

2003年港元債務市場的發展

本文由經濟研究部徐國輝、李瑞連與羅詠梅，以及貨幣管理及金融基建部鮑克運與李子欣提供

2003年港元債券新發行量略為減少。海外非多邊發展銀行發債體的發行額增加，但因認可機構及本地公司發債減少而被抵銷。另一方面，由於借貸成本低吸引發債體為現有債務進行再融資，未償還債券總額繼續增加。

當局在2003年推行多項新措施以進一步發展本地債券市場。4月份歐元結算系統啟用，為歐元債券提供貨銀兩訖結算服務。此外，政府分三個階段推行各項措施，以精簡債券發行及上市的規例與程序。

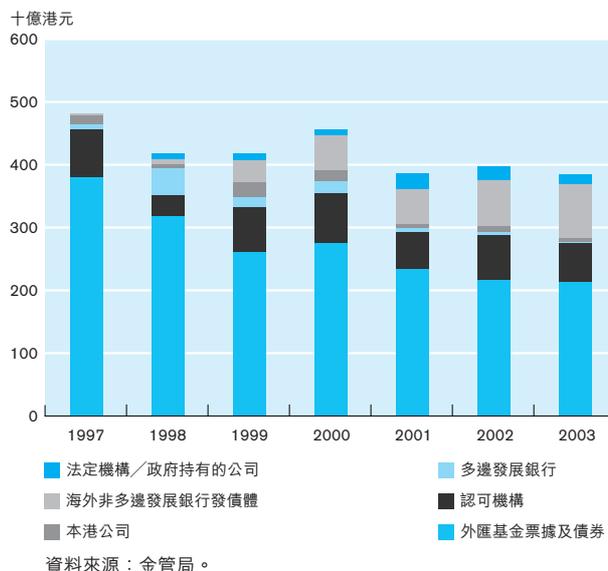
零售債券市場繼於2002年錄得大幅增長後在2003年進行整固。展望未來，加強教育投資者的工作，再加上政府推行有關政策予以支持，應可進一步促進本地零售債券市場的發展。

市場概要

2003年港元債券發行總額減少3%，至3,840億港元（圖1）。承接2002年發債額大幅增加28%的趨勢，不計多邊發展銀行在內的海外發債體在2003年再增加發債額17%，至860億港元。¹但由於本地私營機構發債額大為減少，已完全抵銷上述的增幅，其中認可機構及本港公司的發債額分別減少15%及38%。²此外，外匯基金、法定機構／政府持有的公司，以及多邊發展銀行的發債額也告減少。

在2003年，整體市場繼續深化，有較多附有提高收益特點的特別結構產品及年期較長的債券推出。然而，部分受到2003年下半年本地股票及地產市場回升影響，零售債券需求減少（見附件A）。

圖 1
新發行港元債券

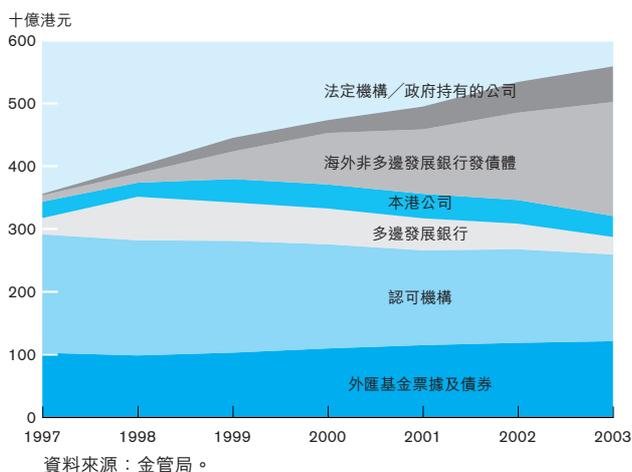


¹ 多邊發展銀行指亞洲開發銀行、歐洲社會發展基金議會、歐洲鐵路車輛融資公司、歐洲投資銀行、歐洲復興開發銀行、泛美開發銀行、國際復興開發銀行、國際金融公司、非洲開發銀行及北歐

投資銀行。來自多邊發展銀行所發行債券的收入可獲豁免徵收利得稅。

² 認可機構包括持牌銀行、有限制持牌銀行及接受存款公司。

圖 2
未償還港元債券



儘管發債總額減少，但由於2003年內新發行債券總額較到期債券多出250億港元，年底時未償還港元債券增加至5,580億港元(圖2)。2003年海外非多邊發展銀行發債體錄得420億港元的淨發債額(即總發債額減到期債券)，因而取代了認可機構，成為最大的

發債體，佔未償還港元債券總額接近三分之一。此外，可能由於銀行體系流動資金充裕，對外來資金需求不大，認可機構的未償還債券總額減少110億港元，至1,380億港元。發債活動及未償還債券資料詳載於附件B。

