

# 2017 年香港債券市場的概況

本文由金融基建部提供

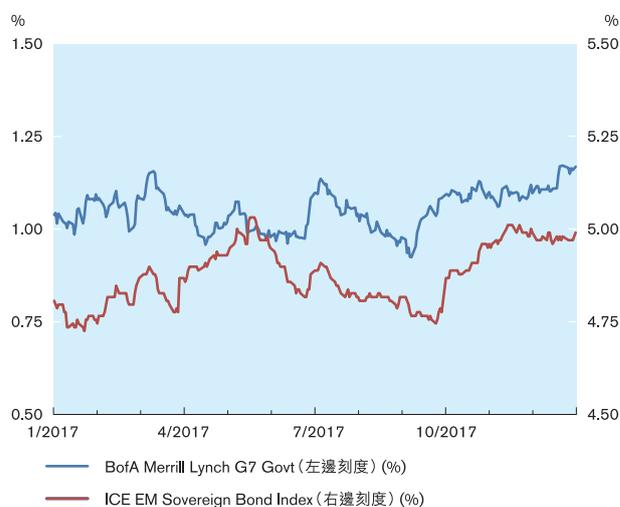
2017 年全球經濟增長加快及通脹溫和，為全球債券市場提供支持。儘管美國聯邦儲備局年內加息 3 次，並開始縮減其資產負債表規模，但美國國庫券收益率並未大幅上升。香港方面，港元債務工具總發行額增加，主要是因為外匯基金票據及債券的發行額增加。政府亦在政府債券計劃下發行第 3 批伊斯蘭債券，推動伊斯蘭債券市場發展。

## 綜觀全球債券市場

2017 年全球經濟回升，通脹溫和。已發展經濟體的政府債券收益率自第 3 季以來逐步上升（圖 1）。新興市場的政府債券收益率在 2017 年 9 月以後亦跟隨美國國庫券收益率的走勢上升（圖 1）。

美國方面，聯邦儲備局加息 3 次，並宣布資產負債表逐步正常化，而新一屆政府推行稅務改革，可能擴大財政赤字。短期美國國庫券收益率上升而長期收益率則大致保持穩定，令收益率曲線趨平。歐洲方面，年內歐洲中央銀行維持息率不變，並宣布在經濟增長回升下 2018 年會減慢資產購買速度。主要歐洲經濟體的政府債券收益率在 2017 年溫和上升。亞洲方面，市場氣氛改善及經濟增長動力增強，促使投資者尋求較高收益，但在 2017 年 9 月以後，亞洲經濟體的收益率跟隨美國國庫券收益率的走勢上升。

圖 1  
已發展市場及新興市場的平均借貸成本



註：

1. 以 BofA Merrill Lynch G7 Government index 的平均收益率用作反映已發展市場的收益率水平。
2. 以 ICE emerging market sovereign bond index 的平均收益率用作反映新興市場的收益率水平。

資料來源：湯森路透、彭博及 Bank of America Merrill Lynch。

## 香港債券市場回顧

全球金融危機以來，大量資金流入港元，使本港利率一直處於低位。在2017年首8個月，香港銀行同業拆息偏軟，但接近年底時面對較大上升壓力，其中1個月香港銀行同業拆息升至每年約1.2%，主要由新股集資活動及年底的資金需求帶動。政府債券收益率曲線在2017年後期亦上移。

因應流動性充裕及通脹溫和支持債券的需求，港元發債額在2017年連續第9年增加，達3.34萬億港元，較2016年增加9.3%，主要是由外匯基金票據及債券發行額增加帶動。

### 境外實體

境外實體主要視乎時機是否適合而發債。雖然香港銀行同業拆息及政府債券收益率等港元利率較美元利率低，但年內大部分時間美元／港元基準掉期利率處於負數水平（圖2）。因此，境外發債體發行港元債券的誘因不大，促使境外發債體（主要為金融機構、公司及多邊發展銀行）於2017年在香港的發債額較2016年減少18%。

