值已增長至以太坊市值的 30%⁷³。其中，發展最迅速的是去中心化交易平台，在過去的一年中已佔據 DeFi 領域的半壁江山。截至 2021 年 9 月，去中心化交易所（DEX）總交易量達 780 多億，較年初增長 30 倍。目前，去中心化交易所的交易量基本維持在中心化交易所的 10%⁷⁴左右，儘管規模仍比不上發展多年的中心化交易所，但未來的成長空間不容小覷。

NFT 市場。自 2020 年起，NFT 開始逐漸進入大眾的視野，越來越多的收藏品、藝術品等開始以 NFT 的形式在 NFT 交易平台或傳統銷售平台進行售賣和交易。截至 2020 年底，共有 53,663 件藝術品以 NFT 的形式在 5 個最大的拍賣平台售出，其總市值超過 5 千萬美元。根據 Consensys 的估計，截至 2021 年第一季度，NFT 藝術品佔全球藝術市場銷售額的 10%⁷⁵；三季度 NFT 的銷售額達 107 億美元，共涉及超過 3 千萬筆交易⁷⁶。

5.1.3.2 商家與機構入場

隨著對數字資產認可度的提升，各類商家和金融機構相繼入場。例如，Booking.com、AT&T 等知名商家均開始接受比特幣等虛擬貨幣作為支付手段（表 5-1）。根據 Statista 的調查顯示，截至 2021 年 3 月初，全球接受虛擬貨幣支付或在店內提供虛擬貨幣 ATM 的商家有 2 萬餘家⁷⁷。今年，國際支付巨頭萬事達卡和 Visa 宣佈將虛擬貨幣納入其支付網絡，推特也宣佈其 APP 將上線支持比特幣支付小費的功能。其中，Visa 虛擬貨幣借記卡僅在上半年的使用量就已經超過 10 億美元。

⁷¹ <https://www.theblockcrypto.com/data/decentralized-finance/total-value-locked-tvl/true-value-locked-and-total-value-locked>

⁷² <https://defiprime.com/ethereum>

⁷³ <https://www.tradingview.com/markets/cryptocurrencies/global-charts/>

⁷⁴ <https://www.theblockcrypto.com/data/decentralized-finance/dex-non-custodial>

⁷⁵ Consensys, The Q1 2021 DeFi Report, 2021.

⁷⁶ Consensys, Web3 Report Q3, 2021

⁷⁷ <https://www.statista.com/statistics/1222684/firms-with-crypto-payment-solution-country/>

表 5-1: 接受比特幣等作為支付手段的商家

日期	主要內容
2018 年 1 月	Square 開始允許其使用者通過 Square 的應用軟體購買或售出比特幣，並於 2021 年 6 月宣佈開發硬體錢包
2018 年 7 月	寶馬 (BMW) 一家英國經銷商宣佈與 BitPay 合作，接受比特幣作為支付手段
2019 年 5 月	美國電信商 AT&T 與 BitPay 簽署合作協定，允許用戶使用比特幣支付帳單
2019 年 7 月	歐洲挪威航空公司上線比特幣兌換服務，支援客戶使用比特幣購買機票
2019 年 11 月	Booking.com 與 Travalala 建立合作關係，增添 9 萬個接受虛擬貨幣的住宿地點
2021 年 3 月	Paypal 推出虛擬貨幣支付功能，允許美國用戶購買、使用、持有或售出比特幣等虛擬資產
2021 年 3 月	特斯拉於 3 月宣佈接受比特幣支付，5 月宣佈停止使用比特幣後又於 7 月表示或將重新接受比特幣
2021 年 3 月	支付平台 Visa 宣佈將允許使用穩定幣 USDC 再起支付網絡上結算交易
2021 年 4 月	萬事達卡與美國虛擬資產交易平台 Gemini 合作推出首張虛擬貨幣信用卡，並於 7 月表示將提供簡化支付卡產品以提供更便捷的法幣與虛擬貨幣互換服務。
2021 年 9 月	推特正式推出支持比特幣支付消費的功能
2021 年 10 月	AMC 旗下電影院宣佈接受比特幣等虛擬貨幣作為禮品卡的支付方式

資料來源：公開資料整理，海通國際

部分傳統金融機構也加緊佈局，通過收購、合作等形式發展相關業務。多家投資銀行已開始或計劃為客戶提供虛擬資產相關的服務（表 5-2）。摩根士丹利是首家為高淨值客戶提供比特幣基金投資渠道的美國大型銀行，為客戶推出三支比特幣相關的基金產品。富達數字資產與渣打銀行、ICAP 達成合作，計劃於 2021 年下半年推出虛擬資產交易平台，提供相關現貨及衍生交易服務。

表 5-2: 開展或計劃開展虛擬資產業務的金融機構

金融機構	提供期貨交易	提供現貨交易	基金/資產組合或相關服務	託管服務
摩根大通	● 提供	● 否	● 提供	● 否
高盛	● 提供	● 否	○ 考慮	○ 考慮
摩根士丹利	● 提供	○ 考慮	● 提供	○ 考慮
花旗集團	○ 考慮	● 否	○ 考慮	○ 考慮
美國銀行	● 提供	● 否	● 否	● 提供
富達	● 提供	● 提供	● 提供	● 提供
渣打銀行	● 提供	● 提供	● 提供	● 提供
瑞銀	○ 考慮	● 否	○ 考慮	● 否

資料來源：公開資料整理，海通國際

註：資料收集截至 2021 年 8 月

5.1.3.3 產品多元化

隨著機構參與者的增加，數字資產相關的產品種類也變得更加多元化，以滿足市場新增的投資需求。諸如股權掛鉤代幣、與傳統資產掛鉤的虛擬資產、虛擬資產相關基金等新產品紛紛湧現。

股權掛鉤代幣追蹤傳統股票價格表現，其運作方式類似於美國存托憑證 (ADR)。股權掛鉤代幣是將股票存放於託管銀行並以代幣的形式在虛擬資產交易平台交易。與傳統股票不同的是，投資者可以 7 天 24 小時不間斷地進行交易。該類產品最先由 FTX 交易所推出，在允許的司法管轄區提供包括 Facebook、穀歌和特斯拉等 55 支代幣化股票。

此外，部分機構通過 STO (Security Token Offering, 證券型代幣發行) 的方式在區塊鏈平台上推出與黃金、房地產、基金、債券等由傳統資產支持的代幣產品。STO 以區塊鏈平台為發行途徑，以基金、債券等傳統金融產品或資產作為底層資產，通過發行相關代幣，將底層資產的相關權益 (如租金、利息、分紅、資本利得等) 出售給投資者，投資者可以在區塊鏈上進行代幣交易，實現買入和賣出底層

資產相關權益的目的。例如，自 2019 年起，RealT 利用區塊鏈技術將房產代幣化，允許客戶通過持有代幣獲取租金收入。2020 年，澳大利亞政府擁有的鑄幣廠珀斯（Perth Mint）推出與黃金掛鈎的穩定幣。

