

跨境債券投資及交收試行平台

本文由金融基建部提供

近年香港金融管理局一直着意發展亞洲債券市場，包括建立跨境基建，以提高跨境債券交易的結算效率，以及加強亞洲區發債的能力。為此，金管局、馬來西亞中央銀行及歐洲清算銀行(歐洲清算)最近推出跨境債券投資及交收試行平台(試行平台)。試行平台有助在區內及國際層面推動債券市場的發展及促進金融穩定此重要的政策目標。本文闡述推出試行平台的背景、平台所提供的服務以及潛在的商機。

背景

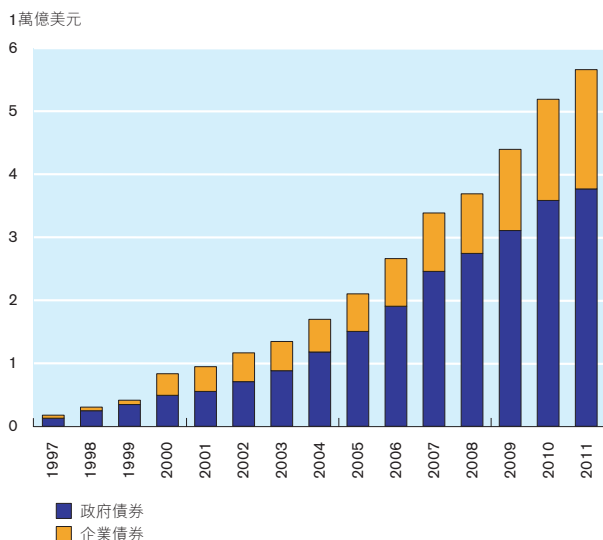
亞洲中央結算系統聯盟專責小組於2008年成立，以促進亞洲債券市場的發展。專責小組成員包括作為首批加入者的金管局、馬來西亞央行及歐洲清算的代表，以及作為觀察成員的印尼中央銀行及泰國中央銀行。經過多番會議後，專責小組在2010年發出名為「為亞洲債券結算交收基建而設的共同平台模式」白皮書，闡述亞洲跨境債券結算交收基建的長遠發展藍圖。鑑於在亞洲實施劃一操作程序及共用系統需要相當的時間及共同努力，因此專責小組決定首先在2012年3月30日推出試行平台，以盡快實現其優勢，方便亞洲日後逐步邁向共同的債券結算交收平台的長遠目標。

轉變中的亞洲債券市場

在1997至98年間的亞洲金融危機後，亞洲各地的有關當局意識到亞洲債券市場發展並不蓬勃，未能吸引海外投資者，因此需要進一步發展及深化。在區內政府努力不懈下，自九十年代後期，亞洲債券市場已有

着顯著的增長。據AsianBondsOnline¹的統計資料，亞洲債券市場(不包括日本)以本幣計價的債券的未償還總額現已超過5.6萬億美元，相比1997年底只有不足2千億美元(圖1)。雖然在亞洲債券市場(不包括日本)的不同經濟體系以本幣計價的債券佔其國內生產總值的比率仍存在很大差距，遠低於先進經濟體系的比率，但在過去10年已上升20個百分點至超過50%。

圖 1
亞洲債券市場(不包括日本)以本幣計價的債券的未償還總額



資料來源：AsianBondsOnline。

¹ AsianBondsOnline (<http://asianbondsonline.adb.org>) 是亞洲債券市場發展倡議的一部分，集中提供有關官方及企業債券的資訊。

儘管亞洲債券市場繼續增長，但仍受制於多種供求方面的因素令發展受阻。其中包括亞洲經濟體系的公營部門財政穩健而不須經常發行政府債券，令發行量偏低；企業主要倚賴銀行貸款及股票市場融資；有關海外資金投資本地債券的監管限制；沒有公認的亞洲債券評級方法；欠缺足夠的基準收益率曲線作為參考；以及結算交收基建欠缺效率，例如市場分割及缺乏自動化與劃一的結算交收程序等。