圖2

美元／港元基準掉期息差的主要期限



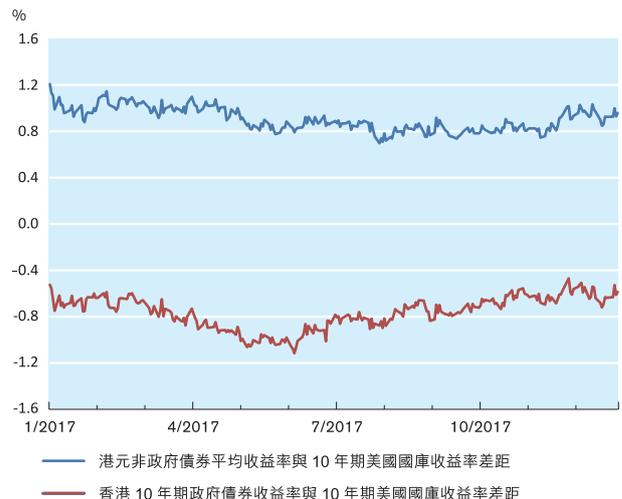
資料來源：彭博。

### 本地公司及認可機構

經濟增長強勁，支持公司債券的需求。供應方面，本地公司縮減在本地債券市場的集資規模，發債額較2016年減少18%，反映美國國庫券收益率上升，會令新興亞洲市場的公司債券發行額下降。港元債券與美國國庫券收益率的信貸息差在上半年趨降，並於其後擴大（圖3）。同樣，利用本地低息環境「提前融資」的活動在上半年相當活躍，但其後則放緩。另一方面，認可機構透過發行存款證及票據集資，以應付定期的短期資金需要，因此它們的集資活動按年增加2.5%。

圖3

港元收益率與10年期美國國庫券收益率的差距



資料來源：金管局、Bank of America Merrill Lynch及彭博。

### 香港信貸評級被下調

穆迪於2017年5月將香港的信貸評級由Aa1下調至Aa2，標準普爾在9月亦將香港的信貸評級由AAA下調至AA+。市場認為香港信貸評級被下調，與中國內地的信貸評級有關，而不是因為香港信貸基本因素惡化。港元公司債券與美國國庫券的收益率差距並未顯著增加，本港公司發債的意向及能力似乎亦沒有因信貸評級被下調而受到任何重大影響。

## 其他發展

金管局與中國人民銀行於2017年7月聯合推出「債券通」，並於首階段先行開通「北向通」，讓境外機構投資者透過金管局的債務工具中央結算系統與中國內地及香港的其他金融基建機構之間的跨境金融基建聯網投資於中國內地的銀行間債券市場。債券通採用國際金融市場慣例，為境外投資者提供一個更加方便的額外渠道，以接通內地債券市場。北向通一直運作暢順，截至2017年底，參與投資者達240多名，每日平均成交額20億元人民幣。

國家財政部自2009年開始每年都在香港發行人民幣國債，並於2017年10月在香港發行其首批美元主權債，總發行額20億美元（包括10億美元5年期債券以及10億美元10年期債券）。

## 政府債券計劃

金管局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2017年底，共有13批總值達789億港元的未償還機構債券。

### 零售債券

年內政府發行第2批銀色債券。銀色債券為與通脹掛鉤、年息不少於2厘的債券，供年滿65歲的香港居民認購。2017年推出的該批銀色債券發行額為30億港元，年期3年。接獲的有效申請數目達44,842份，認購金額接近42億港元。銀色債券的發行取得成功，反映銀色市場有巨大潛力可供金融界開發。

另一方面，由於通脹溫和及利息趨升令通脹掛鉤債券吸引力下降，政府在2017年暫停發行通脹掛鉤債券。通脹掛鉤債券是在2011年推出，當時利率持續低企，通脹偏高，發行通脹掛鉤債券的目的，是為香港居民提供一項投資產品以應對通脹。過去合共

發行6批通脹掛鉤債券。於2017年底，共有兩批未償還通脹掛鉤債券及兩批未償還銀色債券，合共總值259億港元。

### 伊斯蘭債券

政府在2017年2月成功推出第3批美元伊斯蘭債券，發行額10億美元，年期10年（之前兩批伊斯蘭債券分別於2014年及2015年發行）。香港是全球首個AAA評級的政府推出10年期美元伊斯蘭債券，為本港的伊斯蘭債券市場發展奠下新的里程碑。這批最新的伊斯蘭債券延長了收益率曲線，為其他香港及海外的潛在發行人設定新基準。儘管全球經濟環境不明朗以及債券年期較長，但市場對這批伊斯蘭債券仍然反應熱烈，認購金額達17億美元。這批10年期伊斯蘭債券亦吸引到並未參與之前發行的兩批伊斯蘭債券的新投資者。於2017年底，共有3批未償還伊斯蘭債券，每批發行額均為10億美元。

