

## 中央債務證券託管機構的雙邊聯繫

本文旨在列出通過建立雙邊聯繫，在亞洲區發展網絡，連接區內中央證券託管機構的理據，並闡明這個網絡的實際運作情況。

### 背景

世界銀行在1995年7月發表的研究報告——新興亞洲債券市場——提出亞洲區經濟基礎因素非常理想，有利債務市場發展。其中包括：

- (i) 經濟迅速增長：1994至2004年間的預測增長率為每年7.7%；
- (ii) 為了支持經濟增長，需要龐大投資（1994至2004年間達8萬億美元）；
- (iii) 與股票和銀行融資比較，區內經濟體系越來越倚賴債務融資（由1994年佔當地固定投資總額的9%增加至2000至2004年的26%），以滿足龐大的投資需求；及
- (iv) 區內主要經濟體系儲蓄比率高企（超過30%）。

雖然以上各項顯示宏觀經濟走勢有利債務市場發展，無論是債券的供應或需求均會有所增加，但這並不表示東亞地區的債務市場就可以蓬勃發展。債務市場要發展得好，固然需要不同因素配合，而其中一項必要條件是完善的市場基礎設施（Market Infrastructure）。區內許多經濟體系都已有發展完善的中央債務證券託管機構（Central Securities Depositories），大部分更陸續發展各種形式的電腦化中央證券記帳結算交收系統。儘管這些中央證券託管機構各自都能為當地投資者提供有效率的服務，可是由於相互間沒有聯繫，所以投資者未能以安全和有效率的方式進行跨境交易。

目前亞洲區內沒有類似歐洲結算系統（Euroclear）和世達國際結算系統（Cedel）等國際／地區中央證券託管系統，因此所有在亞洲發行和購買的美元龍債券（US\$ Dragon Bonds）均需要通過歐洲結算系統及世達國際結算系統在歐洲時間內進

行結算。顯然，如果有網絡聯繫區內各經濟體系的中央證券託管機構，能夠在亞洲時間結算跨境證券交易，當然會更加方便，而且這個網絡更能夠為亞洲和歐洲債券的跨境交易提供以下服務：

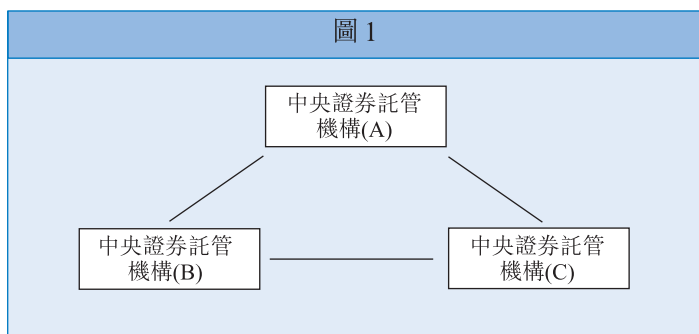
- (i) 便利區內市場人士買賣和持有亞洲和歐洲債券；
- (ii) 讓其他亞洲國家的市場人士持有的證券也可以通過當地的中央證券託管機構進行結算；及
- (iii) 能夠進行跨境貨銀兩訖交易 (Delivery versus Payment)。

上文 (i) 和 (ii) 將有利本地市場人士買賣和持有亞洲證券，從而可擴闊投資者基礎，拓展市場，讓亞洲債務市場能繼續發展至一定的規模效益，以及提高亞洲債券的流通性。隨着區內經濟體系發展即時支付結算系統 (Real Time Gross Settlement System)，第 (iii) 項所述的情況也可實現，最少大額跨境債券交易也可在貨銀兩訖的基礎上進行結算，減低結算風險，造就有利條件，吸引主要國際投資者投資於區內的債務市場。

