

第一章 — 未雨綢繆

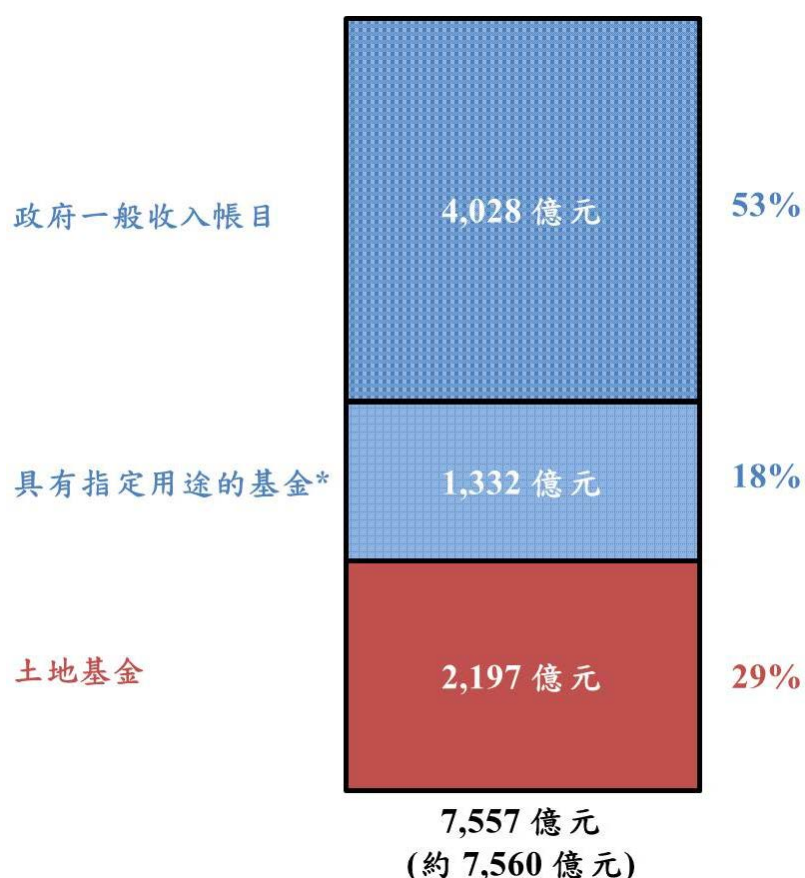
(A) 設立儲蓄計劃的需要

- 1.1 香港連續逾十年錄得財政盈餘，財政儲備高達七千多億元。我們是否真的需要設立「未來基金」？
- 1.2 工作小組在二零一四年三月發表的報告指出，人口老化，會為公共財政帶來沉重壓力。我們必須及早採取果斷行動，確保公共財政持續穩健，以應付將要面對的種種挑戰。
- 1.3 工作小組促請政府及早採取有效措施以解決問題；否則，穩健的公共財政狀況將會逐步轉差。假如政府開支仍長期按過往趨勢增長，並持續超越本地生產總值或收入的增長率，不出十年，香港便會出現結構性赤字。屆時，政府須動用財政儲備彌補不敷之數，而財政儲備也可能在其後約十年內耗盡。
- 1.4 設立儲蓄計劃，是透過預留款項作長線投資之用，務求在中長期間賺取較高回報。為了維持良好的財政紀律，儲蓄計劃的金額應與用以應付政府日常及短期需要、流動性較高的“手頭現金”截然劃分。
- 1.5 根據工作小組報告的長遠推算，香港未來數年仍會錄得財政盈餘，但此情況大概不會持久。工作小組**建議**政府未雨綢繆，在財政上仍可負擔的時期，預留部分財政儲備，用於或可賺取較高回報的長線投資。設立「未來基金」縱非解決全部問題的對策，但可以緩減將來的財政壓力。

香港的財政儲備

- 1.6 香港財政穩健，常為其他經濟體所稱羨。截至二零一四年三月底，政府的財政儲備達 7,560 億元(以整數計)，這個數字是政府各個帳目／基金現金結餘總額。其分項數字如下：

圖 1.1 — 財政儲備(截至二零一四年三月三十一日)



* 具有指定用途的基金包括資本投資基金、基本工程儲備基金、公務員退休金儲備基金、賑災基金、創新及科技基金、貸款基金及獎券基金，但不包括債券基金；債券基金的結餘不是財政儲備的一部分。

- 1.7 除了政府一般收入帳目的四千多億元結餘外，財政儲備其餘或約半數款額存於多個基金之內，而這些基金的涵蓋範圍和用途受當初成立有關基金所依據的法律條文規管。

1.8 值得注意的是，土地基金由臨時立法會在一九九七年七月一日議決通過成立，以接收和持有香港特別行政區政府土地基金在扣除開支後的所有資產。根據決議，土地基金的用途限於投資，而非提供政府服務。決議不容許政府從土地基金隨意轉撥資源至政府一般收入帳目或其他政府基金。財政司司長如決定動用土地基金，必須取得立法會批准。按照這審批機制，在二零零三／零四年度及二零零四／零五年度，1,200 億元及 400 億元的土地基金分別被撥入政府一般收入帳目，以應付自二零零零／零一年度以來因持續出現預算赤字而預期現金流不敷應用的情況。簡單而言，土地基金的結餘不能隨時調撥¹。

1.9 政府截至二零一四年三月底持有的 7,560 億元財政儲備，約為 21 個月的開支總額。鑑於未來數年可能仍會有財政盈餘，工作小組認為，政府可考慮運用土地基金來設立「未來基金」。

