

本文討論債券市場在全球主要經濟體系的發展，以及香港金融管理局在推動本港債券市場發展上的角色。此外，本文亦會探討區內債券市場發展的機會。

### 政府債券

近幾年全球主要的本地債券市場有個特別現象，就是很多大國（日本例外）由於成功推行審慎的理財政策，加上經濟取得理想的增長或處於上升周期，致使政府的財政狀況顯著改善，不是轉虧為盈也會大幅度縮減赤字，這種變化令發債人及投資者需要作出適應。

上述情況促使英美等國償還大量公債，如美國財政部便於1月預計今年可贖回300億美元國庫券，部分觀察員更相信實際數字會超出此水平。事實上，在設計制定有關贖回公債的政策上，政府當局也要面對不少新挑戰，像構思最具成本效益的節省利息方案、推出嶄新的「逆向債券投標」，或研究如何維持甚至提高主要未贖回的基準債券的流通性等等，都是一些新的難題。

政府理財的模式逐漸轉化，會對市場帶來一些重要影響。首先，政府債券的收益率曲線可能被扭曲，因此其相對於其他收益率的正常關係也會消失。美國在這方面的情況尤其顯著：由於政府集中贖回較長年期的國庫券，後者已呈現反向的收益率曲線，但掉期交易的曲線卻無此現象。

由於政府債券及其他債券之間慣常的定價關係受到扭曲，收益率差距可能無法完全反映債券本身的內在信貸差距，因此投資者可能要重新物色或設計新的信貸基準。

### 私營機構債券

此外，人們以為政府債券減少將會相應助長私營機構的發債活動。事實證明，美國及國際市場

的私營機構發債數量確實增長不少，但過程卻不如一些人想像的順利或簡單。購買政府債券的投資者一般都屬於不願意承擔太大風險的一群，若要吸引他們轉向投資風險相對較大的公司債券，便要有適當的風險溢價，有關的回報至少比現時公司債券投資者要求的高。結果是獲得較高信貸評級的公司債券，往往以其優質而得到投資者爭相購買，相反那些評級較低的公司債券，投資者的需求未必會因其增發而增加。由此可見，儘管私營機構發行債券總量有所增加，有助解決它們的融資需要，但這類債券（最少就公司名氣較遜色的債券而言）可能要將收益率提高，才能獲得投資者垂青。固然，在一些個案中，收益率上升可能只是公司借貸增加的直接結果。此外，有跡象顯示浮息債券市場的發債活動較長期定息市場活躍，可能反映後者在定出新基準時面對困難。

總括而言，政府債券減少確實為公司債券提供較多發行的空間，但箇中情況較為複雜，兩者並不是純粹此消彼長的簡單關係。

某些投資者還需考慮的另一因素，就是他們以往單憑購買最高信貸評級的發行人（如政府或跨國組織）的債券作為投資策略，可能已經不可行或不符合經濟原則。但他們若要在投資組合內加入評級較低的債券，便需要改用較成熟的投資策略，從而選持價格能相應反映風險水平的債券，並透過組合內的其他資產平衡風險。在此情況下，投資者可能要調整基金經理代其處理投資的方向及所用的具體投資工具。

基於上述新發展，信貸評級機構在引導投資者作出投資選擇時，可能要發揮更重要的角色。

<sup>1</sup> 本文是金管局副總裁黎定得於2000年7月12日在「信貸革命——亞洲債券市場的變遷」研討會發表的演詞。

我在上面指出這些全球趨勢，目的是希望大家明白即使被視為成熟的市場也要不斷適應新形勢，這還未包括我仍未提到的網上買賣、虛擬交易所等同類設施在策略、管理及操作上帶來的更重大挑戰。

