

## 人民幣投資產品及資產管理業務的新領域 香港證券及投資學會“證監會執行董事系列”研討會演說

張灼華女士  
證券及期貨事務監察委員會副行政總裁

2013年1月23日

### 引言

各位先生、女士，午安！

首先感謝香港證券及投資學會邀請我出席今天的活動。香港證券及投資學會一直致力促進監管機構與市場參與者之間的溝通，這對市場發展及有效監管至為關鍵，值得讚許。

過去幾年，監管機構向市場傳遞的信息大多圍繞規管、風險管理及業界需要改善之處等議題，這些無疑是重要的。現時距離金融危機爆發已四年多，相信各位都想我分享一些較輕鬆的議題，例如未來的前景與展望，而不是檢討過往有哪些不足。

所以，今天我想談談一些規管以外的議題。眾所周知，香港已定位為國際資產管理中心及首要的離岸人民幣中心。上星期，大家都對擴大人民幣合格境外機構投資者（Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor，簡稱 RQFII）試點計劃感到非常雀躍。RQFII 是個了不起的計劃，我們都引以為傲。RQFII 更帶領我們超越競爭對手。不過，我們下一步需要做的，是尋求並突破新領域。今天，我想就資產管理及離岸人民幣業務的下一個突破口，分享自己的願景。

### 香港資產管理業的現況

讓我們先了解現時香港資產管理業的情況。

根據業界的估計，2012年零售基金的總銷售可達550億美元，將會超過2007年金融危機爆發前錄得的紀錄，創下歷史新高。儘管2012年挑戰重重，但香港的資產管理業仍然展現強勁增長，證明行業靈活多變，在創新及了解投資者需求方面尤為出色。

### RQFII 與資產管理

在香港資產管理業發展的眾多里程碑當中，以 RQFII 基金最為矚目，相信它的成功可為下一個突破奠定基礎。我會先講解 RQFII 的來龍去脈，相信有助大家更明白我的想法。



## RQFII 的歷史

RQFII 基金於 2011 年 12 月底在香港市場面世，但實際上，關於 RQFII 的準備工作始於 2009 年。

RQFII 的理念一部份源於我們的構思，一部份是對當時市況的回應。有關 RQFII 計劃的構思，或確切地說是初步想法始於 2009 年，即金融危機爆發期間。當時，雷曼兄弟集團剛剛倒閉，很多重要的金融機構能否倖存受到重大質疑。

當時，香港一些最大及交易最活躍的 ETF，是透過衍生工具與內地市場掛鈎的合成 ETF。這些衍生工具稱為中國 A 股連接產品（CAAP）。CAAP 由 QFII 額度持有人，通常是重要的國際投資銀行發行。雖然這類合成 ETF 深受歡迎，但 CAAP 卻令 ETF 投資者需要承擔 CAAP 發行商的信貸風險。金融危機爆發後，很多監管機構都注意到交易對手的風險，我們當然也是其中之一。

內地監管機構亦同樣表示關注我們推出的合成 A 股 ETF。這些是香港的投資產品，但卻與 A 股掛鈎，內地監管機構自然想知道我們對有關情況的看法。2009 年年初，我與內地監管機構談及此事。我向內地監管機構介紹了香港針對交易對手風險的現行措施後，便首次提議讓證監會持牌資產管理機構取得合格境外機構投資者（Qualified Foreign Institutional Investor，簡稱 QFII）的資格，以便可以有真正的實物 A 股 ETF，投資者便不用承擔交易對手的風險。當時，我的出發點非常簡單。我們的 A 股 ETF 廣受歡迎，但資產管理機構卻沒有 QFII 資格，這對他們和投資者都不利。我們應該為香港機構爭取 QFII 額度，就是這麼簡單。

其後，內地政府公布一項試點計劃，在五個城市開展跨境貿易人民幣結算業務。很明顯，中央政府正為擴大人民幣在境外的使用邁出重要的一步。我們當時很清楚，要提升人民幣在境外的認受性，單靠貿易結算並不足夠，必須要有人民幣資產，讓境外的人民幣持有人可以人民幣來投資。如果人民幣不能取得投資回報，境外投資者持有人民幣的意願就不高。當時，香港已有少量的人民幣金融產品，如個人的人民幣存款及少量的人民幣點心債券。我們已處於成為離岸人民幣中心的極佳位置。我們需要做的，是盡快在香港擴展人民幣投資產品的種類。在該情況下，顯而易見，我們應該向內地當局建議，為香港爭取特別的人民幣 QFII 計劃。就在那年，我們將爭取港幣 QFII 的建議改為爭取人民幣 QFII。

