

2009 年度理柏基金獎頒獎禮主題演說

張灼華
證監會執行董事及副行政總裁

2009 年 3 月 2 日

引言

各位嘉賓、先生、女士，午安。

多謝理柏基金獎頒獎禮主辦機構邀請我在這個盛會上發言。

首先我要向今天各位得獎者致以祝賀。目前，我們正處於非常時期，若要在業界脫穎而出，便需要過人的本領。2008 年是金融市場充滿挑戰的一年。我深信，正是在艱難時期中，才有機會讓菁英脫穎而出，在座當中去年表現優秀的，不是具備非凡的實力和掌握超卓的技能，便是得到幸運之神的眷佑，又或兩者皆備！卓越的才能加上合適的時機，使你們順利跨越去年市場經歷的重創。

香港基金業雖受金融危機影響但仍能穩健運作

金融風暴的影響席捲全球市場，我們都知道風暴引致的實際損失是多麼慘重。去年，道瓊斯工業指數、富時 100 指數和日經指數分別下跌 34%、32% 及 42%，恒生指數則下跌 48%。新興市場更是嚴重受創：俄羅斯市場下跌 72.4%，波蘭下跌 51.1%，越南則錄得 66% 跌幅。踏入 2009 年，這場風暴繼續肆虐，引致在座基金經理管理的資產總值大幅下滑。香港投資基金公會的數據顯示，基金零售銷售總額（扣除贖回額）由去年初的正 1.1763 億美元下跌至 2008 年底的負 5.732 億美元，錄得 587.3% 的驚人跌幅。

然而，基金業的情況亦非只有愁雲慘霧的一面。香港基金業一直展現出抵禦金融風暴的能力。香港獲發牌從事資產管理業務的商號總數，在 2007 年底至 2008 年底期間增加了 17%。逾 100 家商號首次獲發資產管理業務的牌照，另有 17 家持牌商號在 2008 年申請經營資產管理業務獲批准。此外，在 2008 年 1 月至 2009 年 1 月期間，認可單位信託基金及互惠基金的數目亦按年微升 6.3%。香港的交易所買賣基金成交額更於 2008 年首次超越日本，躍居亞洲榜首。



基金業給投資者的增值服務——風險評估及管理

值得注意的是，儘管基金市場大幅收縮並出現贖回潮，獲證監會認可的基金仍然運作暢順。在 2,279 隻認可基金當中，除了三隻之外全部運作如常，投資者可以繼續買賣及贖回基金單位。該三隻暫停贖回的基金均投資於新興市場債券，結果出現流動資金問題。雖然市場極度波動，投資價值大幅下滑，並出現贖回潮，但基金投資者並沒有出現混亂或恐慌。在我看來，這反映出投資者對基金業以至業內的監管架構都抱有信心。這份信心是建基於投資者普遍信任基金經理的專業經驗和誠信。很多時候，投資者給予的信任才是最寶貴的。

認購證監會認可基金的投資者，均期望基金經理為他們抓緊每個投資機遇、避免虧損，從而創富增值。他們相信，由基金經理代為投資可能遠勝於自行投資。另一方面，基金經理必須遵守監管制度訂立和執行的規則，履行受信責任。基金經理能夠作出由上而下或由下而上的分析，更熟知各行各業、各地市場和不同資產類別之間的連帶關係，亦深明經濟、社會、政治以及其他事件所帶來的影響，因而能夠全面地分析市場情況，這就是基金經理給予投資者的價值。

讓我舉例說明這點。在過去數個月內，我們一直與基金經理保持密切聯繫，了解美國汽車製造業的情況。毫無疑問，投資組合涉及美國大型車廠的基金經理，自然會密切監察其投資組合所承受的相關風險，但除了關注直接涉及美國汽車製造商的投資，還可能會評估大型汽車製造商一旦倒閉所引發的間接影響和連鎖效應，分析這些效應對投資組合帶來的負面影響，或提供獨特的投資機遇。基金經理可能已經對汽車製造商的交易對手（例如供應商和貸款機構）以及汽車工業信用鏈所涉及的其他機構（例如信貸違約掉期發行商和信貸掛鉤工具持有人等）作出評估，了解他們所受到的衝擊。最後，相信基金經理已考慮到事故對美國以至其他國家的企業債券價格、甚至廣泛地對信貸市場及其他行業的潛在影響。

基金經理除了不斷因應上述考慮因素調整投資組合，還要注意基金本身的交易對手的財政狀況，因為他們也可能會被波及。當中包括基金的掉期交易或衍生工具交易對手。與此同時，基金經理還須確保基金受託人已適當地履行分隔資產的責任，而基金亦須持有足夠流動資金，能應付較平常為多的贖回要求。總括而言，壓力測試、監控流動資金、監察市場異動、以一致基準按市價估值，都是基金經理必須持續履行的主要任務，在目前市況波動的情況下，這些措施尤其重要。

相信大家都知道，業界以往所採用的假設和分析模式，往往是根據過去十年升市時期所收集的數據和資料而制定，故此需要重新評估。往績並非預測未來表現的可靠指標，所以大家不應過度依賴回溯測試分析。



