

香港在利率上升周期中的零售結構性票據市場

市場監察部研究科¹

2006年9月

摘要

1. 在截至 2006 年 6 月止的 12 個月內，共有 147 隻零售結構性票據發行，合計發行額為 97.55 億港元。以發行數目來說，較一年前增加了 53%，但發行額卻較一年前下跌 52%。
2. 零售結構性票據是複雜的金融工具，常見的主要吸引之處是可提高收益率，但它們的吸引力有可能會隨著利率上升而減褪。因此，發行額下跌或可歸因於香港在 2005 年 3 月底開始的利率上升周期。
3. 股票掛鉤票據是零售結構性票據的主要類別，這種票據往往能降低市場波幅。基於一些股票掛鉤票據的結構，投資者在到期時會以現金方式收回預先釐定的金額，或如該隻股票已跌破預定價位，則會收取某個預設數目的相關股票。因此，需要在到期時交付股票的機會在升市中便會下降。結果，發行商很可能會出售較大量的相關股票，此舉有助市場降溫。相反，在跌市中，發行商需要在到期時向投資者交付相關股票的機會較高。結果，他們需要買入更多股份對沖其風險，而此舉則有助市場回升。
4. 同時，根據觀察所得，恆指及主要恆指成分股的波幅自 2005 年年中開始反彈。除其他因素外，這可能是由於利率上升的環境削弱了股票掛鉤票據的相對吸引力所致。然而，持續增長的股票掛鉤票據市場即使步伐減慢，但確曾提供了一股能降低市場波幅的市場力量。

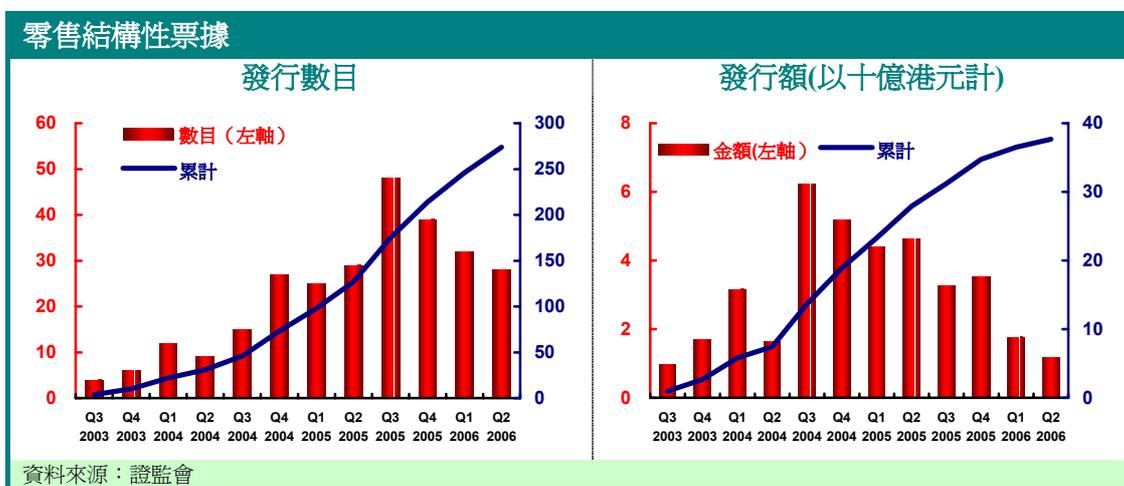
¹ 本文僅作研究之用。本研究論文所表達的意見未必反映證監會的觀點。

背景及目的

5. 在 2005 年秋季，證監會研究科首次發表關於香港零售結構性票據市場的調查報告。繼該份調查報告之後，本文將論述該市場的最新發展。

零售結構性票據市場的概況

6. 零售結構性票據市場指股票掛鉤票據²、信貸掛鉤票據³、混合證券⁴、指數掛鉤票據⁵及同類產品等結構性票據的零售市場。



7. 香港的零售結構性票據市場在截至 2006 年 6 月止的 12 個月內保持活躍，期內共發行了 147 隻零售結構性票據，較截至 2005 年 6 月止的 12 個月上升 53%，但此增長率遠低於一年前的 210% 增幅。
8. 然而，若以發行額計算，市場在本會上一次的調查後已呈現萎縮。在截至 2006 年 6 月止的 12 個月內，合計發行額為 97.55 億港元，較截至 2005 年 6 月止的 12 個月下跌 52%，但與一年前的 175% 增幅有著強烈對比。另一點值得注意的是，零售結構性票據的平均發行額在期內持續下跌。

