

這篇演辭研究債券市場作為金融中介渠道的角色，並檢討香港的債券市場發展情況，以及研究香港債市應如何定位以迎接未來挑戰。演辭的結論指出，香港具備穩健的市場基礎設施，已準備妥當參與發展內地人民幣債券市場。

引言

今天很高興能夠與大家交流香港發展債券市場的經驗，以及我們對債券市場前景的看法。不過在轉入正題之前，我首先要祝賀內地的朋友成功帶領中國加入世界貿易組織。中國在一個多星期前簽署了必要的文件，標誌着15年來的努力與決心終於取得成果。同時，這也是新紀元的開始，中國會積極投入全球化發展，為中國、亞洲以至全球帶來益處。我深信香港必定會獲益良多。香港這個自由開放的經濟體系是通往內地的門檻，也是中國不可分割的一部分，國際商界在香港整裝待發，要充分把握未來在內地不斷展現的商機。香港是中國的國際金融中心，熱切期待內地在入世後加快開放金融市場所帶來的機會。簡單來說，儘管目前全球經濟陷入衰退的陰霾，但香港的前景仍然是一片光明。

債券市場發展

現在讓我談談債券市場的發展。我要先行指出幾點需要注意的地方。第一點是最基本及明顯的，但可能由於太過明顯，我們反而會忽略了。這就是債券市場是金融中介渠道，目的是將儲蓄中轉至具生產力的投資項目，以促進經濟增長及發展。參與債券市場的人士，包括負責發展債券市場及在債市中經營的人士都應該緊記這個基本目的。特別是當大家研究推出衍生工具等嶄新產品時，更加要考慮到債券市場的基本目的。我並不反對進行先進及嶄新的金融管理，亦不反對這些金融管理人員收取豐厚的報酬，但無論在批發或零售層面，監管機

構與市場人士都必須能理解及應付這些產品所帶來的風險。然而，事實往往並非如此。儘管理論上這些產品有助分散及管理風險，令市場更有效率，但實際上風險可能會加劇，以致危害系統穩定，擾亂資金在基要的金中介渠道的流向。

第二點也是頗為明顯的，就是債券市場與銀行體系及股票市場組成三大金融中介渠道；而至少在亞洲區，銀行體系與股票市場的發展比債市完善。沒有這麼明顯的是，我們要確保債券市場穩健及有效運作的重要性。唯有這樣，一旦銀行體系或股票市場發生危機，債券市場才能有效將突然由這兩個渠道調走的大筆儲蓄引導至投資。這些渠道應互相補足，確保即使在金融環節面對壓力期間，金融中介活動以至經濟增長仍能持續。我們目睹在80年代末信貸收縮期間，美國債券市場如何代替銀行體系發揮中介功能，我們也目睹當長期資本管理公司的危機令債券市場無法中轉資金時，美國銀行體系如何擔當支援角色，減輕事件對經濟增長造成的影響。相反，在亞洲多個地區的銀行面對困境時，區內發展比較落後的債券市場卻無法提供必要的支援。於是資金慢慢流失，經濟與金融環節轉趨疲弱。因此，發展區內債券市場的工作刻不容緩。

然而，這項工作因為第三點而受到妨礙：三個金融中介渠道互相競爭。這至少是亞洲區的情況，較有效率的銀行體系及股票市場可能對債券市場的發展造成障礙。當然，出現這種情況，亦可能與既得利益者在一定程度上運用了影響力有關。因此，對於債券市場發展未臻完善的經濟體系，從社

¹ 本文為金管局總裁任志剛在2001年11月19日於香港舉行的新紀元中國政府證券市場論壇上發表的演詞。

會的好處着想，政府應該考慮參與其發展。香港的情況就是這樣。不過香港是全球最自由的經濟體系之一，而且無需以政府借款來資助預算赤字，因此我們最初對政府刻意參與發展債市有所保留，我們是經過長時間的反覆思索與掙扎才作出決定。隨着金融機構在提供金融服務方面進一步融合，另外兩個中介渠道的服務供應商雖然現時沒有積極支持債券市場發展，但說不定日後會逐漸演變為合作甚至主動參與債市發展，無需政府再作參與。不過，暫時來說，在考慮到區內大部分經濟體系的金融發展狀況後，政府似乎有需要參與發展債券市場。政府的參與形式不一定是提供比較直接或明顯的資助，政府可以協助促進市場基礎設施的發展、消除行政屏障、在教育方面提供支援等。

