

Professional Commons' Response to the Proposed MPF Core Fund Consultation

The Mandatory Provident Fund Schemes Authority's ("MPFA") proposal to establish a "core fund" under all MPF schemes could not aid management fee reduction nor stabilize returns for their members. Our view is a fundamental issue has yet to be addressed for the Core Fund to achieve its aims, and the public at large to safely investment for retirement.

The instruments available for the Core Fund to invest in, irrespective of its proposed structure and trustee, will continue to be global equity and foreign currency bonds as they are today. However, equity investments, as the MPFA Consultation Paper has also stated, are vulnerable to market risk and incur higher management cost; and although investment in foreign currency bonds provides relatively stable returns through compound interest accumulation, is subject to foreign exchange risk. As academics have concluded and actual performance have proved, return and risks can only be balanced off if a fair proportion of the long term investments is invested in high quality bonds without foreign exchange exposure, i.e. HKD bonds.

However, despite being recognized as an international financial centre, Hong Kong lacks a developed local bond market. The Professional Commons Finance Expert Group has since 2012 advocated the Government to develop a significant HKD bond market (please refer to www.procommons.org.hk/hkbondmarket. Chinese version only; also attached our two reports here.) and proposed six actions to take:

1. Encourage statutory bodies such as the MTR, Airport Authority and Hong Kong Mortgage Corporation to issue HKD bonds as they regularly need large amounts of financing. By issuing HKD bonds of different terms and denominations, they can provide a variety of fixed income instruments for the wholesale and retail market. It is a social responsibility rightly justified for these public institutions to bear.
2. Seriously enforce the market maker system to ensure market liquidity.
3. Increase channels to facilitate local bond trading. Unlike local equities where retail investors can trade through a number of electronic platforms, local bonds have to rely heavily on intermediary financial institutions. To enliven the market and ensure liquidity, the retail trading platform needs to be enhanced, such as



developing an electronic platform using the Post Office authentication for public access.

4. Set up a central depository system for retail investors such as that currently available for equities trading.
5. Set up a HKD bond fund to be managed by not-for-profit operators such as the Hong Kong Monetary Authority or Mortgage Corporation.
6. The Securities and Futures Commission to accentuate education for retail investors on investing in bonds and bond funds.

To strengthen Hong Kong's overall competitiveness in the financial services and to provide a stable investment vehicle for retirement fund investments, the Government should take leadership in developing a HKD bond market. Hong Kong's aging population has accumulated a big pool of retirement savings that can benefit and can be tapped for this purpose. The MPFA should advise the Government to take action on setting up this much needed financial product to provide a low cost and stable return MPF scheme.

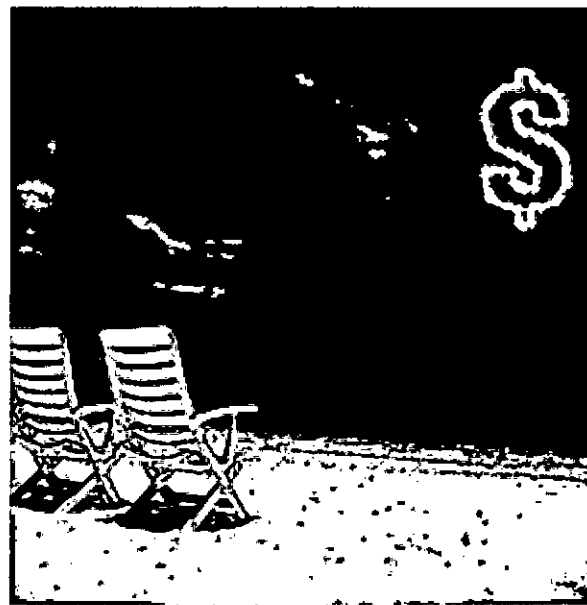
Submitted by

Victor Wai

Finance Expert Group Convener
The Professional Commons

22 September, 2014

財經官員漠視落後債市 市民退休投資無奈空等



公共專業聯盟
金融專家組第2号報告書
2014年2月

第1號報告：「強化港元債券市場、勿讓退休金被蠶食」
可在此網頁下載
[www.procommons.org.hk/hkbondmarket]

目錄

| | |
|------------------------|----|
| 1. 港元債市落後需加強推動發展..... | 3 |
| 2. 第1号報告書的推廣活動..... | 4 |
| 3. 財經官員因循冷漠港元債市落後..... | 5 |
| 4. 市民無助要自保退休投資..... | 6 |
| 5. 附錄..... | 8 |
| 附錄一：2001年立法會的答問..... | 8 |
| 附錄二：2013年立法會的答問..... | 10 |

1. 港元債市落後 需加強推動發展

積金局的十年回報分析〔第 13 頁〕指出，香港的港元債券市場尚待強化。公共專業聯盟在 2012 年發表第一號報告書認為落後的港元債券市場是影響強積金波幅和回報的一個重要因素，因此為推動發展港元債市提出了六項具體建議。以下是第一號報告書的三個重要論點和六項建議：

重點一，政府必須認真的承擔起建立港元債券市場的責任，不能倚賴銀行推動本地債市。零售銀行的主要利潤來自存款與貸款的息差，銷售債券只能收取得少額差價和服務費，推銷債券又會令存款流失，因此跟推銷債券存在利益衝突。

其次，自 2012 年底開始的強積金半自由行，對減低管理費沒有顯著成效，因為強積金長期偏重股票，股市波幅較債市高，需要的管理費用亦較高。又因為絕大部份的強積金是集中投資在股市，可以提供風險和波幅較低的選擇很少。

最後，退休金應著重長遠投資，利用「利疊利」的方法，保本為目的同時又以時間換取回報，為市民提供安享晚年的保障。但是香港現時的強積金和職業退休計劃主要是以承擔風險來換取回報，難以保障退休時的收入。

基於上述三個論點，小組為盡快推動港元債券市場提出了下列六項建議：

1. 政府發行更多港元債券以增加市場供應：鼓勵各法定機構，如港鐵、機管局、按揭證券公司等，在融資時，利用債券集資，擴大可供投資者買賣的債券種類和數量。這些法定機構的業務由政府組建指派，亦有經常的融資需要，作為政府轄下的企業，有社會責任協助政府發展港元債市。
2. 認真執行債券市場莊家制度，確保市場的流通性。
3. 增加交易渠道。現時債券買賣只能通過金融機構和港交所進行。要增加債券的流通，先要擴展交易平台，如設立網上交易平台，利用郵政局的電子證書驗證服務作核實，擴大交易網絡，普及買賣。
4. 建立類似保管股票的中央債券交收個人戶口，方便一般零售投資者買賣。
5. 考慮在金管局或按揭證券公司名下成立及管理港元債券基金讓市民購買。大前提是管理費要根據實際支出釐定，並非藉以牟利。
6. 證監會加強對個人投資債券和債券基金的風險教育。

