

2010年香港債券市場概況

本文由貨幣管理部提供

環球債券市場在2010年面對不少挑戰，並為2011年的債市帶來不明朗因素。港元債市的投資者需求及發債體類別比重出現變化。另一方面，香港的人民幣債市在當局就監管原則作出詮釋及有關人民幣業務的協議得到修改後有長足發展。

環球背景

於2010年初，市場普遍預期美國聯邦儲備局及其他主要央行將逐步退出極為寬鬆的貨幣政策，環球債市前景大致保持穩定。

然而，部分歐洲經濟體系不斷上升的財政赤字及負債水平引起市場憂慮，並在第2季演變成歐洲主權債務危機，引發新一輪的避險行動。資金紛紛投入美國國庫券及德國國債等優質資產，而飽受債務問題困擾的歐洲經濟體系，其債息則相繼急升(圖1)。

企業及消費者轉趨審慎。第2季經濟數據轉弱，市場認為出現雙底衰退的風險有所增加。美國聯儲局主席於8月下旬表示如有必要，聯邦公開市場委員會會採取進一步的非常規貨幣寬鬆措施，引發市場揣測聯儲局將進行新一輪的購買資產行動。聯邦公開市場委員會於11月宣布除按原有政策把到期的聯邦機構債券及按揭證券再投資於長期國庫券外，會額外購入總值6,000億美元的長期國庫券，使購買資產計劃的總規模在2011年6月底達到8,500億至9,000億美元。

購買資產計劃令通脹預期升溫，引致長期債息在第4季上升。上述不明朗因素，加上債息上升及經濟前景轉差，令環球債市在2010年添上陰影。

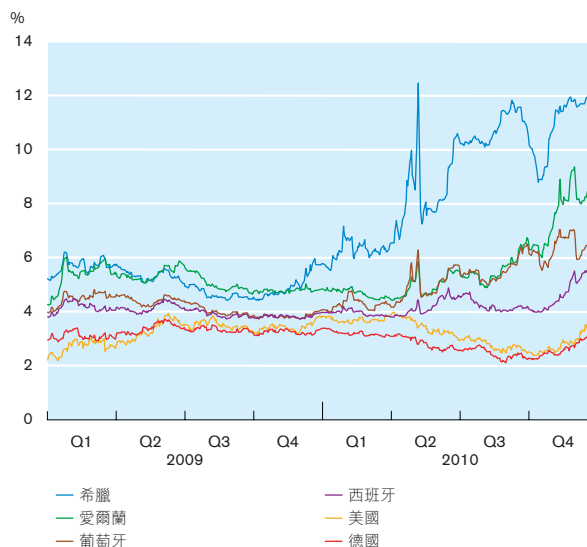
香港債券市場概覽

港元債券市場發債體類別的比重出現變化

上述發展對港元債市的發債活動構成一定影響。其中多邊發展銀行以外的境外發債體減少港元發債活動，反觀認可機構的發債額則有所增加，令發債體類別的比重出現變化(附件)。

圖 1
美國及部分歐洲經濟體系的10年期政府債息

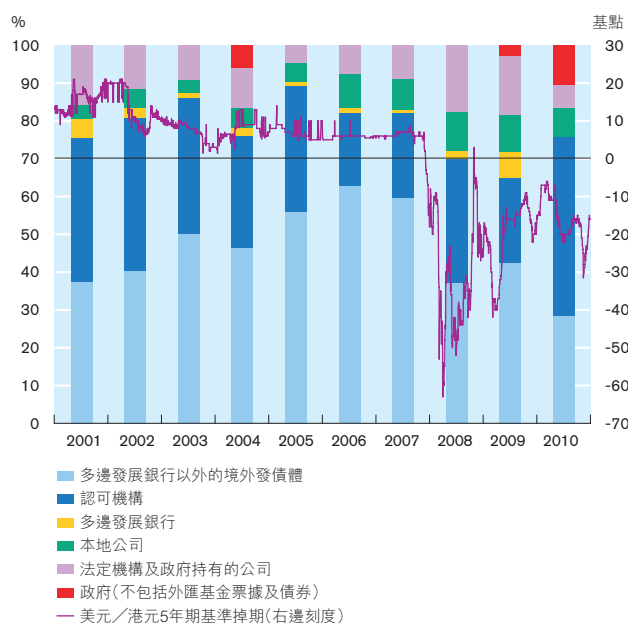
與德國國債的平均10年期債息差距(基點)				
	希臘	愛爾蘭	葡萄牙	西班牙
2009	190	188	93	75
2010	636	298	253	150
差距	446	110	159	75



