

以均衡有道的監管驅動香港衍生產品市場的精進日新

在 2025 年期貨期權世界（FOW）Trading Asia 會議上的主題演說

梁仲賢先生
市場監察部執行董事

2025 年 9 月 17 日

各位嘉賓、各位朋友，早上好。很榮幸能在 2025 年 FOW Trading Asia 會議上分享己見。

我很高興 FOW 的大會在闊別三年後重臨香江，這裏的而且確是亞洲首屈一指的金融中心。正如政府近期發表的報告¹和證券及期貨事務監察委員會（證監會）的調查²所顯示，香港的股票市場和資產及財富管理業均展現著強勁的增長勢頭。

我們今天聚首於此，正是為亞洲的衍生產品市場共謀發展。有研究顯示，公眾對“衍生產品”的看法依然分歧，有人認為它是高風險的投資工具，亦有人視之為專業人士才能涉足的小圈子遊戲。諷刺的是，原本用作管理風險的衍生產品，當年卻成為全球金融危機的導火線，這可謂記憶猶新。如此適得其反的結果，正好警醒金融業界全人深刻反思風險管理的策略。

從監管機構的角度來看，穩健的風險管理是市場發展的根本，這將能確保市場發展行穩致遠。

亞洲衍生產品市場羽翼漸豐

接下來，我會先探討亞洲和香港衍生產品市場迅速發展的現況，然後闡述證監會的平衡監管方針，以及市場目前面對的挑戰。

亞洲在全球衍生產品市場中一直備受矚目，其所佔的市場份額正不斷攀升，增長持續亮眼：根據美國期貨業協會（Futures Industry Association）的數據，亞洲在全球衍生產品市場的份額已由 2021 年的 49% 急升至 2024 年的 82%，三年間合約成交量激增 4.5 倍至 1,692 億張。相比之下，其他兩個主要地區的市場份額於同期有所下滑。

亞洲市場的表現優於其他地區的因素眾多，其中包括印度等一些新興市場於近年高速發展，以及投資者以衍生產品作對沖的需求日漸殷切。

香港作為風險管理樞紐的發展如日方中

現在，讓我聚焦香港這個活力澎湃的衍生產品市場。經歷數十載的蓬勃發展，香港的衍生產品市場不僅已成為本地金融體系的重要組成部分，更是亞洲市場的主要增長來源。本港的衍生產

¹ [香港營商環境報告：一國兩制 獨特優勢](#)（2025 年 7 月）。

² [《2024 年資產及財富管理活動調查》](#)（2025 年 7 月）。

註：此為演講辭的草擬本，與現場發表的版本可能稍有出入。

品市場在過去十年間的成交量和未平倉合約數目均上升逾倍，足證市場已具備深度和流動性。剛於去年，香港的交易所買賣衍生產品合約的日均成交量便創下了歷史新高。

上述的強勁增長由三大旗艦產品的交易帶動，即恒生指數期貨、恒生中國企業指數期貨及恒生科技指數期貨。投資者對個別股票期權和離岸人民幣期貨（即人民幣外匯期貨）的殷切需求，亦進一步推動有關增長。自 2015 年以來，以上產品對香港衍生產品總成交量的增長貢獻合共達到約九成。

內地市場的持續開放亦是另一股強大的增長動力，讓香港得以鞏固其連接中外市場的“超級聯繫人”角色。

多年來，由於海外投資者日益借助香港作為進入內地市場的門戶，香港已一躍成為內地外來投資方面的領先風險管理中心，以及主要的離岸人民幣衍生產品市場。值得注意的是，香港已躋身亞洲最大的場外衍生產品市場之列，特別是在人民幣外匯和利率衍生產品方面。

雖然衍生產品的成交量和產品種類的增長亮麗，但我們必須謹記，衍生產品本身是複雜的金融工具，猶如一柄雙刃劍——它一方面可作為管理金融風險的有效對沖工具，另一方面卻可能加劇風險。2008 年全球金融危機期間，複雜的衍生產品令系統性風險不斷積累，最終導致多家金融巨頭接連倒閉，相信在座各位仍對當時的境況記憶猶新。

