

討論文件

2017年9月29日

立法會  
跟進香港國際機場三跑道系統相關事宜小組委員會

三跑道系統項目詳細融資方案

引言

本文件旨在向各委員簡介香港國際機場三跑道系統項目的詳細融資方案。

背景

2. 於 2017 年 2 月 7 日的會議上，委員隨立法會 CB(4)491/16/17(01) 號文件察悉香港機場管理局（「機管局」）在制訂三跑道系統項目的整體財務安排方案（按付款當日價格計算估計為 1,415 億元）時，建議從以下三方來源為三跑道系統項目融資：(a) 保留機管局的營運盈餘；(b) 徵收機場建設費；及(c) 在市場借貸／籌集資金最高達 690 億元。這三個資金來源分項載於**附件 A**。在三跑道系統項目的融資中，政府無須為機管局提供任何形式的財政支持或擔保。

3. 於 2016 年 12 月，機管局委聘香港上海滙豐銀行有限公司（「滙豐銀行」）為其財務顧問，就詳細融資方案進行研究。這項研究旨在分析不同債務結構，以及辨識適合的融資工具，並就融資的時機、規模、年期等，向機管局提供建議，使機管局能以最理想的方式為三跑道系統項目融資。詳細融資方案已於近期完成，並上載於機管局網頁 (<https://www.threerunwaysystem.com/en/information/publications/3rs-detailed-funding-plan/3rs-detailed-funding-plan-report/>)。上述融資方案的主要研究結果概要載列於本文件。

## 主要融資目標及方式

4. 滙豐銀行建議按照以下主要融資目標及方式制定三跑道系統項目詳細融資方案：

- (a) 按照符合機管局資本開支預算及融資需要以具成本效益的條款（包括年期）借貸；
- (b) 保留足夠的銀行備用承諾信貸額度，以保持向市場融資的彈性，及確保現時的多種貨幣中期債券發行計劃<sup>1</sup>將繼續保留並適當地提高發行上限，從而讓機管局能快速地發行債券；
- (c) 研究所有可行的融資方式，避免過分依賴單一資金來源；
- (d) 與相關評級機構、投資者及銀行緊密溝通，確保機管局的營運優勢能被持續肯定，從而以具競爭力的條款取得資金；及
- (e) 以合理成本將再融資風險減至最低，以及控制相關財務風險。

## 融資工具的分析

5. 滙豐銀行以上述的主要目標及方式為基礎，對債務市場狀況及不同的可行融資工具，進行了全面分析。

6. 滙豐銀行注意到自量化寬鬆貨幣政策在 2008 至 2009 年金融危機及其餘波後，近年均有大量資金流入債務市場，包括預計會成為機管局主要融資來源的香港銀行貸款市場及國際債券市場。雖然有關當局預期將逐步縮減量化寬鬆規模，而全球不同地區亦出現政局不明朗情況，但債務市場依然維持開放及穩健。在這個背景下，滙豐銀行預期 2017 年債務市場交易量將超越 2016 年的水平。

---

<sup>1</sup> 中期債券發行計劃（Medium Term Note Programme）令機管局可以在國際機構市場集資。機管局透過計劃可發行主要貨幣的票據（例如港元、美元、澳元、英鎊、歐元、日圓等）。

7. 簡而言之，滙豐銀行基於以下兩個主要考慮因素，有信心機管局能夠以具競爭力的條款籌集最多 690 億元的所需資金。首先，整個債務市場的融資能力遠超過機管局的資金需求。銀行貸款市場及債務資本市場均有充裕的資金，供機管局籌集所需的新增借貸。其次，機管局一貫根據《機場管理局條例》中的審慎商業原則營運，過去為機場營運借貸融資，並透過多種融資途徑取得資金的往績理想，包括銀行貸款市場及債券市場等。滙豐銀行認為基於機管局穩健的財政能力，並由政府全資擁有，加上其極佳的信貸評級，機管局在可見將來仍能順利地在債務市場上集資。

8. 多種可行的融資工具的分析載列如下：

(a) 商業銀行貸款

9. 港元貸款市場現時為借款人提供龐大的流動資金，2016 年在香港批出的貸款總額為 3,490 億元，2017 年上半年則達 2,690 億元。機管局作為高投資級別的發行人，預計銀行有相當意欲以具競爭力的條件向其批出長達五年期貸款。

