

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

本文由金融基建部提供

由香港金融管理局、亞洲區內多間中央銀行與中央債務證券託管機構，以及歐洲清算組成的專責小組，最近發表了一份白皮書，建議從長遠而言發展「共同平台模式」，以完善亞洲區內跨境債券結算交收的基建。本文釋述該白皮書的背景、具體建議，以及其對香港以至整個亞洲區所帶來的好處。

引言

一個具深度及高效率的債券市場有助亞洲各個經濟體系增加貨幣及金融穩定，以及進一步發展資本市場。雖然區內決策者都明白進一步發展亞洲債券市場的重要及迫切性，但現時有不少因素妨礙區內債券市場的發展，其中包括區內的政府債券不論是發行次數及發行量均不及其他地區；私營機構高度倚賴銀行貸款及股市籌集資金；對境外投資的法規限制；以及缺乏效率的結算交收基建等。事實上，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，都是影響本地債券對國際及區內投資者的吸引力的主要因素。因此，亞洲區有需要建立一套更具效率的結算交收基建，以營造適當環境促進亞洲債券市場的發展。

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。專責小組成員包括來自香港金融管理局(金管局)、馬來西亞中央銀行及歐洲清算的代表，印尼及泰國中央銀行亦有派代表擔任觀察員。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」，作為各經濟體系的中央債務證券託管機構(CSD)之間，以及與歐洲清算之間的合作基礎；而鑑於亞洲市場在金融、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。在草擬這份白皮書期間，金管局亦曾經徵詢過區內其他央行的意見。

共同平台模式

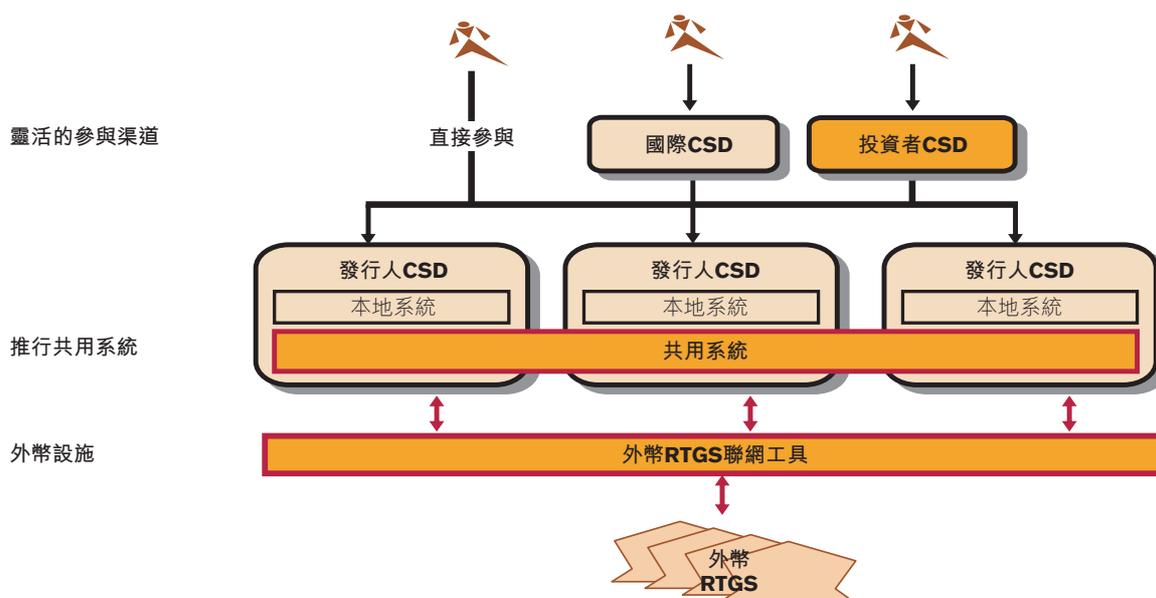
現時，區內CSD普遍存在相似的弱點，例如只有少數CSD有能力處理本地外幣債券的貨銀兩訖結算¹，當中包括由金管局運作的「債務工具中央結算系統」(CMU)及由香港交易及結算所有限公司運作的「中央結算及交收系統」。而亞洲市場不同的結算交收方法及標準，亦令CSD難以實現直通式交易程序，影響營運效率。但亞洲區CSD最弱的環節莫過於資產管理。區內不少CSD仍未設立債券及企業行動的中央數據庫。即使已設有中央數據庫的CSD，它們的資產管理程序(包括支付收益、贖回，以及公佈與執行企業行動)亦未劃一，並且往往需要以人手介入操作，因而無可避免地增加了CSD的營運風險。

