

## 發展債券市場的成本效益分析

亞洲金融風暴後，債券市場的功能愈來愈受重視，決策當局都強調要致力發展本地及整個地區的債券市場。

從宏觀經濟角度看，具深度及運作健全的本地債券市場可作為銀行體系以外的一個有效融資渠道，從而有助減輕銀行危機引發的信貸緊縮對實質經濟活動帶來的不利影響。從微觀經濟角度看，債券市場可改善金融市場及整體經濟的運作，並減少銀行體系固有的期限錯配的問題。

但債券市場在帶來利益的同時，也帶來風險。在資訊不完備的現實環境裏，債券投資者可能會受羊群心態影響，使債券市場成為擴散金融連鎖效應的渠道之一。

香港的銀行體系一直發揮有效的金融中介作用，股市也是銀行貸款以外的一個有效融資機制，能提供長期非債務型的本地貨幣資金。在這種情況下，有關政策不應偏重某個特定的金融架構，例如重債券市場而輕銀行體系，而是應致力減少資訊不均及建立穩健的市場基礎設施，以使金融市場發揮更大成效。

### I. 引言

亞洲金融風暴後，債券市場的功能較以往受到重視。亞洲決策當局普遍的看法是有需要促進本地及整個地區債券市場的發展，以助防範危機再現。這個觀點的依據是金融危機的部分成因是亞洲企業過分倚賴銀行體系的短期(往往是外幣)資金。<sup>1</sup> 這種資金流向非常不穩定，以致大量資金流入突然逆轉時便會觸發貨幣及金融體系的危機。亞洲經濟體系的儲蓄率是全球之冠，若當地債券市場已經建立，能把更多本地儲蓄中轉至投資活動上，企業便無需只靠銀行來獲取這類外來資金。

本文從宏觀經濟穩定及微觀經濟效率的層面去探討發展本港債券市場的理據。第II節綜述本港各種融資渠道，第III節討論債券市場在多大程度上可作為另一融資渠道，有效發揮這項功能，第IV節探討發展債券市場如何能提高金融中介活動的效率，第V節討論政策方面的影響。

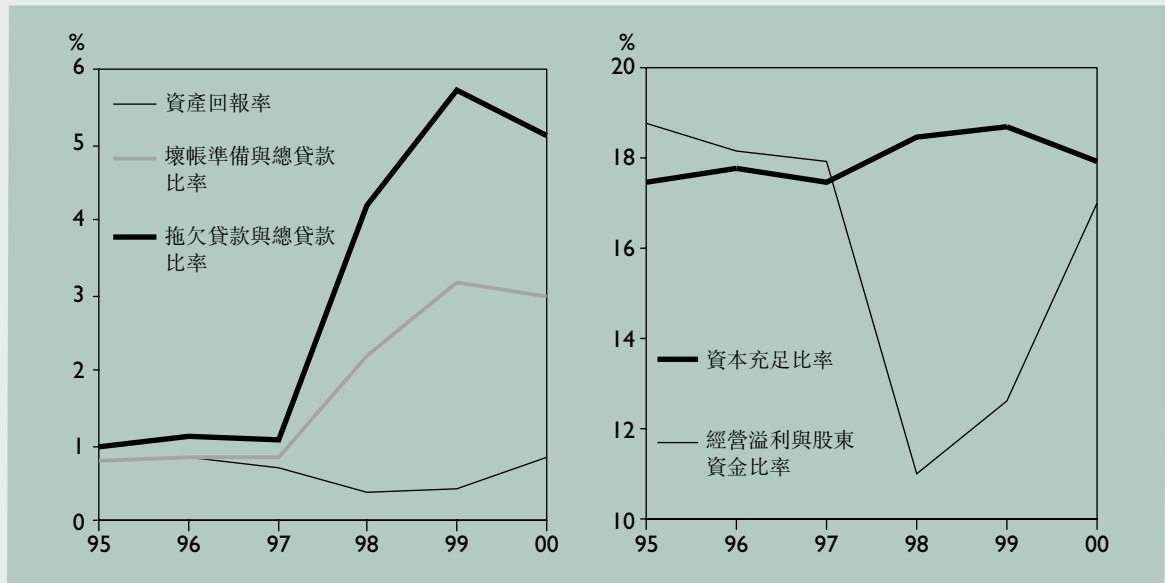
### II. 綜述香港的融資渠道

銀行貸款、股本融資及發行債券是企業籌集資金及中轉儲蓄的主要方式。這些融資方式在香港有幾項值得注意的特點。

- 香港的企業融資以銀行貸款及股本融資為主。以國際標準計相當高的儲蓄主要透過銀行體系及股市中轉為投資資金。這種情況與亞洲其他經濟體系類似，但與美國及拉丁美洲一些國家比較卻顯著不同，後者從資本市場(即股票及債券市場)獲取的直接融資，遠多於透過商業銀行獲取的間接融資(表1)。
- 香港的銀行體系監管完善，在亞洲金融危機期間已被證明能抵受外來衝擊(圖1)。雖然不良貸款比率由1995至97年期間約佔總貸款1%跳升至1999年危機過後的5%以上，壞帳準備增加，資產回報率下降，但銀行在這段時間內的資本充足比率一直維持較高，達到18%左右。到了2000年銀行體系的經營指標已開始改善。

1 「原罪假設」(Eichengreen and Hausmann, 1999年)是用作解釋亞洲經濟過分倚賴短期外幣資金的一種理論。「原罪」是指金融市場的不完整，這種情況造成亞洲經濟無法以本國貨幣對外舉債或在國內借取長期資金。由於國內投資的貨幣與期限錯配問題，造成金融體系薄弱，加上許多亞洲經濟體系的銀行體系疲弱，無法將儲蓄有效地中轉至投資活動上，令情況更惡劣。美元化及發展本地債券市場，是被提出作為解決貨幣與期限錯配的方案。

