

# 2009年港元債券市場的發展

本文由貨幣管理部提供

由於流動資金充裕，加上集資成本下降及投資者避險情緒降溫，港元債券市場在2009年強力復甦。市場復甦遍及廣泛層面，公營部門及私營機構發債額均錄得顯著增長。去年推行的政府債券計劃，亦為進一步推動本地債券市場的發展奠立新的里程碑。

## 環球債券市場概要

雷曼兄弟於2008年9月倒閉，令美國次按危機演變成全球金融風暴，使市場劇烈震盪。由於對交易對手之信貸風險的憂慮加深，投資者的避險情緒升溫，令信貸市場運作幾乎陷於停頓。這嚴重影響投資者對債券的需求，導致信貸風險溢價飆升。

踏入2009年，市場漸露回穩及復甦跡象，信貸息差從高位回落，貨幣市場逐漸回復正常運作。及至3、4月間，市場復甦的跡象更為明顯，陸續公布的經濟數據及銀行業績均較預期佳，紓緩市場對全球經濟衰退的憂慮。全球主要國家採取的擴張性財政政策及寬鬆的貨幣政策，加上債務擔保計劃，亦有助恢復投資者信心及對債券的需求，促使全球發債活動再度活躍起來。

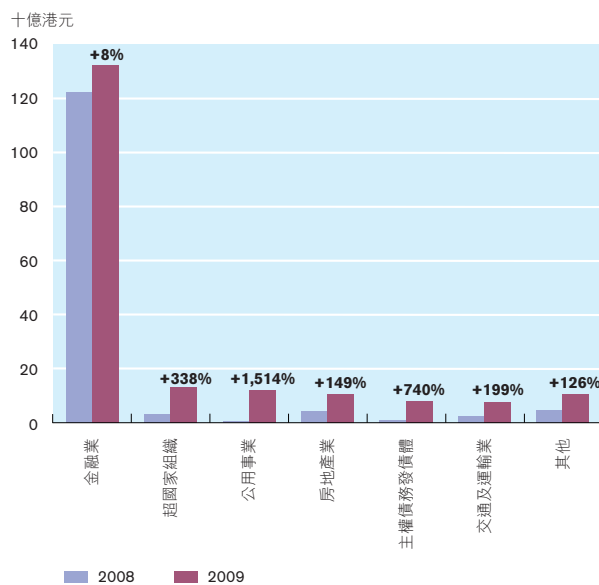
## 港元債券市場概要

港元債券市場全面復甦，公營部門及私營機構發債額在2009年均錄得強勁增長(參閱附件)。公營部門方面，大部分的增長是來自外匯基金票據供應的上升，以應付銀行因管理流動資金而產生的龐大需求(詳情請參閱專題1)。年內亦有政府債券在新的政府債券計劃下推出市場。

在2009年間，金融機構仍為主要的私營機構發債體，但以非金融類機構的發債增長最為明顯(圖1)。當中以公用事業公司尤其積極在本地債券市場進行集資。這主要是由於機構投資者(如保險公司及債券基金)在大量資金流入香港下對港元資產的需求有所增加，而因較優質的債券能符合它們所需遵守的合規要求及投資指令，所以上述發債體的穩健信貸評級對這些機構投資者來說特別具吸引力。

圖 1

新發行港元債務工具(不包括外匯基金票據及債券)  
(按發債體行業或類別劃分)



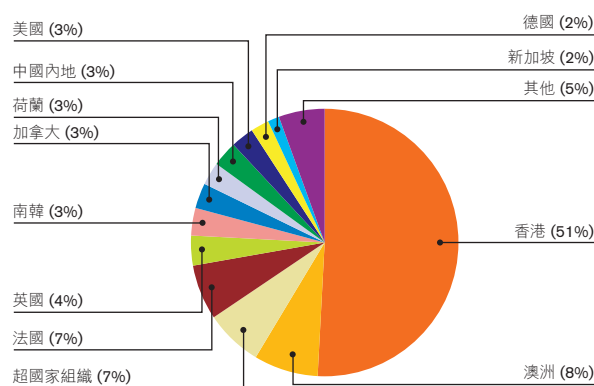
資料來源：金管局。

境外發債體在2009年繼續於本地債券市場扮演重要角色，反映香港作為國際集資中心的地位。若不包括外匯基金票據及債券在內，境外發債體差不多佔去年債券發行總額的五成，其中澳洲發債體佔最多，其次為歐洲及北美(圖2)。值得注意的是，年內有越來越多來自亞洲其他經濟體系(如南韓、中國內地及新加坡)的發債體在港集資，這可能是與本港的集資成本在銀行體系流動資金充裕下有所降低有關。

