

## 香港作為亞洲最大對沖基金樞紐的監管視野

### 在另類投資管理協會 2022 年亞太區年度論壇上發表的主題演說

梁鳳儀女士  
副行政總裁兼中介機構部執行董事

2022 年 9 月 6 日

早安。謝謝另類投資管理協會邀請我在 2022 年亞太區年度論壇上發表主題演說。

這次活動原定在今年 3 月舉行，但因 2019 冠狀病毒病第五波的嚴峻疫情而延後。儘管過去數年本地與國際上出現了一連串來自多方面的挑戰，香港作為連接內地市場的領先國際金融中心的地位卻愈趨重要。我們見到香港的資產管理業錄得顯著增長。今天，我想探討一下從證券及期貨事務監察委員會（證監會）所收集的數據中觀察到的對沖基金行業環境，並講述近期一些關於市場抵禦能力、虛擬資產及可持續金融的政策發展。

#### 香港的對沖基金界別

去年，為配合國際證券事務監察委員會組織（國際證監會組織）的投資基金數據收集措施，證監會就持牌對沖基金經理進行了一項調查。我謹此感謝各位參與這項調查。

另類投資管理協會近期刊發了一份關於香港另類投資行業前景的報告，我們從中注意到，另類資產類別在亞太地區的增速比世界上任何其他地區都快，而香港則是區內最大的對沖基金中心。

這個增長亦能從本會的調查數據中得到印證。在 2018 年至 2020 年期間，對沖基金的數目上升了約 20% 至超過 1,400 隻。在這段時間內，對沖基金的管理資產總值急升約 48% 至 2,870 億美元。接近 90% 參與這項調查的受訪者報稱其總部設於香港，而截至 2020 年底，它們的管理資產總值佔對沖基金界別管理資產總值的 70%。這個情況與十多年前相比截然不同，當時本會的調查發現，管理資產最多的基金經理主要是以海外為基地的跨國公司。

就對沖基金策略而言，雖然本地業界多年來仍然以好淡持股策略為主，但採用信貸或多元策略的大型基金經理現已增多。我們觀察到本港對沖基金界別愈來愈多元化，各種股票及信貸相關的投資策略日漸普及，這與另類投資管理協會識別出的趨勢一致。

向本會匯報的財務數據亦反映了業界增長強勁。就整體資產管理業而言，總收入大幅增長——過去兩年上升了逾 50%。對沖基金經理收入通常約佔業界收入的 20%。

---

註：此為演講辭草擬本的譯文，與現場發表的版本可能稍有出入。

這證明對沖基金界別既多元化，又表現穩健，且現已成為香港資產管業的中流砥柱，有助促進一個靈活多變的資本市場的發展，及支持香港作為區內首要財富管理和風險管理中心的定位。

### 抵禦能力及非銀行金融機構的中介活動

新冠疫情一度使全球金融體系陷入自 2008 年全球金融危機後二十國集團各項改革措施實施以來最大的挑戰。幸好，全球金融體系由於已具有較高的抵禦能力，加上有效的政策回應，因而抵擋了疫情帶來的考驗。然而，2020 年 3 月的市場動盪亦凸顯了多個市場板塊的隱憂，並提醒了全球金融業界加強市場抵禦能力的重要性，特別是在非銀行金融機構的中介活動方面。

非銀行金融機構的中介活動（包括對沖基金界別）不斷增長，導致銀行界別以外的機構所面對的金融風險在數量和種類上都有所上升。2020 年 3 月的“現金爭奪”（dash for cash）事件，令市場參與者的流動資產管理的重要性成為焦點，特別是它們有否為履行追繳保證金通知作好準備。這亦意味著，金融抵禦能力愈來愈依賴投資者在壓力下有效管理市場、信貸及流動性風險的能力。

一年後的 Archegos 事件凸顯了槓桿效應加上持倉集中所帶來的危險。在這個案中，一隻對沖基金投資了大量和集中的倉盤，碰上了市場走勢逆轉，導致多家曾經助該基金累積倉盤的主要經紀商蒙受損失。

