

# 中國的資本市場發展——為香港尋求定位以迎接新紀元的來臨

## 香港投資基金公會午餐會演說

### 引言

各位午安。首先，感謝香港投資基金公會主席黃祖耀先生，讓我有這個機會出席午餐會並向各位發言。這是我自最近於 2008 年 3 月 1 日獲委任為證監會政策、中國事務及投資產品部執行董事及副行政總裁後，首次應邀發表公開演說。

我希望藉此機會與各位分享我近期的經驗，以及我對中國內地金融市場最新發展的一些看法。我相信內地市場已準備就緒邁進新紀元，而我們當務之急是在這個新紀元中確定自己適當的角色。

各位也許會留意到上星期的報章曾報道中國保險監督管理委員會簽署了首份容許於中國境外運用內地保險資金的監管合作協議，香港證監會很榮幸獲選為首個合作夥伴。因此，香港將成為有意投資海外的內地保險資金的第一個目的地。各位應記得，去年中國銀行業監督管理委員會決定開放市場，允許內地銀行為客戶提供境外理財服務時，亦選擇我們作為首個合作夥伴。到目前為止，證監會已與內地三家主要的金融監管機構，即中國證監會、銀監會及保監會，簽訂監管合作協議。

透過該等協議，我們已為內地基金以及這些基金的投資經理、顧問及金融中介人奠下基礎，方便他們盡量善用香港市場提供的優勢。正如大家所知，他們中不少已開始使用有關的優勢，還有更多即將加入這個行列。

我相信在座當中的資深基金經理也未必意料到這麼快便出現如此突破性的發展。我仍然記得在踏入二千年後頭幾年，你們不少人還嚷著要爭取進入內地的基金通行證。現在你們已有了通行證。內地市場在過去 10 年經歷了急速的基礎性轉變，隨著內地的本地生產總值於該段期間增長三倍（由 1997 年的 74,800 億元人民幣增長至 2007 年達 246,700 億元人民幣），內地市場的市值亦由於 1997 年時只有 17,500 億元人民幣升至

於 2007 年的 327,100 億元人民幣。我們很榮幸能在這段關鍵的增長期內，獲內地政府選擇為金融市場的合作夥伴。

展望未來，內地金融市場將帶來更多的增長機遇。內地經濟勢將超越德國，成為全球第三大經濟體系。為支持該增長，內地公司將會更加積極地投身於資本市場以尋求資金。與此同時，內地亦正由流動資金的淨輸入國，迅速轉變為流動資金的淨輸出國。然而，市場上亦存在暗湧，全球環境已不如前幾年那樣風平浪靜，目前內地本身亦同樣面臨著市場上的巨大挑戰——流動資金劇增，相對上投資選擇及產品數量較為稀少，從而造成資產泡沫；金融中介人必須迅速掌握在全球市場上進行風險控制及金融管理的技能；還有教育內地數以千萬計的散戶投資者的艱鉅任務，而這些內地的投資者對金融市場的認識，將會是影響內地市場穩健發展及趨於成熟的關鍵因素。

在香港，我們慣性地問：“內地能為我們做甚麼？”正當內地市場為各項問題尋求立竿見影的長遠解決方案之際，我們今日應該問的是：“我可以為內地市場提供甚麼樣的解決方案？”這將會是一場終極的遊戲，誰能夠提供解決方案，誰便可留下來分享成果。

在此我想提用三個關鍵詞，說明我認為我們能夠提供的解決方案：

- 融合
- 合作
- 教育

## **融合**

### *中港兩地市場的融合*

在過去 15 年，中港兩地市場漸趨融合。自首家內地企業於 1993 年在香港證券市場上市以來，香港已成為內地企業的集資中心。

截至 2008 年 2 月底，已有 439 家內地企業（包括 H 股、紅籌股及其他非 H 股內地私人企業）在香港聯合交易所上市。這些內地企業的市值佔香港聯交所總市值的 58%，成交量則佔香港聯交所總成交量的 69.8%<sup>1</sup>。

近年來，融合的過程一直都取得長足的進展。有些內地公司更同步發行 A 股及 H 股。爲了實際需要，兩地市場對同時發行 A 股及 H 股的公司所制訂的披露要求已變得一致。我們與中國證監會之間亦建立了一個行之有效的合作平台，以便監管這些公司。

除上市公司外，內地的銀行、保險公司和證券及期貨經紀交易商等中介人亦來港開設業務，與國際及香港本地的中介人一同進行競爭。在不久的將來，內地的基金經理亦會加入這個行列。事實上，他們已開始將本身及客戶的資金投資於香港市場。

中港兩地市場的關係日趨密切，即使並非出於理所當然的發展，也定必是由於需要所使然。香港必須與內地市場繼續建立聯繫及進一步融合，才能充分發揮我們作爲中國境內的已發展市場的策略性潛力。