² 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。

³ 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風險掛鉤。

⁴ 混合證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、信貸、指數及/或商品)的表現掛鉤。

⁵ 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指數的表現掛鉤。

截至以下日期的 12 個月	發行數目		合計發行額		平均發行額	
	數目	較上年度的變化	以百萬港元計	較上年度的變化	以百萬港元計	較上年度的變化
2004 年 6 月	31	不適用	7,456	不適用	240.5	不適用
2005 年 6 月	96	210%	20,470	175%	213.2	-11%
2006 年 6 月	147	53%	9,755	-52%	66.4	-69%
總計	274	不適用	37,681	不適用	137.5	不適用

資料來源：證監會

按類別劃分

9. 在截至 2006 年 6 月止的 12 個月內，零售結構性票據市場並沒有發行新的產品類別。此外，市場繼續以股票掛鉤票據及信貸掛鉤票據為主，而混合證券及指數掛鉤票據則仍然較為少見。另外，信貸掛鉤票據在發行數目和金額方面都可媲美股票掛鉤票據。這與我們在上次調查中的觀察所得，即股票掛鉤票據的發行數目及金額分別是信貸掛鉤票據的超過及接近兩倍的情況不同。

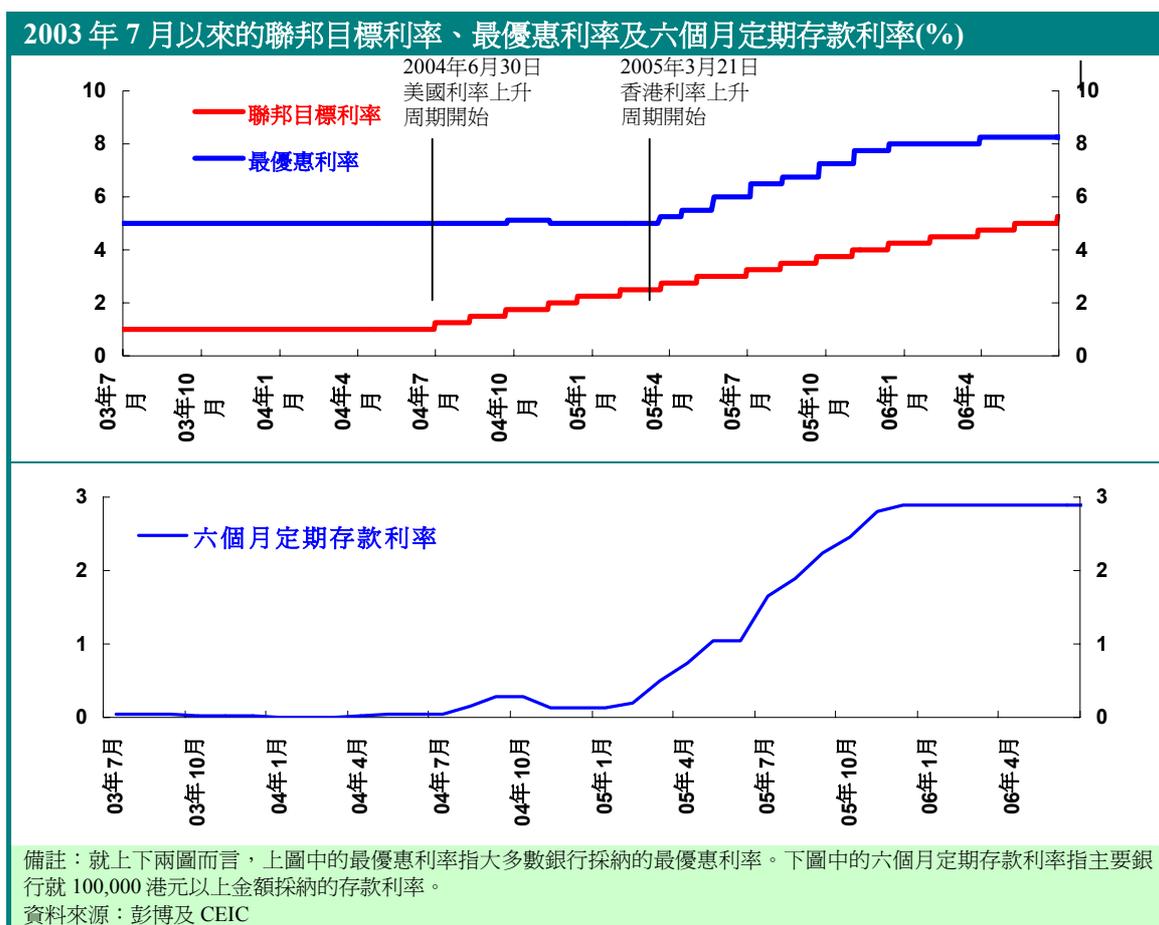
截至以下日期的 12 個月	發行數目		合計發行額		平均發行額	
	數目	較上年度的變化	以百萬港元計	較上年度的變化	以百萬港元計	較上年度的變化
股票掛鉤票據						
2004 年 6 月	19	不適用	3,221	不適用	169.5	不適用
2005 年 6 月	63	232%	13,897	331%	220.6	30%
2006 年 6 月	78	24%	4,886	-65%	62.6	-72%
此類別總計	160	不適用	22,004	不適用	137.5	不適用
信貸掛鉤票據						
2004 年 6 月	10	不適用	3,846	不適用	384.6	不適用
2005 年 6 月	29	190%	6,110	59%	210.7	-45%
2006 年 6 月	62	114%	4,311	-29%	69.5	-67%
此類別總計	101	不適用	14,267	不適用	141.3	不適用
混合證券						
2004 年 6 月	2	不適用	389	不適用	194.5	不適用
2005 年 6 月	3	50%	350	-10%	116.6	-40%
2006 年 6 月	4	33%	427	22%	106.9	-8%
此類別總計	9	不適用	1,166	不適用	129.6	不適用
指數掛鉤票據						
2004 年 6 月	0	不適用	0	不適用	不適用	不適用
2005 年 6 月	1	不適用	113	不適用	112.7	不適用
2006 年 6 月	3	200%	131	17%	43.8	-61%
此類別總計	4	不適用	244	不適用	61.0	不適用

