

2000年港元債券市場的發展

2000年新發行的港元債務證券數量增加。外匯基金、認可機構、多邊發展銀行及海外非多邊發展銀行發債體的發行額增加，抵銷了本港公司與法定機構減少發債的影響。此外，由於2000年新發行債券的數額較到期債券多，所以未償還港元債券繼續錄得溫和增長。

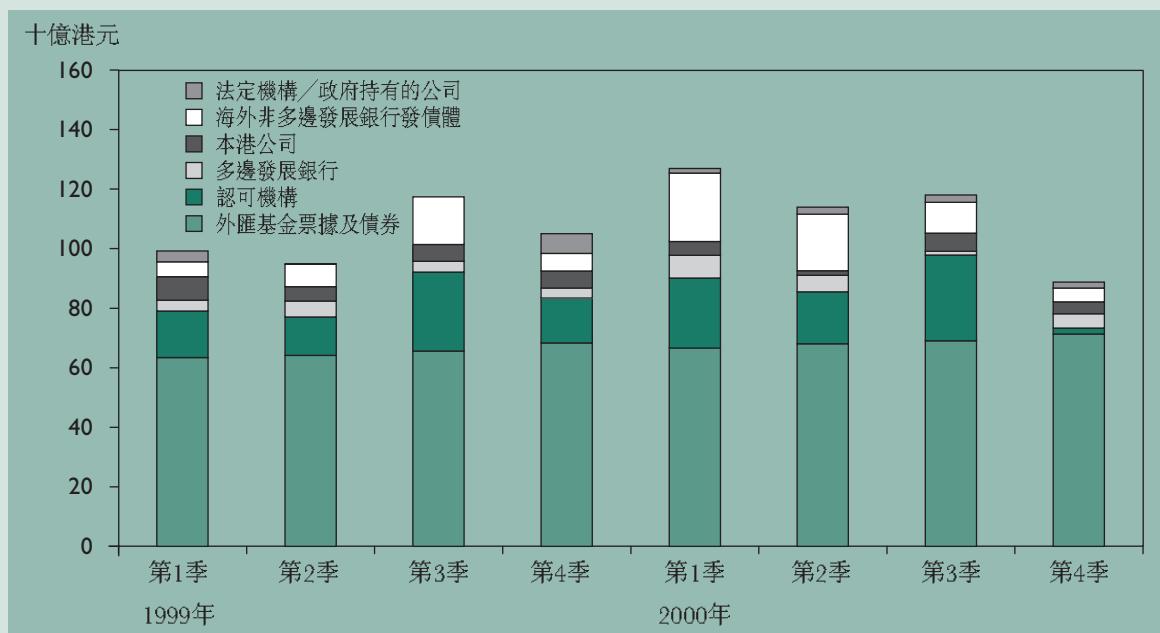
年內金管局檢討本港債務市場發展的一些障礙，其中包括第二市場的流通性、投資者基礎、基準收益率曲線、公司債券的稅務安排，以及發債與上市機制等均存在不完善之處。有見及此，金管局採取多項措施，進一步提高外匯基金票據及債券市場的流通性與透明度。這些措施包括：設立全面評估市場莊家表現的制度、以長期債券取代短期票據／債券，以及預先公布外匯基金票據及債券的發行時間表。另一方面，美元結算系統的推行能為美元債券提供貨銀兩訖結算服務，可望有助本地債券市場步向國際化。

市場概要

在2000年，新發行港元債券達4,560億港元，較1999年增長9% (圖1)。新發債活動錄得增長，原因是外匯基金¹、多邊發展銀行²、海外非多邊發展

銀行發債體及認可機構³ 發債數量的增幅，抵銷了法定機構⁴ 及本港公司減少發債的影響。由於2000年首3季市場對優質債券需求強勁及利息條件較理想，這段時期的發債活動特別活躍。