還有一些金融機構正積極申請、推出與虛擬資產相關的指數、基金等傳統金融產品。截至今年 7 月，標普推出了共 8 個與虛擬資產相關的指數。在交易所交易產品方面，加拿大已有多支基於比特幣或以太幣的 ETF 獲批上架，巴西證券交易委員會也通過了當地比特幣 ETF 的發行申請，德國金管局則於 9 月批准資管公司 VanEck 推出的代幣基金 VanEck TRON ETN 在當地上市。一直對於 ETF 較為謹慎的美國 SEC 也於 10 月批准了多個比特幣期貨 ETF 的申請。另有數個以直接投資於比特幣、以太幣的 ETF 申請則尚待批准。（表 5-3）。

表 5-3: 美國比特幣相關 ETF、基金申請

名稱	批准日期 / 審議截止期	詳情
ProShares 比特幣策略 ETF	2021 年 10 月 15 日	比特幣期貨 ETF, 已上市
Valkyrie 比特幣策略 ETF	2021 年 10 月 20 日	比特幣期貨 ETF, 已上市
VanEck 比特幣信託	2021 年 10 月 20 日	比特幣期貨 ETF, 已上市
Galaxy 比特幣策略 ETF	2021 年 11 月 01 日	比特幣 ETF
Advisorshares 管理比特幣 ETF	2021 年 11 月 03 日	比特幣主動管理類 ETF
GlobalX 比特幣信託	2021 年 11 月 21 日	比特幣 ETF
Bitwise 比特幣策略基金	2021 年 11 月 28 日	投資於比特幣期貨、加拿大上市 ETF 等相關產品
Wisdom Tree 比特幣信託	2021 年 12 月 11 日	比特幣 ETF
BlockFi 比特幣策略基金	2021 年 12 月 22 日	比特幣期貨 ETF
Kryptoin 比特幣 ETF 信託	2021 年 12 月 24 日	比特幣 ETF
Ark 21Shares 比特幣期貨策略 ETF	2021 年 12 月 27 日	比特幣 ETF
Grayscale 比特幣 ETF	2022 年 02 月 09 日	比特幣基金轉比特幣 ETF

資料來源：公開資料整理，海通國際

註：資料收集截至 2021 年 11 月 15 日

此外，一些機構也在積極探索區塊鏈在 ESG 領域的應用。新加坡的碳信用交易所 AirCarbon 現推出了四種經英國標準協會（BSI）認證的碳信用掛鈎代幣，以利用區塊鏈技術使相關信息更透明、不受篡改。2021 年 9 月，新加坡的 Cyberdyne Tech Exchange 宣佈出售第一批以中國碳信用額度背書的碳中和代幣 CTX。香港金管局在 8 月和國際清算銀行共同推出綠色債券代幣化項目 Project Genesis，並於 11 月在香港完成了向零售投資者發行代幣化綠色債券的概念認證。

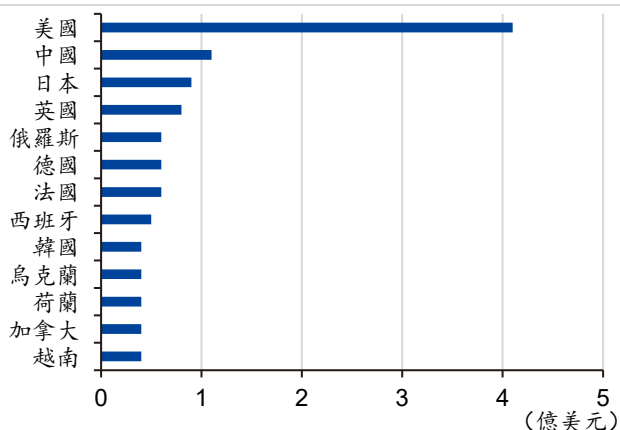
5.1.3.4 投融資活躍

隨著歐美金融機構和商家的積極入場，數字資產市場的發展中心逐漸由亞洲向歐美地區轉移。2020 年，在數字資產市場的牛市中，美國以 41 億美元的實現收益⁷⁸位列第一，超過排名第二的中國 3 倍（圖 5-5）。與此同時，全球範圍內涉及區塊鏈及虛擬資產領域的投融資活動均有顯著的增加（圖 5-6），2021 年第二季度全球虛擬資產投融資金額同比增長約 4 倍。

⁷⁸ 根據比特幣在交易平台上售出和買入時的價差計算

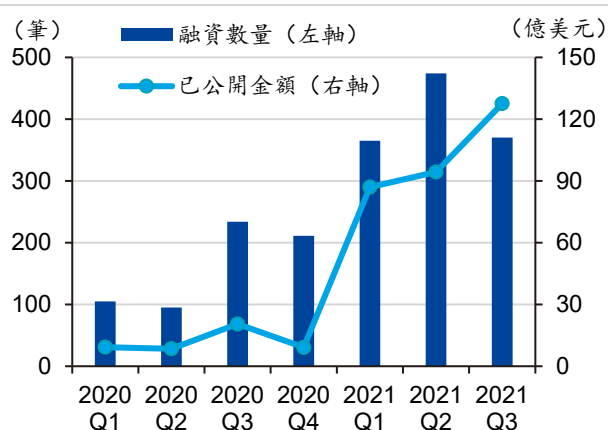
據 01 區塊鏈不完全統計，2021 年 5 月，相關投融資活動創下歷史新高，共 161 起投融資事件。其中，約 119 起公開了具體融資金額，總計約 39 億美元。美國的投融資活躍度長期領先，每月全球投融資項目數量地區分佈佔比基本處於 30% 以上⁷⁹。

圖 5-5：2020 各國比特幣實現收益（估計值）



資料來源：Chainalysis，海通國際

圖 5-6：區塊鏈及虛擬資產相關投融資



資料來源：01 區塊鏈，海通國際

5.1.4 政府監管與央行數字貨幣

5.1.4.1 監管政策

隨著數字資產市場活躍度的增加，各國監管部門對虛擬資產的態度有了顯著改變，從避而不談到規範監管，大部分國家已經宣佈認可比特幣等虛擬貨幣作為一種新的資產類別。2021 年 6 月，巴塞爾委員會明確了對虛擬資產的定義，虛擬資產不局限於比特幣、以太幣等常見的虛擬代幣，更包括了證券型代幣、穩定幣等。巴塞爾委員會也建議將其列為最高風險資產並採用至少 1250% 的風險權重（與股票和大宗商品相同）。如今，全球 257 個國家和地區中，虛擬資產在英美等 132 個國家是合法的，僅在中國等十多個國家是受嚴格限制或被禁止的。

近年來，各國監管機構在陸續推出了多項監管措施，從稅務、反洗錢、交易等方面規範數字資產市場。這些措施不是禁止數字資產市場的發展，而是規範數字資產市場的發展、培育健康良好的生態體系，實際上體現了監管部門對數字資產的認可。

