

## 中國開放資本帳戶的前景 香港證券及投資學會“證監會執行董事系列”

張灼華女士  
副行政總裁

2015年2月10日

你們可能都知道，我將會在今個月底退休，告別證券及期貨事務監察委員會（證監會）。

我在16年前加入證監會。如果當時有人問我會否想像自己可以在證監會服務這麼多年，我也不敢草率地回答。又或者如果當時問我，對15年後的香港有甚麼看法，相信我會嚴重地低估了香港今時今日在全球金融舞台上擔當的重要角色。

我在證監會的任期即將屆滿。要是讓我根據過去15年來的經驗和得著，概括地構想一下香港在未來15年，即是到了2030年會是甚麼情況的話，應該十分有趣，並可激發起我們對這個問題的思考，因為香港在2030年會發展成怎樣，很大程度建基於今天的發展方向。接下來我的演講將會圍繞這個主題。在結束之前，我亦會就更切身的議題分享一些見解，包括我們在公眾基金管理方面的最新監管理念。

### 內地經濟與改革

首先，讓我談談香港今時今日的位置，並弄清楚我們是在怎樣的大環境下運作。

香港不但是內地金融改革的試點，也是內地與世界接軌的橋樑。我相信，在短中期來說，這種關係愈牢固，對香港便愈有利。由於這點十分重要，因此演講的第一部分將重點闡述我對內地本土經濟和金融改革方向的想法，以及其外向型的經濟關係。

讓我先從中國本土的層面說起。當我在1998年加入證監會的時候，內地剛好經歷了十年的驚人增長，但當時尚未成為今天的經濟龍頭。2000年，中國的國內生產總值是12,000億美元，全球排名第六位，與法國（13,000億美元）和意大利（11,000億美元）等經濟體十分接近。到了2010年，中國在短短十年間已攀升至第二位。在同期內，中國經濟由只佔美國經濟的10%增長至40%。許多預測都指，內地的經濟將會在未來數十年超越美國。由於內地經濟的規模持續擴大，到了2030年，我們預見的一個重大發展是，中國會成為全球擁有最多儲蓄資金的國家。

可是，收入不斷上升和銀行結餘增加也不一定會使一般內地人在2030年感到比今天富有。當中一個原因是人口結構。現時，中國大約四分之三的人口年齡介乎15至64歲，而65歲以上的只有少於10%。到了2030年，這種人口結構優勢便會消失。聯合國估計，內地65歲以上的人口數目到了2030年會差不多倍翻至佔總人口的16%，而到了2050年更會增至大約25%。如此高的撫養比率，將對國家的醫療和福利架構帶來極為沉重的財政負擔。

內地的發展路徑明顯正在轉變。整體國內生產總值的增長率有所放緩，2014年已由高峰時的9%降至較合理但幅度依然不錯的7%，而且很可能會進一步下跌。只需要簡單計算一下，便會



發現，由現在直至 2030 年期間，若經濟按每年 7% 增長，將較平均 9% 的增長的經濟體小四分之一。經濟擴張的速度可能再度減慢，而如何維持一致性、使其可持續發展便是挑戰所在。

無容置疑的是，內地金融界必須使這些得來不易的儲蓄用得其所。內地的領導人也明白這一點，因此在過去數年，金融改革的步伐相對迅速。我們已看到推出了一系列的措施，包括人民幣逐步國際化、開拓進入內地市場的渠道、放寬內地利率調控、簡化首次公開招股機制方便將資金分配至值得獲取資金的企業、成立了多個金融改革試驗區、新的投資產品和分銷渠道冒起等。從現在開始直到 2030 年，這些改革工作很可能會加快地進行。

## 內地與全球其他地區

第二個影響香港的重要因素是內地與全球其他地區的互動方式。

在這方面而言，我們很多金融界從業員一直都把焦點放在內地的兩項宏觀策略上，第一項是推廣人民幣在國際上的使用，而第二項是放寬資金管制。整體而言，該兩項策略均取得了成功。就在上個月，環球銀行金融電信協會（SWIFT）的報道指人民幣現已成為全球第五大常用支付貨幣。

在香港，金融業本身被視作經濟支柱之一，但內地領導人卻經常強調金融業必須惠及實質經濟。

內地除了推出政策以便對其資本市場進行結構性改革及開放其資本帳之外，亦正同時研究與可持續及長遠的經濟發展有關的宏觀策略，特別是在亞洲爭取擔當更具意義的角色方面而言。所謂要擔當“更具意義的角色”，究竟是甚麼意思呢？