發債體近年傾向發行年期較長的債券。在2009年發行的定息債券(不包括外匯基金票據及債券在內)的平均年期由2008年的4.0年延長至4.3年(表1)。年內其中一個亮點，是本港一間公用事業公司所發行的首批30年及40年特長年期的債券，這正好反映機構投資者為配合其資產負債表內的長年期債務，而對較長年期債券的需求越來越大。另一方面，定息債券繼續主導本港債券市場，佔2009年總發債額(不包括外匯基金票據及債券在內)的68%，主要是由於投資者較喜歡傳統定息債券。

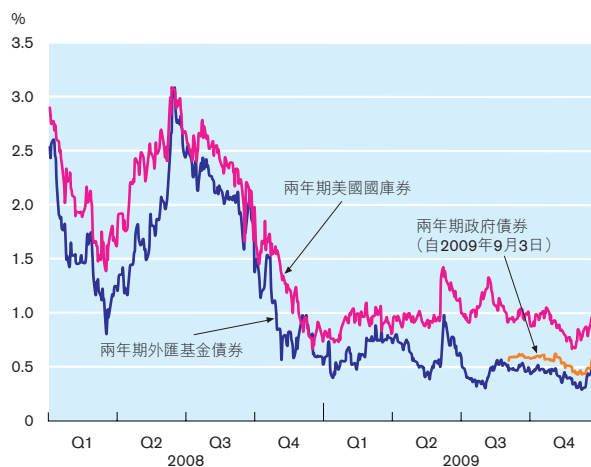
反映美國量化寬鬆政策所創造的寬鬆貨幣環境，加上資金持續流入香港，港元債券收益率經過2008年下半年急跌後仍然維持於低水平。尤其是外匯基金票據及債券與政府債券方面，其收益率在市場對優質港元資產需求殷切下受到遏抑，致使其與同期美國國庫券收益率的負差距擴大(圖3)。至於港元非政府債券方

圖 2  
2009年新發行港元債務工具(不包括外匯基金票據及債券)  
(按發債體所屬國家或地區劃分)



註：由於四捨五入關係，數字的總和未必等於100%。  
資料來源：金管局。

圖 3  
兩年期外匯基金債券、  
政府債券及美國國庫券的收益率



註：兩年期政府債券收益率已按照固定定期進行調整。  
資料來源：金管局及彭博。

表 1

新發行定息債券平均年期(不包括外匯基金票據及債券)

發債體	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
政府	-	-	-	-	-	-	5.5	-	-	-	-	3.1
法定機構及政府持有的公司	3.3	2.0	2.0	3.6	2.9	6.7	4.5	6.6	3.3	3.5	3.0	3.8
認可機構	3.5	2.0	2.1	2.4	2.5	3.0	2.8	2.4	1.7	2.2	1.5	2.3
本地公司	0.2	2.2	3.3	2.6	4.3	4.5	5.6	6.9	5.3	5.0	6.2	8.4
多邊發展銀行	2.0	3.4	4.0	4.8	5.6	7.5	8.2	7.0	2.8	4.8	-	4.4
多邊發展銀行以外的海外發債體	2.1	1.6	2.3	2.9	3.6	3.1	4.1	4.5	3.0	3.8	5.4	4.0
總計	2.4	2.2	2.5	3.0	3.3	3.6	4.1	4.2	3.1	3.6	4.0	4.3