基金業趨勢

我想分享一些正在市場逐步浮現，與新基金有關的趨勢。雖然獲證監會認可的基金一般來說仍然運作如常，但在座不少人士告訴我，市場不少基金在過去五個月都滯銷，獲證監會認可的基金亦不例外。我還發現，與 2007 年同期比較，有較少新基金向證監會申請認可。證監會在 2008 年 9 月 1 日至 2009 年 2 月 28 日期間收到 115 隻新基金的申請，而去年同期則有 306 隻基金提出申請，跌幅為 62%。

儘管我們收到的認可申請大多涉及普通類型的基金，但業界或需更仔細審視當中部分基金的結構，特別以基金管理業的長遠可持續發展為著眼點進行檢視。

這些申請涉及一些已獲歐盟成員國的本土監管機構認可，或正同時向當地機構申請認可的可轉讓證券集體投資計劃 III (UCITS III) 基金。UCITS 是廣受歡迎的零售基金產品，在環球市場享有強大的品牌基礎。亞洲方面，UCITS 基金在新加坡、台灣及香港均非常普及。在香港已獲證監會認可的 2,279 隻零售基金當中，約 72% (1,637 隻基金) 是在歐洲國家註冊成立的 UCITS 基金，主要來自盧森堡、愛爾蘭及英國。

UCITS 基金之所以受歡迎，主要因為投資者想把握機會認購由歐盟成員國的本土監管機構監管，並以各歐盟監管機構共同頒布的原則為規範的離岸基金。這些基金一直遵從穩健完善、與市場同步發展的監管制度，有良好的合規紀錄。

然而，隨著 UCITS III 平台在 2002 年推出，基金經理不再受制於一套簡單的投資規限。採納“擴大權力”條文的 UCITS III 基金除了可運用結構性金融衍生工具作對沖目的，更可直接投資於這些衍生工具。基於這項靈活性，加上金融產品不斷推陳出新，UCITS III 架構下湧現了一批嶄新的基金，其運作模式實質上與對沖基金類似。

英國《金融時報》剛於上星期刊載一篇題為〈對沖基金進軍 UCITS〉的文章。扼要而言，文章報道若干大型基金集團運用新 UCITS 規則所賦予的擴大權力，以進取的對沖基金策略管理基金，並運用特殊的投資工具，突破 UCITS 基金的一貫傳統。文章同時指出，由於對沖基金業務大幅收縮，對沖基金經理因而致力開拓 UCITS 零售市場。

我們注意到，有些 UCITS III 基金作出各種結構性投資，其中包括專門設計的掉期交易、回購協議及專用指數（通常由匯集抵押品所支持），從而為投資者創造高於基準的投資回報。這些結構性基金的掉期交易對手、指數保薦人、計價代理人及基金經理往往全都隸屬同一金融或銀行集團。

證監會的監管理念是不同的基金可配合不同投資者的需要，某隻基金是否適當的投資項目，必須由投資者自行判斷，監管機構不應代其決定。我們應讓投資者參考中介人就基金的適合性提出的建議，並考慮本身的投資需要及個人情況後，自行作出決定。然而，由於投資者授權證監會認可基金的基金經理全權管理基金，基金經理有責任確保所提供的基金採納公平的運作結構，並以適當的監控措施處理交易對手過度集中的風險、利益衝突、估值及流通性問題。我現在會扼要談論以上幾方面。



交易對手過度集中的風險

投資者往往要求基金將投資風險分散至合理程度，假如基金投資於某項掉期產品，但掉期的交易對手與基金經理卻是同一法律實體，這基金營運模式恐怕難以滿足投資者分散風險的要求。

利益衝突

就結構性基金而言，若管理及營運工作均由隸屬同一集團的不同機構負責執行，甚至由同一機構內不同營運部門負責，就明顯會有利益衝突之嫌。

基金經理與隸屬同一集團的單一交易對手訂立掉期合約時，可能會陷入兩難，因為基金經理必須盡力為基金向掉期交易對手爭取權益，但基金經理同時是集團的成員，這無可避免與集團利益互相衝突。如基金經理和掉期交易對手均隸屬同一機構，顯然會造成更大的矛盾。基金經理應首先在基金文件的當眼位置清楚披露這利益衝突，這是無庸置疑的，但問題在於這種似乎無法解決的重大利益衝突，能否透過任何形式的信息披露來讓投資者釋除疑慮。

估值

公平及具透明度的估值，是保障投資者利益的關鍵所在。若基金的結構中包含一些專門設計的合約，例如掉期合約、回購協議或投資於基金公司本身的專用指數，那麼結構牽涉的主要各方都必須是彼此獨立的實體。基金經理最低限度要確保掉期合約及相關抵押品的估值工作，都交由獨立機構根據客觀的準則及程序執行，而估值程序亦受到獨立監察。

正如我剛才提到，在某些申請個案中，基金的估值代理機構、掉期交易對手以致基金經理同屬一個集團。為結構性基金各組成部分估值時，由於可能會流於主觀，上述情況令人質疑，基金經理能否採取有效的措施來減低風險，從而客觀地作出評估，消除潛在的偏頗意見。

