

## 2004年港元債券市場的發展

— 本文由經濟研究部徐國輝、莫宇翎與楊信，以及貨幣管理及金融基建部葉吉潮與彭聰提供

港元債券市場在2004年繼續增長。為推動本地債券市場的發展，以及為基建項目籌集資金，政府自1984年以來首次發行債券。在低息環境下，發債體把握借貸成本偏低的機會，因此新發行債券繼續由定息債券主導。

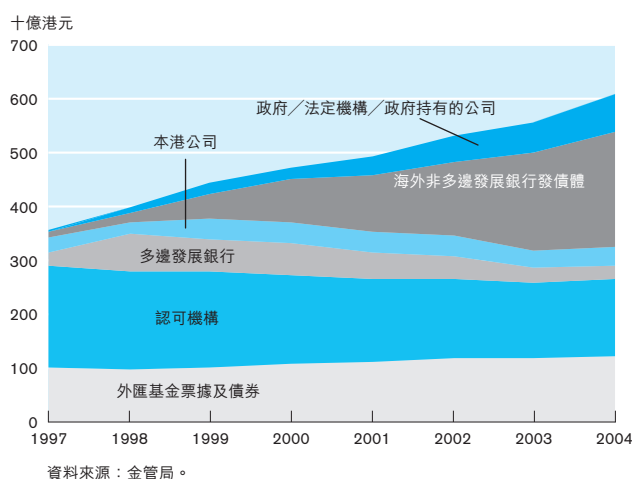
港元債券市場有所增長，部分原因是金管局繼續致力改進市場基建及教育一般投資者。有關措施包括設立內地與香港之間的債券交收機制、推出全新的港元回購交易交收平台、向一般投資者發售外匯基金債券，以及加強透過傳媒報導外匯基金債券定價。

一般投資者對政府證券化債券及香港按揭證券有限公司(按揭證券公司)的按揭證券反應良好，顯示證券化市場在香港的發展漸趨成熟。證券化債券不僅為企業提供高效率的融資渠道，亦能滿足不同風險承受能力的投資者的需要。此外，流動性高及有效率的證券化市場有助鞏固香港的金融體系。

### 市場概要

港元債券市場在2004年持續增長。2004年底未償還債券總額達6,080億港元(圖1)，較2003年增加9%。除多邊發展銀行外<sup>1</sup>，所有其他發債體——外匯基金、政府、法定機構/政府持有的公司<sup>2</sup>、認可機構<sup>3</sup>、本港公司及海外非多邊發展銀行發債體——均增加發債額。多邊發展銀行的未償還港元債券在1998年達到690億港元的高位後持續回落，至2004年底為250億港元。

圖 1  
未償還港元債券



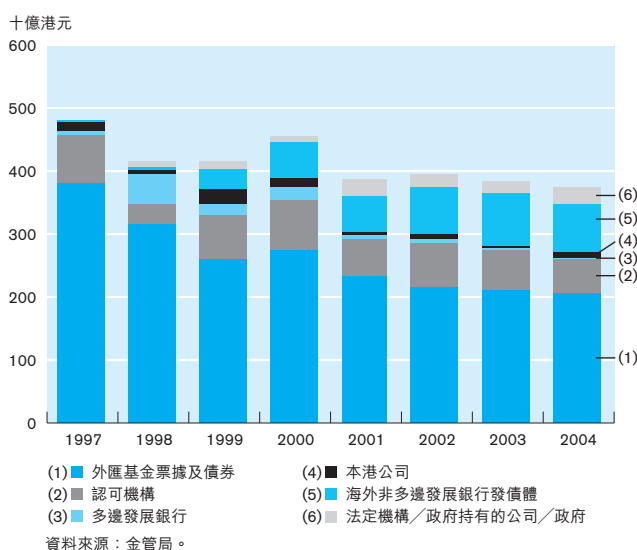
<sup>1</sup> 多邊發展銀行指亞洲開發銀行、歐洲社會發展基金議會、歐洲鐵路車輛融資公司、歐洲投資銀行、歐洲復興開發銀行、泛美開發銀行、國際復興開發銀行、國際金融公司、非洲開發銀行及北歐投資銀行。來自多邊發展銀行所發行債券的收入可獲豁免利得稅。