第一項建議是推動發展港元債券市場必須開始的第一步。各法定機構如機管局、港鐵等都有借貸需要，而未來五年更可能有再融資的需要，現況如下：

| 機構〔年份〕 | 總借貸額 | 未來5年到期的貸款 |
|--------------|---------|-----------|
| 機管局〔2013〕 | \$ 58億 | \$ 45億 |
| 港鐵〔2012〕 | \$ 236億 | \$ 163億 |
| 按揭證券公司〔2012〕 | \$ 366億 | 無資料 |
| 市建局〔2013〕 | \$ 33億 | \$ 20億 |

資料來源：各機構的年報

又估計興建第三條跑道最少需要集資 1,360 億。上述例子證明政府是有許多可以利用發債的財務安排。因此政府應鼓勵法定機構，在未來融資時，利用零售債券集資，擴大可供投資者買賣的債券種類和數量，藏富於民，穩定收支。

2. 第1号報告書的推廣活動

第1号報告書在2012年10月發表後，小組進行了下列的游說和推廣活動：
〔請參考 <http://www.procommons.org.hk/hkbondmarket> 中文網頁〕

2012年11月，接受多間電視台和報章訪問，出席 NOW 電視台的節目解釋報告書內容。

2013年1月

- 莫乃光議員在立法會發言提出小組的觀點。
- 在報章刊登廣告，讓市民知悉報告書的要旨。
- 港台鏗鏘集訪問了小組，並播出報告書的建議。〔請到港台網頁重溫〕
- 通過財政司的政治助理，將報告書提交財政司及財經事務局。



2月，小組在信報刊登了兩篇介紹報告內容的文章。

4月，小組在明報撰文介紹報告書的建議。

6月，小組將建議遞交人口政策督導委員會。

7月，在報章再刊登廣告，希望政府認真發展港元債市。梁繼昌議員就有關問題在立法會提問。



12月，小組回應人口政策的諮詢，建議將港元債券議題納入退休金融服務作考慮，責承財經官員積極拓展本地債市。

3. 財經官員因循冷漠 港元債市落後

雖然政府承認香港港元債券市場欠缺規模，與其國際金融地位極不匹配，可是一直沒有正視問題和制定推動的計劃。政府答覆立法會的提問，從2001年(附錄一)到2013年(附錄二)都沒有新的立場和具體方案。計劃退休人士冀望可有港元債券作穩妥投資，空等了十三年。

在財政司制定2013年財政預算案時，小組提出了第一章所列的六項建議，主張政府大刀闊斧鼓勵轄下的法定機構發債融資，和為拓展零售債券市場完善各項基礎設施。但是政府的回應冷淡，理由不外是政府現在財政充裕，目前沒有發債的需要，是財經官員對金融市場的長遠整體規劃欠缺視野和勇氣的又一例證。

政府在2013年財政預算案中回應社會對開拓港元債券市場的訴求是「將政府債券計劃的規模，由目前的一千億港元提高至二千億港元」。提高發債上限並不同確實發行限額內的債券。事實是在2013年11月未償還政府債券僅是九百億，長期低過一千億的上限。

更且政府發行的債券主要是由機構投資者認購，在2013財政年度內只有一筆為數一百億三年期的iBond零售債券供市民認購。自2010年至今發行了三筆共三百億的iBond，年期過短，金額太少，市民平均只能買得一手(一萬元)，對市民長遠保值投資的作用是杯水車薪。

政府聲稱市民有很多其他渠道買債券保值投資，但是為一般小市民而言，這是紙上談兵。港元零售債券只有iBond，基本上沒有二手市場；本地外幣(主要是美元)債券是由公司發行，風險較高，主要是向機構和大額投資者銷售，零售門檻一般最少是十萬美元，小市民沒有能力購買。若是買債券基金，買的是一籃子不同年期和息率(主要是外國發行的外幣債券)的債券，既要承擔匯率風險，付管理費，在回報管理亦不如直接購買債券的易於掌握計算。

財經事務局答立法局有關在目前港元債券市場狀況時，認為本地債券市場在過去五年有顯著的進展，並提供資料(附錄二)指2009年至2012年間港元債券發行量有40.3%、7.8%、28.45%、21.2%的增長。實情是港元債券發行量在2008年跌落了37.4%，2009

年的增長只是還完基數，而 2011 和 2012 的增長，是因為三年以下的短期發債（見以下列表）增多，長期的債券仍然非常缺乏，對穩定和發展長遠的債市起不了什麼作用。

| 年份 | 發行總額 (億港元) | 按年增長 (百分比) | 三年以下債券 發行額 | 三年以下債券 按年增長 (百分比) |
|------|---------------|---------------|---------------|-------------------------|
| 2008 | 1,384.85 | -37% | 843.02 | -25% |
| 2009 | 1,943.45 | +40% | 913.07 | +8% |
| 2010 | 1,792.20 | -8% | 991.06 | +9% |
| 2011 | 2,300.67 | +28% | 1,401.05 | +41% |
| 2012 | 2,788.02 | +21% | 1,748.15 | +25% |

資料來源：金管局網頁

我們曾向香港各大銀行查詢，以五人名義聯名集資購買門檻最少十萬美元的商業債券，以求自保投資，但是銀行都不接受多人聯名的投資戶口，因此無法成事。銀行又不提供零售美國國債的買賣服務，小額投資者沒有本錢使用私人銀行或大經紀行的服務，所以無法克服現時缺乏長遠穩健投資工具的局限。美國國債供全民買賣，市民可在網上買賣面值少至一千美元的國債券，普及又有效率，是全民參與政府融資的模楷。

財政司在近月來一再告誡市民要準備面對香港的財政儲備有用盡的一天，到時便得發債融資。為未雨綢繆，政府應立即敦促法定機構在今後融資時發行港元零售債券，財經事務局推動普及零售債券買賣，既可試以債券開拓新融資方法，又可為在有更迫切需要前營做好全民參與的成熟交易環境，並藉此完善配套的基礎設施。