現行的財政儲備投資方式

1.10 自一九七六年以來，政府把財政儲備存放在外匯基金，以賺取投資收入。這項安排既能善用財政儲備作審慎投資，也讓外匯基金更有效地根據《外匯基金條例》(第 66 章)履行法定職能。

1.11 二零零七年四月，政府與香港金融管理局(金管局)就如何計算財政儲備的投資收入(包括土地基金投資收入)達成協議。此後，有關收入按以下方法計算，並以較高者為準：

- (a) 外匯基金的「投資組合」過去六年的平均年度投資回報率；及
- (b) 三年期外匯基金債券在上一個年度的平均年度收益率，以 0% 為下限。

¹ 土地基金的背景資料見附件 B。

- 1.12 財政儲備的投資收入是政府其中一個收入來源。二零零七年的協議有助提高投資收入的穩定性，而在編製財政預算案時，也較容易預測。在投資上獲得的合理回報，更有助保存資產的長遠價值。

海外參考資料²

- 1.13 工作小組在考慮設立儲蓄計劃的目標時，參考了海外多個主權財富基金的做法。在過去幾年間，主權財富基金的數目及所管理的資產總值急速上升。一般而言，主權財富基金是指具有特別用途的投資基金，或指為了達致財政目標而訂立的安排；資金來源通常是官方外幣運作、私有化項目的收益、財政盈餘，及／或商品出口收益。
- 1.14 主權財富基金的種類和政策目標主要視乎各國本身的情況而定，或會隨時日轉變。主權財富基金的典型例子是儲蓄基金。一般在政府錄得財政盈餘，而且沒有或只有少量國際負債的期間成立。過剩的盈餘可儲存作投資之用，以期將財富分配給新一代承繼（例如阿布扎比投資管理局、利比亞投資管理局）。政府可透過運用盈餘設立此類的基金，為將來提供財政現金流，讓跨代市民受惠。儲蓄基金的投資策略通常着重長線投資及賺取高風險回報。

² 主權財富基金的參考資料來自國際貨幣基金組織及主權財富基金國際工作小組發表的以下刊物：

- (a) Abdullah Al-Hassan、Michael Papaioannou、Martin Skancke 及 Cheng Chih Sung 合著的《主權財富基金：管治架構與投資管理》(Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management) (2013 年) (國際貨幣基金組織工作文件第 13/231 號)。
- (b) Udaibir S. Das、Yinqiu Lu、Christian Mulder 及 Amadou Sy 合著的《設立主權財富基金：政策及運作層面的考慮因素》(Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations) (2009 年) (國際貨幣基金組織工作文件第 09/179 號)。
- (c) 主權財富基金國際工作小組秘書處及該工作小組成員合著的《主權財富基金現行的機構做法及運作方法》(Sovereign Wealth Funds Current Institutional and Operational Practices) (2008 年)。

- 1.15 另一類常見的主權財富基金是退休基金，用以應付日益沉重而持續需要支付的退休金負擔。當中例子包括澳洲、愛爾蘭、新西蘭及智利。有些國家則設立穩定基金，在商品價格波動不定或受到外圍衝擊時，以基金發揮緩衝作用，減低對政府財政預算和經濟的影響，當中例子包括智利的經濟及社會穩定基金、俄羅斯的石油穩定基金等。
- 1.16 一些主權財富基金由中央銀行持有，並在財政管理方面扮演重要角色。其他基金則以儲備或國家投資公司的形式成立，享有高度的自主權，例如南韓的韓國投資公司、新加坡政府投資公司，以及新加坡的淡馬錫。

「未來基金」的目標

- 1.17 考慮到香港在財政儲備上的優勢，並參考了海外一些儲蓄計劃的目標，工作小組相信，「未來基金」的主要目標，應結合“儲蓄與投資”、“造福後代”，以及“增強財政的可持續性”三方面。
- 1.18 具體而言，工作小組**建議**「未來基金」應藉**長線投資賺取較高的回報**(詳見下文第 1.41 段)。工作小組明白，較高的回報，通常涉及較高的投資風險，兩者必須平衡兼顧。工作小組期望，「未來基金」可以在一段時間內穩健發展，讓政府在經濟急劇或長期下滑時，可以選擇動用基金，推行逆周期措施來刺激經濟，或以基金為抵押，為政府借貸爭取更有利的條款。

(B) 「未來基金」的體制安排

1.19 根據工作小組的長遠推算，在基準經濟情境的現有服務水平情況下，香港約在十年將會出現結構性赤字。能預留部分財政儲備作長線投資之用，時間不多。未來十年是關鍵時刻。政府如決意推行儲蓄計劃，必須爭分奪秒，從速進行。

1.20 工作小組認為，政府應以最快捷簡單的方式設立「未來基金」，並控制設立和管理「未來基金」的成本。

1.21 工作小組研究了下列方案：

- (a) **行政途徑**——根據這個方案，政府指定財政儲備的一部分，例如土地基金，作為「未來基金」的首筆資金，再定期把部分財政盈餘注入「未來基金」，作為增補。換言之，「未來基金」將會是財政儲備內的一個名義帳戶，主要包括土地基金的結餘及相關的投資回報，以及從政府一般收入帳目轉撥「未來基金」的增補部分。「未來基金」的投資，仍然受土地基金決議及《公共財政條例》(第2章)所規管，並由財政司司長決定。按照既定安排，財政司司長可指示金管局總裁管理「未來基金」。
- (b) **法團**——這個方案涉及成立一個法定團體並設有獨立的管理局及管治架構，運作決定全面以商業模式為本，力求靈活。這家投資公司可享有高度自主權，其運作模式則可仿效新加坡淡馬錫或韓國投資公司。
- (c) **信託基金**——這個方案涉及根據現行法規成立信託基金(例如根據《民政事務局局長法團條例》(第1044章)成立的關愛基金)，又或藉非法定模式成立信託基金(例如由商務及經濟發展局管理的電影發展基金)。與成立法團的方案一樣，擬成立的信託基金除了本身的管理局外，也設有執行委員會和投資委員會。