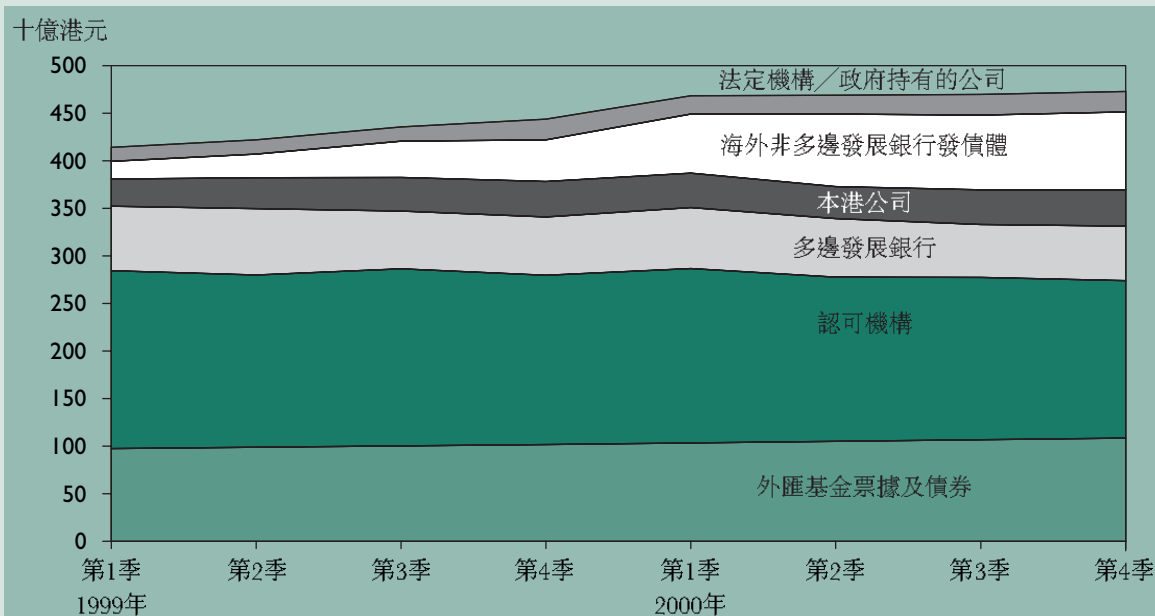
圖 1
新發行的港元債券



資料來源：金管局、彭博、基點及湯臣金融。

- 1 由於1998年貨幣發行局制度推行強化措施，新發行的外匯基金票據及債券只可用來取代到期的票據及債券，以及應付現有票據及債券利息支出的部分。
- 2 多邊發展銀行指亞洲開發銀行、Council of Europe、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、世界銀行、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豁免徵收利得稅。
- 3 認可機構包括持牌銀行、有限牌照銀行及接受存款公司。
- 4 這包括政府持有的公司。

圖 2
季末未償還港元債券



資料來源：金管局、彭博、基點及湯臣金融。

年內未償還港元債券持續錄得溫和的增長(圖2)，由1999年底的4,440億港元，增至2000年底的4,730億港元。在2000年的數額中，外匯基金票據及債券約佔23%，其餘為債券、浮息票據、可轉讓存款證及具資產保證的證券等各類債務工具，涉及的發債體計有法定機構(5%)、多邊發展銀行(12%)、海外非多邊發展銀行發債體(17%)、認可機構(35%)及本港公司(8%)。發債活動及未償還債券詳細資料載於附件A。

港元定息債券市場

在2000年，定息債券(不包括外匯基金票據及債券)新發行額達1,250億港元，較1999年上升32%。這類債券佔港元債券新發行額的69%，而1999年的比率是61%。年內多邊發展銀行、海外非多邊發展銀行發債體及認可機構增加發行定息債券，但法定機構及本港公司發債活動則減少。由於2000年定價條件理想，其中以上半年的情況尤其樂觀，海外非多邊發展銀行發債體相當活

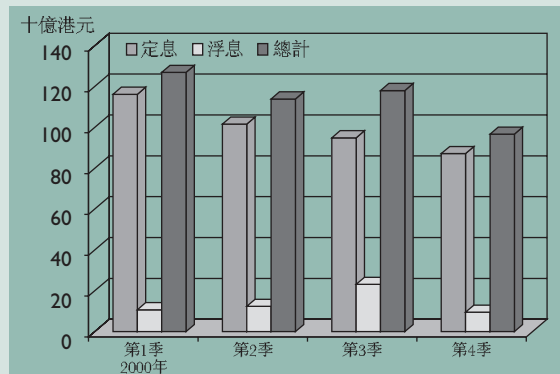
躍，成為錄得最大升幅的一類發債體。於2000年底，未償還定息債券額(不包括外匯基金票據及債券)達2,280億港元，較1999年底上升23%。2000年底所有未償還定息債券的平均期限與1999年大致相同(表1)。