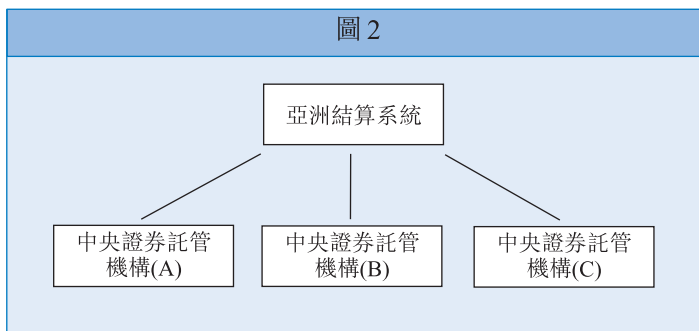
### 跨境聯繫的類別

區內各地的中央證券託管機構之間的跨境聯繫可以有不同形式。其中有三種基本模式：

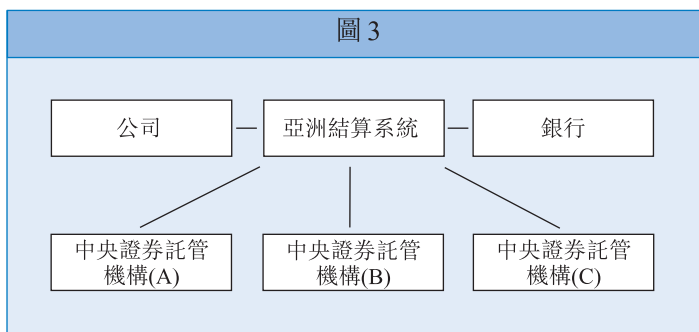
- (i) 以雙邊聯繫 (Bilateral Linkages) 形式連接的一組中央證券託管機構組成網絡 (並不涉及設立具獨立法定實體地位的中央託管及結算系統) (圖1)；



- (ii) 設立由區內中央銀行擁有／管理的多路 (Multi-access) 中央託管及結算系統，作為連接區內各地的中央證券託管機構的中樞 (Hub)，以進行跨境證券交易 (圖2)；



- (iii) 是上文 (ii) 項的修訂版，除了中央證券託管機構外，投資者也可直接在多路中央託管及結算系統開戶，成為系統的成員 (圖3)。



要進一步修訂上述模式，會涉及市場人士開立現金帳戶，以方便進行跨境的貨銀兩訖交易。然而，開立現金帳戶並非進行貨銀兩訖的跨境證券交易的先決條件。要作出上述修訂，可以在證券帳戶和有關的支付系統之間建立聯繫，以及利用代理銀行的關係。

## 採取漸進方式的理據

模式 (ii) 或 (iii) 是跨境聯繫發展方面的大躍進。不過，基於下列原因，要在短期內實行其中任何一種模式，都會遇到困難：

- (i) 區內各地的中央證券託管機構處於不同的發展階段；
- (ii) 在完全沒有基礎的情況下組織多邊網絡會相當困難，而且非常耗費時間，因為此舉會涉及許多中央銀行和中央證券託管機構，而區內又沒有任何跨境聯繫的實際經驗；
- (iii) 時機尚未成熟，便過早考慮比較複雜的結構，特別是開設現金帳戶，會令有意參與的市場人士產生不必要的憂慮。中央銀行可能擔心會擾亂它們的支付系統，商業銀行則擔心中央證券託管機構會與它們競爭。

基於上文提出的理據，顯然應該採用漸進方式來發展聯繫，首先是在區內的中央證券託管機構之間建立雙邊聯繫網絡，而這種網絡並不涉及現金帳戶操作。這種方式有以下優點：

- (i) 快捷簡便。因為這種方式主要涉及各參與的中央證券託管機構成為網絡成員，並與網絡內的每位參與者開設帳戶。此外，網絡內的中央證券託管機構數目不限，最初可以是債務市場發展階段相若的幾個金融中心的中央證券託管機構參與，而其他中央證券託管機構可以按適合它們的步伐，在較後時間才加入；
- (ii) 為初期的跨系統聯繫所制訂的架構和程序可供新參與者仿做，從而加快擴展網絡的過程；及
- (iii) 由於這種雙邊聯繫並不涉及開立現金帳戶，不會對參與的中央證券託管機構和它們的管轄地區內的銀行構成任何威脅，所以容易取得參與各方的支持。