儘管如此，亞洲金融市場在強大的供求因素影響下繼續向前邁進，為亞洲債券市場帶來龐大的發展機會。在國際層面，鑑於亞洲的經濟前景理想，而西方經濟體系則表現波動，又面對主權債務危機，加上財政與經濟問題不絕，因此亞洲債券市場日益受投資者垂青。事實上，亞洲已成為帶動全球經濟增長的火車頭，其金融市場亦日趨成熟。除了國際投資者留意亞洲的投資市場外，區內亦出現龐大的需求。亞洲各國的儲蓄總額佔國內生產總值的比率高達35%，而且各經濟體系坐擁龐大的外匯儲備，把這些儲蓄引入區內作為長期投資的需求持續增加，使區內貿易額擴大，加快亞洲區內的金融流量。

供應方面亦出現相當有利的因素，使在亞洲的發債活動隨着拓展新的及具吸引力的債券資產類別而大幅增加，其中包括香港的人民幣點心債及馬來西亞的伊斯

蘭債券，在過去幾年均長足發展。在香港的債券市場，人民幣組合發展得極為迅速，包括中國財政部、跨國組織，以及境內與境外企業發行的人民幣債券。存放於香港的債務工具中央結算系統(CMU系統)的人民幣債券的年發行量在4年間增長15倍至2011年的1,720億元人民幣，同期人民幣債券的年成交量更增加35倍至4,830億元人民幣。人民幣債券的第一市場持續發展，存放於CMU系統的人民幣債券的發行量在2012年首3個月達660億元人民幣。與此同時，馬來西亞的伊斯蘭債券市場——伊期蘭金融的代表——的發展亦相當理想。馬來西亞的伊斯蘭債券的未償還總額由2006年底的1,460億馬幣(相等於413億美元)，大幅增加至2011年底的3,610億馬幣(相等於1,139億美元)。

亞洲金融市場的良好發展，為亞洲債券市場持續擴展及深化締造大好商機，而試行平台的推出及附加服務的落實亦進一步加快了債券市場的發展與增長。

試行平台

為確保上市速度及盡量實現現有基建的優勢，試行平台的設計旨在優化金管局的CMU系統²、馬來西亞中央銀行的RENTAS系統³與歐洲清算之間的現有聯網，以及區內的本地中央證券託管機構(CSD)與香港外幣

² CMU系統是金管局負責管理的香港債券結算、交收及託管系統。

³ 馬來西亞的RENTAS系統包括即時支付結算系統(主要處理大額銀行同業支付)及債券交收及託管系統，由馬來西亞中央銀行擁有，並由馬來西亞中央銀行的全資附屬公司Malaysian Electronic Clearing Corporation Sdn Bhd (MyClear)管理。

即時支付結算系統(RTGS系統)之間的聯網。圖2展示了試行平台的概覽。除借助現有基建外，試行平台亦加入了新的服務，例如由RENTAS系統至歐洲清算系統的對外聯網，以及CMU系統與RENTAS系統透過歐洲清算系統建立的雙向聯網，還有兩項分階段逐步推出的附加服務(詳見下文)。

投資者可通過試行平台，由歐洲清算管理的中央數據庫取得國際及本地債券的資料，並可通過於CMU系統、RENTAS系統及歐洲清算內的現有帳戶投資於30多萬隻債券。本地投資者可以在亞洲時區內以貨銀兩訖結算的方式以本地貨幣及主要外幣(美元、人民幣及歐元)持有及交收海外債券，以及結算跨境交易，而海外投資者則可在亞洲時區外以同樣方式進行結算交易。利用有關的系統聯網，例如CMU系統與RENTAS系統的聯網，將為國際投資者提供便利，讓他們可通過在歐洲清算的帳戶，分別買賣人民幣點心債及馬來西亞伊斯蘭債券。歐洲清算的投資者亦會因試行平台與大中華地區、東南亞及伊斯蘭世界迅速增加的高資產值投資者的聯繫而受惠。

儘管試行平台要得到各界認識可能需要一段時間，但從現有的CSD/國際CSD(ICSD)系統聯網的使用量持續增加，反映出試行平台的認受性。兩間ICSD與CMU

系統的聯網早於1994年建立，此聯網有助國際投資者持有及交收存放於CMU系統的債券。國際投資者透過與ICSD的聯網在CMU系統持有的債券總額一直維持在約300億港元的水平，直至2010年第2季都一直相當穩定(圖3)。然而，其後情況出現重大變化。債券的持有額由2010年第2季末的303億港元，急升至2012年第1季末的1,866億港元，在7個季度間增長5倍。同時，使用ICSD聯網而在CMU系統持有債券的國際投資者所佔的百分比亦由3.4%上升至13.5%。

