

在變幻的新時代中引領資本市場向未來前航

於安大略省證監會對談會的主題演說

梁鳳儀女士
行政總裁

2025 年 4 月 24 日

各位嘉賓，今天我很榮幸在此與大家分享如何在變幻的新時代中，應對全球資本市場的各種挑戰。

首先，我有幸在相隔大約 15 年後再次到訪多倫多，親眼目睹這個加拿大的領先金融中心的蓬勃發展。這也讓我想起，香港與安大略省的金融市場有許多共通之處，遠超人們所想。兩地市場均發展成熟，同時在金融科技、財富管理及可持續金融等多個重要領域不斷求進。

今年，在安大略省證監會對談會舉行之際，全球經濟正處於關鍵時刻，因此以“面向未來”為主題可謂最適合不過。我們見證著自二戰以來建立的世界貿易秩序受到重大衝擊，而這個秩序正正在過去數十年來一直支撐著全球的繁榮與和平。現時，隨著貿易戰不斷升溫，全球經濟前景蒙上陰霾，並引發股票和債券市場動盪，對於包括我在內的資本市場監管者而言，當前首要的問題是：我們可如何確保市場堅韌和穩健，同時讓金融機構準備好應對不確定的未來？

將時代的洪流轉化成變革的力量

這並非易事，但自 2020 年疫情爆發以來，我們已經有所“演練”。貿易戰可說是最新的一種巨變。這些變革的力量或所謂的時代洪流交錯匯聚，使金融市場的前景驟然變得不明朗，但幾可肯定的是，市場波動將成為新的常態。因此，**我今天的第一個訊息，正是我們必須將當前的巨變轉化為推動市場進步的積極動力。**

緊張的地緣政治局勢無疑是其中一股變革的力量。早在新冠疫情來襲之前，供應鏈已受到干擾，當時許多人也擔憂會否演變成去全球化的局面。然而，供應鏈經歷重新配置後，帶動了亞洲區內的貿易及投資。換言之，製造商因時制宜，採取多元分散的策略，不再依賴單一的供應來源。如今，美國的最新舉措，勢必進一步重塑全球供應鏈的格局。在廣泛的不確定性下，國際貿易和投資將受創，全球的生產總值增長將放緩，而對成熟和新興市場的信心均受到動搖。

另一股變革的力量來自於新興科技，包括區塊鏈和生成式人工智能。但在科技革新之際，新風險亦隨之而來。例如，數碼資產興起，對投資者保障、打擊洗錢及維護市場公平公正的工作造成嚴峻挑戰。然而，倘若我們能緩解這些風險，那麼一個基於區塊鏈技術而又受到規管的穩定幣，定可促進跨境交易結算的效率。同樣地，債券及貨幣市場基金等傳統資產的代幣化，亦能節省營運成本，並提升清算及結算的效率。

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。

至於生成式人工智能方面，大型語言模型異軍突起，透過持續擴大應用規模、降低使用門檻，開拓了眾多嶄新的商機。在此之前，金融機構早已使用機器學習及一般的人工智能超過十年，以便進行監察、投資組合構建及程式交易，為全球市場帶來前所未見的相互聯繫和天量交易。生成式人工智能所伴隨的大部分風險並非新事，例如模型、資料私隱及數據管治風險。其最大的風險其實在於幻覺風險，亦即其憑空捏造“答案”的能力。即便如此，只要我們能妥善管控幻覺風險，生成式人工智能將會是提升商業效益的良方妙藥，這一點毋庸置疑。

而令情況更加複雜的還有氣候風險。雖然氣候帶來的是慢性危機，但同樣會威脅資本市場的穩定性。

凡此種種均是大勢所趨，由此我們可見，在近期乃至過去數年發生的事情絕非異常，而是標誌著世界新秩序的來臨。我經常引用一句熟語：“危中有機”。如果我們能把握時代的巨變，就可將之轉化為實現資本市場蛻變的必要動力；否則的話，不少的企業將無法生存，投資者的信心亦將受動搖。信心是市場賴以運行的重要基石，我們必需竭力維護。