## 建立雙邊聯繫的商業理據

兩家中央證券託管機構之間建立雙邊聯繫，能夠為市場人士帶來以下好處：

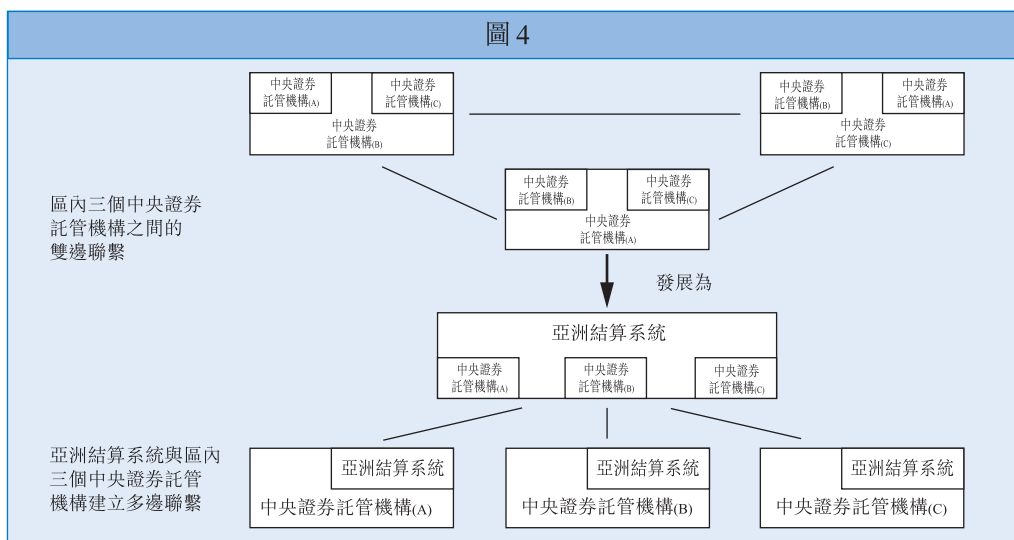
- (i) 可大為擴闊市場，因為跨境持有和買賣證券變得相當簡便，舉例來說，在A國的投資者希望購買海外債券，可通過本地銀行，經由A國的中央證券託管機構接觸該海外國家的中央證券託管機構，而毋須在海外銀行設於A國的分行開立特別帳戶；
- (ii) 能提高結算效率，而且由於處理交易和結算程序同步進行，因而得以減低甚或消除結算風險；及
- (iii) 能提高籌資效率，舉例來說，如果投資者是通過跨系統聯繫，由其本國的中央證券託管機構會員（例如是本地銀行）持有海外發行的證券，則這位投資者便能夠以這些證券作為抵押品，以取得本地貨幣的信貸融資（如果沒有跨系統聯繫，投資者便要把海外發行的證券存放在其他系統的海外會員的帳戶裏（附件1），這樣便不能以這些證券作為抵押品，取得本地貨幣的信貸融資）。

## 雙邊聯繫的實際運作

附件2和附件3載有擬議聯繫的主要設計特色和操作模式。以香港而言，自1994年1月債務工具中央結算系統（Central Moneymarkets Unit）的服務擴展至私人機構發行的債券以來，我們一直致力建立對外證券聯繫。早於1994年12月，債務工具中央結算系統已跟歐洲結算系統和世達國際結算系統連接。過去一年，金管局繼續與區內其他中央銀行商討建立中央證券託管機構的跨境聯繫，並取得良好進展。由1997年12月1日起，債務工具中央結算系統與澳洲的Reserve Bank Information and Transfer System 及 AustraClear 的聯繫便會開始運作，屆時香港的投資者便可經由債務工具中央結算系統購買澳洲政府和澳洲私營機構發行的澳洲證券。除澳洲外，金管局與內地和新西蘭的貨幣管理當局亦已原則上達成協議，分別與當地的中央證券託管機構建立聯繫。我們的目標是盡量與區內其他系統建立類似聯繫，並與其他貨幣體系發展支付系統聯繫。這個發展方向使跨境證券買賣和其他交叉貨幣大額金融交易，能夠實現在亞洲時間內進行即時貨銀兩訖和外匯交易同步交收（Payment versus Payment）安排。

