

重構金融：時代變局下險中求進的監管之道

在第四屆東盟與中日韓經濟合作與金融穩定論壇的主題演說

梁鳳儀女士
行政總裁

2025 年 11 月 25 日

各位嘉賓、朋友，下午好。今天，我感到十分榮幸，能夠來到東盟與中日韓宏觀經濟研究辦公室（AMRO¹）舉行的第四屆論壇與在座的各界賢達交流。

自 17 年前全球金融危機爆發以來，金融市場格局經歷了深刻的變化。過去十年，金融體系的結構性變革一直加速運行，尤其在最近的五年，多股時代力量的匯聚為劇變帶來了催化劑——從科技革新、監管變化，到宏觀經濟的起伏，以至地緣政治格局的重構。

同時，全球市場間的聯繫變得更為緊密，相互的關係愈發錯綜複雜，這些因素正在重塑資本流動、管理風險以及構建韌力的方式。而公募與私募市場的界線正漸變模糊，日後法幣與穩定幣之間的關係亦將如此。

在未知的新格局中站穩陣腳，監管機構需要通權達變和高瞻遠矚，各方亦需要深化合作及制訂前瞻性策略。這些正是 AMRO 一貫體現的精神，也是確保我們在瞬息萬變的時代洪流中破浪前行的關鍵元素。

現在，讓我探討正在重塑金融市場的多股變革力量。

迅猛增長的私募市場

第一是高速增長的私募信貸市場。自全球金融危機以來，《巴塞爾協定 III》的分階段實施加強了適用於銀行的資本及流動性規定。此舉限制了銀行業向實體行業提供過度槓桿，以防範金融體系再受劇烈的沖擊。

私募信貸因此乘勢而起，填補了銀行因審慎監管而留下的融資缺口。私募信貸日漸成為銀行借貸以外，支持增長及創新的主流方案。過去十年間，全球私募資本的資產管理規模飆升近兩倍，達到 14 萬億美元。

隨著非銀金融業逐漸分擔銀行業的槓桿提供者角色，風險亦分散至資產擁有人及非銀中介機構。由於銀行向私募基金經理及相關資產提供保證金融資，這兩個界別的聯繫變得千絲萬縷。在增長迅猛的私募行業，我們觀察到其資產質素呈現兩極化。例如近期美國 First Brands 及 Tricolor 的倒閉，響起了有關私募信貸風險的警報——這些資產可能是結構複雜、流動性不足和透明度低，或是難以估值和容易出現欺詐行為。

¹ ASEAN+3 Macroeconomic Research Office，簡稱 AMRO。

註：此為演講辭的草擬本，與現場發表的版本可能稍有出入。

同時，散戶參與私募信貸的程度呈現上升之勢，因此監管機構迫切需要審視私募信貸的生態系統，以及其與銀行、保險公司及其他主要市場參與者之間的聯繫。此外，為管理風險敞口，投資者和對手方也需要在估值、槓桿及管治架構方面獲得更高的清晰度及透明度。

為應對這些挑戰，我們已加強監察香港的場外衍生工具市場。今年九月生效的新規定提出的數據要求當中，強制場外交易的對沖值須向交易資料儲存庫匯報。此外，在不少國際論壇上，監管機構正討論如何將披露要求標準化，以便更有效管控對手方風險。當然，任何披露要求應是適度的，並顧及非銀金融機構的多樣性，以及機構專有數據和敏感商業資料外洩的風險。在此等考慮下，業界應能負責有效識別主要風險及所需的資料，而公私營界別的合作將有助制定必須披露的細節。

席捲金融服務的科技應用

科技是大勢所趨，正是推動金融市場變革的第二股力量。過去十年間，程式買賣及機器學習透過降低成本和加快執行速度，提升了交易的效率。而人工智能模型讓智能投顧為客戶提供自動化和定制化的投資建議。資產管理人如今可以運用這些模型，從海量數據中擷取投資信號。企業亦能藉此提升偵測欺詐與風險管理的能力。

除此以外，在生成式人工智能的浪潮下，大型語言模型展現出巨大潛力，有望進一步提升生產力、節省成本及激發經濟的創新活力。目前為止，金融機構主要將生成式人工智能用於提升營運效率，在執行交易方面的用例則仍處於起步階段。他們也在探索自主型人工智能（**agentic artificial intelligence**），以進一步簡化工作流程並減少人手介入。此外，量子運算的出現有望大幅提升企業進行複雜即時計算的能力。

然而，科技確實是一柄雙刃劍。隨著算力大幅提升，新興的營運風險、資料外洩和網絡安全問題隨之而來，或會沖擊金融體系的穩定性。同時，人工智能模型可能輸出失實或偏頗的結果，導致錯誤的交易訊號、不合適的投資建議及錯誤定價的風險。這些模型及輸出的結果往往更難以審核、驗證和解釋。此外，生成式人工智能模型會帶來“幻覺”風險。而人工智能服務供應商的高度集中，亦令人擔憂機構的營運韌性及市場行為的羊群效應帶來的風險。再者，量子電腦可能破解現有加密技術，從而引發數據安全的問題。

為應對上述的挑戰，我們一直敦促持牌機構設立穩健的管治及風險管理框架，並徹底了解其採用的人工智能模型。針對高風險的生成式人工智能用例，我們要求機構設有“人在環中”機制。此外，為使監管制度與時俱進，香港的監管機構正在構建相關的網絡保安框架及量子安全的基礎設施。

