

亞洲債券市場

亞洲面對金融風暴，部分原因是亞洲未能建立一個強勁穩健的債券市場。這次危機反映區內資金錯配和過度倚賴短期資金的問題，也表明各個亞洲市場必須衷誠合作，克服現存問題，建立一個深化、流動性高和成熟的亞洲債券市場。區內具備充裕的儲蓄和所需的技術知識，而且市場參與者眾多，足以成功達至這一目標。

如何促進亞洲債券市場發展是一個既富挑戰性，但有時候又會令人感到沮喪的課題。

相信大家也記得1968年當歐洲證券結算系統 (Euroclear) 在盧森堡設立後，歐洲債券市場便開始起步。大家甚至可能記得，當時其中一項首先發行的歐洲美元債券便是為著名的意大利高速公路籌資的。從這時起，歐洲美元市場一直往前發展。那為甚麼歐洲債券市場成功的故事不能夠在亞洲重演？

這正是歷史令人感到諷刺的地方：我們未能發展一個強勁穩健的亞洲債券市場，正是我們今日面對亞洲金融風暴的原因之一。1997年12月，東南亞國家聯盟的成員與六個經濟體系的財長會議在吉隆坡舉行，當時我在會上指出亞洲貨幣問題基本上是一個資金錯配 (Funding Mismatch) 問題，再加上中介機制 (Intermediation) 有欠效率，令問題惡化。雖然亞洲增長率高，儲蓄率更超過當地生產總值的30%，而且幾乎完全沒有財政赤字，但亞洲卻由於私營機構過度借貸，特別是短期外匯債項，而陷入了有史以來最嚴峻的流動資金危機。我們寶貴的儲蓄大部分都投入了如房地產等流動性低的長期項目，而所得到的回報與這些投資所帶來的風險並不相符。

我想我有需要在這裏再次提出我曾在吉隆坡發表過的論點，並重申為何我認為必須建立一個既深化、且流動性高的亞洲債券市場，以協助亞洲盡快復甦。

需要亞洲債券市場

亞洲金融風暴的其中一個主要成因，是無論在公司、銀行以至政策層面上都缺乏適當的風險管理。在危機發生前，東亞地區的增長速度全球最快，儲蓄率也是全球最高，整體而言並沒有財政赤字和經常帳赤字。可惜，資產價格過度膨脹，令部分經濟體系出現其本身經濟因素無法支持的經常帳赤字以及外債比率。由於過度倚賴股票市場和銀行體系，包括短期資金，亞洲的公司因而出現過度借貸的情況，並引致極大的流動資金和貨幣風險。部分人更認為流入區內的2,000多億美元永不會停止。然而，當國際銀行感到恐慌，撤離資金時，由亞洲五大經濟體系（韓國、印尼、馬來西亞、泰國和菲律賓）流出的資金淨額已達到1,090億美元，約相等於當地生產總值的10%，結果引起連鎖效應，泰國、印尼，然後是韓國的經濟均相繼崩潰。

根據野村證券有關八個亞洲國家的數據，經由銀行貸款籌集的資金總額相當於當地生產總值的92%，來自股票市場的為71%，來自債券市場的只有22%。亞洲由於過度倚賴短期資金，無怪乎會出現流動資金異常緊絀的情況。一旦銀行收縮信貸，股票市場崩潰，海外投資者即使願意，也無法將資金投放到當地債券市場，因此唯有選擇撤走資金。

其次，從投資者角度而言，債券市場能夠為他們提供有關經濟狀況的重要資料來源。股市指數是當前市場信心的重要指標，而長期債券息差，例如是10年期主權國美元債券與同年期美國國庫券的息差，則是當地經濟的信貸風險的重要市場指標。如果息差擴闊，就表示市場認為長期信貸風險正在增加。這是一個正常的健康警報。

當然，部分人士會指出亞洲債券市場難以發展，是因為亞洲發行人不願意受到有關發行債券的嚴格披露守則所約束。的確，上市集資和銀行貸款都較發行債券簡便得多。發行債券的費用高昂，又要遵守嚴格的上市規則，更需要接受信貸評級程序。不過，亞洲公司偏向以銀行貸款和上市的形式集資，也是與家族擁有權或緊密的集團控制因素有關。為了維持對業務的嚴密控制，亞洲公司便利用短期貸款，從而避免遵守債券發售章程和信貸評級的嚴格要求。不過，我們發現為了達到以上目的，這些公司需要承擔期限錯配風險，而且缺乏透明

