



大公国际：从融资中心到避险港湾——香港债券市场的结构性升维与价值重估

国际合作部 | 邢磊

2026年6月2日

今年以来有关中东资本涌入香港市场避险的消息广受关注，尽管此类观点尚缺乏充分的数据支撑，但它折射出一个更深刻的趋势——国际地缘政治环境剧烈波动背景下，安全稳健正在取代效率优先成为资本决策的首要逻辑。在此过程中，香港金融市场的系统安全性显著提升了其作为国际金融中心的竞争力。香港债券市场作为亚洲主要国际债券发行枢纽，在近年市场动荡中展现出突出韧性，不仅未受明显冲击，反而呈现出投资收益良好、避险属性突出、波动性可控、抗冲击能力强和跨境资金流动枢纽地位稳固等多重市场优势。市场结构也持续优化，主流融资货币不断扩容，投资主体结构改善，创新性融资模式不断涌现。与此同时，过去几年间，流入香港金融市场的资金呈现明显长期化特征，超越了简单的热钱流动，这也折射出国际资本在地缘政治波动中对安全资产的强烈追求。香港作为亚太地区中唯一背靠超大规模经济体的国际金融中心，形成了“中国风险，全球流动性”的独特市场特点，能够为市场提供优质安全资产的稳定供给，正在推动香港债券市场实现从被动融资中心到主动避险港湾的系统性价值重估。