美國

美國很早便對虛擬貨幣進行牌照管理。紐約州於 2015 年發佈了 BitLicense 監管框架；華盛頓州在 2017 年通過了 5031 法案，規定了虛擬資產交易所需要申請的牌照；懷俄明州則於 2019 年通過法案承認虛擬資產。2021 年，美國共 31 個州有虛擬資產相關的法案在等待決議。

美國金融犯罪執法局（FinCEN）、證監會（SEC）、商品期貨交易委員會（CFTC）和國稅局（IRS）分別從各自的角度參與對虛擬資產市場的監管。其中，FinCEN 設置了 MSB（Money Services Business）牌照來管理包括虛擬資產在內的貨幣交易/轉移、初次代幣發行（ICO）等有關業務與公司。SEC 則將 ICO 和虛擬資產 ETF 等證券類業務納入監管範圍。

據不完全統計，SEC 在 2019-20 年間批准超過 80 個證券類代幣發行（STO）項目，並聯合其他執法部門對非法的 ICO 進行打擊。2020 年 6 月，SEC 的委員 Hester Peirce 還提出了為虛擬資產創新提供

⁷⁹ 01 區塊鏈，《全球區塊鏈投融資報告》，2021。

安全避風港的「安全港草案」，在滿足一定條件的情況下，為新生代幣項目的發展提供 3 年免受部分監管規則限制的緩衝時間。此外，儘管 SEC 尚未通過基於實物比特幣的 ETF 申請，但已於今年 10 月批准數了個比特幣期貨的 ETF。

新加坡

新加坡對虛擬資產的監管較為靈活，主要採取「風險導向」的原則，堅持「不尋求零風險，不扼殺技術創新」，是亞洲最支持虛擬資產發展的國家之一。2013 年以來，新加坡以鼓勵創新為基調陸續出台了多項監管政策。借助《證券和期貨條法》及《財務顧問法》等傳統法律，新加坡金融管理局（MAS）將具有證券性質的虛擬資產納入監管範圍，並對所有通過 ICO 發行的虛擬資產進行反洗錢和打擊恐怖主義的監管。

2020 年發佈的《支付服務法》新增了三張與虛擬貨幣兌換相關的業務許可證，並設置了豁免許可，允許虛擬資產公司在獲得正式牌照前以豁免狀態合法運營。現在已有超過 300 家公司向 MAS 申請經營支付或虛擬資產交易所業務牌照，其中幣安、Coinbase 等近 200 家公司已獲得豁免許可，可在獲頒正式牌照前以豁免狀態合法運營。

專題 5-4：全球各地監管政策

英國：英國金融行為監管局（FCA）於 2019 年發佈了名為《加密貨幣資產指引》的諮詢文件，首次針對虛擬資產市場擬定了監管框架。2020 年 1 月，FCA 正式宣佈將虛擬資產企業納入監管，為虛擬資產業務設立了臨時註冊制度，並要求未申請註冊的公司於 2021 年 1 月 10 日前停止運營。

歐盟：法國證券監管機構法國金融市場管理局（AMF）多次提議歐洲證券和市場管理局（ESMA）對歐盟境內的虛擬資產市場進行管理，但目前歐盟尚未能建立一個統一的、全面的虛擬資產監管框架。不過，歐盟第 5 條反洗錢指令（5AMLD）已於 2020 年 1 月 10 日正式生效，其監管範圍涵蓋了虛擬資產交易平台、託管機構等虛擬資產服務商。歐委會則表示，預計在 2024 年之前推出虛擬貨幣和資產管理體系。

2020 年初，德國允許銀行出售和存儲虛擬資產，正式將虛擬貨幣列為金融工具。2021 年 6 月，德國聯邦金融管理局（BaFin）為 Coinbase 頒發了德國首個虛擬資產託管許可證。2021 年 7 月，德國新《基金定位法》正式生效，德國國內的特殊基金被允許將投資組合約 20% 的資金投資於虛擬資產。根據德國 DLC 公司統計，德國境內有約 4000 家投資基金符合資格，可能為虛擬資產市場帶來約 350 億歐元的潛在資金流入。2021 年 9 月，瑞士加密銀行 SEBA 獲發託管銀行牌照（CISA 許可證），是首個獲瑞士金融市場管理局（FINMA）頒發許可證的虛擬資產託管銀行。

日本：日本是全球率先將虛擬資產納入法律體系進行規範化管理的國家。2017 年頒佈的《資金結算法案》和《支付服務法》承認虛擬貨幣為合法貨幣，並規定了虛擬資產交易所的運營標準，對其實現全面監管。監管主要由日本金融服務管理局（FSA）負責，通過頒發虛擬資產交易所的牌照對服務提供商進行授權。2021 年 7 月，FSA 成立了一個新的部門，專門負責監管虛擬資產及去中心化金融（DeFi）。

目前，虛擬資產的現貨交易遵守《支付服務法》，衍生品交易依照《金融工具交易法》管理，ICO 發行業務則根據代幣的性質（支付類或證券類）、按照支付服務或證券投資業務的管理條例分別進行監管。2020 年初，日本更是推出《面向區塊鏈國家戰略的建議》，意圖將日本打造成世界領先的虛擬資產市場。截至 2021 年 6 月，包括 Coinbase 在內已在日本註冊的虛擬資產交易商達 26 家。

5.1.4.2 央行數字貨幣

在加強虛擬資產監管的同時，為滿足市場對數字化貨幣的需求，各國也在積極研發央行數字貨幣（CBDC）。根據國際清算銀行的報告，2020年，約有80%的央行正在開展央行數字貨幣的研究與開發⁸⁰。

專題 5-5：央行數字貨幣（CBDC）

央行數字貨幣：是由央行發行的、中心化的、數字形式的貨幣。在技術上一定程度借鑒了虛擬資產對於區塊鏈和智能合約技術的應用。

零售型：也稱目標性數字貨幣，由公眾直接持有，是現金的數字形式，被認為有利於提升金融包容度、擴大普惠金融受眾面，因此尤其受新興經濟體青睞。

批發型：又被稱作銀行間數字貨幣，主要用於銀行、機構之間的支付和結算過程，以提升結算效率、降低成本和增強透明度。目前，批發型CBDC尚沒有完全成型的方案，現行項目多側重於跨境銀行間的互通。

目前來看，央行數字貨幣分為零售和批發兩種類型。在零售型CBDC方面，Atlantic Council的統計數據顯示，巴哈馬等5個中小型國家已全面推出零售型央行數字貨幣；中國、瑞典、韓國等14個國家則正處於試點階段；香港、英國、美國等81個國家和地區（佔全球GDP 90%以上）也已經展開零售型CBDC探索項目⁸¹。在批發型CBDC方面，香港與泰國合作開展的Inthanon-LionRock取得了不錯的成果，下一階段人行數研所、阿聯酋央行將加入開展多邊央行數字貨幣橋項目。新加坡的Ubin項目已完成第五階段測試；法國央行與瑞士央行則正合作開展歐洲首個側重於銀行間貸款市場的跨境支付實驗（表5-4）。