定息債券市場

2003年新發行定息債券(不包括外匯基金票據及債券)繼續大幅增加18%，至1,200億港元。³香港的低息環境似乎對海外公司特別吸引，海外非多邊發展銀行發債體錄得340億港元的定息債券淨發行額，使未償還債券總額達到1,230億港元。認可機構及其他本港公司的定息債券淨發行額保持穩定，法定機構及多邊發展銀行的發行額則稍跌。為鎖定當前的低借貸成本，上述發債體在2003年均延長了新發行定息債券的平均年期(表1)。

表 1

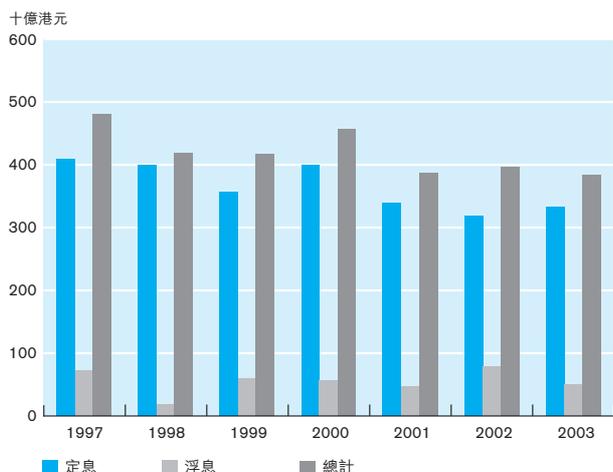
新發行定息債券(不包括外匯基金票據及債券)平均年期

發債體	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
法定機構/政府持有的公司	—	2.9	2.0	2.0	3.6	2.9	6.7
多邊發展銀行	5.2	2.0	3.4	4.0	4.8	5.6	7.5
海外非多邊發展銀行	4.3	2.1	1.6	2.2	2.9	3.7	3.1
認可機構	2.5	3.5	2.0	2.1	2.4	2.4	3.0
本港公司	0.1	0.2	2.4	3.3	2.6	4.3	4.5
總計	3.2	2.3	2.2	2.5	3.0	3.3	3.6

資料來源：金管局。

³ 所有外匯基金票據及債券均為定息債務工具。

圖 3
本港新發行定息及浮息債券



料 資 來 源：金 管 局。

浮息債券市場

浮息債券總發行額扭轉上一年大幅增加的趨勢，在2003年顯著減少36%，至510億港元(圖3)。由於定息債券較受投資者歡迎，2003年新發行浮息債券(不包括外匯基金票據及債券)的比率由2002年的44%，下跌至30%。發行額下跌的原因，主要是受到美國經濟增長及利率前景不明朗影響，認可機構與海外非多邊發展銀行發債體均增發定息債券，相應減少發行浮息債券。於2003年底，未償還浮息債券總額為1,470億港元，較2002年減少6%。

促進本港債券市場發展的措施

過去一年當局推出多項新措施，以促進本港債券市場的發展，其中包括加強債券結算的基建、在零售市場推廣外匯基金債券、擴大寬減利得稅，以及精簡債券發行與上市的規例。

加強債券結算系統

金管局在1997年開始致力推動債務工具中央結算系統(CMU結算系統)連接至亞太區與全球性中央債務證券託管機構的對外聯網，至今CMU結算系統已發展成為一站式平台，為亞洲投資者提供債券結算、交收及託管服務。透過這個系統，亞洲投資者可在穩妥及有效率的环境下結算及持有澳洲、香港、韓國與新西蘭的本地債券，以及在明訊結算系統與歐洲結算系統託管的國際債券。繼2003年4月歐元結算系統在香港啟用後，CMU結算系統更可讓成員選擇以貨銀兩訖方式結算歐元(除港元及美元外)債券。這項即時貨銀兩訖結算服務，可進一步提高在CMU結算系統處理歐元債券買賣的結算效率，並消除結算風險。

推動外匯基金債券的零售市場

金管局於2003年8月1日推出為期1年的試驗計劃，以方便一般投資者買賣外匯基金債券。根據該計劃，每季發行的2年期及3年期外匯基金債券均會預留一部分，供一般投資者以非競爭性投標方式，並透過3間指定的零售外匯基金債券分銷商(即東亞銀行、星展銀行(香港)有限公司及永隆銀行)認購。除了提供非競爭性投標服務外，這3間分銷商同意於二手市場採用劃一標準向一般投資者銷售債券，以提高定價透明度及方便比較。首3項非競爭性投標已先後於2003年8月、10月及11月進行，結果向一般投資者售出共值2.41億港元的外匯基金債券。

