

## 立法會財經事務委員會

## 政府債券計劃 —

補充資料

## 目的

本文件提供有關政府債券計劃(下稱“計劃”)的補充資料，以回應財經事務委員會於 2009 年 5 月 5 日致政府當局的函件。

## 有關推行計劃的考慮及分析

2. 過去十年，本地債券市場的規模增長平穩，市場以港元債券為主。然而，相比亞洲其他經濟體系及先進經濟體系，現時香港的債券市場，尤其是政府債券部分，規模較小(見載於附件 A的圖表)。香港的公共債券市場主要由外匯基金票據及債券組成，而政府只發行過少量債券。外匯基金票據及債券是聯繫匯率制度下貨幣基礎的一部分，其發行目的是為了協助銀行憑外匯基金票據及債券從貼現窗獲取流動資金。由於外匯基金票據及債券計劃的首要目標是維持匯率穩定，在貨幣發行局制度下，其增長是取決於美元的流入，因此以發展債券市場為目的而增發該等票據及債券的空間相當有限。

3. 本港的債券市場規模較小，以致投資者基礎受到限制。由於優質公債的供應有限，退休基金及保險公司等機構投資者對這種投資工具興趣不大。狹窄的投資者基礎相應導致企業發債體透過發債籌集資金的意欲減低。債券市場面對的限制亦令港元債券市場無法躋身主要的環球基準債券指數，而許多國際投資基金都會追蹤這些指數而進行投資。舉例說，如要被納入花旗集團的環球政府債券指數(World Government Bond Index)，至少要有 200 億美元(約 1,560 億港元)等值的政府債券於市場流通。就香港而言，截至 2008 年底，流通於市場而又符合納入環球政府債券指數的公債只有 720 億港元。

4. 國際貨幣基金組織的一項調查研究<sup>1</sup>顯示，一個發展完善的政府債券市場，可視為發展企業債券市場的必要條件。尤其值得注意的是，建立具流動性的政府債券基準收益率曲線，往往被視為健康債券市場的基礎。此外，隨著逐步發展政府債券市場而建立的投資者基礎，亦有利於促進本地企業債券市場的增長。有實證研究顯示，政府債券市場較大的國家，其企業債券市場的規模往往亦較大。大多數國家的經驗是，因為出於政府的融資需要而建立了較大型公共債券市場。然而，政府債券有時是為了發展市場而發行，正如智利和馬來西亞的情況。在新加坡，該政府同樣無須發行政府債券以支付其開支。多年來，新加坡政府擁有龐大財政盈餘，並累積了大量儲備。因此，新加坡推行其政府證券計劃，同樣主要是基於市場發展的考慮。自政府證券計劃推出後，新加坡的債券市場大幅增長，市場認為計劃對推動新加坡債券市場近年的發展至為重要。

5. 為了進一步促進香港債券市場的發展、吸引更多投資者以及促進市場的流通量，增加本地債券市場的規模至為重要。要達致這個目標，一個有效的方法是推出政府債券計劃，以補足現時的外匯基金票據及債券計劃。倘若政府繼續沿用過往以一次過發行債券的特別方式，相信難以達到這個目標。

6. 債券市場、股票市場和銀行業的發展，對香港保持國際金融中心地位至為重要。雖然發債人、投資者及中介機構是債券市場中最重要三類市場參與者，但債券融資安排須涉及數目更廣的周邊市場參與者，包括提供會計、法律及銀行服務的參與者，令整個發債過程能更順利進行。發展更成熟的債券市場，會令相關的必要服務行業受惠，從而惠及香港作為國際金融中心的發展。

## 計劃的進一步詳情

### *計劃下發行債券的種類*

7. 我們目前的意向是，在計劃實施初段只發行傳統債券。然

---

<sup>1</sup> 2005年7月，由 Pipat Luengnaruemitchai 及李蓮焜撰寫的國際貨幣基金組織工作文件第152號《剖析公司債券市場：發展初期的困難及知識的獲取》(Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains)。