註：1998至2004年期間的數字已被修訂。  
資料來源：金管局。

圖 4

港元非政府債券收益率及利率掉期合約利率



註：

1. 港元非政府債券收益率是以滙豐港元債券指數之非政府債券分類指數來計算，滙豐港元債券指數是滙豐亞洲本地債券指數其中一個分類指數。
2. 港元利率掉期合約利率已就上述債券指數之平均年期作出調整。

資料來源：彭博。

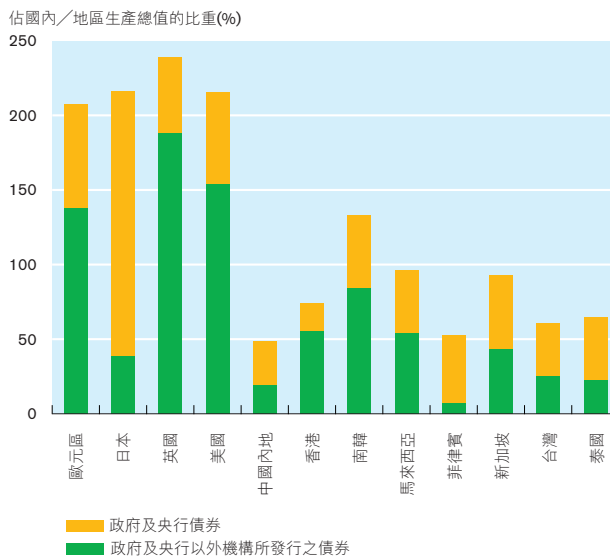
面，其收益率大致跟隨港元利率掉期合約的利率走勢，但隨著投資氣氛改善及避險情緒逐漸紓緩，2009年中以來反映信貸風險的收益率差距已明顯收窄(圖4)。

### 進一步發展香港債券市場

過去10年本港債券市場的規模逐漸擴大，但與亞洲其他市場及先進經濟體系相比仍屬較小(圖5)。其作為集資渠道的角色亦不及股票市場及銀行體系(表2)。

圖 5

2009年6月底未償還債券總額



資料來源：金管局、國際結算銀行及國際貨幣基金組織。

表 2

2002至2008年香港集資活動 (十億港元)

	新發行港元債券 (不包括外匯基金 票據及債券)	股市 集資額	銀團貸款
2002	180	111	150
2003	170	214	131
2004	171	282	154
2005	188	302	172
2006	234	525	243
2007	221	591	203
2008	138	427	154

資料來源：金管局、香港交易所及國際金融評論亞洲版。

根據以往諮詢主要市場人士所得的結果，港元債券的供應並未能滿足投資者的需求。以退休基金<sup>1</sup>及保險公司為例，這類投資者每年收取計劃成員(或保單持有人)龐大的供款(或保費)，因此對投資債券的需求十分殷切。在2008年，有關的供款及保費總額高達2,122億港元(表3)，但期內港元債券(不包括外匯基金票據及債券)的發行量只有1,385億港元。儘管這兩個數字不能直接比較，但如此大的差距，多少反映市場現時的供應量並未能完全滿足投資者對港元債券的需求。因此，本港債券市場有需要作進一步發展以應付市場需要。

表 3

2002至2008年退休基金及保險公司所收供款／保費  
(十億港元)

	強制性公積金 計劃及職業 退休計劃供款	長遠性質 保險業務保費	總額
2002	20*	66	85*
2003	16*	77	93*
2004	17*	98	116*
2005	42	115	157
2006	44	133	177
2007	47	173	220
2008	50	162	212

\* 由於未備2002至2004年強制性公積金計劃供款數據，因此上述數字未有將其計算在內。

註：由於四捨五入關係，個別項目數字的總和未必等於總額。

資料來源：保險業監理處及強制性公積金計劃管理局。

海外經驗及相關研究顯示，一個發展完善的政府債券市場是建立活躍的本地債券市場的先決條件。然而，由於香港特區政府財政一向穩健，無需依賴發債方式集資以應付開支，因此本港的政府債券市場無論深度或廣度均相對不足。此外，雖然外匯基金票據及債券一向被視為一種政府債券，但它們是貨幣發行局制度下貨幣基礎的一部分，其發行的首要目標是要維持匯