為克服挑戰制定清晰一致的計劃

為了進一步闡釋如何把握上述的時代變革，我今天帶來的第二個訊息，是關於證監會應對變化的策略，旨在確保我們的市場保持堅韌和具競爭力。

我們的策略中，第一點是增強韌力。在《基本法》的保障下，香港的資本市場完全開放，資金流動暢通無阻。香港股票市場的市值足足是本地生產總值的十倍有多，而香港作為全球三大國際金融中心之一，亦意味著我們受到規模龐大的資金流動所影響。

對證監會來說，韌力可謂與生俱來。當年在“黑色星期一”危機發生後，證監會應運而生，至今成立 36 年。危機過後十年，再次爆發亞洲金融風暴，外資紛紛撤離，利差交易戛然而止，包括香港在內等多個亞洲市場備受打擊。此後，證監會為場內交易建立了一套市場監察機制，並在全球金融危機後，將機制擴展至場外衍生工具市場。近年，我們亦實施了投資者識別碼制度，讓我們能檢視實體進行的各項交易。因此，我們得以監察各個市場領域及資產類別的異常情況或倉位集中現象，以至它們之間的關係。

與此同時，我們成功鞏固了香港聯合交易所有限公司（聯交所）、其中央對手方及受規管金融機構的韌力，這有賴證監會嚴謹的壓力測試，並規定這些機構必須備有足夠的速動資金，使其能夠抵禦“完美風暴”帶來的流動性衝擊。

讓我以最近發生的事件為例，在全球市場下挫之際，香港市場的基準指數於 4 月 7 日創下近 30 年以來最大的單日跌幅。當日成交額飆升至 6,200 億港元（約 800 億美元），是年初至今平均每日成交額的兩倍以上。然而，即使面對突如其來的衝擊，我們的市場仍展現出一貫的韌力：即日追繳保證金獲準時履行；買賣差價亦保持接近，顯示市場有良好的雙向資金流動。淡倉水平亦保持正常和分散。

第二點是保持市場的效率和競爭力。兩年前，香港市場流動性遠低於目前水平，當時的全球利率由零飆升至 2023 年的 5%。當年的新股上市數目驟減及流動性短缺大大影響港股市場。2023 年的日均成交額不足今年 2,400 億港元（約 310 億美元）的一半¹。

¹ 2023 年日均成交額約為 1,000 億元（約 130 億美元）。

鑑於當時情況，我們著手檢討香港股市的微觀結構，務求能夠提高流動性。證監會正與聯交所合作改善香港上市證券市場的流動性和效率。我們現正進行全面檢討，旨在降低交易成本及提高資本效率，並繼續專注加強投資者保障。

聯交所最近推出措施，由 2025 年中起分階段下調股票交易的最低價差。去年，聯交所亦與證監會合作提高上市公司的企業管治標準，使之緊貼國際最佳常規。

此外，我們不時靈活調整政策，以促進市場發展。我們去年縮短了首次公開招股申請的審批時間，而且多年來先後推出多項優化措施，吸引新經濟公司來香港上市，當中包括針對採用不同投票權架構的公司、生物科技公司、特殊目的收購公司（special purpose acquisition company）及特專科技公司而設的上市制度。目前，新經濟股票佔本港市場市值的 35% 左右。在資產管理方面，因應投資者對分散投資的需求日增，我們亦支持投資於私募股權的另類基金上市。

第三點是進一步提升市場的闊度和深度。各位可能知道，香港推出了多項互聯互通機制，讓海外投資者參與內地的股票、債券以及場外互換市場。我們亦致力進一步拓寬香港市場的投資者基礎，並與海外市場建立更緊密的雙邊聯繫，以促進互惠互利。我們現正加強與中東及東南亞等新市場的連繫，同時亦著力聯通加拿大在內的傳統市場。