資料來源：證監會

10. 結構性票據是複雜的金融工具，其主要吸引之處是可提高收益率。在低息環境下，結構性票據對投資者可能具吸引力。然而，它們的吸引力可隨著利率上升而減褪。除其他因素外，股票掛鉤票據的發

行額在截至 2006 年 6 月止的 12 個月內下跌，可歸因於香港在 2005 年 3 月底開始出現的利率上升周期。

11. 在聯繫匯率制度下，香港利率大致上跟隨美國利率變動。然而，其他市場力量有時亦可能會發揮作用，對利率變動產生不同的影響。例如，即使美國利率上升，但如果流入香港的資金大幅增加，往往可能會降低利率。在 2003 年 6 月 25 日至 2004 年 6 月 29 日期間，美國聯邦基金目標利率(聯邦目標利率)處於 1% 的歷史低位，而香港的最優惠利率則為 5%。自 2004 年 6 月 30 日起，聯邦儲備局先後 17 次將聯邦目標利率調高至 5.25%。然而，由於市場揣測人民幣可能會重新估值以致有大量資金流入，香港的銀行基本上維持最優惠利率不變，直至 2005 年初為止。因此，香港的利率上升周期其實在 2005 年 3 月底才展開。定期存款利率亦跟隨最優惠利率於 2005 年 3 月底開始上升。結果，零售結構性票據市場在截至 2005 年 6 月止的 12 個月內持續取得強勁增長，但其後增長開始放緩。