4. 市民無助 要自保退休投資

中產人士向來是被忽略的夾心一羣，在今年的施政報告中尤是被冷落。香港強積金的表現強差人意，打工仔要保障將來的退休生活，唯有靠自己的儲蓄投資。

退休投資是高層次的儲蓄，用累積下來的購買力，藉著資產的增值，累積更大的購買力，為將來退休後的生活作準備。以下我們試就退休投資的原則作簡單的討論。

首先，在投資前要設定明確及可行的目標，不要定下一個遙不可及或不足提供退休後生活保障的目標；再因應不同的目標以不同的投資方法處理。

一般而言，為退休提供保障的投資，投資時間相對較長，在中段時間的波動並不需要十分著意，應放眼長期的走勢。

為退休投資的時間較長，風險管理便至為重要。時間越長，不肯定性便越高，所以要詳細衡量個人對風險的承擔能力，設定投資和相關的應變計劃。

投資最重要的核心議題，是如何選擇資產類別和組合分配。要為將來退休後的生活提供保障，該避免選擇收益不穩定和波動相對較大的投資。雖然波幅高也可能帶來高回報，但是招至損失的風險亦較大，兩者是有關連的，所以既不能完全迴避風險，也不要只留意回報，要在風險和回報之間取得平衡。

要平衡風險，資產組合不宜偏重某一類的資產。除了要避免過度集中而受某一類資產價格的波動影響資產的整體價值，還要以資產組合來均衡投資的整體風險。在投資組合內適量地兼持一些風險較低的政府債券，可有效降低投資組合的整體風險。Harry Markowitz 在 1952 年在其現代投資組合管理理論已提出了這個基本概念。William Sharpe, John Lintner 及 Jan Mossin 在 12 年後將這個理論的重要性和有效性作出更詳細的闡明：資產類別要分散，要以適當組合來平衡投資風險。

成本的控制亦很重要，因為退休投資時間相對較長，投資活動和資產管理費用對最終的收益有直接的關係。費用高會蠶食回報，令收益下降，必須留意。

按財務學著重 TIME VALUE OF MONEY (資金時間值) 的原則，退休投資應儘早開展和利用利疊利的方式去加快本金增值，為長遠的本金增值帶來實質的幫助。下列是一些可供參考的策略：

- (1.) 不要只持有一兩隻股票，可買一些跟隨港股市場變動又低管理費的股票指數基金作均衡投資。要在股票市場賺錢，是二、三十年的中、長線投資，因此需要有耐性，不該短炒。
- (2.) 在買股票指數基金的同時，也直接買入一些高質素的港元或美元債券對沖風險，例如上文提及的香港法定機構的債券，並將債券所得利息再投資在也是高質素的債券上。買債券時要留意息率變化。近期的十年期美國國庫債券息率約為 2.78% (23/1/2014)。利率趨升時應買中期債券；利率趨跌時買較長期債券。債券投資是為以利疊利的方法累積回報，故亦要作中、長線投資，不該短炒。
- (3.) 在較年輕時所持股票的比重可多一些。隨著年齡增長，在債券的投資便要相應增加。
- (4.) 買外幣債券 (如美元、人民幣) 要留意匯率風險。長遠來說港元是有機會跟美元脫鉤的。

在香港的金融市場，股票獨大，一般市民多集中投資股票。但不論將股票投資怎樣分散在不同的行業或機構，都會受制於整體股市的系統風險，這一點在第一號報告書中已經作過詳細分析。兼持政府債券可均衡投資組合內風險與回報的關係，有效的對沖系統性風險，以達至有效風險管理的目的。問題是現時香港欠缺一個具流動性的政府債券市場，致未能為市民提供債券資產作投資風險對沖的工具。政府若是對金融市場發展和公眾的長遠利益有承擔，便該立即規劃和推動一個具流動性和全民可參與的港元債券市場。

5. 附錄

附錄一：2001年立法會的答問

2001 立法會第四題：零售債券

以下是今日（十二月五日）在立法會會議上單仲偕議員的提問和財經事務局局長葉澍堃的答覆：

問題：

關於發展及管理供公眾人士認購零售債券的市場，政府可否告知本會：

（一）鑒於市民對香港按揭證券有限公司過去數次發行的債券反應熱烈，當局是否知悉九廣鐵路公司、地鐵有限公司、機場管理局及金融管理局有否計劃發行零售債券；

（二）有否計劃檢討監管零售債券發行的法例，以期減低私人公司發行零售債券的成本；及

（三）有何措施促進零售債券市場的發展並提高該等債券在二手市場的成交量？

答覆：

主席女士：

（一）在發行零售債券方面，金融管理局（金管局）已有發行最低面額為五萬港元的外匯基金債券，以便散戶投資者認購。散戶投資者可透過金管局委任的認可交易商在第一及第二市場購買這種高流動票據。這些債券同時在香港交易所（港交所）上市，以吸引散戶投資。

至於其他個別法定機構，例如九廣鐵路公司、地鐵有限公司及機場管理局，過去亦曾發行債券。以地鐵有限公司為例，過去已透過金管局的債券發行計劃，發行港元債券。機場管理局亦有透過金管局的債券發行計劃，發行共八次票據，面額最低為五萬港元，方便投資者認購。這些法定機構在發行債券時會根據商業原則，考慮本身及市場的需求，成本效益，以決定是否發行債券，包括面額較低的債券，以應付融資需要。

（二）目前的法例，特別是《公司條例》，對零售債券及股份在資料披露上要求非常嚴謹，以致發行人在準備招股章程及有關市場推廣的文件上花上不少時間與費用。隨著市場高速發展，我們及監管機構皆致力精簡有關的程序與要求，力求在便利市場發展及保障投資者之間取得適當的平衡。

根據《公司條例》第 38A 條及 342A 條的規定，證監會如認為遵守有關規定不符合實際需要或會對股票或債券發行公司構成不適當的負擔，它可向某類公司或某類招股章程作出豁免。例如，證監會在今年 3 月向立法會提交豁免公告，允許發行人分開派發中、英文招股章程及減省招股章程對營運租約估值等資料的要求。這些豁免已於 5 月 11 日起實施。此外，證監會亦豁免了香港按揭證券有限公司發行的零售債券在招股章程內容上的要求。證監會會積極考慮對符合條件的公司進行豁免，並將有關豁免刊載於其網址上，供公眾閱覽，以確保決定的透明度及一致性。證監會現正全面檢討《公司條例》及有關法例對招股章程及投資要約的要求，並參考海外市場經驗，務求簡化手續，增加監管制度的靈活性，以配合市場發展的需要。

（三）在促進零售債券市場的發展方面，金管局已採取多項措施，例如外匯基金債券獲豁免印花稅及利得稅，將外匯基金債券的最低面額訂為五萬港元，及把外匯基金債券放在交易所上市，以方便投資者買賣。

在市場基建方面，香港交易及結算所有限公司（港交所）在去年 10 月推出第三代自動對盤系統後，投資者已可透過網上交易的方式買賣上市債券。同時，個別金融機構亦有為客戶提供電子交易平台，買賣定息產品。