## 展望未來

鑑於主要央行進行貨幣政策正常化，債券融資成本或會上升，可能影響香港債券市場在2018年的表現。儘管如此，亦有有利因素，可支持本港債券市場。例如香港於2017年加入亞洲基礎設施投資銀行，可帶來新的基建融資機會。此外，政府在《2017年施政報告》中宣布計劃發行綠色債券，鼓勵投資者透過香港的資本市場為綠色項目融資。金管局亦會繼續透過實施政府債券計劃，推動港元債券市場的發展，並繼續優化債券通下北向通的運作，以及研究進一步發展債券通下具潛力的範疇。

## 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%)
2016	2,689,622	29,400	2,719,022 (19.6%)	181,244	25,157	5529	100,715	20,898	333,543 (50.6%)	3,052,565 (22.4%)
2017	3,000,429	19,600	3,020,029 (11.1%)	185,772	20,728	3,230	84,000	21,541	315,271 (-5.5%)	3,335,300 (9.3%)

資料來源：金管局。

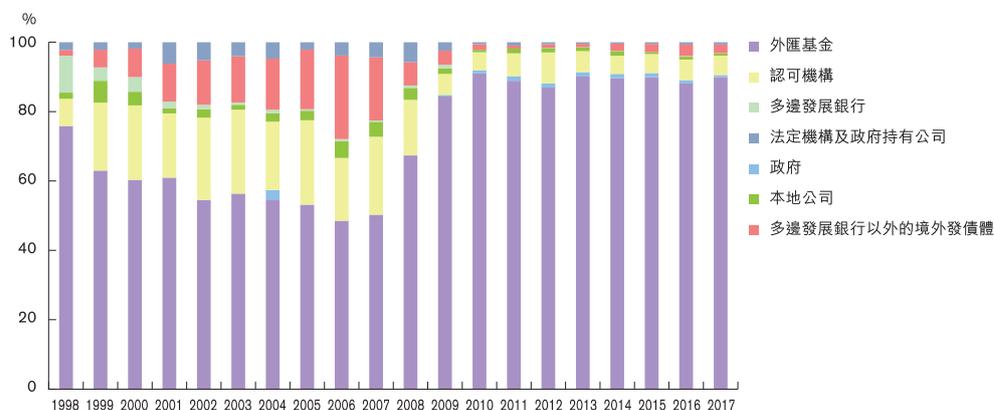
## 未償還港元債務工具總額 (百萬港元)

	(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%)	239,958	141,659	5,301	157,948	43,351	588,216 (5.2%)	1,517,037 (7.6%)
2016	752,630	102,800	1,065,898 (14.8%)	273,146	153,414	10,550	177,558	50,010	664,678 (13.0%)	1,730,576 (14.1%)
2017	1,048,479	106,400	1,154,879 (8.3%)	242,649	160,639	9,854	180,500	53,647	647,289 (-2.6%)	1,802,168 (4.1%)

資料來源：金管局。

圖 B1

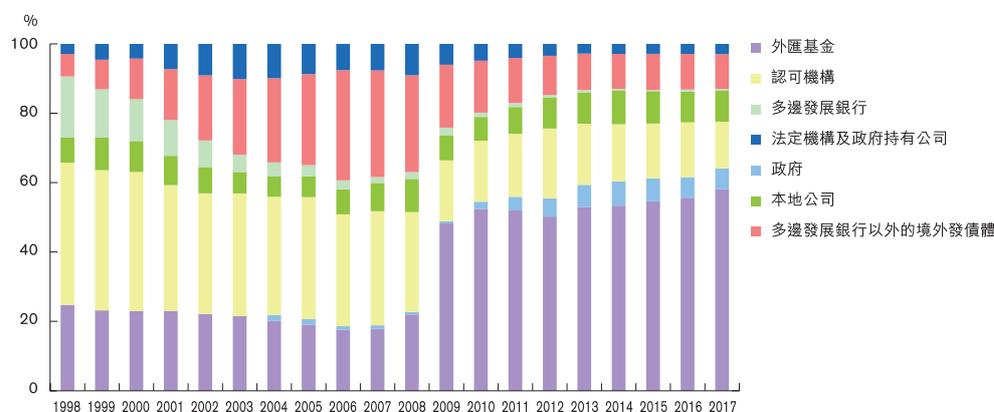
各類發債體佔新發行港元債務工具總額的比重



資料來源：金管局。

圖 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、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. 由於四捨五入，個別項目數字相加後未必等於總額。