圖 1  
香港銀行體系的表現



資料來源：金管局。

- 註：
- 這些數字包括本港所有認可機構，但經營溢利與股東資金比率及資本充足比率則僅指本地銀行。
  - 在1998年或以前，拖欠貸款包括逾期超過3個月的貸款、票據及重組貸款。1999年起，拖欠貸款包括逾期超過3個月的貸款及重組貸款，但不包括已計入逾期超過3個月貸款範圍內的重組貸款。

- 本港股市一直運作良好，提供商界所需的大部分資金。雖然恒生指數波動幅度較大，但在過去10年間超越標準普爾500指數的表現。股市市值在2000年達到相當於本地生產總值的377%，與1990年相比上升超過1倍。主板市場籌得的股本資金總額由1990年的200億港元，上升至2000年的4,500億港元，其中與內地有關機構在香港股市的集資數目更在2000年創出3,450億港元的紀錄。即使不包括與內地有關機構的集資數額在內，本港商業機構的集資額也在過去10年間增加4倍(圖2)。儘管這10年間本港股市市值增長迅速，投資者也能取得可觀

的長期回報，但市盈率卻維持在10至20的範圍內。平均市盈率为15.7，較二次大戰後標準普爾500指數的平均市盈率17為低。在這段期間，上市公司盈利平均每年的增長率為18% (圖3)。

整體來說，本港銀行體系一直發揮有效的金融中介作用，而股市也是銀行貸款以外另一提供長期非債務型本地貨幣資金的有效融資機制。此外，股市也透過保障上市公司小股東的權利及確保其遵守具透明度的會計與審計標準，提高企業管治標準(Cheung, 2000年)。本文其餘部分根據國際經驗探討香港發展債券市場帶來的好處和涉及的風險。

表 1  
部分國家和地區金融體系的規模，2000 年

當地 生產總值 (十億美元)	銀行業 提供的				未償還 當地債券 <sup>(2)</sup>	其中： 當地公司 債券佔當地 債券總額的 百分比	當地債券佔 債券總額 百分比
	儲蓄	當地信貸 <sup>(1)</sup>	股市市值	佔當地生產總值百分比			
香港	163.2	32.2	158.1	377.0	25.2	11.9	57.0
中國	1,090.5	39.2	123.4	53.3	24.3	2.4	93.7
印度	416.0	不詳	28.7	35.5	31.9	19.4	96.7
印尼	134.5	25.7	20.9	37.6	不詳	不詳	不詳
韓國	408.9	32.5	90.7	42.0	66.3	39.2	84.5
馬來西亞	89.3	46.9	100.3	130.9	84.5	56.4	83.1
菲律賓	66.5	17.0	39.6	77.6	不詳	不詳	不詳
新加坡	91.9	49.6	100.0	247.4	24.4	8.9	69.3
台灣	292.8	24.8	137.1	84.6	23.5	31.0	90.8
泰國	115.9	32.1	85.9	26.1	33.4	30.7	73.3
<b>加權平均</b>	<b>286.9</b>	<b>34.9</b>	<b>98.6</b>	<b>78.1</b>	<b>34.3</b>	<b>24.2</b>	<b>86.0</b>
阿根廷	285.2	16.9	23.1	58.5	29.9	不詳	61.3
巴西	557.4	不詳	31.4	27.5	52.5	0.7	89.2
墨西哥	567.5	21.5	11.8	22.1	11.9	11.9	95.5
土耳其	189.2	16.4	22.4	36.8	28.9	0.0	60.4
<b>加權平均</b>	<b>399.8</b>	<b>18.3</b>	<b>22.2</b>	<b>36.2</b>	<b>31.2</b>	<b>2.4</b>	<b>69.9</b>
英國	1,394.3	15.8	128.1 <sup>(3)</sup>	184.8	64.3	20.5	61.3
美國	9,963.1	17.7	73.1	157.4	146.0	16.5	89.2
日本	4,454.6	27.4	109.3	71.3	136.3	12.4	95.5
澳洲	363.2	22.8	90.3	102.3	47.4	24.1	60.4
<b>加權平均</b>	<b>4,043.8</b>	<b>20.3</b>	<b>88.2</b>	<b>134.8</b>	<b>134.1</b>	<b>15.6</b>	<b>88.8</b>

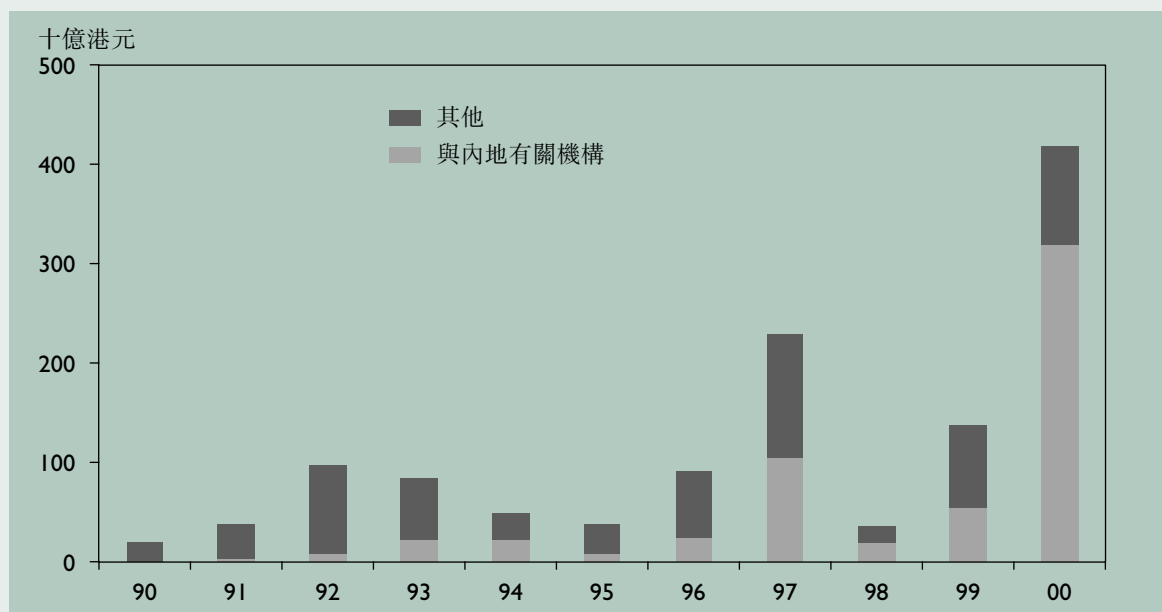
資料來源：IFS、國際結算銀行、CEIC、International Federation of Stock Exchanges、台灣中央銀行、Thai Bond Dealing Center 及彭博。