率穩定，其發行量是取決於美元的流入，因此以發展債券市場為目的而增發該等票據及債券的空間相當有限。有見及此，另設一個長期的政府債券發行計劃，是達致發展債券市場目標的更恰當做法。

## 政府債券計劃

有關推行政府債券計劃的建議由財政司司長於2009年2月公布，並於2009年7月獲得立法會通過。在該計劃下，當局會持續及有系統地發行政府債券，其發行額及年期會因應當時市場情況及需求而定。按照既定機制，該計劃設有兩個部分，分別為機構債券及零售債券發行計劃，以配合投資者不同的投資需要及年期。專題2詳述政府債券計劃的架構及特色。

機構債券發行計劃自2009年9月推行以來的首6個月內，已成功推出3批政府債券供投標，其中包括於同月推出的兩年期債券、於11月推出的5年期債券，以及於2010年1月推出的10年期債券。該3批債券均錄得很高的投標對發行額比例，顯示市場對所推出的政府債券反應踴躍(表4)。平均接納收益率介乎相應年期的外匯基金債券的收益率與港元利率掉期合約的利率之間，並且靠近前者水平，反映市場對優質公債的需求龐大。

表 4

機構債券發行計劃下首3批政府債券投標的主要結果

	2年期政府債券 (02GB1109)	5年期政府債券 (05GB1411)	10年期政府債券 (10GB2001)
投標日期	2009年9月2日	2009年11月2日	2010年1月11日
發行量 (百萬港元)	3,500	2,000	2,500
投標對 發行額比例	6.45	4.56	4.72

資料來源：金管局。

<sup>1</sup> 退休基金包括強制性公積金計劃及《職業退休計劃條例》所界定的計劃。

由於該3批政府債券年期長短不一，故吸引到不同類別的投資者。第一市場交易商表示，因本港銀行體系流動資金充裕，兩年期政府債券特別受銀行歡迎；而5年及10年期的政府債券則吸引到較多元化的非銀行類別最終投資者，如人壽保險公司、退休基金及投資基金。由於政府債券計劃仍處於發展初階，第二市場仍較淡靜，這可從成交量相對較少及買賣差價較闊可見。在2009年9月至12月期間，政府債券平均每日成交量約為平均未償還總額的12%。然而，隨着政府債券計劃持續擴大及提供更多年期的債券，預期政府債券的流通量將會逐漸上升。

## 前瞻

為提高本港金融市場的競爭力，金管局會繼續支持政府的相關政策，並採取進一步的措施，以增加本港債券市場的深度及廣度。金管局亦會與市場人士保持密切聯繫及合作，務求令政府債券計劃及本港整體債券市場更臻完善，從而鞏固香港的國際金融中心地位。

## 附件

### 新發行港元債務工具(百萬港元)

	外匯基金	政府	法定機構及 政府持有的 公司	認可機構	本地公司	多邊 發展銀行	多邊發展 銀行以外的 海外發債體	總計
1998	316,850	0	9,171	33,307	6,180	44,502	7,728	417,738
1999	261,443	0	8,931	70,190	24,098	15,920	34,417	414,999
2000	275,036	0	8,325	80,138	16,107	19,330	57,010	455,946
2001	237,009	0	24,075	57,787	5,600	7,462	56,865	388,798
2002	216,228	0	20,760	72,894	8,854	5,200	72,615	396,551
2003	219,648	0	15,724	60,819	5,470	2,641	85,509	389,810
2004	205,986	10,250	17,799	50,801	9,171	3,530	79,287	376,824
2005	213,761	0	8,560	62,542	9,951	1,800	105,383	401,997
2006	220,415	0	17,419	44,930	21,371	2,950	147,009	454,094
2007	223,521	0	19,368	49,645	18,678	1,700	131,875	444,787
2008	285,875	0	24,308	45,237	14,292	3,000	51,648	424,360
2009	1,047,728	5,500	29,852	43,878	19,539	13,145	82,431	1,242,073

