

2012年香港債券市場的概況

本文由貨幣管理部提供

環球債券市場在2012年上半年維持波動，但繼主要央行加推貨幣寬鬆措施後，市場氣氛在下半年有所改善。港元債券市場狀況持續轉佳。年內非公債類別發債體的港元發債額達到歷來最高水平，政府債券計劃的實施取得良好進展，當中新一批的零售政府債券更刷新本港零售債券市場的兩項紀錄。

綜觀環球市場

歐洲方面的事件對2012年的國際債券市場造成陰霾。儘管2011年底歐洲央行宣布長期再融資操作後，市況在2012年初有初步改善跡象，但歐洲主權債務危機依然未獲得解決。連串事件觸發市場再度憂慮歐元的前景，第2季的市況開始轉差。例如，希臘於5月國會選舉後無一政黨能夠組成政府，令希臘脫離歐元區的風險加劇。另外，西班牙的銀行體系及地方政府財政均有進一步惡化的跡象，加深市場揣測該國可能需要接受全面拯救方案。歐元區個別國家的借貸成本在第二季再度上升，尤以負債嚴重的國家為甚(表1)。面對這種形勢，歐洲央行行長德拉吉於7月重申有決心挽救歐元，並稱該行會竭盡一切所能維護歐元。

歐洲央行於9月宣布考慮不設上限，透過「直接貨幣交易」買入歐元區國債。市場認為歐元區即時解體的風險已告減少，投資者信心上升，負債嚴重國家主權債券的借貸成本亦降至較可持續的水平(圖1)。

表 1

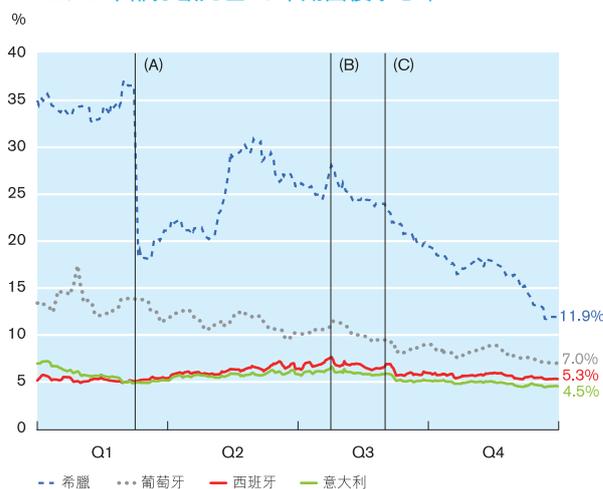
部分歐元區 10 年期國債平均借貸成本

	希臘	意大利	葡萄牙	西班牙
4月	21.29%	5.52%	11.87%	5.83%
5月	26.68%	5.66%	11.62%	6.15%
6月	28.00%	5.92%	10.67%	6.63%
7月	25.91%	6.04%	10.63%	6.86%
8月	24.40%	5.85%	9.88%	6.63%
9月	20.81%	5.16%	8.61%	5.92%

資料來源：彭博。

圖 1

2012年部分歐元區 10 年期國債孳息率



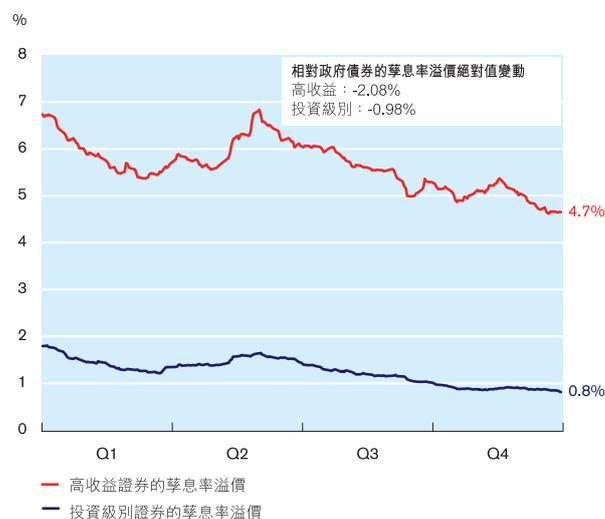
- (A) 3月12日：希臘宣布與私人投資者達成交換協議，以發行較長年期債券的方式取消共值超過940億歐元的短中期債券。
- (B) 7月26日：歐洲央行行長德拉吉表示，該行會竭盡一切所能維護歐元。
- (C) 9月6日：歐洲央行宣布會在有需要時透過「直接貨幣交易」於二手市場買入國債，以提供有力支持。

