

2011年香港債券市場概況

本文由貨幣管理部提供

面對環球波動的環境，港元債券市場發展方向不一，在流動資金緊絀令銀行資金成本上升的同時，債息卻漸見回落。另一方面，發債活動增長暢旺，政府債券計劃下亦發行首批以零售投資者為對象的債券。此外，香港離岸人民幣債券市場持續擴展，來自中國內地的支持漸增。

環球背景

在2011年，環球債券市場仍然受壓及波動不定。於年中左右美國未償還政府債務總額接近當前法例容許的上限，而國會有關通過新法例以提高上限的辯論亦幾乎導致債務違約。縱使新法例最終獲得通過，令美國得以避免違約，但其主權信貸評級仍然於8月被標準普爾(標普)以「美國在面臨財政和經濟的持續挑戰之際，其決策過程及政治機關的運作成效、穩定性和紮實程度卻在下降」為由，從AAA下調至AA+。為進一步放寬貨幣政策以支持實體經濟復甦，美國聯邦公開市場委員會於9月宣布採取通稱為「扭曲操作」的策略，於2012年6月底前透過出售4,000億美元短期美國國債的方式來買入相同金額的較長年期美國國債。

歐洲方面，包括希臘、意大利、西班牙及葡萄牙等在內須借助外援方能應付國債負擔的歐元區國家日益增多，令市場越感震驚。年內這些國家的信貸評級均被下調(表1)。投資者紛紛減持其國債，並改持德國國債等其他較優質的歐元政府債券，導致兩者的息差上升至自此等國家加入歐元區以來的新高(圖1)。

在這情況下，不少歐洲銀行逐漸對同業惜貸，避免交易對手因承擔受困國家過多風險而無法償還貸款，令

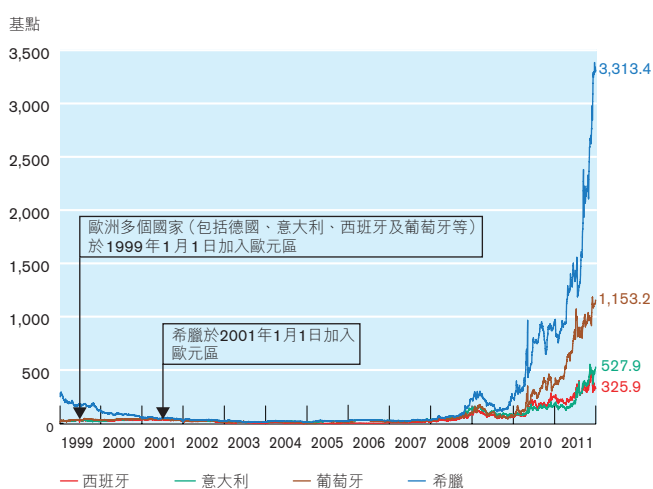
銀行同業流動性變得緊絀。銀行只好減低槓桿運作以維持資本，形成流動性進一步收緊的惡性循環。

表 1
三間國際信貸評級機構給予的本幣長期信貸評級

	於2010年底			於2011年底		
	惠譽	穆迪	標普	惠譽	穆迪	標普
希臘	BBB-	Ba1	BB+	CCC	Ca	CC
意大利	AA-	Aa2	A+	A+	A2	A
西班牙	AA+	Aa1	AA	AA-	A1	AA-
葡萄牙	A+	A1	A-	BB+	Ba2	BBB-

資料來源：彭博。

圖 1
部分歐洲國家與德國的10年期國債收益率息差



資料來源：彭博。

香港債券市場概覽

港元發債活動回復至2008年前的水平

面對上述波動的環境，港元債券市場的發展方向不一。流動性緊絀無疑令銀行整體資金成本上升，但2011年債券收益率卻見逐漸回落(圖2及圖3)。另一方面，2011年的發債活動轉趨活躍，當中非公債類別的港元發債額逾2,000億港元，較2010年上升26%(附件)，亦是2008年全球金融危機爆發以來發債額首次超逾此水平。

發債額增加主要是由認可機構(即銀行)及本地公司所帶動。年內認可機構發債額上升超過31%，本地公司發債額更倍增至逾275億港元的歷史新高。發債增加正值環球銀行流動性收緊的時候，據悉部分銀行較積極尋求存款證等同業市場以外的融資渠道。

