

2015 年香港債券市場的概況

本文由金融基建部提供

2015 年國際債券市場面對複雜的環境。希臘政府債務危機阻慢歐洲復甦進度，大部分已發展國家都利用擴張性貨幣政策刺激經濟。與此同時，美國聯邦儲備局終於在 12 月調高聯邦基金利率目標範圍，標誌着美國利率正常化過程正式展開。香港債券市場方面，港元債務工具發行總額繼續創出新高。香港特區政府在政府債券計劃下推出更多措施，支持本地債券市場發展，包括於 6 月發行第二批伊斯蘭債券，以及在 7 月推出首批 15 年期政府債券。

國際債券市場綜覽

市場預期美國利率正常化，以及已發展市場的貨幣政策路向分歧，令國際債券市場更為波動。

歐洲中央銀行在 2015 年初採取擴張性貨幣政策，擴大資產購買計劃以刺激經濟復甦。然而，希臘政府債務危機在初夏引發希臘可能退出歐元區的憂慮，歐元區債券市場應聲下挫。雖然希臘政府與歐元區成員在 6 月下旬展開談判，但希臘公投否決接納紓困條件，進一步影響市場氣氛。待至 7 月達成新協議，市場才逐步回穩。

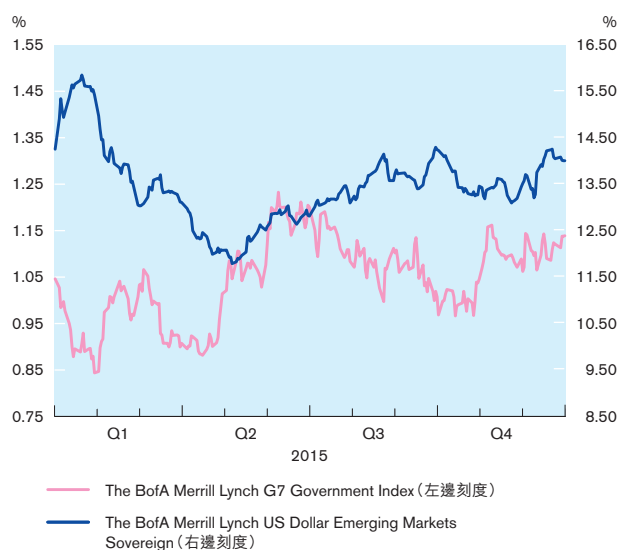
隨着美國聯邦儲備局（聯儲局）的資產購買計劃於 2014 年底結束，市場對聯儲局開始加息的預期升溫，尤其在 9 月及 10 月份的聯邦公開市場委員會會

議舉行前夕。聯儲局最後在 12 月份的聯邦公開市場委員會會議上，上調聯邦基金利率目標範圍 25 基點至 0.25% 至 0.5%。由於市場廣泛預期聯儲局會作出此決定，因此並未引致市場大幅波動。這次加息決定亦標誌着美國利率正常化的過程正式展開。市場普遍預期未來的加息步伐緩慢，並要視乎美國經濟復甦速度而定。

主要受市場對美國利率正常化的預期影響，2015 年已發展經濟體系的利率表現反覆，整體呈上升趨勢（圖 1）。面對全球經濟復甦存在不明朗因素，未來一年債券市場前景將充滿挑戰。此外，中國內地的經濟狀況、油價走勢及商品市場供應過剩亦是影響債券市場的主要因素。

圖 1

已發展市場及新興市場的平均借貸成本



以下基準指數的平均孳息率用作反映有關市場的孳息率水平

已發展市場	The BofA Merrill Lynch G7 Government Index
新興市場	The BofA Merrill Lynch US Dollar Emerging Markets Sovereign

資料來源：湯森路透。

香港債券市場回顧

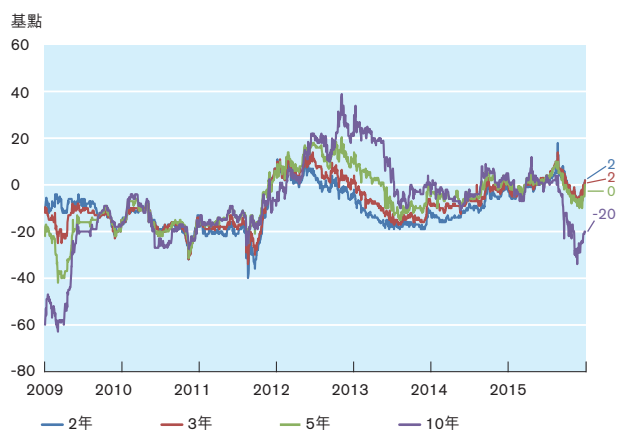
港元發債額在2015年連續第7年增加，達2.49萬億港元，較2014年增加2.6%。在國際債券市場波動下，發債額穩步增長，反映本地債券市場穩健發展。本地債市的投資者基礎廣闊，吸引越來越多發債體利用香港的融資平台。