港交所會進一步提昇其交易系統，以提供自動化莊家交易設施，促進衍生權證、納斯達克股份、交易所買賣基金以及債券的交易。系統提昇預期在明年第二季全面落實。

同時，我們已成功做到債券交收全面電腦化。而在零售層面，部分銀行和經紀行都已有進行電子化的交易。透過市場發展，我們相信網上銀行及網上經紀服務將會進一步發展，有助推廣零售債券的交易活動。

我們亦十分重視提高投資者對債券產品的認識。證監會在其網上投資者資源中心及投資小冊子中已加入了投資債券的資料。證監會亦經常在報章上刊登專欄及舉行專題宣傳活動，增加投資者對各種投資產品的認識。金管局亦致力推廣教育，當有新產品推出市場的時候，金管局會向業界簡報；並透過傳媒加深散戶投資者對債券投資的認識。

二零零一年十二月五日（星期三）

附錄二：2013年立法會的答問

以下為今日（七月十七日）在立法會會議上梁繼昌議員的提問和財經事務及庫務局局長陳家強的書面答覆：

問題：

有證券業人士指出，儘管政府於過去十多年間不斷提出要發展本地債券市場，並推出措施推動有關發展，但本地債券市場的發展緩慢，發債規模與香港作為國際金融中心的地位並不匹配。就此，政府可否告知本會：

（一）過去十年，在本港債券市場發行的債券總額為何；

（二）過去十年，政府及公營機構發行債券的情況為何（詳見附件一之表一）；

（三）當局有否就本地債券市場的發展進度進行評估及設立目標；如有，詳情為何；如否，原因為何；

（四）除了發行與通脹掛鈎的零售債券及在港開拓伊斯蘭債券市場外，政府會如何進一步推動本地債券市場（包括零售債券市場）的發展；鑑於有團體建議政府推動公營機構（例如香港鐵路有限公司及機場管理局等）發行債券以融資各項基建工程，從而增加債券的發行種類和數量，當局有否研究及落實該建議；如有，詳情為何；及

（五）鑑於有團體建議政府擴展本地債券的交易平台（例如發展利用電子證書驗證服務的債券電子化交易平台），以擴大成交額，以及促進債券市場普及化，當局有否研究及落實該建議；如有，詳情為何？

答覆：

主席：

（一）過去十年在香港發行的港元債務證券（包括債券、一些較短期期的票據、及其他種類的定息工具等）發行總額詳見附件一之表二。

（二）過去十年由政府、法定機構及政府持有的公司所發行的港元機構及零售債務證券共 654 宗，相關發行總額約為 2,642 億港元（詳見附件二之表一及二）。相關數據並不包括外匯基金票據及債券。由於大部分發債機構都未有公布相關的首次發行認購額，因此政府並未能提供有關數據。

（三）為推動本地債券市場的發展，政府於二零零九年獲得立法會批准，成立規模達 1,000 億港元的「政府債券計劃」，以推動本地債券市場的發展，擴大市場規模及投資者基礎。其後，財政司司長於二零一三至一四年的財政預算案中宣布，將政府債券計劃的規模倍增至 2,000 億港元，以更有效地達到上述的目標。相關決議案已於二零一三年五月二十二日獲立法會批准。

就落實相關建議，政府曾於二零一三年四月八日諮詢了立法會財經事務委員會，並報政府對本地債券市場的發展的評估（www.legco.gov.hk/yr12-13/chinese/panels/fa/papers/fa0408cb1-781-7-c.pdf）。隨後，政府於四月二十四日發出立法會參考資料摘要，向立法會提供相關資料（www.fstb.gov.hk/fsb/chinese/ppr/legco/doc/b240413_c.pdf）。一般而言，本地債券市場在過去五年有顯著的進展，並為企業提供另一個有效的融資渠道。然而，相比其他發展程度相約的經濟體系，本地債券市場的規模仍有很大發展空間，並可吸引更多海外投資者（例如環球債券投資基金）參與本地債券市場。

（四）政府現時主要透過落實政府債券計劃，推動本地債券市場的發展。於二零一三年六月底，在政府債券計劃下發行的政府債券總額達 975 億港元，其中包括 675 億港元的機構債券及 300 億港元的零售債券（即通脹掛鈎債券）。政府債券計劃深受市場歡迎。根據市場人士反映，政府機構債券的發行吸引了一些以往從未涉足港元債券市場的非銀行類別機構投資者參與。另外，通脹掛鈎債券的申請，屢創本地零售債券市場的新紀錄。這顯示政府債券計劃的推行正逐步擴大本地債券市場的機構及零售投資者基礎。

政府會繼續透過落實政府債券計劃，推動本地債券市場的發展，令香港的債券市場更趨成熟。長遠而言，政府會因應市場需要在政府債券計劃下發行合適的債券產品。

立法會於二零一三年七月十日制定《2013年稅務及印花稅法例（另類債券計劃）（修訂）條例》，該條例將於二零一三年七月十九日刊憲並同日生效，藉以落實伊斯蘭債券的稅務框架，這將有助香港成為便利伊斯蘭債券發行及交易的平台。

總體而言，法定機構及政府持有的公司集資時的主要考慮與其他機構相似，即資金來源的多樣性及穩定性，以合理成本籌集資金以支持其業務發展。根據資料顯示，部分法定機構及政府持有的公司已透過發債融資。在過去五年（即二零零八年至二零一二年），法定機構及政府持有的公司因應其業務發展需要，已發行總額近 976 億港元的港元債務證券（詳見附件二之表二）。

（五）本地債券市場現時以機構投資者（例如銀行、投資基金、退休基金及保險公司等）為主。他們主要是通過中介金融機構（例如商業銀行）買賣債券。這與其他海外債券市場的發展情況相似。

零售投資者方面，除了可以通過中介金融機構買賣債券外，他們可以透過交易所參與者所提供的自動化交易渠道（例如電子交易平台或電話交易熱線），經由香港交易所（港交所）的電子化現貨交易平台買賣在港交所上市的債券。

根據由港交所提供的資料，在港交所上市的債券數目，由二零一一年底的 192 隻，增加至二零一二年底的 269 隻及二零一三年六月底的 355 隻。其交易總額由二零一一年的約 8.4 億港元，大幅增加至二零一二年的約 27.7 億港元。二零一三年上半年，其交易總額亦已達 24 億港元。這顯示港交所的現有交易平台已為投資者提供一條高效及具相當成本效益的債券交易渠道，擴大本地債券成交額及促進債券本地市場普及化。我們會繼續推動完善現有的債券交易平台系統，以切合市場的需要及加強本地債券市場的吸引力。