對於一直以來傾向以銀行貸款作融資的私營機構來說，情況亦相近。流動性緊絀令銀行資金成本增加，

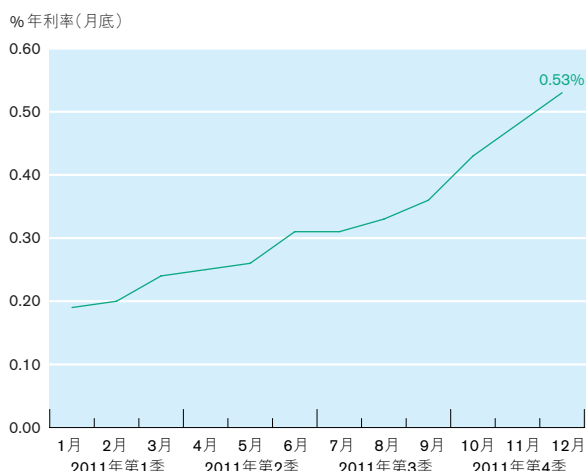
對企業借貸成本亦構成上升壓力。市場消息顯示，於2011年底香港某些藍籌公司與相關銀行商討年期長達數年的貸款時，其息率是香港銀行同業拆息再加200基點以上，遠高於年初時的同業拆息加約50基點，亦是2000年2月以來從未出現過的水平。與此同時，債券資本市場的借貸成本卻似乎下降，本地公司(尤其在債券市場早已建立一定位置的著名企業)可能由銀行借貸改為發債集資，因而令發債活動轉趨活躍。

香港離岸人民幣債券市場持續增長

香港債券市場在2011年的另一重大發展，是人民幣債券(簡稱「人債」)的進一步擴展。公債市場方面，國家財政部於8月在香港發行總額200億元人民幣(高於2010年的80億元人民幣)國債，其中150億元人民幣面向機構投資者，50億元人民幣供零售投資者認購。非公債方面，在2011年發行的人債約值880億元人民幣，與2010年相比上升217%。

圖 2

香港銀行平均資金成本(以綜合利率計算)



註：綜合利率是指銀行帳冊上所有港元附息負債的加權平均利率，當中包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債券，以及港元不計息活期存款，因此可作為香港銀行平均資金成本的指標。

資料來源：金管局。

圖 3

港元債券市場平均借貸成本(以滙豐港元債券指數非政府債券分類指數的每日平均收益率計算)



註：滙豐港元債券指數非政府債券分類指數追蹤獲A級或同等級別信貸評級的優質港元債券的表現，因此其每日平均收益率可反映非政府債券類別港元發債機構的平均借貸成本。

資料來源：彭博。

年內非公債的發債體類別亦趨向更多元化。在2010年相當重要部分的人債是由內地金融機構及本地公司發行。在香港及內地以外地區註冊的公司佔非公債部分的發行額不足一成。到了2011年，這類公司佔香港人債非公債部分的發行額已超過三成。此外，非金融類內地公司亦於2011年首次獲准在香港發行人債，其中寶鋼集團便於12月發行了總值36億元人民幣的人債。

離岸人債市場進一步發展，亦吸引更多類別的投資者在2011年參與投資。以去年8月某歐洲零售商發行人債為例，逾半由境外投資者買入，據悉當中大部分是投資基金等機構投資者。隨着市場不斷發展，將有更多機構投資者參與此市場。這不單能令市場有多元及成熟發展，亦有助整體市場的持續擴展。

政策方面，中央政府亦於8月宣布推出一系列刺激離岸人債市場發展的措施，包括表明在香港發行人幣國債將作為一項長期的制度安排。由於離岸人債市場仍處於發展初段，定期發行國債將有助建立香港離岸人民幣國債的基準收益率曲線，有助離岸市場其他人債的定價。這項長期安排，亦為市場提供穩定的優質人債供應，能為市場吸納更多的投資者。

此外，中央政府表明支持使用人民幣在內地進行外來直接投資，有關的管理辦法亦於10月公布。中國內地作為全球最主要的外來直接投資目的地之一，當中又有不少投資是經由香港處理，因此中央政府開放人民幣用作外來直接投資，將會吸引更多公司利用香港人債市場籌集所需資金以進行外來直接投資。此舉有助吸引更多不同種類的公司在香港發行人債。