Archegos 事件後的討論聚焦於提升對沖基金倉盤的透明度，及加強監管機構偵測本地市場的集中風險的能力。自 1997 年至 1998 年的亞洲金融危機後，證監會已優化了其市場監察工具，特別監察市場內大額及集中倉盤累積的情況。

隨著場外衍生工具強制性匯報制度在 2015 年開始實施，本會的監察工具得以大幅擴展。交易資料儲存庫的使用，讓我們可監察場外市場積聚風險承擔的累積和集中風險的情況。本會亦有目的地調整監察工具，從而在蒐集場外股票衍生工具的數據時深入至持倉者層面、主要經紀商層面及相關證券層面，藉此識別異常情況，並可能採取相關預防措施。

迄今，我們觀察到市場參與者的整體風險承擔及持倉一直保持穩定及分散。本會的對沖基金調查數據顯示，截至 2020 年底，香港符合特定資格的對沖基金的合計總槓桿比率為 7.9，低於全球平均水平的 12.4<sup>1</sup>。當然，平均數可能具誤導性。我們將對市場內外的任何警示都保持警覺並予以跟進，以確保本港金融市場在波動時期能夠抵禦危機。

在國際層面上，證監會亦活躍於這個範疇。我們進行了一項探討將交易資料儲存庫的數據用於監察系統性風險的研究，同時本會亦擔任了金融穩定理事會與國際證監會組織的交易資料儲存庫數據聯合工作小組的聯席主席。這個工作小組編製了通用的定量範本，讓參與的司法管轄區能夠分析股票掉期數據及基金數據來衡量集中度、槓桿的使用及互聯關係。這些定量範本將有助優化風險評估，並有助加強相關司法管轄區之間在監察非銀行金融機構的中介活動方面的跨境合作。

### 風險管理及對沖內地資產風險

香港作為一個對沖基金中心，其中一項重要的競爭優勢是其擔任通往內地的門戶的角色。我們不斷擴大與內地的市場互聯互通機制，並為對沖內地資產風險而制訂相應的風險管理工具，令

<sup>1</sup> 請參閱在 2022 年 1 月刊發的《國際證監會組織有關投資基金統計數據的報告》（IOSCO Investment Funds Statistics Report，只備有[英文版](#)）。

這項優勢得以鞏固。上星期，中國證券監督管理委員會（中國證監會）宣布將在香港作主要上市的外國公司納入滬深港通的範圍內。

在過去數年，各位見證了滬深港通和債券通的成功。去年，兩者都錄得破紀錄的平均每日成交額。滬深港通的北向通和南向通的平均每日成交額雖然在最近都輕微下跌，但慣常來說，前者佔 A 股市場成交額超過 5%，後者則佔香港股市成交額超過 10%。A 股和內地債券的投資規模日益壯大，帶動對風險管理工具的大量需求。

MSCI 中國 A50 互聯互通指數期貨在去年 10 月推出，為投資者提供了一項簡單而有效的工具，讓他們可以在香港管理與其 A 股投資相關的風險承擔。在最近數月，有關合約的平均每日成交額超過 11 億美元，而其名義未平倉合約的價值平均約為 16 億美元。在短短的 11 個月內，這項新合約便在所有離岸 A 股期貨交易中佔約 20%。無庸置疑，這項期貨合約一推出，便馬上獲得認同。

此外，中國證監會宣布支持香港研究推出國債期貨，這是繼 7 月公布開展互換通之後的又一舉措。互換通是內地與香港市場聯通機制的另一個重要里程碑，讓全球投資者得以從香港接通到內地的銀行間衍生工具市場。互換通和離岸國債期貨將一同為全球投資者提供管理內地債券投資的利率風險的高效方法，從而讓他們能更廣泛地參與龐大的內地債券市場。

所有這些新的對沖工具都能夠為國際投資者提供額外的流動性，以管理他們對內地市場的風險承擔，特別是在波動的市況中減輕拋售壓力，因而將可鼓勵他們在香港作出長線投資。這個經強化的金融生態系統將引來新的資本，促進穩定的市場發展，及進一步鞏固香港作為領先風險管理中心的地位。