2010 年初夏，我們開始與內地當局商討人民幣 QFII 的架構及有關規則。大家均對此感到十分興奮，並親切地稱其為“小 QFII”，相信在座不少人士都記得這個名稱。

人民幣 QFII 牽涉眾多複雜的問題，包括境外資金進入內地資本市場、跨境人民幣流動及人民幣在境外的使用等，涉及內地多個部門。內地當局更用了一年多時間來制訂政策，並最後決定先在小範圍內開展這個計劃，起初只讓內地券商及基金管理公司在香港的持牌資產管理子公司取得投資額度。



李克強副總理於 2011 年 8 月訪港期間，公開宣布支持 RQFII 計劃（正式批准“小 QFII”並給予正式的名稱），最終在 2011 年 12 月，中國證券監督管理委員會（中國證監會）、中國人民銀行及國家外匯管理局這三家負責該計劃的內地監管機構聯合發佈 RQFII 規則。

到了 2012 年 2 月，我們共認可了 19 隻非上市 RQFII 零售基金。各位可能還記得，當時市場上有一些質疑，為甚麼我們可以在這麼短的時間內認可 19 隻 RQFII 基金。正如我們所說，當時在內地正式發佈相關法規之前，我們已開始審批這類的申請，評估它們是否符合我們的監管要求。但重點是，符合 RQFII 資格的基金管理公司在李克強副總理訪港後，立即埋首工作，爭分奪秒，力求達到我們對零售基金的所有要求。在香港與其他地區競逐人民幣業務的時候，這種積極進取的態度是可取的。

RQFII 基金在最初推出時，曾引起一些負面評論。有人認為，有關產品銷情欠佳，主要因為產品特點大同小異（該等產品在投資範圍和投資策略方面受到一些結構性的限制），不少基金經理在本港市場鮮為人知，而且本地投資者並不熟悉有關基金所投資的內地銀行間債市。這些意見可能過於苛刻。平均而言，該等基金在首次推出時獲得約五成的認購率。對於像香港這樣提供廣泛產品選擇的成熟市場來說，這個成績已算不錯。在我看來，這些基金肩負一項非常特殊的使命，就是為我們的人民幣投資產品市場帶來新突破。這是有史以來首次有證監會認可基金獲准以人民幣直接投資於內地的股票市場及銀行間債市。單就這方面而言，這些基金已經獲得成功。同時，它們亦向內地顯示，RQFII 計劃利用香港的資產管理平台，連繫離岸人民幣市場及內地的資本市場，實在是一項行之有效的安排。

兩個月後，RQFII 計劃的投資額度很快便進一步擴大，內地當局在 2012 年 4 月公布，增加 500 億元人民幣 RQFII 投資額度給證監會認可並在香港上市的 A 股 ETF。目前，共有四隻 RQFII ETF 推出市場。截至 2012 年 12 月底，有關 ETF 管理資產總額約 440 億元人民幣。在推出後的短短三個月內，其中一隻 RQFII A 股 ETF 更成為全港交投第二活躍的 ETF。

2012 年 11 月，國務院批准進一步增加 2,000 億元人民幣的 RQFII 投資額度。我們正與內地多個部門進行高層溝通，商討如何擴大符合 RQFII 資格的申請人的範圍和放寬 RQFII 的投資限制。

### *RQFII 的重要性*

在內地及香港的金融業和監管機構的共同努力下，不到一年的時間就在市場推出了一個總值人民幣 560 億元的新產品類別（包括 440 億元人民幣的 RQFII ETF 和 120 億元人民幣的非上市 RQFII 零售基金）。

RQFII 計劃可能是不少內地資產管理公司發展歷程中的分水嶺。在 RQFII 計劃推行前，這些公司缺乏或僅有少數渠道接觸國際資金，他們的品牌在境外亦欠缺知名度。RQFII 產品的面世讓這種情況從此改寫。一些 RQFII ETF 經理告訴我，自他們的 RQFII 產品在香港推出以來，全球最大的退休基金及機構投資者紛紛前來和他們會面，並希望他



們管理一部分的資金。**RQFII** 產品讓這些內地公司有機會證明他們的實力，繼而在國際資產管理業佔一席之地。隨著 **RQFII** 計劃進一步擴大，更多本地金融機構將會符合資格，因此我們不難預見，新的市場參與者和資金將從世界各地紛至沓來。