表1
季末未償還定息債券的平均年期

發債體	平均年期				
	1999年 第4季	2000年 第1季	2000年 第2季	2000年 第3季	2000年 第4季
外匯基金	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
法定機構／政府 持有的公司	1.8	1.8	1.9	1.7	1.7
多邊發展銀行	1.8	1.9	2.1	2.2	2.3
海外非多邊發展 銀行發債體	1.4	1.8	1.5	1.6	1.6
認可機構	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0
本港公司	2.4	2.6	2.4	2.5	2.7
所有發債體	1.7	1.8	1.7	1.7	1.7

資料來源：金管局、彭博、基點及湯臣金融。

圖 3
本港新發行的定息及浮息債券



資料來源：金管局、彭博、基點及湯臣金融。

港元浮息債券市場

另一方面，2000年新發行的浮息債券額減少8%，至560億港元（圖3）。在此情況下，浮息債券佔新發行港元債券總額（不包括外匯基金票據及債券）的比率亦由1999年的39%，下跌至2000年的31%。新發行浮息債券減少的主要原因，是海外非多邊發展銀行發債體減少發行浮息債券，增加發行定息債券。此外，多邊發展銀行及法定機構於1999年發行浮息債券後，於2000年未有再度發行這類債券。

按發債體分類的發債活動

認可機構

在2000年，認可機構新發行的港元債券額達800億港元，較1999年上升13%。發債額增加的主要原因，是約值920億港元的到期債券於年內續期，以及市場對短期優質債券需求強大。⁵ 這類債券在2000年首3季的發行活動最活躍，但在第4季因再融資需求減少及息率前景不明朗而放緩。由於

年內認可機構的到期債券數額較新發行的債券多，因此在2000年底的未償還債券額為1,660億港元，較1999年底下跌7%。

本港公司

2000年本港公司新發行債券額減少至160億港元，較1999年減少33%。發債活動減少的主要原因，是銀行體系流動資金充裕，令公司可按較吸引的息率獲取融資，因此銀行信貸取代了其對債券的需求。事實上，部分貸款以相當於1997年亞洲金融風暴前的息率水平批出，貸款（大部分採取浮息計法）年期亦較長，有些貸款的年期更長達15年。信貸評級高的本港公司繼續成為年內主要的發債體。本港公司除了發行傳統的定息及浮息債券外，亦發行按揭證券及創新的合成按揭證券。⁶ 於2000年底，本港公司未償還債券額為380億港元，較1999年上升3%。

多邊發展銀行

2000年多邊發展銀行在本港市場的發債額為190億港元，較1999年增加22%。發債活動的增加，部分是因為定價條件較理想所致，這種情況在2000年上半年尤為明顯。雖然新發行債券增加，但由於年內到期債券數額仍較新增部分為多，因此2000年底多邊發展銀行未償還債券額為570億港元，較1999年下跌約7%。

海外非多邊發展銀行發債體

2000年海外非多邊發展銀行發債體的新發債額創出570億港元的歷來最高水平，較1999年上升66%。新發行債券激增的主要原因，是年內（尤其上半年）發債體有機會以較理想的資金成本發行債

⁵ 認可機構新發行債券中有超過68%的年期是少於3年。

⁶ 這是一種信貸風險掉期的交易（credit default swap），主要以某個按揭組合作為交換的參考指標，與一般按揭證券交易把資產轉讓予交易對手的做法不同。

券，加上本港流動資金充裕，市場對優質債券需求大，以及海外非多邊發展銀行發債體致力發展多元化的投資者基礎。除以往一直是本港債券市場主要海外發債體的澳洲及歐洲機構外，年內更有首次加入浮息債券市場的台灣機構。後者於2000年第3季發行兩批浮息債券。⁷ 於2000年底，海外非多邊發展銀行發債體的未償還債券額為820億港元，較1999年上升87%。