## 虛擬資產

證監會在 2020 年進行的對沖基金調查中的另一項觀察所得顯示，虛擬資產投資只是小眾活動。然而，這個情況可能正在改變。另類投資管理協會在今年首季進行的全球性調查發現，在 89 名受訪者中，每三隻“傳統”對沖基金便有一隻投資於虛擬資產，另外有 30% 的受訪者表示有意投資於有關資產。相比之下，去年是每五隻對沖基金只有一隻投資於虛擬數碼資產<sup>2</sup>。

顯而易見，隨著機構參與者的數目上升，虛擬資產現正進入主流金融體系。然而，這個大致上不受監管的界別要被視為主流，還有一大段路要走。只需看看近期多宗事件便知一二。LUNA 幣和 Terra 幣崩盤，加上加密貨幣價格暴跌，導致加密貨幣對沖基金三箭資本（Three Arrows Capital）違約。這家公司曾經像 Archegos 一樣，透過槓桿進行巨額投資。三箭資本的倒閉令一些最大型的加密貨幣借貸平台嚴重受挫，凸顯了風險如何能迅速地蔓延至加密資產生態系統的其他部分。歷史只會不斷重演——各位還記得 1998 年 Long-Term Capital Management<sup>3</sup> 的崩潰嗎？

為了應對近期的市場動盪，多個司法管轄區已收緊或正計劃收緊對虛擬資產活動的監管。金融穩定理事會重點闡述了處理加密資產所帶來的潛在金融穩定風險的重要性，並表示“有效的監

<sup>2</sup> 請參閱《2022 年第四屆全球加密貨幣對沖基金報告》（*4th Annual Global Crypto Hedge Fund Report 2022*，只備有[英文版](#)）。

<sup>3</sup> Long-Term Capital Management L.P. 是一個高度槓桿化的對沖基金。它當時向大型金融機構大量借貸，以便為其資金帶來槓桿效應。在 1998 年俄羅斯金融危機後，該對沖基金承受大額虧損。為避免該對沖基金陷入倒閉邊緣及因而為金融市場帶來嚴重後果，美國政府不得不促使其主要債權人為其提供財務援助

管框架必須確保會與傳統金融活動帶來類似風險的加密資產活動，要面對相同的監管結果<sup>4</sup>。

證監會一向大力提倡“相同業務、相同風險、相同規則”。事實上，自本會在 2018 年制訂了一個“選擇參與”的方式以規管虛擬資產交易平台<sup>5</sup>後，我們便一直於這方面站在最前線。

根據剛提交立法會審議的打擊洗錢修訂條例草案，在香港經營或目標客戶為香港投資者的中央虛擬資產交易所的任何實體必須獲證監會發牌。舉例來說，在我們的監管方針之下，不僅是打擊洗錢，就連市場的廉潔穩健、網絡保安、資產的穩妥保管及經營者的利益衝突這幾方面，都將會以與提供經紀及自動化交易服務的受規管實體相類似的方式受到監管。

明白到虛擬資產投資愈見普及，證監會與香港金融管理局（金管局）在今年 1 月聯合發出了一份通函<sup>6</sup>，向從事虛擬資產相關活動的傳統金融機構提供指引。該通函的內容涵蓋產品分銷，透過綜合帳戶安排提供交易服務，及提供意見的服務——對象主要是專業投資者。除了核准持牌基金經理管理虛擬資產基金外，我們亦已核准了首家經紀商透過獲證監會發牌的虛擬資產交易平台，就虛擬資產進行代理人交易。一家持牌經紀商最近亦以私募方式進行了一次證券型代幣發行，以向香港的專業投資者分銷證券型代幣。