第四點是債券市場的金融中介功能不一定只是狹義地以本地為限，而是可以及應該提升至國際層面。透過把境外儲蓄引導至境內投資，可以大大增加極待進行的本地投資項目的資金來源。同時，此舉也能提高國際資金分配的整體效率，把資金引導至風險與回報成正比的經濟體系。實行資本管制的經濟體系要為債券市場最終邁向國際作好打算，當然所涉及及開放金融市場的過程的風險相當高，但我們要管理而不是逃避風險，開放市場在維持金融穩定方面的利遠大於弊。即使經歷了1998年的亞洲金融風暴，我也可以證實這一點。自由開放的市場令決策者受到約束，這一點相當重要，對他們所服務的對象有長遠利益。

第五點是關於實際發展債券市場；我們需要採取全面的方法。我們要處理的環節包括供求問題、營造適當的環境讓供求因素互為影響以便為債務工具定價(包括市場莊家制度及基準收益曲線的釐定)，以及建立市場基礎設施(包括支付、結算及交收系統)。

若我們集中逐一考慮這些問題，就會發現第六點，也就是市場對債務工具存在龐大的潛在需求，特別是儲蓄率高企的經濟體系。在低風險、低

回報的銀行存款與高風險、高回報的股票市場之間，應該有一種符合債務工具的風險與回報關係的風險與回報狀況。問題是我們如何從兩極化的風險與回報模式中引發並滿足這種潛在需求。投資者教育及設立零售網絡銷售債券會有幫助，但後者的成本可能會相當龐大，更可能會過分高昂，特別是在低利率的環境中，而零售銀行又未能全心全意提供支持(我很高興指出香港的情況不是這樣)。此外，當政府債券被銀行體系用作獲取流動資金支持的資產時，銀行對政府債券的需求往往會蓋過了公眾的需求。不過，若能有系統地把儲蓄引導至以專業形式管理的退休基金計劃等，應能有效利用零售需求。同時，此舉也能讓零售需求提升至比較專業的層面，再加上有適當的供應，將會大大提高債務市場在發揮金融中介功能方面的效率及穩健程度。

我提出的第七點與供應有關。除非像香港一樣有盈餘，否則在一些長期需要尋找資金以資助預算赤字的經濟體系裏，債務工具的供應自然相當充裕。但單靠這樣並不足夠，我們還需要確保政府債券的供應能滿足不同性質的需求。要達到這個目的，我們要有結構完善、具透明度及大家都能夠了解的計劃，而且債券還要有不同的年期。

第八點則是涉及供求兩方面的因素互為影響，以可靠及有效率的方式找出合理的市場定價的過程。這一點適用於第一及第二市場，最有效的方法分別是設計完善的投標及市場莊家制度。不過，監管機構可能需要提供最後支援。全球各地的市場都有許多成功的例子可資借鑒，亦有大量有關這些制度的參考資料。這些制度的目的是要確保市場高度流通，能迅速可靠地找出合理定價，從而可提供基準收益率曲線，讓其他私營機構發債體作為參考，能肯定及準確地為它們所發行、規模龐大的債券定價。我們在發展債券市場時要以此為目的，債券市場才能有效發揮金融中介功能。