- 1.22 工作小組注意到，不論是成立法團或信託基金，均必須有法律依據。政府與立法機關或可能需要超過一年時間處理有關的立法工作，而在法團或信託基金成立後，處理相關的跟進工作(例如委任管理委員會及投資經理)也需額外的時間和開支。
- 1.23 然而，假如採用行政途徑，便無需設立新的法定管治架構。按照這個方案管理和運用「未來基金」，仍可沿用土地基金決議和《公共財政條例》(第 2 章)所訂的法律和管治架構為依據。
- 1.24 為確保「未來基金」可以盡快成立，工作小組建議採用最具效率，也最符合成本效益的行政途徑成立「未來基金」。

與財政儲備的關係

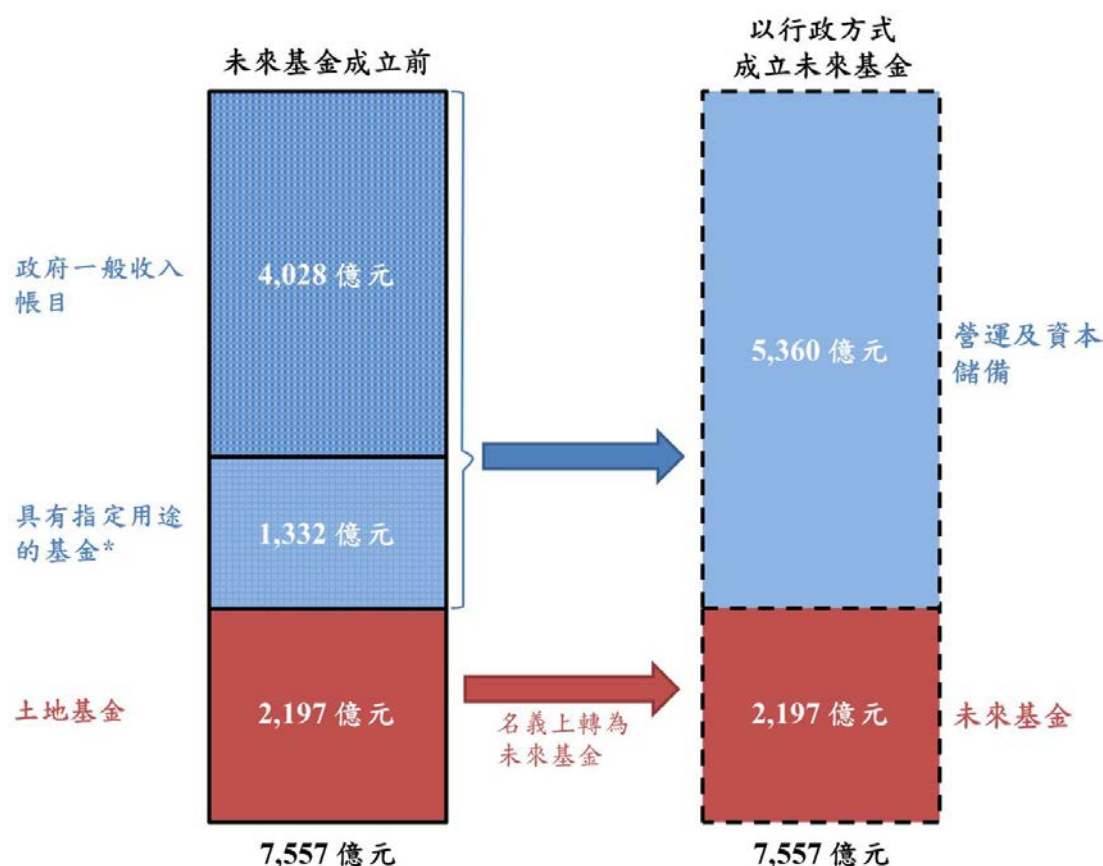
- 1.25 工作小組曾審慎考慮「未來基金」應否保留在財政儲備內，工作小組認為假如把「未來基金」從財政儲備中剔除，可向社會闡明存放於「未來基金」的財政儲備與其他財政儲備有所不同，不由得政府如常動用。
- 1.26 然而，工作小組注意到，假如從財政儲備中剔除「未來基金」，或會引起外界不必要的憂慮，誤以為香港的財政實力和宏觀經濟基礎轉弱，引致影響香港的信貸能力。此外，財政儲備結餘也是外匯基金的重要組成部分；財政儲備存放於外匯基金，有助增強公眾對港元和香港金融穩定的信心。截至二零一四年三月底，財政儲備結餘約佔外匯基金總資產的 25%。

1.27 工作小組經詳細考慮後，建議仍把「未來基金」列為財政儲備的一部分，而財政儲備會由以下兩個部分組成：

- (a) 「未來基金」；及
- (b) 營運及資本儲備。這個部分基本上是撇除「未來基金」以外的其他財政儲備結餘，包括政府一般收入帳目及各個具有指定用途的基金(土地基金除外)的結餘，是財政儲備中流動性較高的部分。

1.28 圖 1.2 顯示「未來基金」成立時的財政儲備結構——

圖 1.2 — 財政儲備的分布
(按二零一四年三月三十一日的情況顯示)



* 具有指定用途的基金包括資本投資基金、基本工程儲備基金、公務員退休金儲備基金、賑災基金、創新及科技基金、貸款基金及獎券基金，但不包括債券基金；債券基金的結餘不是財政儲備的一部分。