圖 3
國際投資者通過ICSD與CMU系統的對外聯網持有的CMU債券

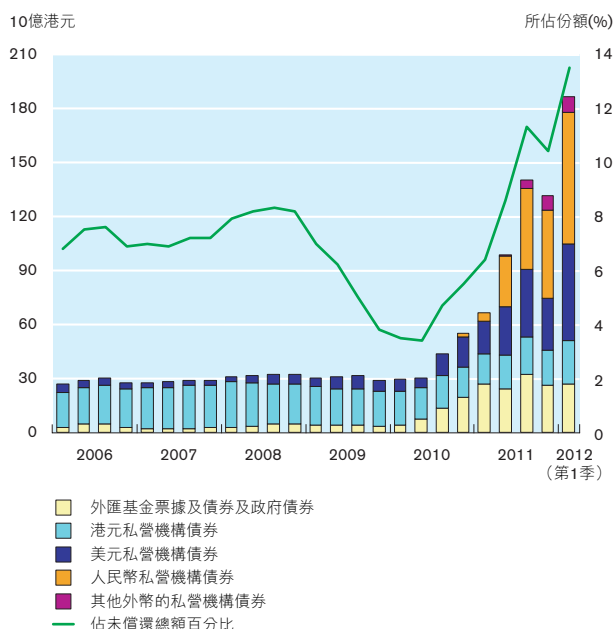
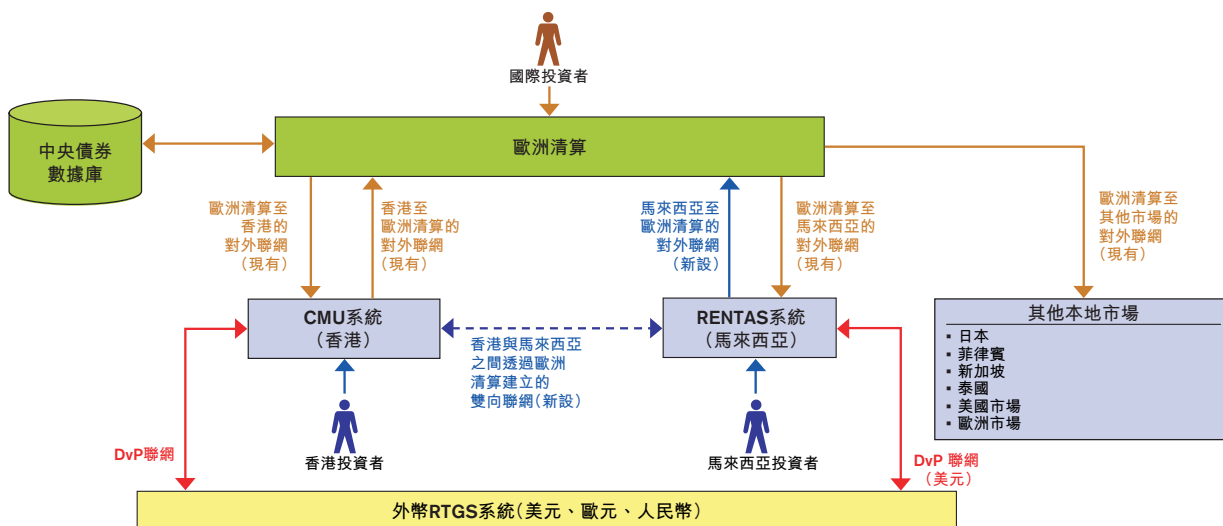


圖 2
試行平台概覽



CMU系統內的債券持有額及國際投資者所佔比例急增是受到多項因素影響。首先，在歐洲主權債務危機於2010年第2季爆發後，觸發了新一輪的避險活動。在2010年第3季至2012年第1季期間，海外投資者通過上述ICSD聯網持有的外匯基金票據及債券涉及的金額增加280%，由71億港元增加至270億港元，這是因為外匯基金票據及債券是優質政府債券，可作為理想的避險資產。