## 未來發展方向：以「亞洲結算系統」形式連接各參與的中央證券託管機構，組成多邊聯繫

上文論及的雙邊聯繫有助發展多邊網絡，設立中央託管及結算系統（即「亞洲結算系統」（AsiaClear）），作為連接區內各地的中央證券託管機構的中樞（圖4）。



多邊聯繫架構的主要特色如下：

- (i) 業務結構和帳戶關係：所有中央證券託管機構都會獲得平等待遇，並可直接接通亞洲結算網絡，成為成員。每個參與的中央證券託管機構都會在亞洲結算系統開立證券帳戶，而亞洲結算系統也會在每個參與的中央證券託管機構開設證券帳戶；
- (ii) 與中央證券託管機構的業務關係：只有中央證券託管機構（並非個別市場人士）可成為亞洲結算系統成員，因此亞洲結算系統是與區內中央證券託管機構相輔相成，而不是要互相競爭；及
- (iii) 中央證券託管機構之間無須開立現金帳戶：現金部分的結算安排可由代理銀行進行，通過與地方支付系統發展適當聯繫即可達致貨銀兩訖（附件2至3）。

## 總結

東亞債券市場的潛力要得到充分發揮，必須加強區內各地的中央證券託管機構之間的跨境聯繫。本文指出：

- (i) 切實可行的發展方向，是採取漸進方式，發展雙邊聯繫網絡。區內的中央證券託管機構可因應本身情況，按適合的發展步伐來建立這些聯繫；
- (ii) 初期的雙邊聯繫網絡可發展為多邊聯繫，以「亞洲結算系統」的形式作為聯繫各中央證券託管機構會員的網絡；及
- (iii) 要達致跨系統的即時貨銀兩訖，不一定要開設現金帳戶，所以在現階段不應考慮這一點，以免引起中央證券託管機構和銀行不必要的憂慮。

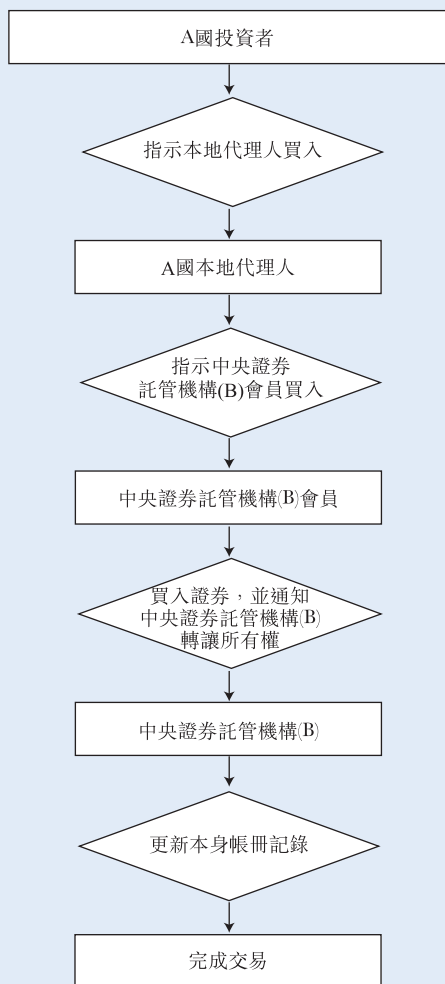
## 附件1

### 現時情況

由於A、B兩個經濟體系的中央證券託管機構沒有跨系統聯繫，投資者有意買入在另一機構結算的證券，便要透過在這個機構內擁有相當代表性的本地代理人 (Local Agent) 進行。在此情況下，兩個經濟體系中均只有少數市場人士能夠提供這項服務；而且從以下流程圖中，更可見交易結算過程間接和繁複。