加強香港債券市場平台

有關債券市場的多項措施在2011年實施，以加強香港債券市場機構及零售投資者兩部分的發展。

香港債券上市制度的修訂

正如其他地區的債券市場，香港債券市場以機構投資者為主。儘管此類投資者甚少在交易所買賣債券，但基於遵守投資及授權規定的原因，當中不少只會投資於上市債券。

為使香港債券上市平台能與其他主要市場的上市規則一致，令處理申請的時間可與該等市場看齊，香港聯合交易所（「聯交所」）於2011年對《上市規則》作出多項修訂，其主調是簡化只售予專業投資者¹的債券之上市制度（專題1）。在新制度下，由申請人提交債券上市申請所需文件起計，最快可於48小時內完成有關的上市申請程序，與其他主要市場相若。

繼續實施政府債券計劃，以壯大香港債券市場的機構及零售投資者基礎

特區政府繼續實施政府債券計劃，以擴大香港債券市場中銀行以外的投資者基礎。在2011年，透過政府債券計劃向機構投資者發行總值175億港元的政府債券，令機構債券的未償還總額增至380億港元（表2）。金管局會繼續研究所需的優化措施，盡力改進政府債券的機構投資者環節，藉以令整個政府債券計劃更能達致其市場發展的目標。

¹ 多數投資債券的機構投資者其實屬於香港《證券及期貨條例》界定的「專業投資者」，因此聯交所現時已採納該條例界定的「專業投資者」一詞。

政府債券計劃另一目的是發展香港的零售投資者基礎。然而，過去幾年利率偏低，令傳統的定息零售債券難以吸引達一定規模的零售投資者參與。有見及此，當局於2011年7月向香港居民發行100億港元3年期通脹掛鈎債券，以啟動政府債券計劃下的零售投資者部分。通脹掛鈎債券每半年付息一次，息率與最近6個月的按年平均通脹掛鈎。有關這批通脹掛鈎債券的主要發行資料載於專題2。

發行首批通脹掛鈎債券的目的，是加深零售投資者對債券投資的認識及興趣，並為香港居民提供多一個對抗通脹的投資選擇。這批債券深受投資者歡迎，獲超額認購，有效申請超過155,000份，總申請金額約131.6億港元。透過認購通脹掛鈎債券及參與有關投資程序，以往從無這方面經驗的人士均可藉此加深對債券投資的認識。這次發債活動亦有助擴大香港債券市場的投資者基礎，促進零售債券及二手買賣市場的發展。

為繼續推動這方面的工作，財政司司長於2012至13年度財政預算案中宣布會在政府債券計劃下再發行不超過100億港元通脹掛鈎債券。金管局正統籌相關發行事宜，希望能在2012年上半年完成發行。

前瞻

金管局正循拓展二手市場及壯大香港債券投資者基礎等環節着手，研究推出更多措施，以增加香港債券市場的吸引力。此外，金管局亦會舉行更多面向海外投資者的市場推廣活動，以進一步掌握他們的投資取向及加深他們對參與香港債券市場的興趣。

表 2

2011年底機構債券發行計劃下的未償還政府債券

預期到期日		原有限期	發行編號	票面年息 (厘)	發行額 (億港元)
2012年	3月5日	2年	02GB1203	0.70	35
	9月3日	2年	02GB1209	0.48	35
2013年	3月4日	2年	02GB1303	0.85	35
	9月9日	2年	02GB1309	0.32	35
2014年	11月3日	5年	05GB1411	2.07	65
2015年	12月2日	5年	05GB1512	1.43	50
2016年	12月8日	5年	05GB1612	0.97	25
2020年	1月13日	10年	10GB2001	2.93	75
2021年	8月4日	10年	10GB2108	2.46	25
總計					380

資料來源：金管局。

附件

新發行港元債務工具 (百萬港元)