法定機構／政府持有的公司

2000年法定機構新發行債券額約80億港元，較1999年減少20%。香港按揭證券有限公司(按揭公司)繼續保持活躍，年內根據其債券及債務工具發行計劃發行約值70億港元的票據及債券，年期由1年至5年。按揭公司於2000年5月底與道亨銀行簽署按揭及債券資產交換計劃，致力擴充所持按揭資產。⁸ 這個計劃將有利按揭公司在不利的市場環境下仍可購入按揭資產。此外，參與計劃的銀行可享有較高的回報，包括按揭公司所發債券的固定利息收益，以及按揭貸款的供款管理費。為促進一般零售投資者對港元債券市場的參與，按揭公司年內發行兩批預留一部分予零售投資者申購的定息債券。於2000年底，法定機構的未償還債券額約220億港元，較1999年略為減少。

外匯基金票據及債券

2000年外匯基金票據及債券發行額(主要是續期票據及債券)共2,750億港元，較1999年增5%，佔年內新發行港元債券總額約60%。年內市場對外匯基金票據及債券需求維持強勁，外匯基金債券的平均超額認購比率約為6倍，較1999年的3倍為高。外匯基金票據及債券在2000年的平均每日成交額達

240億港元，較1999年上升接近50%。2000年底未償還外匯基金票據及債券總額較1999年上升7%，至1,090億港元。

促進本港債券市場發展的措施

為進一步發展本港債券市場，金管局檢討對該市場發展構成障礙的主要因素(詳情見附件B)。針對外匯基金票據及債券市場存在的透明度及二手市場流通性的問題，金管局推行了若干改革。首先是建成一個定期評估市場莊家表現的機制。其次是發行債券的重點將會略為轉向年期較長的券種，以保持整段收益率曲線的完整性。第三是預先公布每季外匯基金票據及債券發行的時間表。

此外，美元結算系統的推行，和美元即時支付結算系統與債務工具中央結算系統的聯網，可為存放於債務工具中央結算系統的美元債券提供貨銀兩訖的結算服務。這將提高結算效率及消除結算風險，從而有助提高本地債券市場對有意發行美元債券的機構的吸引力。

結論

2000年港元債券市場進一步增長，不但更多種類的債券產品陸續登場，新發行債券的平均年期亦有所延長。展望未來，預期私營部門發債活動在經濟復甦的帶動下將有強健的發展。基於近期息率趨降，機構的發債意向可能會較強，加上強制性公積金計劃於2000年12月開始推行，應有助刺激市場對優質港元債券的需求。此外，外匯基金票據及債券市場趨向更高的透明度及流通性，應能更進一步刺激其他發債體的發債活動。

— 本文由市場研究處提供

⁷ 在2000年，澳洲及歐洲發債機構分別佔海外非多邊發展銀行發債體的港元發債額55%及33%。

⁸ 根據這個計劃，按揭公司購入道亨銀行所持的按揭貸款組合，然後向該銀行發行等值的債券。2000年5月，按揭公司發行6億港元定息債券，作為該項交換資產安排的一部分。按揭公司日後將考慮與其他銀行進行類似的交換資產安排。

新發行港元債券
(百萬港元)

	外匯 基金	法定 機構*	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	總計
1999年							
第1季	63,450	3,650	3,700	5,034	15,579	7,834	99,247
第2季	64,106	100	5,320	7,517	12,956	4,880	94,879
第3季	65,613	0	3,550	15,956	26,571	5,673	117,363
第4季	68,274	6,636	3,300	5,910	15,186	5,711	105,017
全年總計	261,443	10,386	15,870	34,417	70,292	24,098	416,506
2000年							
第1季	66,558	1,500	7,630	23,037	23,558	4,650	126,933
第2季	68,058	2,300	5,600	19,112	17,419	1,450	113,939
第3季	69,068	2,500	1,300	10,352	28,777	6,050	118,047
第4季	71,352	2,025	4,800	4,609	9,976	3,957	96,719
全年總計	275,036	8,325	19,330	57,110	79,729	16,107	455,637
較1999年 增加／ (減少)	13,593	(2,061)	3,460	22,693	9,437	(7,991)	39,131