註： 1. 有關數據為 IFS 第 32d 行所報給予私營機構的本地信貸。

2. 除泰國及台灣外，全部均為國際結算銀行所報數字。

3. 有關數字為 2000 年 11 月底數字。

圖 2  
1990至2000年主板市場集資總額



資料來源：香港交易及結算所有限公司。

### III. 債券市場作為另一融資渠道

金融對經濟發展的作用愈來愈重要。透過把儲蓄轉化為投資，金融體系可在幾方面有助經濟發展，包括調動儲蓄、把資金中轉至最具生產性的活動、監察職業管理人，以及轉移與分擔風險(世界銀行，2001年)。在現今經濟環境裏，信貸流動的中斷會損害經濟活動，並引致失業、投資計劃被擱置，甚至經濟衰退。開放資本帳目及全球化加深，更使資本流動增添了國際層面的因素。

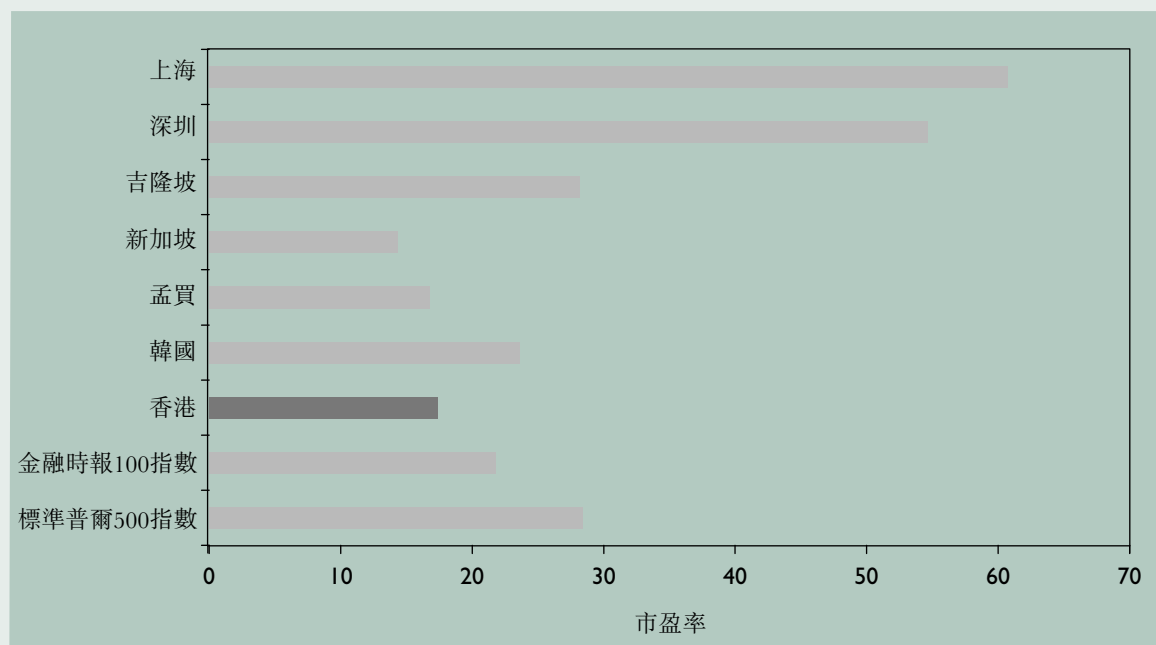
發展債券市場可能會減輕金融危機帶來的不利影響，或減少出現危機的機會，原因是即使銀行貸款等其他融資渠道出現阻塞，債券市場仍可作為另一資金來源。格林斯潘(2000年)曾強調備有多種金融中介渠道的重要性，從1980年代後期美國的經歷可以證明。當時美國銀行體系受到地產市道周期

影響出現危機，銀行無法發揮金融中介作用，但債券市場卻能大大紓緩信貸緊縮的問題。這種看法在近年愈受重視，尤其在亞洲金融危機後更獲認同。但債券市場是否能成為另一有效的融資渠道，很大程度上取決於銀行貸款、債券及股本融資在本地市場缺少相關變動，以及並無來自國際資本市場的連鎖影響，後者對資本帳開放的國家來說尤其重要。

1997年亞洲金融危機以來，有大量文獻在理論及實際層面上探討國際資本市場上的連鎖影響及在新興市場內發揮連鎖影響的渠道(如Pritsker，2000年，以及Hernandez and Valdes，2001年)<sup>2</sup>。連鎖影響從廣義上是指有關震盪由某個經濟體系或部門擴散至另一個經濟體系或部門，但這種擴散是無法用經濟基本因素的變化來解釋。雖然實例研究很難控制基本因素的變化，但連鎖影響可透過多種渠道發揮作用，其中包括實質經濟部門、金融市

<sup>2</sup> 較早前的文獻，特別是在1987年10月美國股市暴跌後，集中探討金融市場彼此相連的特點。研究結果發現各國股市互相依賴的程度逐漸增加，遇到市場受壓時，股市的相連關係更為密切。此外，研究發現這些間接影響並不對稱，意思是某市場受到負面衝擊後對另一市場造成的波動影響，大過前者受到正面衝擊後所造成的同類影響。近期有關德國、英國及美國債市相關性的研究顯示，債市在市場受壓時的相關程度也較大(Clare and Lekkos，2000年)。