當國際上其他金融監管機構都正在制訂更新和更嚴厲的規例時，證監會一直貫徹地採用以風險為本及“相同業務、相同風險、相同規則”的方針。本會現行框架的可預見性及明確性，將為虛擬資產服務提供者提供穩健的基礎，讓它們得以在本地建立業務，同時傳統金融機構也可以與這些服務提供者合作，以便為客戶提供多元化的虛擬資產產品。現在很清楚的是，加密資產業愈早受到監管，便能愈快成為主流金融的一部分。

## 可持續金融

接下來，我會談談資產管理領域中一項日益重要的議題——可持續金融。氣候變化是不爭的事實，而極端天氣正威脅著我們生活的每一個範疇。當全球正面對極端天氣帶來的嚴重影響，以及因此而造成水災和能源短缺等種種嚴重後果時，金融界必須為達致淨零目標做好自己的本分。另類資產經理一直站在應對氣候變化的最前線。在座各位有的機構客戶，例如退休基金和主權基金，它們現在對於引導資金流向低碳經濟轉型方面的角色都有了更深的了解。

證監會是區內首批率先採取強制性方針，規定基金經理須在其投資決策、風險管理及相關披露中納入氣候相關風險的金融監管機構之一。經與資產管理業（包括另類投資管理協會）進行廣泛諮詢後，證監會修改了《基金經理操守準則》，以提供這方面的指引。此舉確立了本港作為資產管理樞紐在 ESG<sup>7</sup>方面的領導地位。就在上個月，新的監管規定第一階段便已生效，而定量資料則預期會在 2023 年中作出披露。

市場對於可信賴的 ESG 評級和數據產品的需求持續增加。我們明白，業界對各 ESG 服務提供者所提供的 ESG 評級之間和數據產品之間的相關度和可比性偏低感到關注。若提供者所採用的方針和方法欠缺透明度，基金經理所進行的風險評估的質素便可能引起質疑。作為下一步工作，本會現正檢視基金經理使用 ESG 評級和數據產品提供者的情況，首先是進行實況調查，

<sup>4</sup> 請參閱日期為 2022 年 7 月 11 日的金融穩定理事會聲明（只備有[英文版](#)）。

<sup>5</sup> 在 2019 年 11 月開始實施。

<sup>6</sup> 請參閱日期為 2022 年 1 月 28 日的[《有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函》](#)。

<sup>7</sup> 環境、社會及管治（environmental, social and governance，簡稱 ESG）。

以了解這些 ESG 服務提供者的業務運作模式，及有關基金經理在選擇和委聘這些提供者方面的現行市場慣例。有關研究將有助本會為資產管理業編製有關使用 ESG 服務提供者的指引。

另外，我們注意到另類投資管理協會及一些其他業界人士表示，對於香港缺乏綠色金融人才以及可用數據的局限性感到關注。證監會及綠色和可持續金融跨機構督導小組的成員現正合作制訂不同的措施，以處理這些關注事項。特別是：

- 在數據可用性的問題方面，證監會與金管局現正計劃建立一個分析方法透明的溫室氣體排放估算工具，免費開放予公眾使用，讓企業能有多一個可供選擇的信息來源。
- 在技能培訓方面，本會現正與監管同業及香港特區政府合作籌備新設的綠色和可持續金融培訓先導計劃。這是一項資助計劃，鼓勵業內專業人士報讀課程，以學習更多綠色和可持續金融知識。

以上全部舉措將有助基金經理融入可持續性的領域。證監會將繼續與基金管理業界合作，提升香港作為區域及國際綠色金融中心的地位。

## 結語

剛才有關技能培訓的最後一點，讓我回想起另類投資管理協會有關香港的報告，當中將培育、吸引和保留優質國際人才識別為香港賴以成功的六大支柱之一。我對此深有同感。

毫無疑問，香港現正面對一些艱巨的挑戰，主要是因疫情所致。在我與本港政府高層官員互動溝通的過程中，我確信新一屆政府深明保留金融界人才的重要性，並且正努力不懈地解決各位所關注的問題——包括入境旅客的酒店隔離期。現在，有了比以往更為清晰的路線圖及方向，就讓我們同心協力，將香港建立成更大更強的私募基金中心。

多謝各位。