	(A) 外匯基金	(B) 政府	(A) + (B) 公債 (按年變動率)	(C) 認可機構	(D) 本地公司	(E) 多邊發展 銀行	(F) 多邊發展 銀行以外的 境外發債體	(G) 法定機構 及政府 持有的公司	(C)至(G) 非公債 (按年變動率)	總計 (按年變動率)
1998	316,850	0	316,850	34,029	6,180	44,502	7,006	9,171	100,888	417,738
1999	261,443	0	261,443 (-17.5%)	83,410	24,098	15,920	21,197	8,931	153,556 (52.2%)	414,999 (-0.7%)
2000	275,036	0	275,036 (5.2%)	99,694	16,157	19,330	37,404	8,325	180,910 (17.8%)	455,946 (9.9%)
2001	237,009	0	237,009 (-13.8%)	72,634	5,175	7,462	42,464	24,075	151,809 (-16.1%)	388,818 (-14.7%)
2002	216,228	0	216,228 (-8.8%)	94,813	8,804	5,200	50,746	20,760	180,323 (18.8%)	396,551 (2.0%)
2003	219,648	0	219,648 (1.6%)	94,373	5,470	2,641	51,955	15,724	170,162 (-5.6%)	389,810 (-1.7%)
2004	205,986	10,250	216,236 (-1.6%)	74,289	9,171	3,530	55,799	17,799	160,588 (-5.6%)	376,824 (-3.3%)
2005	213,761	0	213,761 (-1.1%)	98,911	9,951	1,800	69,014	8,560	188,236 (17.2%)	401,997 (6.7%)
2006	220,415	0	220,415 (3.1%)	82,642	21,371	2,950	109,297	17,419	233,679 (24.1%)	454,094 (13.0%)
2007	223,521	0	223,521 (1.4%)	100,543	18,678	1,700	80,977	19,368	221,266 (-5.3%)	444,787 (-2.0%)
2008	285,875	0	285,875 (27.9%)	67,997	14,292	3,000	28,889	24,308	138,485 (-37.4%)	424,360 (-4.6%)
2009	1,047,728	5,500	1,053,228 (268.4%)	74,779	19,539	13,145	51,530	29,852	188,845 (36.4%)	1,242,073 (192.7%)
2010	1,816,752	18,500	1,835,252 (74.3%)	104,160	13,383	315	31,674	11,187	160,720 (-14.9%)	1,995,972 (60.7%)
2011	1,841,278	27,500	1,868,778 (1.8%)	136,768	27,522	0	19,082	19,195	202,567 (26.0%)	2,071,345 (3.8%)

未償還港元債務工具總額(百萬港元)

	(A) 外匯基金	(B) 政府	(A) + (B) 公債 (按年變動率)	(C) 認可機構	(D) 本地公司	(E) 多邊發展 銀行	(F) 多邊發展 銀行以外的 境外發債體	(G) 法定機構 及政府 持有的公司	(C)至(G) 非公債 (按年變動率)	總計 (按年變動率)
1998	97,450	0	97,450	169,896	19,450	69,402	25,579	11,366	295,693	393,143
1999	101,874	0	101,874 (4.5%)	184,358	34,248	61,287	37,309	20,117	337,318 (14.1%)	439,192 (11.7%)
2000	108,602	0	108,602 (6.6%)	193,102	37,955	57,062	55,153	20,047	363,319 (7.7%)	471,921 (7.5%)
2001	113,750	0	113,750 (4.7%)	181,986	38,455	51,104	72,401	35,873	379,818 (4.5%)	493,568 (4.6%)
2002	117,476	0	117,476 (3.3%)	187,964	37,017	40,834	99,514	48,212	413,542 (8.9%)	531,018 (7.6%)
2003	120,152	0	120,152 (2.3%)	198,524	32,966	27,855	121,486	56,441	437,273 (5.7%)	557,425 (5.0%)
2004	122,579	10,250	132,829 (10.6%)	208,217	34,208	24,735	147,729	60,186	475,075 (8.6%)	607,904 (9.1%)
2005	126,709	10,250	136,959 (3.1%)	235,486	37,638	21,535	174,397	57,712	526,769 (10.9%)	663,728 (9.2%)
2006	131,788	7,700	139,488 (1.8%)	242,366	52,398	19,555	237,458	56,876	608,653 (15.5%)	748,141 (12.7%)
2007	136,646	7,700	144,346 (3.5%)	252,983	60,628	13,155	234,632	58,476	619,874 (1.8%)	764,220 (2.1%)
2008	157,653	5,000	162,653 (12.7%)	207,645	67,015	14,253	200,425	64,618	553,955 (-10.6%)	716,608 (-6.2%)
2009	534,062	7,000	541,062 (232.6%)	195,042	79,462	24,348	201,490	66,643	566,985 (2.4%)	1,108,047 (54.6%)
2010	653,138	25,500	678,638 (25.4%)	219,280	84,875	15,513	186,755	60,592	567,016 (0.0%)	1,245,654 (12.4%)
2011	655,413	49,500	704,913 (3.9%)	228,920	95,824	14,731	166,506	50,034	556,016 (-1.9%)	1,260,929 (1.2%)