教育一般投資者

在支持零售債券市場發展的同時，金管局亦關注公眾人士未必意識到投資固定收入產品所涉及的風險。就這方面，金管局已在網站增設「外匯基金債券：投資者須知」一節，讓一般投資者更了解債券投資的有關事項。此外，金管局也編製全新的外匯基金債券小冊子，增強公眾對外匯基金債券零售計劃的認識。

稅務優惠

政府擴大某些稅務優惠措施以刺激債券需求。財政司司長在2003年3月5日《財政預算案演詞》中宣布，來自年期不少於7年並且符合資格的債務票據所得的應評稅利潤，其所享有的稅項減免幅度由原來50%增加至100%。⁴此外，政府亦放寬可享有50%利得稅減免的合資格的債務票據年期規定，由原來的不少於5年縮短至不少於3年。

精簡債券發行及上市的規例

政府分三個階段推出措施，以精簡債券發行及上市的規例與程序。第一階段是由證券及期貨事務監察委員會（證監會）在2003年2月發出多項指引，包括准許發出認知廣告、「雙重招股章程」機制及准許就註冊目的以傳真方式呈交專家同意書及呈交供大量印製的招股章程校樣裝釘本。此外，證監會對發售債券的招股章程的兩類豁免亦於2003年5月生效。⁵第二階段是在2003年6月將《2003年公司（修訂）條例草案》提呈立法會，內容是建議簡化招股章程的註冊及

發程序。至於第三階段，證監會將會參考國際標準，全面檢討現行法例及程序，以促進證券的發行及上市。證監會已展開有關檢討，並預期於2004年9月提出建議，以諮詢公眾。

總結

2003年港元債券總發行額稍降。儘管本地公司及銀行減少發債，但海外發債體在市場上的參與逐漸增加。展望未來，隨着經濟持續復甦，公營及私營機構的集資需求應會增加。當局加強市場基建，並採取各項措施精簡債券發行及上市的規例與程序，應可為本地債券市場帶來進一步的動力。

⁴ 符合資格的債務票據指符合以下條件的債券：(a)在香港向公眾發行，(b)原有效期不少於5年，(c)最低面值為5萬港元或等值外幣，(d)全數由金融管理專員所營辦的CMU結算系統託管和結算，及(e)如屬非法定機構或非政府持有公司發行，須在所有有關時間具有獲金融管理專員承認的信貸評級機構所給予的並可獲金融管理專員接受的信貸評級(如目前為標準普爾給予的BBB-或以上)。

⁵ 兩類豁免包括：

- (a) 在符合《公司條例》附表3若干條件的情況下，上市或不擬上市債券的招股章程可以毋須遵從《公司條例》內被證監會認為與作出知情投資無關及／或對發行人構成不適當負擔的內容規定；及
- (b) 上市債券的招股章程可以無需遵從《公司條例》內那些與《上市規則》的相等規定相同或相似的內容規定(條件是並未就該等規定給予豁免、修訂或其他特許)。

附件 A

香港零售債券市場的發展

過去兩年本港零售債券市場顯著發展，逐漸成為本地及海外公司另一集資渠道。對個人投資者來說，零售債券可作為另一投資選擇，風險相對較低，收入亦較穩定。此外，零售債券可有助擴大投資者基礎，並提高本地債券市場的流通性，後者已被普遍認定為有助遏止及防範金融危機擴大的主要對策。本附件評估本港零售債券市場的近期趨勢，並探討推動日後發展的可行方法。

初期發展動力強勁

2001年10月香港按揭證券有限公司首次透過配售銀行向一般投資者推出債券以來，零售債券已能吸引愈來愈多本港投資者。最初零售債券都是由法定機構(如香港按揭證券有限公司、機場管理局及地下鐵路公司)發行，到了2002年中九龍倉成為本港首間發行零售債券的私營公司。美國福特汽車旗下專營汽車財務的全資附屬公司——福特信貸——也在2003年底發行港元及美元債券，成為首間在香港發行零售債券的外國公司。

2001年10月至2003年底期間，有24間公司及銀行合共發行170批零售債券及零售存款證，集資超過380億港元，佔期內港元債券總發行額(不包括外匯基金票據及債券)約一成。由於有更多公司及金融機構以這個方式在香港集資，市場推出的產品種類亦逐漸增多，包括一些在初期提供相對較高固定票息及其他提高收益特色的債券，藉以吸引潛在客戶。此外，市場推出年期較長的債券，如2003年機場管理局及香港按揭證券有限公司發行7年期債券，以及九廣鐵路公司發行10年期債券，也延長了零售債券的期限。

除了較多發債體加入及市場陸續推出新產品外，2001至02年期間利好的市場形勢，亦帶動零售債券市場的迅速發展。股市波動及樓市不振，加上名義存款利率降至歷史低位，促使個人投資者尋求其他風險較低及收入較穩定的投資途徑。此外，本港推行強制性公積金計劃，使公眾有較多機會接觸債券投資，也有助刺激零售債券的需求。