在這場危機爆發後接近二十年內，世界各地的金融監管機構都竭盡所能地推行改革，透過加強衍生產品市場的韌力和緩解潛在的系統性風險，著力修正過往的流弊。

證監會奉行均衡有道的監管方針

在香港，我們同樣重視風險管理和規管監督。除了監察證券、期貨及期權的交易外，證監會亦與持份者緊密合作，協力促進市場發展。

接著，我會闡述證監會的平衡監管方針如何為香港衍生產品市場的未來增長創造有利條件，亦會分享本會為提升市場韌力和競爭力而在近期推出的優化措施及方案。大家將會了解到，證監會已實施多項舉措，以推動本地衍生產品市場的發展和增長。

在近期市況波動下維持市場韌力

如將我們的金融市場比喻為一個錯綜複雜的地下基建網絡，這些設施在理想情況下應是持久耐用和運行暢順的，才能為用戶提供必要的連接功能。最重要的是，這個網絡必須具備韌力以應付日常的運作和突如其來的干擾，使參與者能有信心可穩渡市況波動。

香港金融市場的堅固韌力已在過往多番挑戰中屢經試煉。以今年 4 月 7 日為例，恒生指數於當日下瀉 3,021 點，跌幅達 13%，是自 1997 年亞洲金融風暴以來最大的單日跌幅。

縱然面對如此巨震，證券和衍生產品市場的運作保持井然有序——市場參與者按時清償即日追繳保證金，買賣差價維持窄幅上落，賣空活動正常且淡倉並無集中情況。當日就像其他交易日一樣運作如常，充分體現出香港穩健的風險管理機制能夠按規劃抵禦市場波動。

推行衍生產品市場的投資者識別碼制度

儘管如此，證監會仍致力透過穩固的風險管理框架和有效的市場監察，進一步加強市場的誠信、韌力和投資者保障。

舉例說，我們早於 2023 年便在證券市場推出香港投資者識別碼制度，以助維護市場誠信。憑藉有關的成功經驗，我們正研究將類似的措施延伸至交易所買賣衍生產品市場，以便提供更有效的工具來保障投資者利益。

推動衍生產品以至整體市場的發展

除了致力加強市場韌力外，證監會另一策略重點是推動本港資本市場的發展，以提升其全球競爭力及吸引力。這兩項重點工作相輔相成，在提升市場穩健性的同時亦創造增長機遇，從而在全球競爭中吸引世界各地的投資者。有關舉措將有助加強香港的國際金融中心及風險管理樞紐地位，特別是在競爭激烈且變化多端的全球衍生產品市場。

為此，我們在近期推出了多項措施，以放寬持倉限額、降低交易成本及擴展產品和服務種類。

提高旗艦衍生產品的持倉限額

剛於今年 7 月，我們提高了香港三大旗艦股票指數³的期貨及期權合約持倉限額。持倉限額制度在亞洲金融風暴後於 1999 年設立。多年來，該制度有效防範市場參與者累積可能威脅金融市場穩定性及秩序的大額持倉。

然而，證監會一直與時並進，致力順應時代的變化來調整持倉限額，以推動衍生產品市場的可持續發展。在獲得市場的廣泛支持後，我們於 7 月將三大旗艦產品的持倉限額放寬約 40% 至 100% 以上不等，不僅讓市場參與者更靈活地管理持倉，還促進衍生產品及整體市場的流動性和效率。

降低交易成本

推動衍生產品市場發展的另一個關鍵，是降低交易成本。

據我們了解，香港的結算所參與者就現金抵押品收取的利息回贈遠低於全球同業，意味著持倉的資金成本高於其他市場。為提升競爭力，證監會與香港交易及結算所有限公司（香港交易所）一直就檢討利息回贈及融通費用進行商討。

大家可能已留意到，香港交易所於本月較早前宣布自 10 月起提高現金抵押品的利息支付，並下調對非現金抵押品的融通費用。我們相信，有關舉措將大幅降低本地市場的交易成本，並加強香港作為國際金融中心的競爭力。

將在岸國債納入按金抵押品範圍

此外，我們就提升投資者的資本效益與香港交易所緊密合作，讓市場參與者能更靈活地提交履約抵押品。香港交易所旗下的香港場外結算有限公司自今年 3 月起，接受在債券通下持有的在岸國債和政策性金融債作為所有互換通交易結算之用的合資格按金抵押品。

³ 恒生指數、恒生中國企業指數及恒生科技指數。

合資格非現金抵押品的範圍經擴大後，市場參與者便能更有效地運用手上的人民幣固定收益資產，從而降低資金成本。此舉不單能強化香港的人民幣生態系統，亦能鞏固其離岸人民幣樞紐的地位。