我們現在具體看看亞太區債券市場，雖然亞太區的實際環境可能不同，如某些亞洲國家的政府債券發行量依然上升，但我們面對的挑戰其實並不下於其他成熟的債券市場。

### 本港債券市場

由香港金融管理局(金管局)擔任主席的亞太經合組織工作小組，於去年公布了亞太區《穩健執行手法手冊》。出版這套手冊的目的是促進區內本地債券市場的發展，標誌着區內市場邁進新的里程。該手冊就債券市場發展的各個事項提出全面的建議，其中包括政府在市場中的參與、公平競爭環境、貫徹的稅務政策、健全的監管、釐清責任、市場的透明度、穩健性，以及市場系統的效率等。

這些固然是建立健全市場的基礎所不能缺少的元素，但始終只是基本條件。即使把它們全部落實遵行，都不能確保債券市場會蓬勃發展。換言之，上述是市場發展的必要條件，但單憑它們卻嫌不足；無論市場基礎設施如何完備，最終決定市場是否能夠蓬勃發展的是發行人、投資者和金融中介人。

儘管近期本港債券市場發展迅速，非金融機構發行的債券數量顯著增加，但仍無法逃避香港市場規模較小這項事實，而且即使在第一市場的發債活動增加，但第二市場的活動卻仍然較疲弱。

人們問我：「金管局有甚麼對策？」言下之意，好像債券市場有任何問題或缺點，第一個應該找的機構就是金管局。事實上，我對這種想法頗不以為然。我要藉此機會介紹一下金管局正在做或將

會做的事項，同時跟大家分享我認為金管局所不能或不應做的事項。

### 金管局的角色

首先，我們有份參與證券及期貨事務監察委員會(證監會)有關檢討香港公開發售證券的法規的工作小組。經過這許多年，在這方面的某些程序已變得過時或不能配合市場創新的步伐，有時甚至會妨礙債券市場的發展。這當中涉及一些複雜的法律及行政問題，需要一些時間才能妥善處理。完成以上的檢討工作後，證監會應該會發出諮詢文件以收集意見。

稅制是我們正在研究的另一範疇。我們承認本港現時有關利息收入的稅制嚴重不協調，但由於本港整體的稅制結構獨特，加上維持國際競爭力及維護財政收入這兩個目標之間的矛盾，因此實在沒有簡單的解決辦法。我們會透過香港金融研究中心贊助一項對本港金融中介服務稅制的基本研究，並希望這研究可為這個棘手的討論課題進一步提供參考資料。我暫時不會猜測研究結果建議最終的方向。

此外，我們正監察本港設立美元結算系統的籌備工作。日後債券發行人及投資者有意發展美元債券市場時，這個系統將可提供適當的設施。

### 信貸評級機構及提升信用設施

我們亦正與區內其他組織積極進行兩項暫時仍處於初步階段的工作。其一是擴大信貸評級機構的角色的問題。雖然有時候國際信貸評級機構對亞太區經濟及商業運作的認識不夠深入，評級過程的透明度也不足，但我的意思並不是要取代這些評級機構的地位。一直以來，它們只集中評定在國際市場買賣的債券的信貸級別，但本地及區內的債券其實都需要更好的評級安排。如何落實這項工作，以及由誰落實，仍待有關方面商討決定。簡單來說，投資者必須對信貸評級機構的專業及誠信水平有信

心。歷史較悠久的評級機構可考慮成立合資公司，以能從較為本地化的角度專注於個別市場的評級工作，從而取得市場的信心。做到這一點後，評級機構的評級便會被更廣泛的引用。對於一些原則上有興趣投資債券，但無能力自行評估每批債券的信貸質素的機構或個別投資者來說，上述情況將有助推動他們成為債券投資者。

另一項正在進行的工作，是探討推廣提升信用設施的潛在機會。在美國等國家，一些本身已取得AAA評級的保險或擔保公司專門向較次等評級的發行人提供擔保服務，以增加後者所發債券在市場的吸引力。有跡象顯示亞洲金融危機爆發前亦有蘊釀這類活動，但至今實際數目仍不算多。

要鼓勵提升信用設施所遇到的其中一項困難，是主要的服務供應商(如美國所謂單線式的保險公司)會認為小型交易的盈利平平無奇，遠不及處理北美洲較大規模及較複雜的交易所收取的費用吸引。此外，這類公司一般都不願意處理評級低於BBB的債券。由此再帶出亞洲基本信貸質素及擴大評級公司功能的問題。