資料來源：彭博。

年內主要央行宣布加推貨幣寬鬆措施，藉以進一步支持實體經濟持續復甦(表2)。面對大量流動資金再度出現及股市表現乏力，投資者對由企業發行的定息工具更感興趣，促使投資級別及高收益證券相對政府債券的孳息率溢價收窄(圖2)。

雖然當局已採取相關貨幣政策，但已發展國家的銀行體系及公營部門負債水平仍然偏高。銀行進一步減低槓桿運作及公營部門的緊縮政策，可能對環球經濟復甦帶來挑戰。環球債券市場在2013年的前景仍然不明朗。

圖 2
2012年高收益及投資級別證券相對政府債券的孳息率溢價



以下基準指數的平均孳息率用作代表相關資產類別的孳息率水平：

政府債券	BofA Merrill Lynch World Sovereign Bond Index
投資級別證券	BofA Merrill Lynch Global Large Capital Corporate Bond Index
高收益證券	BofA Merrill Lynch Global High Yield Constrained Index

資料來源：湯森路透。

表 2

2012年主要央行宣布加推的貨幣寬鬆措施摘要

2月	歐洲央行宣布第二輪長期再融資操作，向歐洲銀行體系借出超過5,295億歐元資金
	英倫銀行宣布將資產購買機制擴大500億英鎊，至3,250億英鎊
	日本央行宣布將資產購買計劃擴大10萬億日圓，至65萬億日圓
4月	日本央行宣布將資產購買計劃擴大5萬億日圓，至70萬億日圓
7月	英倫銀行宣布將資產購買機制擴大500億英鎊，至3,750億英鎊
9月	美國聯邦儲備局宣布增購房貸機構按揭抵押證券，每月買債規模400億美元
	歐洲央行宣布不設上限進行「直接貨幣交易」，以在有需要時於二手市場買入歐元區國債
10月	日本央行宣布將資產購買計劃擴大10萬億日圓，至80萬億日圓
	日本央行宣布將資產購買計劃擴大11萬億日圓，至91萬億日圓
	日本央行宣布成立不設總額限制的「刺激銀行貸款機制」，以低息向金融機構提供不多於其貸款淨增長額的長期貸款
12月	日本央行宣布將資產購買計劃擴大10萬億日圓，至101萬億日圓

資料來源：各央行。

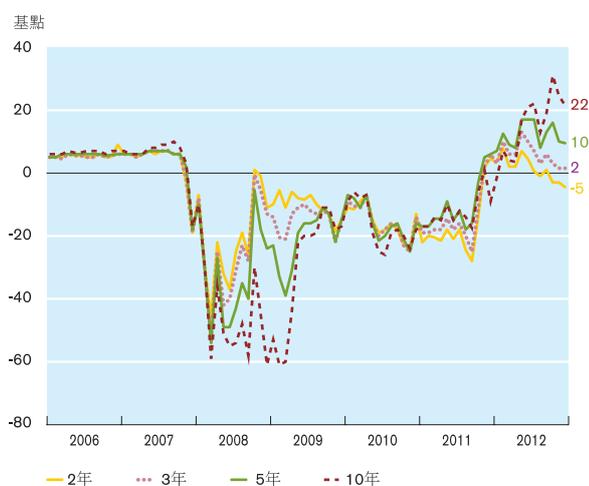
香港債券市場回顧

港元發債額創出新高

2012年的港元發債活動顯著增加。主要受到認可機構（即銀行）發行的債務工具（以存款證為主）帶動，非政府債券類別的港元發債額在年內創出接近2,530億港元的新高，較上年上升差不多25%（參閱附件）。

