

關於香港零售結構性票據市場的調查

市場監察部研究科李兆麟、張丹薇¹

2005年10月

摘要

- 在2003年6月1日至2005年6月15日期間，共有23家發行商發行了合共118隻零售結構性票據，合計發行量為273.46億港元。以股票掛鉤票據的零售結構性票據最為常見，佔市場份額超過60%。
- 118隻零售結構性票據中，有77隻以香港股票及／或指數作為相關證券，合計發行量為162.21億港元，平均發行量為2.11億港元。該77隻零售結構性票據由18家發行商發行，他們大多是商業銀行及投資銀行。該等零售結構性票據大部分都與一籃子的股票掛鉤。市值較大、流通量高的香港股票看來較常用作零售結構性票據的相關證券。該77隻零售結構性票據的年期介乎九個月至七年不等，平均年期為3.2年。
- 市場分析員相信結構性票據傾向降低波幅。近年，隨著結構性票據市場增長，香港市場的波幅大體上也降低。這種現象亦見於全球其他主要市場。與此同時，主要恒生指數成分股的波幅亦正下降。

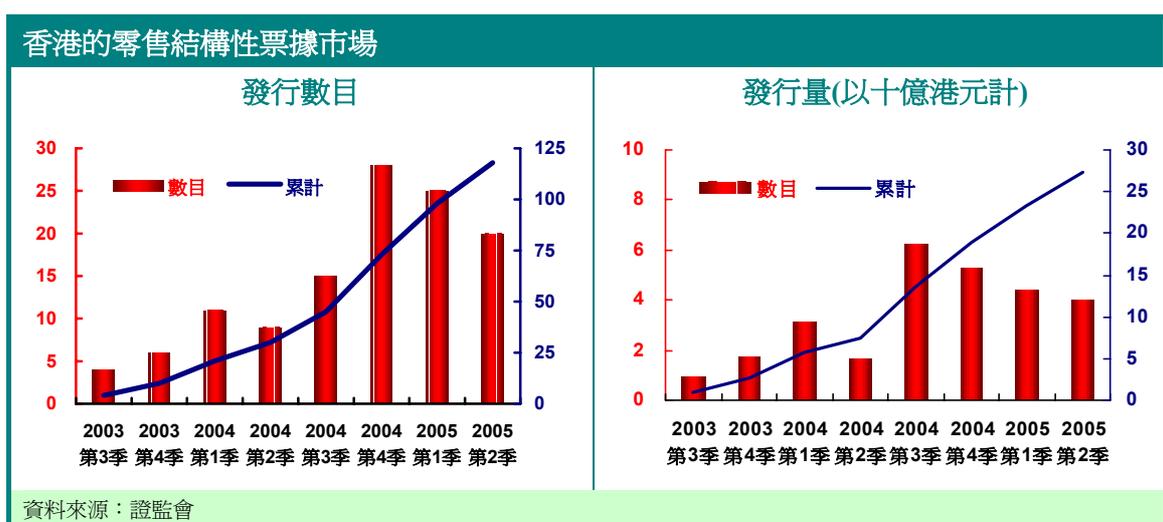
¹ 本文僅作探究事實及研究之用，並非意圖評論任何市場／公司的發展或闡釋有關的政策。本文所表達的意見並不代表證監會的觀點。

背景

1. 證監會在 2005 年 6 月至 7 月期間對零售結構性票據市場進行了一項調查，調查旨在探討市場的規模、其主要特色及對香港證券市場的潛在影響。本文呈述該項調查所得出的結果。
2. 結構性票據是一種中期票據，與一種或多種內在的風險／回報變動成分掛鉤以改變其回報模式。一般而言，結構性票據的回報與單一股票、一籃子股票、指數、商品等相關投資工具的表現掛鉤。

零售結構性票據市場的概況

3. 在 2003 年 6 月 1 日至 2005 年 6 月 15 日期間，共有 23 家發行商發行了合共 118 隻零售結構性票據²，合計發行量為 273.46 億港元，而平均發行量為 2.32 億港元。自 2003 年第三季以來，零售結構性票據市場在發行數目及發行量方面均錄得強勁增長，儘管增長率看來正在下降。