### 未償還港元債務工具總額(百萬港元)

	外匯基金	政府	法定機構及 政府持有的 公司	認可機構	本地公司	多邊 發展銀行	多邊發展 銀行以外的 海外發債體	總計
1998	97,450	0	11,366	179,353	19,950	69,402	15,622	393,143
1999	101,874	0	20,117	176,400	34,748	61,287	44,767	439,192
2000	108,602	0	20,047	166,065	38,405	57,062	81,740	471,921
2001	113,750	0	35,873	151,145	38,880	51,104	102,797	493,548
2002	117,476	0	48,212	147,763	37,567	40,834	139,145	530,998
2003	120,152	0	56,441	137,988	33,466	27,855	181,522	557,425
2004	122,579	10,250	60,186	141,458	34,708	24,735	213,988	607,904
2005	126,709	10,250	57,712	153,385	38,138	21,535	255,999	663,728
2006	131,788	7,700	56,876	147,428	52,398	19,555	332,396	748,141
2007	136,646	7,700	58,476	136,352	60,628	13,155	351,263	764,220
2008	157,653	5,000	64,618	95,053	67,015	14,253	313,017	716,608
2009	534,062	7,000	69,723	84,675	79,462	24,348	312,056	1,111,327

註：

1. 法定機構及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、九廣鐵路公司及香港鐵路有限公司。
2. 認可機構包括持牌銀行、有限牌照銀行及接受存款公司。
3. 多邊發展銀行指亞洲開發銀行、歐洲理事會社會發展基金、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。
4. 1998至2004年期間的數字已被修訂。
5. 由於四捨五入關係，個別項目數字的總和未必等於總額。

資料來源：金管局。

## 專題1

### 為何市場對外匯基金票據有龐大需求？

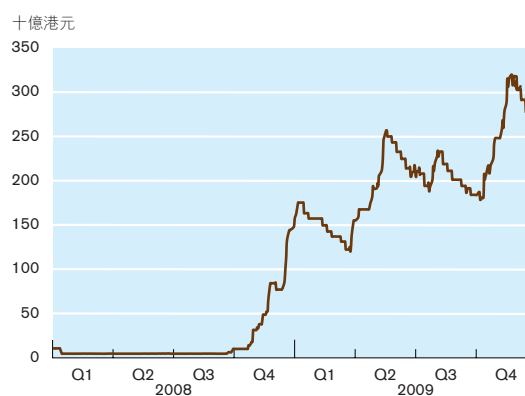
外匯基金票據及債券是由金管局發行並構成香港特區政府記入外匯基金帳目內的直接、無抵押及無條件的一般負債。它們是高度流通的港元貨幣市場工具，是貨幣基礎的其中一個組成部分，並可作為抵押向金管局借取即日或隔夜流動資金。大部分銀行向來喜歡持有外匯基金票據及債券，尤其年期較短的外匯基金票據，一方面可以賺取利息收入，另一方面亦可透過回購協議交易將這些票據及債券作為抵押，以借入即日或隔夜流動資金，應付不時之需。在2009年，資金持續流入令本港銀行體系流動資金充裕，銀行為管理其資產負債表內大量過剩資金，而對外匯基金票據的需求大增。

市場人士普遍認為去年導致大量資金流入的原因有幾個。首先，全球金融危機爆發後令信貸環境收緊，不少企業及個人紛紛將海外資金調回香港以應付流動資金需要。第二，本港銀行體系穩健，加上推出百分百存款保障，可能吸引了一些尋求避風港的資金流入。第三，內地經濟日漸強大，市場對香港經濟復甦前景持樂觀態度，因此可能吸引了大量國際投資資金流入香港，藉着暢旺的股票市場爭取較高回報。上述前兩者相信能

夠解釋2009年初大部分資金流入的情況，至於第三個原因，尤其與首次公開招股活動相關的投資，則應該是年初之後吸引資金流入的較重要因素。

在此情況下，港元轉強並多次觸發強方兌換保證，促使總結餘大幅增加(圖B1)。在2009年，金管局為回應市場需求總共購入620億美元，相當於向銀行體系注入4,808億港元的資金。