第二，自2010年7月進一步開放離岸人民幣市場後，人民幣資金可以在離岸人民幣市場自由兌換及轉帳。本地及海外發行人亦可在離岸市場發行人民幣債券，以籌集人民幣資金。因此同期國際投資者通過上述ICSD聯網持有的人民幣債券涉及的金額，由零迅速增長至730億港元。

第三，由於自2008年以來，港元與美元掉期的對沖成本一直維持在高位⁴，因此許多發行人都改變其集資策略，直接在香港發行美元債券及其他幣種的債券。此舉吸引更多海外投資者在香港買入外幣債券。存放於CMU系統的非人民幣外幣債券未償還總額由2010年第2季末的154億港元，增加至2012年第1季末的846億港元，其中74% (624億港元) 由國際投資者通過上述ICSD聯網持有。

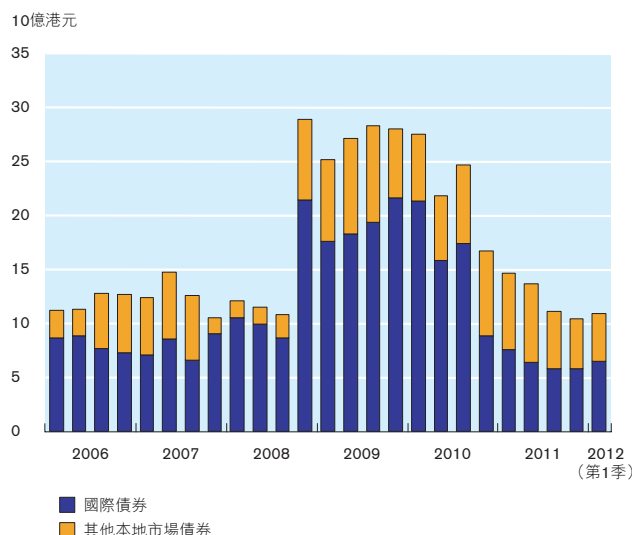
金管局在2002年推出兩項與ICSD的自動化對外聯網，以補足上述與ICSD的對內聯網，方便香港投資者持有及交收國際及其他的本地市場的債券。與ICSD的對外聯網有效維持香港的金融穩定，尤其在2008年的全球金融危機期間，金管局推出5項臨時措施向香港的持牌銀行提供流動資金支持，從而確保銀行體系有充足的流動資金，以及紓緩香港銀行同業市場面對的壓力。在各項臨時措施中，金管局通過貼現窗在持牌銀行提供優質美元債券為合資格抵押品後，即時向

該等銀行提供流動資金。此舉讓持牌銀行可以藉與ICSD的對外聯網在它們於CMU系統的帳戶持有美國國庫券等美元債券，並在需要時通過CMU系統與金管局訂立回購交易以獲取即時資金。這項安排備受持牌銀行歡迎。在2008年第4季，通過與ICSD的對外聯網持有的海外債券涉及的款額由約100億港元急升至300億港元，並於其後逐步回復至危機前的水平(圖4)。這是其中一個例子可說明高效率及穩健的跨境金融基建，是有效促進金融穩定的工具(尤其在經濟及金融狀況波動期間)。

對亞洲債券市場來說，試行平台踏出了重要的一步，能促進亞洲的跨境投資活動、吸引更多國際投資者投資各亞洲市場，以及深化亞洲債券市場的流動性。對香港來說，試行平台能應付金融市場對在港發行的人民幣債券更具效率的跨境買賣及交收的需求，以及鞏固香港作為主要離岸人民幣中心的地位。截至目前為止，試行平台已錄得一些國際投資者與本地市場人士之間進行的人民幣點心債的跨境交易。馬來西亞的結算所(MyClear)亦正積極與有意參與試行平台的人士聯繫。專責小組預期通過試行平台產生及引導至亞洲債券市場的同類投資流向將會繼續增加。

圖 4

香港投資者通過CMU系統與ICSD的對外聯網持有的海外債券



⁴ 見2011年3月號《金融管理局季報》專題文章「2010年香港債券市場概況」。

試行平台的好處

- 債券數據庫得到擴大，債券資訊亦更完善
- 中央數據庫讓準國際投資者更容易留意到亞洲區的本地債券
- 提供單一切入點，讓金融機構可通過其本地CSD買賣國際及本地債券
- 讓國際及本地投資者更容易進行跨境交易：本地投資者可以貨銀兩訖方式結算購買及持有海外債券及結算跨境交易；海外投資者可以貨銀兩訖方式結算購買、持有及結算本地債券交易
- 促進以外幣發行本地債券