² 該數目不包括於 2001 年 3 月 1 日至 2005 年 6 月 15 日期間，由香港按揭證券有限公司、機場管理局、地鐵有限公司、九廣鐵路公司及九龍倉發行的 15 隻普通集資票據。

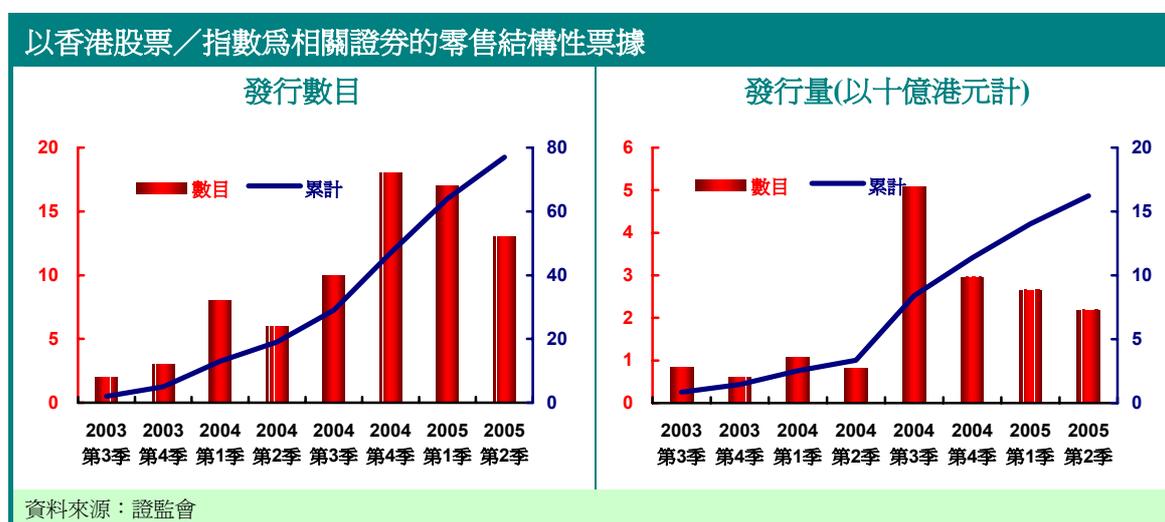
4. 零售結構性票據市場以股票掛鉤票據³及信貸掛鉤票據⁴為主，而混合證券⁵及指數掛鉤票據⁶則較為少見。股票掛鉤票據佔已發行票據總數目及總發行量超過60%。

類別	已發行票據		合計發行量		平均發行量 (以百萬港元計)
	數目	佔總數百分比	百萬港元	佔總數百分比	
股票掛鉤票據	77	65.3%	16,769	61.3%	218
信貸掛鉤票據	34	28.8%	9,570	35.0%	281
混合證券	6	5.1%	894	3.3%	149
指數掛鉤票據	1	0.8%	113	0.4%	113
總計	118		27,346		232

資料來源：證監會

以香港股票／指數為相關證券的零售結構性票據的概況

5. 118 隻零售結構性票據中，有 77 隻以香港股票及／或指數作為相關證券，合計發行量為 162.21 億港元，平均發行量為 2.11 億港元。該 77 隻零售結構性票據由 18 家發行商發行，他們大多是商業銀行及投資銀行。



³ 股票掛鉤票據是一種債務投資工具，其回報及贖回與單一或一籃子股票證券的表現掛鉤。
⁴ 信貸掛鉤票據是一種債務投資工具，其回報及贖回與單一或一籃子參考公司的信貸表現掛鉤。
⁵ 混合債券是一種債務投資工具，其回報及贖回與各類不同的資產(如股票及信貸／指數／商品掛鉤資產)的表現掛鉤。
⁶ 指數掛鉤票據是一種債務投資工具，其回報及贖回與單一或一籃子股票指數的表現掛鉤。

