

財 經 事 務 及 庫 務 局
(庫 務 科)

香港下亞厘畢道
中區政府合署

**FINANCIAL SERVICES AND THE
TREASURY BUREAU
(The Treasury Branch)**

Central Government Offices,
Lower Albert Road,
Hong Kong

傳真號碼 Fax No. : 2801 7126
電話號碼 Tel. No. : 2810 3743
本函檔號 Our Ref. : FIN CR 1/4651/01
來函檔號 Your Ref. :

傳真

立法會秘書處
中區昃臣道8號
立法會大樓
陳美卿小姐

陳小姐:

二零零四一月五日
立法會財經事務委員會
跟進事項

就議員於本年一月五日財經事務委員會上所提出的問題及你於本年一月六日來信事項2(a)和2(b)，本人現將政府財務顧問所提供的資料截列於附件。這亦就胡經昌議員於本年一月六日發出的信件中的問題作回覆。請將有關資料轉發給委員會主席及各位議員參考。

財經事務及庫務局局長

(袁民忠

代行)

二零零四一月八日

建議的政府隧道及橋樑證券化計劃

(一) 證券化－背景

證券化是指一些債券和其他財務工具，其還款由一些特定資產例如隧道或橋樑的收入支付。全球的證券化債券是個很大、非常流通的市場，每年發債額逾 15,000 億美元以上。

很多已發展國家的政府及公共機構包括美國、英國、澳洲、日本、法國、意大利、葡萄牙及其他歐洲國家及其他拉丁美洲國家已有很多證券化的成功案例。路費證券化是政府及其他公共機構常用的工具，為基建發展在私營市場中集資。因此國際與本地投資者對這類證券化非常熟悉。

政府所提及的證券化計劃(五隧一橋證券化)中，債券會由一個特別新成立的政府公司發行，該公司的唯一業務是處理與證券化有關的事務，證券化債券的利息和本金的還款是由政府的橋樑和隧道收費支付。

五隧一橋證券化債券將會被國際評級公司，例如標準普爾及穆迪發出一個高的投資評級，例如 A+或 AA-，等同香港政府的評級。例如，一個 AA-的評級顯示很高的還款機會，及很低的違約可能。該評級表示該證券化債券的還款能力。債券的信貸評級是視乎未來路費的穩定性及信貸表現。

最重要的一點是在證券化後，隧道和橋樑的物業權益，包括運作者的安排及路費的調整全由政府控制。五隧一橋證券化，只是把在指定年期之內的路費證券化，當證券化的債券全部還款後，所有的路費會全數屬於政府。

證券化債券會在專業及零售市場出售，零售債券的部分會跟地鐵、九鐵、機管局及香港按揭證券有限公司的零售債券發行相似。證券化債券和股票有很大分別，債券投資者只有權利收取固定的債券利息和本金。如果路費的收入多於須償還給投資者之數目，餘數將屬於政府，政府可以為證券化債券作提早的還款。此外，多出之收入也可以放進一個基金以增加對投資者的保障，當所有證券化債券償還後，所有的路費淨收入將屬於政府所有。

(二) 道路收費證券化債券和政府債券有何不同？

證券化債券不是政府的債務，及沒有政府的擔保，所有的收益及還款是直接從道路的收費收入而來，所以該批債券投資者所承擔的風險是直接與該批收費道路在指定時間內的車輛流量有關，不過，前部分已提及過，該批證券化債券之所以將有高的信貸評級是由於債券的風險比較低及五隧一橋過往及將來預計的良好表現。

證券化的國際市場規模龐大，每年發債額逾 15,000 億美元以上，投資者對這類投資產品的風險非常熟悉。

(甲) 投資者的角度

五隧一橋證券化債券會就其它風險(例如路費的改變或不能預計的收費道路暫時關閉)設有保障投資者的條款，與此同時該份債券有吸引的回報，投資者會收到定期的報告報道有關收費道路最新的表現及投資的風險。債券的高評級及低風險加上其分散投資的作用令到該批債券成為很具吸引力的投資機會。所以證券化債券代表有吸引力的投資途徑，在比較成熟的資本市場會經常出現，但在香港卻比較罕有。

有相當大部分的五隧一橋證券化債券都是以香港及國際的機構性投資者為目標，很多機構投資者都是一些專門的基金，他們有別於購買一般政府債券的投資者。所以這些證券化債券會吸引不同類型的投資者參與。

透過擴闊投資者群及投資產品種類，是次證券化發行可以帶動香港資本市場的發展及鞏固香港作為國際金融中心的地位。把香港按揭證券有限公司經過其按揭證券發行計劃而擴闊在香港的投資產品種類的成果，推上更高一層。