圖 3  
部分股市的市盈率



資料來源：CEIC及彭博。

註：除上海股市及標準普爾500指數分別是4月30日及6月20日的數字外，其他股市的市盈率都是截至2001年5月底的數字。

場、金融機構，以及金融機構與金融市場之間的相互作用。實例研究發現有愈來愈多證據顯示，除了宏觀經濟基本因素及貿易流向等實質經濟的聯繫外，金融因素在擴散衝擊的影響也發揮相當重要的作用。基於金融連鎖影響在擴散危機中的重要作用，金融市場(包括債券市場)是有可能成為擴散金融危機的一種渠道的。這些研究結果一反認為債券市場在市場受壓時可作為另一融資渠道，因而可能減少危機帶來負面影響的看法。

本節將會探討幾個國家在金融危機期間的經驗，從而顯示債券市場既可成為另一融資渠道(說明1)，也可成為擴散連鎖影響的渠道(說明2)。此外，本節以簡單的小組迴歸估計模型來研究本地債券市場作為另一融資渠道的潛力。

美國債券市場在兩次銀行危機中的經驗，證明了前者如何能在本地環境中發揮作為銀行體系以外的另一融資渠道的作用。這兩次銀行危機先後因80年代拉丁美洲債務危機及1990年美國地產危機而導致(說明1)。當時美國銀行體系遭到重大虧損，資本基礎大幅削弱，嚴重影響放貸能力。流動資金緊縮使美國公司獲得的銀行信貸大幅減少。在銀行體系受到壓力的情況下，美國國內的債券市場在不同程度上都能發揮功效，成為美國公司另一融資渠道。

## 說明1

### 兩次銀行危機期間的美國債券市場

#### 80年代拉丁美洲債務危機

這場發展中國家的債務危機在1982年8月爆發，肇因是當時墨西哥無法償還欠下美國商業銀行的債務，其後情況繼續轉壞，到了1983年，27個國家不能償還所欠的2,390億美元債務。債務國中有16個是屬於拉丁美洲國家，其中最大的4個——墨西哥、巴西、委內瑞拉及阿根廷——約佔發展中國家總欠債的75% (約1,760億美元)。債務危機主要是美國大型商業銀行對發展中國家過度借貸所致。這些美國銀行面對國內市場的激烈競爭，都致力拓展海外市場，其中拉丁美洲國家經濟增長迅速，但內部儲蓄率偏低，因此需要借助外來資金為投資活動提供融資。

由於1979年石油價格上升，加上美國加息及80年代初期美元轉強，發展中國家的還款能力受到嚴重打擊，因而觸發了債務危機。由於美國大型商業銀行承受的信貸風險遠遠超出本身的資本總額，當時的銀行體系岌岌可危。到了1982年底，大型商業銀行對發展中國家貸款額與資本額的比率約為250%。美國商業銀行在這類貸款所承受的龐大虧損導致銀行貸款突然萎縮，1983年銀行對美國非農業及非金融類公司的貸款較1982年減少66%，至190億美元 (圖4)。

#### 80年代末期至90年代初期商用物業的危機

80年代末期至90年代初期的銀行危機是對商用物業過度借貸所致。由於70年代後期通脹率突然飆升，商用物業的炒賣需求非常殷切，其中寫字樓物業的情況尤其嚴重。很多商業銀行都活躍於商用物業的貸款業務，部分原因是這類業務能提供可觀的收入。1980至1990年期間，商用物業貸款由640億美元增至2,380億美元。

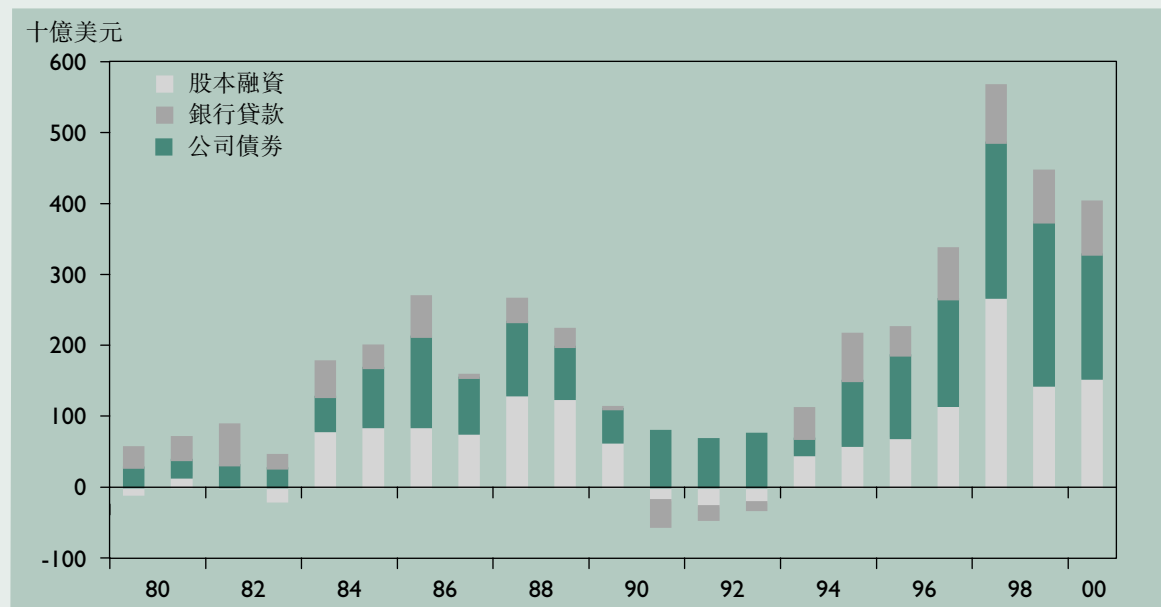
80年代後期至90年代初期，物業貸款的信貸質素急劇下降。由於1990至91年出現經濟衰退，商用物業需求減少導致物業租金及市值大幅下跌。除了物業市道回落的問題外，商業銀行本身偏重抵押品市值的放貸準則亦欠審慎，加上一些無力償債的儲蓄及貸款機構也告倒閉，導致銀行遭受龐大虧損，商界無可避免受到貸款緊縮影響。美國公司從銀行獲取的貸款金額急跌，由1988年的320億美元，跌至1991年錄得的淨還款額380億美元。