按類別劃分

6. 大部分零售結構性票據都是以香港股票為相關證券的股票掛鉤票據。

以香港股票／指數為相關證券的零售結構性票據的發行數目及發行量(按類別劃分)						
類別	全部已發行票據數目	以香港股票／指數為相關證券的結構性票據				平均發行量 (以百萬港元計)
		已發行票據		合計發行量		
		數目	佔總數百分比	百萬港元	佔總數百分比	
股票掛鉤票據	77	72	93.5%	15,681	96.7%	218
信貸掛鉤票據	34	0	0.0%	0	0.0%	不適用
混合證券	6	4	5.2%	427	2.6%	107
指數掛鉤票據	1	1	1.3%	113	0.7%	113
總計	118	77		16,221		211

資料來源：證監會

股票掛鉤票據

7. 就 72 隻股票掛鉤票據而言，大部分都與一籃子的股票掛鉤。

- 有 66 隻僅以香港股票作為相關證券：
 - 有四隻票據僅與一隻香港股票掛鉤
 - 有 22 隻票據與 2-5 隻香港股票掛鉤
 - 有 33 隻票據與 6-10 隻香港股票掛鉤
 - 有七隻票據與超過 10 隻香港股票掛鉤。
- 有六隻兼用香港股票及海外股票：
 - 有一隻票據與四隻香港股票及四隻內地股票掛鉤
 - 有一隻票據與一隻香港股票及 19 隻美國及歐洲股票掛鉤
 - 其餘四隻票據與香港股票及新加坡、韓國、日本及台灣等其他亞洲市場的股票掛鉤
 - ☞ 有兩隻票據與 3-5 隻香港股票及 9-15 隻亞洲股票掛鉤
 - ☞ 有兩隻票據與 6-7 隻香港股票及 10-13 隻亞洲股票掛鉤。

以香港股票／指數為相關證券的零售結構性票據發行數目(按票據內的股票／指數數目劃分)

類別	票據內的股票／指數數目				總計
	1	2-5	6-10	>10	
股票掛鉤票據	4	22	34	12	72
信貸掛鉤票據	0	0	0	0	0
混合證券	0	3	0	1	4
指數掛鉤票據	1	0	0	0	1
總計	5	25	34	13	77

資料來源：證監會

混合證券

8. 有四隻已發行的混合證券以香港股票／指數作為相關證券。
- 有兩隻證券僅與香港股票掛鉤
 - 有一隻證券與兩隻香港股票掛鉤
 - 另有一隻證券與四隻香港股票掛鉤
 - 有一隻證券與一隻香港股票及 99 隻歐洲及美國股票掛鉤
 - 有一隻證券與 H 股指數及兩項海外指數掛鉤。

指數掛鉤票據

9. 唯一一隻指數掛鉤票據以 H 股指數作為相關證券。

以十隻最普遍的香港股票作為相關證券的零售結構性票據

10. 市值較大、流通量高的香港股票看來較常用作零售結構性票據的相關證券。事實上，頭十隻最常用作零售結構性票據的相關證券的香港股票，都躋身於 2005 年 6 月底時市值最大的 30 隻股票，及 2005 年上半年交投最活躍的 30 隻股票當中。此外，最常用的十隻香港股票全部都是主要基準指數的成分股。
- 七隻是恒生指數成分股；及
 - 三隻是恒生中國企業指數成分股。
11. 下表顯示以若干香港股票作為相關證券的零售結構性票據以及其合計發行量。例如，共有 53 隻零售結構性票據以匯豐控股為相關證券，另有 36 隻零售結構性票據以和記黃埔為相關證券。由於零售結構性票據大多與一籃子的股票掛鉤，因此下表最後一欄票據相加的總和大於與香港股票掛鉤的已發行票據總數，亦即 77 隻。