(乙) 政府的角度

從政府的角度來看，證券化債券跟傳統政府債券發行不同，最主要的是其回報及還款都是主要以收費道路的淨收入來支付而不是政府一般負債，而且政府不會對其利息及本金的還款作任何直接擔保。

如果收費道路收入遠超於最初預期的數額，證券化債券可以讓政府有彈性地提早還款，還可以給予政府在財務政策方面更多靈活性。

政府由於證券化而可能會承擔的責任只會在一些很不可能發生的事情發生時才會出現（例如橋樑和隧道由於一些不能預計的情況永久性地關閉）。此外，這些「或有責任」，跟政府現有對於收費道路現有的營運及業權責任沒有概念上的分別。

（三） 交通流量轉變的影響

以下例子顯示行車量改變對投資者及政府的影響：

（甲） 如交通流量上升，道路的總收入將會隨之上升（假設道路收費並沒有改變）：

- （i） 投資者將會收取固定利息及可能於較短期內收回的本金。
- （ii） 政府可於證券化後收到「額外回報」：證券化可以較短時間償還，及在償還證券化債券後收回增大的收入。這可讓政府在財政政策上有更大的彈性。

（乙） 如交通流量下降，道路的淨收益將會減少（假設道路收費並沒有改變）：

- （i） 投資者將會收到固定利息及償還的本金。但較長年期債券的投資者可能需要稍為長一點的時間，但仍在債券合法的法定到期日前收回本金。
- （ii） 政府將不會受到影響。債券將需稍長的還款期，但政府仍有權提早償還證券化債券。

由於評級機構已於評級時考慮到交通流量下降的可能性及有否預留充足道路淨收益以償還債券本金及利息，因此交通流量的輕微下降將不會影響債券的本金償還及利息收入。

(丙) 在機會極微的情況下道路的總收入可能會大幅下降

- (i) 投資者可能不會在債券到期前收到全部本金償還及/或利息回報。
- (ii) 政府將不會受到影響。在證券化後，承受交通流量風險的是投資者而非政府承擔，因此，在交通流量下降的情況下，政府是沒有法律責任去補償投資者。

根據收費道路過往穩定的表現及由於香港人口增長對交通設施的需求，交通流量突然大幅下降的風險非常低。這可於證券的預計高信貸評級上反映。此外，國際投資者亦明白及接受這風險。

(四) 改變路費的影響

道路的擁有權，包括與經營者的安排和改變收費的權利等，都會繼續由政府持有，由於債券投資者不能影響證券化後的政府政策，所以政府保障投資者可能因政府政策而受到的損失是適當的。

假如政府的交通政策需要調整通行費，以下便是政府和投資者會面對的情況：

(甲) 如果政府因修改/調整收費，而引致道路整體淨收入增加：

- (i) 投資者可能會於一段較短的時間內，獲得相同的固定利息回報和本金償還。
- (ii) 政府會收到「額外回報」，即於證券化償還後獲得額外收入，而證券化的還款期亦可能會相對縮短。

(乙) 如果政府因修改/調整收費，而引致道路整體淨收入減少的話：

- (i) 若該減幅高於某一限度，政府可能需要透過債券發行人給予投資者某些賠償。政府會與安排行及信貸評級機構研究他們所能接受的，因調整通行費，而引致的風險程度；所以減幅到底是多少政府才需要賠償，只可能在確

立安排行後和與信貸評級機構進行深入研究後，才能釐定。

- (ii) 投資者仍會獲得相同的固定利息回報和本金償還，因為由道路整體淨收入下降而引致的賠償將由政府處理。

總結以上，政府在釐定或調整道路費的自由度上是完全不會受證券化影響。

(五) 政府提早償債方式/權利

建議中，證券化會包括結構性特點，讓政府可選擇是否於某日期後提早部分或全數償還債券或抽出某一條隧道或橋。這些建議增加了政府的靈活性，例如政府有權於發債初期（如五年）後的任何時間，抽出某一條隧道或橋。這項建議是給予政府在財政政策上所需的彈性，並能保證投資者回報。

(六) 當災難性事件或恐怖活動發生

政府現時的慣常做法是對道路作出「自我保險」。建議中，在證券化的情況下，當某些不可抗拒/避免的事件發生，如恐怖活動，而導致道路的使用長期停頓，（一般情況是指三個月以上），政府會賠償予債券發行人。換言之，投資者在這類事件上是得到保障的；而政府的立場亦不會有大變動，因為發生任何災難性事件，對政府來說都可能招致路費收入上的損失，或需對隧道或橋進行維修或甚至重建。