內地其中一項最重要的策略性措施是所謂的“一帶一路”。可能在座有人對這概念不太熟悉，“一帶一路”是指內地政府重新啟動與古代絲綢之路沿綫各個中亞國家的經貿聯繫，並同時經海路將經濟聯繫擴展至南亞及東南亞國家，甚至遠達非洲及歐洲的計劃。我知道在座很多人對這些雄心勃勃的計劃仍未能信服。讓我們暫且把這些堂皇的辭藻放在一旁，先集中看看這項措施背後的理念。

這項措施包含了一個宏大而全方位的遠景目標，就是構建一個商品及服務均可跨境自由流通的經濟聯盟，從而讓公司可策略性地設置其分銷鏈，隨時以較低成本獲取原材料及進入各個市場，而無須應付繁瑣的官僚體制。資金將會流向實力最雄厚的機構，讓整個地區得以持續增長。消費者亦將能夠從中受惠，因為他們可以從一眾供應商所提供、涵蓋廣闊範圍的產品中作出選擇，而投資者將可以參與大量來自經濟聯盟內不同角落而又適合他們的投資機會。

以上所說的是不是好像過於理想，不太真實？但是，回想到內地短短 30 年間所取得的成就，加上俗語亦有云：歲月不饒人（或者在這裡應該把人說成國家），到頭來這些目標似乎並非那麼遙不可及。

整體來說，我對於能夠實現這個遠景目標頗具信心，甚至感到有點雀躍，部分原因是由於內地市場的吸引力極大，而另一原因則是由於來自最高領導層的強大政治支持。習近平主席及李克強總理曾多次在公開場合支持這個概念，而內地政府亦已投放資金響應。例如，內地政府在去年 11 月宣布設立絲路基金，以改善地區內的接駁基建。



最後，科技將會發揮關鍵作用。經濟聯盟內各投資者及市場從互聯網獲取的各式各樣資訊和機會，應有助令這個概念成真。更密切的經濟連繫將有助增進政治及文化交流、令各國之間更為團結，以及促進地區和平及繁榮。

據我預測，到了 2030 年，某種形式的地區經濟聯盟將會出現，而跨境經貿活動將隨之蓬勃發展。我們不難看到，現時的人民幣國際化及開放資本帳措施在當中所發揮的作用。相信中央政府是期望人民幣能夠成為經濟聯盟內政府、公司及個人進行交易及投資的儲備貨幣，而內地資本市場則成為地區資本市場的中心樞紐。新經濟聯盟亦將會為內地的龐大儲備提供大量投資機會。

### 對香港的影響

香港至今一直在內地各項本土經濟改革及建立對外關係工作方面早著先機，並在扮演內地與全球市場之間的超級聯繫人，以及資本市場改革的實驗室這兩個角色方面，一直表現出色。然而，這個模式正出現改變。

首先，在內地政府規劃下，要進入內地已變得愈來愈容易。以往，希望參與內地增長的國際投資者除了借助香港之外，沒有太多其他選擇。然而，隨著內地繼續改革及放寬其資金管制，進入內地的途徑將會持續增加，而所增加的不僅是實際的跨境點（例如上海自由貿易區，我們得悉這個模式將會在全國其他地區仿效推行），亦包括 RQFII 及股票市場交易互聯互通機制等讓資金能夠進出內地的體制安排。在質量方面，內地對開放其金融市場方面的態度亦有所改變。例如，整體上的官方監控正逐步放寬，這點從上海自由貿易區採用“限制清單”，以及滬港通採用涵蓋整個市場而非傳統上按個別公司計算的配額可見一斑。隨著內地繼續開放，香港將會面對來自內地及全球其他地區的激烈競爭。

當我們談及來自上海及北京等內地金融中心的競爭時，我們往往會集中指出由於該等城市日趨成熟，並會在某程度上抱怨內地城市現在亦可享有以往專屬於香港的優惠待遇，故令香港的領先優勢減退。我們不要忘記，當涉及測試改革措施時還要顧及另一個因素。從中央政府的角度而言，當一項政策措施通過測試和認可後，便會在全國推行，以期獲取最佳效果和利益。可惜的是，各項令香港成為成功試點的因素，亦成為了在全國各地即時仿效推行源自香港的政策的絆腳石，原因純粹是由於本港的制度與內地的不同。只要看看上海自由貿易區的法律、體制及政策安排的其中一項設計準則，是必須能夠容易及即時在全國仿效推行，便可以令我們注意到這個限制所在。對於採用不同制度的香港來說，要滿足這個要求可能會有困難。