2013年7月17日（星期三）

表一：

| 發行日期 | 發行機構/ 政府部門名稱 | 債券名稱 | 發行金額 | 發債年期 | 首次發行認購額 |
|------|--------------|------|------|------|---------|
| | | | | | |
| | | | | | |

表二

| 年份 | 發行總額 (億港元) | 按年增長 (百分比) |
|------|---------------|---------------|
| 2003 | 1,701.62 | |
| 2004 | 1,708.38 | +0.4% |
| 2005 | 1,882.36 | +10.2% |
| 2006 | 2,336.79 | +24.1% |
| 2007 | 2,212.66 | -5.3% |
| 2008 | 1,384.85 | -37.4% |
| 2009 | 1,943.45 | +40.3% |
| 2010 | 1,792.20 | -7.8% |
| 2011 | 2,300.67 | +28.4% |
| 2012 | 2,788.02 | +21.2% |
| 總計 | 20,051.00 | |

資料來源：香港金融管理局

註：上述數據包括由政府、《銀行業條例》下的認可機構、本地公司、境外發債體（包括多邊發展銀行）、法定機構及政府持有的公司所發行的港元債務證券。由香港金融管理局所發行的外匯基金票據及債券並不包括在內。這是由於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該等票據及債券從貼現窗獲取流動資金。

表一：

2003 年至 2012 年發行的政府港元債務證券

| 年份 | 發行總額 (億港元) | 發債年期 |
|------|---------------|-----------|
| 2004 | 102.50 | 2 年至 15 年 |
| 2009 | 55.00 | 2 年至 5 年 |
| 2010 | 185.00 | 2 年至 10 年 |
| 2011 | 275.00 | 2 年至 10 年 |
| 2012 | 260.00 | 2 年至 10 年 |
| 總計 | 877.50 | |

資料來源：香港金融管理局

表二

2003 年至 2012 年

法定機構及政府持有公司發行的港元

| 年份 | 發債機構 | 發行總額 (億港元) | 發債年期 |
|------|---|---------------|-------------|
| 2003 | 機場管理局 香港按揭證券有限公司 九廣鐵路有限公司 地鐵有限公司 | 157.24 | 1 年至 29 年 |
| 2004 | 香港五隧一橋有限公司 香港按揭證券有限公司 地鐵有限公司 | 177.99 | 1 年至 20.6 年 |
| 2005 | 香港按揭證券有限公司 地鐵有限公司 | 85.60 | 1 年至 15 年 |
| 2006 | 機場管理局 香港按揭證券有限公司 地鐵有限公司 | 174.19 | 3 個月至 15 年 |
| 2007 | 機場管理局 香港按揭證券有限公司 | 193.68 | 1 個月至 15 年 |
| 2008 | 機場管理局 香港按揭證券有限公司 香港鐵路有限公司 | 243.08 | 1 個月至 15 年 |
| 2009 | 機場管理局 香港按揭證券有限公司 九廣鐵路有限公司 香港鐵路有限公司 市區重建局 | 298.52 | 1 個月至 15 年 |
| 2010 | 香港按揭證券有限公司 九廣鐵路有限公司 | 111.87 | 1 個月至 15 年 |
| 2011 | 機場管理局 香港按揭證券有限公司 香港鐵路有限公司 市區重建局 | 201.95 | 1 個月至 10 年 |
| 2012 | 機場管理局 香港銀行同業結算有限公司 香港按揭證券有限公司 香港鐵路有限公司 市區重建局 | 120.27 | 3 個月至 10 年 |
| | 總計 | 1,764.39 | |

資料來源：香港金融管理局 (註：包括其附屬及所設立的發債機構)

強化港元債券市場

勿讓退休金被蠶食



公共專業聯盟
金融專家組

2012年10月

目錄

| | |
|-----------------------------|----|
| 1. 撮要..... | 3 |
| 2. 退休金的問題 - 管理費高昂 | 3 |
| 3. 退休金的問題 - 回報大上大落 | 4 |
| 4. 穩定回報須有港元債市..... | 7 |
| 5. 發展債券市場的建議..... | 8 |
| 6. 附錄..... | 9 |
| 附錄一：立法會 2001 年有關債市的提問 | 9 |
| 附錄二：港元債市的現況 | 11 |

1. 撮要

此報告有以下三個重點：

首先，政府必須認真的承擔起建立港元債券市場的責任，不能倚賴各大零售銀行推動本地債市。銀行的主要利潤來自存款與貸款的息差，銷售債券只能收取得少額差價和服務費，而推銷債券又會令存款流失，因此存在利益衝突。

其次，十一月一日開始的強積金半自由行，對減低管理費將不會有顯著成效，因為強積金現時太依賴股票，需要經常買賣以管理股市較高的風險。

最後，退休金應著重長遠投資，利用「利疊利」的方法，以時間換取回報，為市民提供安享晚年的保障。但是香港現時的強積金和職業退休計劃主要是以承擔風險來換取回報，難以保障退休時的收入。

2. 退休金的問題 - 管理費高昂

香港的退休金（強積金 MPF 和職業退休計劃 ORSO）有兩項主要問題：（一）管理費高昂；（二）回報大上大落。

強積金制度在 2000 年 12 月開始推行，消委會在 2008 和 2012 年都指出 MPF 管理費偏高。安永會計師事務所在 2012 年的香港強積金研究報告中比較各主國家的強積金管理費，發現香港的管理費最高：

- 香港 1.74%
- 新加坡 1.41%
- 澳洲 1.21%
- 英國 1.19%
- 智利 0.56%

香港的強積金管理費高昂，原因之一是在它剛開始時，資金池不夠大，規模效益較低，管理費於是被基金經理壟斷。另外的一個主因是基金絕大部份投資在股票市場，相對於回報率較平穩的債券市場，波幅和風險都大很多，基金管理公司的管理成本自然較高，收費亦跟著提高。