度，公司監管也不足夠。換句話說，債券市場有助提高公司透明度和加強市場自律。

第三，亞洲債券市場未能長足發展，也是基於一個簡單的官方理由。亞洲政府審慎理財，絕少有財政赤字，因此並無需要發展活躍的當地債券市場。這當中所持的理念是：如果你根本沒有財政赤字，你便不會借貸。然而，香港即使無需借款，也決定設立一個港元債券的基準孳息曲線。設立這個基準孳息曲線的決定，對發展一個具高度流動性的港元債務市場發揮了重要作用。

第四，隨着當地人口老化，退休金也繼續增加，因此，當地債券市場必須與這些社會結構的轉變同步發展。我們發展香港債務市場的原因之一，是我們認識到隨着強制性公積金計劃 (Mandatory Provident Fund Scheme) 推出，必須要有渠道中轉不斷增加的退休金。作為發展債券市場策略的一部分，我們也成立了香港按揭證券有限公司 (Hong Kong Mortgage Corporation Limited)，將住宅按揭證券化，造就一個真正的長期投資市場，並由強制性公積金的長期儲蓄提供資金來源。

最後，尚有另外一個原因令發展亞洲債券市場成為當務之急。亞洲危機對部分經濟體系的公司和銀行界造成極大傷害，以致公營部門被迫要承受部分損失。由日本以至印尼政府都發行主權國或政府擔保債券，以解決銀行體系的壞帳問題。這種做法是仿效美國和北歐國家的經驗而定出的。在80年代的銀行危機中，美國和北歐國家為了清理銀行的資產組合，以及協助進行公司債務重組，它們運用本身深化的債務市場進行債權／股權掉期。不過必須有龐大的投資者市場，才能吸納數額這樣龐大的政府債券。然而，我們不可能一夜之間就在本地建立起一個這樣龐大的市場，也不可能寄望海外投資者願意在危機當中到來投資。於是衍生出以下這個問題：如何才能更有效率地運用亞洲的剩餘儲蓄，來滿足對資源的需求？

亞洲儲蓄的供應

亞洲確實擁有豐厚的儲蓄，儲蓄額相等於當地生產總值的30%以上。雖然個別經濟體系會有經常帳赤字，但由於亞洲經濟體系人口老化，尤其是日本，儲蓄數字相當龐大。亞洲遇到流動資金問題，是因為欠缺一個有效和穩健的中介渠道。

單是日本便擁有1,200萬億日圓(8.5萬億美元)的家庭金融資產，以及超過8,000億美元的對外資產。日本金融體系的規模是其他亞洲金融體系總和的2.7倍。由於日本家庭將大部分儲蓄(幾乎達到60%)存入銀行，所以大部分流入亞洲區的日本資金都是屬於銀行貸款。日本評級機構 R&I 所作一項非常成功的研究顯示，在1997年上半年流入亞洲的日本資金中，有48%是屬於銀行信貸，而債券和股票分別為7.1%和7.7%。事實上，流入北美洲的日本資金(315億美元)幾乎是流入亞洲的資金(186億美元)的兩倍，而1997年日本對亞洲新興工業國的貿易順差為660億美元，而對美國則為410億美元。日本資金主要以債券形式流入美國，有關數額為374億美元。引用R&I的說話，「日本所賺取的外匯都投資到海外市場，特別是美國，而日本銀行則從海外銀行取得部分這些資金，並將之借給亞洲。」

由於日本銀行大概不能像以往一樣扮演亞洲區金融中介渠道的角色，因此我完全認同日本方面提出的意見，認為最有可能扮演長期資金中轉渠道角色的是亞洲債券市場。現在，即使是日本，也有跡象顯示中轉過程正在改變。過去，日本公司自銀行界取得70%資金，而美國公司則為20%。不過，隨着日本和亞洲其他地區出現信貸緊縮的現象，運用債券市場的情況變得越來越普遍。

此外，由於缺乏先進的亞洲債券市場，也導致大量官方儲蓄都投資到區外，特別是經合組織市場。舉例來說，亞洲經濟體系超過6,000億美元的外匯儲備主要投資在歐美市場。這些資金又以短期投資組合的形式流回亞洲，而我們也曾經驗過，這些資金是可以隨時撤走的。我覺得最諷刺的，就是亞洲的儲蓄被海外基金用作在亞洲進行短期投機。當然，亞洲利率低企，也促成這些套戥活動，日本即為一例。我個人認為現在是適當時機，讓我們再次認真地研究亞洲區的中介過程，以減低區內期限、貨幣和信貸錯配的風險。我們必須建立深化和流動性高的債券市場和其他資本市場，以推動穩定和持續的長期增長。