此外，香港對比海外金融中心的優勢亦正被削弱。本地金融市場的固有優勢，加上本地人才的堅毅及創意，一直是香港賴以成功的關鍵因素，但無可否認，中央政府推出的惠港政策對促進本地繁榮同樣功不可沒。

中央政府給予香港的待遇較其他海外市場優厚，箇中原因不言而喻——香港終歸是中國的一部分。但正如我剛才所言，內地變得愈來愈外向，而金融及經濟正成為內地主要而有力的外交工具。即使是我們經兩年籌劃的 RQFII 措施，在香港落實後不久，便相繼在倫敦及新加坡推出。希望各位能夠清楚洞悉箇中的趨勢發展。

### 反思香港優勢

儘管面對上述挑戰，我對前景仍然審慎樂觀，香港在未來數年可望進一步鞏固其作為世界主要金融中心之一的地位。不過，要達到此目標，我們不能單靠已經試行驗證成功的模式，繼續擔當中國的超級聯繫人及改革試驗場。我們必須開創新猷。現在正是改變我們對香港看法的時





機，我們或可趁此機會重新探討香港可如何與中國整體發展接軌及融合。過往內地與國際間有多道屏障阻隔，但隨著這些舊有屏障逐步解除，香港作為世界各地通往內地的主要通道的角色正被迅速淡化。與此同時，內地正積極拓展其對外關係及經濟影響力。

我認為，與其慨嘆本港享有的特殊待遇及優勢正在消逝，倒不如將這些發展趨勢視作香港的潛在新機遇。迄今為止，我們與內地的合作模式一直都以交易為基礎，過程中我們只是充當顧問，或極其量是項目經理，並一直在內地舞台的場外工作。依照我剛才簡介的新模式，我們必須走進內地舞台，參與設計及執行中國整體發展藍圖，致力在內地新一章發展歷程中扮演不可或缺的角色。

我相信，“一帶一路”項目將給予香港全新平台及良機，讓香港在中國下一階段發展歷程中扮演關鍵的角色。要建立“一帶一路”聯盟，內地必須將不同市場連結起來，而在實際操作上將會面對不少重大難題，其中之一是這些市場之間差異甚大，鮮有共同之處。內地與區內不少經濟體系在語言、法律制度、規管、教育、專業資格、文化等方面，都截然不同，南轅北轍。

這情況幾乎是為香港的優勢度身訂造一樣。無論在實際上或寓意上，香港掌握了與已發展及新興市場溝通的共通語言。本港制度廣受認同及推崇，是我們的最大優勢，這讓來自世界各地的人，都放心在港經商。我們之所以能躋身為成就超卓的主要金融中心，除了有賴本港奉行不干預制度外，資金可自由流動、稅率低廉及匯率制度穩定亦是關鍵所在。凡此種種對全球具信譽的投資者及國際企業來說，都是極具吸引力且必不可缺的市場條件。

我想說的是，憑藉香港所具備的技能、專業知識及市場能力，不但可協助建設地區經濟聯盟，亦可發揮巨大凝聚力，將區內不同市場結合成為貫通各地的單一平台。新經濟聯盟內的國家無須亦不應捨棄其本土原有特色。鑑於各國的發展水平及首要目標不同，我們不宜仿效歐盟以單一套規例的方式來締結聯盟。各地應透過相互推動、互聯互通、溝通交流，以及最重要是將各地的共同目標轉化為條理分明、一目了然及互惠互利的框架，跨越彼此間的差異。“一帶一路”項目不會在一天內建成，我們應將目光集中在較長遠的目標上。香港愈早開始協助區內各經濟體系逐步融合為單一平台，整個地區便可愈快開始因為加強地域聯繫而受惠。

讓我舉一個實例，說明香港可如何促進區內融合。不論是市場作業模式，還是法律及監管制度，內地與香港顯然有著天壤之別。然而，經過多年努力，我們已掌握了兩地合作的訣竅，使雙方在建立緊密跨境合作安排的同時，無須對各自的現行規則或市場慣例及作業模式作出翻天覆地的改變。我們與內地洽商交流的經驗是其他市場所欠奉的。滬港通正是我們努力成果的印證。我們引頸以盼的基金互認安排將會是另一個例證。基金互認安排一經落實，我們便可以此作為框架，將區內其他司法管轄區薈萃一起，從而建立一個貫通亞洲各地的共同基金市場。