資料來源：彭博。

過去港元債市的發債體由認可機構及多邊發展銀行以外的境外發債體所主導。年內低息環境吸引銀行透過發行存款證獲取長期資金，令認可機構在2010年的發債規模有較強勁的增長。至於多邊發展銀行以外的境外發債體，其資金需求以美元為主，因此它們以港元債市作為融資平台的意欲主要受相關發債的整體成本所影響。其中以美元／港元基準掉期利率量度，用作對沖港元債券利息開支的成本自2008年信貸緊縮後多為負數(圖2)。¹ 這意味對尋求美元資金的境外發債體來說，港元債市的整體融資成本不比直接在美元債市融資吸引。

圖 2
 港元債務工具(不包括外匯基金票據及債券)
 發債體分類及美元／港元基準掉期利率



註：由多邊發展銀行以外的境外發債體所發行的港元債務工具平均年期約為5年，因此圖中所示的美元／港元基準掉期亦以5年期合約為基準。

資料來源：金管局及彭博。

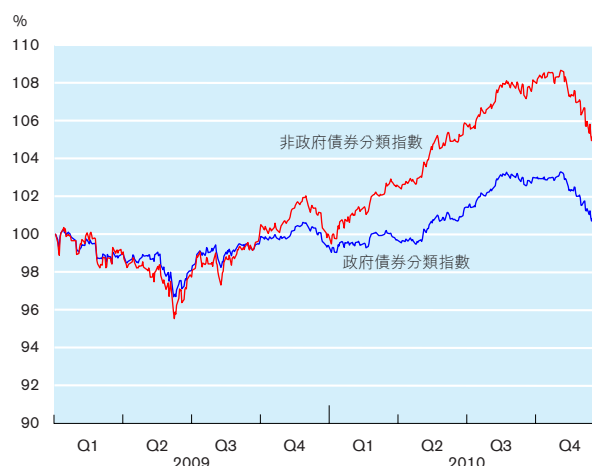
¹ 發債體可透過進行美元／港元基準掉期，獲取支付港元利息所需的港元現金流。簡單來說，發債體同意在掉期協議的合約期內支付倫敦銀行同業拆息(美元同業借款利率)，以換取根據香港銀行同業拆息(港元同業借款利率)計息的港元現金流。基準掉期利率一般是以美元平息(即沒有對倫敦銀行同業拆息作出溢價或折讓)對港元按香港銀行同業拆息加或減某個息差報價。若美元／港元基準掉期利率為負數，即表示發債體同意收取較低的香港銀行同業拆息，而支付平息的倫敦銀行同業拆息。這會增加境外發債體的整體融資成本。

港元債券的絕對收益率持續低企 增加長期債券及公司債券的吸引力

2010年發行的港元定息債務工具(不包括外匯基金票據及債券)的平均年期，由2009年的4.3年延長至4.6年(表1)，其中本地公司的變化尤為明顯。例如一間本地公用事業公司繼2009年發行40年期的港元債券後，於2010年1月再發行另一批40年期債券。多間企業集團及地產公司亦趁機發行20及30年期債券，以籌集長期資金(表2)。除此以外，從滙豐港元債券指數的政府及非政府分類指數走勢可見，私營機構債券於2010年的表現遠勝官方債券(圖3)。

圖 3

滙豐港元債券指數中的政府及非政府分類指數表現
(2009年1月2日=100)