亞洲債券的需求

但問題是：發展亞洲債券市場的適當時機已經到了嗎？需求方面，優質定息證券在亞洲都得到投資者極大垂青。正如我較早說過，亞洲各國央行有需要把手中的外匯儲備投資到債券上。一日亞洲債券在流動性、信貸素質和結算風險等方面仍比不上經合組織市場，亞洲央行都會繼續另擇區外，特別是美國的國庫券作為投資對象。美國是吸納亞洲資金的主要市場，在1997年的資本帳盈餘達到2,640億美元。

亞洲金融機構，如商業銀行、保險公司，以及公積金和退休金等，對債券投資的興趣均十分濃厚。隨着亞洲人口逐漸老化，來自優質債券的長期和穩定投資回報，比起股票波動不定的股息更加吸引。在歐洲和北美，互惠基金和公積金資產已在物色具良好收益的優質債券作為投資對象。過去，亞洲高度流動和優質的債券數量甚少，形成息差低得不成比例。若與其他新興市場比較，亞洲債券現時提供的息差雖已顯得十分吸引，但不論發行機構的素質和債券的流動水平仍嫌不足，以致無法吸引區內和區外的投資者以投資經合組織市場的同信心程度投資亞洲債券。

這個正是我要舉出歐洲結算系統和意大利高速公路的例子原因。亞洲現在已具備發展債券市場的成熟條件，以下我談談具體方法。

增長潛力

從籠統數字看，亞洲發展債券市場的潛力非常深厚；截至1997年9月底，亞洲連同日本在內已發行的未償還債券名義總額約6萬億美元，其中九成左右為本國債券，也就是以本地貨幣為面值的債券。這數額不及美國發行量的一半，與歐洲經濟與貨幣聯盟成員國合計總量則相若。

亞洲債券約佔全球債券總量的21%，但亞洲佔全球生產總值的比率卻達31%。亞洲債券市場相當於區內生產總值的82%，與北美市場153%和歐盟市場108%兩個數字比較都低。如果不計日本，亞洲債券市場相當於區內生產總值仍不到34%。以中國內地為例，債券市場更只相當於國內生產總值的6.5%。由此可見市場增長潛力之巨。

如何實際開發這種潛力？從技術上，我已舉出亞洲債券市場發展相對落後的原因。除了政府持續錄得盈餘，以致無意發債借資外，國際機構也礙於投資者需求薄弱而不願在亞洲發行債券。需求不多，是因為缺乏公積金和保險公司等本地機構投資者的參與。流動性不足，是因為亞洲債券發行規模通常細小（少於1億美元）。亞洲尚無定期發行的標準規格債券。亞洲基準債券也寥寥可數，國際發行人難於為債券定價。

因為第二市場交投不活躍，所以買賣息差通常都很大。此外，證券買賣基礎設施發展尚在初階，證券買賣、結算和託管機制效率低，形成較大的結算風險和系統風險。舉例說，一宗日本政府債券交易需時3日才能結算，但美國國庫券和香港外匯基金票據／債券 (Exchange Fund Bills/Notes) 已採取接近即時的結算模式 (Real-time Settlement)。

發展亞洲日圓債券市場

我們顯然必須克服這些市場效率低落的因素，才能取得良好進展。以日本龐大的儲蓄額和驚人的債券市場規模，我相信沒有日本方面的共同努力，亞洲債券市場是發展不起來的。

我們都知道，日本儲蓄資金正在撤出亞洲市場，改流入經合組織市場。日本銀行信貸持續撤出，卻沒有相應的長期穩定資金流入以作取代，對日本或其貿易夥伴來說都並非好事。但由於日本推行金融大改革的一個目標，是把日圓發展成為一種主要的國際儲備貨幣，開拓亞洲日圓債券市場，便是從這項政策自然衍生出來的發展。日圓債券市場這樣的一項發展，當然離不開以日圓作為買賣結算的貨幣。在沒有足夠的日圓收入來源之下，我們並不希望鼓勵日圓借貸，否則將會形成另一重的貨幣錯配情況。