(C) 「未來基金」的資金來源

- 1.29 工作小組除了建議把土地基金現有約 2,200 億元作為「未來基金」的首筆資金外，還研究政府應否定期向「未來基金」注資。工作小組**建議**，只要在負擔能力範圍內，政府應考慮每年把財政盈餘的若干百分比撥歸「未來基金」，透過定期增補體現財政紀律。
- 1.30 工作小組明白，在長、短期的需要間要有所取捨。如把每年財政盈餘撥歸「未來基金」積存，轉撥的百分比愈高，可用作營運及資本儲備的結餘便愈少。工作小組經分析把每年盈餘的 25%、33% 或 50% 轉撥「未來基金」的不同影響。工作小組認為，從務實的策略而言，25% 至 33% 應是適當的轉撥範圍。
- 1.31 工作小組亦考慮採用兩層遞進模式，把財政盈餘轉撥「未來基金」。在境況“一般”的年度，增補比率可定於較低水平，但在境況“極佳”、盈餘“極多”的年度，增補比率便可較高。但由於預計錄得盈餘的年度不會太長及盈餘數額不會太多，工作小組經詳細考慮後認為，預計推行這個兩層遞進模式理據不足。況且，何謂“極佳”年度或“極多”盈餘，亦難以界定。
- 1.32 工作小組**建議**，政府可每年把大約四分之一至三分之一的財政盈餘轉撥「未來基金」；實際數額應按照每年的財政狀況及社會需要靈活調整。

(D) 「未來基金」的投資策略

1.33 工作小組考慮「未來基金」應由金管局管理或是交由外聘的基金投資經理進行投資。最後，工作小組建議，「未來基金」應繼續存放在外匯基金，理據如下：

- (a) 外匯基金既有具規模的投資基礎，也有專門知識，「未來基金」可從中受惠。外匯基金在長期資產投資方面累積了經驗和專門知識，可用以配合「未來基金」的目標；
- (b) 「未來基金」可以藉外匯基金投資規模的經濟效益，降低成本；及
- (c) 安排較為快捷。一如上文第 1.19 段所述，預期「未來基金」的營運期有限，故此另設機構和重新發展投資框架，不值得之餘也不合乎經濟原則。

1.34 工作小組也明白，繼續存放在外匯基金的做法，可增強外匯基金的財政資源，有助維持香港的金融和貨幣穩定。香港的財政儲備結餘大約是外匯基金總資產的 25%。

外匯基金的「投資組合」

1.35 現時，政府的財政儲備存放在外匯基金的「投資組合」，既為了保本，也為了維持流動性。「投資組合」以債券為主，股票為輔。在經濟向好或股市暢旺時，「投資組合」的表現雖然可能略遜於大部分股票基金，但在股票跌市或經濟大上大落時卻可以避免重大損失。

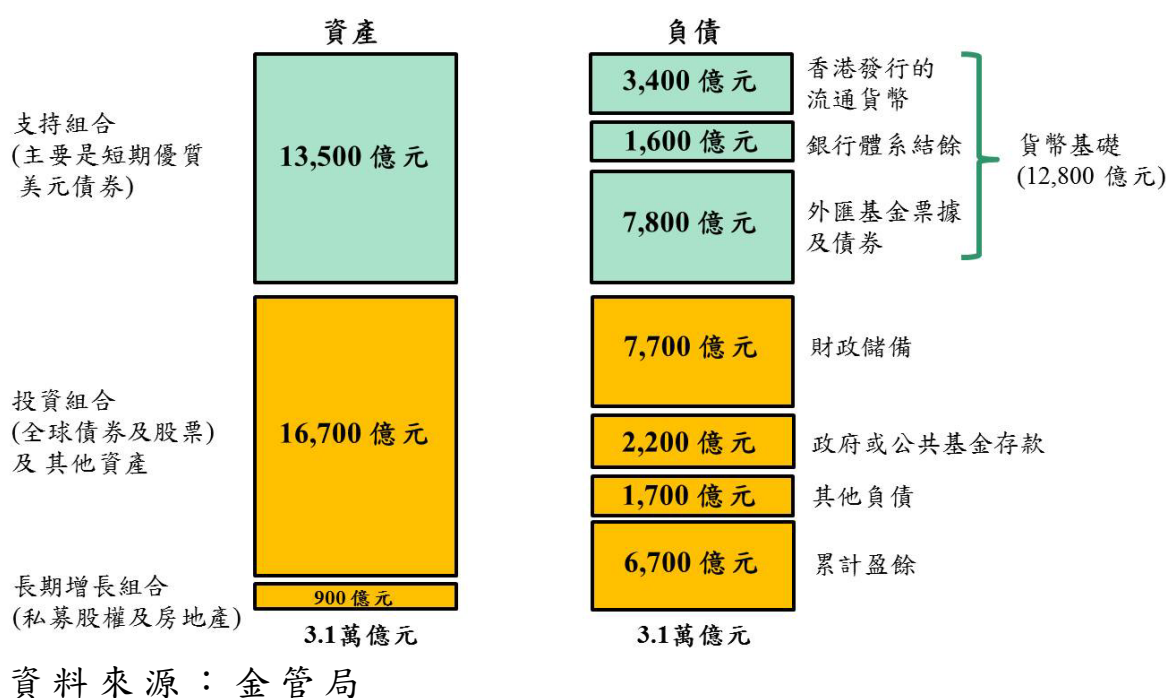
外匯基金的「長期增長組合」

1.36 自二零零八年起，外匯基金開始分散投資在新的資產類別，逐漸發展成為「長期增長組合」。現時，這個組合主要投資於私募股權及房地產，與一般主權財富基金的資產類別相近。