而，視乎市場狀況和反應，以及推行計劃所累積的經驗，我們不排除考慮增加計劃下所發行債券的種類(包括資產保證的證券)。

8. 就2004年的證券化計劃而言，政府於2004年5月藉證券化香港仔隧道、海底隧道、獅子山隧道、城門隧道、將軍澳隧道及青嶼幹線的隧橋費收入淨額發行五組債券及票據。其中兩組尚未到期，分別為將於2011年到期的丙組及2016年到期的售予機構投資者的甲二級<sup>2</sup>。

### 執行計劃的機制

9. 計劃會包括為機構及零售投資者發行的債券。就機構投資者組別而言，我們會委任認可交易商及第一市場交易商，以協助推行計劃中有關機構投資者的部分。市場參與者(包括所有認可機構及其他金融機構)可向香港金融管理局(下稱“金管局”)申請成為認可交易商，在金管局開立可買賣政府債券的證券戶口。這些交易商的委任準則，會參考現時適用於外匯基金票據及債券計劃下認可交易商的委任準則。

10. 我們會在認可交易商當中委任第一市場交易商，為認可交易商提供買賣的雙向報價，以促進二手市場的發展。除了有責任提供買賣的雙向報價外，第一市場交易商還須包銷為機構投資者發行的政府債券中任何未獲認購的債券。一如其他地區政府債券計劃，第一市場交易商可參與此計劃的機構投資者組別首次發行債券的競爭性投標。委任第一市場交易商時，金管局將根據客觀、量化及公開的準則作考慮，當中包括市場參與者在外匯基金票據及債券市場的活躍程度。

11. 根據上述安排，政府債券中的機構投資者組別部分會以競爭性投標的方式發行，投標只供第一市場交易商參與。於每個投標日前至少四個營業日，金管局會公布政府債券的發行量。所有投標申請都必須在投標日於投標時間內送達金管局。第一市場交易商必須標明所申請的政府債券數量及投標價格。獲接納的投標會由最高至最低的投標價格順序獲分配債券。中標者會按其出價獲分配政府債券。投標結果，包括獲分配的政府債券數量及獲接

---

<sup>2</sup> 發行人享有酌情權在票據的原訂年期屆滿前贖回票據。

納的平均價格，會在投標日在路透社及彭博的即時資訊螢幕，以及金管局所宣布的任何其他方式公布。結算債券的交收會在有關投標日的下一個營業日進行。金管局在收到款項後，會把有關第一市場交易商獲分配政府債券的面值記入他們在金管局開立的證券帳戶。認可交易商可在同日起開始在二手市場買賣該等政府債券。

12. 此外，金管局會邀請第一市場交易商在金管局的“CMU(債務工具中央結算系統)債券報價網站”公布買賣政府債券的參考價格，以提高透明度。同時，電子交易平台亦可讓認可交易商提供參考報價及執行交易。

13. 至於計劃中有關零售投資者組別的債券部分，金管局會委任聯席安排銀行協助管理和統籌零售部分債券的銷售工作。我們會透過一套公開、具透明度及公平的招標程序，並根據客觀準則(例如經驗、知識、能力和資源)甄選聯席安排銀行。

14. 為方便個別投資者認購，零售債券會透過配售機構的廣泛網絡分銷。配售機構會包括配售銀行、香港中央結算有限公司(下稱“中央結算公司”)及證券經紀。為了盡量提高經紀業的參與機會，我們會接納所有在中央結算及交收系統設有戶口的證券經紀參與，並代其客戶透過中央結算公司遞交認購申請。

15. 零售投資者可通過場外或交易所交易，在二手市場買賣零售債券。為促進二手市場的流通量，配售銀行有責任盡力提供買賣報價，即他們會買入及賣出零售債券的價格。

### **為機構及零售投資者發行的債券比例**

16. 我們沒有為發行機構及零售投資者組別的債券，訂下固定比例。我們會在考慮市場對當前市況的意見、市場需求及計劃對市場上其他發行機構的影響後，確定每次的發行額(不論是機構或零售投資者組別)。如果市場對零售債券的發行有很大的需求，我們可考慮增加某項債券的發行額或在短期內額外發行債券。這做法是市場常用的主流方式之一。