#### 流程圖：

#### A國投資者如何購買在B國中央證券託管機構結算的A國貨幣證券



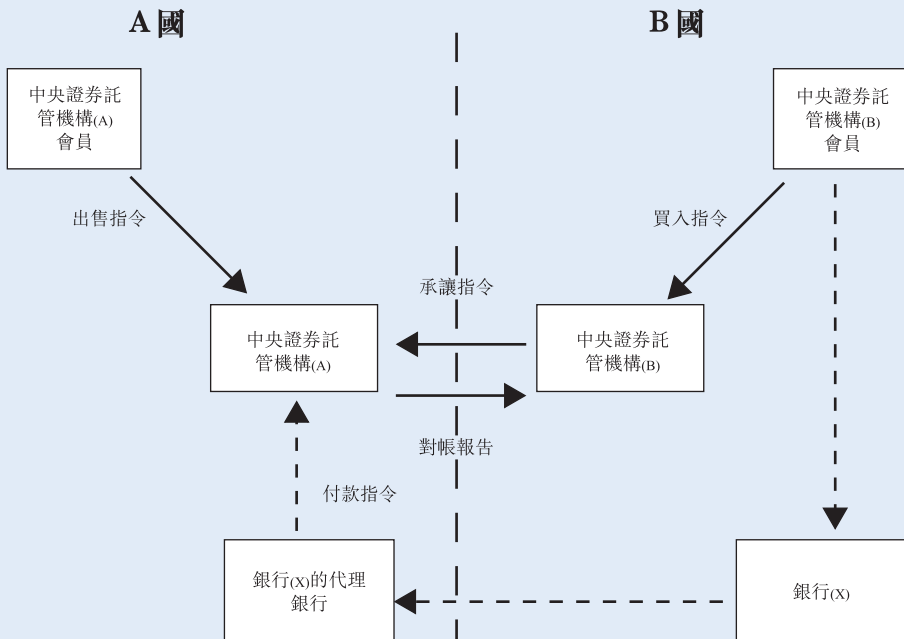
在中央證券託管機構(B)的帳冊內，A國投資者所買的證券將會記在該機構一位會員名下，換言之，這位會員是A國的本地代理人，並代表該位投資者持有證券。可是，這種安排存在以下缺點：

- (a) 只有少數在B國有良好關係和代表性的本地代理人才有資格及興趣經營這類跨境交易；
- (b) A國投資者的身分只可從本地代理人的帳冊上識別出來；及
- (c) 跨境交易的處理和交收沒有既定規則與程序，A國投資者只能從本地代理人取得資料。



## 附件2

| 買方            | 賣方            | 證券                    |
|---------------|---------------|-----------------------|
| 中央證券託管機構(B)會員 | 中央證券託管機構(A)會員 | 在中央證券託管機構(A)持有的A國貨幣證券 |