2012年境外發債體的發債額增加40億港元，至220億港元，較上年高出接近25%。然而，應注意的是與過往相比，此發債額仍屬偏低。由於大部分境外發債體無甚港元資金需要，因此其發債活動普遍較為零星及缺乏特定模式。它們一般會趁融資環境較為相宜的時候發債，並隨即將所得資金換成另一種貨幣（通常是美元）。在這些情況下，它們發行港元債券的決定，一般會同時受到當前的港元利率及債券年期內兌換港元與相關外幣的成本（即整體融資成本）影響。美元／港元基準掉期利率一般被視作反映這類發債體的整體融資成本，而該掉期利率自2008年起大致上都是負數，到了2012年卻大多逆轉變成正數（圖3）。正數

圖3
美元／港元基準掉期（主要年期）



資料來源：彭博。

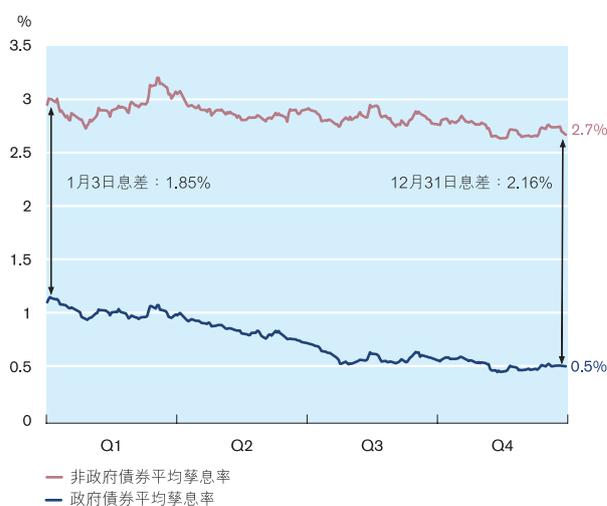
基準掉期利率普遍被視為對境外發債體的整體融資成本較為有利，相信是2012年這類機構增發港元債券的原因。

本地公司增發外幣債券

相對於認可機構及境外發債體在2012年增加發行債券，年內本地公司發行的港元債券稍減至約270億港元，較上年低2%。但值得注意的是，此發債額仍然是歷來第二高的水平。

發債額稍減可能是由於年內非公債對公債的港元孳息率溢價有所擴闊，剛剛與環球市場的情況相反（圖4）。據了解，由於環球市場流動資金相對充裕及其非

圖4
2012年政府及非政府發債體的港元平均借貸成本



註：滙豐港元債券指數旗下政府及非政府債券分類指數的平均孳息率，分別用作反映港元政府及非政府發債體的港元平均借貸成本。

資料來源：彭博。

公債對公債的孳息率溢價持續收窄，可能促使個別本地公司轉為更積極發行外幣債券(表3)。值得注意的是，個別本地公司決定以發行外幣債券而不是貸款方式融資，顯示債券市場可能已逐漸成為它們在貸款市場以外另一個漸趨成熟的融資渠道。當然，個別銀行融資成本增加，導致銀行貸款利率有所提高，亦可能令有關企業對銀行貸款卻步。

實施政府債券計劃

2012年取得良好進展

政府債券計劃於年內繼續落實，為發展港元公債市場帶來良好進展。在2012年底，於政府債券計劃下發行的政府債券未償還總額為670億港元，包括470億港元機構政府債券及200億港元零售政府債券。

當局在2012年增發共值160億港元機構政府債券，年期由兩年至10年，投標對發行額比例為2.49至3.43，反映市場對政府債券有頗大的需求。年內兩批機構債券更超越10億美元的基準規模，有助吸引更多層面的投資者參與債券市場(表4)。