多元化发展格局与金融产品的创新性融合构建香港债券市场的基础韧性。

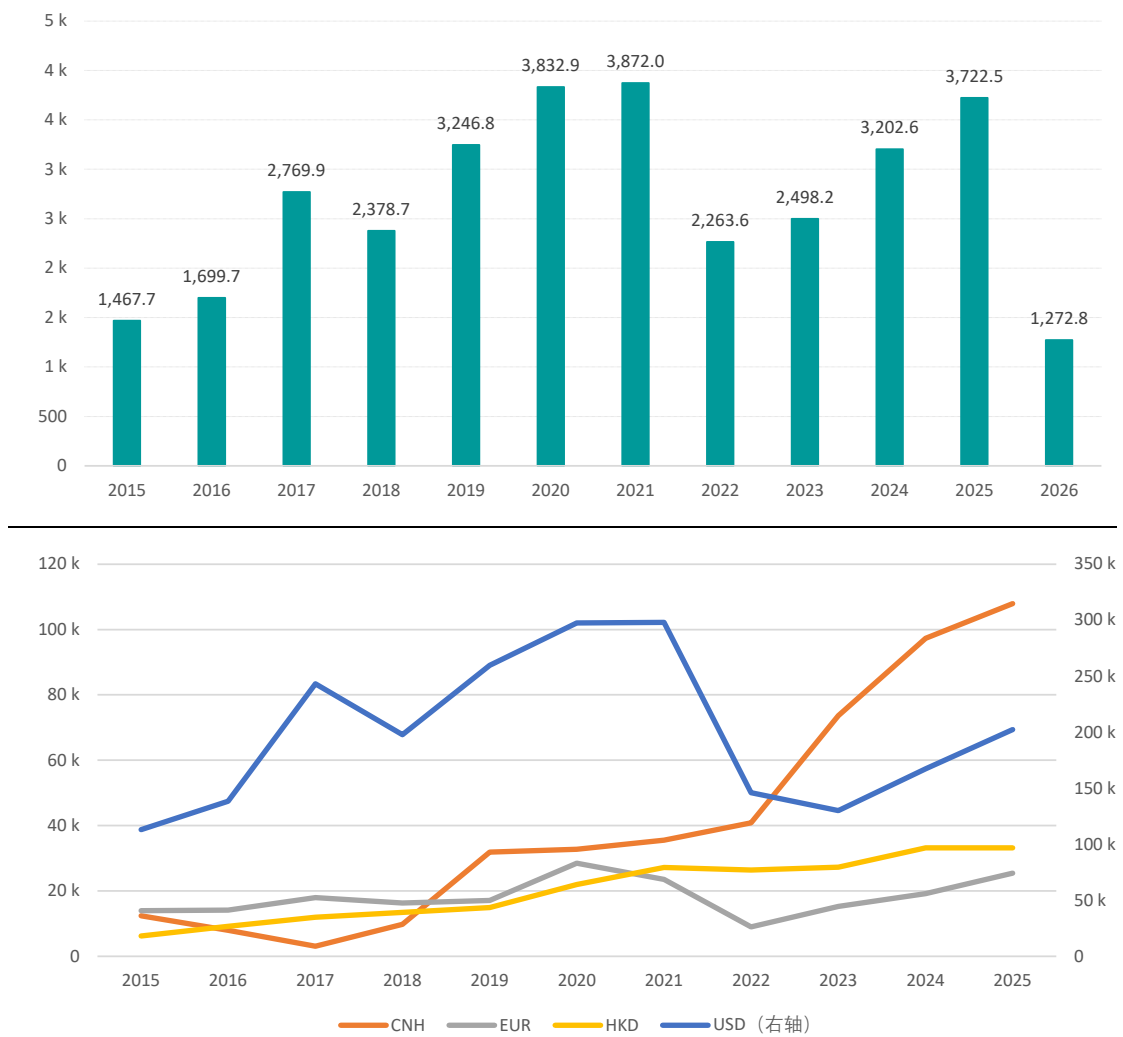
香港债券市场初见于19世纪末，发展至今已近百年历史，从初期受制于港府特殊性发展较为缓慢，到香港政府逐步加大债务融资对港岛建设的支持以及中国大陆放开外债融资，香港债券市场自2015年起逐渐步入快速发展时期，过去十年间，市场累计发行各类型债券12,819期（含增发债），总发行规模3.1万亿美元。年发行规模从2015年的不足1,500亿美元增长至2025年3,723亿美元，并在2021年达到3,872亿美元的历史高点。截至2026年5月初，香港债券市场共有存量债券5,755只，存量规模超过1.6万亿美元。其中，美元债、人民币债和港币债合计占存量债券规模的90.8%，存量规模分别为1.1万亿美元、1,856.5亿美元和1,414.4亿美元。