與此同時，**RQFII** 計劃還有雖不明顯但意義深遠的影響。對內地和本港的監管機構來說，**RQFII** 產品的推出將跨境監管合作提升至更新及更高的水平，當中不單涉及新規則的設立，更須在內地與香港兩地進行金融基礎設施、相關系統和公司層面的聯網測試，並運用監管智慧應付複雜多變的環境。我們成功向內地展示，香港證監會能充分理解內地複雜的政策，並能夠解決技術、運作、系統及後勤安排等各方面的問題。有了這一良好的合作經驗，加上 **RQFII** 試點計劃的成功推出，使內地當局有信心與我們繼續合作，推出更深入的資本市場開放措施。內地當局看到，香港的基金可以作為一種理想的投資工具，幫助他們把內地資本市場與國際市場相聯接。而我對於我們下一個發展方向的願景便由此而來。

### 下一個發展方向：內地與香港兩地基金產品互認

各位，我的願景目標是希望內地與香港兩地能夠為彼此的零售基金建立一個互相認可的平台。**RQFII** 的成功，顯示了人民幣及內地市場的強大吸引力。因此，我們下一步便應在這些經驗的基礎上進行大膽的嘗試。

同樣地，這個故事可以從 2009 年說起。我記得當年在一次非正式會議上，我向內地官員提出基金互認這個構思，當時該名官員以典型的中國式謙恭態度報以微笑，問我香港是否已經準備好批准和接納內地認可的基金。我想你們已猜到我當時怎樣回應。這番對話為一項持續多年的工作拉開序幕，而我相信這項工作將可為內地與香港兩地在金融業方面及更廣泛的經濟層面的合作帶來更美好的前景。

正如大家所知，自 2006 年 4 月以來，部分獲證監會認可的基金已能夠透過 **QDII** 計劃間接地在內地出售。我們是首家與所有內地金融監管機構，即中國證監會、中國銀監會及中國保監會簽訂諒解備忘錄的監管機構。根據該等諒解備忘錄，內地金融機構可以為內地投資者開發投資於證監會認可基金的外幣理財產品。這項安排為我帶來了靈感—如果內地與香港兩地的基金能夠直接在對方的市場出售，我們便可以集結力量，構建一個極具規模的平台。到了 2009 年，我覺得提出這個理念的時機到了。

### 基金產品的互認

在告訴你們這個項目的進度之前，請容許我首先講明我們對這個項目的預期、項目的運作方式以及我們希望達成的目標。

一般而言，在沒有互認安排的情況下，擬於本地市場發售的海外基金須先獲得本地的監管機構認可。如果認可該基金的海外監管機構與基金經理擬銷售基金之地的監管機構設有互認的安排，那麼，當基金銷售地的監管機構處理有關申請時，將會視該等基金已大致上符合當地的規則。在這種情況下，儘管基金在銷售前仍需尋求當地監管機構認可，但整個過程將得以簡化。



現時，我們已經與台灣（僅限於交易所買賣基金）及澳洲設有基金互認安排。互認安排讓設立基金、尋求認可及發售基金的程序得以簡化，從而節省成本和時間。然而，內地與香港兩地的跨境基金銷售情況卻有所不同。由於內地實施資本項目管制，在內地與香港兩地之間跨境銷售基金，實際上是困難重重的。香港的認可基金並沒有直接銷售予內地投資者的渠道，而境外投資者亦不能投資於內地認可的基金。內地與香港兩地的基金互認安排，將會首度打開兩地基金互相流通的大門，這將會是一項重大突破。

根據這項安排，我們預期在香港註冊成立及營運的證監會認可基金將可享有“獲認可香港基金”的地位，而合資格的內地基金則可享有“獲認可內地基金”的地位。該等獲認可基金將可獲准並直接在對方的市場發售。

最近有傳媒報道有關內地與香港兩地的基金通行證一事。我想在此做出澄清，我們的短期目標並不是要設立一個基金通行證。通行證意味著當一個基金獲得它的本土監管機構認可後，便可透過通行證自動進入任何承認該通行證的市場。歐盟的可轉讓證券集體投資計劃（簡稱為 UCIT）就是基金通行證的一個例子。我們不能好高騖遠。在內地仍然實施資本項目管制，以及人民幣不能全面自由兌換的情況下，我們必須先以基金互認計劃作為開端。雖然獲認可基金可享有特權，能迅速地進入其他市場，但在進入對方市場前仍必需經過當地監管機構把關。