現時大家都清楚明白，亞洲經濟體系需要取得國際資金。韓國和泰國正在發行美元主權債券，息差較美國國庫券高出約350至400基點。若改以日圓發行同樣的主權優質債券，對國內和海外的日圓債券投資者來說，將具有極大吸引力。此外，日本投資者普遍傾向避免承受貨幣風險，優質日圓債券將能夠吸引他們的資金，從而遏止造成日圓疲弱的資金外流現象。如果其他亞洲經濟體系發行日圓債券的息差，可以媲美現時與美國國庫券相比的息差，則不但能滿足日本投資者的需要，連來自亞洲其他地區和經合組織市場的投資者也會有興趣。目前日本基準10年期政府債券的年息率少於1.5厘。若能有350至400基點的息差，日圓債券的吸引力將會比現在大大提升。

基於這種背景，我深信亞洲發展債券市場的條件已經成熟，而其中必須有私營機構和公營部門共同合作。重新建立一個有效中轉亞洲儲蓄的機制，對各方面都會有所裨益。

我知道許多官方和非官方組織都在研究亞洲債券市場。但緊急關頭必須施以緊急對策。市場信貸素質良好的多邊開發銀行，例如世界銀行和亞洲開發銀行，可利用本身的「AAA」評級和資源來協助中轉亞洲儲蓄資金，並且促進亞洲債券市場的發展。我們當然明白基於種種原因，這些機構可能會有許多官僚架構上有根據的理由，以致達不到這個目的，但這些官僚架構上的理由都是可以克服的。

香港方面，我要介紹我們能做到的幾項。

- 首先，香港早已豁免徵收在本地發行的港元或其他貨幣的長期債券的有關稅項。
- 第二，我們的債務工具中央結算系統 (Central Moneymarkets Unit) 已經與歐洲結算系統、世達結算系統 (Cedel)，以及澳洲和新西蘭的結算系統聯網。我們願意與亞洲任何經濟體系互相切磋，就軟件、硬件和莊家制度 (Market-making Arrangement) 等技術事項交流經驗，以能合力建設一個亞洲結算 (Asiaclear) 網絡，讓亞洲債券市場茁壯發展。具體來說，透過我們的合作，我們將可以減少結算和交收風險。
- 第三，對於優質的基準亞洲債券，不論以何種主要貨幣發行，只要它們取得適當的信貸評級和定期發行，我們都會樂於投資。這些債券定價必須符合市場水平，我們相信若有補貼或市場干預，亞洲債券市場將無法穩健運作。
- 第四，我們將會與私營機構基金、投資銀行和有關當局積極合作，商討如何朝此目標前進。即使香港儲備豐厚，不需舉債，但我們仍可以考慮購買信貸素質良好的多邊銀行等發行的債券。

我們在本地債券市場發展，以及建立有效的證券結算託管機制上已積累豐富經驗，因此我們都樂於跟亞洲區內所有朋友分享交流，協助它們克服市場基建發展的障礙。

亞洲金融危機彰顯了大家必須通力合作，解決危機肇因的重要。亞洲具備充足儲備、技術知識和足夠的市場參與者，完成這項工作。香港的資產管理人才濟濟，數目之多在亞洲排行第二，僅次於東京。香港在2000年推行的強制性公積金計劃，將會進一步增加對債券的需求。據估計，強制性公積金在首年運作的管理資產總額將達15億美元，而到了第5年和第10年底，更分別增至90億和220億美元。

換句話說，亞洲若能建設深化和足夠流動性的債券市場，不論對亞洲本身或歐洲、北美都會帶來好處。我相信透過亞洲結算系統，東京自然會成為亞洲日圓債券市場的重心，一如悉尼自然成為澳元債券市場的重心。但這並不表示香港、新加坡或其他地區中心就不能協助推動這方面的發展，或是參與買賣亞洲其他貨幣的債券。

在吉隆坡會議上，我了解到各地區的財政部長都認定這是當前急務。今年4月，韓國政府發行40億美元全球債券，我們也買入了少量債券。多邊開發銀行，如世界銀行和亞洲開發銀行最近已表示有意在亞洲發行更多債券。

各位先生、女士，我們現在只須拿出決心，便可令建設亞洲債券市場的理想成真。我深信我們已作好準備，朝着目標進發。謹此祝願今次研討會各項討論取得成功。我深信明年今日大家在加速亞洲經濟復甦工作上都會有更多進展可以匯報。