香港债券市场结构呈现明显的多元和创新性特征，可承接全球避险资本的优质安全资产供给充足，奠定了其稳健运行的基础。从期限结构看，香港债券市场发行总体以中短期债券为主，3年期以下债券累计发行期数占总发行期数的

69.4%，其中3年期债券发行占比最高，约为33.5%。中短久期特征降低了利率波动风险，增强了市场整体的流动性与抗冲击能力，为避险资本的短期配置与灵活调仓提供了有利条件。

美元、离岸人民币和港币是香港债券市场主要融资币种，2015~2025年期间，累计发行规模占比分别达到70%、15%、8%。2022年俄乌冲突爆发以及美元激进加息后，离岸人民币债发行规模快速跳升，美元债发行则显著放缓，存量规模也大幅萎缩。与此同时，中美利差深度倒挂（10年期国债利差一度超过-200bp）促使发行人和投资者转向人民币计价的点心债。

图1 香港债券市场一级发行历史（亿美元）

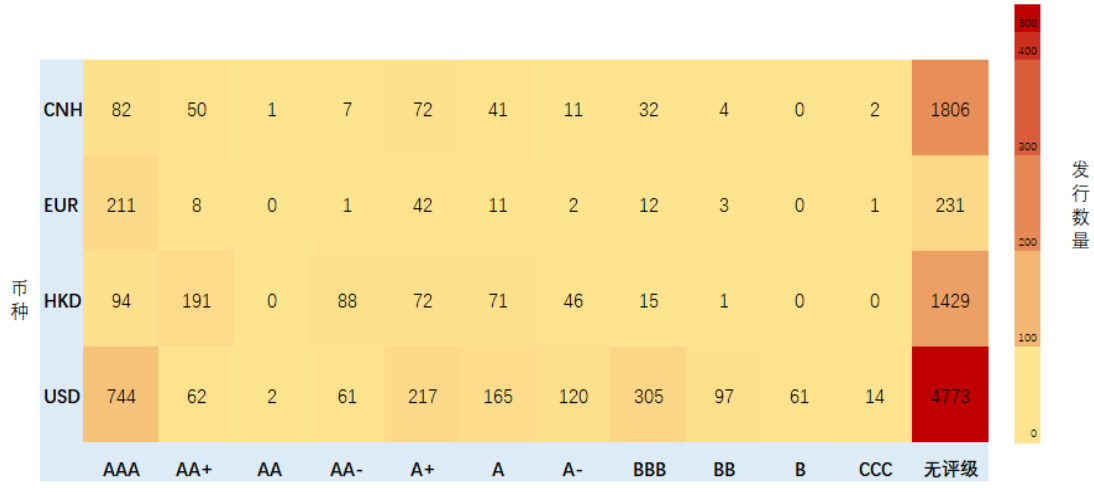


数据来源：DMI, 大公国际整理

从信用等级分布看，美元债评级覆盖率较高且主要集中于投资级高评级，符合国际投资者对美元高评级债券的偏好。港币债AA序列（AA-~AA+）级别较为突出，总体级别分布较为均匀，体现香港本地融资需求的多元化。离岸人民币债

呈现“大额融资、评级覆盖率低”的特点。无评级离岸人民币债券占比高，不过其中约71.8%发行人来自境内高信用等级的央企及地方国有企业，叠加约42.0%采用增信发行，叠加南向资金投资为主的投资倾向，因而省去了国际评级。此外，离岸人民币债中高评级债券单笔规模较大，单A-级平均发行规模就达31.44亿人民币/只，为各币种评级平均规模的约3倍以上。

图2 2015~2025年以发行数量计香港债券市场主要融资币种与债券信用等级矩阵（只）



数据来源：DMI, 大公国际整理

注：1. 图中信用等级采用穆迪、标普及惠誉的债项评级，为便于矩阵量化展示，本图表将穆迪的评级符号依照国际标准等效映射至标普及惠誉的字母序列（例如：穆迪 Aaa 映射为 AAA，Aa1/Aa2/Aa3 统一映射为 AA+/AA/AA-，A1/A2/A3 映射为 A+/A/A-，以此类推）；

2. 对于获得多评级债券以级别孰高为准进行非重复计数。

多元币种结构使得香港债券市场的发展并非由单一因素驱动，而是受中美利差周期、内地跨境融资监管周期、离岸人民币国际化的政策周期三期叠加共振影响。不同债券所依赖的货币流动性、政策敏感因子以及投资逻辑的差异，使香港债券市场既承载多元发行主体的融资需求，也为不同偏好的投资者提供多样化标的选择。

香港美元债市场，是中资机构境外拓宽融资渠道主要场所，企业类发行主体是中资美元债融资主力。该市场走势对美联储货币政策路径、境内企业境外发债审核节奏与窗口指导、美元指数（DXY）走势最为敏感。过去10年中，依托香港全球金融中心地位和相较于中国大陆更为宽松的资本流动环境，香港美元债吸引了大量内地金融和非金融企业赴港融资。企业类和金融机构作为香港美元债主要发行主体，二者发行规模分别占香港美元债发行总额的49.4%和28.7%。其中，城投与地产行业在美元融资成本较低、人民币汇率有利的2017-2022年间发行显著放量，随后伴随国内市场对两个行业的结构化转型调整、人民币利率竞争优势

的凸显以及人民币汇率的回升，两行业融资转向离岸人民币债券。2025 年以来，香港美元债市场出现明显结构分化，中资美元债净融资额连续第四年为负，发行增长主要源于存量债券的到期滚续，尤其是中资城投债到期再融资需求，同时，多元产业债和绿色债券成为新的增长点。从二级市场表现看，香港美元债市场总体收益依然高于同期中债综合指数，但 2025 年后交易活跃度呈现显著下降，主要受到全球贸易摩擦加剧、国际地缘政治冲突频发引发的全球“去绝对中心化”趋势，以及美元资产系统性风险溢价上升，叠加美联储降息预期升温引发多方资金获利了结，共同推动投资人进行仓位结构性调整。