專責小組認為共同平台有助解決亞洲多個需要，其中包括開拓跨境參與本地債券投資的渠道、鼓勵區內債券發行、進行自動化處理結算交收以降低營運風險、允許以跨境抵押品進行抵押，藉此減少信貸風險和增

加取得流動資金的渠道，以及降低結算交收成本。在汲取了歐洲的經驗及考慮到亞洲區內的獨特需要後，專責小組建議在亞洲區設立共同平台模式，從而拓展區內債券的跨境參與渠道及提供資產管理與抵押品的共用數據庫，以便整合抵押品，以及透過統一的貨銀兩訖形式為跨境交易和以亞洲及主要國際貨幣計價的債券買賣進行結算。圖1展示長遠而言發展完善及成熟的共同平台模式的組成部份。

遠景中的共同平台模式的一個主要目的，是透過在亞洲各市場推行共用的系統、程序以及債券與企業行動數據庫來提高效率。該平台可被視為替區內央行及CSD提供服務的總服務員。使用平台的CSD仍可保留其負責的本地債券的所有權，包括保管及保存記錄的責任，並且負責本地與共用系統的業務運作，以及與客戶的直接關係。換言之，共同平台模式的最終目標是透過劃一亞洲各市場的操作程序及標準，為各地CSD提供一套更佳的服務及更有效率的結算交收基建。

圖 1
亞洲共同平台模式



註：橙色部分代表新功能或共用系統。

¹ 貨銀兩訖結算是一種證券交收安排。根據這項安排，證券交收在付清有關款項及確定為最終及不可撤回後便會隨即進行。

共同平台模式亦致力讓跨境投資者以更靈活的方式參與投資亞洲債券市場，省卻了必須在相關發行人CSD²直接開戶的需要。跨境投資者可透過三個方法投資發行人CSD的債券，包括：

- (1) 直接參與——若相關地區的法規容許海外投資者直接在發行人CSD開戶
- (2) 透過國際CSD (ICSD)間接參與——若該ICSD已與相關發行人CSD之間建立聯網
- (3) 透過投資者CSD³間接參與——若投資者CSD與相關發行人CSD之間已有直接聯網，或已透過ICSD或中介人CSD與發行人CSD建立間接聯網

此外，若亞洲市場本身的結算系統設有外幣結算及交收服務，或與區內的外幣即時支付結算系統(RTGS) (如香港的港元、美元、歐元及人民幣RTGS系統)設有聯網，共同平台模式便可為發行人提供一個平台，發行以主要外幣為單位的本地債券。該平台將有助發行人吸引一些不大願意承受本幣風險的投資者買賣本地債券，亦可在亞洲時區內為外幣債券進行跨境貨銀兩訖結算。

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，專責小組認為以循序漸進方式推行共同平台模式較為適合，並建議在短期內先推出試行平台，以逐步邁向長遠的共同平台模式。

試行平台

試行平台是一個致力在全面採用共同平台模式之前盡早實現其好處的策略性方案。試行平台會充分利用亞洲區內CSD及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。試行平台的主要目標，是盡量減少對各地現有運作及法規方面的修改，並以有限的前期投資及風險換取一些可以在短期內實現的優勢。

從圖2可見，試行平台的主要部份與共同平台模式相近，並可作為該模式的基礎。試行平台尚未有共用系統來進行資產服務及抵押品管理，但兩者均可透過各地CSD與ICSD之間的聯網來進行。共同平台模式的其他基本功能，包括不同的參與方法、跨境持有債券，以及本幣與外幣債券的發行與貨銀兩訖結算，均可在試行平台進行。更重要的是，即使在推出試行平台後，有關亞洲債券發行、結算和交收方面的服務提升、標準與市場營運手法的劃一工作仍可繼續，以便逐步邁向最終的共同平台模式。