<sup>2</sup> 法定機構或政府持有的公司包括Bauhinia Mortgage-backed Securities Limited、香港按揭證券有限公司、香港機場管理局、香港房屋委員會、香港五隧一橋有限公司、九廣鐵路公司及地鐵有限公司。

<sup>3</sup> 認可機構包括持牌銀行、有限牌照銀行及接受存款公司。

在2004年，港元債券的發行總額達3,770億港元，較去年減少70億港元(圖2)。外匯基金的發債額減幅相若，但仍然為年內最大的發債體，佔所有新發行債券的55%。外匯基金票據及債券的需求強勁，平均獲超額認購3倍。需求強勁，加上銀行體系流動資金充裕<sup>4</sup>，令外匯基金票據及債券收益率保持在低水平。10年期外匯基金債券收益率下降74基點，至2004年底的3.63%，比同期美國國庫債券的收益率低約58基點。

圖 2  
新發行港元債券



不計外匯基金票據及債券在內，2004年港元債券發行總額保持穩定，為1,710億港元。本港公司、政府/法定機構/政府持有的公司的發債額增加，大致上抵銷了認可機構及海外非多邊發展銀行發債體的發債額減少(發債活動及未償還債券資料詳載於附件A)。

為籌集基本工程項目所需資金及提高政府流動資金管理的靈活性，以及促進香港債券市場的發展，政府在2004年推出環球債券發行事項，這是自1984年以來政府首次發行環球債券。是次環球債券的發行總額為200億港元，其中本地部分合共102.5億港元售予個人及機構投資者，國際部分合共12.5億美元的10年期債券則配售予147位機構投資者。

過去一年整體市場繼續深化，有多種結構產品及證券化債務工具推出(見附件B)。5月份，政府全資擁有的公司——香港五隧一橋有限公司——出售60億港元證券化債券，該批債券是由政府擁有的五條隧道及一度橋樑的隧橋費收入支持，發債所得款項用作資助基建項目。另外，按揭證券公司在2004年底時首次在香港推出零售按揭證券。

### 定息債券市場

2004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。<sup>5</sup>新發行定息債券繼2003年增加16%後，在2004年再增加12%至1,340億港元，有關增長主要受到政府發行環球債券及進行資產證券化帶動。海外非多邊發展銀行發債體、認可機構及本港公司等私營部門發債體的定息債券發行量大致保持穩定。由於市場普遍預期2005年香港的利率趨升，因此大部分發債體在2004年均延長了新發行定息債券的平均年期，以鎖定目前的低借貸成本(表1)。

<sup>4</sup> 總結餘反映銀行同業流動資金水平，其每日平均數由2003年的30億港元，大幅增加至2004年的300億港元。

<sup>5</sup> 所有外匯基金票據及債券均為定息債務工具。

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	2004
政府債券	—	—	—	—	—	—	—	5.5
法定機構／政府持有的公司	—	2.9	2.0	2.0	3.6	2.9	6.7	4.5
多邊發展銀行	5.2	2.0	3.4	4.0	4.8	5.6	7.5	8.2
海外非多邊發展銀行	4.3	2.1	1.6	2.2	2.9	3.7	3.1	4.0
認可機構	2.5	3.5	2.0	2.1	2.4	2.4	3.0	3.0
本港公司	0.1	0.2	2.4	3.3	2.6	4.3	4.5	5.6
總計	3.2	2.3	2.2	2.5	3.0	3.3	3.6	4.1