香港离岸人民币债券即点心债，作为香港债券市场第二大融资工具，是人民币国际化的重要桥梁，也是全球离岸人民币债券交易中心。随着离岸与在岸人民币资产协同性增强，离岸市场连接人民币与国际资本的作用日益凸显。作为离岸人民币债券市场建设的关键基础，主权和类主权机构成为香港债券市场中离岸人民币债券发行主力，过去 10 年合计发行规模占该币种发行总额的 57.3%，且近几年呈现快速增长势头。这既得益于中美利差倒挂带来的人民币融资成本优势，也受惠于“南向通”扩容。2025 年 7 月，南向通境内投资者范围扩大至券商、基金、保险、理财四类非银机构，加之当月香港金管局发布离岸人民币债券回购业务优化安排，使点心债从融资工具正式拓展为流动性管理工具。截至 2026 年 4 月底，香港债务工具中央结算系统（CMU）托管人民币债券余额 1.6 万亿元人民币，同比增长 38.6%。二级市场上，过去 10 年点心债月均成交额呈现持续上行走势，2022 年后增速尤为明显。其主要驱动力一方面来自人民币国际化进入制度型开放新阶段，债券通扩容、跨境债券回购业务和离岸人民币回购业务的推出等制度性因素有效创新盘活了人民币债券持仓，增强了市场流动性。另一方面，中美利差收窄与人民币温和升值凸显人民币资产收益优势。主权、类主权类及 AI 技术突破下中国科技巨头发行放量，向市场提供稳定高等级资产，不仅持续完善了离岸市场定价基准，还吸引国际资本进入，形成供需两旺格局。

港币债近几年呈现爆发式增长，2026 年以来发行总额已较 2025 年全年增长 10.5%，达到 2,858 亿港币的历史高位。不同于美元债和人民币债，港币债除受香港政府基建投资推动外，也密切受港币与美元套息空间波动影响。2025 年年中以来，在关税战、地缘政治冲突及美国降息预期波动之下，美债收益率走低，香港金融机构减持美元资产回补港元，叠加南向通扩容后内地南下资金大规模流入，港币流动性极度充裕，利差收窄凸显港币债的融资成本与套利优势，从而推

动发行量与二级市场成交额同步上升。

除传统债券品种的多元驱动外，香港债券市场创新进展也为其市场结构性变革注入新动力，主要体现在产品、科技、互联互通、政策与生态等四个维度，其中可持续发展债券与数码债券以及二者融合形成的市场领先性尤为突出。香港自2018年成立绿债计划后，绿色与可持续债券发行大幅增长。2019年《绿色债券框架》发布，推动市场进入高速发展期，并逐步扩展至可持续发展债券领域。截至2026年5月初，香港已累计发行绿色及可持续债券5,330.1亿美元，绿色债券发行长期保持亚洲地区首位。绿色债券市场的壮大吸引了大量ESG资金，截至2025年底，香港共有197只证监会认可的ESG基金，基金管理规模约1,459亿美元。数码债券方面，香港是全球最早发行代币化政府绿色债券的地区之一，并在政府基建与可持续发展计划带动下，将数码化与绿色债券相结合，多次推出绿色数码债券。截至2026年初，香港已发行多轮代币化绿色债券，总额超过20亿美元。其中2025年11月发行的第三批数码绿色债券总额达100亿港元，是全球最大规模的数码债券发行，涵盖港元、人民币、美元及欧元四个币种，年期延长至5年，能够满足投资者对更长年期产品的需求。

“中国风险、全球流动性”的独特市场特性支撑香港债券市场避险属性持续增强，核心逻辑已从被动应对外部冲击，升级为主动提供全球性的“安全资产”解决方案与创新价值。

香港金融市场凭借“一国两制”独特的制度安排，同时拥有中国政府主权信用背书与稳定的法律制度和成熟的金融体系，从而构建起其特有的金融市场环境。这种独特的“中国风险、全球流动性”的市场特性，使得香港债券兼具高投资价值与强抗冲击能力，在全球政经格局复杂多变的背景下，其避险特征日益凸显。对比2022年以来几次全球地缘政治冲突期间的市场数据可见，香港市场的避险属性正逐步增强。

从资金流动来看，稳定性显著提升。根据香港金融监管局数据，自2022年俄乌冲突以来，国际地缘政治冲突期间，香港债券市场资本流动的波动性明显减弱。一方面，港币汇率表现平稳。与2022年俄乌冲突时汇率剧烈波动不同，在2026年3月美以伊冲突爆发后，得益于避险资金流入及金管局的适时干预，港币汇率整体稳定在联系汇率制度区间内，虽有短期波动但始终未超出7.75-7.85正常区间，未受到冲突带来的市场冲击。另一方面，资金大部分时间保持净流入态势，未出现恐慌性大进大出。2026年3月中东地区冲突爆发后，香港外汇基