跨境抵押品管理服務

為了持續作出改進，試行平台會陸續加入更多服務，以期逐步邁向共同平台的目標。

率先推出的其中一項服務是跨境抵押品管理服務。這項服務將於2012年6月底出台，以應付在現時經濟環境下在相同及不同時區的經濟體系對有抵押貸款不斷

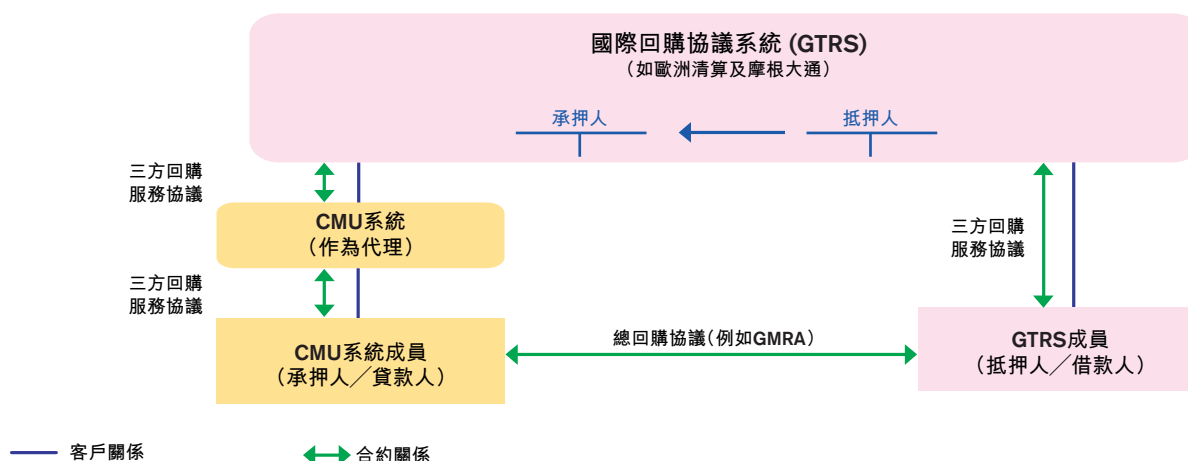
增加的需求。經過全球金融危機後，中央銀行愈加察覺發展跨境抵押品管理及回購機制的需要，以增加金融市場的流動性，以及通過減低交易對手信貸風險承擔而加強金融穩定。雖然本地銀行一般都會有充裕的本幣流動資金，但現行的國際回購協議系統並未被充分利用把國際機構（通常是抵押人）與亞洲本地市場參與者（通常是本幣資金供應方）匯聚在同一個平台上，進行回購交易。存在這個缺口，主要是因為本地機構缺乏參與這類國際性系統的渠道。

亞洲在回購市場的發展一般不及西方經濟體系般成熟。歐美回購市場的規模相當於其國內／區內生產總值的百分比在60%至70%之間，但亞洲區及不包括日本的亞洲區的回購市場則分別只相當於其區內生產總值的8%及1.7%。因此亞洲回購市場的增長潛力非常雄厚。所以金管局與兩間國際回購協議系統服務的提供者——歐洲清算及摩根大通——合作，為試行平台引入跨境抵押品管理服務，以處理跨系統、跨幣種、跨時區的回購交易。

圖5說明跨境抵押品管理服務的操作流程。為了讓本地流動資金供應者能參與國際回購協議系統，CMU系統作為歐洲清算及摩根大通的全球系統的成員，擔當代理人的角色，向其成員（其中部分是本地流動資金

圖 5

跨境抵押品管理服務的組成項目



供應者)提供回購服務。這些CMU系統成員能接受存放於全球系統的多種不同國際債券作為抵押品，而國際金融機構則可通過與該等CMU系統成員達成回購融資交易，以套取港元及在港的人民幣流動資金。如要使用這項服務，國際及本地市場參與機構都要簽訂總回購協議；總回購協議會作為進行交易的基礎。兩個國際回購協議系統提供的跨境抵押品管理服務支援多種抵押品類別及挑選準則(例如信貸評級、發行人及集中比重)。