季末未償還港元債券
(百萬港元)

	外匯 基金	法定 機構*	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	總計
1999年							
第1季	97,450	14,916	67,687	18,631	187,154	28,517	414,355
第2季	98,806	14,936	69,807	24,766	181,219	32,497	422,031
第3季	100,363	14,936	60,837	38,217	186,035	35,320	435,708
第4季	101,874	21,572	61,237	43,767	177,915	37,331	443,696
2000年							
第1季	103,458	19,072	63,912	62,469	183,357	36,131	468,399
第1季	105,158	19,722	61,362	76,281	172,629	33,881	469,033
第1季	106,818	21,572	55,562	78,581	170,735	36,448	469,715
第4季	108,602	21,502	57,012	81,840	165,656	38,405	473,017
較1999年 增加／ (減少)	6,728	(70)	(4,225)	38,073	(12,259)	1,074	29,321

* 包括政府持有的公司

資料來源：金管局、彭博、基點及湯臣金融。

檢討妨礙香港債券市場發展的因素

I. 引言

過去10年，香港債務市場一直強勁增長。不過，市場發展仍然存在若干障礙，影響其引導本地儲蓄至本地長期投資的效率與成效。尤其是公司債券市場發展仍欠完善，與銀行及股票融資比較，本地債券發行只佔公司資金來源的一小部分。在這次檢討中，我們發現下列各項妨礙本地債券市場發展的主要因素：

- 稅務政策對公司債券不利；
- 基準收益率曲線不完善；
- 債券發行及上市機制不完善；
- 投資者基礎狹窄；
- 信貸評級要求限制過嚴；及
- 第二市場流通性低。

下文扼要討論減輕這些障礙的方案。我們在過去幾個月收集了資本市場人士的意見。儘管原則上大部分方案均適宜，但是否實際可行則會有不同。

II. 妨礙香港債券市場發展的主要因素及減輕障礙的方案

a. 稅務政策對公司債券不利

現行的稅務政策主要是為吸引國際投資者及發債體到本地債務市場，並透過以下方法達致這個目的：(a) 來自外匯基金票據及債券、多邊發展銀行債券，以及由非金融機構持有、香港認可機構發行的存款證的收入均可獲豁免利得稅；及 (b) 來自合資格債券⁹的收入可獲減免50%稅項。現行的稅務處理方法載於表1。

這種分級稅務處理方法不利公司債券發行人。此外，銀行存款、股票及公司債券之間的稅務處理也有不同，前兩者可獲免稅優惠，因而減低債券投資的吸引力。對銀行存款證與公司債券實行不同的稅務處理方法，也可能令公司選擇向銀行舉債，而不會直接發債集資。這些問題均影響本地公司債券市場的發展。

這些問題可有多項解決方案，其中包括豁免所有港元債券的稅項，或撤銷所有稅務優惠。然而，即使採取了這兩個極端方案的其中之一，不同投資工具之間不平等的競爭環境仍然存在。一些處於兩者之間方案值得考慮，例如只有非銀行機構持有的債務工具才可獲豁免稅項，或撤銷給予多邊發展銀行債券的免稅地位。

⁹ 合資格債務證券是指由私營機構發行，並符合以下條件的港元債券：(a) 評級不低於金管局指定的最低信貸評級（目前指定的評級是：標準普爾BBB-）；(b) 原定年期最少5年；(c) 面額最少5萬港元；(d) 向公眾發行；及 (e) 透過債務工具中央結算系統交收及結算。如法定機構及政府持有的公司發行的港元債券能符合上述條件 (b) 至 (e)，亦可算作合資格債務證券。