境外公司

境外發債體在2015年繼續利用港元債市融資，發債額較2014年上升16.5%。美元／港元基準掉期利率在2014年的升勢支持下，在2015年大部分時間都位於正數水平（圖2）。掉期市場環境理想，有利境外發債體在香港發債後，將資金兌換為美元，以爭取較低的整體融資成本。境外公司於香港發債，亦可擴闊其投資者基礎及資金來源，有助建立更完善的資金結構。

圖 2

美元／港元基準掉期（主要年期）



資料來源：彭博。

本地公司

與境外發債體的情況相反，本地公司減少在本地債券市場的融資規模，發債額減少至142億港元，較2014年少57.4%。由於預期2015年會開始加息，大部分本地公司早已於2014年完成其大型融資計劃，並等待適合時機才再發債。同時，鑑於經濟前景不明朗，公司對擴展業務採取更審慎的態度，亦造成本地公司的融資活動有所減少。

政府債券計劃

金管局在 2015 年繼續推行政府債券計劃，以促進本地債券市場的進一步及持續發展。於 2015 年底，共有 13 批總值 689 億港元未償還機構債券，以及 3 批總值 300 億港元未償還通脹掛鈎零售債券。除港元債券外，尚有兩批每批總值 10 億美元的未償還伊斯蘭債券（即合共 20 億美元）。

建立基準收益率曲線

由 2015 年起，金管局優化外匯基金票據及債券計劃與香港政府債券計劃下發行的債券年期，只會發行 2 年期或以下的外匯基金債券及票據，以及 3 年期或以上的政府債券。經優化後，長遠將可建立反映政府信貸狀況的單一基準收益率曲線，2 年期及以下的基準收益率參考外匯基金票據及債券的收益率，3 年期及以上的基準收益率則參考政府債券的收益率。單一基準收益率曲線為其他發債體提供更有價值的參考，有助該等發債體為其港元債券定價。

作為是項優化計劃的一部分，首批總值 6 億港元的 15 年期政府債券投標於 7 月 15 日舉行。是次投標大受市場歡迎，投標對發行額比例（即債券的投標申請總額對債券的發行總額的比例）為 2.76。金管局會繼續定期舉行 15 年期政府債券的投標，以滿足投資者需求，並為長期收益率曲線建立具公信力的參考點。

推出以代理安排 (Wakalah) 為結構的伊斯蘭債券

繼 2014 年成功發行首批伊斯蘭債券後，政府於 2015 年 6 月 3 日在政府債券計劃下發行另一批伊斯蘭債券，發行金額 10 億美元，年期 5 年。這批伊斯

蘭債券以代理安排 (Wakalah) 為結構，其資產的三份之一以香港一座寫字樓物業內的部分單位作為支持，另外二份之二則以符合伊斯蘭律法的商品作為支持。香港是全球首個 AAA 評級的政府使用代理安排推出美元伊斯蘭債券。這批伊斯蘭債券由政府全資擁有的特殊目的公司發行，並於香港、馬來西亞及杜拜上市。這批伊斯蘭債券受到全球各地不同類別的投資者歡迎，認購金額為 20 億美元。收益率為 1.894%，令政府的融資成本低於 2014 年發行的首批伊斯蘭債券 (2.005%)。這批最新發行的伊斯蘭債券運用較少實體資產的結構，為有意發行伊斯蘭債券的私營機構樹立示範作用，亦反映香港伊斯蘭金融平台極具靈活性。