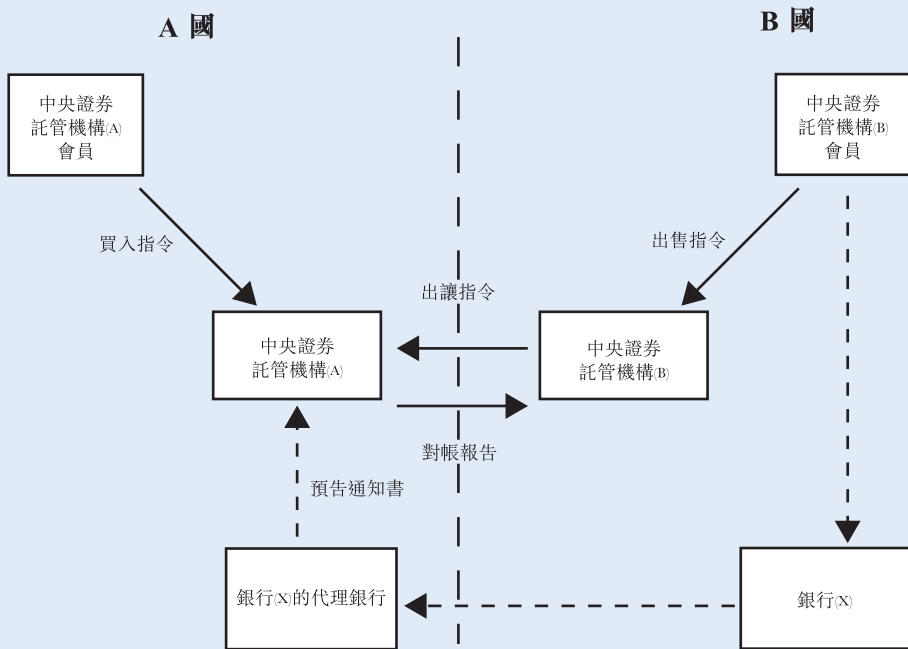


- B國投資者向中央證券託管機構(B)發出「買入」證券指令，並向銀行(x)發出付款指令。
- 中央證券託管機構(B)繼而向中央證券託管機構(A)發出「承讓」證券指令，以作對盤 (Matching)。
- 銀行(x)位於A國的代理銀行向中央證券託管機構(A)發出付款指令，然後授權中央證券託管機構(A)從該代理銀行在A國中央銀行的結算帳戶直接扣除結算款項。
- 在中央證券託管機構(A)內，會員向中央證券託管機構(A)發出「出售」證券指令，列明交易細則。

- (e) 在中央證券託管機構(A)內，中央證券託管機構(A)將「買入」和「承讓」指令與「出售」指令對盤。對盤後，中央證券託管機構(A)便可在進行日終批量處理 (End-of-Day Batch Processing) 時完成證券過戶與付款程序，其時證券的所有權便會全部更新。
- (f) 中央證券託管機構(A)以傳真向中央證券託管機構(B)發出對帳報告 (Reconciliation Report)，上面列明過戶的結果。
- (g) 中央證券託管機構(B)可根據對帳報告將已在中央證券託管機構(A)結算的A國貨幣證券記入會員在其機構內的證券帳戶，以能更新本身帳冊。

### 附件3

| 買方            | 賣方            | 證券                    |
|---------------|---------------|-----------------------|
| 中央證券託管機構(A)會員 | 中央證券託管機構(B)會員 | 在中央證券託管機構(A)持有的A國貨幣證券 |



- B國投資者向中央證券託管機構(B)發出「出售」證券指令，並向銀行(x)發出接受付款的指令。
- 中央證券託管機構(B)繼而向中央證券託管機構(A)發出「出讓」證券指令，以作對盤。
- 銀行(x)位於A國的代理銀行向中央證券託管機制(A)發出預告通知書 (Pre-advance)，指明該行將會收到的數額。
- 在中央證券託管機構(A)內，會員向中央證券託管機構(A)發出「買入」證券指令，列明交易細則。

- (e) 在中央證券託管機構(A)內，中央證券託管機構(A)將「出售」指令和「預告通知書」與「買入」指令對盤。對盤後，中央證券託管機構(A)便可在進行日終批量處理時完成證券過戶與付款程序，而證券的所有權亦同時全部更新。
- (f) 中央證券託管機構(A)以傳真向中央證券託管機構(B)發出對帳報告，上面列明過戶的結果。
- (g) 中央證券託管機構(B)可根據對帳報告，從會員在該機構的證券帳戶中扣除已在中央證券託管機構(A)結算的A國貨幣證券，以能更新本身帳冊。