表 5-4：各地央行數字貨幣項目進度

類型	國家	詳情
零售型	瑞典	數字克朗項目於2017年啟動，2020年2月進入試點，並計劃於2021年後發行
	英國	2021年4月英國央行和財政部成立特別工作組，開始探索英國CBDC的可能性
	美國	美聯儲對CBDC仍持懷疑態度，尚在考慮之中 埃森哲與數字貨幣基金會合作發起數字美元項目，2021年5月表示將啟動試點
	中國	2021年6月末，數字人民幣試點應用場景已超132萬個，涉及金額345億美元
批發型	中國香港	2017年啟動LionRock項目，2019年與泰國方面達成合作，在泰銖和港元間建立了跨境通道；下階段的多邊央行數字貨幣橋將有人行數研所和阿聯酋央行的加入
	泰國	2018年發起Inthanon，2019年與香港金管局合作開展Inthanon-LionRock的研究
	新加坡	2016年發起Ubin項目，2019年進入第五階段，2020年7月表示將開展商業推廣
	歐央行/日本	2021年4月歐央行與日本合作發起Stella項目，第一階段將於2022年3月進行
	加拿大	2016年發起Jasper項目，2020年5月與新加坡金管局開展了跨境支付實驗

資料來源：公開資料整理，海通國際

⁸⁰ BIS, A Sequel to the Survey on CBDC, 2020.

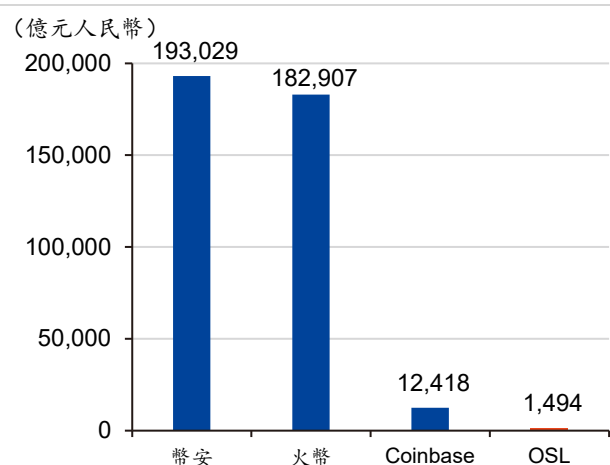
⁸¹ <https://www.atlanticcouncil.org/news/press-releases/atlantic-council-releases-new-state-of-the-art-central-bank-digital-currency-tracker/>

5.2 香港數字資產市場的現狀與機遇

5.2.1 香港數字資產市場的發展現狀

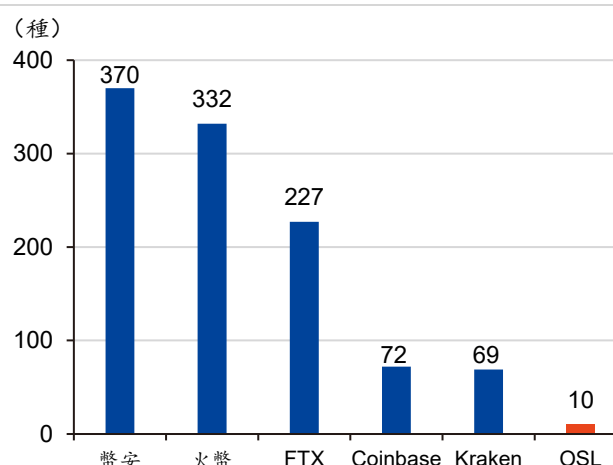
從一個完整的生態體系角度來看，香港數字資產市場還缺少許多重要組成部分。目前，香港虛擬資產市場的主要參與者只有少數幾家資管機構和虛擬資產交易所，選擇走合規路線並已獲得相關牌照開始運營的只有兩家機構，火幣科技的子公司火幣資管和 BC 科技的虛擬資產交易平台 OSL。在獲得牌照和 SFC 的批准後，火幣資管於今年 4 月推出了 4 隻虛擬資產相關的基金產品。5 月，火幣科技宣佈旗下香港信託公司註冊成立，截至 9 月底該信託的虛擬資產託管規模已突破 20 億美元。同樣，OSL 平台的交易量在 2020 年也有顯著的增長，年底平台交易量達到 1494 億人民幣，較 2019 年和 2020 年的年中分別有 210% 和 70% 的增長，但有約 70% 的交易量來自於其新加坡分部。比起主流的虛擬資產交易所，OSL 運營時間較短，在交易量和可交易品種方面（圖 5-7，圖 5-8）仍有很大差距。目前，另有數家交易所尚在等待香港證監會的牌照審批。

圖 5-7：2020 年各平台交易量對比



資料來源：幣安、火幣、Coinbase、OSL，海通國際

圖 5-8：可交易產品數量



資料來源：Coinmarket Cap、OSL，海通國際

在未獲得發牌的虛擬資產交易平台中，註冊地或總部設於香港的虛擬資產交易平台並不多（表 5-5），其中大部分無論在成立時間、平台規模、還是產品種類等方面都遠不如市場上的頭部虛擬資產交易平台，且在香港地區僅提供有限的服務，例如限制香港銀行賬戶資金的轉入、限制香港新用戶的註冊。部分虛擬資產交易平台由於暫不符合發牌範圍或條件，尚未被納入監管範圍。據不完全統計，暫未獲得牌照且仍在運營中的交易所不足 10 家。

表 5-5：總部或註冊地位於香港的未持牌虛擬資產交易所

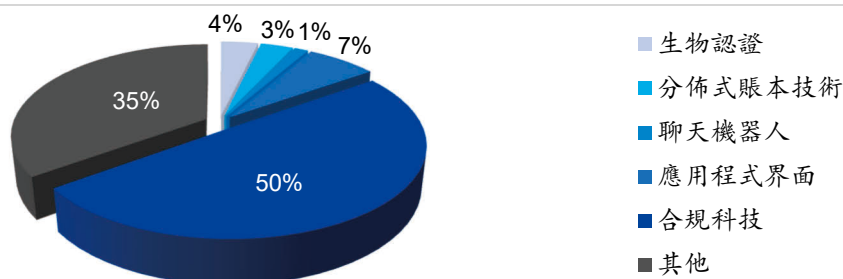
未持牌交易所	詳情
Bitfinex	2012 年成立，總部設於香港，交易量曾為全球前十，後來因黑客事件和與銀行的業務關係危機逐漸衰落
BitMEX	2014 年成立，總部設於香港，最大的比特幣衍生品交易平台之一，已限制香港業務
CoinEx	2017 年成立，總部設於香港，於 2018 年發行平台代幣 CET，24 小時交易量約 1 億美元
Tokencan	2017 年上線，業務佈局主要集中在香港和韓國，24 小時交易量約為 45 億美元
FTX	2017 年成立，總部設於香港，2021 年起配合監管僅限專業投資者註冊新賬戶
Coinpark	2018 年成立，註冊地位香港，24 小時交易量不足 1 億美元
HKD.com	2019 年於香港註冊，2020 年推出網上業務，2021 年推線下實體服務