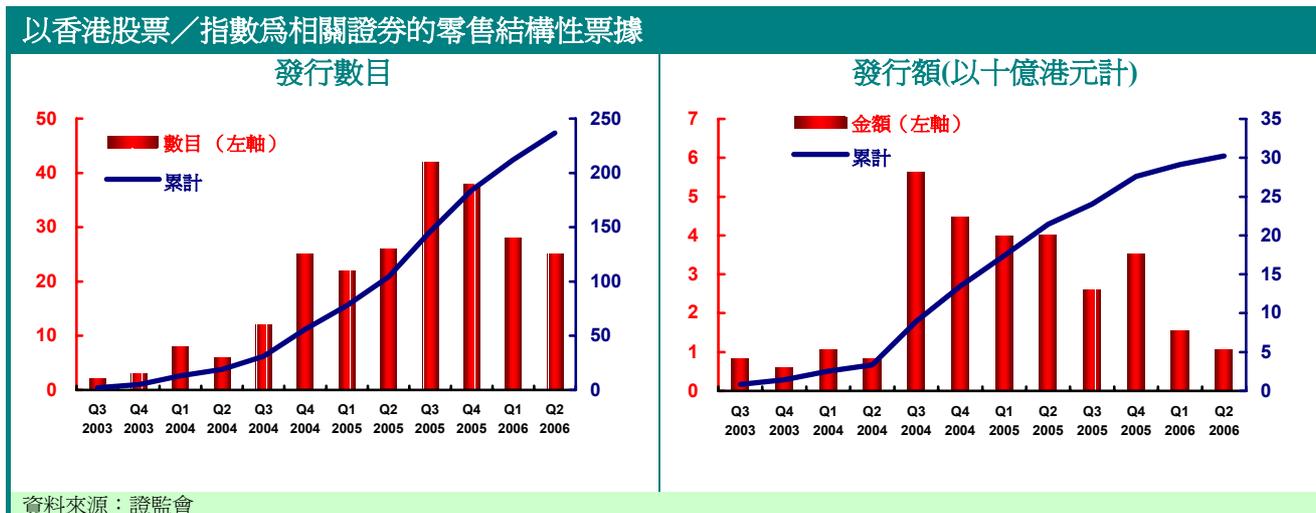
按類別及發行商劃分

12. 該等在截至 2006 年 6 月止的 12 個月內發行的 147 隻零售結構性票據分別由 25 家發行商發行，但市場仍以數家發行商為主。最活躍的發行商共發行了 24 隻票據(佔總數 16%)，合計發行額為 20.21 億港元(佔總額 21%)。十家最活躍的發行商共發行了 115 隻票據(佔總數 78%)，合計發行額為 86.01 億港元(佔總額 88%)。
13. 發行商看來各自集中發行不同類別的零售結構性票據。
- 信貸掛鉤票據的主要發行商並不活躍於發行信貸掛鉤票據或其他類別的票據。
 - 同樣，股票掛鉤票據的主要發行商亦不活躍於發行股票掛鉤票據或其他類別的票據。

首 10 家發行商按類別劃分的零售結構性票據					
發行商	股票掛鉤票據	信貸掛鉤票據	混合證券	指數掛鉤票據	總計
A 發行商	0 <i>0</i>	24 <i>2,021</i>	0 <i>0</i>	0 <i>0</i>	24 <i>2,021</i>
B 發行商	0 <i>0</i>	21 <i>1,372</i>	0 <i>0</i>	0 <i>0</i>	21 <i>1,372</i>
C 發行商	6 <i>767</i>	2 <i>66</i>	3 <i>427</i>	1 <i>39</i>	12 <i>1,299</i>
D 發行商	4 <i>800</i>	0 <i>0</i>	1 <i>0.3</i>	0 <i>0</i>	5 <i>800</i>
E 發行商	8 <i>634</i>	0 <i>0</i>	0 <i>0</i>	0 <i>0</i>	8 <i>634</i>
F 發行商	0 <i>0</i>	12 <i>612</i>	0 <i>0</i>	0 <i>0</i>	12 <i>612</i>
G 發行商	20 <i>536</i>	0 <i>0</i>	0 <i>0</i>	0 <i>0</i>	20 <i>536</i>
H 發行商	1 <i>500</i>	0 <i>0</i>	0 <i>0</i>	0 <i>0</i>	1 <i>500</i>
I 發行商	7 <i>470</i>	0 <i>0</i>	0 <i>0</i>	0 <i>0</i>	7 <i>470</i>
J 發行商	5 <i>358</i>	0 <i>0</i>	0 <i>0</i>	0 <i>0</i>	5 <i>358</i>
首 10 家發行商小計	51 <i>4,064</i>	59 <i>4,070</i>	4 <i>427</i>	1 <i>39</i>	115 <i>8,601</i>
總計	78 <i>4,886</i>	62 <i>4,311</i>	4 <i>427</i>	3 <i>131</i>	147 <i>9,755</i>