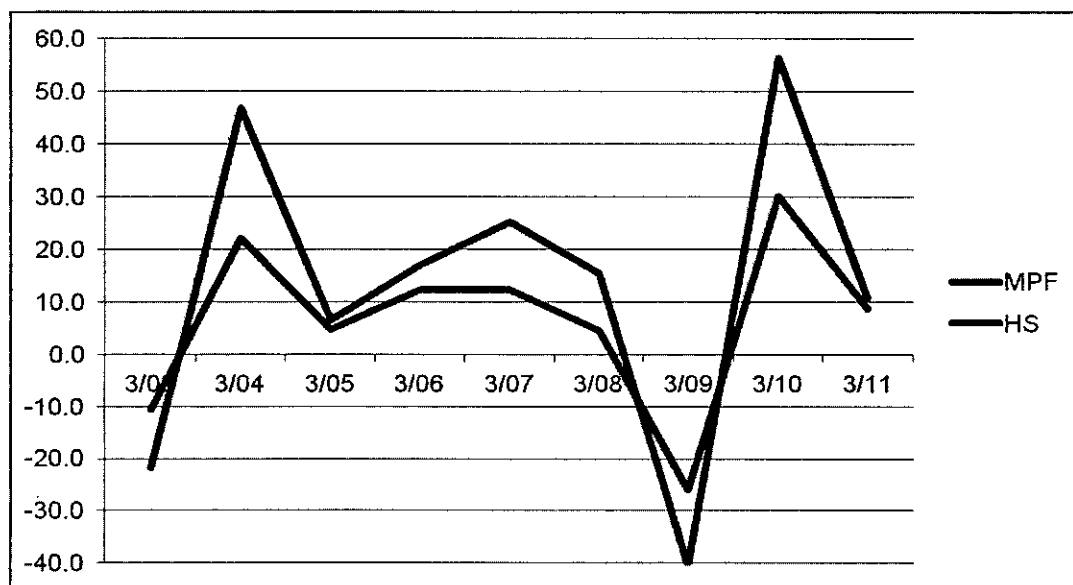
在現行的強積金制度，僱員必須將在職的供款和累算權益積存在僱主提名的受託人及投資計劃，僱員沒有選擇。強積金將於 2012 年 11 月 1 日開始實施「僱員自選安排」（即俗稱的「強積金半自由行」），容許僱員自由選擇將現職供款帳戶內已累積的僱員強制性供款和累算權益，每年一次轉移到自選受託人和計劃，讓僱

員有更大的自主權去選擇管理自己的強積金受託人和計劃。強積金受託人銷售對象亦因而從以往只限於僱主和自僱人士，擴大至所有供款的僱員。積金局相信新措施會有助促進市場競爭，從而推動受託人提供更好的產品及服務，令收費有下調的空間。

強積金半自由行或可以增加市場的互動性，但若是投資的產品仍舊集中在股市，沒有一個成熟的港元債券市場供其平衡發展，強積金的管理費和回報勢難會有所改善。因為管理股票組合，需要不斷進行買賣才可以管控其大上大落的風險。

3. 退休金的問題 - 回報大上大落

香港退休金在過去十年的回報大上大落，驚險如坐過山車。香港的退休金主要有強積金和職業退休計劃兩種。在強積金方面，根據強積金監管局的十年回報研究，最高有30%的升幅，最低有-26%的跌幅，上下波幅非常大。圖一列出過去十年的回報波幅。我們將這個波幅與恆生指數的變動作比較，發現在統計學上兩者是有顯著的相互關係，表示強積金回報與香港股票市場有很密切的正比連系，非常依賴股票的回報。



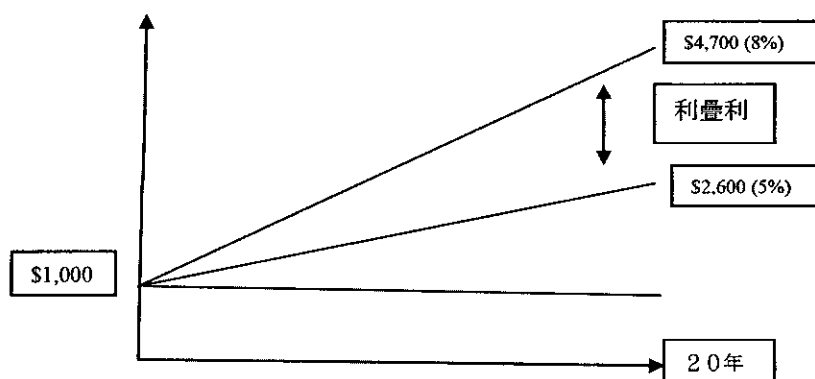
圖一：公共專業聯盟研究：MPF 回報%與恆生指數變動

在職業退休計劃方面，我們揀選了四隻每項市值超過二十億港元的就業退休金作同樣的比較，發現它們的回報也是大上大落，也與恆生指數在統計學上顯著的相互關係。圖二列出它們在過去十年的回報，顯示就業退休金也是非常依賴股票的回報。上述兩項分析，顯示香港的退休金在過去十年都沒有穩定的回報，其大上大落的波幅與股票市場掛鉤。