資料來源：公開資料整理，海通國際

5.2.2 香港對數字資產行業的監管政策

香港對數字資產行業秉持開放、包容的態度。截至 2021 年 3 月底，香港金管局推出的監管沙盒種共有 212 項金融科技項目獲準試行，其中由 159 項是銀行與科技公司的合作，涉及區塊鏈技術的則有 7 項（圖 5-9）。香港證監會已於 2019 年發佈了虛擬資產的監管框架，以「自願發牌制度」將證券型虛擬資產業務納入監管沙盒。

圖 5-9：香港金融管理局監管沙盒



資料來源：香港金融管理局，海通國際

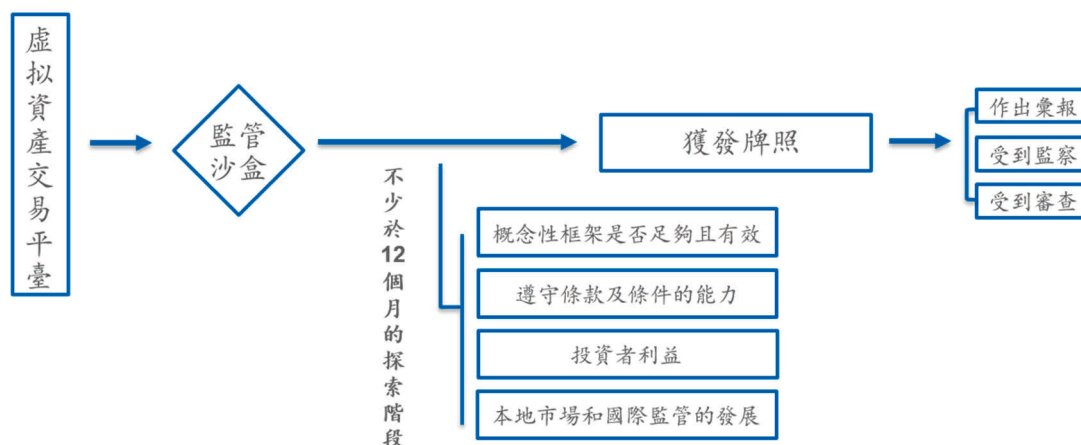
在現有的「自願發牌制度」下，提供虛擬資產相關交易的交易平台、基金和資管平台需要的牌照主要包括第 1 類（證券交易）、第 4 類（就證券交易提供意見）、第 7 類（自動化交易服務）和第 9 類（資產管理）。其中，在香港分銷投資於虛擬資產的基金需要第 1 類牌照，虛擬資產交易平台需要第 1 類和第 7 類牌照，資產管理機構則需要第 4 類及第 9 類牌照。值得注意的是，提供託管業務是證監會發放虛擬資產交易所牌照的必要條件之一。

目前，香港監管機構對虛擬資產的監管覆蓋範圍較小，證監會只針對「證券型代幣」進行監管，從事非證券型代幣的虛擬資產交易平台暫時不在監管範圍內。但香港財庫局於 2021 年年初完成公眾諮詢，擬強制所有虛擬資產服務提供商申請相關牌照，不再區分證券型和非證券型虛擬資產，全面將香港的虛擬資產行業納入監管體系。

此外，在香港申請虛擬資產相關牌照的門檻較為嚴格。虛擬資產交易平台必須提供虛擬資產交易、結算及交收服務，並對投資者資產擁有控制權。換句話說，香港證監會只給中心化的虛擬資產交易平台發牌。若對於涉及虛擬資產投資的資管公司、基金分銷商等，若有 10% 或以上的管理資金投資於不構成「證券」或「期貨合約」的虛擬資產，則必須申領相關的牌照並受到香港證監會的監察。

在香港，虛擬資產相關企業進入監管沙盒的門檻較高，對過往經營歷史有著較嚴格的規定。通過監管沙盒獲取牌照發放的企業，需要經過至少 12 個月的審核期（圖 5-10）。因此，能夠通過監管沙盒測試後再獲得牌照的虛擬資產交易平台往往是新成立的機構，目前被正式受理的幾家虛擬資產交易平台均是如此。2020 年底，虛擬資產交易所 OSL 獲香港證監會頒發第 1 類和第 7 類牌照，並在近期上線了首個證券型代幣 BCAP；火幣科技也於 2021 年 3 月成功獲批第 4 類和第 9 類牌照。目前仍有數家虛擬資產交易所的申請在審核進程中。

圖 5-10：香港金融管理局監管沙盒



資料來源：香港金融管理局，海通國際

5.2.3 香港面臨的機遇

隨著技術不斷創新、市場參與者日益增加、以及全球監管不斷加強，全球數字資產市場格局日新月異。在此背景下，擁有國際金融中心的美國、日本、新加坡等國正努力通過建立合理有效的監管框架來培育相關產業及生態體系，爭取在數字資產市場的快速發展中佔據先發優勢。

通過監管發牌、實現經營的合法化，那些原本只發生在鏈上虛擬層、因全球高度聯通的區塊鏈網絡而難以界定具體地理區域的交易活動就會逐漸「浮出水面」，貼上具體的地區標籤，在明確、清晰的監管體系中通過合法可控的途徑與鏈下現實層聯通，也給當地創造新的創業機遇、就業機會、稅收、投資產品、融資標的、以及上市公司資源等。這是為什麼美國、日本、新加坡等國都在積極構建本地的虛擬資產市場的監管體系和生態系統。

中國政府對區塊鏈技術及相關產業的發展也給與高度的重視和支持，在《「十四五」規劃》中明確將區塊鏈列為七大數字經濟重點產業之一，強調推動區塊鏈相關的技術創新、圍繞實體經濟發展區塊鏈的產業應用、以及完善區塊鏈的監管機制。與此同時，中國內地監管部門對虛擬貨幣交易、挖礦、ICO等虛擬資產相關的業務採取了嚴厲禁止和打擊的態度（表 5-6）。因此，中國內地虛擬資產行業的從業機構和人才不得不赴海外尋求合法合規的運營途徑。而香港應以其地理、文化、語言、經營環境、以及金融基礎設施等多方面的優勢成為這些機構和人才的首選之地。

作為面向未來的國際金融中心，香港應抓住機遇，利用自身對資金和人才的彙集能力和完善的金融基礎設施來培育香港本地的數字資產市場，將自己打造成為亞洲乃至全球的虛擬資產交易中心與資產管理中心，使自身在日益激烈的國際金融中心競爭中加大優勢。