為了提高交收效率及確保即時交付流動資金，跨境抵押品管理服務將於2013年上半年建立貨銀兩訖結算聯網(圖6)。這項安排將可讓回購交易的抵押品部分在持有海外債券的全球系統內進行，而回購交易的現金部分則在本地市場的RTGS系統同時交收。貨銀兩訖結算安排旨在透過與香港的港元、美元、人民幣及歐元RTGS系統聯網，涵蓋4種貨幣。市場參與人士亦可通過代理銀行轉撥資金，以處理其他貨幣的回購交易的結算。

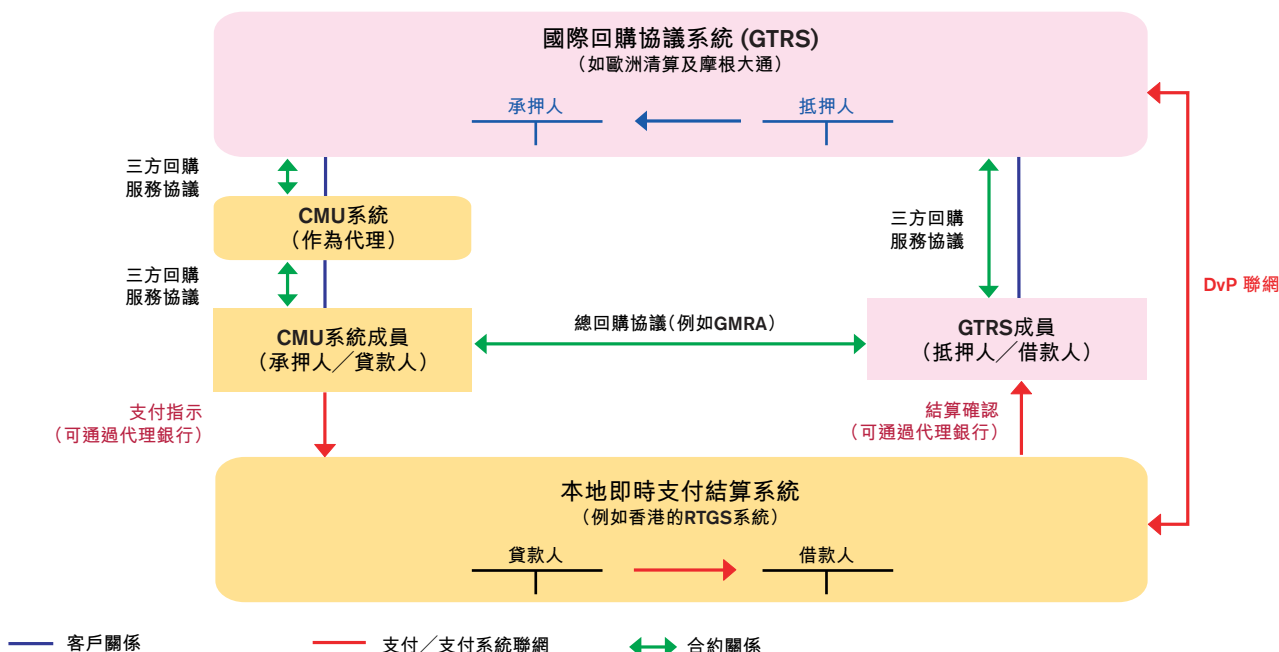
金管局與兩間國際回購協議系統服務提供者已與全港30多間銀行展開討論，部分銀行已表示有興趣使用有關服務，並正與有意參與的交易對手釐定最終的交易條件及法律協議。一般而言，香港的經紀行與本地銀行皆認為這項服務有其好處，並明白到回購融資可帶來的商機。

跨境抵押品管理服務的好處

- 提供額外渠道以進行有抵押貸款
- 加強金融機構套取本幣流動資金的能力(尤其在經濟及金融狀況不穩期間)
- 提高貨幣市場的運作效率
- 增加回購市場的透明度
- 提高本地市場調動存放於ICSD及全球託管機構的債券作為抵押品的效率
- 促進以最有效方法運用本地流動資金
- 提高本地與國際金融機構訂立的回購交易的交收效率