## **零售債券的最低認購額**

17. 為方便零售投資者認購，香港的零售債券通常以 50,000 港元為發行面值。我們會參考這個市場做法以及 2004 年政府發行債券的經驗(當時零售債券部分的發行面值訂於 50,000 港元)，以釐訂計劃下發行的零售債券的最低認購額。

## **政府債券息率的釐訂以及二手市場息率的變化**

18. 跟任何其他債券一樣，在計劃下發行債券的息率純粹由市場決定，有關的取決因素包括當前的市場情況(例如利率環境)。由於市場情況往往因時而異，我們在現時這個初步階段難以就有關的政府債券息率作出合理的預測。

19. 如上文所述，就機構投資者債券部分而言，我們會通過競爭性投標向第一市場交易商發售政府債券，這做法與在其他已發展市場發行政府國庫債券時的做法一致。第一市場交易商必須表明申請購買政府債券的數量及投標價格。獲接納的投標會按獲接納的投標價格由最高至最低的次序獲得配售。中標者會按其出價獲分配政府債券。

20. 在零售債券組別方面，市場一般的做法是在發售期(約為 7 至 10 天)開始前數天，根據當時的市場情況，預先公布一個指標性的票面息率和定價機制。當局會在定價日(通常在發售期結束後不久)根據定價機制，參考當日的相關市場基準利率，定出債券的實際息率。

21. 債券發行後，債券的市價，將取決於市場利率的變化，如市場利率上升，則債券的市價就會相應下調；反之，如市場利率下降，則債券的市價就會相應上揚。故此，投資者在到期日前沽出債券，可能會因價格波動而錄得盈利或虧損。倘若債券持有人持有債券直至到期日，債券持有人將可得的回報會等同票面息率，並可取回本金。

## **可能為投資者帶來的好處**

22. 對零售投資者而言，藉着推行更有系統由政府債券計劃，建立較大規模的港元債券市場，可滿足零售投資者在當前環境下

對優質和穩定投資的需求。這亦有助增加機構投資者(例如退休基金和保險公司)的投資選擇，從而鼓勵他們在零售層面向顧客提供更多元化的金融產品。

23. 應予強調的是，投資者對政府債券的需求，不但取決於債券的收益，同時亦取決於其他有關因素，例如風險承受能力，以及其他投資產品的風險和回報(例如現在近乎零的銀行存款利率水平)。投資者的需求亦會受他們對利率風險評估的影響。若投資者選擇於市場利率上升時出售債券，或會出現交易損失。個別投資者通常傾向持有債券至到期日，以避免這種交易損失。

24. 對機構投資者而言，計劃提供了一個發行量穩定、高質的定息投資選擇。以保險公司和退休基金為例，他們的資產負債表上持有不少長期港元負債，投資經理往往需要物色長期的港元債券，使資產和負債在年期和貨幣這兩方面有合適的配對。然而，由於市面上長期的港元債券的供應很有限，投資經理有時只能採用較短期的港元債券及美元債券。計劃正好彌補這一個市場空隙，為投資者提供一個更佳選擇，同時刺激其他發債體發行較長期港元債券，使整體市場壯大，長遠為投資者提供更多的選擇。

### **債券基金投資及預期回報**

25. 計劃下籌集到的款項會被撥入一個在《公共財政條例》下成立的債券基金，與政府的財政儲備及帳目分開處理。鑑於計劃的首要目的是促進本地債券市場的進一步及持續發展，債券基金主要用以償還已發行債券的本金、履行計劃相關的財務上的義務及法律責任，以及作出投資。為達致保障債券基金資本以及取得合理的投資回報，以履行計劃的財務上的義務及法律責任的目標，我們需要就債券基金採取一個長線和保守的投資策略。