資產管理只是金融業其中一環。除作為資產管理中心外，我們亦應致力成為區內機構及投資者的資金籌集、管理及分配中心。再者，我們可提供貿易融資、法律顧問及風險管理服務，藉此支緩聯盟內各式各樣的經濟活動。總括而言，我們可成為新經濟聯盟的金融樞紐，在市場基礎設施、制度建設和健全監管三方面為區內各地引航。

### 最新的監管理念

開首我說過會跟各位分享證監會在監管公眾基金管理方面的最新理念。這正是接下來我要說的最後一個議題。

首先是關於海外基金經理有意以人民幣向香港投資者公開發售海外基金。許多海外基金經理就此接觸過我們。坦白說，有很多充分的理由令我們不敢貿然應允這些要求。人民幣基金仍然是



處於初步發展階段的產品類別，而且人民幣不可自由兌換。中國內地的資本進出仍然受到管制。為確保妥善保障投資者利益，我們認為有需要加強規管監察。鑑於這些理由，我們一直促請有意以人民幣向香港投資者發售基金的海外經理在香港註冊及營運其基金。

我們留意到，人民幣市場在過去數年經歷了轉型。香港的人民幣資金池，以及人民幣投資及風險管理工具的選擇大幅增加。最重要的是，每日兌換人民幣 20,000 元的上限已於去年取消。我們認為，當下正是開始容許海外經理以人民幣在香港發售海外基金的適當時機。為保障投資者，我們會要求有關發售須符合兩項條件。第一，雖然管理這些基金的工作可繼續在海外進行，但若要以人民幣在香港發售這些基金，便須由香港基金經理透過在香港註冊的基金架構進行，目的是讓證監會能夠實施適當的監管。第二，為了協助發展香港的資產管理業及在人民幣方面的專長，有關基金不能將香港單純當作郵箱使用。基金必須在香港有實質的業務運作，包括實際投資組合管理、外匯管理、貨幣對沖等業務活動。這些實質的業務運作是香港發展成為資產管理中心的基礎，因此是至關重要的。我們已經與對這個新計劃有興趣的不同基金經理展開對話。各位如有興趣發售有關產品，歡迎與證監會討論。

接著是關於證監會的認可過程。全球監管機構一直致力縮短處理認可申請所需的時間，加快向市場推出產品及增加投資者的選擇。證監會亦一直進行相關工作。去年，我們對新的基金申請實施六個月的有效期。自該時起，新的基金申請的平均處理時間縮短約 38%，而我們在 2014 年認可的基金數目增加逾三分之一。

證監會在力求改進的同時，亦需要業界的 support 及出一分力。申請人必須確保遞交質素良好的申請文件，並迅速和以負責任的態度回應我們提出的要求及問題。證監會的數據顯示，2014 年所接獲的申請中有 15% 因不合規問題而未獲接納；而在已接納的申請中，因申請人而造成的處理時間持續佔總處理時間逾 60%。申請文件在質素和及時程度方面仍有改善空間。證監會希望業界與本會通力合作，提高認可過程的效率。我相信，透過我們攜手合作，必定有更多產品能夠在不損害投資保障的情況下更快地推出市場。為防止申請人遞交質素差劣或不合規的申請文件，一些司法管轄區已在認可申請過程中加入懲罰性措施，例如就處理申請人所遞交的申請文件施加禁止處理申請期，或將有關申請排到最後才處理。我衷心希望，在各位堅定的承諾之下，我們將無須考慮引入這些措施。與此同時，證監會亦正檢討可如何進一步完善認可過程，我的同事會在適當時候聯絡部分業界人士，徵詢你們的意見。

## 總結

今天我所談及的議題眾多，現在讓我作總結。我加入證監會之時，正值亞洲金融風暴之後，當時的金融業一片愁雲慘霧，充斥著不確定性及驚惶不安的情緒。十六年過去了，我們經歷過規模遠較龐大的全球金融危機，或者讓我補充，這次全球金融危機完全非我們所導致的，不過卻讓香港在各方面都變得更加穩固、強大，所擁有的優勢有增無減。

展望未來，我們的目標是要成為區內及全球的買家、賣家、服務供應商及投資者的首選地點。我們要向全世界證明，我們在各方面均擁有超卓的能力。我們必須持續提升實力，並且做好準備，以勇氣和魄力迎難而上，方能脫穎而出。我們的框架必須保持吸引力，並積極培訓具備適應能力的人才。世上無人擁有預知能力，可準確預測十多廿年後會發生甚麼事。不過我衷心希望，亦預計香港和本港金融業未來將繼續繁榮發展，並會成為新興和蓬勃經濟聯盟的樞紐，以及全球各地的首選匯聚之地。

多謝。