互換通優化措施

互換通是我們的風險管理工具方面的另一項重要發展。作為首個針對衍生產品的互聯互通機制，互換通的推出具有里程碑意義。隨著海外投資者對內地債券市場的投資穩步增加，於2023年5月開通的互換通便利投資者參與在岸人民幣利率互換市場。

互換通提供了一個嶄新渠道，讓投資者可以在香港對沖內地債券持倉的風險。該機制自推出以來成效顯著：截至今年8月底，名義本金成交總額超過人民幣8.1萬億元，相當於平均每日約人民幣145億元，佔內地利率互換市場的成交額約一成。

今年，我們亦將北向互換合約的最長期限由10年延長至30年，令產品種類更加豐富。這項舉措會為持有長期人民幣國債的國際投資者，提供管理並對沖相關風險的有效工具。

一直以來，我們致力鞏固香港作為內地市場的高效橋樑和離岸風險管理樞紐的角色，並將繼續與內地有關當局和香港交易所合作，推出更多優化措施。

亞洲市場的挑戰和機遇

挑戰

來到最後一部分，我會分享對整體亞洲衍生產品市場的一些觀察。雖然區內市場的增長前景廣闊，但亦面臨根深蒂固的挑戰，因此我們絕不能安於現狀。

其中一項最棘手的挑戰，是區內的監管環境不一致。亞洲各個司法管轄區都有各自的規則和規例，反映各地自身的市場需要和不同的經濟發展階段。對海外投資者來說，這些差異令投資環境變得複雜，並帶來重大挑戰。國際參與者在截然不同的監管環境進行交易時，往往面對不確定性。這些障礙會削弱亞洲市場的吸引力，繼而窒礙跨境流動性和全球資金的健康流動。

產品創新領域亦存在限制。與亞洲衍生產品市場相比，美國和歐洲市場向來是產品創新的領導者，它們的交易所和金融機構在孵化新型衍生產品方面獨佔鰲頭，並引領著多個範疇的創新，如波幅產品、數碼資產、ESG⁴及可持續發展掛鈎衍生產品等。

亞洲的交易所正透過擴展產品組合急起直追，但區內市場仍相對集中於較符合當地市場結構和投資者需求的旗艦產品（主要是股指和商品相關產品）。

機遇

儘管如此，亞洲衍生產品市場的龐大創新潛力顯然有目共睹。以芝加哥商品交易所（Chicago Mercantile Exchange）的加密貨幣期貨合約為例，我們注意到來自亞太區的交易量佔比甚高。

然而，在擁抱創新的同時，我們必須保持警惕，為市場增長奠下穩固的根基。近年全球市場的連番震蕩一再提醒我們，在持續引入新工具的同時，必須相應地加強風險管控、監察工作和基

⁴ 環境、社會及管治。

礎設施。誠然，所有發展蓬勃的市場，均以建構穩健的基礎設施和全面的風險管理框架為要務，這樣才能無畏驚濤駭浪，維持市場流動性的同時提高價格發現的效率。

我們的理念十分明確：市場的增長和穩定兩者並非此消彼長，而是相輔相成。目前，全球衍生產品市場競爭激烈，維持發展與穩定之間的平衡，變得至為關鍵。只要確保新產品是在透明度高且監管得宜的框架下推出，我們便能建立豐富多元的生態系統，而無需犧牲市場的穩定性。

結語

在結束今天的分享前，我請大家將資本市場想象成一輛汽車，而衍生產品同時擔當著*制動器*和*油門*的角色，既能有效控制風險，又能顯著提升回報。不過，若未能取得適當平衡並以投機為目的，加劇的風險和波動將隨之而來，乘客將遭受顛簸，甚至陷入險境——這正正需要穩健的監管和企業強而有力的內部監控來確保安全。如運用得當，衍生產品甚至可以成為車輛的方向盤，引領市場勇往直前，邁向堅韌成長之路。

最後，我們深信，隨著全球宏觀不確定性加劇市場波動，投資者對衍生產品的需求將更趨旺盛，而香港具備明顯優勢，將能發揮主要國際風險管理中心的關鍵角色。證監會將繼續致力與各方持份者通力合作，推動衍生產品市場的可持續增長。

謹祝今天的論壇圓滿成功。謝謝各位。