第九點與市場基礎設施有關。我所指的市場基礎設施，是支付、結算及交收系統。很可惜，這

往往是發展金融市場(不單止債券市場)時最被忽略的環節。試想想若投資者買入的金融工具在交付中途遺失了,對一般投資者的信心會造成多大損害。又或者投資者在付款後要等一段長時間才能收到所買入的金融工具,或他所支付的款項沒有到達賣家的手中。我經常指出政府動用大量人力物力築路修橋,興建實體基建,確保能快捷安全地運送市民與貨物,但用於建設快捷安全地運送資金與金融工具的基礎設施的資源,卻只相等於投入發展實體基建的資源的極小部分。結果很簡單,就是金融中介過程欠缺效率,資金未能全面發揮潛力,經濟增長受到妨礙。套用市場術語,我們需要的金融基礎設施是能夠透過即時支付結算系統進行金融工具的貨銀兩訖交收安排(以及外匯交易同步交收的結算安排)。香港已成功發展了這樣的金融基礎設施。

香港的債券市場

現在讓我轉到香港債券市場發展的課題上,與大家分享我們的經驗。正如我較早前指出,面對若對某個市場有需求的話,這個市場便無需政府介入也會發展的論點,我們掙扎了一段長時間後,最終還是決定介入。我們在1990年初推出外匯基金票據及債券計劃,我們最初的理據是我們需要一種以銀行為對象的貨幣市場工具,以促進貨幣管理,而不是為了促進債券市場發展。然而,我們推出整套的配套措施來進行這項工作。我們制定了創新的市場莊家制度,只要市場莊家在外匯基金票據及債券的整體持有量保持長倉(在扣除適當百分比後),他們便可以拋空任何一批外匯基金票據及債券,從而保證市場的流通性。這個制度現已由一個更加穩健的安排所取代。根據新安排,某批外匯基金票據或債券的短倉會透過以其他期數的外匯基金票據或債券為抵押的隔夜回購協議在日終平倉。我們亦建立了無紙化的結算、交收及託管系統,該系統由金管局的債務工具中央結算系統管理,並為私營機構發行的規模龐大的債券提供類似服務。此外,我們在

1996年底推出即時支付結算系統的同時,也推出即時及日終貨銀兩訖交收安排。

與此同時,債券的供應穩步增長。過去十多年來,公司債券發行量增加了300%。產品也日趨多元化,包括香港按揭證券有限公司在市場推出的按揭證券及其他供個人投資者購買的產品。我較早前提到對債務工具的潛在需求轉眼間便全數吸納了這些產品。加上最近推出的強制性公積金計劃,對債券的需求迅速增加。1991年債券市場的規模只有本地生產總值的4%左右,但去年已增加至35%,其中私營機構債券所佔的比重現時已達到接近77%。我們已取得重大進展,不過只要與三大工業國的債券市場比較,我們就發覺還有許多可以發展及改進的空間。但香港的債券市場已有一定規模,亦相當穩健,能夠在金融動盪的時期提供一定程度的支援。在1998至99年間,物業價格急挫,金融危機令資產質素惡化,銀行採取保守的貸款政策,公司債券發行出現大幅增長。

未來的定位

我們目前發展債券市場的主要方向是提升市場至國際層面。香港是國際金融中心,當然期望參與國際金融中介活動。為達到這個目的,我們將工作重點集中在兩方面。其一是將本港金融基建中的適當設施與其他地區的相應設施聯網,只要雙方的系統能夠配合,有關地區又願意的話,我們便會進行聯網。聯網的目的主要是促進跨境債券投資。本港的債務工具中央結算系統於1994年與歐洲結算系統及Clearstream聯網,於1997年與澳洲的中央證券託管系統聯網,以及分別於1998年及1999年與新西蘭的證券託管系統及韓國證券預託院聯網。我們亦準備好隨時邀請亞洲區內具備即時支付結算功能的其他貨幣的支付系統與本港的港元即時支付結算系統聯網,以達到外匯交易同步交收,從而消除赫斯特風險。但我必須指出,債務工具中央結算系統過去所建立的聯網的使用率偏低,同時截至目前為

止，區內亦沒有其他支付系統接受我們的邀請。我希望這只是因為區內其他經濟體系的金融基礎設施尚未發展至適合建立這類聯網的階段。然而，我們並未發現有任何其他安排，會比我們建議的安排更加穩健，能夠有效推動及促進區內一直缺乏的國際金融中介活動。因此，我們會耐心等待。