### *為內地和香港帶來的機會*

顯然易見，有關措施將會帶來令人振奮的新機遇。這對我們到底有何意義？

首先，你們將可以在內地銷售獲認可的基金。鑑於內地的儲蓄率甚高，市場滲透率卻比較低，加上經濟增長迅速，我們認為，內地市場蘊含巨大潛力。

另一方面，獲得認可的內地基金加入香港市場，將會令我們市場上的產品選擇更為豐富。現時，內地市場的零售基金種類繁多。我相信，這些基金對香港及國際的投資者均有極大的吸引力。換言之，這些基金將會為本地的投資產品分銷商帶來更多商機。

有關安排對內地而言亦同樣具有吸引力。首先，內地的基金經理可以直接接觸有意在不斷增長的內地市場發掘商機的國際投資者。內地土生土長的基金經理在管理投資於內地市場的基金方面擁有先天優勢。透過基金互認安排，內地基金經理可以發揮其相對優勢，吸納這些有意投資於內地的國際資金。

第二，香港會為內地的基金經理提供一個平台，讓他們與其他國際市場參與者一同競爭、學習國際準則、了解國際投資者的要求及喜好，以及在國際上鞏固自身的品牌。在全球的資產管理產業鏈當中，香港的客戶服務及銷售尤其出色。內地基金經理可以從中學習，將吸收到的知識轉化為新的優勢，並在其內地業務中加以運用，藉此提升他們的整體服務質素及風險管理，使內地的客戶得以受惠。



內地投資者亦能從中獲益。他們將會享有更多的投資選擇。證監會認可基金種類繁多，差不多涵蓋全球所有投資市場。獲認可的香港基金將會給內地的資產管理市場帶來新的競爭。競爭會令內地投資者的投資成本下降，並獲得更有價值和更好的服務。

### *在內地境外更廣泛地使用人民幣*

目前，多個人民幣離岸中心正在互相競逐，爭相成為最重要的離岸中心。誰能率先建立擁有大量人民幣投資及金融產品的市場，同時又能提供充分的流動性和較高的流通速度，就能脫穎而出，其餘就只能成為其附庸。

由於我們早著先機，現時我們領先於其他人民幣中心。我們擁有最多的人民幣存款，以及相對較多元化的人民幣投資產品，包括人民幣存款、債券、股票及債券基金以及 RQFII 基金、上市人民幣產品如房地產基金（REIT）、黃金 ETF、RQFII ETF 等，以及上市股票。不過，相對於內地經濟、外貿及資本市場的規模，以及國際市場對人民幣的潛在需求，我們的人民幣資產市場的規模仍微不足道。上星期內地有關當局表示，長遠將擴大 RQFII 額度，各位都應該感到十分興奮。當然，所有額度並不會一次過批出，但內地有關方面已確認，所有符合新規定的證監會持牌資產管理人均可成為合資格參與者。我希望，我們能夠透過這次機會推出更多不同的投資產品，吸引廣大投資者。然而，隨著內地經濟不斷增長，資本市場持續擴大，即使 2,000 億元人民幣的新增額度全數批出，相對於國際市場對人民幣資產的龐大需求而言，亦僅為滄海一粟。

現時，內地市場擁有最多最齊全的人民幣投資產品。於 2012 年底，內地市場有超過 1,100 隻中國證監會認可的零售基金。這些基金由身處內地的專業人士管理，採取多元化的投資策略。只要我們能夠將一部分內地基金引入香港市場，就可以立刻提升本地人民幣產品的規模，提供更多元化的投資產品，從而增加境外對人民幣的需求，並進一步鞏固香港作為首屈一指的人民幣離岸中心的地位。

### *為實體經濟融資*

經過三十年突飛猛進的經濟發展，內地在未來十年要繼續增長，必須重點投放資源於以下幾個方面：農業現代化、改善社會保障、加強基建和住房建設以應付高速的城市化發展、在主流產業建立國際品牌、提升服務業水準，以及最重要的是鼓勵科學、技術和醫藥的創新。

內地並不缺乏資金。現時，內地的儲蓄率為全世界最高，每年的儲蓄額為四萬億美元，所儲金額比任何其他國家都要多。現時這筆資金大部分存放在銀行，而銀行貸款目前是內地經濟最大的融資來源。不過，銀行未必能夠以最具效益的方式進行資本定價和風險管理，而這原本是高效的資本市場應有的功能。

高效的資本市場必須有適當比例的機構投資者。內地的股票市場有八成是散戶投資者，所佔比例甚高。這個比例現時已逐漸改變，而中國證監會亦一直努力改善這方面的情況。2012 年，機構投資者的比例由前年的 15.7% 增加至 17.4%。儘管有所改善，但距離目標仍有一段漫長之路。因此，我們推行互認安排，可以帶來一股推動力。由於獲