1.37 外匯基金「投資組合」所包括的傳統資產，風險較低，流動性高。相比之下，一些新資產類別流動性較低和風險較高，但卻可提供較高的中長期回報。基於審慎理財及控制風險的原則，外匯基金把「長期增長組合」的上限，定於外匯基金累計盈餘三分之一的水平³。

1.38 外匯基金「長期增長組合」至今的表現相當滿意。緊接二零零八至零九年的全球金融危機之後，資產估值偏低，為外匯基金進入私募股權市場及房地產市場帶來良機。截至二零一三年年底，這個組合自開始投資的內部回報率約為年率 16%。圖 1.3 顯示外匯基金截至二零一三年年底的整體資產分布概況⁴：

圖 1.3 – 外匯基金資產及負債



³ 金管局總裁陳德霖先生在二零一二年五月十四日該局《匯思》專欄發表的文章：《外匯基金投資多元化》。見 <http://www.hkma.gov.hk/chi/key-information/insight/20120514.shtml>。

⁴ 金管局總裁陳德霖先生在二零一四年七月二十八日該局《匯思》專欄發表的文章：《外匯基金：金融穩定的最後防線》。見 <http://www.hkma.gov.hk/chi/key-information/insight/20140728.shtml>。

1.39 外匯基金的「長期增長組合」由金管局外聘的私募股權投資及房地產投資經理管理。這個組合主要通過基金投資及合作投資等模式投資私募股權，而所投資的房地產則主要是海外大城市的優質商用物業。截至二零一三年年底，「長期增長組合」的資產類別及市值如下：

新的資產類別	市值(億元)	自開始投資至二零一三年年底以年率計回報率
私募股權	642	} 15.9% (內部回報率)
房地產	244	
總計	886	

註

1. 在二零一三年年底，尚待投資的承擔額為 802 億元。
2. 在二零一三年年底，長期增長組合的投資上限為累計盈餘的三分之一，即 2,200 億元。

「未來基金」的投資目標

1.40 對於「未來基金」的投資目標和投資方式，工作小組已詳加考慮。

1.41 如上文第 1.18 段解釋，「未來基金」的主要實際功能是藉長線投資賺取較高的回報。工作小組明白，具風險的長期投資工具大多不會或不能提供以年率計保證回報率。因此，工作小組認為難以為「未來基金」設定特定的目標回報率。作為一個務實的未來路向，工作小組建議可把「未來基金」的投資目標定為：

“在可接受的風險範圍內，追求較其他財政儲備根據金管局與政府二零零七年協定的投資所得為高的中長期回報”。

「未來基金」的投資方式

- 1.42 工作小組深明投資之道在乎求取風險與回報之間的平衡。常見的投資風險包括信貸風險、市場風險和流動資金風險。一般而言，回報潛力愈高，風險愈大。
- 1.43 截至二零一四年三月底，政府的營運及資本儲備已達5,360億元，大約相當於政府15個月的開支。因此，「未來基金」有能力投資於風險較高的資產。不過，「未來基金」確切能夠承受多大的風險，最終視乎有關方面因應當前市況，而作出的專業判斷和精確權衡。
- 1.44 經諮詢金管局後，工作小組探討了在不同搭配的投資組合下，如何在風險與回報之間取捨。例如，將「未來基金」50%或以上的資產投放在「長期增長組合」，其餘的則投放在股票、債券及「投資組合」。根據二零零四年以來的數據(因應「長期增長組合」於二零零八年才推出，並適當採納了其他相關的市場數據)，工作小組留意到，由各種不同搭配組合而成的長線投資，以年率計回報率通常較財政儲備(根據二零零七年與外匯基金的協議)所賺取的更多。不過，若加上以年率計波幅的考慮後，這些不同搭配投資組合在經風險調整後⁵的表現卻大相逕庭。
- 1.45 工作小組明白，在決定理想的投資方式時，除了經風險調整的投資回報外，流動資金需求及其他因素也同樣重要。就「未來基金」而言，在決定投資組合時，也應考慮下列因素：
- (a) 政府的**流動資金需求**：在未來數年，營運及資本儲備的結餘仍然充裕，政府要動用「未來基金」的機會不大，所以理論上「未來基金」的投資可較為進取。然而，再過十年，人口老化令營運及資本儲備日益減少的風險便會逐漸浮現。屆時，政府便有更

⁵ 經風險調整的投資表現可以藉工具衡量，例如夏普比率(Sharpe Ratio)。夏普比率是每單位風險的超額回報(組合回報減去無風險回報)的比率。比率愈高，組合經風險調整的回報愈佳。

迫切的需要動用「未來基金」，其資產配置便須予調整。

- (b) **投資年期**：較長期的投資可承受按年的投資市場波動、包括在個別年度出現較遜色回報的可能，亦可望在中長期賺取較外匯基金「投資組合」更好的回報。為了讓長線投資有更充裕的時間創造更佳的回報，工作小組認為「未來基金」應設定十年禁止提款期。理論上，在這十年期內，投資組合在初期承受風險的能力應較其後的為高。
- (c) **市場動態**：管理投資組合，必須密切監察市場上的各種變化，包括利率變動、地緣政治局勢、熱錢流向、物業市場走勢、經濟危機威脅等。雖然「未來基金」應以爭取較佳的投資回報為目標，但工作小組明白，硬性規定投資組合的成分是不切實際的，投資組合應取決於當時的經濟及市場狀況。
- (d) **產品供應及風險分佈**：投資長期資產不能輕率冒進。資金必須待至適當時機，即市場上有可供投資而前景理想的合適產品類型時，才可動用。為免集中於同年投資或集中投資於同類產品，也為了分散風險和利便重組投資組合，「未來基金」可能需要定期調整其資產分布，以分散投資於不同年份，或不同類型的產品。