26. 我們認為把在計劃下籌集到的款項存放於外匯基金作投資，是合適的做法，因為兩者的投資目標性質相近。外匯基金現時採用的投資策略可保障資本，確保有充足的流動資金維持貨幣及金融穩定，以及取得可保存外匯基金長遠購買力的投資回報。同樣地，債券基金的投資目標是為了保本以及取得合理投資回報，亦不會用作投機炒賣。

27. 爲了向債券基金提供穩定的投資回報，我們會採用現時政府財政儲備投資收入的“固定比率”分帳安排，以計算債券基金的投資收入。換言之，金管局會向債券基金提供的投資收入，會按外匯基金投資組合過往六年的平均投資回報率或三年期外匯基金債券過往一年的平均年度收益率作計算(以較高者爲準)。

28. 這項安排能讓債券基金從外匯基金目前所管理的資產而享有規模效益的好處。外匯基金規模龐大，可充分爲債券基金分散投資，以獲得穩定的投資回報，和有效地管理風險。有關外匯基金於 1994-2008 年期間的投資回報載於附件 B，在這段期間的綜合年度投資回報爲 6.1%。金管局現時採用的管理政府基金所用的回報分帳安排<sup>3</sup>，於 2007 年開始實施，爲政府財政儲備提供了穩定的投資回報，以及有效避免投資回報因市場波動而受到影響。

29. 根據上文所述的固定分帳安排，債券基金在 2009 年的投資回報將會是 6.8%。由於金融市場波動不定，我們難以預測債券基金在 2009 年以後可能獲取的投資回報。

30. 如上文所述，債券基金的投資收入，是按外匯基金投資組合過往六年的平均投資回報率或三年期外匯基金債券過往一年的平均年度收益率作計算(以較高者爲準)。後者(即三年期外匯基金債券過往一年的平均年度收益率)會爲債券基金的投資回報設定下限。這將保障了發行債券的本金，而基金不足以履行計劃相關的財務上的義務及法律責任的這個可能性十分低。

### ***推行計劃所需的額外人手和涉及的行政費用***

31. 在推行計劃方面，財經事務及庫務局和金管局現正通過內部調配現有人手，以進行計劃的籌備工作及其他有關的跟進工作。

32. 如上文所述，爲了有效地向市場銷售債券，金管局會委任銀行及／或金融機構，以提供推行計劃時所需的協助，包括委任聯席安排行以管理及發行零售債券，以及安排配售機構以協助分

---

<sup>3</sup> 在 1998 年至 2007 年期間，金管局每年爲政府財政儲備提供的投資收入，是按該年外匯基金實際投資回報率計算。

銷債券予零售投資者等。金管局採購有關服務時所涉及的費用會由債券基金支付。這些費用只可在較後階段完成有關投標程序後確定。

## **風險披露**

33. 我們會安排為該計劃下發行的債券申請上市，以滿足投資者對財務資料披露的需求，以及提高透明度。同時，由於有些機構投資者只會投資於上市證券，安排計劃下發行的債券上市有助提高債券的需求量。政府會致力確保計劃下發行的債券，遵守高透明度和資料披露的原則，並會參照業界有關發售文件的一般標準，及在零售債券的發售文件中使用“淺白語言”的方式。

34. 此外，我們也會作出安排，在為管理及發行零售政府債券而委任的聯席安排銀行協助下進行市場認知推廣計劃。為增加市民大眾對計劃的認識及推廣投資者教育，當局會向市民大眾宣傳以提供有關該計劃的最新信息，並會設立專門網站，方便公眾查閱該計劃的資料。