近期發展放緩

由於一些有利的宏觀經濟因素逐漸消散，發債活動在踏入2003年下半年後放緩。由於其他投資工具提供的回報已見改善，零售債券需求尤其受到影響。首先，全球股市經過極其漫長的低沉時期後，於2003年下半年顯著上揚。第二，樓市似乎有復甦跡象。供應方面，部分發債體在2003年初可能已趁利率處於歷史低位為投資項目預早融資，導致近期的集資活動轉趨淡靜。估計2003年在香港發行的零售債券及存款證總額為140億港元，較上一年下跌約四成。

除了宏觀經濟因素外，微觀經濟因素也對近期零售債券市場放緩發揮一定影響。市場消息指現時大部分的債券持有人本來是定息存戶，但礙於息率偏低而轉投零售債券，以取得較高回報。本港有十多間銀行擔任零售債券的市場莊家，所以這些投資者要在二手市場買賣債券毫無問題，但由於將零售債券視為直接取代定期存款的產品，因此投資者會偏向把債券持至到期日。這種買入來持有的心態能刺激一手市場需求，卻不會令二手市場交投變得活躍。

近幾年本港認可機構貸存比率下降，使盈利受到影響。認可機構承諾為零售債券發債體擔任配售代理及市場莊家，若存戶把多餘的存款轉作債券投資，認可機構便可開拓新的收費收入來源，並藉此減少本身向存戶付息的成本。但有市場消息指，經過在2002年的初期迅速增長後，認可機構有些銷售職員對推銷這些產品似乎已較冷淡，原因是收費收入相對較低，當局也有規例禁止認可機構向沒有證券買賣戶口的存戶主動推介產品。⁶

長遠前景

面對上述困難，當局已推行一連串措施，以進一步推動零售債券市場的發展。這些措施主要包括教育投資者、精簡債券發行及上市的規例與程序，以及在零售市場推廣外匯基金債券(參閱主要文章所載資料)。

本港零售債券市場具備相當的長遠發展潛力。需求方面，銀行體系港元定期存款在2003年底達到7,500億港元以上，相當於未償還港元定息債券數額的1.8倍有多，可見公眾可轉作穩定回報資產的積蓄相當多。假若這個數字中微微一成由定期存款轉投入債券市場，便會令後者數額顯著增加750億港元，增幅達18%。此外，本港銀行網絡完善，加上政府當局支持，都是助長零售債券市場蓬勃發展的一些有利因素。

⁶ 若有關客戶不是《證券及期貨條例》所界定的「原有客戶」，註冊機構的職員不應主動推廣證券或期貨產品及服務，除非該客戶主動表示有興趣了解有關產品或服務則可例外。參閱《香港金融管理局季報》2003年6月號「監管機構備忘錄：《證券及期貨條例》及《2002年銀行業(修訂)條例》」的詳細資料。

附件 B

新發行港元債務工具 (百萬港元)							
期間	外匯基金	法定機構*	多邊 發展銀行	海外非多邊 發展銀行 發債體	認可機構	本港公司	總計
1997年	379,900	0	8,650	2,540	76,902	12,778	480,770
1998年	316,850	9,171	44,502	7,728	33,307	6,180	417,738
1999年	261,443	10,386	15,920	34,417	70,290	24,098	416,553
2000年	275,036	8,325	19,330	57,110	79,753	16,107	455,661
2001年	233,960	24,316	7,462	56,865	57,807	5,600	386,011
2002年	216,228	21,557	5,200	73,065	71,406	8,854	396,312
2003年	213,255	16,002	2,641	85,509	60,850	5,470	383,727
比2002年 增／(減)	(2,973)	(5,555)	(2,559)	12,443	(10,556)	(3,384)	(12,584)

未償還港元債務工具 (百萬港元)							
期末數字	外匯基金	法定機構*	多邊 發展銀行	海外非多邊 發展銀行 發債體	認可機構	本港公司	總計
1997年	101,650	2,295	26,150	10,032	188,387	26,183	354,698
1998年	97,450	11,366	69,402	14,777	183,300	22,378	398,673
1999年	101,874	21,572	61,287	43,767	177,915	37,331	443,745
2000年	108,602	20,509	57,062	81,840	165,680	38,405	472,098
2001年	113,750	36,227	51,104	102,897	150,960	38,880	493,818
2002年	117,476	48,828	40,834	139,145	149,013	37,567	532,863
2003年	120,152	56,780	27,855	181,522	137,988	33,466	557,764
比2002年 增／(減)	2,676	7,952	(12,979)	42,377	(11,025)	(4,101)	24,901

*包括政府持有的公司
資料來源：金管局。