1.46 外匯基金「長期增長組合」的以年率計回報率頗為理想。工作小組已因應「長期增長組合」的投資規模，考慮「未來基金」應投放多少於這個組合。外匯基金現時的「長期增長組合」的資產市值約為 1,000 億元；其上限為外匯基金累計盈餘的三分之一，即 2,200 億元左右。假如「未來基金」在往後幾年悉數投資於「長期增長組合」，視乎同期外匯基金本身會否將「長期增長組合」投資額提高至上限，「長期增長組合」投資額便會由約 1,000 億元增至 3,200 億元或 4,400 億元。縱使整筆投資額可分散在不同年份投放，每年的投資額依然相對龐大，要在長期資產市場物色投資機會，同時又保持投資質素，殊非易事。

- 1.47 總括而言，由於有需要分散投資於不同年份及不同類型的產品，加上「未來基金」數額龐大，而且必須在預期該基金為時不長的營運期內盡快作出長線投資，工作小組認為，合理的安排是把「未來基金」約一半的金額(即 1,000 億元左右)預留投資於「長期增長組合」。這樣的安排已會令外匯基金現時的「長期增長組合」投資額增加一倍。
- 1.48 工作小組在現階段不擬否定任何長線投資方案，並認為不宜或無從訂立硬性或嚴格的資產分布規定，作為「未來基金」的投資指引。因此工作小組建議：
- (a) 權衡風險與回報、投資年期、政府的流動資金需求等因素，投資策略宜盡量靈活變通，並可以定期調整。
 - (b) 把「未來基金」約一半款項存放於外匯基金的「長期增長組合」是合理的安排。其餘款額則可投放於外匯基金的「投資組合」、債券、股票或其他長期投資產品。
 - (c) 「未來基金」宜在數年內分階段存放於「長期增長組合」，以達至分散投資產品及年份，而且可以讓外匯基金因時制宜，在合適時機(而非設定一成不變的限期)作出恰當的投資和出售資產。
 - (d) 「未來基金」當中投資於外匯基金「投資組合」的部分(與「未來基金」成立前財政儲備的處理方法一樣)，應繼續賺取根據二零零七年協定的方法計算出來的投資回報(見上文第 1.11 段的解釋)。
 - (e) 「未來基金」會作為外匯基金的一部分來管理，因此會受現行有關外匯基金投資管理制度所規範，及外匯基金諮詢委員會就外匯基金投資指引，作出投資選擇程序、風險控制和合規監察等事宜的監察。另一方面，考慮到「未來基金」的投資目標、政府的流動資金需求、目標資產分布、投資表現和投資環境等因素，金管局應至少每年一次就「未來基金」的投資策略和資產分布，諮詢財政司司長、財經事務及庫務局局長，以及財政司司長認為合適的其他人士。

(E) 「未來基金」的提款安排及指定用途

「未來基金」的提款安排

1.49 「未來基金」擬預留作長線投資，為期至少十年。然而，一旦經濟突然逆轉，引致營運及資本儲備銳減，政府便須考慮採取以下對策：

(a) 中斷在外匯基金的十年存放期，提早提取款項，並承擔損失；

(b) 進行債務融資或把資產證券化；或

(c) 雙管齊下，同時採用上述兩個方案。

1.50 工作小組認為，審慎的做法是設立預警系統，以釐定營運及資本儲備結餘的臨界水平，如結餘低於該水平，政府便應警覺和應對，並應考慮制訂應變計劃。工作小組又認為，臨界水平應標明為相當於若干個月政府開支總額或淨額(即預期開支減去預期收入)。

1.51 如圖 1.4 所示，財政年度首數個月往往出現現金流量短缺的情況，原因是政府在下半年度才收取大部分的收入(例如利得稅及薪俸稅)。圖 1.5 的分析顯示，政府在一一年內現金流量不足之數，可能多至三至四個月的開支總額，或相當於六個月的現金流出淨額(自一九九八／九九年度至今的 16 年內，有九年出現這種情況)。

圖 1.4 — 政府的現金流動模式(圖解)