## **促進二手市場的流通量**

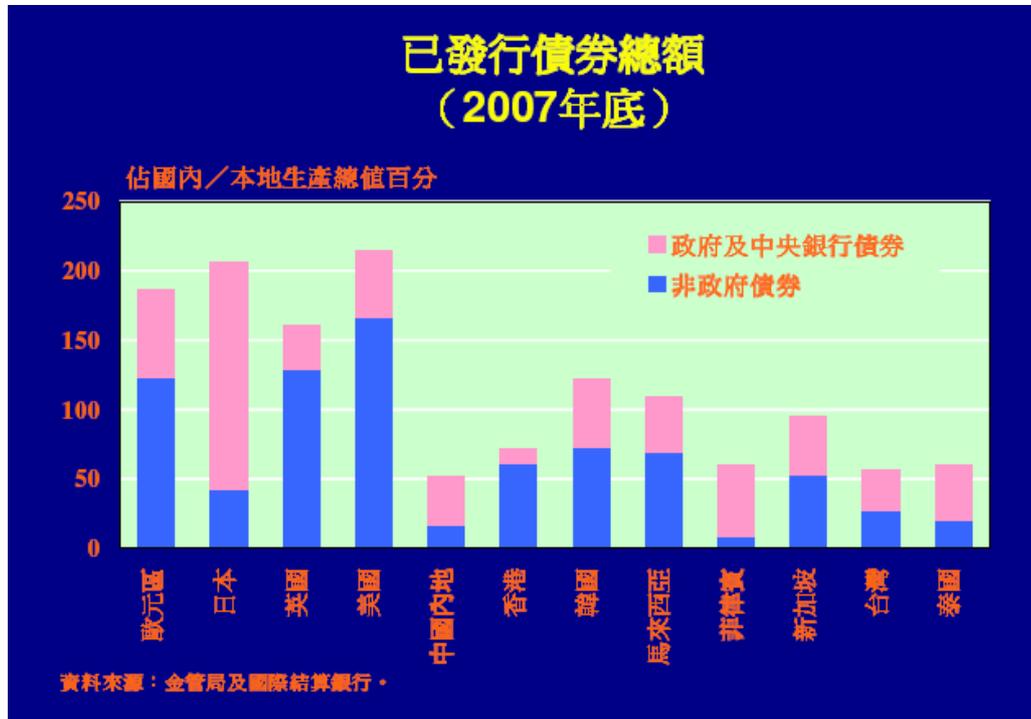
35. 關於二手市場交易方面，我們的策略的主要部分，是盡可能應用重開現有債券的常用技巧，逐步增加個別債券的發行量，以改善二手市場的流通量。在計劃運作初期，由於市場規模有限，流通量相信會較少。儘管如此，我們會要求機構投資者債券組別中獲委任的第一市場交易商須就債券提供買賣雙向報價，以促進二手市場的交易。第一市場交易商會獲邀請在金管局的“CMU 債券報價網站”公布買賣政府債券的參考價格，以提高透明度。同時，電子交易平台亦可讓認可交易商提供參考報價及執行交易。我們亦會與業界組織合作，鼓勵市場參與者更廣泛使用回購工具，進一步為債券提供流通量。至於零售投資者債券組別，我們將要求負責分銷零售政府債券的配售機構盡力提供買賣報價，即他們會買入及賣出零售債券的價格。我們會密切注視有關情況，並會檢討是否須採取任何其他措施以促進二手市場的流通量。

## 業界對計劃的反應

36. 作為準備工作的一部分，政府已與市場參與者(包括銀行、證券經紀、保險及退休基金界別的參與者)廣泛商討有關推行計劃的事宜。業界普遍支持建議，並有興趣參與。就議員有關銀行界的提問，由於銀行體系現時有大量盈餘資金，銀行傾向對投資政府債券感到興趣，特別是屬收益率曲線上期限較短的債券。另外，發行零售債券會為零售銀行提供額外的費用收入來源。因此，估計計劃會受銀行業界及其客戶歡迎。

財經事務及庫務局

2009年5月7日



外匯基金的投資回報  
1994-2008 年

年度	投資回報
1994	2.4%
1995	10.8%
1996	5.1%
1997	6.1%
1998	12.1%
1999	10.8%
2000	4.8%
2001	0.7%
2002	5.1%
2003	10.2%
2004	5.7%
2005	3.1%
2006	9.5%
2007	11.8%
2008	-5.6% (未經審核)
綜合年度投資回報 (1994-2008)	6.1%

資料來源：金管局