註：

1. 認可機構包括持牌銀行、有限牌照銀行及接受存款公司。
2. 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券所賺取的收入可獲豁免利得稅。
3. 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。應注意的一點是，雖然這些發債體是指法律意義上的「公共機構」，但市場一般都視它們作「非公債類別發債體」，因此以上兩個表亦把它們列入「非公債」類別內。
4. 於1998年至2010年期間的數字已被修訂。
5. 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

香港聯合交易所就發行予專業投資者的債券之上市制度

在香港，債券發行人可按照《上市規則》向香港聯合交易所（「聯交所」）提出債券的上市申請。該規則列明有關上市申請的詳細方法、資格、程序及文件規定。由於不少債券實際上都是售予機構投資者，聯交所過往實行「以選擇性銷售方式上市」的制度，讓發行人在向其選定的機構投資者發售債券時，能按照《上市規則》的簡化程序申請將債券上市。

聯交所於2010年12月就修訂「以選擇性銷售方式上市」制度進行公眾諮詢，當中提出多項修訂建議，包括將制度改為採用「專業投資者」一詞，以使《上市規則》下的定義與《證券及期貨條例》所載的一致。繼於2011年10月公布公眾諮詢結果²，以下修訂已於11月11日生效：

1. 採用「原則上同意」的方式

根據上述適用於專業投資者的新制度，聯交所將按市場人士普遍稱作「原則上同意」的方式處理申請及發出「上市資格函件」。該函件會確認發行人及有關債券符合上市資格，亦會確認聯交所不會行使權力要求上市文件須載有額外資料（或註明須詳列的資料）。此「原則上同意」處理方式已獲新加坡等市場採用。新制度將縮短發行人由提出上市申請至發行債券所需等候的時間，令他們能更靈活地定出主要發債條件。「上市資格函件」將於收到

申請後5個工作日內發出，並於發出日期起計3個月內有效。

2. 由以往具體指定上市文件須披露哪些資料，改為規定申請人須載有向專業投資者發售債務證券所慣常提供的資料

根據以往的「以選擇性銷售方式上市」制度，為上市作準備的上市文件須遵守《上市規則》的詳細披露規定。在新的「專業投資者」制度下，發行人只須提交專業投資者一般預期可獲得的資料。這個做法與區內其他證券交易所十分相近，應可令不大熟悉聯交所上市安排的發行人（如海外機構）更容易向聯交所申請將售予專業投資者的債券上市。

3. 取消發行人部分的持續責任

「專業投資者」一般應較熟悉投資事務，未必需要受到與散戶投資者相同程度的保障，因此《上市規則》內原本為保障散戶投資者利益而設的某些披露規定，不再適用於「專業投資者」制度。這將可節省發債機構的匯報開支，令聯交所債券上市平台更具吸引力。

² 該文件可於http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2010122cc_c.pdf查閱。

專題2

在政府債券計劃的零售債券發行計劃下發行的2014年到期100億港元通脹掛鈎債券 主要資料

發行編號	03GB1407R
股份代號	4208
年期	3年
發行額	100億港元
發行日	2011年7月28日
到期日	2014年7月28日
申請及認購價	100%
最低面額	10,000港元
息率(即票面息率)	<p>每個付息日的息率於相關的利息釐定日釐定和公布，並以下列較高者為準：</p> <p>(i) 浮息，即最近6個月公布，以2009/10年為基期的綜合消費物價指數按年變動率的算術平均值(四捨五入至小數點後兩個位)；及</p> <p>(ii) 定息，即1.00%。</p> <p>該息率為年息率，利息於每6個月期末支付。</p>
申請渠道	<p>透過以下其中一項配售中介機構申請：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 配售銀行 • 香港中央結算有限公司 • 證券經紀
申請資格	持有有效香港身份證的人士
上市情況	於香港聯合交易所上市