表 4

2012年底政府債券計劃的未償還機構政府債券

原定期限	發行編號	發行額(億港元)
2年	02GB1303	35
	02GB1309	35
	02GB1403	35
3年	03GB1505	30
5年	05GB1411	100
	05GB1512	80
	05GB1612	40
10年	10GB2001	75
	10GB2108	40
總計		470

資料來源：金管局。

為深化政府債券計劃的機構部分，以至整體港元債券市場的發展，年內香港金融管理局(金管局)在本港及海外地區舉辦約20項市場推廣活動，深受市場歡迎，提高了市場對政府債券以至港元債券的興趣。此後，據悉已有境外投資者新近參與港元債券市場。

表 3

香港非銀行類別公司的借貸

	銀團貸款——港元及外幣 (億美元)	港元發債額 (億美元)	外幣發債額(億美元)		
			總計	其中 美元	其他外幣
2011	464	12	159	88	71
2012	436	12	351	284	67
變動	-6%	0%	+121%	+223%	-6%

資料來源：湯森路透。

註：由於資料來源及計算方法不同，港元發債額數字可能與附件所載有出入。銀團貸款貨幣分布資料不詳。

政府向香港居民成功發行第二批共值100億港元通脹掛鈎債券(即iBond)。市場反應非常熱烈，整體發行過程順利，共收到逾33萬份有效申請，認購總額接近500億港元，創出本地零售債券市場的新紀錄。市場消息透露，當中約有一成申請人以往從未參與過債券市場。這次發債有助進一步擴大港元債券的投資者基礎。

透過政府債券計劃發展本港債券市場的進一步措施

為提高機構政府債券的吸引力，政府會繼續研究適當措施以增加個別債券批次的流動性，並舉辦更多市場推廣及宣傳活動。

財政司司長在2013至14年度財政預算案中宣布，政府將再發行不超過100億港元iBond，以在現時市場低息環境下凝聚零售債券市場的發展，並提高投資大眾對零售債券的認識及興趣。與上兩批同類債券相近，第三批iBond將會向本地居民發行，年期為3年，每半年派發一次與最近6個月通脹掛鈎的利息。金管局正協調發債事宜，並希望能夠盡快完成有關工作。

政府債券計劃將會繼續以擴大機構及零售市場的投資者基礎為目標，推動本港債券市場的可持續發展。有跡象顯示投資者及金融機構對亞洲和其他新興市場的優質公債，包括港元政府債券的需求持續增長。另一方面，若連同已計劃發行的機構債券及新一批iBond在內，政府債券計劃的未償還債券總額快將接近立法會於2009年批准的1,000億港元上限。為使政府債券計劃達致其發展本港債券市場的目標，財政司司長在2013至14年度財政預算案中建議將政府債券計劃的規模由目前的1,000億港元倍增至2,000億港元。擴大發債規模可以容許發行更多債券，以滿足市場基於監管及投資需要而對這類債券日漸增加的需求。

前瞻

金管局將會繼續支持當局在增加本港債券市場廣度及深度的工作，主要包括繼續實施及優化政府債券計劃，並按適當情況制定及推出相關措施。金管局亦會與市場參與者保持密切聯繫，以深化本港整體債券市場的發展，藉此進一步提升港元債券市場的競爭力，吸引本港及境外市場參與者利用港元債券市場作為另一融資平台及投資渠道。

附件 (見註)

新發行港元債務工具總額 (百萬港元)