#### 多種金融中介渠道

美國金融體系有一個特點，就是兼備多種不同的金融中介渠道。在兩次銀行危機中，這個特點發揮極之重要的作用。銀行危機期間，無論是外來因素 (發展中國家債務危機) 或內在因素 (商用物業危機) 造成的資金緊縮，都影響整個經濟的正常信貸流動，以致實質經濟會受到嚴重的不利影響。在1982年後及90年代初期銀行減少信貸，卻被債券融資增加所填補 (圖4)。即使債券市場暫時取代銀行體系，成為公司獲取融資的渠道，但當時投資級別公司債券的收益率並無特別上升，證明了債券市場運作順利。假使債券市場並不存在，美國公司受銀行危機打擊的機會便較大。



圖 4  
美國商業機構籌集的資金



資料來源：聯邦儲備局公告（資金流量）。

註： 1. 美國非農業及非金融類公司。

2. 美國商業機構籌集的資金淨額是指根據不同時期未償還數額的差額而計算得出的資金流量統計數字。

相比之下，幾個經歷過金融危機的新興經濟體系卻沒有明顯跡象，證明債券市場可擔當另一融資渠道（說明2）。俄羅斯、阿根廷、巴西及土耳其危機期間，債券市場不但沒有發揮減少波動的作用，反而往往是面對壓力之下首個崩潰的市場，並

可能是擴散金融連鎖影響的渠道。一種解釋是債券持有人掌握借款人的資料不及銀行多，因此很易受彼此影響，迅速採取一窩蜂的行動。在資料不完備的情況下，這種羊群心態的表現有可能是合理的（Bikhchandani and Sharma，2000年）。

## 說明2

### 近期金融危機期間新興經濟體系的債券市場

#### 新興債券市場的相關變動

從新興債券市場的情況可見，各個國家的債券回報相關性很強，並不時出現所有新興債券市場同時關閉無法發行新債，顯示這些市場存在高度的相關變動。

國際貨幣基金組織（2001年）計算了9個主要新興市場國家（阿根廷、巴西、厄瓜多爾、墨西哥、巴拿馬、秘魯、委內瑞拉、波蘭及俄羅斯）在1994年起債券回報的未加權平均交叉相關值。該組織並研究1993年起新興債券市場關閉時期的情況，這裏所指的市場關閉時期是指發債量少於正常發行水平20%的時期（表2）。主要結果顯示尤其在市場受壓時，一級與二級債券市場均有密切的相關變動關係。

### 說明2 (續)

- 1994至2000年期間，平均交叉相關值是0.51，顯示各個國家的債券回報之間有相當的相關變動關係。
- 危機期間平均交叉相關值大幅上升，但危機過後回落。亞洲及俄羅斯危機期間，交叉相關值升幅特別大，達到0.8至0.9之間的水平。
- 1998年8月俄羅斯危機以來平均交叉相關值顯著下跌。近期在巴西及阿根廷／土耳其危機期間錄得的最高水平在0.5至0.6範圍，較正常時候的0.2至0.4水平為高。
- 新興市場無法發行新債時，息差本身而不是息差的實際水平迅速擴大。債券市場關閉與個別國家回報的平均交叉相關值急升有密切關係。

### 金融危機期間新興債券市場的經驗

金融危機的基本成因是外在環境轉差，如美國經濟放緩、工業化國家資金收緊、商品價格走勢不利，以及個別國家政策失當(如財政、貨幣及匯率政策不配合，金融體系薄弱)。但國際及本地債券市場的變化在近期俄羅斯、巴西、阿根廷及土耳其的金融危機中擔當重要作用。

#### 俄羅斯危機——1998年8月

1998年8月中俄羅斯政府宣布盧布貶值及單方面重組國內的政府債務，觸發該國金融危機，投資者一窩蜂轉持優質資產及流動資金。這種情況迅速蔓延至新興及成熟市場，導致美國長期資本管理公司(高度槓桿式的對沖基金)幾乎倒閉，巴西也被迫要將貨幣雷阿爾貶值。

俄羅斯危機的根源是連年龐大的財政赤字，財赤問題使政府對國民及外國投資者背負沉重的債務。及至1997年底，以盧布為面值的貼現票據及附票息債券成為財政部為應付財赤而發行的主要工具，其中約三分之一未償還國庫券由非居民投資者持有。1998年上半年，基於俄羅斯的政局發展及油價疲弱，發行盧布國債變得困難，政府唯有增發以美元為面值的歐洲債券，導致1998年3月至7月期間歐洲債券未償還額由46億美元跳升至159億美元。1998年下半年，隨着貼現票據及附票息債券贖回及支付票息額達到每星期超過10億美元，歐洲債券收益率息差由7月底900基點擴大至8月中1,800基點，油價在8月也創出10年來的新低。俄羅斯政府在國內或海外債券市場都無法以新債取代舊債，引發債券、股票及外匯市場大型拋售活動。由於人們擔心銀行倒閉引發擠提，以致銀行同業市場缺乏資金。總而言之，受到國內局勢及外在環境惡化影響，俄羅斯國債及歐洲債券的債務迅速增加，以致無法以新債取代舊債，終於觸發金融危機。

#### 巴西危機——1999年1月

巴西受俄羅斯危機嚴重影響。1998年8月底，國債及外匯市場開始受到壓力，最後導致雷阿爾在1999年1月實行浮動匯率。



## 說明2 (續)

這場危機的根源是巴西政府無法控制財政赤字，公營部門借款需求在1997年達到相當於國內生產總值的6.3%，在1998年更接近8%。巴西的龐大資金需要，使其很容易受到投資者情緒及資金外流影響。

俄羅斯危機爆發後，非居民及國民大量減持巴西債券及股本投資。1998年9月至11月有大批國債需要續期，使國內債券市場承受更大壓力。國內債券市場及外匯市場拋售活動，導致資金外流，國際儲備由7月的709億美元減少至10月底的416億美元。由於息差迅速擴大，財政部及央行被迫取消1998年9月的國債投標，並減少其後幾期的發行量。