資料來源：彭博。

表 1

新發行定息債務工具平均年期(不包括外匯基金票據及債券)

發債體	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
政府(不包括外匯基金票據及債券)	-	-	-	5.5	-	-	-	-	3.1	5.7
法定機構及政府持有的公司	3.6	2.9	6.7	4.5	6.6	3.3	3.5	3.0	3.8	2.4
認可機構	2.4	2.5	3.0	2.8	2.4	1.7	2.2	1.5	2.3	2.4
本地公司	2.6	4.3	4.5	5.6	6.9	5.3	5.0	6.2	8.4	9.6
多邊發展銀行	4.8	5.6	7.5	8.2	7.0	2.8	4.8	-	4.4	3.0
多邊發展銀行以外的境外發債體	2.9	3.6	3.1	4.1	4.5	3.0	3.8	5.4	4.0	5.6
總計	3.0	3.3	3.6	4.1	4.2	3.1	3.6	4.0	4.3	4.6

資料來源：金管局。

表 2

2010年發行的特長年期港元債券

發債體	行業分類	發行月份	年期	票面息率 (厘)	發行額 (百萬港元)
HKCG (Finance) Limited	公用事業	2010年1月	40	5.00	250
Hongkong Land Notes Co Limited	地產	2010年3月	30	5.25	250
Hongkong Electric Finance Limited	公用事業	2010年5月	20	3.95	470
Wharf Finance Limited	企業集團	2010年6月	30	5.30	250
CLP Power Hong Kong Financing Limited	公用事業	2010年9月	20	3.60	260
Hongkong Land Notes Co Limited	地產	2010年9月	20	4.11	800
Swire Pacific MTN Financing Ltd	企業集團	2010年11月	20	3.90	500
總發行額					2,780
					(2009年：1,300)
發行特長年期債券的發債體總數					6
					(2009年：1)

註：特長年期債券指在發行時年期至少為20年的債券。

資料來源：金管局及彭博。

這與港元債市絕對收益率持續低企不無關係。舉例來說，以滙豐港元債券指數政府分類指數來量度的港元政府債券平均收益率，於2010年約為1.71%，遠低於過去10年的平均值(3.19%)，因此不少機構投資者在其投資授權許可下，都傾向增加不同信貸評級或較長年期債券的投資比重，以增加收益。整體而言，由於投資者需求有所改變，2010年港元債市的發債體類別比重亦因此出現變化。

香港人民幣債券市場

人民幣債券市場是年內香港債市的另一主要發展。人民幣債市在2007年起步，並在2010年繼金管局對香港人民幣業務的監管原則作出詮釋，以及人民幣業務清算協議(由中國人民銀行及中國銀行(香港)有限公司簽訂)作出修訂後長足發展(見專題1「香港人民幣債券市場發展的里程碑」)。有關詮釋闡明發債體類別、發行規模及方式、投資者主體等方面，均可按照香港的法規和市場因素來決定。此外，在清算協議作出修改後，任何公司(包括證券公司、資產管理及保險公司)均可以開立人民幣存款帳戶，而個人及公司帳戶間的跨行轉帳亦不再有限制。有關發展讓參與香港人民幣債市的發債體及投資者類別大幅增加。

2010年共有50隻人民幣債務工具(包括債券、存款證及股票掛鈎票據)在港發行，總值約427億元人民幣。其中，債券佔360億元人民幣，較2009年增加200億元人民幣。發債機構亦由國家財政部及內地銀行，擴展至包括香港及跨國企業與國際金融機構。

香港是推動人民幣在國際市場上更廣泛使用的重要試驗場地。隨着人民幣資金規模的增長，香港將可以更好地滿足發債機構的人民幣資金需求，因此香港在促進離岸人民幣發債活動方面的角色亦日顯重要。