因爲我們是中國的一部分，我們得到祖國及內地人民的信任，而香港亦證明了我們的確是值得信賴的。毫無疑問，兩地之間的確有不同之處，有時候亦會因此而導致融合過程充滿挑戰。不過，正因爲這些不同，使我們成爲一個有價值的策略性夥伴。我們是發展中的中國市場境內的一個發達市場。事實上，雖然相對於大陸，香港是一個離岸的發達市場，但實際卻屬於中國之內。在全球眾多發展中市場當中，沒有其他市場享有這麼有利的優勢，能夠在政治疆界內擁有一個國際市場，而這個國際市場不但是策略性盟友，有關的發展中市場更可以在這個國際市場上試驗新舉措及汲取經驗，並享有其他國際市場和投資者提供的商機。H 股、紅籌股、合格境內機構投資者(QDII)計劃及更緊密經貿關係安排正是這類實驗，旨在讓內地發行人、金融中介人、監管機構及投資者有機會在開放的國際市場上營運，汲取第一手經驗。

目前，中港兩地市場已經在融資、資金流以及金融中介之間，建立了暢順的連接。我們期望在不久的將來，兩地可以在系統、平台、監管法規、標準及產品方面進一步融

---

<sup>1</sup> 資料來源：香港交易所每月市場概況－2008 年 2 月

合，使最終形成包含內地與香港在內的中國市場能夠成為全球市場上一個強大的競爭者。

我現在將探討香港應如何協助內地市場發展至另一個階段。

## 合作

內地金融市場（特別是股票市場）已取得長足的發展。無論是在技術、基礎設施還是流通量方面，內地交易所及金融服務界都已具備了處理大型首次公開招股活動的能力。然而，為了維持可持續的及長遠的增長並使市場日趨成熟，有必要增加各項互補能力。

這些能力包括市場透明度、適當的披露、良好的企業管治及合規措施、對投資進行適當的盡職審查及為遏止違規失當行為而實施的制衡措施，以及掌握充分資訊、了解本身的風險及對其投資決定負責的投資者。

## 受信責任

這些能力當中很多都包含了金融市場參與者負有受信責任的這個核心理念。中介人對其客戶負有受信責任。上市公司的董事對其股東負有受信責任。該受信責任要求他們以投資者的利益為先，不得以不公平的方式，利用他們接近市場或可取得股價敏感資料等優勢而謀取利益。換句話說，受信人必須避免利益衝突，因為在市場上建立起來的信任正正會因為這些利益衝突而受到破壞。假如投資者不相信自己將會在市場上得到公平對待，便會對那些市場敬而遠之。

儘管這個理念對於我們的市場來說可能耳熟能詳，但我們不能忽略的是，受信責任的理念是建立在一套普通法的原則的基礎上，而這套原則一直以來都支撐著我們市場的架構及運作。而同樣有關信任及受信責任的理念對於內地市場來說可能相對較為陌生，特別是因為內地市場的發展歷史尚短。所有金融市場上都存在著引誘。因此，讓公平及受信責任的理念成為根基非常重要。

## 投資者的行為

另一項影響市場可持續及蓬勃發展的要素是投資者的質素。全球各地都曾廣泛地談論過散戶投資者的羊群心態。當市場因非理性的原因而出現過熱時，投資者紛紛抱著一夜暴富的幻想參與市場。但問題是，當美夢幻滅時，投資者便須痛定思痛，明白到自己曾作出錯誤的投資決定，並從錯誤中汲取教訓。換句話說，投資者必須為自己的決定負上責任；如果他們在投資上失足受損，不會有救生網來拯救他們。要在新興市場中灌輸這些觀念可能會困難重重，特別是在某些市場，投資者已習慣於期望政府當局會來採取行政措施防止市場下挫。內地市場目前便已有些許這種跡象。對投資者而言，將會是一場深刻的教訓。所有其他發達市場都經歷過這個階段。如果投資者不接受這個事實，他們的市場便很難發展成熟。

### *香港是解決方案的重要一環*

經過 20 年的發展，內地市場已具備了上述的各項要素，並已到了一個重要時刻。在這個時候做恰當的事情，對促進內地市場進入另一個發展階段非常重要。

我們在這方面可以提供哪些幫助呢？我們擁有幫助香港成功發展成為國際金融市場的種種能力，因此，我們可以幫助內地企業、中介人和監管機構建立類似的能力，是我們可以向內地提供的解決方案。