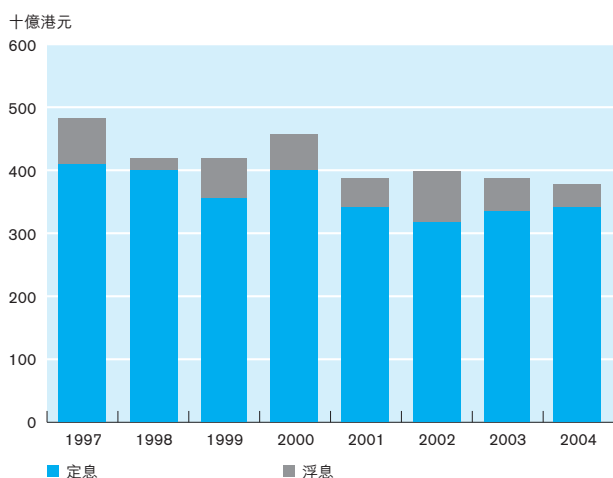
資料來源：金管局。

### 浮息債券市場

浮息債券發行總額在2003年減少36%後，在2004年再減少27%，至370億港元（圖3）。由於定息債券較受投資者歡迎，2004年新發行浮息債券（不包括外匯基金票據及債券）的比率由2003年的29%，下跌至22%。由於在2004年到期的浮息債券比新發行的多，因此年底時未償還浮息債券略為減少至1,440億港元。

圖 3

本港新發行定息及浮息債券



### 促進本港債券市場發展的措施

2004年金管局繼續推動香港債券市場的發展。有關措施包括與內地中央國債登記結算有限責任公司建立直接聯網、推出全新的港元回購交易交收平台、向一般投資者發售外匯基金債券，以及加強透過傳媒報導外匯基金債券定價。

### 與內地的政府債券簿記系統建立直接聯網

債務工具中央結算系統(CMU中央結算系統)為香港及其他國際債券提供高效率的結算交收及托管服務。為促進中國內地與香港之間的跨境債券交收，4月份CMU中央結算系統與內地中央國債登記結算有限責任公司(中央國債登記結算公司)的政府債券簿記系統建立直接聯網。政府債券簿記系統與CMU中央結算系統的單向聯網，讓內地投資者在穩妥及低成本的环境下投資外地債券。獲授權投資外地債券的中央國債登記結算公司成員，現時可透過中央國債登記結算公司於CMU中央結算系統的帳戶交收及持有香港及海外債券。

## 港元回購交易交收平台

2004年12月，CMU中央結算系統提升其系統功能，利用存放於CMU中央結算系統的合資格證券為抵押品，以促進銀行同業的港元回購交易的交收。港元銀行同業支付系統的直接結算成員可設定其本身的回購限額，系統便會自動為它們就一項議定交易挑選有關的回購證券。系統會預先設定可供挑選的一批合資格證券以及適用的扣減率。借款人及貸款人只需議定貸款額、回購價及估值日，便可進行交易。

## 向一般投資者發售外匯基金債券

根據金管局為方便一般投資者買賣外匯基金債券而推出的試驗計劃，部分2年及3年期外匯基金債券會透過3間指定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）售予一般投資者。這3間分銷商於二手市場均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投資者作比較。試驗計劃已於2004年8月完結，透過該計劃向一般投資者售出的外匯基金債券總值3.3億港元。金管局檢討了試驗計劃，並對計劃作出若干修訂，以改進計劃的銷售方法及其他設計特點。若市況適合，金管局會繼續推行該計劃。

## 加強透過傳媒報導外匯基金債券定價

金管局致力向公眾提高外匯基金債券價格及收益率的透明度。在香港資本市場公會的協助下，金管局加強透過傳媒報導外匯基金債券的價格及收益率。由2004年12月下旬開始，晨早電視新聞會報導外匯基金債券的基準收益率。金管局現正與其他電視頻道及報章磋商，預期2005年傳媒對外匯基金定價的報導會更為廣泛。

## 結論

在政府近20年來首次發行債券以及市場基建進一步改善帶動下，2004年港元債券市場持續發展。多種新結構產品及證券化債券的推出，令市場上的產品更多樣化。然而，與股票及銀行貸款等其他融資渠道相比，本地債券市場規模仍小。由於債券市場有助鞏固金融體系，因此政府當局會透過改進市場基建及監管架構，繼續致力拓展債券市場。