	(A) 外匯基金	(B) 政府	(A) + (B) 公債 (按年變動)	(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)	總計 (按年變動)
1998	316,850	0	316,850	32,889	7,320	44,502	7,006	9,171	100,888	417,738
1999	261,443	0	261,443 (-17.5%)	81,280	26,228	15,920	21,197	8,931	153,556 (52.2%)	414,999 (-0.7%)
2000	275,036	0	275,036 (5.2%)	97,949	17,902	19,330	37,404	8,325	180,910 (17.8%)	455,946 (9.9%)
2001	237,009	0	237,009 (-13.8%)	72,001	5,808	7,462	42,464	24,075	151,809 (-16.1%)	388,818 (-14.7%)
2002	216,228	0	216,228 (-8.8%)	94,133	9,484	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	9,321	3,530	55,649	17,799	160,588 (-5.6%)	376,824 (-3.3%)
2005	213,761	0	213,761 (-1.1%)	97,795	11,067	1,800	69,014	8,560	188,236 (17.2%)	401,997 (6.7%)
2006	220,415	0	220,415 (3.1%)	82,242	21,771	2,950	109,297	17,419	233,679 (24.1%)	454,094 (13.0%)
2007	223,521	0	223,521 (1.4%)	100,143	19,078	1,700	80,977	19,368	221,266 (-5.3%)	444,787 (-2.0%)
2008	285,875	0	285,875 (27.9%)	68,029	14,592	3,000	28,556	24,308	138,485 (-37.4%)	424,360 (-4.6%)
2009	1,047,728	5,500	1,053,228 (268.4%)	75,566	19,539	13,145	50,744	29,852	188,845 (36.4%)	1,242,073 (192.7%)
2010	1,816,752	18,500	1,835,252 (74.3%)	103,413	13,583	315	32,222	11,187	160,720 (-14.9%)	1,995,972 (60.7%)
2011	1,841,278	27,500	1,868,778 (1.8%)	136,310	28,282	0	17,779	20,195	202,567 (26.0%)	2,071,345 (3.8%)
2012	1,851,575	26,000	1,877,575 (0.5%)	190,078	27,688	790	22,219	12,027	252,802 (24.8%)	2,130,377 (2.8%)

資料來源：金管局。

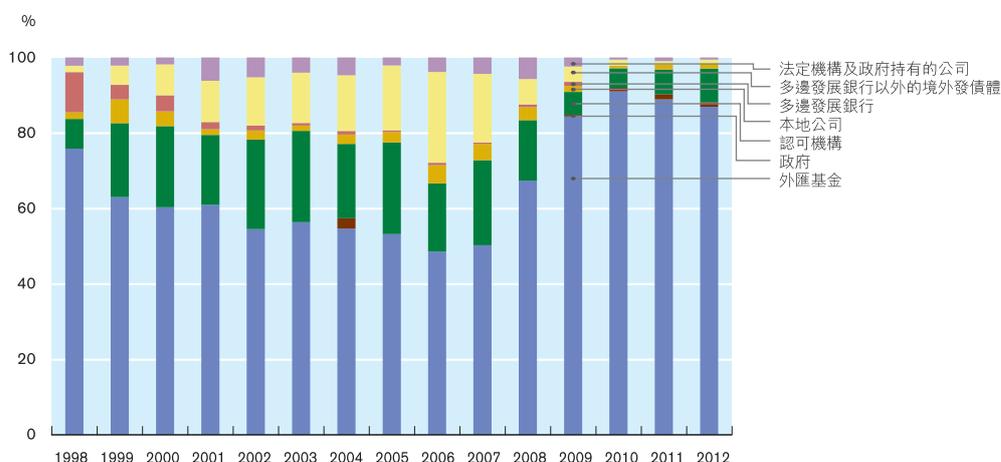
未償還港元債務工具總額(百萬港元)