流通性

與分散風險及估值息息相關的，是零售基金資產的“流通性”。回購協議、掉期合約或對投資於公司本身專用指數的合約細節，都是按照基金的特殊需要而釐定，但這隨即出現一個問題，就是假如有大量投資者贖回基金，特別是在市場信貸緊縮或信心滑落的情況下，這類投資合約可否及時平倉以應付贖回潮。由於這類專門設計的工具可能沒有市場進行買賣，包含這些工具的結構複雜基金能否滿足零售基金投資者的需求，便成為最基本的問題。



我知道在 UCITS III 平台下，有基金可能會採納我剛才描述的結構方法。我們希望基金經理加以注意，並主動接觸我們商討相關事項。相信在座各位都知道，《單位信託及互惠基金守則》對證監會的認可基金施加結構保障。這做法背後的理據很簡單。基金經理獲一般屬普羅大眾的投資者信任，付託資金進行管理，為保障投資者本身，我們要求基金經理在基金運作方面符合若干最起碼的結構保障措施，實屬公平合理。

監管機構與業界建立更緊密的工作關係

過去五個月以來，不少業界人士曾與我們接觸，講述當前的市場事宜及面對的各種困難。我很高興看到，當業界人士概述新基金如何有助重新吸引投資者時，便難掩面上喜悅和興奮之情。與此同時，我亦深切體會各位正面對艱難時期。當各位進行市場研究及部署下一步行動時，或許可以提醒自己，儘管投資者暫時失去投資興趣，但長遠來說，他們都有投資的需要。只有回歸基本，向投資者提供他們能夠明白的產品，才能幫助他們重建投資信心。

與此同時，我們當然繼續鼓勵產品創新。各位記得我在香港投資基金公會今年較早前舉行的午餐會上，曾談及證監會正與發行人研究推出一些新產品，其中一種是淡倉交易所買賣基金。本會的政策是每次認可一種對香港零售投資者來說是全新的基金產品時，有關方面必須同時推出投資者教育活動，以協助投資者了解產品，包括運作原理及風險。淡倉交易所買賣基金在香港是全新的零售產品。投資者教育是本會監管制度中重要的一環。我們認為，監管機構與發行人均有責任推動投資者教育。發行人現正努力不懈地工作，務求準備好他們負責的投資者教育計劃，以便產品能夠順利推出。相信各位都記得，我們去年認可黃金交易所買賣基金及商品交易所買賣基金時，發行人亦進行了有關產品的投資者教育活動。

一如既往，我們願意聆聽大家的意見、樂於與大家攜手合作、諮詢大家的看法。要協助重建市場信心，監管機構與業界之間須有緊密的夥伴合作關係。

若各位需要我們就證監會執行的規則提供指引，我們樂於協助，各位或想討論當前困境下所面對的問題，我們也樂意聆聽，我們時刻歡迎業界接觸我們，進行溝通對話。歡迎各位來電傾談。

《單位信託及互惠基金守則》檢討的進展

我想藉此機會向各位講解檢討《單位信託及互惠基金守則》（《守則》）的最新進展。各位記得，我在 2008 年 4 月 16 日一次演講中提及證監會建議全面檢討《守則》，並會諮詢市場對改革該守則的意見。本會在 2008 年夏季與多個相關團體舉行了三次工作小組會議，參與者包括基金經理、管理人、受託人、法律及會計界專業人員，以及投資者代表，聆聽他們對於如何革新《守則》以配合各類產品及創新發展的意見。在 9 月，當我們正在總結各方意見，歸納出協調一致的框架時，美國雷曼兄弟突然倒閉，全球各地不少金融機構需要政府援助拯救，使監管機構對規管金融衍生工



具有新的考慮。有見及此，加上結構性產品的銷售備受關注，本會已在呈交財政司司長的報告中承諾，會就一系列有關投資產品及銷售過程的舉措諮詢市場意見。本會將在檢討《守則》內有關金融衍生工具環節時納入諮詢並分析諮詢結果，因此我們可能需要分階段檢討《守則》。我們稍後將會再次邀請業內人士共同討論未來路向。

結語

各種跡象都顯示市場將會持續波動，投資者的信心可能已大跌。這個時候，在座各位作為基金經理，必須群策群力，應對當前的挑戰，致力協助投資者重建信心。為此，大家作為基金經理負有受信責任，必須以投資者的利益為先。大家亦同時是業內專家，具備抵禦這場風暴所需的重要能力及經驗。因此，各位有最佳條件成為是投資者值得信賴的夥伴。投資者認購獲我們認可的基金，代表他們授權專業基金經理在指定範圍內全權管理他們的資金。因此，我深信，在座各位都會以誠實及審慎的態度和以最有利客戶的方式，竭力為客戶管理資產，同時公平對待客戶。這些是基金管理業一向恪守的原則，一直幫助基金管理業贏取投資者的信任，各位必須繼續秉持這套良好的作業守則。

最後，我祝願各位未來再創佳績。再次恭賀各得獎者過去一年努力不懈，取得卓越成就。

謝謝。

完