(b) 機構債券

10. 預期美國以至國際投資者會為最大的債券市場－美元債券市場提供龐大流動資金。於 2016 年，亞洲區（日本除外）<sup>2</sup>發行的美元債券總值 14,160 億港元等值，2017 年上半年則達 11,750 億港元等值。基於債券年期較長，有助降低再融資風險，預期美元債券將成為機管局融資方案的核心部分。機管局最後一次發行美元債券是在 2003 年，該批債券已於 2013 年到期；另一方面，機管局發行港元債券的往績亦十分理想。然而，港元債券市場的流通性不及美元債券市場，因此預計港元債券的發行規模會明顯少於美元債券。

---

<sup>2</sup> 亞洲區（日本除外）指除日本以外位於亞洲的地區。為區內發行人和投資者計算債券市場活動的主要市場標準。

### (c) 綠色債券

11. 綠色債券市場近年增長迅速，2016 年全球發行綠色債券、社會責任債券及可持續發展債券的總值為 7,800 億元，2017 年上半年則達 4,990 億元。綠色債券能在市場上以具競爭力的定價，及與傳統機構債券同樣吸引的條款發售。機管局更可透過發行綠色債券向市場展示其環保成就，並可吸引日益關注環境事宜的投資者。隨着三跑道系統項目在設計、施工及營運方面均會採納多項環保及可持續發展措施，如三跑道客運大樓（其成本按付款當日價格計算預計為 260 億元）等，多項機場建設將有可能符合進行綠色債券融資的要求。

### (d) 零售債券

12. 預期機管局的零售債券不但能吸引本地散戶投資者踴躍認購，讓公眾參與並從三跑道系統項目中獲得投資回報。然而，由於零售債券相關的利息成本較銀行借貸及機構債券高昂，零售債券在整體融資應佔較小比例。

### (e) 循環貸款

13. 循環貸款能為機管局提供流動資金，以應對三跑道系統在資本開支一旦較預期快，或在某段時間內資本市場氣氛不利集資活動的情況，故此機管局擁有循環貸款對三跑道系統項目而言十分重要。機管局於 2015 年 12 月以非常具競爭力的條款與 21 家本地及國際銀行簽訂五年期 50 億元循環貸款。這清楚顯示機管局能夠以極具競爭力的條款在市場取得資金。由於循環貸款旨在提供流動資金和作臨時性的提取，因此不會成為三跑道系統項目債務融資計劃的核心部分。

### (f) 出口信貸

14. 機管局可考慮利用出口信貸為向海外供應商購買供三跑道系統項目使用的大型設備或服務融資。此等供應商所屬國家的出口信貸機構一般會向借款人的貸款銀行提供擔保或保險，以便借款人以較有競爭力的成本取得較長年期的銀行貸款（例如年期長達 13 年的銀行貸款，包括八年的三跑道系統施工期及五年的還款期）。然而，使用出口信貸受限於大型機器設

備及服務是否來自可提供出口信貸機構擔保貸款的國家，而機管局亦應將涉及的成本與其他融資來源的條件進行比較。

## 詳細融資方案的一般原則

15. 滙豐銀行已載述若干一般原則，以規範融資工具的挑選及組合，內容如下：

- (a) 債券應為三跑道系統項目詳細融資方案的重要部分。尤其是計及美元國際債券市場規模龐大且流通性非常高，機管局應考慮在詳細融資方案及三跑道系統項目施工初期發行長期美元債券（例如十年），以減少項目完成前為債務再融資的需要，並建立長期美元債券價格基準，為日後發行債券提高價格的透明度；
- (b) 機管局在融資初段發行零售債券，以便公眾可在項目初期參與，增加公眾對三跑道系統的支持度；
- (c) 銀行循環貸款應維持充裕借貸額度，應對任何突如其來的流動資金需求，以便在市場上借貸時更具彈性；及
- (d) 年期較短的美元、港元或其他外幣債券（五至七年期）及港元銀行貸款（最長為五年期）對三跑道系統項目工程後段較為合適，以配合預期的現金流，並安排合適的整體債務到期組合。

