

亞洲債券市場的發展

本文是金管局總裁任志剛先生於2004年7月8日舉行的「亞太債券市場研討會：邁向成熟新階段」的開幕致詞。

過去幾年亞洲本地債券市場的發展取得不少進展。本文分析亞洲不獨要有一個區內的債券市場，更要採取積極措施刺激其發展。另亦探討區內央行及政府在這方面所作的部分工作。

引言

我很榮幸獲邀在這個研討會的開幕儀式上致詞。由於出席者眾，大會安排各節內容亦非常豐富，相信這顯示了發展區內債券市場的重要性已愈來愈獲得注意。我很高興香港被選為舉行研討會的地點，而由於香港特區政府昨日剛推出了200億港元債券發行計劃，所以今次研討會舉行得相當合時。我謹此熱烈歡迎大家蒞臨，並希望大家多留幾日，趁周末時間找尋城中的一些樂趣。

研討會的主題「邁向成熟新階段」(A New Maturity)正好說明了亞洲債券市場的現狀。「成熟」與否可能見仁見智，我自己就覺得稍後一節的議題倒是對這個用詞添上問號。但無論我們怎樣形容它，毫無疑問的是近年區內各個本地債券市場確實都取得了一些進展。在1995年至2003年的9年間，本地債券市場的市值便增加超過一倍，其佔區內合計國內／本地生產總值的平均比率由20%上升至47%。在此期間，債券市場合共佔融資總額的比例，亦由11%增加至19%。由此可見，債券市場是一個正在不斷發展的行業。除了私營部門的拓展外，各國政府與多邊組織亦銳意發展債券市場。這方面的原因很多，我準備在今次簡短的演講中分析一下：我首先會介紹發展亞洲債券市場發展的理據，然後探討有關的工作進展，並會集中以央行的角度來作討論。

亞洲對發展債券市場的需要

與工業化經濟體系的情況相比，亞洲債券市場仍處於較落後階段，這一點近年已有頗多資料分析過。雖然像我上面所說亞洲債券市場的發展規模頗大，但以廣度及深度而言仍未及得上已發展的經濟體系。例如，英美及日本國內債券市場的市值相當於國內生產總值的1.5倍多，反觀亞洲不計日本在內的比例僅為47%。第二市場的活躍程度亦相對較低。

1997至98年亞洲金融危機期間，我們便充分體會到缺乏成熟的債市的弊處。當其他金融中介渠道（銀行及股市）出現扭曲或失效時，有效而成熟的債市便可發揮重要作用；尤其若能發展債券市場作為另一選擇的融資方式，工商企業將可減少對短期外幣貸款的過度倚賴，而穩健的工商界將可直接有助維持宏觀經濟及金融穩定。加強金融中介的效能，亦可帶來一些微觀的經濟得益，例如提升效率及有助向借貸雙方提供多元化的工具。亞洲區缺乏一個發展完善的債券市場，正是市況極度波動，最終引發亞洲金融危機的其中一個主要原因。這場危機驅使區內政府集中力量發展債券市場，是危機帶來的其中一個正面而有建設性的結果，而這亦是取得最大進展的環節。令人感到欣慰的是，迄今區內政府對危機採取的持久對策是發展市場，而不是限制市場。

亞洲金融危機以來，還有其他重要原因促使大家將發展一個區內更穩健、更深及更廣的債券市場列為要務。區內經濟體系的往來帳表現強勁，令公營部門錄得非常龐大的儲備：亞洲不計日本在內的主要經濟體系¹錄得的外匯儲備總額，由2000年約7,000億美元上升至2003年超過1.2萬億美元，升幅接近一倍，由此形成對債券投資頗大的需求。我們固然明白太多亞洲外匯儲備投資於亞洲債券市場，將會產生一些潛在風險。若區內出現受壓的情況而投資於區內的外匯儲備被撤走，情況可能更變本加厲。但從投資角度而言，區內實在很需要分散；舉例說，若某個經濟體系的往來帳赤字已大得無法支撐下去，只顧投資或過度投資於由其所發行的債券都是不當的做法。

除公營部門的需求外，私營部門資金亦愈漸流向債券，作為分散投資的一部分。我認為主要原因有二，而且兩者都與「成熟」的構思有關。一方面是部分由於教育投資者的工作取得成效，加上市場推出零售債券計劃，使投資者的意識逐漸提高，因而吸引個別投資者考慮債券投資，而不再只顧穩守存款及投資股票。另一方面是區內人口逐漸老化。在2000年，區內²年齡在60歲以上的人口約佔7.5%，預期到了2030年這個比率將倍增至15%，而香港現時的比率已達到11.5%。不單人口老化，人們的壽命亦較長。所有這些因素都令人更關心退休安排，退休基金投資組合的規模亦相應擴大。雖然亞洲整體退休計劃的發展仍落後於世界其他地區，但經過多項改革措施以配合各種形式的退休計劃後，這些基金的規模已有了很大的發展。在一些經濟體系(如馬來西亞及新加坡)，退休基金資產與國內生產總值的比率高達50%至60%。基於多個充分的理由，退休基金往往進行大量債券投資，因而增加對債券的需求。