分布式分類帳技術及新資產的崛起

數碼化及數據標準化提升了交易後流程的效率，並推動傳統金融交易的結算周期從 **T+2** 過渡至 **T+1**。分布式分類帳技術（**distributed ledger technology**）及隨之而來的數字資產異軍突起，讓即時清算及結算變得觸手可及，是帶來市場變革的第三股力量。

我們知道，年輕一代的數碼公民與手機形影不離，其投資行為亦與長輩們截然不同，這也解釋了為何數字資產席捲市場。新生代樂意承受較高風險，追求速度和便捷，也重視同儕在社交媒體上分享的資訊，同時擁抱 **Web3** 及 **24/7** 的交易模式。在東盟國家中，年齡中位數約為 **30** 歲，這股數碼趨勢尤為明顯。

就此，香港現正領導全球監管制定的工作，致力打造一個安全可靠的數字資產平台。為引領本港金融市場步向未來，我們正在制訂全面的數字資產監管框架——目前已設有適用於中央交易所、顧問、資產管理公司及產品的制度。經諮詢公眾後，我們正在就數字資產交易及託管服務的監管制度敲定最終方案，這些將會是我們最後的兩塊監管“拼圖”，以構建一個穩健的數字資產生態。

同時，我們看到香港代幣化金融產品的採用日益增加，例如代幣化綠色債券，以及證券及期貨事務監察委員會（證監會）認可的貨幣市場基金和零售黃金產品。這些代幣化程度各異的產品，在香港的市場規模合共約為 30 億美元。目前，大部分試點項目仍處於早期階段，尚有不少提升空間。一些項目在清算及結算的效率及成本方面已初見成效，而許多產品在現金結算方面仍以法幣為主。

長遠而言，不少市場參與者的願景是將傳統金融產品的整個生命周期在區塊鏈上完成，以實現交易的即時結算及最終確定。應涵蓋的環節包括認購、贖回、交易及保存紀錄。在證監會與香港金融管理局（金管局）的指導下，金融機構現正在 **Ensemble** 項目的試點階段進行真實交易，而投資者可於銀行之間轉移代幣化存款來認購代幣化產品。在這基礎上，要進一步實現規模化，互通性將是關鍵一步。這需要建立一個共用的區塊鏈層，作為銀行間支付的基礎，並逐步與整體金融市場結合。

在 **Web3** 生態系統中，穩定幣被加密資產原生機構當作交易貨幣。如不加以監管，穩定幣的廣泛使用將引發新的風險，特別是在大規模贖回的情況下。隨著香港的穩定幣法例在今年 8 月生效，金管局已訂立管控措施，以確保獲認可的穩定幣背後的儲備資產得到妥善管理，並由獨立審計師定期審核。

我們無法未卜先知，難以估算代幣化或穩定幣在跨境供應鏈支付中使用的規模和發展速度。然而，隨著香港進一步推動數字資產的發展，我們將堅定不移地保障投資者，建設具韌力的金融基建，並實施與傳統金融相仿的穩健監管。

金融市場橋樑的快速重構

最後是重構地緣經濟格局及金融市場聯繫的力量。地緣經濟戰略及關稅壁壘的再起正在重塑全球供應鏈，將原本無縫銜接的全球網絡分割成區域性集群。在亞太區，我們見證了區域化發展的重大轉變：區內貿易如今已佔亞太區出口總額的近 60%。企業正在迅速調整策略，並將生產基地分散至東盟經濟體。乘此大勢，東盟已蛻變成一個活力澎湃的經濟共同體。

投資的流向亦反映上述變局：在全球逆風下，亞洲發展中市場在 2024 年仍然吸引了超過六千億美元的外商直接投資，佔全球資金流入的 40%，而東盟在當中獨佔鰲頭。為保持金融樞紐的地位，香港的金融機構已與重塑後的區域財資中心、供應鏈融資及資本市場重新搭建橋樑。

中東及其他區域市場也正放眼香港，尋求實現多元化及建立新的金融聯繫。其中一個明證，就是在香港上市的沙特股票 **ETF**²，其隨後亦在中國內地的交易所實現互掛。

在亞洲區內，流動性的碎片化及監管方式的異同對資本市場一體化帶來挑戰。這需要我們這些區內的監管機構攜手合作，而 **AMRO** 在加強各方溝通方面恰恰能夠發揮積極作用，以助提升亞洲市場整體的韌性和協同效應。

² 交易所買賣基金（exchange-traded fund，ETF）

結語

各位朋友，正因為上述的四股變革力量，金融市場正經歷前所未見的洗禮。科技發展、資金流的轉向，疊加錯綜複雜的新型風險，正為金融生態塑造新面貌。我們必需果斷行動並深化合作，方能在這變幻的時代險中求進。

監管機構必需通權達變，順應時局。證監會力求以身作則，引領金融市場的變革：我們正檢視監管制度，務求在創新求進與持盈保泰之間達致良好的平衡。監管制度必需與時並進，才能在維持市場韌性的同時賦能發展。

我們鼓勵市場參與者加強合作，提升透明度，並為未來金融新格局準備就緒。我們還需繼續善用 **AMRO** 等區域性機構來促進司法管轄區之間的溝通，並減少分歧。只要我們並肩同行，定能化變革為機遇，化分歧為信任，並把握全球的變局開創亞洲未來的盛世。

謝謝各位。