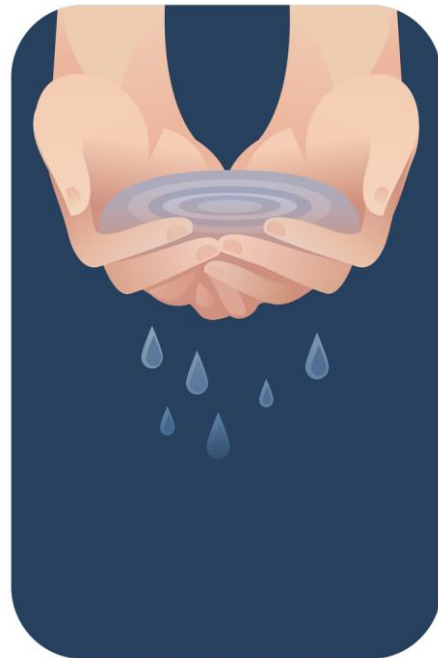


# 強化港元債券市場

## 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 2 0 0 1 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。

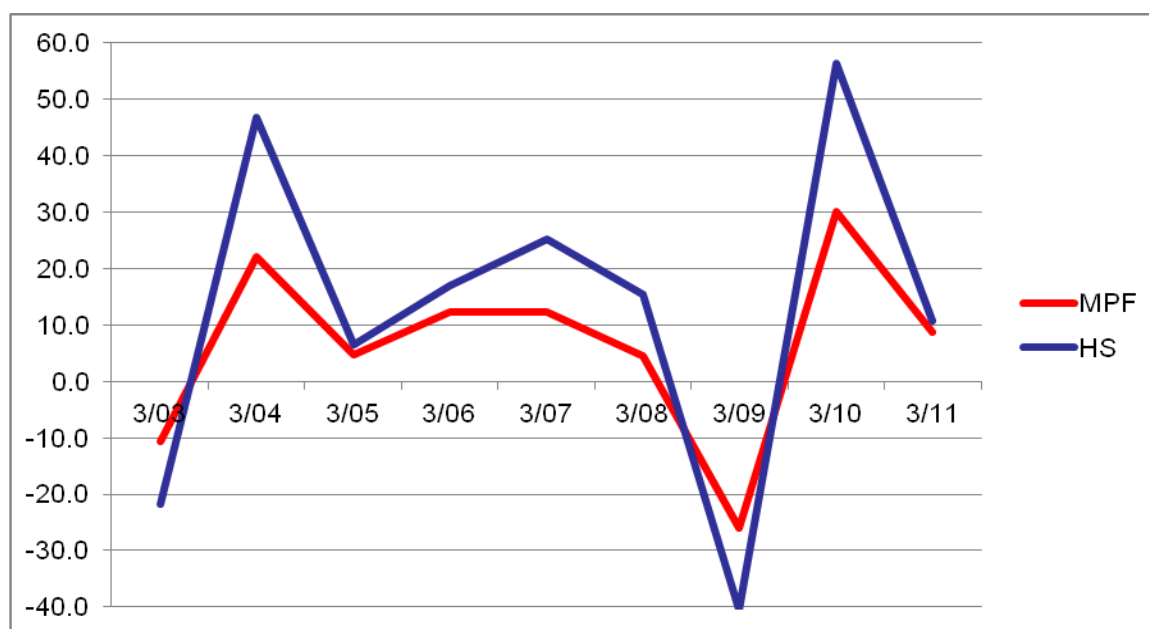
在現行的強積金制度，僱員必須將在職的供款和累算權益積存在僱主提名的受託人及投資計劃，僱員沒有選擇。強積金將於 2012 年 11 月 1 日開始實施「僱員自選安排」（即俗稱的「強積金半自由行」），容許僱員自由選擇將現職供款帳戶內已累積的僱員強制性供款和累算權益，每年一次轉移到自選受託人和計劃，讓僱