以香港股票／指數為相關證券的零售結構性票據數目

	票據內的股票／指數數目				總計
	1	2-5	6-10	>10	
匯豐控股	3	20	22	8	53
和記黃埔	0	8	17	11	36
新鴻基地產	0	11	16	6	33
中國移動	0	2	17	8	27
長江實業	0	8	11	7	26
中電控股	0	6	9	3	18
恒生銀行	0	7	4	7	18
中國石油股份	0	6	19	5	30
中國人壽	0	1	20	3	24
中國電信	0	0	11	8	19
總計	5	25	34	13	77

資料來源：證監會

按年期劃分

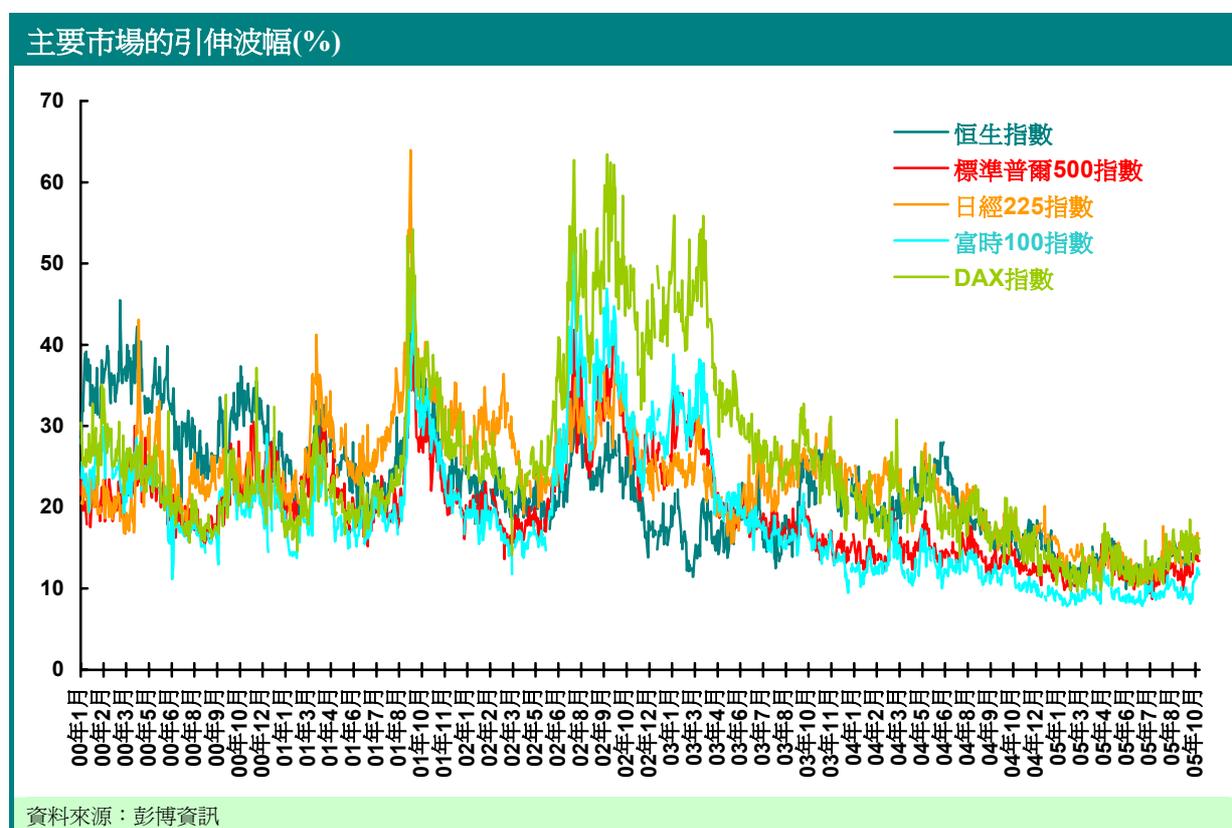
12. 該 77 隻零售結構性票據(即該等與香港股票或指數掛鈎的票據)的年期介乎九個月至七年不等。平均年期為 3.2 年。該 77 隻零售結構性票據的分佈如下：
- 有八隻票據(10.4%)的年期超過五年；
 - 有 13 隻票據(16.9%)的年期為五年；
 - 有 17 隻票據(22.1%)的年期為 2-5 年；
 - 有 34 隻票據(44.2%)的年期為兩年；及
 - 有五隻票據(6.5%)的年期少於兩年。