## 建議詳細融資方案

16. 滙豐銀行的建議詳細融資方案可分為三個部分：

- (a) 準備工作（由現在直至 2018/19 財政年度上半年）
  - (i) 確保更新現有的中期債券發行計劃及適當地提高發行上限；

- (ii) 向信貸評級機構提供最新資訊；
  - (iii) 為符合赤道原則<sup>3</sup>作準備，以增加取得商業銀行融資的可行性；
  - (iv) 制定所需要的綠色債券框架及指引，為日後發行綠色債券作準備；及
  - (v) 準備投資者市場推廣資料及進行非集資推介活動，以增加機管局對投資者的吸引力。滙豐銀行建議機管局考慮與投資者作初步聯繫，確保潛在債券投資者知悉機管局三跑道系統項目發展的最新資訊。
- (b) 短期融資活動（由 2018/19 財政年度下半年至 2019/20 財政年度）
- (i) 向機構投資者發行年期較長的十年期美元債券（例如通過中期債券發行計劃發行 5 億美元或 40 億港元等值的基準交易）；
  - (ii) 發行規模合適的港元零售債券（例如 50 億港元三年期債券）。機管局亦可與政府的零售債券發售計劃協調，確保債券的時間及條款均為合適及最有利；及
  - (iii) 擴大機管局現有的 50 億元銀行循環貸款的規模（當中大部分未被提取）至最高達 100 億元，或安排多筆總值相若的貸款。
- (c) 中期融資活動（由 2020/21 財政年度至三跑道系統項目竣工）

視乎當時市況、開支概況及融資需求，在這段期間各項融資工具的確實發行規模及時間可能有異。以下方案為不同融資工具提供若干一般指引：

---

<sup>3</sup> 赤道原則為風險管理框架，財金機構採用此框架以釐定、評估及管理項目的環境及社會風險，並主要是為盡職審查工作提供最低標準，鼓勵實行負責任的風險決策。

- (i) 取得每筆長達五年期的港元銀行貸款，個別貸款目標規模最高達 100 億元或更高，中期貸款總額最高達 200 億至 300 億元；
- (ii) 發行年期較短的美元或其他外幣債券，年期為五至七年，每次發行規模最高達 100 億元（等值港元），整段期間的發行總值最高達 290 億元（等值港元）。部分債券可以是綠色債券模式，發行額最多相當於機管局合資格的環保資本投資金額；及
- (iii) 當定價吸引時，通過中期債券發行計劃作多次發行，在長期定息港元債券市場融資，中期發行總值最高達 100 億元。

由於現階段未能準確預測宏觀經濟及債務市場的發展，以上組合設計極富彈性，以應對瞬息萬變的情況。

17. 詳細融資方案的參考執行時間表及債務增長參考幅度分別載於附件 B及附件 C。

## 財務風險管理

18. 機管局將持續辨識、評估及在有需要時緩解執行三跑道系統詳細融資方案所涉及的下列財務風險：

- (a) 未能取得融資或融資成本遠超預期的風險 — 機管局可透過發行債券及銀行貸款，在實際需要資金前預先取得資金或資金承諾，以緩解這種風險。機管局亦可維持充裕的備用資金承諾以提供流動資金；

- (b) 與整體債務成本掛鈎的基準利率<sup>4</sup>及／或信用利差在期間上升的風險 — 機管局可利用對沖工具，在實際取得貸款前鎖定基準利率；
- (c) 浮息債務工具產生的利率風險 — 機管局現時採取的政策為確保其債務的 40% 至 60%，實際上以定息計算。考慮到未來債務龐大，而且部分貸款年期相對較長，滙豐銀行建議機管局透過債務合約條款或利用利率掉期或上限的審慎對沖策略，維持較高比例的定息債務；及
- (d) 任何非港元債務所產生的外幣風險 — 機管局主要收益以港元定值，而融資方案預計以美元債務為主。由於港元與美元掛鈎，因此將可控制貨幣風險。然而，對於以外幣發行的債券，機管局可考慮採用貨幣掉期及期貨等工具，以對沖任何外匯變動產生的波幅。

## 總結

19. 總括而言，滙豐銀行認為機管局有把握在債務市場取得所需資金，並有信心機管局能夠以合理條款籌集最高達 690 億元的所需新增借貸，而建議的詳細融資方案屬穩健可行。

20. 三跑道系統項目詳細融資方案僅供參考，並且按照現行市況及融資要求編製。在三跑道系統項目進行期間，機管局將因應一籃子的因素（例如借貸額度、時間、市場狀況、利率展望、各種融資工具的流通性及財務風險管理等），定期檢討方案，並作出適當微調。機管局將按照其審慎財務管理原則及在市況容許下執行詳細融資方案。