鑑於稅務問題相當複雜，以及對本港金融活動與財政狀況均有深遠影響，因此金管局正透過香港金融研究中心(研究中心)，對香港金融中介機構的稅務情況進行一次基本研究。這項研究由海外學者進行，研究結果將會在研究中心的工作論文系列裏刊發。

b. 基準收益率曲線不完善

金管局於1990年3月推出外匯基金票據及債券發行計劃，該計劃於其後不斷擴展，由此逐步形成長達10年期的港元基準收益率曲線。然而，自1998年9月推出7項技術性措施以強化貨幣發行局制度後，金管局限制發行新的外匯基金票據及債券。由1999年4月起，金管局恢復發行外匯基金票據及債券，以吸納現有外匯基金票據及債券的利息支出，但僅限於發行91日期外匯基金票據，而且亦沒有固定的發行數額與時間表。因此，短期外匯基金票據不斷增加。

為了解決外匯基金票據及債券的年期分布不平衡的問題，金管局經諮詢香港資本市場公會的意見後，於2000年11月決定調整發行計劃，發行更多較長期的外匯基金票據及債券，以取代短期外匯基金票據。由2000年11月起，金管局預先公布季度暫定發行時間表。這項措施可提高市場透明度，有助市場人士進行流動資金管理。

由香港按揭證券有限公司、機場管理局、地下鐵路公司及九廣鐵路公司等法定機構及政府擁有的公司發行的債券構成的準政府收益率曲線，可作為輔助性質的基準收益率曲線，有助私營機構發行的債券的定價。然而，現有的這些債券的年期需要延長，才能構成具參考價值的收益率曲線。

c. 債券發行及上市機制不完善

債券在香港聯合交易所上市，以及發行面額5萬港元或以上債券均須符合《公司條例》及《保障投資者條例》的登記及發售章程規定。發債機構認為有關發售章程的核准程序(經證券及期貨事務監察委員會進行)及登記程序(經公司註冊處辦理)耗時過久及過於繁瑣。

由證監會領導，並由市場人士、財經事務局及金管局人員、資本市場公會代表及律師組成的工作小組於1999年11月成立，對現行法例及規則進行研究，以簡化有關文件的要求及上市程序，並確保不會影響市場的完整性及對投資者的保障。金管局在檢討過程中與工作小組保持緊密合作。

d. 投資者基礎狹窄

目前，本地債務市場由少數機構投資者主導，例如銀行、合約儲蓄機構(退休基金／公積金、壽險公司及投資信託公司)及公共基金等。促進零售投資者對債券投資的興趣及擴大產品系列應有助擴闊投資者基礎。

1999至2000年間推出的一些措施，如外匯基金債券及法定機構發行的債券在本地交易所上市等，在促進零售投資者對投資債券的興趣方面取得了一些進展。有關方面可以推出更多措施，以擴大零售投資者的參與，包括為上市證券發展市場莊家制度；促進零售投資者參與外匯基金票據及債券、法定機構發行的債券及在交易所上市的債券的首次發售程序；鼓勵銀行向客戶提供債券投資服務，以及促進公眾對債券投資的認識及興趣。

在香港發售的債券主要是簡單的定息及浮息債券，符合公眾與私營基金的投資需求。由私營機構推出新產品，例如發展具資產保證的證券(資產證券)市場及外幣債券市場，應有助擴闊投資者基礎。

資產證券化能夠為可抵受高風險的投資者提供工具，以及為銀行提供再融資的渠道。資產證券在美國的債券市場發展迅速，可供香港作為參考。然而，資產證券產品的推出主要依靠私營機構的推動，而私營機構則主要視乎風險與回報的考慮因素來決定是否推出這類產品。

e. 信貸評級要求限制過嚴

私營機構及基金的投資指引廣泛採納信貸評級，作為信貸風險管控機制的一部分。機構投資者也利用信貸評級，就交易對手或工具作出投資決定時作為參考。機構投資者所定嚴格的信貸評級要求有時會限制對港元債券的需求，尤其是公司債券。儘管金管局不宜建議投資者在投資策略方面作出重大改變，但可考慮採取間接措施，促進投資者對公司債券的投資意欲。

由於公平及獨立的信貸評級是發展完善的債券市場的重要部分，發債體廣泛運用信貸評級服務將有助市場發展。就此而言，國際評級機構繼續教育投資者如何闡釋其評級制度，以及理解其評級方法將有助債務市場的發展。同時，我們也歡迎私營機構成立本地信貸評級機構。