備註：上行的數字代表發行數目。下行的斜體數字代表該類票據的發行額或合計發行額，以百萬港元為單位。
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概況



14. 在截至 2006 年 6 月止的 12 個月內，共有 133 隻涉及香港股票及／或指數的零售結構性票據發行，較截至 2005 年 6 月止的 12 個月上升 56%，但遠低於與一年前比較所錄得的 347% 增幅。
15. 以合計發行額來說，涉及香港股票及／或指數的零售結構性票據在截至 2006 年 6 月止的 12 個月內錄得 87.69 億港元，較截至 2005 年 6 月止的 12 個月下跌 52%，而截至 2005 年 6 月止的 12 個月則較一年前增加 442%。

涉及香港股票／指數的零售結構性票據的發行數目及發行額

截至以下日期 的 12 個月	發行數目		合計發行額		平均發行額	
	數目	較上年度的 變化	以百萬 港元計	較上年度的 變化	以百萬 港元計	較上年度的 變化
2004 年 6 月	19	不適用	3,338	不適用	175.67	不適用
2005 年 6 月	85	347%	18,098	442%	212.92	21%
2006 年 6 月	133	56%	8,769	-52%	65.94	-69%
總計	237	不適用	30,205	不適用	127.45	不適用

資料來源：證監會

按年期劃分

16. 在截至 2006 年 6 月止 12 個月內發行的涉及香港股票及／或指數的零售結構性票據，年期由 6 個月至 5.5 年不等。
- 有 32 隻票據(24.1%)的年期為 5.5 年；
 - 有 19 隻票據(14.3%)的年期為 5 年；

- 有 20 隻票據(15.0%)的年期為 2 – 5 年；
- 有 44 隻票據(33.1%)的年期為 2 年；及
- 有 18 隻票據(13.5%)的年期少於 2 年。

未到期贖回的零售結構性票據

17. 在 2003 年 7 月 1 日至 2006 年 6 月 30 日期間，共有 274 隻零售結構性票據發行。當中，237 隻涉及香港股票及／或指數。由於其中 12 隻票據在 2006 年 6 月底已到期，所以仍未到期贖回的票據有 225 隻⁶。這 225 隻票據的合計發行額為 283.04 億港元，當中大部分為股票掛鉤票據(共 143 隻或佔總數的 63.6%)。這些股票掛鉤票據大部分與一籃子股份掛鉤，與單一股票掛鉤的票據較為少見。

以香港股票／指數作為相關證券並在 2006 年 6 月 30 日未到期贖回的零售結構性票據的發行數目及發行額(按票據內的股票／指數數目分類)

	票據內的股票／指數數目				總計
	1	2-5	6-10	>10	
股票掛鉤票據	12 <i>1,740</i>	77 <i>6,741</i>	40 <i>8,186</i>	14 <i>2,347</i>	143 <i>19,015</i>
信貸掛鉤票據	2 <i>237</i>	14 <i>2,053</i>	54 <i>6,124</i>	5 <i>305</i>	75 <i>8,719</i>
混合證券	0 <i>0</i>	4 <i>401</i>	0 <i>0</i>	1 <i>27</i>	5 <i>428</i>
指數掛鉤票據	1 <i>113</i>	1 <i>30</i>	0 <i>0</i>	0 <i>0</i>	2 <i>142</i>
總計	15 <i>2,091</i>	96 <i>9,224</i>	94 <i>14,310</i>	20 <i>2,680</i>	225 <i>28,304</i>