表 1

政府債券計劃下兩批伊斯蘭債券的主要資料概要

	第一批伊斯蘭債券	第二批伊斯蘭債券
發行日期	▪ 2014 年 9 月	▪ 2015 年 6 月
發行額	▪ 10 億美元	▪ 10 億美元
年期	▪ 5 年	▪ 5 年
格式	▪ 規則 144A/ 規例 S	▪ 規例 S
定價	▪ 2.005% ▪ 5 年期美國國債 + 23 基點	▪ 1.894% ▪ 5 年期美國國債 + 35 基點
認購額	▪ 47 億美元 ▪ 120 多名投資者	▪ 20 億美元 ▪ 49 名投資者
投資者地區分布	▪ 47% 亞洲 ▪ 36% 中東 ▪ 11% 美國 ▪ 6% 歐洲	▪ 43% 亞洲 ▪ 42% 中東 ▪ 15% 歐洲
投資者類別	▪ 56% 銀行及私人銀行 ▪ 30% 主權基金 ▪ 11% 基金經理 ▪ 3% 保險公司	▪ 77% 銀行、私人銀行及基金經理 ▪ 23% 主權基金、中央銀行及國際組織
伊斯蘭結構	▪ 租賃安排 (Ijarah)	▪ 代理安排 (Wakalah)
支持資產	▪ 100% 政府物業	▪ 34% 政府物業 ▪ 66% 交易所買賣商品

零售債券

政府於2015年發行總值100億港元通脹掛鈎債券(iBond)，是2011年以來第五批iBond。這批債券接獲的有效申請創下597,895份的紀錄新高，認購金額接近360億港元。按市場資料顯示，在所發行的5批iBond中，約有9至15%成功認購者是首次購買債券的投資者。iBond不但為公眾提供多一個投資選擇，亦透過增加公眾對債券投資的認識及興趣，促進本港零售債券市場的發展。發行iBond成功擴大本港零售債券市場的投資者基礎，鼓勵更多發債體考慮發行零售債券進行融資。

前瞻

不久之前，許多投資者都以為隨着短期政策利率處於谷底，環球債券市場大概已達到頂點。然而，歐洲中央銀行及日本央行相繼實施負利率政策，令情況可能出現變數。極短期至10年期日本政府債券（佔未償還總額絕大部分）的收益率目前處於負值，極短期至5年期德國政府債券（佔未償還總額超過半數）的收益率目前亦為負值。由於現時這些經濟體系對債券的需求極為殷切，我們不能抹殺這些主要經濟體系對債券的需求有部分會流向其他經濟體系的政府債券，尤其收益率目前為正值的政府債券的可能性。

金管局會透過實施政府債券計劃，繼續推動港元債券市場的發展，並會繼續與市場人士保持聯繫，以提升本地市場作為融資平台的競爭力。政府亦會在市況適合時再度推出伊斯蘭債券，以促進伊斯蘭金融在本地市場的發展。

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	151,810 (-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%)	94,374	5,470	2,641	51,955	15,724	170,164 (-5.6%)	389,811 (-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	188,846 (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	202,566 (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%)
2013	2,123,448	30,000	2,153,448 (14.7%)	143,027	25,573	940	23,121	10,665	203,326 (-19.6%)	2,356,774 (10.6%)
2014	2,177,293	30,800	2,208,093 (2.5%)	127,130	33,278	1337	50,529	9,647	221,921 (9.1%)	2,430,015 (3.1%)
2015	2,242,206	30,400	2,272,606 (2.9%)	136,350	14,186	0	58,859	12,015	221,410 (-0.2%)	2,494,017 (2.6%)