為解決亞洲發債體的信貸評級一般較低的問題，金管局對市場為本的加強信貸方法或擔保安排作出研究。若具備良好信貸評級及財政實力的擔保人願意在收取一定費用後，向某些發債體借出其信貸評級，將有助促銷有關的債券，以及推動市場發展。

f. 第二市場流通量低

市場人士認為第二市場流通量低，是妨礙本地債券市場進一步發展的重要因素。金管局已採取措施加強外匯基金票據及債券的現有市場莊家制度，包括設立客觀的表現準則及定期檢討程序。然而，外匯基金票據及債券市場更趨活躍，不一定能刺激其他市場環節的交投。

私營機構採取了一些措施，向公眾提供債券價格資料，有助提高本地債券市場的透明度。

金管局支持香港期貨交易所推出外匯基金債券期貨的計劃；債券期貨合約讓投資者可對沖利率風險。期貨市場的買賣活動會刺激場外現貨市場的交投，產生新的債券買賣活動，有助形成債券的回購市場，促進債券被廣泛用作抵押品的情況，從而可刺激市場流通量。¹⁰ 債券期貨市場也可增加現貨市場(尤其是定價過程)的透明度。

III. 結論

有關各方正積極考慮或計劃推行上文提及的部分政策方案。金管局會繼續與有關部門及市場人士緊密合作，以推行各項建議，從而進一步發展本地債券市場。✿

10 目前本港有些回購協議交易是以外匯基金票據及債券作為抵押品，但這些只是銀行之間的雙邊交易。香港並不存在回購協議市場。香港銀行公會及香港外匯市場及貨幣市場事務委員會已採納ISMA回購協議，讓市場人士進行回購協議交易時使用。由於此舉可解決以往缺乏劃一協議的問題，因此將有助推動本港回購協議市場的形成。

表 1
目前本港關於債務工具的稅務安排

工具類別	所得收入	稅務安排		
		金融機構	非金融機構	個別人士 **
外匯基金票據及債券、儲稅券及根據《借款條例》或《借款（政府債券）條例》發行的債券	- 買賣收益 - 利息收入	- 免稅 - 免稅	- 免稅 - 免稅	- 免稅 - 免稅
指定多邊機構發行的港元債券	- 買賣收益 - 利息收入	- 免稅 - 免稅	- 免稅 - 免稅	- 免稅 - 免稅
指定法定公司及政府持有的公司發行的債券 *	- 買賣收益 - 利息收入	- 寬減 50% (8%) - 寬減 50% (8%)	- 寬減 50% (8%) - 寬減 50% (8%)	- 免稅 - 免稅
由公司及金融機構發行，並符合有關法定公司及政府持有的公司債券稅務優惠條件， <u>以及在任何有關時候其信貸評級均達到金管局可接受的標準（目前要求的評級是標準普爾BBB-或以上）的債券（包括浮息票據、商業票據及債券）</u>	- 買賣收益 - 利息收入	- 寬減 50% (8%) - 寬減 50% (8%)	- 寬減 50% (8%) - 寬減 50% (8%)	- 免稅 - 免稅
認可機構在香港發行的存款證	- 買賣收益 - 利息收入	16% 16%	16% - 免稅	- 免稅 - 免稅
不符合豁免徵稅或寬減稅率資格的公司債券	- 買賣收益 - 利息收入	16% 16%	16% 16%	- 免稅 - 免稅
存入香港認可機構的存款	- 買賣收益 - 利息收入	- 不適用 16%	- 不適用 - 免稅	- 不適用 - 免稅

* 法定公司及政府持有的公司所發行的債務證券應符合以下條件，才可獲得寬減稅率50%的優惠：

- (i) 全部透過債務工具中央結算系統交收，並存放在該系統內；
- (ii) 原定期限最少5年；
- (iii) 面額最少5萬港元或等值的外幣數額；及
- (iv) 向香港公眾發行。

** 個別人士豁免徵收任何利息及股息收入稅或利得稅。只有提交商業登記的個別人士才須就這些收益完稅。根據一般原則，若分派股息或利息的公司須繳付利得稅，有關的個別人士便無需交稅，以免雙重徵稅。本港並無徵收資本利得稅，只有買賣物業所得利潤才須徵稅。