	(A) 外匯基金	(B) 政府	(A) + (B) 公債 (按年變動)	(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)	總計 (按年變動)
1998	97,450	0	97,450	161,110	28,286	69,402	25,529	11,366	295,693	393,143
1999	101,874	0	101,874 (4.5%)	177,437	41,219	61,287	37,259	20,117	337,318 (14.1%)	439,192 (11.7%)
2000	108,602	0	108,602 (6.6%)	189,137	41,970	57,062	55,103	20,047	363,319 (7.7%)	471,921 (7.5%)
2001	113,750	0	113,750 (4.7%)	178,788	41,703	51,104	72,351	35,873	379,818 (4.5%)	493,568 (4.6%)
2002	117,476	0	117,476 (3.3%)	184,736	40,245	40,834	99,514	48,212	413,542 (8.9%)	531,018 (7.6%)
2003	120,152	0	120,152 (2.3%)	196,971	34,519	27,855	121,486	56,441	437,273 (5.7%)	557,425 (5.0%)
2004	122,579	10,250	132,829 (10.6%)	207,237	35,338	24,735	147,579	60,186	475,075 (8.6%)	607,904 (9.1%)
2005	126,709	10,250	136,959 (3.1%)	233,650	39,624	21,535	174,247	57,712	526,769 (10.9%)	663,728 (9.2%)
2006	131,788	7,700	139,488 (1.8%)	241,050	53,864	19,555	237,308	56,876	608,653 (15.5%)	748,141 (12.7%)
2007	136,646	7,700	144,346 (3.5%)	251,717	62,044	13,155	234,482	58,476	619,874 (1.8%)	764,220 (2.1%)
2008	157,653	5,000	162,653 (12.7%)	206,877	68,265	14,253	199,943	64,618	553,955 (-10.6%)	716,608 (-6.2%)
2009	534,062	7,000	541,062 (232.6%)	195,345	79,962	24,348	200,686	66,643	566,985 (2.4%)	1,108,047 (54.6%)
2010	653,138	25,500	678,638 (25.4%)	219,170	85,575	15,513	186,166	60,592	567,016 (0.0%)	1,245,654 (12.4%)
2011	655,413	49,500	704,913 (3.9%)	229,243	97,284	14,731	163,724	51,034	556,016 (-1.9%)	1,260,929 (1.2%)
2012	657,384	68,500	725,884 (3.0%)	263,618	116,188	10,271	147,669	45,159	582,906 (4.8%)	1,308,790 (3.8%)

資料來源：金管局。

圖 B1

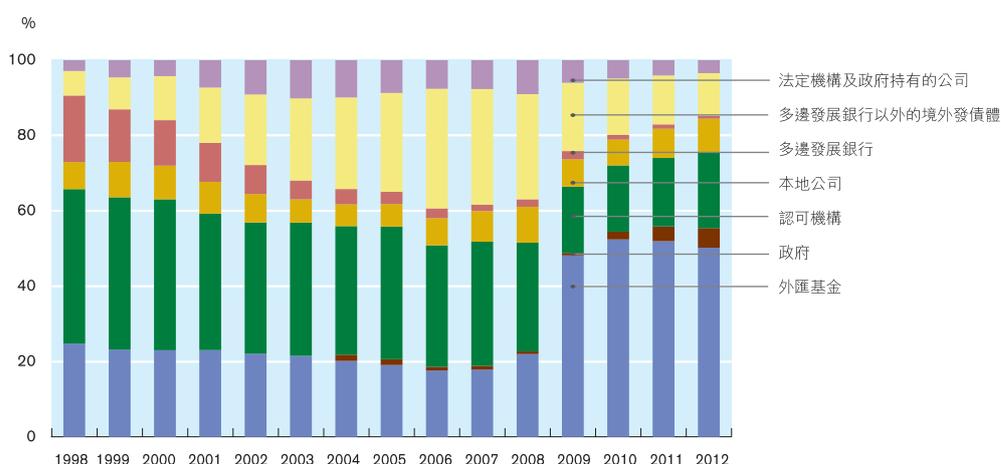
各類發債體佔新發行港元債務工具總額的比重



資料來源：金管局。

圖 B2

各類發債體佔未償還港元債務工具總額的比重



資料來源：金管局。

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。應注意的是，雖然這些發債體是在法律意義上的「公共機構」，但市場一般都視它們為「非公債類別發債體」，因此上列資料亦把它們歸入「非公債」類別內。
4. 1998年至2011年期間的數字已作修訂。
5. 由於四捨五入關係，個別項目數字相加後未必等於總額。