表 5-6: 2021 年以來中國加密貨幣及區塊鏈相關政策匯總

時間	詳情
2月25日	內蒙古自治區發改委發佈《內蒙古自治區發展和改革委員會關於堅決打擊懲戒虛擬貨幣「挖礦」行為八項措施（徵求意見稿）》，嚴禁新建虛擬貨幣挖礦項目，要求全面清理關停虛擬貨幣挖礦項目。
3月13日	《「十四五」規劃》將區塊鏈列為七大數字經濟重點產業之一，強調推動區塊鏈相關的技術創新、圍繞實體經濟發展區塊鏈的產業應用、以及完善區塊鏈的監管機制。
5月18日	互聯網金融協會、銀行業協會、支付清算協會發佈聯合聲明表示，包括銀行和在線支付渠道在內的機構不得向客戶提供任何涉及虛擬貨幣的服務，包括註冊、交易、清算和結算。
5月21日	國務院金融委員會提出「打擊比特幣挖礦和交易行為」，此後多個省市出台政策清理關停當地「挖礦」企業。
6月7日	工信部發佈《關於推動區塊鏈技術應用和產業發展的指導意見》，明確未來10年區塊鏈行業的發展目標。
6月21日	央行就虛擬貨幣交易炒作問題約談五家銀行及支付寶，多家虛擬貨幣交易所隨後宣佈退出當地交易業務。
7月31日	人行召開2021年半年工作會議，推動平台企業金融業務規範發展，打擊虛擬貨幣非法活動。
9月24日	人民銀行發佈《關於進一步防範和處置虛擬貨幣交易炒作風險的通知》，強調比特幣、以太幣、穩定幣等虛擬貨幣均不具有與法定貨幣等同的法律地位，不能作為貨幣在市場上流通。

資料來源：公開資料整理，海通國際

5.3 政策建議

近年來，由於全球各國和地區的監管環境不同，導致虛擬資產市場出現了大量的業務搬遷和人才流動，各國在全球虛擬資產產業鏈中著重扮演的角色也逐漸差異化。歐美地區的機構正積極參與創投、資管等方面的業務，而俄羅斯、巴基斯坦等國家則對礦企釋放了友好信號。新加坡也推出了許多政策措施，打造友好的監管環境，以吸引虛擬資產交易平台等企業的落地。

相較於其他地區，香港的運營成本更為高昂且自然資源較為有限，並不適合發展對電力資源需求較高的挖礦業務。香港的優勢主要在於資金和人才的彙集，更適合金融中介、虛擬資產交易所、及有關區塊鏈應用和技術創新方面的企業發展。

但與美、日、新等國相比，香港目前的監管條例尚不夠全面，審核標準也不夠清晰，政策有較大不確定性。對於投資者而言，無論是時間成本、資金成本還是潛在的法律成本，都是影響決策的重要因素。若能從多方入手，明確監管的標準，為數字資產行業提供一個可以發展、競爭、創新的土壤，將有利於完善香港數字資產的生態體系，並為未來發展成數字資產交易和資管中心打下基礎。

5.3.1 虛擬層與現實層：明確監管、建立指引

明確監管目標，建立階段性發展規劃。面對正在急速發展的行業，監管政策的制定很難一步到位，而是一個不斷完善的過程。一般而言，早期的監管政策會更為審慎，尤其是考慮到虛擬資產市場本身具有較高的風險和波動性。在市場發展穩定、運作模式清晰後，可依據實際需要適度放寬管制、降低准入門檻。建議香港借鑒金融業等現有行業的監管演變過程，參考其他國家對虛擬資產的監管方式，為虛擬資產行業監管政策設立具有前瞻性的發展目標，並建立階段性發展規劃，讓投資者及從業者對未來的發展有一個穩定的預期。

制定清晰的監管框架和法律指引。對於諸多虛擬資產從業者而言，香港現階段的監管條例和審核標準尚不夠清晰，監管政策的不確定性較大。有關業務的監管審核政策缺少明確的指引，對投資者和從業

者而言時間成本與資金成本巨大。建議監管部門制定更為清晰的監管框架和法律指引，為虛擬資產行業的發展和產品的創新提供更為友好的監管環境。

參考其他國家的的豁免許可制度。目前，香港證監會的監管沙盒可以為虛擬資產交易所等企業提供一個在監管下測試其產品和運作模式的安全空間。但由於缺少相關的法律法規，這些企業在測試期結束後仍然難以融入市場現有的外部環境（即傳統的金融體系）。建議香港參考美國的「安全港草案」或新加坡的豁免許可，允許合資格的虛擬資產企業於特定的法律框架內、在尚不具備完善監管條例的市場中發展。

以抽查代替逐項審批。香港證監會目前對於虛擬資產項目的審批屬逐項審核，所需時間較長。依照現有制度，虛擬資產基金或代幣發售等產品推出的速度將難以滿足日新月異的市場需求。在監管制度逐漸清晰後，建議香港參考如 IPO 等傳統金融的監管框架，輔以抽查等方式進行定期審查，取代耗時更長的逐項審批方式。

逐步降低投資者准入門檻：現階段，香港監管部門僅允許合資格的專業投資者通過持牌機構以合規的方式在香港參與虛擬資產相關的投資活動，散戶及零售投資者被排除在外。而在美國和德國，零售投資者可參與虛擬資產的投資和交易，部分銀行的客戶已被允許通過其現有銀行賬戶去購買、持有和出售比特幣。與之相比，香港過高的准入門檻會從投資者和從業者兩方面限制行業的發展。建議香港監管機構逐步降低虛擬資產投資者的准入門檻，做到對不同風險承受度的投資者的差異化管理，從而達到保護投資者的最終目的。

5.3.2 外部環境層：促進人才教育、交流創新與宣傳

在過去，比特幣等其他虛擬資產一直被主流媒體認為與洗錢、欺詐等犯罪活動緊密相連，令公眾對此抱有回避甚至負面的態度，認知也相對匱乏。此外，許多基於興趣參與虛擬資產投資的投資者缺少相關專業知識，因此更容易成為詐騙活動的受害者。建議監管部門及從業機構對虛擬資產相關知識進行科普宣傳，**增強對投資者及潛在投資者的教育**，幫助公眾更好地區分合法或違法交易，防範詐騙等違法活動。

隨著數字資產市場的發展，人才的需求也在不斷增加。目前市場上現有人才大多從金融或編程等領域轉行，知識的獲取則主要來源於網絡，缺少系統的教育資源和學習途徑。龐大和複雜的信息量一定程度上也不利於新興參與者的加入。建議香港本地**高校、專業機構增設相關的課程或講座**，促進知識的體系化和資源的共享，增加行業人才儲備。

此外，技術和知識的交流對於任何領域來說都是發展與創新的重要基礎。諸如上海的區塊鏈全球峰會、紐約的區塊鏈周等活動為世界各地的行業專家、投資者提供了交流的機會和平台。今年 6 月，新加坡金管局與國際貨幣基金組織、世界銀行等更是合作發起了央行數字貨幣解決方案的國際挑戰賽。建議**推動虛擬資產相關的論壇、峰會、競賽等交流活動於香港舉辦**，吸引全球各地的行業人才，促進知識和技術的交流。