圖 B1  
總結餘



資料來源：金管局。

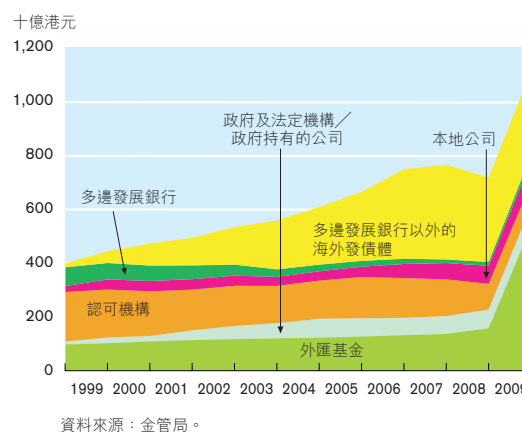
在流動資金充裕的情況下，銀行必須尋找有效管理資金的渠道；與其讓過剩資金閒置在金管局開設的結算戶口內，無法獲取任何利息，大多數銀行寧願將部分資金斥作購買高流通性而低風險的債券，以賺取利息收入，而外匯基金票據便成為它們必然的選擇。由於市場對外匯基金票據的需求殷切，其收益率回落至極低水平，並多次出現負收益率的短暫情況(圖B2)。

為應付龐大的市場需求，在2009年增發的外匯基金票據總額達到3,744億港元。增發票據年期包括91日、182日及364日，全部深受市場歡迎。由於總結餘龐大，增發外匯基金票據並無對匯率或利率造成重大影響。於2009年底，未償還的外匯基金票據及債券總額達5,341億港元，令外匯基金成為港元債券市場最大的發債體，取代多邊發展銀行以外的海外發債體的原有地位(圖B3)。

圖 B2  
外匯基金票據收益率



圖 B3  
未償還港元債務工具總額





## 專題2

### 政府債券計劃的架構

有關推行政府債券計劃的決議案在2009年7月獲立法會通過後，香港特區政府獲授權借入以未償還債券本金總額計不超過1,000億港元或等值款項，並設立債券基金以管理籌集所得的資金。財政司司長已指示金管局擔任政府代表，協助推行政府債券計劃，包括統籌政府債券的發行及管理上述基金內的款項。政府債券計劃包括機構及零售債券發行計劃兩部分。

#### 機構債券發行計劃

在機構債券發行計劃下，政府債券會以競爭性投標方式發行，其機制與外匯基金債券計劃及多個主權債券計劃相近。為增加透明度，金管局會每半年公布暫定的發行時間表。個別政府債券會在香港聯合交易所掛牌，以擴大投資者基礎，並符合部分機構投資者所需遵守的監管規定及內部投資指令。

機構債券發行計劃設有兩級交易商機制，金管局已委任100多間認可交易商及12間第一市場交易商。認可交易商是在金管局持有證券戶口的金融機構，並獲委任可代客戶或自行持有及買賣政府債券。認可交易商當中有12間已獲選及委任為第一市場交易商，其所須履行的責任包括：在首次發售政府債券中若有出現認購不足情況，便須包

銷未獲認購部分；以及在正常交易時段回應報價要求提供雙向報價，從而促進第二市場的交投。相應地，第一市場交易商可享有參與政府債券競爭性投標的專有權利。

此外，為促進政府債券第二市場的交投，金管局亦已制訂多項措施，其中包括向公眾發放由第一市場交易商所提供的政府債券每日定價，以增加透明度；設立政府債券電子交易平台，以簡化交易流程；以及盡量重開現有政府債券，以減少非指標債券(off-the-run issues)的數目及增大個別政府債券的本金額。上述措施預期可有助逐步提高政府債券第二市場的流通性。

有關政府債券計劃詳情，可查閱  
<http://www.hkgb.gov.hk>。

#### 零售債券發行計劃

聯席安排行將協助金管局安排及管理零售政府債券的發行。它們會就零售政府債券發行的相關事項，包括發行時間、結構及適當的債券申請途徑提供意見，並協助執行分銷及市場推廣的事宜。

金管局在制訂有關首批零售政府債券的時間表時會考慮當時市場情況及聯席安排行的意見，並會適時公布零售政府債券發行計劃的架構詳情。