## 附件 A

### 新發行港元債務工具（百萬港元）

	外匯基金	法定機構*	政府債券	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	總額
<b>1997</b>	379,900	0	0	8,650	2,540	76,902	12,778	<b>480,770</b>
<b>1998</b>	316,850	9,171	0	44,502	7,728	33,307	6,180	<b>417,738</b>
<b>1999</b>	261,443	10,386	0	15,920	34,417	70,290	24,098	<b>416,553</b>
<b>2000</b>	275,036	8,325	0	19,330	57,110	79,753	16,107	<b>455,661</b>
<b>2001</b>	233,960	24,316	0	7,462	56,865	57,807	5,600	<b>386,011</b>
<b>2002</b>	216,228	21,557	0	5,200	73,065	71,406	8,854	<b>396,312</b>
<b>2003</b>	213,255	16,002	0	2,641	85,509	60,850	5,470	<b>383,727</b>
<b>2004</b>	205,986	17,799	10,250	3,530	76,546	53,642	9,071	<b>376,825</b>
相比 <b>2003年</b> 增／(減)	(7,269)	1,797	10,250	889	(8,963)	(7,208)	3,601	<b>(6,903)</b>

### 未償還港元債務工具（百萬港元）

	外匯基金	法定機構*	政府債券	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	總額
<b>1997</b>	101,650	2,295	0	26,150	10,032	188,387	26,183	<b>354,698</b>
<b>1998</b>	97,450	11,366	0	69,402	14,777	183,300	22,378	<b>398,673</b>
<b>1999</b>	101,874	21,572	0	61,287	43,767	177,915	37,331	<b>443,745</b>
<b>2000</b>	108,602	20,509	0	57,062	81,840	165,680	38,405	<b>472,098</b>
<b>2001</b>	113,750	36,227	0	51,104	102,897	150,960	38,880	<b>493,818</b>
<b>2002</b>	117,476	48,828	0	40,834	139,145	149,013	37,567	<b>532,863</b>
<b>2003</b>	120,152	56,780	0	27,855	181,522	137,988	33,466	<b>557,764</b>
<b>2004</b>	122,579	60,186	10,250	24,735	211,247	144,299	34,608	<b>607,904</b>
相比 <b>2003年</b> 增／(減)	2,427	3,406	10,250	(3,120)	29,725	6,311	1,142	<b>50,140</b>

\* 包括政府持有的公司

資料來源：金管局

## 附件 B

### 香港證券化債券及債券市場的發展

政府及按揭證券公司分別在2004年向一般投資者發售證券化債券及按揭證券，增進了公眾對證券化工具的認識。政府發行證券化債券的其中一個目的，是促進本港債券市場的發展。但證券化對達致有關目的究竟有甚麼作用？誰會因為證券化受惠？本附件會討論這些問題，以及證券化在香港的前景。

#### 甚麼是證券化

證券化債券的源起可追溯至七十年代初，當時美國聯邦政府的有關機構首次發行由按揭貸款支持的證券化債券。在這些按揭證券取得成功後，其他公共及私營機構爭相仿效，將信用卡、汽車貸款以至房屋產權貸款等資產包裝為證券的抵押品，在公開市場或透過私人配售方法發售。<sup>6</sup>截至2004年，美國這類按揭證券及資產抵押證券未償還總額估計接近7萬億美元。