圖 6

附有貨銀兩訖結算聯網的跨境抵押品管理服務



企業行動平台

現正為試行平台開發的另一項附加服務是企業行動平台。設立這個平台的目的是提高亞洲債券市場處理企業行動程序的效率。目前區內多間CSD並未實施債券及企業行動中央數據庫。企業行動公布及執行託管指示一般是由發行人委任的個別支付代理處理，並沒有中央協調。派發利息及贖回本金、公布企業行動及執行託管指示等企業行動並無標準程序，且牽涉大量人手操作，降低亞洲區內的CSD的效率，亦無可避免地增加了CSD的營運風險。

為了處理這些各方關注的情況及提高亞洲債券市場處理企業行動的效率，有必要制定措施以加強支付代理、亞洲CSD及其成員之間的溝通及聯繫，從而使有關程序得以精簡、標準化及自動化。建議的企業行動平台初期將會由金管局推出，並由歐洲清算提供技術支援。圖7說明企業行動平台的界面與功能。考慮參與試行平台的亞洲本地CSD可與企業平台連接以處理企業行動。平台的主要功能是通過標準的訊息傳遞格式及渠道，劃一及促進亞洲CSD與其成員之間在處理企業行動時的聯繫。業務運作及客戶成員的管理將維持由個別亞洲CSD自行負責。

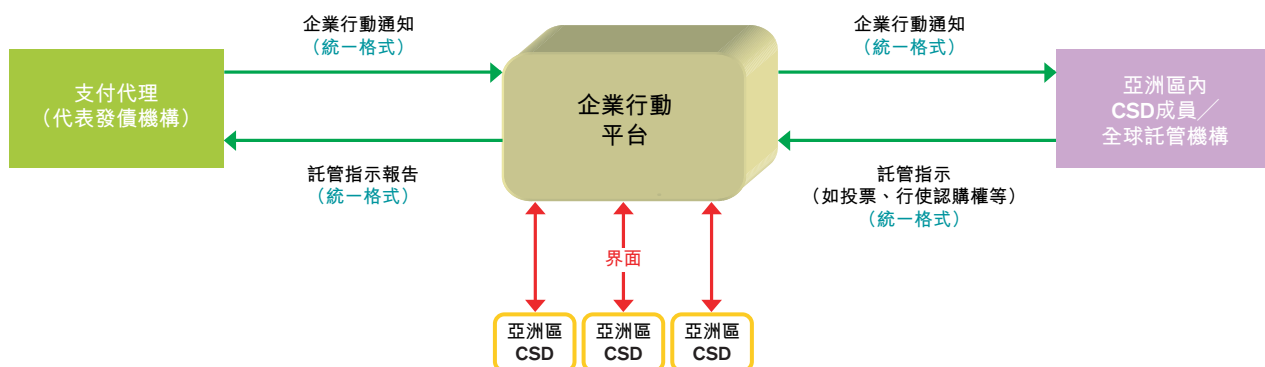
在地區層面上，這個基建統一了債券發行人向債券持有人傳遞企業行動訊息的渠道，以及亞洲區CSD與其成員溝通所用的格式，從而促進亞洲市場劃一標準。CSD將更有能力為更多不同類別的債務工具處理複雜及大量的企業行動。隨着本地CSD更趨自動化及功能有所提升後，平台將會吸引更多不同種類的債務工具，包括可換股債券及企業債券(例如人民幣債券、結構性債券、票據及其他債務證券)存放於本地CSD。

企業行動平台的好處

- 促進CSD處理更複雜及更大量的企業行動
- 吸引更多不同種類的債務工具存放於本地CSD，例如伊斯蘭債券、人民幣點心債及可換股債券
- 促進亞洲市場劃一標準
- 提高效率及減低營運風險

圖 7

企業行動平台框架



前瞻

試行平台有助提高跨境債券交收效率及提升亞洲發債的能力，達致促進貨幣及金融穩定，以及進一步發展資本市場的政策目標。金管局會繼續與馬來西亞中央銀行及歐洲清算緊密合作，借助亞洲經濟的競爭優勢以推動試行平台進一步發展，並深化亞洲債券市場。專責小組將會繼續向區內其他中央銀行及證券結算系統推廣試行平台。隨着加入聯盟的單位不斷增加，將提供更多的動力與支持，帶動亞洲區債券市場愈趨成熟與深化，使本地及夥伴經濟體系可受惠於長期的金融穩定。