正如公營部門基金一樣，相信日後這種需求仍會增加。

但大家都知道亞洲新興的經濟體系都缺乏一個具深度的債券市場，因此不少這些額外的需求(包括公營及私營部門)都是透過投資於主要外幣的債券來得到滿足。事實上，過去5年間，由亞洲9個新興市場³流出的組合投資淨額(包括公營及私營部門)由1998年的500億美元，大幅躍升至2003年的2,250億美元。整體而言，亞洲新興經濟體系已成為輸出投資組合資金的主要來源地。

債券需求增加是源於一種正面的趨勢：區內公營及私營部門財富增加。但為滿足這種需求，我們要再度面對全球化下市場變動的問題，而我們從痛苦的經驗中已學習到，這個問題是可能會帶來極度負面的影響的。在討論區內債券市場的發展時，我們應提醒自己這個問題是甚麼。在開放金融業的鼓勵下，亞洲國際資金迄今展示了雙向流動的特色。一個方向是亞洲大量資金流到工業化經濟體系，主要投資於債券，部分亦有涉足股票。公營部門佔這些資金頗大的部分。另一個方向是私營部門資金從區外流入亞洲。視乎具體的宏觀經濟情況而定，這些資金的規模可能與上述資金旗鼓相當，而股票投資的比重卻多得多。這種資金回流的現象既帶來得益，亦造成風險。這些區外資金主要是機構投資形式，由高度靈活的外資金融中介人負責管理。這些資金較多參與區內本地金融市場投資，無疑可促進金融體系的發展。事實上，區內整體的金融中介效率(包括成熟程度)已見顯著提高，有助經濟增長及發展。但根據我們的觀察，這亦使區內金融管理當局在維持貨幣金融穩定的工作上增加不少困難。

¹ 中國內地、香港、印度、印尼、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡、台灣及泰國。

² 不包括日本在內的亞洲區。

³ 包括中國內地、香港、印尼、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡、泰國及台灣。

究其原因，部分出於本地及外來儲蓄資金本質上的分別。我們不難想像，外來資金的管理人對長期公眾利益的關注程度，會遠遠不及本地資金的管理人。此外，由於外來資金對市場情緒及本地政策的變化會敏感得多，因此逆向部署的機會亦較大。這種情況無疑可對有關當局造成更大制約，使其貫徹執行審慎的宏觀經濟政策，但亦會為金融市場帶來波動，以致可能出現系統性問題，令亞洲金融管理當局措手不及。此外，外地金融中介人通常都是大型國際金融機構。相對新興經濟體系的金融市場規模而言，這些機構動輒便可調動龐大的數額，因此能形成相當大的市場勢力與影響。它們參與市場不再純粹是承價人的身分，更可擔當「定價人」，其力量足可把價格推向某個特定的方向。這對新興市場造成的影響包括：市場波動擴大、過度調整的機會增加，以至維持貨幣及金融穩定的挑戰亦變得更大。對於金融市場規模屬中型的新興經濟體系來說，這些問題更嚴重，原因是這些市場大得足以吸引外資，卻不足以抵禦資金流動往往涉及的操控或炒賣活動。

事實上，最近5月中亞洲股市調整及相關資產價格波動，據悉是外資撤離亞洲市場所致，便是我剛才所述現象的一個實例。這次波幅尚屬溫和，對金融穩定構成一些影響，但有關市場仍有充分能力承受。假使亞洲金融危機過後並未推行各項鞏固金融體系的措施，而亞洲經濟體系在此時刻亦未復甦，這次資金流向變化便很可能已令區內的貨幣及金融穩定受到影響。基於我上述的結構性趨勢，即使市況溫和及金融體系較穩健，但若這種資金流出再流回的模式再擴大，貨幣及金融穩定面對的風險亦會更多。我們可用的一項對策，就是發展區內債券市場，以能更有效及更穩健地利用本區資金，從而減少資金流出再回流對本地金融市場造成影響。

促進區內債券市場的發展

一言以蔽之，這正是區內要有債券市場的原因。事實上，這不止是區內要有債券市場的原因，更是要發展這個市場，並採取積極措施刺激其發展的理據。基於國際資金流動的模式及區內債券市場仍處於落後階段，這方面的工作實在有其必要。促進區內債券市場的發展，牽涉不同經濟、政治及文化背景的經濟體系之間多方面的合作。人們往往認為與歐洲相比，亞洲多元化的特性會對推動金融、經濟及貨幣合作構成頗大的障礙。但令人欣喜的是近年最少在這方面已取得不少進展，其中以央行間的合作更顯著。這種合作有兩個形式：一是市場發展的新措施，有助促進區內債券市場的發展；另一是為這種發展提供配套的基建新措施。以下我會簡單介紹部分這些新措施。