### 阿根廷及土耳其債券市場的拋售——2000年11月至12月

在2000年第4季，阿根廷受到國際市場大量拋售該國債券的打擊。主要受到美國高息債券息差突然擴大的外在環境影響，新興市場債券的息差全面大幅擴大。由於財政狀況連年疲弱，阿根廷成為國際債券市場中發債最多的新興市場，備受投資者關注。政局緊張引發債券市場拋售活動，主權國債的息差由10月約650基點上升至11月初約1,000基點。

繼阿根廷的拋售活動後，土耳其在2000年11月底至12月初也出現嚴重的資金危機。這場危機反映外在資金狀況轉差，以及土耳其本身銀行體系及匯率制度薄弱。觸發危機的是當時海外貸款人取消對土耳其銀行的信貸額度及銀團貸款，其後銀行體系收緊信貸，迫使銀行出售所持的大量國庫券，導致國庫券價格下跌至超出外國投資者及其他國內銀行的止蝕水平，引發國內債券市場大規模拋售行動，主要交易商被迫暫停買賣政府債券。由於市場愈來愈擔心銀行體系承受的外匯風險及其應付遠期合約交收的能力，在土耳其持有大量倉盤的外國投資者紛紛離場。在這場危機中，土耳其損失約70億美元外匯儲備，隔夜拆息一度上升至2,000多厘，外債息差擴大174基點，國庫券收益率由35%左右攀升至90%，國庫券買賣暫停，股市也暴跌超過35%。

表 2  
金融危機期間新興債券市場的相關變動

期間	平均交叉相關值	市場暫停時間
墨西哥危機—1995年1月	0.80	5 星期
泰銖受狙擊—1997年5月初	0.72	-
亞洲金融危機—1997年10月	0.92	8 星期
蘇聯拖欠還款—1998年8月	0.82	13 星期
巴西雷阿爾浮動—1999年1月	0.60	-
阿根廷及土耳其債券被拋售—1999年11 / 12月	0.53	5 星期
1994-2000年期間的平均數	0.51	-

資料來源：基金組織新興市場融資—發展與前景季度報告，2001年2月。

## 實例分析

大部分實例研究都集中注視國與國之間的金融連鎖影響，並分析債券市場在國際市場上作為另一融資渠道的作用。但國內銀行融資、債券及股本發行三者之間的相關變動，仍是很重要的問題，這對於評估本地債券市場在本地層面作為另一融資渠道的成效尤其重要。

我們利用世界銀行研究人員 (Beck, Demirgüç-Kunt and Levine, 1999年) 編製的金融發展及結構的資料庫來研究這種關係。在第一個模式中，因變數是私營部門長期債券與國內生產總值比率的增幅，獨立變數包括銀行貸款 (以私營部門獲得國內信貸與國內生產總值比率的增幅計)、股票發行與國內生產總值比率的增幅、滯後因變數，以及實質國內生產總值的增幅。加入最後一項變數，是要顧及一旦進入經濟衰退時期，則不論是否有資金可借，資金需求都可能減少。在第二個模式中，因變數是銀行貸款的增幅，獨立變數包括債券及股票發行量的增幅、銀行盈利能力、產量差距、與美國國庫券比較的風險息差，以及一項滯後因變數。在第二個模式中，我們首先控制影響銀行貸款的一些常見因素，然後探討銀行貸款與債券發行量的關係。第一個模式包括32個國家和地區<sup>3</sup> 由1981至1995年的數據。基於數據所限，第二個模式只包括13個經濟合作與發展組織 (經合組織) 成員國。

表3列出固定效應及非固定效應迴歸分析的結果，反映銀行貸款與債券發行量之間存在相關變動的關係。在大部分模式中，債券發行量增加都與銀行貸款增加有關連，股票發行量的系數也是正數，但這個系數的影響並不顯著。第一個模式顯示，上述關係在經合組織成員中較在非成員中更強，但有關後者數據的質與量的問題，也可能是導致出現這種結果的部分原因。與預期一樣，實質國內生產總值增長較高時，會對債券發行量造成正面影響。在

第二個模式中，我們同樣發現在扣除銀行盈利能力、產量差距及風險息差的影響因素後，債券發行量與銀行貸款也有正面關係。

即使在調整了供求因素後，債券發行量與銀行貸款之間仍存在正面相關值，顯示債券市場不一定會成為另一有效的融資渠道，因此債券市場的發展可能不會有助防範金融危機或紓緩金融危機帶來的影響。若由於宏觀經濟狀況惡化或銀行體系出現問題，導致龐大的投資者基礎失去信心，可能會演變成債券市場的信貸緊縮，由此再擴散至其他融資渠道，使問題變得愈來愈嚴重。事實上，以我們對近期幾場金融危機的觀察，不論壓力最初在哪個環節出現 (不論是銀行貸款過度、政府或商界發債過多、匯率過高抑或股市泡沫)，問題都可能迅速蔓延至其他信貸渠道 (說明2)。

債券市場能否在緊張時期擔當另一融資渠道沒有定論，這似乎要視危機的基本成因而定。美國的經驗顯示，只要引致銀行危機的問題幅度有限，債券市場是可能發揮較好的作用的。在其他新興市場的情況中，由於不同融資渠道與國家之間的連鎖影響迅速擴散，債券市場反而成為製造不穩定的一項因素。

香港的情況似乎與美國接近。從過去幾年香港公司在本地的融資活動看，亞洲金融風暴之後的本地債券市場確實在若干程度上取代了銀行融資的功能。但由於本地債券市場規模較小，因此成效也只能有限 (表4)。樓價崩潰及經濟衰退導致資產質素下降，銀行界也採取保守的貸款準則，加上日資銀行為應付本國金融體系的問題而撤出香港，銀行貸款總額在1998至99年間大幅下降。但是，公司債券發行量顯著增加，部分填補了這個缺口。這與80年代初期樓市暴跌及數間銀行倒閉的情況相比很不同。由於當時債券市場幾乎完全不存在，銀行貸款大幅減少使本地公司遇到嚴重的融資問題。

3 這些國家和地區包括阿根廷、奧地利、巴西、加拿大、瑞士、智利、中國、哥倫比亞、德國、西班牙、法國、英國、希臘、香港特區、印尼、印度、意大利、約旦、日本、韓國、盧森堡、墨西哥、馬來西亞、荷蘭、秘魯、菲律賓、葡萄牙、泰國、突尼斯、土耳其、美國及委內瑞拉。