大家對香港市場成功背後的秘訣因素都耳熟能詳，我希望在這裏用一般人都能夠明白的語言加以闡釋。香港市場的成功，取決於市場參與者能夠接受和身體力行的一套價值觀，這些價值觀非常簡單，包括：公平公正的處事方式、適當的披露、在市場上自由流通的準確訊息、在不損害投資者基本利益下進行創新，以及在各個方面都堅定、公平和一致地應用高度透明的規則。就是這一套價值，維持了投資者對市場的信心，對市場的可持續發展至關重要。

在香港上市的內地企業，一直不斷學習最佳的企業管治標準和作業方式。隨著兩地市場進一步融合，這些一直協助香港市場發展的價值觀和紀律，將會對內地市場產生深遠的影響。而事實上，有關情況已經開始發生。

隨著內地的金融中介人陸續來港開展業務，他們將率先有機會體驗到國際金融市場的環境，並得以在嚴格的市場紀律下運作，學習國際最佳的金融技巧。事實上，通過在香港的業務運作，這些人士或機構無可避免要在這個國際市場上競爭，並符合市場對參與者在高度紀律、操守、管治及受信責任方面的良好作業方式的要求。內地沒有一個開放的市場，亦沒有足夠的國際市場參與者在嚴格的自由市場原則下運作，因此無法在內地複製一套類似的學習機會。

證監會與在內地的中國證監會建立了緊密的夥伴關係。中國證監會的工作非常重要。若沒有專業的監管機構致力執行一個有效的監管架構，任何市場都不能得到國際的認可。中國證監會在引導內地證券市場發展方面的工作做得相當出色。證監會將與中國證監會繼續保持緊密合作，並分享我們的經驗，借調員工到中國證監會，為他們提供培訓。內地試驗新的市場措施的同時，證監會也非常願意協助中國證監會建立所需的各項能力。通過資訊和人員的互換，我們可以發展出一套能夠增強中港兩地市場之間的合作關係的監管政策。

此外，通過與內地其他金融機構簽署合作協議，我們會將這種合作關係延伸至內地金融市場的其他主要監管機構。

去年 9 月在香港舉辦的一個高層研討會，中國證監會、內地基金經理和經紀都有參與，大家一起討論香港／內地的基金管理事宜，相信在座部分人士也有出席。當天，中國證監會有率領一個 60 人的代表團出席。今後我們打算舉辦更多類似的研討會，以加強我們與內地監管機構和中介人的夥伴關係。

香港市場的大門永遠是開啓的。許多內地基金經理和經紀都曾到來與我們商討他們的業務計劃。未來我們還會繼續這方面的工作，更會把聯繫網絡的範圍擴展到其他行業，例如有興趣在香港建立基金管理業務的保險公司。

香港擁有豐富的市場經驗。憑著這優勢，我們能夠與內地市場分享這些經驗和專業知識。兩地市場走在一起，我們才能夠變得更強大，以駕御未來市場上的種種不明確因

素。簡而言之，我們必須積極地與所有有關的內地市場參與者合作，以協助他們建立各種能力。

## **教育**

市場的質素取決於其中介人、投資者和監管機構的質素。除非投資者亦積極參與監察工作，否則單靠監管法規本身並不足以建立優質的市場。投資者必須對投資的價值抱持健康的觀念，而且有能力承擔投資決定的後果，自負盈虧，這是證券市場蓬勃發展的關鍵因素。

然而，要協助投資者增強金融知識和形成相應意識並不容易，而且這個問題並非中港兩地獨有。數年前，我和其他監管機構的代表在一個會議上得悉，英國一項投資者調查發現有 50% 的投資者並不明白“50%”的意思。

教育投資者並不只是監管機構的責任，金融中介人也必須分擔教育重任。在這方面，我們致力向中國證監會提供一切適當的協助。我們明白，中國證監會的任務非常艱巨，這是因為內地的投資者數目龐大，而且遍布全國各地，他們的文化、教育和社會背景亦錯綜複雜。我們的工作也要面對若干限制。香港法例規定，證監會只可以在香港市場履行教育投資者的法定職能，但我相信我們仍可以在其他方面盡一分力。我們將與內地的監管機構分享我們的經驗和知識。更重要的是，我們已開始修改現有的投資者教育計劃和教材，以滿足來自內地的投資者的需要，當中包括不少已取得香港居留權的內地人士，以及 QDII 計劃下的投資者。他們可協助我們將金融知識逐漸傳播給內地的廣大投資者。

## **結語**

中國內地金融市場在最近十年迅速發展，一直為人津津樂道。香港有幸能成為內地開放市場的主要受惠者。與此同時，我們也可以投桃報李，回饋祖國。隨著內地市場步入下一個發展階段，香港應主動與內地合作，以香港市場作為試驗基地，共同為內地市場設計及推行更進一步和更深入的試驗計劃。我們是必然的合作夥伴。

謝謝各位。