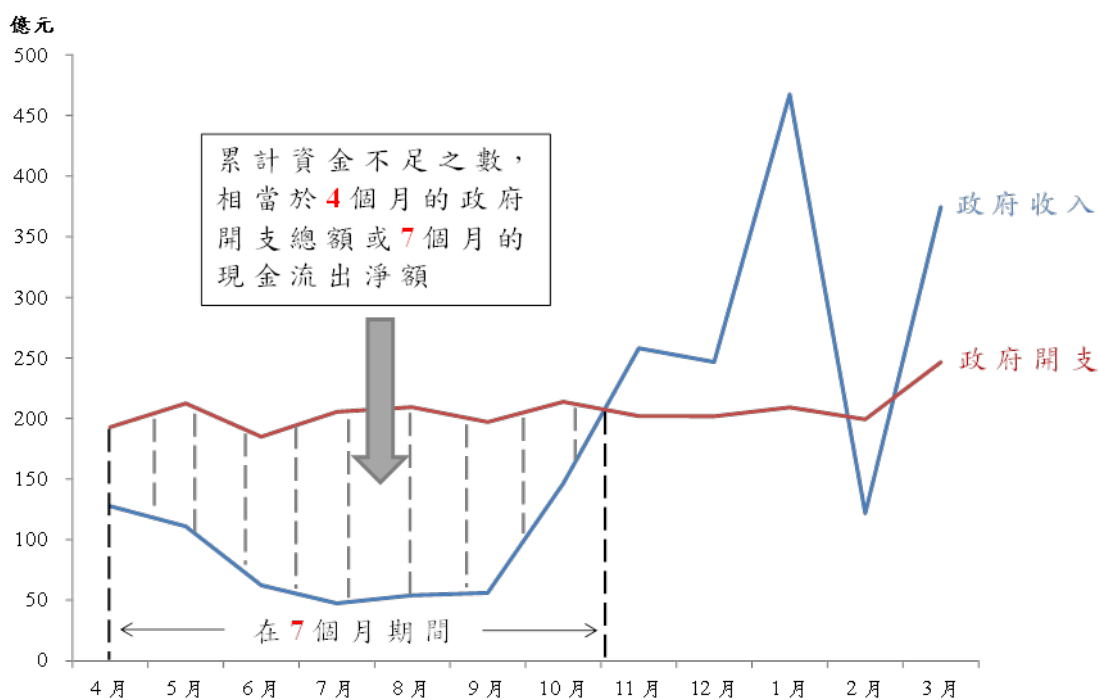
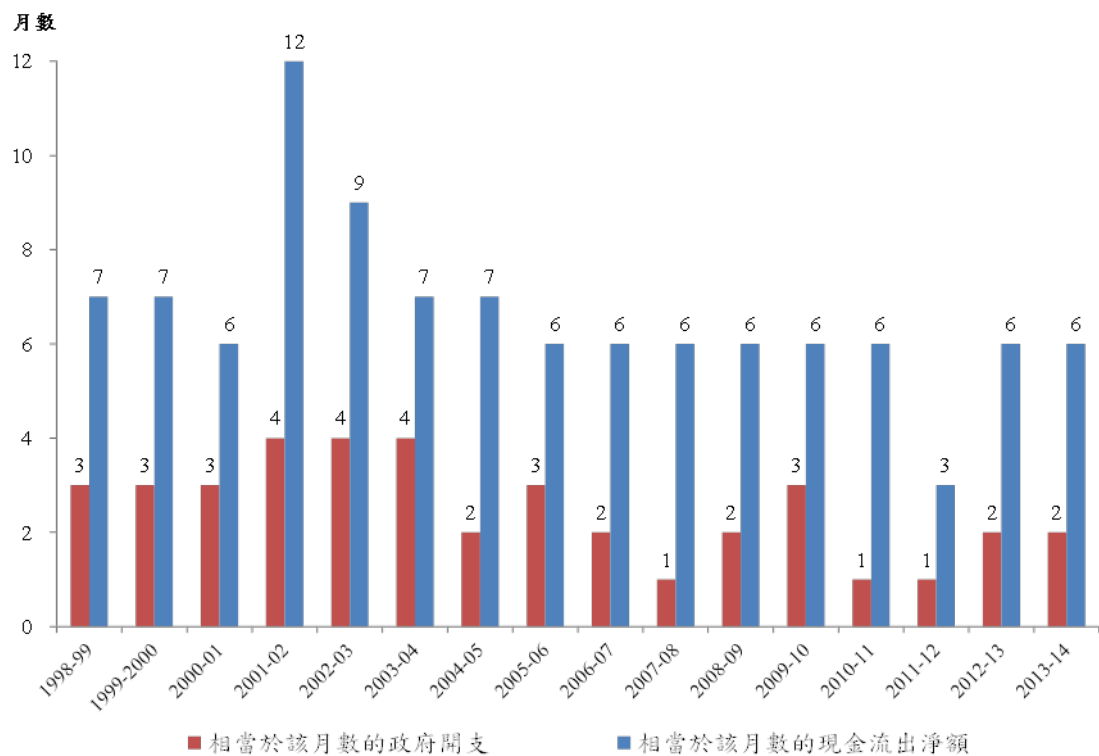


圖 1.5 — 現金流量短缺的最高款額(過去趨勢)



- 1.52 工作小組有留意有關政府開支總額的推算，準確度高於現金流出淨額的推算，因為後者涉及對未來收入的推算，往往反覆不定，易生變化。工作小組認為，臨界水平應以若干個月的政府開支總額(而非淨額)來釐定。
- 1.53 營運及資本儲備必須備有相當於三至四個月政府開支總額，以便在年內現金流量不足的期間應付所需。除此以外，還須預留合理的緩衝款項，作應急之用(例如在經濟逆轉時應付額外福利開支)，金額可設定為相當於政府兩個月的支出。預留緩衝款項，也可讓政府有充足時間知會金管局可能從「未來基金」提取款項，以便金管局作好準備(因為基金款項會存放在長線投資項目，較難即時套現)。因此，工作小組**建議**，臨界水平應設定為相當於六個月的政府開支總額，即應付四個月開支另加兩個月緩衝款項。
- 1.54 這項啟動安排是為了方便監察追蹤情況。假若營運及資本儲備的結餘僅可應付六個月的政府開支總額，着實令人擔憂，但這**並非**必然或自動構成從「未來基金」提取款項的理由。工作小組**建議**，政府應先盡力採取其他各種可行的方法，包括進行債務融資或把政府資產證券化，最後才考慮動用「未來基金」或中斷基金的十年存放期。

「未來基金」的指定用途

- 1.55 作為參考，如果「未來基金」的投資回報平均每年為5%，而政府可定期每年把盈餘的33%注入「未來基金」，在營運及資本儲備結餘觸及所訂水平，即相當於六個月政府開支總額時，「未來基金」的結餘便會相等於大約六至九個月政府開支總額(視乎假設的開支水平而定)。這可不算多。

1.56 如果「未來基金」的投資回報較每年 5% 高出一至三個百分點，其結餘會如下：

表 1.1— 營運及資本儲備相當於六個月政府開支時
「未來基金」的推算結餘

假設平均 每年回報	「未來基金」的推算結餘 (相當於以下月數的政府開支)	
	現有服務水平 [#]	按歷史趨勢增長 [*]
5%	9 個月	6 個月
6%	10 個月	7 個月
7%	12 個月	7 個月
8%	13 個月	8 個月