新加坡於近期推出了一系列兼顧規範市場與鼓勵發展的措施，引發全球虛擬資產市場的關注，正逐步建立起亞洲虛擬資產市場中心的形象，吸引了多方資金和人才的流入。**建議香港在推出相應政策的同時也應加強對自身定位的宣傳**，提高國際知名度，以樹立對虛擬資產市場友好的形象，為培育香港數字資產生態體系創造更友好的社會環境。

參考文獻

1. 01 區塊鏈，《全球區塊鏈投融资報告》，<https://www.01caijing.com/article/279372.htm>，2021
2. 01 區塊鏈，全球區塊鏈產業投融资半年報，<http://www.01caijing.com/article/282627.htm>，2021
3. 21 財經，《跨境理財通推出在即調查顯示內地投資者期望年回報中位數為 13%》，2021
4. Atlantic Council, <https://www.atlanticcouncil.org/news/press-releases/atlantic-council-releases-new-state-of-the-art-central-bank-digital-currency-tracker/>, 2021
5. 保險業監管局，《保險相連證券》，https://www.ia.org.hk/tc/reinsurance_specialty/ILS_HK.html，2021
6. 北京大學數字金融研究中心，《“央行數字貨幣”的概念框架與國際進展》，<https://idf.pku.edu.cn/docs/20200715103720485124.pdf>，2020
7. BIS Innovation hub and others, Multi-CBDC Arrangements and the Future of Cross-border Payments, <https://www.bis.org/publ/othp38.pdf>, 2021
8. BIS Innovation hub and others, Inthanon-LionRock to Mbridge, Building a Multi-CBDC Platform for International Payments, https://www.hkma.gov.hk/media/chi/doc/key-functions/financial-infrastructure/Inthanon-LionRock_to_mBridge_Building_a_multi_CBDC_platform_for_international_payments.pdf, 2021
9. BIS, A Sequel to the Survey on CBDC, <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap107.pdf>, 2020
10. BIS, BIS Innovation Hub and Hong Kong Monetary Authority conclude first green finance project, <https://www.bis.org/press/p211104.htm>, 2021
11. 財經事務及庫務局，Replies to initial written questions raised by Finance Committee Members in examining the Estimates of Expenditure 2020-21. https://www.legco.gov.hk/yr19-20/english/fc/fc/w_q/fstb-fs-e.pdf, 2020
12. CBI, Hong Kong Green Bond Market Briefing 2018, <https://www.climatebonds.net/resources/reports/hong-kong-green-bond-market-briefing-2018>, 2019
13. CBI, Hong Kong Green Bond Market Briefing 2019, <https://www.climatebonds.net/resources/reports/hong-kong-green-bond-market-briefing-2019>, 2020
14. CBI, Hong Kong Green Bond Market Briefing 2020, <https://www.climatebonds.net/resources/reports/hong-kong-green-bond-market-briefing-2020>, 2021
15. CBI, Sustainable Debt Global State of the Market 2020, https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sd_sotm_2020_04d.pdf, 2021
16. CFA&PRI, ESG Integration In Asia Pacific: Markets, Practices, And Data, <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/esg-integration-apac.pdf>, 2019
17. Chainalysis, The 2020 Geography of Cryptocurrency Report, <https://go.chainalysis.com/rs/503-FAP-074/images/2020-Geography-of-Crypto.pdf>, 2020
18. 程實、王宇哲等，《人民幣證券市場發展與人民幣國際化系列一中概股回歸的幣種選擇》，《FT 中文網》，<https://big5.ftchinese.com/story/001092052?archive>，2021
19. Coinbase, H1 2021 in Review, <https://assets.ctfassets.net/c5bd0wqjc7v0/4kKRqK0Sct0DDDJXuo5NRX/fc893f70e08204df25df490d7bcf3e88/Coinbase-Institutional-H1-2021-in-Review.pdf>, 2021
20. Consensus, The Q1 2021 DeFi Report, <https://consensus.net/reports/defi-report-q1-2021>, 2021
21. Deloitte, The Deloitte International Wealth Management Centre Ranking 2018, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cn/Documents/financial-services/deloitte-cn-fs-international-wm-centre-ranking-2018-en-180904.pdf>, 2018
22. 德勤中國，《粵港澳大灣區跨境理財通蓄勢待發》，<https://www2.deloitte.com/cn/zh/pages/financial-services/articles/wealth-management-connect-in-the-gba.html>，2020
23. 鄂志寰、丁孟，《雙循環格局下人民幣國際化的發展路徑-基於貨幣國際化獨特實踐的理論與政策分析》，<http://www.thfr.com.cn/m.php?p=90217>，2021
24. Fraser Institute, Economic Freedom of the World: 2021 Annual Report, <https://www.fraserinstitute.org/studies/economic-freedom-of-the-world-2021-annual-report>, 2021
25. 工銀國際研究部，《破局者，數位人民幣——人民幣證券市場發展與人民幣國際化系列之三》，2021
26. GSIA, Global Sustainable Investment Review 2020, <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>, 2021
27. 國際貨幣基金組織，《官方外匯儲備貨幣構成 (COFER)》<https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>，2021