美元是國際金融中介活動中最普遍使用的貨幣，我們全力進行的另一項工作是按照港元金融基礎設施的模式，推出美元金融基礎設施。我們已於去年底完成這項工作，推出美元債券結算系統及即時支付結算系統，並把這些系統與港元金融基礎設施中的相應系統聯網。我不打算在這裏詳述有關的技術細節，以免悶倒大家。不過這些系統的聯網，表示亞洲時區現已具備穩健的美元交易金融基礎設施，亞洲區可以擁有本身的美元債券市場。只要有關美元債券或其他美元金融資產是由香港的債務工具中央結算系統託管，投資者無需待至紐約開市，便可以就涉及這些債券或金融資產的交易進行最終結算。此外，任何具備即時支付結算系統的亞洲貨幣若與本港的系統聯網，便能就兩種貨幣達到即時外匯交易同步交收。目前港元與美元交易已能做到外匯交易同步交收——這是全球的創舉。

相信大家留意到，我已轉到如何為香港債券市場定位，以迎接未來的挑戰。我們透過致力發展金融基礎設施，使香港成為發展亞洲區或亞洲時區債券市場的理想地點。我期望本港金融界的朋友能夠利用這種優勢，將美元債券的發行人及投資者帶到香港。債券市場的未來發展主要由他們操控。香港金融管理局作為中央銀行，會竭盡所能為公眾提供穩健的金融基礎設施。當然，我們可以按照這套金融基礎設施的模式，為其他貨幣建設類似的金融基礎設施。事實上，我們正研究就其他並非在亞洲時區進行支付結算的主要國際貨幣——歐元——設立類似設施的可能性。此外，我們亦可以通過顧問服務的形式，把我們的技術轉移予其他經濟體系。我特別想到人民幣金融基礎設施，我個人認為

有關設施急待鞏固，這不單止為了推動人民幣債券市場的發展，同時亦為了配合中國加入世界貿易組織後將會推出的多項進一步開放金融市場的措施。

香港的美元金融基礎設施，加上十多年來行之有效的市場莊家制度，以及金融機構雲集這幾項因素，使香港成為內地推出美元債券計劃的理想地點。當然，我明白中國內地坐擁超過2,000億美元的外匯儲備，根本無需再籌集外債。然而，部分未償還外債可以透過這類計劃經香港進行再融資。也許在建立了類似港元外匯基金票據及債券的具流通性的市場及可靠的基準收益率曲線後，整體的借貸成本可望減低。這個計劃風險極低，但卻有莫大裨益：對內地來說，可大大節省借貸成本及巡迴展覽費用；對香港來說，可以鞏固其在亞洲區的債券中心地位，實在值得一試。

同時，我們也準備妥當，參與發展內地的人民幣債券市場。我們會按照中國加入世貿組織的有關時間表循序漸進地推行這方面的工作，最初會成立包銷及買賣人民幣債券的合營企業，然後是發展人民幣債券基金等等。不過，我們希望最終內地當局能夠讓香港全面參與人民幣債券市場。我肯定香港將會對人民幣資產存在一定需求（即使暫時並未形成這種需求）。我明白這個課題及其他有關在內地以外的人民幣金融中介活動涉及複雜的資本帳管制問題，需要內地當局小心謹慎地解決。不過我要重申，由於香港與華南地區的經濟日漸融合，兩地間某程度的甚或是更大程度的資本流動是無可避免的。這些資金流向其實是在促進兩地間更有效率的資金運用，問題是：究竟要妥善、公開地中轉這些資金流向，以及在適當情況下加以管制及監察，還是任由其在暗中進行？香港自由開放的金融市場在人民幣金融中介過程中能夠發揮重要作用，我很高興在中國的經濟與金融發展正踏入重要階段時，這次會議的其中一個主題是如何可以促進有關發展。🌀