進一步發展香港債券市場的措施

政府透過多項措施擴大投資者及發債體基礎，以促進債市作為資金融通平台的有效運作。

繼續推行政府債券計劃

活躍的本地政府債券市場有助香港市場的長遠發展。政府因而在2009年推出政府債券計劃，旨在透過擴大投資者基礎及吸引更多境外發債體、建立基準孳息曲線及提供穩定的政府債券供應，發展本地政府債券市場。金管局正協助政府執行計劃。

2010年，政府通過政府債券計劃向機構投資者發行總值185億港元的政府債券，令年底的未償還機構政府債券總額增至240億港元(表3)。政府亦將按已公布的發行計劃，於2011年8月前分別發行總值85億港元的機構政府債券。

表 3

2010年底機構債券計劃下的未償還政府債券

年期	發行編號	票面息率 (厘)	發行額 (億港元)
2年	02GB1109	0.92	35
2年	02GB1203	0.70	35
2年	02GB1209	0.48	35
5年	05GB1411	2.07	35
5年	05GB1512	1.43	25
10年	10GB2001	2.93	75
總額			240

資料來源：金管局。

各批債券的發行年期及規模等細節，都是以推動香港債市的長遠發展為目標來決定。金管局定期與投資業界及機構政府債券計劃下委任的第一市場交易商溝通，徵詢它們對有效實施政府債券計劃的意見。

政府債券計劃亦包含零售債券部分，以促進本地投資者投資債券。自財政司司長於2011至2012年度的《預算案演辭》中宣布在零售政府債券計劃下發行通脹掛鈎債券後，金管局已著手開展相關的籌備工作。

透過合資格債務票據計劃推動私營機構發債

鼓勵私營機構發債，能令債券市場更充分發揮其資金融通平台的功能。香港設有合資格債務票據計劃，透過給予某些類別的債務票據(合資格債務票據)稅務減免優惠，增加投資者對此類在港發行的港元及外幣債務票據的需求。² 這有助吸引更多私營機構在香港發債，推動該市場部分的發展。

為進一步優化合資格債務票據計劃，政府已於2011年3月放寬對發行年期的要求，令原有期限少於3年的較短期債務票據也可受惠。政府亦同時釐清了有關「向公眾發行」的條件，提高其透明度，讓市場人士更容易掌握符合這項條件的要求。³ 我們預期這些優化措施會鼓勵更多發債體透過香港債市平台融資。

協助發展跨境市場

金管局正透過參與一個由區內其他央行、中央債務證券託管機構及歐洲清算(Euroclear)所組成的專責小組，推動亞洲債券市場的發展，以及提高亞洲債券對海外投資者的吸引力。專責小組已就亞洲共同平台模式擬訂藍圖(詳情見專題2)，旨在以務實及循序漸進的方式採納劃一的債券處理程序及共用技術，促進包括香港在內的亞洲債券市場的發展。

前瞻

展望2011年，金管局將繼續推動香港債券市場的發展，包括著力加強金融基建、鼓勵境外發債體及投資者參與本地市場，以及繼續透過政府債券計劃促進機構及零售債券市場的發展。

² 合資格債務票據是指符合一系列條件的債務工具。根據《稅務條例》第14A條，來自合資格債務票據的收入可獲減免50%的正常利得稅稅率。

³ 任何在2011年3月25日或以後發行的債務票據，符合以下條件，即為合資格債務票據：

- (i) 由金管局管理的債務工具中央結算系統託管及結算；
- (ii) 原有期限不超過7年；
- (iii) 最低面值為5萬港元或等值外幣；
- (iv) 在香港向不少於10人發行，或向少於10人發行，而其中並無該票據的相關者，以及
- (v) 債券發行人在所有有關時間均具有獲金管局承認的信貸評級機構所給予的並獲金管局接受的信貸評級(目前最低定為由標準普爾給予的BBB- 級)。

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 境外發債體	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
2010	1,816,752	18,500	11,187	85,004	13,383	315	50,830	1,995,972

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 境外發債體	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
2010	653,138	25,500	63,672	122,307	84,700	15,513	283,988	1,248,819