這幅宏圖難以一蹴而就，但我們已在過去一年取得重大進展。繼於 2023 年底首隻沙特阿拉伯交易所買賣基金（簡稱 ETF）赴港上市後，有兩隻香港 ETF 現已成功在沙特交易所跨境上市，更成為當地市值最大的 ETF。當然，香港亦增強了其與內地資本市場之間的聯繫，後者憑藉高速增長，現已進身全球第二大資本市場。

第四點是利用創新科技引領金融市場走向未來。證監會其中一項核心措施是為香港虛擬資產市場制訂一套全面、具競爭力並以投資者保障為重心的監管框架。因此，我們最近發表了“ASPIRe”路線圖²，力求在五大支柱組成的框架下，提升香港市場的安全性、創新性和增長。

這幅路線圖精準地應對全球虛擬資產市場面臨多重的新挑戰，以便在保障充分的前提下推動創新。我們視管控風險和保障投資者為重中之重，同時亦希望吸納國際資金來港，並借助區塊鏈來促進金融基建升級和提升金融系統的效率。同時，我們現正擴展虛擬資產產品及服務的範疇，並正制訂新的框架以監管更多相關活動。

國際監管合作在新時代中的重要性

如要這些策略奏效，我們得依賴國際的監管合作，而這也是我今天給各位的第三個訊息，也是最後一個。在當前分化的全球格局之中，跨境合作尤為重要。貿易壁壘可能在一夜之間出現，以致貿易受阻，但資本猶如流水，能夠繞過障礙。在環球資本市場步向數碼化並愈加緊密相連的情況下，我們需要加強合作，而非各行其是，因為這樣才能緩解跨境的金融風險，打擊犯罪，並且擴大和鞏固市場以防範外部衝擊。

多年來，證監會與安大略省證監會一直透過國際證監會組織³為達致共同目標合作無間。就在本周較早時間，國際證監會組織轄下一個理事會級別的委員會在美國華盛頓召開會議，探討了近日的市場動盪，並為國際間就共同議題和新興風險的對策作出協調，尤其在市場受壓的時

² “ASPIRe”意指 Access（連接）、Safeguards（保障）、Products（產品）、Infrastructure（基建）和 Relationships（聯繫）。

³ 國際證券事務監察委員會組織。

期。從疫情期間可見，開放透明的溝通渠道十分重要，有助確保我們能夠迅速作出一致的監管對策，使市場的韌力得以維持。

回想 2018 年，加密貨幣仍是一個新穎的主題，諸如“首次代幣發行”（ICO）等術語仍然流行，當時安大略省證監會領導國際證監會組織轄下負責二級市場規管的第 2 委員會（Committee 2），而證監會是其中一員。我們攜手編製國際證監會組織有關加密資產相關風險的首批報告的其中一份，內容是針對加密貨幣交易平台。這份關鍵報告為國際證監會組織的往後工作奠下基礎，亦促進了各地包括香港在內在加密貨幣監管制度方面的發展。證監會最初就是以這份報告作為藍本，並從中得到啟發，推動香港的監管框架在過去五年逐步演進。

我亦記得，在我們最初探索可持續金融的監管時，曾與 Grant⁴及他的團隊合作，包括擬備國際證監會組織對資產管理公司的相關作業手法、政策及披露的建議。雖然全球各地的做法仍有差異，但早期的國際交流及國際證監會組織的報告有助奠定一些核心原則，為各地的監管框架打好基礎。

結語：並肩合作向未來前航

各位，舊有的國際秩序已受撼動，但新的秩序仍有待形成。在這段過渡期，堅守監管的原則和合作的信念更形重要，因為它們一直以來都是資本市場韌性和持續發展的堅強後盾。雖然香港與安大略省算不上是近鄰，但香港證監會與安大略省證監會本著相近的協作思維，互相尊重，並共同信守不分疆界的市場原則。在這個變幻的新時代中，讓我們與可信且志同道合的夥伴並肩前行，一同維持資本市場堅韌和穩健。

多謝各位。

⁴ 安大略省證監會行政總裁 Grant Vingo 先生。