認可的內地基金可透過香港市場吸引海外投資者，而這些基金作為機構投資者可以在內地股票市場扮演更重要的角色。

### *為人口老化的社會提供資金*

研究顯示，內地的撫養長者比率在 2010 年至 2050 年間將增加四倍。預計到了 2050 年，內地每 100 名勞動年齡人口需供養的長者數目將由 2010 年的 11 名增至 42 名，可見未來一代的負擔相當沉重。故此，內地居民必需未雨綢繆，善用積蓄賺取足夠回報，為供養急劇老化的人口作好準備。

獲認可的香港基金將為內地投資者提供方便之門，讓他們把握世界各地的最佳投資機遇。由於各地市場的周期有別，各有其序，所以長線投資者必須具備分散投資的能力。

### *基金互認安排、投資者保障及市場穩定*

此刻，在座可能會有人問：基金互認安排是否百利無害，毫無風險？

答案是，當中是存在風險的，而我們必需妥善處理相關風險。我們已訂立若干措施，包括我們在資訊分享及執法方面確立了行之有效的跨境合作安排。對於內地背景的香港證監會持牌公司，我們一直就相關的發牌及監管事宜與中國證監會緊密合作。通過落實 RQFII 計劃，我們另闢了一個全新的合作平台。

只有獲證監會認可並在香港註冊和營運的基金，才合資格成為“獲認可的香港基金”。此類基金必先取得內地有關當局的批准，方可向內地投資者發售。再者，香港證監會對基金產品的監管於區內有相當的認受性，證監會將確保香港基金在任何情況下都會以循序漸進、有序及謹慎的方式在內地推出。

當然，向香港投資者發售的內地基金亦將受到同樣嚴謹的把關及監察制度規管。

### *迄今的進展*

接下來是大家最關心的問題——基金互認安排將於何時落實？

在首批 RQFII 成功推出後不久，我們便取得了突破性進展。在 2012 年初夏，我們說服中國證監會和我們共同研究基金互認這項建議。及至去年底，兩會派員成立了工作小組。內地現行的監管框架並不接納境外基金，而 QDII 及 QFII 等現有架構亦難以完全納入新的安排。再者，由於基金互認安排涉及香港與內地之間的人民幣跨境流通，並牽涉人民幣資本項目開放等重大問題，故必須經內地不同部門仔細考慮，過程需時。另外，有關安排的確切推出時間亦視乎宏觀經濟和市場氣氛而定。

### **總結及對市場參與者的啓示**

我在此促請大家開始思考自己在新措施中希望扮演甚麼角色。



如果你現已管理在香港本地註冊並已獲本會認可的基金，我鼓勵你開始考慮以下問題：你有哪些產品適合內地市場？為甚麼這些產品適合內地市場？你的產品的目標投資者是誰？你的產品如何為內地投資者帶來裨益？

多年來，有不少人抱怨香港市場太小，不具規模效應，因此不值得將香港作為基金的註冊地。現在我們正研究一個合適的關於基金設立的監管框架。同時，我們正在打造的這個內地和香港的基金平台，很可能是亞洲區最具規模和深度的同類平台。希望屆時大家不會再對市場規模有所不滿。

今天在座的人士當中，可能有部分是內地的基金經理。你們今天到來正好表示貴公司很可能已經在香港設有辦事處，或正計劃將業務擴展至香港或其他海外市場。基金互認安排將提供全新的發展空間，可讓你們現時的業務策略更多元化，大家不妨多加考慮。

如果你是短期來港，我亦希望向你們傳遞一個訊息，就是香港以作為開放的國際金融中心而自豪，對所有海外公司皆無任歡迎。我常認為香港的基礎條件優厚，極具吸引力，如果這仍不足以吸引你們來港發展業務的話，希望這項新措施可令你們重新考慮來港投資。

我明白，要發展資產管理業，背後需相應的法律及政策配合支持。證監會時刻思考如何能夠改善市場監管架構。如果你認為我們忽略了對你來說至關重要的問題，歡迎告知我們，我們的溝通大門一直敞開。

今天演說涵蓋的內容相當廣泛，我希望以幾句鼓勵的話作結。

此時此刻，我想起兩句成語：“百折不屈，浴火重生”。我們安然度過了金融動盪，從危機中學習良多。現在，讓我們邁步向前，在亞洲，特別是大中華地區，建立一個可靠、穩固、惠澤業界的金融平台。

為此，希望大家支持我們的工作，我亦期望繼續與大家緊密合作。

謝謝各位。