表 3  
簡單小組迴歸分析結果

變數	固定影響	非固定影響	固定影響	固定影響
因變數：債券發行（增長率）				
所有國家／地區				
銀行貸款（增長率）	1.03 (2.14)*	0.84 (1.99)*	1.27 (3.37)*	1.02 (3.11)*
股票發行（增長率）	0.03 (1.47)	0.02 (0.95)	0.01 (0.59)	— —
實質當地生產總值（增長率）	0.06 (3.37)*	0.05 (3.34)*	0.03 (2.09)*	0.04 (2.64)*
滯後債券發行（增長率）	-0.34 (6.48)*	-0.28 (5.41)*	— —	— —
滯後債券發行（水平）	— —	— —	-0.51 (11.27)*	-0.49 (11.77)*
R <sup>2</sup>	0.26	0.19	0.38	0.37
DW 統計量	2.17	2.08	2.03	2.09
樣本期間	1982-1995	1982-1995	1981-1995	1981-1995
國家／地區數目	32	32	32	32
小組觀察總數	298	298	328	347
經合組織國家 <sup>1</sup>				
銀行貸款（增長率）	1.03 (2.43)*	— —	1.48 (3.42)*	1.12 (3.60)*
股票發行（增長率）	0.04 (1.11)	— —	0.03 (0.97)	— —
實質當地生產總值（增長率）	0.02 (1.11)	— —	0.01 (0.96)	0.01 (0.61)
滯後債券發行（增長率）	-0.44 (7.18)*	— —	— —	— —
滯後債券發行（水平）	— —	— —	-0.38 (7.52)*	-0.34 (7.69)*
R <sup>2</sup>	0.29	—	0.28	0.28
DW 統計量	2.25	—	2.27	2.44
樣本期間	1982-1995	—	1981-1995	1981-1995
國家數目	17	—	17	17
小組觀察總數	202	—	217	229

表 3 (續)  
簡單小組迴歸分析結果

變數	固定影響	非固定影響	固定影響	固定影響
	非經合組織國家／地區 <sup>2</sup>			
銀行貸款 (增長率)	0.64 (0.59)	0.48 (0.54)	1.15 (1.62)	0.90 (1.33)
股票發行 (增長率)	0.02 (0.64)	0.01 (0.24)	0.005 (0.15)	— —
實質當地生產總值 (增長率)	0.11 (2.68)*	0.08 (2.40)*	0.05 (1.46)	0.07 (2.14)*
滯後債券發行 (增長率)	-0.31 (3.22)*	-0.25 (2.70)*	— —	— —
滯後債券發行 (水平)	— —	— —	-0.57 (6.85)*	-0.59 (7.45)*
R2	0.27	0.19	0.42	0.42
DW 統計量	2.27	2.17	2.06	2.05
樣本期間	1982-1995	1982-1995	1981-1995	1981-1995
國家／地區數目	15	15	15	15
小組觀察總數	96	96	111	118
	因變數：銀行貸款 (增長率)			
	經合組織國家 <sup>3</sup>			
債券發行 (增長率)	0.02 (1.99)*	0.02 (1.95)*	0.02 (1.81)	0.02 (1.69)
股票發行 (增長率)	-0.003 (0.34)	-0.01 (0.87)	-0.01 (1.32)	— —
銀行盈利 <sup>4</sup>	0.06 (3.94)*	0.04 (2.79)*	0.04 (2.67)*	0.03 (2.30)*
產量差距 <sup>5</sup>	0.002 (0.80)	0.01 (2.48)*	0.005 (1.85)	0.01 (2.12)*
風險分攤 <sup>6</sup>	-0.004 (0.90)	-0.01 (2.10)*	0.0002 (0.05)	— —
滯後銀行貸款 (增長率)	0.33 (3.79)*	— —	— —	— —
滯後銀行貸款 (水平)	— —	-0.08 (3.17)*	-0.18 (4.61)*	-0.19 (5.08)*
R2	0.41	0.38	0.44	0.40
DW 統計量	2.11	1.54	1.57	1.81
樣本期間	1982-1995	1982-1995	1981-1995	1981-1995
國家數目	13	13	13	13
小組觀察總數	126	126	126	130

括號內數字為 t-統計量，\* 則表示系數在 5% 水平，屬於顯著。

註：

- 指奧地利、加拿大、瑞士、德國、西班牙、法國、英國、希臘、意大利、日本、韓國、盧森堡、墨西哥、荷蘭、葡萄牙、土耳其及美國。
- 指阿根廷、巴西、智利、中國、哥倫比亞、香港、印尼、印度、約旦、馬來西亞、秘魯、菲律賓、泰國、突尼斯及委內瑞拉。
- 指加拿大、瑞士、德國、西班牙、法國、英國、意大利、日本、韓國、盧森堡、荷蘭、葡萄牙及美國。
- 指稅前盈利佔總收入的百分比。
- 指實質當地生產總值減潛在當地生產總值佔潛在當地生產總值的百分比。
- 指政府債券收益率減美國政府債券收益率。

資料來源：金管局職員估計數字。

表 4  
本地企業的集資活動  
(十億港元)

年度	本地企業發行 新港元債券	在香港股票市場 籌集的資金*	本地貸款增長	總額
96	4.0	100.0	250.4	354.4
97	12.8	247.6	408.0	668.4
98	6.2	38.3	-120.6	-76.1
99	24.1	149.7	-176.1	-2.3
00	16.1	463.2	32.8	512.1

\* 包括 H 股及紅籌，以及涵蓋首次公開招股、供股、私人配售及自創業板市場集資所得資金。

資料來源：金管局。

#### IV. 債券市場及效率增益

在微觀經濟層面上，根據資訊流通不對稱理論的看法，債券市場可提高經濟運作的效率，並減少受到金融危機影響的機會 (Herring and Chatusripitak, 2000年)<sup>4</sup>。