區內央行推行多項合作計劃，為發展本地及區內債券市場提供有利條件。這些計劃可歸納為三大方面，每方面均由區內主要的多邊組織負責。首先是亞太經合組織轄下的證券化及信貸保證市場發展項目。這個項目由亞太經合組織三個成員(香港、泰國及韓國)牽頭倡議，並由世界銀行贊助。這個項目的目的是處理妨礙債券市場發展的結構性因素，並就信貸差距問題提供有效及即時的解決方案。根據這個項目，亞太經合組織已有4個成員(包括中國內地、泰國、墨西哥及菲律賓)自願接受專家小組訪問，並聽取其訪問後提出的意見。這些訪問的目的是協助有關的經濟體系找出可能妨礙其市場的潛在問題，並透過具體可行及接受監察的行動方案致力消除這些障礙。這個項目所進行的各項工作正在取得良好進展；除了專家小組的查訪外，亦曾舉行兩次政策對話，促進了解及交流心得。

第二方面的計劃是在「東盟 + 3 論壇」下進行一系列的亞洲債券市場項目研究，課題包括新的證券化債務工具、國際金融機構發行債券、區內信貸保證及提升安排，以及設立本地及區內的信貸評級與信貸提升機構。

第三方面的計劃是在亞洲及太平洋地區中央銀行會議下推出債券基金，目的是將亞洲經濟體系龐大的官方儲備中的一小部分引導回區內。這個計劃的首個基金，即第一階段亞洲債券基金於2003年6月推出，現已全部投資於該會議成員經濟體系的政府及半政府發債體所發行的美元債券。該會議成員的央行機構現正進行第二階段亞洲債券基金的籌備工作，後者將會投資於本地貨幣的亞洲債券。兩者目的是推動區內市場發展指數債券基金，並加強本地及區內債券市場的基建。這是一個很實際的項目，當中有多間央行撥出資金進行投資。

這三方面的計劃採用不同方案及工具，但目標卻一致，其中一個重要的目標，就是透過個別研究、交流經驗及基金管理來找出障礙所在、如何協調最佳標準與執行手法，以促進區內的跨境金融交易。發展金融基建是一個獨立而並行的考慮。這方面曾有多項研究，以探討設立區內基建是否可行及合適，如區內評級機構及區內交收與支付系統。除了多個複雜的技術問題外，有關設立區內層面的基建的建議，必須有不同經濟體系的深入討論，以及審慎評估其商業成效與對市場的影響。因此，我們可以預計將需要長時間的規劃，才可落實執行這方面概念上的建議。

但設立區內有效的金融基建，是發展亞洲債券市場的先決條件。若未能達到這個條件，上述所有發展項目都會像只顧購買飛機，卻不建造飛機場一樣。因此，這方面必須務實，利用每個經濟系內的現有基建作為基礎，然後在各經濟體系之間設立雙邊聯

網。每個經濟體系固然要按需要發展本身的基建及聯網，但根據以往汲取的經驗，發展時較需要超前是會比落後於需要好的。

以香港為例，我們已有了相當先進的金融基建，與我們作為區內及國際金融中心的地位相符。過去10年，我們大舉發展支付及交收系統，為多種貨幣的跨境交易提供即時交收及結算服務，消除了交收或結算風險。就債券交收而言，我們的債務工具中央結算系統與其他經濟體系的債券託管機構(如歐洲結算系統及明訊結算系統、澳洲、新西蘭及韓國)已建立雙邊聯網，最近亦與中國內地的政府債券簿記系統直接聯網。

香港已設立港元、美元及歐元即時支付結算系統。我們已向區內經濟體系提出，可與其他金融中心(如東京)的支付系統聯網。我們希望假以時日條件成熟時，我們更可將此安排擴展至包括人民幣在內。此舉目的是在面對區內及國際金融中介不斷變化的形勢下，能為香港提供適當平台以繼續保持及發揮其固有的作用。

總結

我剛才簡介了發展亞洲債券市場的理據及公營部門在促進債券市場發展方面的角色。各國央行及政府在集體合作及個別範圍內已致力於多項計劃，以減少屏障、建設基建設施及提高各界對債券市場的興趣。但尤其以國債水平向來偏低的亞太區來說，公營部門最終能做到(或者應該做到)的只有這些。央行及政府當局有責任配合及促進債券市場的發展，並為供求雙方(即發債體及投資者)營造有利環境。我認為發展區內健全的債券市場是符合公眾利益的，但主要的供求動力仍是來自私營部門。令人欣慰的是，現時私營部門似乎已對債券市場有了較大興趣。