圖 4  
典型的證券化交易

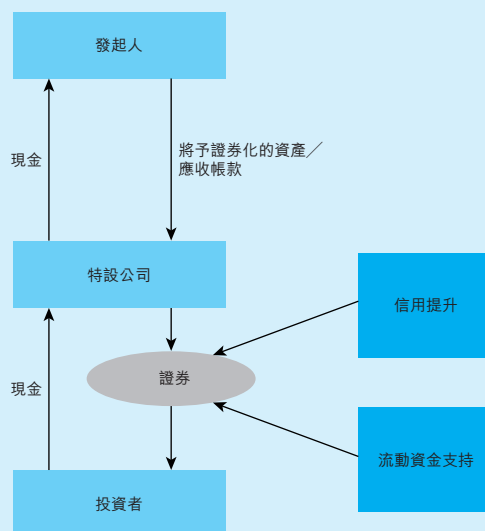


圖4顯示典型的證券化交易，其中公司或政府(發起人)將應收帳款(如道路收費收入)出售予專為向投資者發行證券化債券而成立的特設公司。特設公司一般會組成為不受任何公司破產影響的實體，意思是該公司不會因為其本身的業務活動而無力償債，同時亦不會因為任何有關方面(包括發起人)無力償債而受到影響。<sup>7</sup>證券化工具通常都會備有信用提升安排(如第三方保證、超額擔保、高級隸屬關係或儲備基金)以及流動資金支持(通常由金融機構提供)，以確保能獲得較高的信貸評級及提高對證券的需求。若私營機構要為證券化債券取得比其本身的信貸評級為高的評級，信用提升設施是最常用的方法。

<sup>6</sup> 證券化工具可以以多種不同形式出現，但本文集中討論傳統的證券化債券，以說明有關的重要市場結構。另一種常見的形式是合成證券化，是指運用長期及沒有資金準備的信貸衍生工具或擔保將信貸風險轉移的交易，該等信貸衍生工具或擔保是用作對沖有關組合的信貸風險。本文不會討論這類證券化工具。

<sup>7</sup> 要做到這一點，可以透過規定特設公司的業務範疇僅限於指定資產的收購及融資，以及限制可能會產生的其他負債。

## 證券化的潛在好處

對發起人來說，證券化的明顯好處是可降低借貸成本。正如上文提及，證券化債券的特色，是債券的信貸評級通常都會高於發起人就無抵押工具下可以取得的評級。信貸評級得到提高，投資者要求的風險溢價便會較低，這樣發起人要支付的利息就得以降低。此外，證券化能分散資金來源，從而令發起人的資金風險下降。尤其金融機構可利用證券化減低利率錯配的風險。舉例來說，透過按揭證券，銀行可以將有關長期定息按揭貸款的利率及其他市場風險轉嫁予尋求相若期限的定息資產的投資者。在這種情況下，由於個別機構倒閉的風險減低，對整體金融體系造成的系統風險亦會減低。

證券化亦有助改進發起人的資產負債表結構。透過將資產轉讓予特設公司，發起人得以從其資產負債表中剔除有關項目。另一方面，發起人自特設公司收到的費用又可作為收入。

證券化為投資者提供額外的投資機會，以迎合投資者不同的風險取向。原則上，發債體可以按投資者的特定需要制定證券的息票率及期限。<sup>8</sup>這種靈活性不僅能提高投資者對證券化債券的興趣，同時亦能確保投資者可以有更多元化的投資組合，從而提高資本市場的效率。此外，投資者亦會因為證券化債券的利息支付不受發起人破產影響而受惠。

## 前景

2004年政府推出的證券化債券獲超額認購，反映一般投資者對這類產品有相當大的需求。香港銀行擁有龐大的按揭貸款組合，它們可以藉按揭證券市場減低對住宅市場所承擔的風險以及相關的利率及流動資金風險，從而可大大促進整體金融穩定。其他工業國家的經驗顯示，市場要蓬勃發展，首先要解決多項實際問題，如證券化產品的準確估值、將資產的法定擁有權由發起人有效轉移至特設公司等。<sup>9</sup>雖然現階段證券化債券市場的規模相對較小，流動性亦較低<sup>10</sup>，但在法律界、會計界及金融界各方面的配合下，加上政府當局對發展資本市場的承擔，香港具備推動證券化債券市場蓬勃發展所需的各項元素。

<sup>8</sup> 舉例來說，證券化債券可以分為多個部分，每部分都有不同的期限及不同的息票率。

<sup>9</sup> 可參考日本銀行(2004)發表的「證券化研討會報告」(Report on the workshop on securitization)。

<sup>10</sup> 有關香港銀行業的證券化活動的調查，見《香港金融管理局季報》(2004年6月號)所載「2003年信貸衍生工具及資產證券化活動調查報告」。