---

<sup>4</sup> 債券一般會按基準作相對定價。美國國庫債券為常見的定價基準。許多債券會按某一特定國庫債券作相對定價。例如十年期國庫債券或會用作發行十年期公司債券的定價基準。

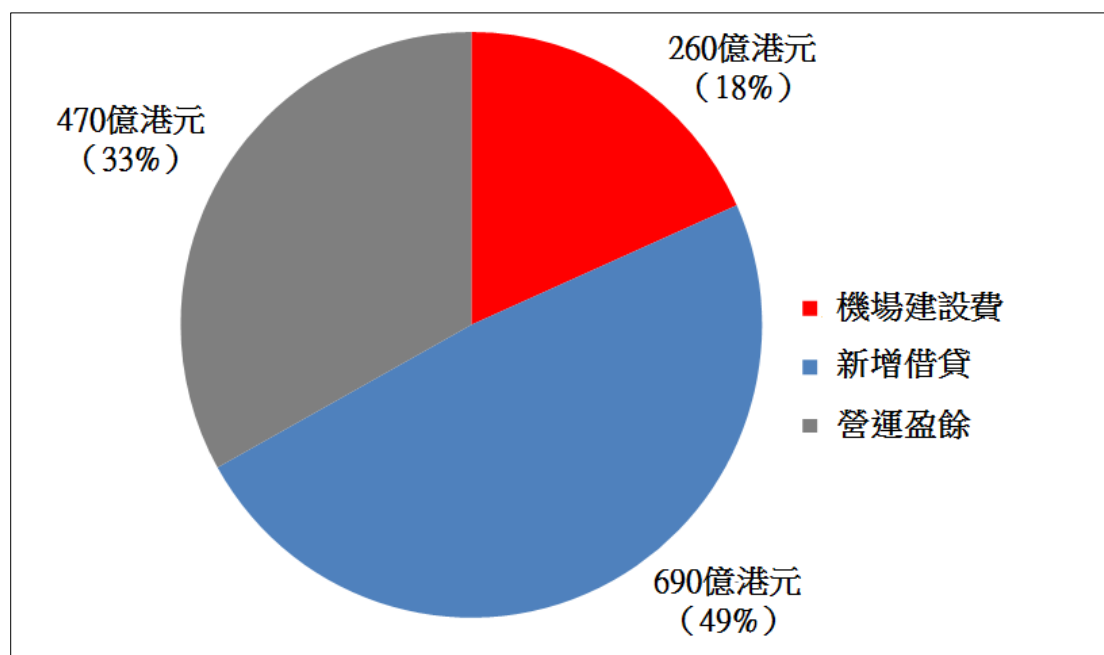


## 徵詢意見

21. 請各委員會成員留意本文件的內容。

香港機場管理局  
2017年9月

三跑道系統資金來源分項

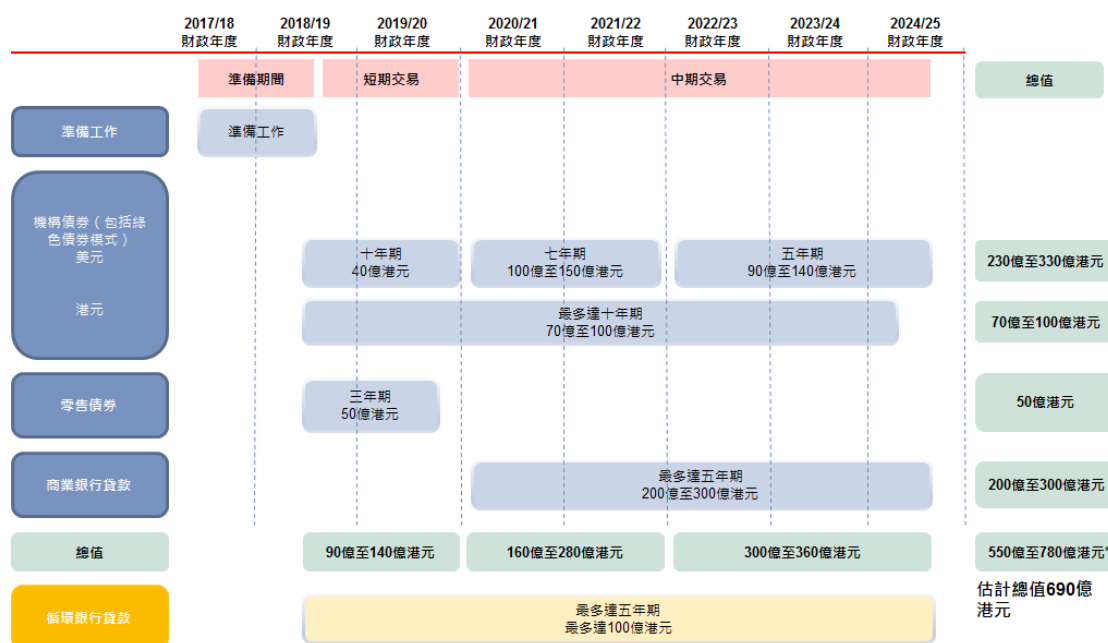


資料來源： 機管局、3RS Consultancy Study: Financial Arrangement for Three-runway System (3RS) at HKIA Financial Advisor Report, HSBC (2015)

附註：

以上數字以四捨五入計算。

## 詳細融資方案及參考性執行時間表



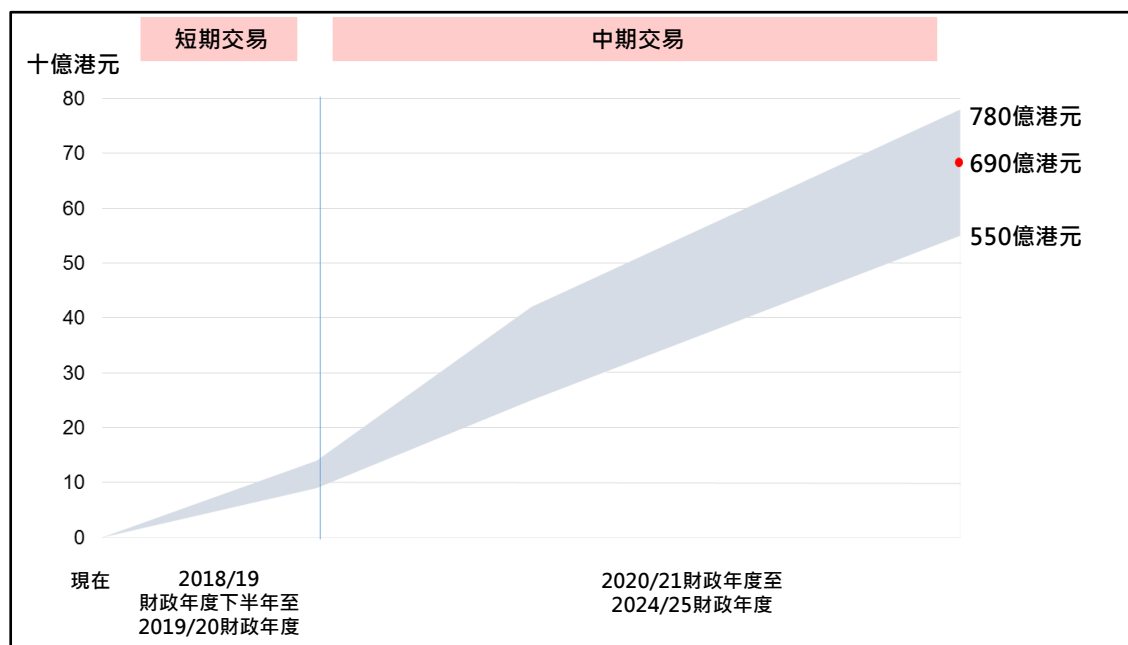
資料來源：機管局、3RS Consultancy Study: Detailed Funding Plan for Three-runway System (3RS) at HKIA – Financial Advisor Report, HSBC (2017)

### 附註：

1. 循環貸款僅作提供流動資金之用，並不構成三跑道系統項目所需資金的核心部分。
2. 由於市場狀況及不同工具的條款會不時出現變化，圖中顯示每種融資工具的中期潛在發行參考規模，旨在為機管局在接近集資時優化融資工具的選擇提供彈性。
3. 為釋疑慮，預計建議融資方案內所有融資工具的債務總值不會高於三跑道系統項目所需融資。
4. 550 億至 780 億元相當於每種融資工具最低及最高金額的總和。

### 債務累計增長參考幅度

下表顯示根據附件 B 示意圖設計的債務餘額累計增長。



附註：

550 億至 780 億元相當於附件 B 中每種融資工具最低及最高金額的總和。