備註：上行的數字代表發行數目。下行的斜體數字代表該類票據的發行額或合計發行額，以百萬港元為單位。
資料來源：證監會

股票掛鉤票據市場傾向於降低市場波幅

18. 由於股票掛鉤票據與相關股票市場有較密切的關係，本部分將集中分析股票掛鉤票據。在 143 隻未到期贖回的股票掛鉤票據中，有 134 隻(94%)與以下五隻的其中最少一隻股票掛鉤：

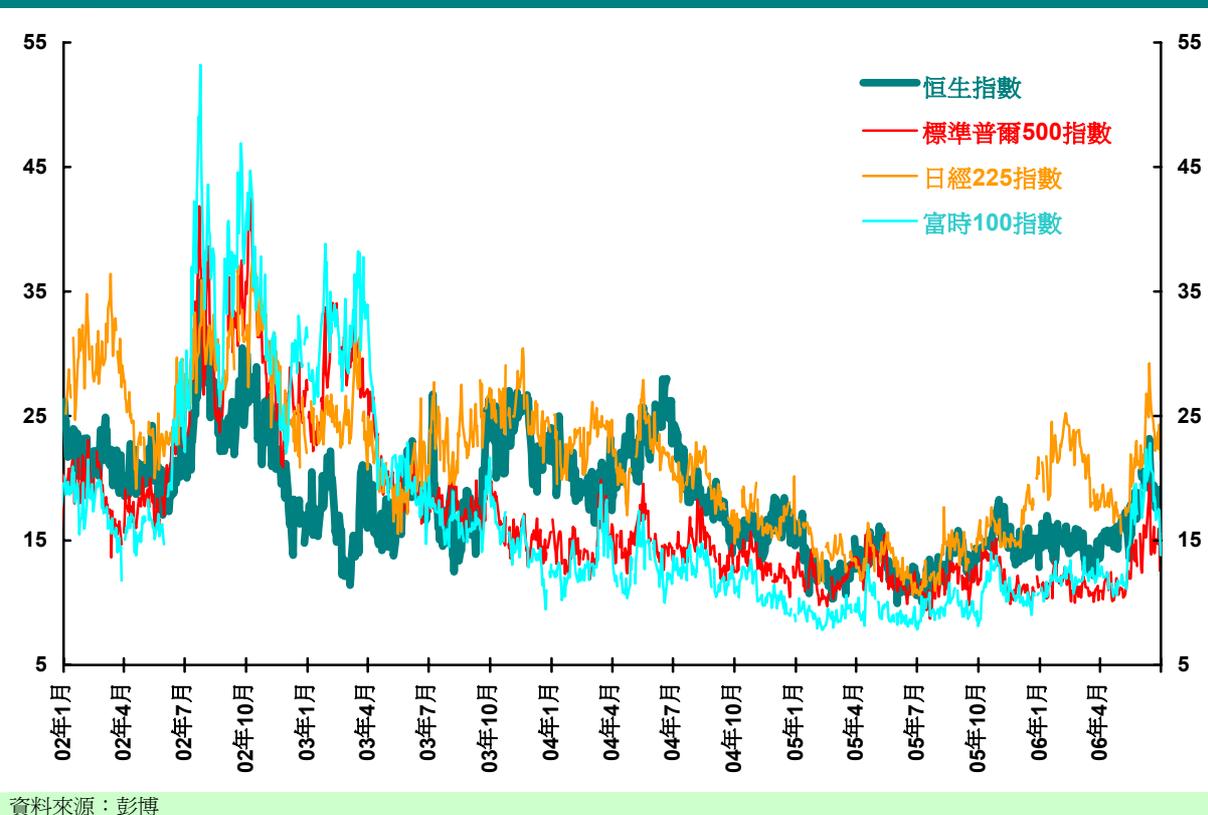
- 匯豐控股
- 和記黃埔
- 長江實業
- 新鴻基地產
- 中國石油

⁶ 由於未能取得在到期前已被贖回票據的有關資料，所以此部分假設所有票據已經或將會在到期時被贖回。

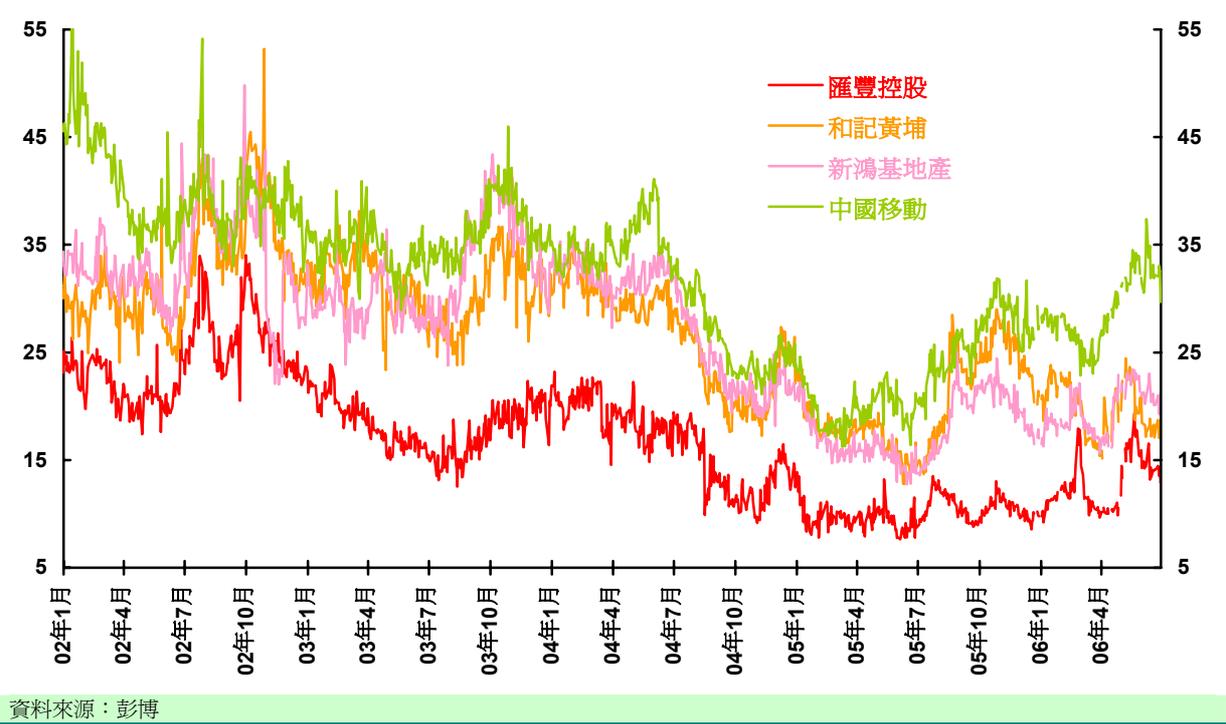
這些股票均屬於 20 隻市值最高的股票及／或 20 隻交投最活躍的股票之一，同時也是各基準指數的成分股。

19. 股票掛鈎票據往往能降低市場波幅。基於一些股票掛鈎票據的結構，投資者在到期時會以現金方式收回預先釐定的金額，或如該隻股票已跌破預定價位，則會收取某個預設數目的相關股票。因此，從發行商的角度來看，他們需要在到期時交付股票的機會在升市中便會下降。結果，他們很可能會出售較大量的相關股票，此舉有助市場降溫。相反，在跌市中，發行商需要在到期時向投資者交付相關股票的機會較高。結果，他們需要買入更多股份對沖其風險，此舉有助市場回升。在 2003 年 7 月 1 日至 2005 年 6 月 30 日期間股票掛鈎票據市場持續增長，使香港的整體市場波幅大致上下跌。
20. 恒指及主要恒指成分股的波幅自 2005 年年中開始反彈。除其他因素外，這可能是由於利率上升的環境削弱了股票掛鈎票據的相對吸引力所致。利率上升的環境也會影響到投資者的情緒及不同公司的表現。然而，持續增長的股票掛鈎票據市場即使步伐減慢，但確曾提供了一股能降低市場波幅的市場力量。

主要市場的引伸波幅(%)



主要恒生指數成分股的引伸波幅(%)



資料來源：彭博