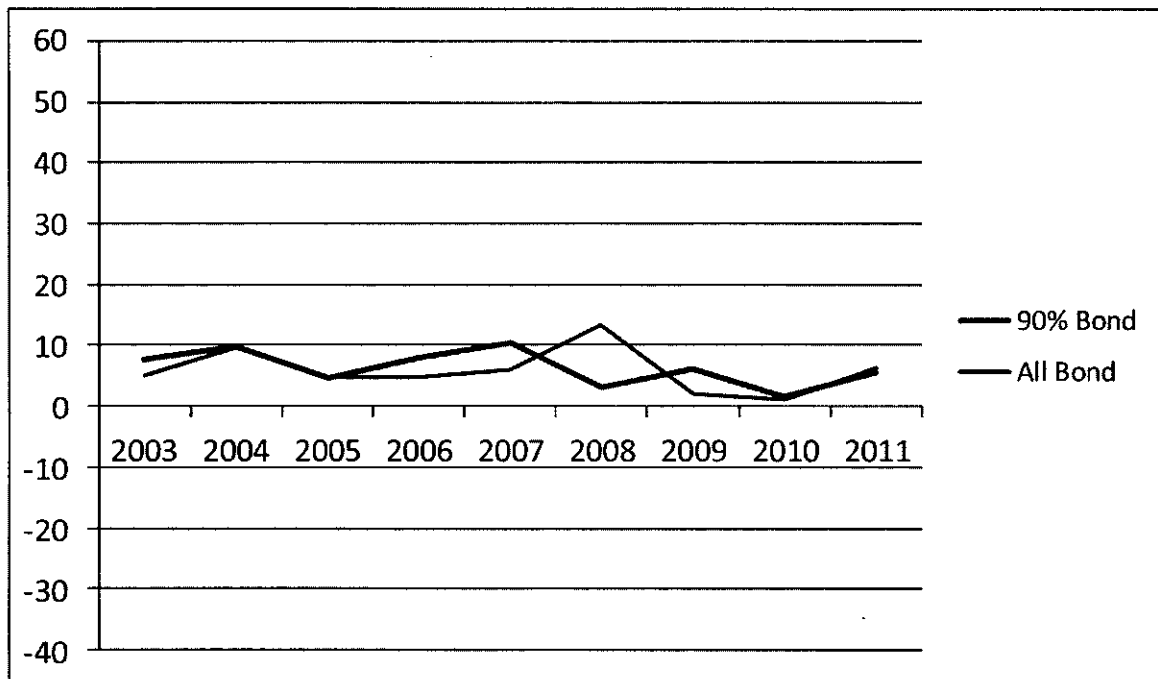
圖二：公共專業聯盟研究：四隻 ORSO 退休金回報 % 與恆生指數變動

投資要有回報，主要有兩個方法。第一是以承受風險來換取回報。第二是以時間來換取回報。根據上述的分析，現時香港的退休金主要是以風險來換取回報。可是學者的研究指出，退休人士應著重利用「利疊利」的方式，以時間來換取回報。圖三顯示若以債券投資，以「利疊利」的方式，不斷將所得的利息積存入投資中，持之以恆，在二十年後，大部份的回報將會是從「利疊利」當中獲得。Joehnk & Hitman 在“Planning Your Personal Finance”一書中還指出，一項票面利息八釐的債券，如果不用「利疊利」的方法，作長期再投資利息，二十年後，只有如票面利息五釐的回報。因為「利疊利」再投資可提供主要的回報收入。香港就是需要有這樣的穩定投資渠道，為我們的退休金賺取回報。



圖三：Joehnk & Hitman, “Planning Your Personal Finance”, 11 edn, Thomson South-Western, p.375.

以下我們嘗試利用「利疊利」的方式，模擬長期投資港元債市的情況。假設在十年前，我們建立了一個以港元十年期債券為主要組合的投資，並利用「利疊利」的方式不斷再投資港元十年期債券。結果顯示所得的回報非常穩定。



圖四：公共專業聯盟研究：模擬十年期債券回報 %

現時退休金的情況，是今年或可以賺得回報，但在明年可能因為股市的大波幅而倒蝕！比較之下，我們認為利用「利疊利」積累回報的方式作長遠投資才是最穩妥的退休金管理方法，才可以為退休生活作最好的準備。股票應是輔助性的投資，不該作為主要的退休金組合成份。

年青的投資者可以承受較大的風險，投資在股市的比例可以較高一些。個別人仕若在退休預算外仍有多餘資金，可以考慮將餘款作較高風險的投資，博取高回報，抗衡通脹。但投資者必須清楚明白，高風險不一定可收得高回報，結果有可能是負回報，甚或是虧本。

但是香港現時的港元債券市場未能配合退休投資的需要。強積金監管局の十年回報分析第 13 頁便指出，香港的港元債券市場尚待強化。

「環球債券基金的回報率較香港債券基金高出 2.2 個百分點。香港債券基金的表現較為遜色，部分原因可能是與各主要海外債券市場比較，香港債券市場的規模較小，流動性亦較低。」

另外，安永會計師樓二零一二年的強積金研究報告中，也指出香港的投資組合有待改善。

“Hong Kong MPF assets under management allocated approximately two-thirds to high-risk investments. This proportion is high compared to other [countries].”

由於港元債券市場欠缺規模，本地退休金若要投資債市，便要投資在外國的債券市場，承擔外幣來回兌換的費用和滙率風險，從而增加了管理成本。所以若果沒有一個流通穩健的港元債券市場，香港的退休金只能投資在港元股票，以承受風險來換取大上大落的回報，無法利用上述的以債券投資「利疊利」的方法，賺取穩定的回報。

4. 穩定回報須有港元債市

香港必須建立一個流通活躍的港元債市，才可以令退休金有平衡的投資組合，穩定回報。香港政府在多年前已承認有這個需要，亦曾經做了一些相關的工作，試圖促進本地債市，如在發行外匯基金票據外，以政府機構名義發行機構和零售債券集資。唯多年來成效並不顯著，主要因素可歸納如下：

1. 政府的設想是由銀行協助推動債市，但忽略了當中存在的利益衝突。銀行銷售債券只能賺取少額差價及服務收費，存款與貸款的息差才是他們的主要利潤來源。推銷債券會導致存款減低，所以銀行不會全力協助建立債市。
2. 股票市場在本地發展已有過百年歷史，個人投資者對股票的認識比債券深，所以投資債券的意欲亦相對較低。
3. 債券價格的透明度較股票價格低。股票報價可實時從交易所取得，但債券價格則要由不同的交易商報價，雖是同一債券，不同交易商會提供不同的報價，影響投資者的興趣。
4. 個人或小額投資者可買賣債券的渠道不多，現時只能經銀行交易，而債券交易不是銀行的主要業務，不會獲得大力推廣。
5. 債券的結算系統 (CMU) 只容許金管局批准的金融機構使用，不開放給一般的機構或個人投資者。債券要以中介人名義存放在 CMU 的戶口，不像股票般可讓投資者直接用受益人的名義存放。
6. 可供投資者選擇的低風險債券數量有限。政府財政狀況充裕，大部份基建項目皆由政府出資，無需發債以應付開支，因而債券發行的數量不多。而一般機構投資者都會長期持有，致未能維持一個具流通性的債市。

5. 發展債券市場的建議

我們建議政府採取下列六項措施，加強推動港元債券市場：

1. 政府應推出更多港元債券以增加市場供應。鼓勵各半官方機構，如港鐵、機管局、按揭證券公司等在各項基建工程融資時，利用債券集資，擴大可供投資者買賣的債券種類和數量。
2. 認真執行債券市場莊家制度，確保市場的流通性。
3. 增加交易渠道。現時債券買賣只能通過金融機構和港交所進行。要增加債券的流通，先要擴展交易平台，如設立網上平台，利用郵政局的電子證書驗證服務作核實，擴大交易網絡，普及買賣。
4. 建立類似保管股票的中央債券交收個人戶口，方便一般零售投資者參與。
5. 可考慮以金管局或按揭證券公司成立及管理港元債券基金讓市民購買，但大前提是管理費應根據實際支出釐定，並非藉以牟利。
6. 證監會加強對個人投資債券和債券基金的風險教育。

6. 附錄

附錄一：立法會2001年有關債市的提問

2001 立法會第四題：零售債券

以下是今日（十二月五日）在立法會會議上單仲偕議員的提問和財經事務局局长葉澍堃的答覆：

問題：

關於發展及管理供公眾人士認購零售債券的市場，政府可否告知本會：

（一）鑒於市民對香港按揭證券有限公司過去數次發行的債券反應熱烈，當局是否知悉九廣鐵路公司、地鐵有限公司、機場管理局及金融管理局有否計劃發行零售債券；

（二）有否計劃檢討監管零售債券發行的法例，以期減低私人公司發行零售債券的成本；及

（三）有何措施促進零售債券市場的發展並提高該等債券在二手市場的成交量？

答覆：

主席女士：

（一）在發行零售債券方面，金融管理局（金管局）已有發行最低面額為五萬港元的外匯基金債券，以便散戶投資者認購。散戶投資者可透過金管局委任的認可交易商在第一及第二市場購買這種高流動票據。這些債券同時在香港交易所（港交所）上市，以吸引散戶投資。