資料來源：金管局。

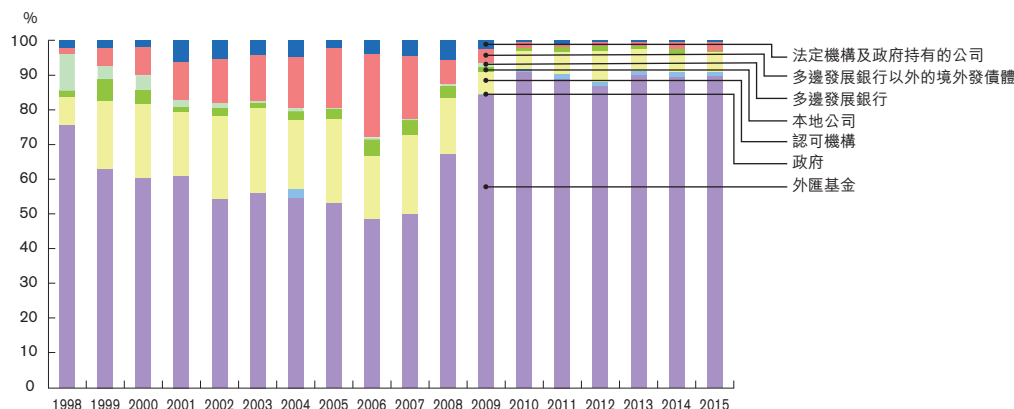
未償還港元債務工具總額（百萬港元）

	(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	337,319 (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	379,819 (4.5%)	493,568 (4.6%)
2002	117,476	0	117,476 (3.3%)	184,736	40,245	40,834	99,514	48,212	413,541 (8.9%)	531,018 (7.6%)
2003	120,152	0	120,152 (2.3%)	196,972	34,519	27,855	121,486	56,441	437,273 (5.7%)	557,426 (5.0%)
2004	122,579	10,250	132,829 (10.6%)	207,214	35,338	24,735	147,579	60,186	475,052 (8.6%)	607,880 (9.1%)
2005	126,709	10,250	136,959 (3.1%)	233,442	39,624	21,535	174,247	57,712	526,560 (10.8%)	663,520 (9.2%)
2006	131,788	7,700	139,488 (1.8%)	241,030	53,864	19,555	237,308	56,876	608,633 (15.6%)	748,121 (12.8%)
2007	136,646	7,700	144,346 (3.5%)	250,941	62,044	13,155	234,482	58,476	619,098 (1.7%)	763,443 (2.0%)
2008	157,653	5,000	162,653 (12.7%)	206,471	68,265	14,253	199,943	64,618	553,550 (-10.6%)	716,202 (-6.2%)
2009	534,062	7,000	541,062 (232.6%)	194,590	79,962	24,348	200,686	66,643	566,229 (2.3%)	1,107,291 (54.6%)
2010	653,138	25,500	678,638 (25.4%)	218,866	85,575	15,513	186,166	60,592	566,712 (0.1%)	1,245,350 (12.5%)
2011	655,413	49,500	704,913 (3.9%)	228,943	97,284	14,731	163,724	51,034	555,716 (-1.9%)	1,260,629 (1.2%)
2012	657,384	68,500	725,884 (3.0%)	263,418	116,188	10,271	147,669	45,159	582,705 (4.9%)	1,308,590 (3.8%)
2013	751,151	91,500	842,651 (16.1%)	250,104	127,937	10,214	148,698	39,816	576,769 (-1.0%)	1,419,420 (8.5%)
2014	752,630	98,000	850,630 (0.9%)	232,796	137,624	6,101	141,670	40,990	559,181 (-3.0%)	1,409,812 (-0.7%)
2015	828,421	100,400	928,821 (9.2%)	242,593	141,659	5,301	162,133	44,050	595,736 (6.5%)	1,524,558 (8.1%)

資料來源：金管局。

圖B1

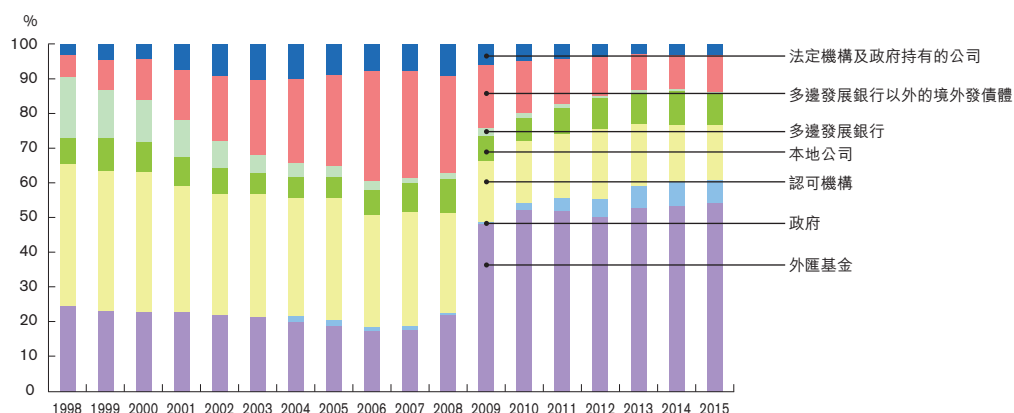
各類發債體佔新發行港元債務工具總額的比重



資料來源：金管局。

圖B1

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、Council of Europe Development Bank（前稱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、北歐投資銀行及CAF-Development Bank of Latin America。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、香港五隧一橋有限公司、九廣鐵路公司、香港鐵路有限公司、香港銀行同業結算有限公司、市區重建局、香港房屋協會及香港科學園公司。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2014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。