- (七) 將青馬大橋包括在此證券化劃內，將能大大提高五隧一橋證券化對各投資者的吸引力尤以海外投資者為甚。作為出名的地標，青馬大橋確能令各國投資者聯想到香港。

至於交通流量方面，大嶼山的發展迅速，機場載運量的上升加上迪士尼樂園的開幕，以至即將興建的港珠澳大橋，都能大大提高車輛方面的流量。

投資者最終都只會得到固定的本金及利息收入，所以將青馬大橋包括在此計劃內將不會為投資者帶來額外收益受到影響。而青馬大橋將來所增加的收入，將會於整項證券化計劃完成及償還後，直接入賬到政府，並能提早償還證券化債券。這可讓政府在財政政策上有更大的彈性。

(八) 其它國家的證券化例子

在全球可以找到的政府資產證券化的成功例子著實很多，其中把收費道路證券化的先進國家便有：美國、英國、澳洲、日本、法國、意大利、葡萄牙、一些歐洲國家及拉丁美洲國家（例如墨西哥及智利）。事實上，道路收費證券化在很多國家的政府和公營機構是一項常被採用為基建項目集資和處理政府財政政策的方法。

以下只是一少部份類似的成功例子：

- 澳洲悉尼的 Lane Cove 隧道項目收費證券化
- 日本熱海市靜岡縣收費通路證券化
- 美國紐約的多條隧道及橋樑收費證券化
- 墨西哥的道路收費證券化
- 蘇格蘭的 M77 公路項目收費證券化
- 意大利道路項目收費證券化 (Autostrade)
- 法國 A28 道路項目收費證券化
- 法國政府擁有的道路營運機構證券化
- 智利高速公路證券化
- 連接英國和法國的鐵路收費證券化
- 在英國，政府資產證券化（如英國國防部房屋資產，約二千四百項物業）

以上大部份的例子均涉及發行數以十億計的債券予來自當地和世界各地資本市場的投資者。這些證券化計劃通常會經過評估及作出適當的結構性安排才會推出給投資者認購。

政府與財經顧問，為今次證券化的可行性進行了一個十分徹底和全面的研究，結果顯示證券化在本地及國際資本市場將甚受歡迎，及可在時間限制內完成。

(九) 「特殊目的發行人」（由政府全權擁有）的公司架構及營運資料

特殊目的發行人（「發行人」）將會是一間在香港新成立的公司，由政府透過財政司法團全權擁有，發行人的營運範圍會嚴格限制於執行該項證券化項目、發行有關債券予投資者、及派發道路收入予債券本金償還和利息方面的工作。發行人並需認購政府的 back-to-back note（於立法會摘要內提及），而發行人是不能參予任何其他項目的。

發行人的董事由政府任命，發行人不會僱用任何僱員。某些發行人的營運事務（包括賬目整理及其它公司事務）將會由政府委任的獨立代理人執行。發行人會委任合資格會計師作稽查人。以上安排常用於證券化。

發行人與其它公共機構並沒有其它關係，因政府會繼續擁有隧橋及與營運者及政府部門的安排。

(十) 債券的目標投資者

準備發行的證券化債券將有一可觀部分售予香港的散戶投資者的，餘下的則會售予香港及國際的專業機構性投資者。

金融界，包括配售銀行和經紀行，可以成為指定配售代理機構，負責派發債券予散戶投資者，條件是他們必須達到相當於在香港發售零售債券的資格，這包括法律上、監管上和營運上的資格。這個安排保證了派發網絡能使用最全面和最廣泛的渠道，從而接觸到最大的投資者群。

所有配售代理機構的債券派發(包括零售債券)會由一位政府委任的環球協調行/安排行負責。

(十一) 投資者/公眾對政府有關追索和償還的安排

如議員指出，散戶投資者比較喜歡簡單和快捷的追索安排（如政府預先同意承擔某些風險）。詳細的追索機制會於發行文件中向所有投資者披露。個別散戶投資者將不需要向政府採取任何行動亦可受惠於該等追索機制。作為證券化的一般安排政府會委派一間獨立及有信譽機構，以受託人身份，負責保障所有投資者，包括散戶的利益，該受託機構亦會代表發行人執行有關「追索安排」的事宜。

(十二) 輔助性支出及年度非主要費用

雖然在政府接獲及考慮到由銀行投標內所包括的各項具競爭性的條款及正式聘用安排行以前，輔助性支出及年度非主要費用將不能作實。但估計則如下表：

- (i) 輔助性支出：約 1000-1500 萬港元另加安排費（將以債券總金額的百份比表達,並會由銀行投標）

以此發行量為例，這些典型的費用是用於支付債券化交易及其他債券發行(包括發行零售債券)及法律諮詢、信貸評級機構、會計及稅務、信託，以及其他對此發行項目提供服務的單位所收取的費用等。

- (ii) 年度非主要費用：約每年 150 萬港元用於支付獨立代理執行人，會計師及信貸評級機構等的收費。