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。

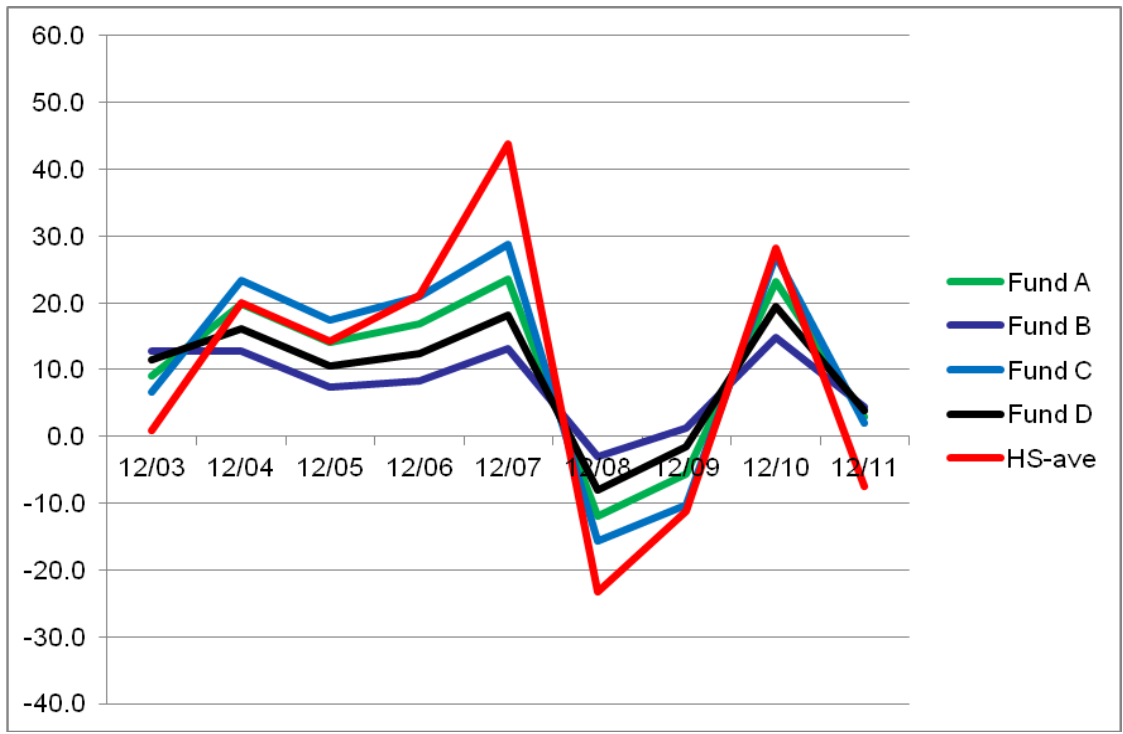
### 3. 退休金的問題 - 回報大上大落

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。



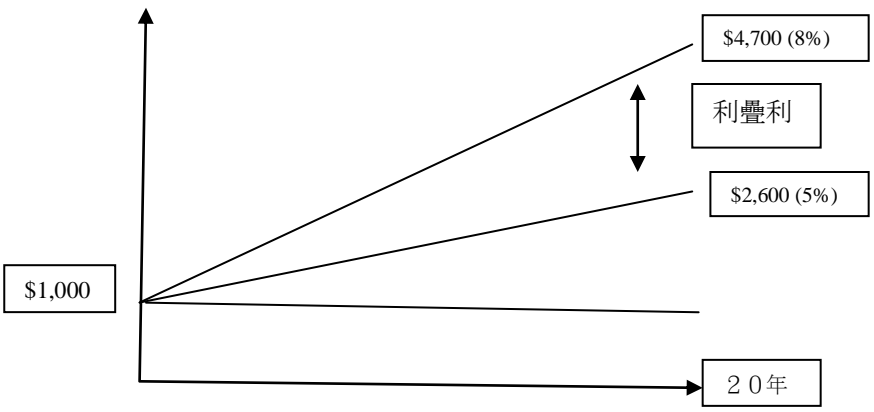
圖一：公共專業聯盟研究：MPF 回報%與恆生指數變動

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。



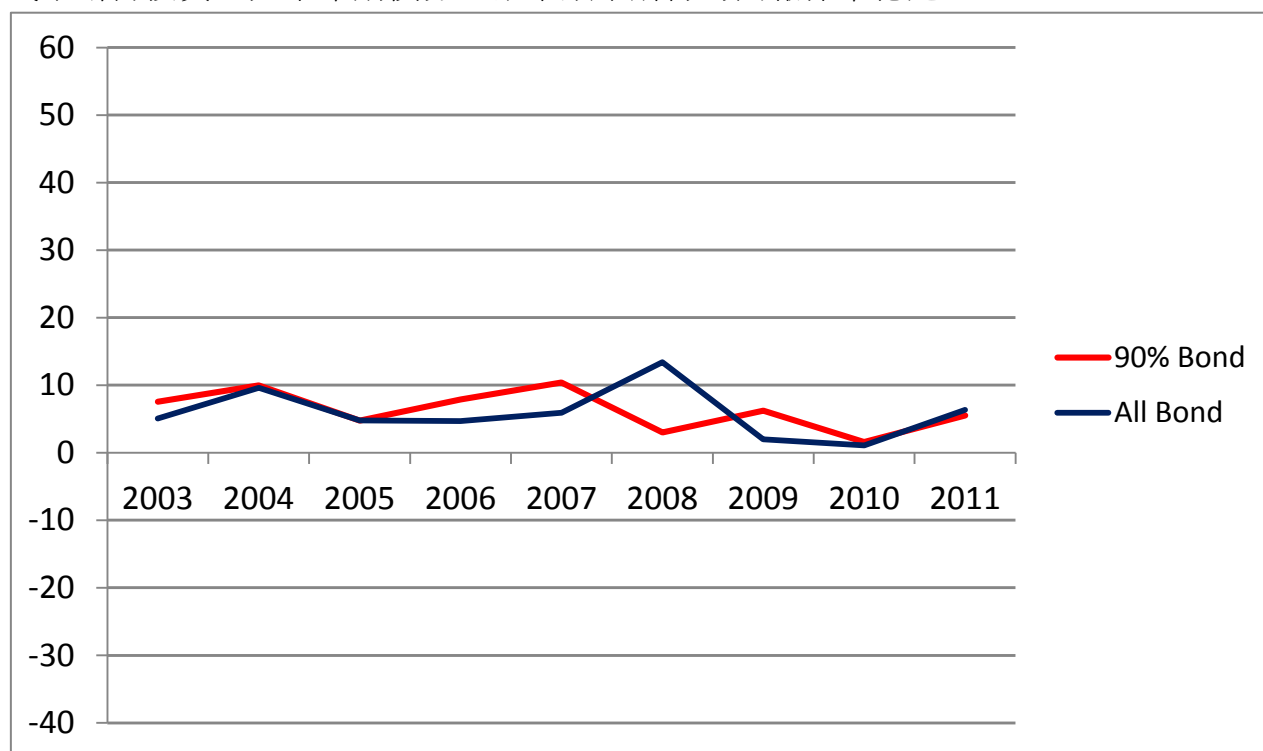
圖二：公共專業聯盟研究：四隻 ORSO 退休金回報 % 與恆生指數變動

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。個別人士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匯率風險，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实。

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：

<u>金額</u>	<u>年期</u>	<u>百分比</u>
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) 的信質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。