28. 立法會秘書處，《香港和新加坡的債券市場》，<https://www.legco.gov.hk/research-publications/chinese/2021fs01-bond-markets-in-hong-kong-and-singapore-20210128-c.pdf>，2021
29. Long Finance, The Global Financial Centres Index, <https://www.longfinance.net/programmes/financial-centre-futures/global-financial-centres-index/>, 2021
30. Long Finance & Financial Centre Futures, The Global Green Finance Index 8, https://www.longfinance.net/media/documents/GGFI_8_Report_2021.10.20_v1.2.pdf, 2021
31. 馬駿，《香港在綠色及可持續投資中可發揮的關鍵作用》，<https://www.beltandroadglobalforum.com/tc/intelligence/why-hong-kong-can-play-pivotal-role-green-and-sustainable-investment>，2019
32. 馬俊、徐劍剛等，《人民幣走出國門之路—離岸市場發展與資本項目開放》，商務印書館（香港）有限公司，2012
33. Morningstar, Global Sustainable Fund Flows: Q2 2021 in Review, <https://www.morningstar.com/lp/global-esg-flows>, 2021
34. 普華永道，普華永道 2021 全球 CBDC 指數，<https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/assets/pwc-cbdc-global-index-1st-edition-april-2021.pdf>, 2021
35. 清華大學氣候變化與可持續發展研究院，《中國長期低碳發展戰略與轉型路徑研究綜合報告》，<https://www.efchina.org/Reports-zh/report-lceg-20210711-zh>，2020
36. Refinitiv, Carbon Market Year In Review 2020, https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/reports/carbon-market-year-in-review-2020.pdf, 2021
37. Refinitiv, Sustainable Finance Review First Nine Months 2021, <https://thesource.refinitiv.com/thesource/getfile/index/afc67140-d752-4f71-8996-1f5fb048107c>, 2021
38. 瑞士再保險公司 (Swiss Re)，《2021 年 Sigma 報告》，<https://www.swissre.com/dam/jcr:ca792993-80ce-49d7-9e4f-7e298e399815/swiss-re-institute-sigma-3-2021-en.pdf>，2021
39. 商道縱橫，《A 股上市公司 2020 年度 ESG 信息披露統計研究報告》，<http://www.syntao.com/newsinfo/1705674.html>，2021
40. 世界銀行，《2020 全球營商環境經濟體排名》，<https://chinese.doingbusiness.org/zh/rankings>，2020
41. 孫明春，《ESG 生態系統的演化與擴張》，《財經》，2020 年 9 月
42. 孫明春、夏韻，《香港 ESG 生態系統的構建與發展》，《信報財經月刊》，2020 年 10 月
43. The Hong Kong Institute for Monetary and Financial Research & The Hong Kong Academy of Finance, The Green Bond Market in Hong Kong, 2020
44. United Nations Global Compact, Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World, 2004
45. 王龍，《王龍的美元債投資課 PPT》，2021
46. 王鑫，《加密貨幣監管的國際比較及風險應對》，<https://mp.weixin.qq.com/s/Kn5GRCIqChjxjq-cMm4AA>，2021
47. 香港金融發展局，《香港的「環境、社會及管治」(ESG) 策略》，<https://www.fsd.org.hk/zh/insights/environmental-social-and-governance-esg-strategy-for-hong-kong>，2018
48. 香港金融發展局，《推動香港成為亞洲的環球「環境、社會及管治」(ESG) 投資樞紐》，<https://www.fsd.org.hk/zh/insights/hong-kong-developing-into-the-global-esg-investment-hub-of-asia>，2020
49. 香港金融管理局，《中國人民銀行與香港金融管理局續簽貨幣互換協議》，<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2020/11/20201125-6/>，2020
50. 香港金融發展局，《未來的職場展望：香港可持續發展及數碼經濟下的金融人才》，<https://www.fsd.org.hk/zh/insights/careers-of-tomorrow-financial-talents-in-the-digital-sustainable-economy-of-hong-kong>，2021
51. 香港金融管理局，《金管局公佈「金融科技 2025」策略》，<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2021/06/20210608-4/>，2021
52. 香港金融管理局，《香港金融管理局 2020 年報 (2021)》，<https://www.hkma.gov.hk/chi/data-publications-and-research/publications/annual-report/2020/>，2021
53. 香港交易所，《利用香港作為離岸人民幣中心的優勢，推動人民幣國際化進程》，https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2021/CCEO_HKrb_202103_c.pdf?la=zh-HK，2021

54. 香港交易所，《香港交易所每月市場概況》，https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/HKEX-Monthly-Market-Highlights?sc_lang=zh-HK&select={EB2ED362-B7EA-4B69-A432-5A893CADDE28}，2021
55. 香港特區政府財經事務及庫務局，《財庫論網誌:真金不怕洪爐水》，<https://www.fstb.gov.hk/tc/blog/blog190721.htm>，2021
56. 香港政府一站通，《香港的金融制度》，https://www.gov.hk/tc/about/abouthk/factsheets/docs/financial_services.pdf，2021
57. 香港證券及期貨事務監察委員會 (SFC)，《有關在資產管理中納入環境、社會及管治因素和氣候風險的調查》，<https://www.sfc.hk/web/files/ER/Final%20CH%20Survey%20Findings%20Report%2016%2012%202019.pdf>，2019
58. 香港證券及期貨事務監察委員會，《2020年資產及財富管理活動調查》，https://www.sfc.hk/-/media/TC/files/COM/Reports-and-surveys/AWMAS2020_c.pdf，2021
59. 應堅，《促進香港人民幣計價股票市場發展的初步分析及建議》，《中銀香港研究》，2021
60. 岳毅，《人民幣 SDR 時代與香港離岸人民幣中心》，三聯書店（香港）有限公司，2017
61. 友邦保險，《2020年報—健康、長久、好生活》，<https://www.aia.com/zh-hk/media-centre/annual-reports.html>
62. 張伊麗、皮六一、薛中文，《日本加密資產監管制度研究》，<http://docs.static.szse.cn/www/aboutus/research/securities/daily/W020200818633845843816.pdf>，2020
63. 中國期貨業協會，《2020年度中國期貨市場發展綜述》，http://www.cfachina.org/aboutassociation/associationannouncement/202102/t20210210_15426.html，2021
64. 中華人民共和國國家發展和改革委員會，《中華人民共和國國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和 2035 年遠景目標綱要》，<https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/ghwb/202103/P020210323538797779059.pdf>，2021
65. 中華人民共和國香港特別行政區行政長官辦公室，《行政長官 2021 年施政報告》，<https://www.policyaddress.gov.hk/2021/chi/policy.html>，2021
66. 中華人民共和國香港特別行政區財經事務及庫務局，2021-22 年度財政預算案，<https://www.budget.gov.hk/2021/chi/index.html>，2021
67. 中國人民大學國際貨幣研究所，《人民幣國際化報告 2021》，2021
68. 中國人民銀行，《2020 年人民幣國際化報告》，<http://www.gov.cn/xinwen/2020-08/14/5534896/files/efc3e33de4124221bb56825649a0e4d0.pdf>，2020
69. 中國人民銀行，《2021 年人民幣國際化報告》，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4344602/2021091818083774334.pdf>，2021
70. 中國人民銀行數位人民幣研發工作組，《中國數字人民幣的研發進展白皮書》，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4293590/2021071614200022055.pdf>，2021
71. 中國新聞網，《國家「十四五」規劃宣講團香港立法會講座》，<http://www.chinanews.com/ga/2021/08-23/9549847.shtml>，2021

重要信息披露

本研究报告由海通国际分发，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japaninvest KK (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japaninvest KK ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

利益冲突披露

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本报告中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。

Conflict of Interest Disclosures

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this report.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International Japaninvest KK (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organisational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称“SFO”)所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」(“Major U.S. Institutional Investor”)和「机构投资者」(“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR) 可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

联系人电话: (212) 351 6050

中华人民共和国投资者的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”, 就本报告目的而言, 不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规, 该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定, 在取得中国政府所有的批准或许可之前, 任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施, 该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商, 位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大, 该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点, 任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时, 每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201306644N] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问, 可 (a) 提供关于证券, 集体投资计划的部分, 交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题, 本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由从事投资顾问及受日本财务省关系财务局所监管的 Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”) 所发布, 本项研究仅提供给《日本金融商品交易法》中界定的“合格机构投资者”。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201306644N. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Japaninvest KK ("HTIJKK"), which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan. This research report is solely and exclusively directed at, and made available only to "Qualified Institutional Investors" as defined in the Financial Instruments and Exchange Law of Japan.

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.
<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