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。自多邊發展銀行發行的港元債務工具所賺取的收入可獲豁免利得稅。
4. 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

香港人民幣債券市場發展的里程碑

2007年6月

中國人民銀行及國家發展和改革委員會公布，獲批准的內地金融機構可以在香港發行人民幣債券。首筆人民幣債券由國家開發銀行於7月公開發售。

2009年7月

滙豐銀行(中國)成為首間在中國內地以外地區發行人民幣浮息債券的香港銀行的內地子行。債券的基本參考利率以上海銀行間拆放利率為依據。

2009年9月

國家財政部首次在內地以外地區發行人民幣國債。是次發行為香港發展人民幣基準利率創造了條件，使其他人民幣金融產品的訂價機制更具效率。

2010年2月

金管局就人民幣業務的監管原則作出詮釋，以簡化香港人民幣業務的操作安排。就香港發行的人民幣債券而言，發債體類別、發行規模及方式、投資者主體等方面沒有具體限制。

2010年7月

中國人民銀行與中國銀行(香港)有限公司簽訂的清算協議作出修訂後，所有公司均可以開立人民幣銀行帳戶，而個人及企業帳戶間的跨行轉帳也沒有限制。這為離岸人民幣債券市場的發展作好準備，同時讓更多不同類型的發債體可以在香港債市籌集人民幣資金。

合和公路基建有限公司及中信銀行國際有限公司分別在香港發行首筆人民幣企業債券及存款證。

2010年10月

國際金融機構亞洲開發銀行在香港發行10年期離岸人民幣債券。

2010年11月

國家財政部成功透過香港的債務工具中央結算系統債券投標平台向機構投資者發行人民幣國債。

專題2

亞洲中央結算系統聯盟方案

結算交收基建效率欠佳，加上市場分散及缺乏自動化與劃一的結算交收程序，都是影響亞洲債券市場對國際及區內投資者的吸引力的主要因素。在此情況下，一個專責小組應運而生，旨在透過發展一套具成本效益及高效率的結算交收基建，促進亞洲債券市場的發展及增加亞洲債券對海外投資者的吸引力。專責小組成員包括金管局、區內多間中央銀行及中央債務證券託管機構(CSD)，以及歐洲清算。

專責小組經過多番會議及磋商後達成共識，認為有必要建立「共同平台模式」，作為各經濟體系的CSD之間，以及與歐洲清算之間的合作基礎；而基於亞洲市場在金融、監管及貨幣體制方面的差異，上述構思宜以循序漸進的方式推行。因此，專責小組於2010年6月4日發表了名為「為亞洲債券結算交收基建而設的共同平台模式」白皮書，闡述亞洲跨境債券結算交收基建的長遠發展藍圖。⁴

雖然共同平台模式有助解決上述需要，但在亞洲實施劃一操作程序及共用系統需要相當的時日及努力。因此比較合適的做法是採取策略性方案，先推出試行平台，讓參與的經濟體系在全面採用共同平台模式前盡早實現其好處。試行平台會充分利用亞洲區內CSD及國際CSD (ICSD)的現有服務及系統，促進區內跨境投資及吸引更多國際投資者進入亞洲市場。專責小組計劃於2011年上半年推出試行平台。金管局將聯同馬來西亞央行及歐洲清算成為試行平台的首批加入者。屆時香港及馬來西亞的投資者將可透過其本地CSD持有海外債券，並可於亞洲時區內以貨銀兩訖形式結算以本幣及主要外幣(如美元、歐元及人民幣)計價的跨境債券交易。區內其他央行及CSD亦可在做好準備的時候加入試行平台，並按照本身的市場發展及需要選擇合適的債券放上試行平台。專責小組亦會繼續協調平台的進一步發展，長遠而言，務求將之轉化為一個更完整及劃一的方案。

⁴ 詳情見白皮書及2010年9月號《金管局季報》刊載的「亞洲共同平台模式：完善亞洲債券結算交收基建的合作方案」專題文章。上述兩份文件均載於金管局網站。