## 證券化

將按揭貸款或應收帳款等資產包裝起來，然後將之證券化，相信是較創新的環節。本港最近的按揭證券市場，便是在香港按揭證券有限公司(按揭證券公司)的推動下加速發展。若地產市場再度蓬勃，按揭證券市場將可望進一步發展。此外，像信用卡、租賃應收帳款等資產也同樣有邁向證券化的發展空間。換言之，上述資產都可以轉化成為具吸引力的債券，只是從至今推出多隻證券的例子，可見即使這些證券的首次配售或發售成功，但也不一定確保它們可以在市場中活躍買賣。

## 因勢利導的作用

基於這個原因，我們決不能袖手旁觀。但就金

管局而言，我們的職責只是在市場已有某項明顯需要，但市場機制仍未能有效回應時，盡量營造有利創新的條件或提供公共設施。例如，在營造有利條件方面，我們於10年前率先發行外匯基金票據及債券，以刺激債券市場的起步發展，同時再配合以債務工具中央結算系統，使市場人士可利用外匯基金票據及債券這些優質證券作為管理流動資金之用。

最近債務工具中央結算系統已跟歐洲結算系統、Clearstream及區內一些國家的證券託管機構聯網。像發展網上買賣債券等計劃一樣，這些新發展可能會帶領傳統債券市場走出新局面，最終發展成為較全球化以及流動性與透明度較高的市場。

說回金管局的職責，我們無意強迫任何一方使用某個市場，也沒有充分理據要人為地刺激市場活動，而且假使其他有關方面已具有同樣的能力時，我們更不會充當發行人、安排人、投資者或市場莊家。此外，債券市場活動是否具商業效益這個問題，顯然要留待市場來決定，我們也不會予以補貼。

在此情況下，對於要金管局增發外匯基金票據及債券以滿足市場需求這種要求，我們並不贊同。事實上，我們寧願有其他發行人代為填補這項需要，況且無論如何，我們必須遵守貨幣發行局制度的規則，那就是金管局只會在外匯基金票據及債券支付利息或有資金流入香港時，才會發行新的外匯基金票據及債券。

## 散戶活動的潛力

債券市場發展另一值得討論的問題，是推廣散戶參與的潛力。我們應注意，雖然某些國家的散戶一向都喜歡直接投資於政府或地方債券，而且大多作為長期投資而不是作買賣用途，但暫時所見只有美國市場才有較多散戶直接參與公司債券的投資。在香港，我們為了方便散戶投資外匯基金和按揭證券公司債券，已安排這些債券在聯交所上市買

賣，但我們需要了解整體債券市場仍是專業人士以場外交易的形式參與為主，散戶活動相對冷清。

但這不代表普通市民管理自己的財富時並不需要像債券這類風險回報比重的投資工具，相反正是由於他們難以對個別債券進行信貸評估，同時要付的交易費用可能較高，因而只好參加集體投資計劃、退休金計劃等，變成間接承受債券市場的風險。有些小戶索性把積蓄存入銀行戶口，再由銀行投資債券，成為傳統貸款以外銀行愈漸普通的業務環節。

強制性公積金是集體投資計劃的一個例子。在香港推行強積金計劃後，市場對優質債券的需求將會增加，在一定程度上也應能鼓勵更多發債活動。

## 總結

總括而言，我們的債券市場充滿創新和發展的機會。我已提過評級公司、提升信用設施、更多品種的資產抵押證券、更多資金投入集體投資計劃、散戶直接投資的重要角色、強積金提供的機會等。若然符合商業效益，上述都是應由銀行及金融業內人士跟進和開拓的領域。我深信最少在座各位都會開始注意我今次提及的事項。儘管好的構思在商業上未必可行，但我相信我們確實已具備足夠潛力，能在香港以至較廣泛的亞洲區內繼續開拓及發展債券市場。🌀