金项下境外资产环比回落 594 亿港币，结合汇率稳中走强的趋势，可以看出该变动并非资金恐慌性外流，而是海外资产价格重估以及金管局为应对跨境避险资金涌入、主动调节本地流动性工具结构所致。相反，同期，金管局认可机构（Authorized institutions）存款逆势增加 178 亿港币，彰显跨境资金留存意愿坚决。从细分结构看，港币和离岸人民币存款持续净流入，即便其他外币存款有所回落，但也显著区别于以往地缘政治冲突下的广谱资金外流行情。

资金流入结构呈现长期性特征。除持续稳定的南向资金外，近几年在国际政治经济环境波动背景下，为寻求安全资产标的，国际家族办公室（以下简称“家办”）加速布局香港。过去两年，落地香港家办数量年涨幅超过 25%，仅 2026 年前 4 个月，就有 36 家全球家办进入香港，其中包括 20 家中东顶级家办，另有约 160 家正在申请中。与此同时，中东主权财富基金也早已开展长线布局，并在冲突期间保持资金平稳流入。不仅中东资金涌入，来自美国和欧洲资本也在加速涌入香港市场避险，这些长期资本的再布局清晰表明，在全球资本重估风险与收益平衡过程中，香港正被视为动荡时期的重要锚点。**香港吸引国际长期资本的核心优势，在于其可预期的资产安全性和市场稳定性。**这既得益于背靠中国超大规模经济体的全方位支持，也源于其自身完善的法律体系、高度国际化的市场规则和自由流动的资本账户，共同构建了抵御国际金融市场动荡的系统性安全保障。

除此之外，**香港金融市场的创新活力和不断升级的金融基础设施也为寻求安全资产的国际资本提供了多元且符合其投资偏好的金融产品。**早在 2007 年，香港便将伊斯兰金融纳入战略发展范畴，至今已累计发行三期共 40 亿美元伊斯兰债券。这一尝试虽规模有限，却从制度层面搭建了连接相关资本的桥梁，且近年仍在持续完善该体系。同时，香港在绿色金融和数字金融领域的发展，也增强了市场的抗冲击韧性。数据显示，自 2024 年中东地缘政治冲突爆发期间，当传统资金保持谨慎观望以及部分欧美市场 ESG 资金流出期间，香港市场的 ESG 基金仍录得净流入，这得益于香港逐步强化的 ESG 披露要求与日趋完善的“香港绿色分类法”，为国际“必须投绿”的资金提供了合规的投资领域。

市场成交量及资产持有结构方面，**人民币资产成为核心避险标的。**与 2022 年俄乌冲突期间成交规模震荡下行不同，2026 年 3 月，香港债券市场总成交额呈现震荡走高趋势，且市场波动收窄。其中，港币债、美元债和离岸人民币债成交额环比分别上涨 6.9%、35.2%和 78.1%。由此可见，香港市场中的人民币资产凭借中国稳定的基本面和政策定力已成长为区域核心安全资产，也成为全球新的

核心避险标的。从资产持有结构来看，与以往危机期间资金扎堆持有美元、美债，大幅抛售新兴市场资产的行为不同，2026 年地缘政治冲突期间，香港债券市场大额成交量重点集中在香港政府债、央国企中资美元债以及中国财政部、政策性银行发行的人民币国债与类主权债的配置需求上；弱资质民企和房地产债的信用风险溢价上行，市场信用分层越趋明显，这也反映出在香港债券市场多元化的结构和市场复合驱动逻辑之下，即使在国际市场动荡期，其也能为国际投资人提供兼具避险与投资收益的多元化资产选择，发挥了独特的“稳定器”功能。

未来香港债券市场将持续系统性价值重估，虽面临市场改革挑战，但增长潜力巨大。离岸人民币业务枢纽地位将进一步巩固，港币债市场持续扩容而美元债将面临分化加深，金融基础设施建设将带动创新产品成长为重要增长极。