至於其他個別法定機構，例如九廣鐵路公司、地鐵有限公司及機場管理局，過去亦曾發行債券。以地鐵有限公司為例，過去已透過金管局的債券發行計劃，發行港元債券。機場管理局亦有透過金管局的債券發行計劃，發行共八次票據，面額最低為五萬港元，方便投資者認購。這些法定機構在發行債券時會根據商業原則，考慮本身及市場的需求，成本效益，以決定是否發行債券，包括面額較低的債券，以應付融資需要。

（二）目前的法例，特別是《公司條例》，對零售債券及股份在資料披露上要求非常嚴謹，以致發行人在準備招股章程及有關市場推廣的文件上花上不少時間與費用。隨市場高速發展，我們及監管機構皆致力精簡有關的程序與要求，力求在便利市場發展及保障投資者之間取得適當的平衡。

根據《公司條例》第 38A 條及 342A 條的規定，證監會如認為遵守有關規定不符合實際需要或會對股票或債券發行公司構成不適當的負擔，它可向某類公司或某類招股章程作出豁免。例如，證監會在今年 3 月向立法會提交豁免公告，允許發行人分開派發中、英文招股章程及減省招股章程對營運租約估值等資料的要求。這些豁免已於 5 月 11 日起實施。此外，證監會亦豁免了香港按揭證券有限公司發行的零售債券在招股章程內容上的要求。證監會會積極考慮對符合條件的公司進行豁免，並將有關豁免刊載於其網址上，供公眾閱覽，以確保決定的透明度及一致性。證監會現正全面檢討《公司條例》及有關法例對招股章程及投資要約的要求，並參考海外市場經驗，務求簡化手續，增加監管制度的靈活性，以配合市場發展的需要。

(三) 在促進零售債券市場的發展方面，金管局已採取多項措施，例如外匯基金債券獲豁免印花稅及利得稅，將外匯基金債券的最低面額訂為五萬港元，及把外匯基金債券放在交易所上市，以方便投資者買賣。

在市場基建方面，香港交易及結算所有限公司（港交所）在去年 10 月推出第三代自動對盤系統後，投資者已可透過網上交易的方式買賣上市債券。同時，個別金融機構亦有為客戶提供電子交易平台，買賣定息產品。

港交所會進一步提昇其交易系統，以提供自動化莊家交易設施，促進衍生權證、納斯達克股份、交易所買賣基金以及債券的交易。系統提昇預期在明年第二季全面落實。

同時，我們已成功做到債券交收全面電腦化。而在零售層面，部分銀行和經紀行都已有進行電子化的交易。透過市場發展，我們相信網上銀行及網上經紀服務將會進一步發展，有助推廣零售債券的交易活動。

我們亦十分重視提高投資者對債券產品的認識。證監會在其網上投資者資源中心及投資小冊子中已加入了投資債券的資料。證監會亦經常在報章上刊登專欄及舉行專題宣傳活動，增加投資者對各種投資產品的認識。金管局亦致力推廣教育，當有新產品推出市場的時候，金管局會向業界簡報；並透過傳媒加深散戶投資者對債券投資的認識。

二零零一年十二月五日（星期三）

附錄二：港元債市的現況

香港政府雖然在十多年前已公認有需要推出措施，發行機構債券和零售債券，促進本地債券市場的健康發展，使其達到環球基準債券指數認可的規模，從而吸引海外投資者投資港元債券，及滿足退休基金和保險公司等機構投資者對長期港元債券的投資需求，但至今不見成效。

特區政府對發債所持的態度是政府財政狀況充裕，無需發行債券集資應付開支。財政司在 2012 - 2013 的財政預算案中，除了在 118 - 119 段簡單的談及發售第二輪 iBond 外，對發展本地債券市場和以此平衡政府財務安排並沒有更多的論述。

截至 2012年7月31日 未償還政府債券的總數量是HK\$64B (港幣640億)，分佈：

| 金額 | 年期 | 百分比 |
|-----------|------|-----|
| HK\$14B | 2 年 | 22% |
| HK\$23B | 3 年 | 36% |
| HK\$15.5B | 5 年 | 24% |
| HK\$11.5B | 10年~ | 18% |

在其中只有 \$20B 3年期的零售債券 (iBond)，以最低面值1萬港元，供市民通過銀行認購。其餘的政府債券只供機構投資者以競爭性投標方式認購，競投面值不得低於5萬港元，個人投資者能買到的機會很低，亦因為整體數量有限，機構投資者一般都會長期持有，二手交投冷清。

在香港公開發售的港元債券雖然是在香港交易所掛牌，價格在金管局的中央結算系統 (CMU系統) 上標示，但是系統只供銀行和金管局批准的金融機構使用，報價亦只供參考。一般投資者只能通過銀行作中介人買賣，價格受中介人支配，既不透明，又不能如股票一樣可實時查看。加上目前交投疏落，很多政府和半官方機構的債券都沒有市場報價。

半官方機構 (quasi-government) 的信貨風險評級一如港府般穩健，如香港按揭證券有限公司 (Hong Kong Mortgage Corp. Ltd.)，港鐵 (MTR Corp.)，機管局 (Airport Authority Hong Kong)，市區重建局 (Urban Renewal Authority) 等。它們雖然都有集資的需要，但主要是向銀行及機構投資者借貸，很少發售可讓公眾投資的債券，令公眾難以分享穩健的利息收益。

在上世紀九十年代，上述的半官方機構曾發行零售債券，經銀行讓個人投資者認購，但住後未有再發行新債，致令市場無以為繼。近年發售零售債券的僅有香港五

隧一橋有限公司，在2004年通過配售銀行發售零售\$2.47B債券，每手5萬元。而最近期的便只有2011和2012年發行的iBond。

若果香港有一個健全成熟的債券市場，可讓半官方機構和公營機構向公眾集資，將大大有助擴大政府財務管理的靈活空間。

十大基建其中六項預計資金需要最少\$305B, 另新跑道\$136B。政府事實上是有很多項目可以用發債形式籌措資金，讓市民參與投資香港的基礎建設，增加市民的參與和項目的認受，更可推動港元債市，為退休金提供一個穩健的投資選擇。