[#] 在基準經濟情境的現有服務水平情況下，即假設開支只會因應人口變化及價格變動而調整，而由現在至二零四一／四二年度，教育、社會福利和衛生服務一直維持不變，凍結在當前水平。

^{*} 在基準經濟情境而服務水平按歷史趨勢增長的情況下，即假設教育、社會福利和衛生的服務水平，平均合共每年增加 3%。

1.57 由於十年後政府及社會的需要難以預計，故不宜限定「未來基金」的用途。事實上，當政府在二零零三及二零零四年動用土地基金時，目的是用以應付政府營運資金不足的情況，即涵蓋所有用途。

1.58 工作小組認為，假如營運及資本儲備結餘低至僅僅相當於六個月的政府開支總額，而政府亦用盡其他可行的應急方案(包括進行債務融資或把政府資產證券化)後仍要動用僅有的長期儲備，那「未來基金」理應只限於用以應付絕對必要的開支項目。該等項目無論在技術上被列為非經常開支項目、經常開支項目，還是一次過的開支項目，並不重要，重要的是這些項目有迫切需要。

1.59 解決一時的燃眉之急，相對應付社會持續較長遠的需要，兩者在資源有限的時候，此消彼長，未必能同時兼顧。工作小組認為，即使情況嚴峻到了非要動用「未來基金」不可的地步，也不應只為了填補當前資金不足和推出即時紓解民困的措施，而應同時考慮**投放資源，推行逆周期措施，以重振經濟，刺激增長**。這些推動經濟增長的措施包括投資重要基建項目及推行其他逆周期措施。「未來基金」既然不是恆常的資金來源，就不應賴以支付經常開支，除非已用盡所有其他可行的集資方法，始作別論。

(F) 對「未來基金」的意見

- 1.60 自工作小組報告在二零一四年三月發表以來，香港設立「未來基金」的建議引起公眾廣泛關注及討論。有人質疑是否需要設立「未來基金」，因為他們不相信香港確會面對結構性赤字問題，也不明白為何政府的資源只備而不用，而不是用以解決當前更為迫切的問題。
- 1.61 有些界別支持儲蓄概念，但殷切期望資金可投放於他們心儀的範疇。有人認為，除非「未來基金」可賺取較高回報，否則設立「未來基金」的意義不大，但他們卻又關注到，政府一向以審慎為重，現有的投資工具及承受風險能力會令政府的投資回報有所限制。
- 1.62 工作小組感謝公眾提出寶貴的意見及建議，並希望這份報告可讓市民明白，「未來基金」只是一個可行的長線投資方案，旨在加強財政紀律，以保障香港的長遠利益，使之不會因應付短期而顯得較迫切的需要而受損。顧名思義，「未來基金」就是為未來而設。設立基金並不是解決問題的全部對策，但可以減輕將來的財政壓力，也有助緩減可能在不久將來出現的結構性赤字對香港經濟造成的負面影響。

(G) 建議

1.63 工作小組重申，面對接踵而來的財政挑戰，政府必須一如既往，尋找經濟增長機遇，嚴格控制開支增長，以及穩定和擴闊收入基礎。在可行的情況下盡快設立「未來基金」，作出較長遠且收益較高的投資，是具建設性的應對措施，卻並非解決財政問題的全部對策。

1.64 工作小組提出下列建議：

- (a) 「未來基金」應在可接受的風險範圍內，追求較其他財政儲備根據金管局與政府二零零七年協定的投資所得為高的中長期回報。
- (b) 「未來基金」應仍是財政儲備的組成部分，只是透過行政途徑以名義帳目的方式持有。至於「未來基金」以外的其他財政儲備，則以“營運及資本儲備”命名。
- (c) 「未來基金」應存放於外匯基金，作為期十年的投資(起碼首筆資金如是)。「未來基金」的投資策略宜盡量靈活變通，在權衡風險與回報，並考慮投資年期、政府的流動資金需求、市場動態、投資產品供應等因素之後，可以定期調整。
- (d) 土地基金將訂為「未來基金」的“首筆資金”，另加恆常注資，即每年將盈餘大約 25% 至 33% 定期從政府一般收入帳目轉撥至「未來基金」。
- (e) 「未來基金」約一半款項或可分階段投放於外匯基金「長期增長組合」，其餘款項則可投放於債券、股票、其他長期投資產品或外匯基金「投資組合」。

- (f) 存放於外匯基金的「未來基金」會受到現行外匯基金投資管理制度所規範，以及外匯基金諮詢委員會的監察。此外，金管局應經過考慮「未來基金」的投資目標、政府的流動資金需求、目標資產分布、投資表現和投資環境等因素後，至少每年一次就「未來基金」的投資策略和資產分布諮詢財政司司長、財經事務及庫務局局長，以及財政司司長認為合適的其他人士。
- (g) 除非營運及資本儲備跌穿某個水平，而政府又已用盡所有其他可行的應急方案(例如進行債務融資或把政府資產證券化)，否則不宜動用「未來基金」。概念上，這個水平可以是指營運及資本儲備的結餘低至大約相當於六個月的政府開支總額。
- (h) 解決一時的燃眉之急，相對應付社會持續較長遠的需要，兩者在資源有限的時候，此消彼長，未必能同時兼顧。工作小組建議，即使情況嚴峻，到了非要動用「未來基金」不可的地步，也不應只為了撥款以填補當前資金不足和推出即時紓解民困的措施，而忽視或大幅減少逆周期投資、重振經濟、刺激增長的措施。