銀行貸款及公司債券處理資訊流通不對稱的方式不同。銀行承受債權人(存戶)的信貸風險，並透過監察借款人進行風險管理，參與債券融資的公眾投資者則自行承擔本身的信貸風險。因此，債券融資將信貸風險由大批債券持有人分擔，遠較銀行融資分散。此外，債券融資並不涉及期限轉換的問題，原因是投資者完全明白其投資的收益率及期限。另一方面，由於銀行負債一般屬短期性質，資產年期則較長，因此銀行貸款無可避免涉及期限轉換的問題。設立本地債券市場也可減少向外舉債的需要，因此減少貨幣錯配的機會。若能發展完善的公司債券市場，市場自律的作用也會較倚賴銀行貸款的大，原因是投資者都要求商界提高資料公布及公司運作具透明度的標準，以能保障他們的利益，並願意以較低資金成本投資於表現優秀的公司 (Hakansson, 1999年)。

發展成熟的債券市場可與其他金融工具相互配合，為投資者提供一系列範圍廣泛的投資工具，其投資回報在有些情況下，是其他證券不能輕易提供的。例如，某些類別的投資者(如退休金、保險公司)會選擇持有低風險、回報穩定的債券，而這些都是股市無法提供的。

債券市場發展完善，也可為整體經濟帶來明顯的益處：

- 債券市場可提供由市場決定的利率期限結構(即收益率曲線)。收益率曲線主要是用作信貸風險、銀行貸款及股票的定價基準。對宏觀經濟政策的決策當局來說，收益率曲線的形狀能提供關於市場對未來利率及通脹的預期的重要訊息。債券市場也是發展有效的衍生工具市場(遠期、期貨、掉期及期權合約)的基礎，提供低成本管理金融風險的工具。
- 對於優質借款人而言，債券作為金融中介工具的費用較銀行融資少，因此可減輕優質借款人的資金成本。至於信貸質素介乎投資級別與非投資級別之間的借款人，由於要按他們的個別情況來作分析、安排融資及制定有關

<sup>4</sup> Modigliani及Miller(1958年)顯示，在完美的資本市場裏，無論如何根據債務、股本或其他債權來劃分某間公司的資本結構，它的投資價值也會相同，原因是一間公司的總投資價值只是視乎它本身的盈利能力及風險而定。



結構，因此可由具備較多適當資源的銀行來處理。

- 債券市場可增加銀行體系的競爭，減少由銀行支配公司融資的情況。若銀行發行債券，其表現可從債券價格反映出來，因此可以加強市場自律，有助銀行監管。
- 債券市場通過證券化可方便風險的轉移。債券市場為銀行提供重要渠道，以便重組貸款，然後以債券形式(如按揭證券或以其他資產作抵押的證券)出售，減少銀行面對流動資金風險及期限錯配的問題。

雖然債券融資可減輕期限錯配，但實例研究發現債券市場對延長公司債務期限的效果並不一致。一項根據不同公司的資產負債表數據探討阿根廷、巴西、墨西哥、印尼、馬來西亞、韓國及泰國選擇的融資方式(Schmukler and Vesperoni, 2000年)，結果發現可利用國際債券市場的公司的長期債務較不可利用該市場的公司的多，債務期限結構也較長(短期債務佔總債務的比重較小)。這與假設債券期限一般比銀行貸款長的情況是一致的。但該研究並無發現銀行貸款為主與市場融資為主的國家之間有明顯的債務期限結構的不同。從智利的例子便可見到，本地債券市場的發展並無延長公司債務的期限結構(Gallego and Loayza, 2000年)。


## V. 結論

債券市場發展完善，能帶來很多宏觀與微觀經濟的效益。透過分散及減少信貸及流動資金風險來提高微觀經濟效益，提高企業管治標準及更有效的風險定價，應可帶來宏觀經濟的成效，就是減少爆發金融危機的機會，並抑制金融危機一旦發生的負面影響。

但應注意發展債券市場同時會牽涉某些風險，以致債券市場可能成為擴散金融連鎖影響的渠道。此外，儘管債券市場有可能像上述的提高某些

效益，但有關銀行為本與市場為本的金融體系之間孰優孰劣的討論尚未有定案。近期一項研究根據廣泛的跨國資料探討了金融結構與經濟增長之間的關係，結果發現市場為本與銀行為本的金融體系之間並無明顯的優劣，沒有一種體系對促進經濟增長特別有效——「在整體金融發展水平相當的情況下，不論是市場發展成熟但銀行體系發展不夠成熟的國家，或銀行體系發展成熟但市場低度發展的國家，或各種金融體系發展較平均的國家的表現都沒有顯著不同。」(Levine, 2000年)但研究發現法律制度是金融發展的關鍵因素，發展較完善的金融體系有助促進經濟增長。

由此可見，決策當局不應只集中發展某一特定金融結構，如重債券市場而輕銀行體系，而是應該提高整體金融體系——不論是銀行為本抑或市場為本——的運作。這凸現了致力建立有效的市場基礎設施及減少資訊不均的重要性。這些工作也會有助盡量發揮債券市場在提高效益方面的潛能，並減少新興債券市場常見的羊群行為所構成的風險。尤其是，會計及資料披露標準等方面的市場透明度的改進，以及設立符合國際最佳標準的法律及監管制度，並嚴格執行，可幫助投資者在緊張形勢下能清楚區別不同的新興市場，並減少連鎖式的影響。近期新興債券市場的交叉相關作用減弱，部分可能是國際社會在這方面所作努力的成果。

過去10年間，金管局連同其他政府監管機構致力營造適當環境，有利本港發展運作健全的債券市場。外匯基金票據及債券計劃在1990年推出至今，已建立了年期長達10年的基準收益率曲線。此外，本港已設立市場莊家制度及有效的結算交收系統，包括已投入運作的港元和美元結算系統。除了設立有效的市場基礎設施外，本地會計及資料披露標準與國際水平相近，並根據國際最佳準則不斷提升。此外，本港的法律及監管制度透明度相當高，確保市場貫徹遵守自律的原則。

— 本文由經濟研究部蔣國榮、鄧思穎及羅詠梅提供