按發行商劃分

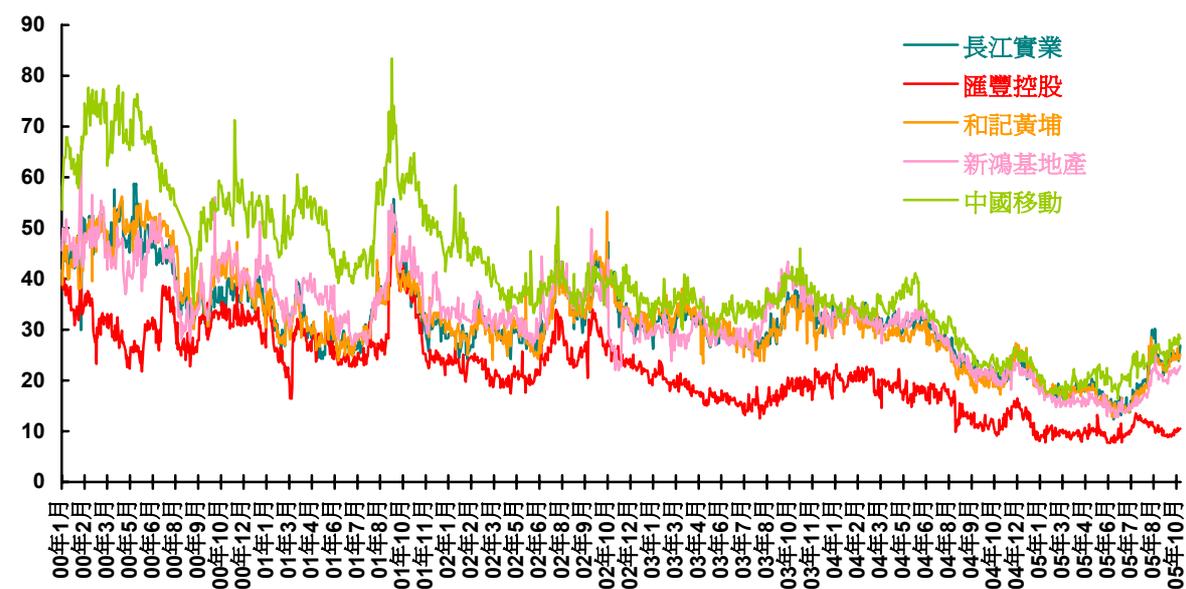
13. 按發行量而言，最大的發行商發行了七隻零售結構性票據，合計發行量為 50.60 億港元，佔總發行量的 31%。頭五大發行商發行了 44 隻零售結構性票據，合計發行量為 118.09 億港元，佔總發行量的 72.8%。而頭十大發行商發行了 65 隻零售結構性票據，合計發行量為 152.85 億港元，佔總發行量的 94.2%。

結構性票據市場傾向降低波幅

14. 市場分析員相信結構性票據傾向降低波幅。投資於股票掛鉤票據的投資者，在到期時會以現金方式收回本金，或如該隻股票已跌破預設價格，則會收取相關股票。在升市中，從發行商的角度來看，交付股票的機會減少，發行商需要出售較大量的相關股票，此舉有助市場降溫。而在跌市中，發行商在到期時向投資者交付相關股票的機會較高，因此他們需要買入較大量的股票以對沖其風險。
15. 近年，隨著結構性票據市場增長，香港市場的波幅大體上也降低。這種現象亦見於全球其他主要市場。與此同時，主要恒生指數成分股的波幅普遍亦正下降。導致波幅降低的其他因素包括企業界的資產負債表有強勁表現、對沖基金及投資銀行的積極參與波幅買賣及套戩活動。



主要恒生指數成分股的引伸波幅(%)



資料來源：彭博資訊