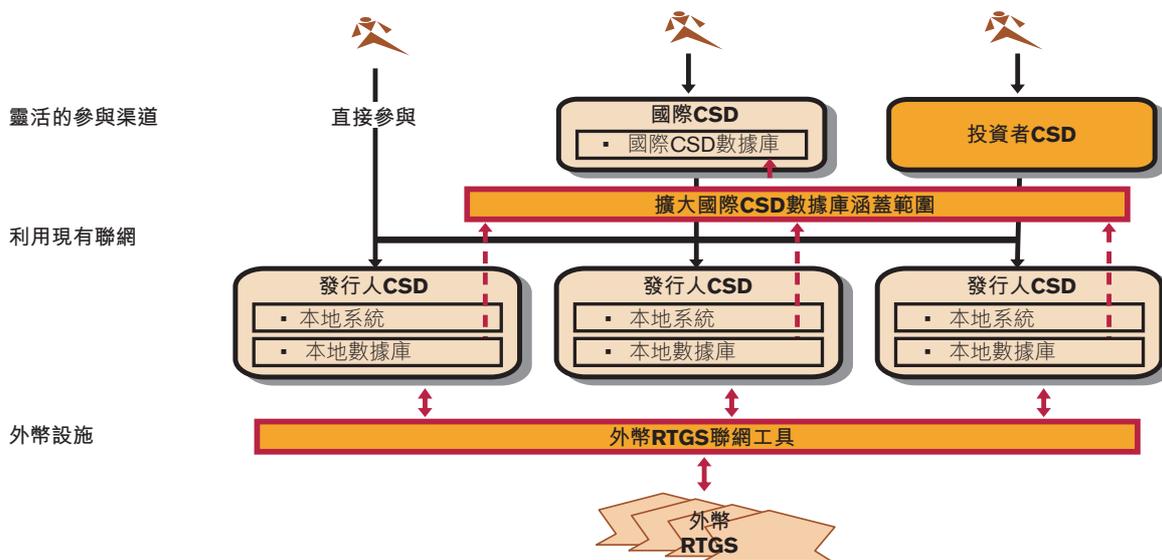
專責小組計劃在2011年上半年推出試行平台。金管局將聯同馬來西亞央行及歐洲清算成為試行平台的首批加入者。屆時香港及馬來西亞的投資者將可透過其本地CSD持有海外債券，並可於亞洲時區內以貨銀兩訖形式結算以本幣及主要外幣(如美元、歐元及人民幣)計價的跨境債券交易。區內其他央行及CSD亦可在做好準備的時候加入試行平台，並按照本身的市場發展及需要選擇合適的債券放上試行平台。

² 發行人CSD是指持有本地債券的CSD。

³ 投資者CSD是指本地CSD，或本身並非CSD但有相關權力及能力向本地金融機構提供境外債券結算及資產管理服務的其他本地機構。

投資者CSD可代本地客戶持有境外債券，故其服務可被視作利用本地基建提供境外債券的買賣。

圖 2
試行平台



註：橙色部分代表試行平台提供的新元素。

香港及整體地區的得益

專責小組的建議既可讓亞洲區內的CSD以循序漸進及協調的方式採納劃一的債券處理程序及共用技術，亦不會妨礙它們的現行架構及自主性。共同平台模式具有開放及靈活的特性，方便不同的經濟體系按照本身的發展狀況在適當的時候加入。及早實現試行平台，可迅速解決區內金融市場的即時及短期需要，包括隨着人民幣逐漸成為國際貿易結算貨幣而產生的需要，即對提高跨境及跨幣抵押品管理的效率，以及為在香港發行的人民幣債券提供更多跨境買賣及結算的需要。

就整個地區而言，在當前的金融環境下，亞洲不同經濟體系的有抵押貸款愈趨普遍，對跨境抵押品管理的需要亦愈趨明顯，因此有需要建立一套有助紓緩金融機構的流動資金壓力(特別在面對危機時)的金融基建。試行平台正正能夠迎合這些需要，因它容許亞洲金融機構及央行利用更多抵押品來支持所承受各種風險，並讓境外機構可以增加使用其持有的亞洲區內債券作為抵押品。

就香港而言，由金管局運作的香港債券結算交收及託管系統——CMU可透過共同平台取得協同效應及劃一市場操作。CMU系統亦可利用試行平台的功能提供更有效率的跨境抵押品管理。這些優點再配合香港現有多幣種及多層面的支付結算基建，將可吸引更多區內銀行使用香港的支付平台，從而加強香港作為區內支付及結算中心的地位。

前瞻

試行平台是亞洲區在實現完善債券結算交收基建的遠景中邁出的第一步。推出試行平台相信可以吸引區內其他CSD的加入、增加亞洲債券市場對國際投資者的吸引力，以及為其他經濟體系發揮良好的示範作用。展望未來，專責小組將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。專責小組歡迎各界提出意見，並鼓勵其他有興趣的央行及CSD加入。有關方面的共同努力有助將不同的市場做法整合成為一套共用的程序，有利試行平台最終成功過渡至理想的共同平台模式。