综合来看，香港债券市场在地缘政治复杂化的背景下，正呈现出三个结构性转变：一是融资币种从美元主导转向人民币资产快速扩容；二是投资者结构从本地化转向全球主权财富基金、央行等长期资本持续增配；三是发行模式从传统发行方式转向以数码绿色债券为代表的科技赋能金融创新。同时，港元债券的套息交易驱动型增长也彰显了联系汇率制度在动荡环境中的独特优势。这些新特点共同指向一个明确趋势：香港作为亚洲国际债券发行中心和首要离岸人民币业务枢纽的地位正在进一步巩固，其对全球资本的吸引力正在经历一次系统性的价值重估。

短期展望，香港债券市场将保持流动性充裕，但结构分化将加深。在全球地缘风险常态化的预期下，香港债券市场整体流动性保持充裕，无系统性风险。具体来看：

离岸人民币债券：其避险价值持续获得市场认可，部分替代美元避险资产的功能将增强。香港也将进一步巩固其全球第一离岸人民币业务中心的地位，除继续加强离岸人民币债券发行和交易优势之外，还将继续扩大离岸人民币的应用，增加人民币相关产品的供给，提升在全球离岸债券市场的话语权。债券通机制的扩容，将吸引更多内、外机构参与，市场深度、交易活跃度、抗风险能力有望持续提升。

港币债：预计将重点在香港政府基建投资需求带动下持续扩容。同时，随着 CMU 系统与阿联酋、瑞士等市场联网推进，以港元债为载体的跨境抵押品配置需求有望持续增长。高评级、收益稳定的优质资产对保险机构、强积金等长期资金管理具有配置吸引力，这种需求端拉动将推动信用资质良好的境外机构港元

债发行延续高速增长态势。

美元债：一、二级市场预计仍将受制于中东地缘政治风险外溢带来的通胀扰动、美国加息预期上升等因素，将面临发行放缓、估值承压、利差波动的局面，内部分化将更为显著。其中，来自中国内地的高等级政府债、央企债券等仍有望获得增量资金加持，且估值有望稳步修复；而弱资质信用债二级市场将进一步承压，信用分层格局可能持续固化。

创新产品：在金融基础设施发展的驱动下，数码债券和绿色债券预计将保持快速增长势头，成为市场重要的增长极。同时，伊斯兰债券作为吸引和留住中东长期资本的基础产品，预计发行规模也将进一步扩大，同时也将持续带动伊斯兰基金、保险以及各类衍生品持续创新。

中长期来看，机遇与挑战并存，发展空间巨大。随着全球资本投资兴趣向东转移，以及香港与中东金融持续合作的深化，预计国际资本将继续增配香港债券市场资产。不过，相较于香港发达的权益市场，香港固定收益市场发展仍有很大提升空间。根据香港金管局统计，美国、英国、日本股市与固收市场每日平均交易额比例分别约为 1: 2, 1: 2 和 1:1, 而香港是全球主要金融中心中唯一该数据录得反向比的市场 (8:1), 未来市场增长潜力巨大。面对全球固收投资目光东移的趋势，香港在提升市场运行效率与创新机制方面既面临机遇，也需应对挑战。未来，香港债券市场的建设重点预计将落在聚合多方参与者流动性、完善多样化交易机制、提升交易效率、提升价格和成交信息透明度等方面。同时，为进一步提升发行与交易流程效率，数码债券的运行机制有望得到进一步完善和推广。

综上，在全球不确定性持续上升，地缘政治格局区域碎片化的背景下，香港债券市场凭借独特的制度架构和完善的生态，正逐步成长为具有系统安全性的全球金融中心，并依托高效的创新机制成为连接东西方资本、融合传统与现代金融之间的枢纽。过往周期表现中，香港债券市场运行逻辑已从“被动承受外部冲击”转向“主动承接全球避险资本的再配置”。未来，随着香港金融改革的持续优化以及中国大陆金融市场开放的深化，香港债券市场不仅将在规模上继续扩容，更将在安全性、市场韧性、国际化水平、抗风险能力与全球配置价值上展现出不同于常规效率型金融中心的独特优势，有望成为亚太地区最具稳定性和成长性的国际债券市场。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。