

國際掉期和衍生工具協會“2010年股票衍生工具會議” 主題演說

張灼華
證監會副行政總裁及執行董事

2010年1月20日

早晨，謹祝各位新年快樂！

在新的一年作回顧，2009年可說是波動的一年。今天的會議不但涵蓋與業界息息相關的改革建議，亦會討論現今市場環境下的持續革新路向。

在香港投資產品市場，投資者、產品提供者及分銷商其中一個廣為討論的重要議題，就是證券及期貨事務監察委員會（證監會）近月就保障投資者¹及改革招股章程制度²而進行的公眾諮詢。因此，稍後我會談談這次諮詢中，部分與產品有關的建議。當然大環境亦不可忽略，所以，我亦會分享對香港目前的機遇的一些看法，以及我們如何能夠共同努力，發揮優勢，把握這些機遇。

公眾諮詢

首先，我會闡釋一下這次公眾諮詢的一些重要範疇。

有關投資者保障的公眾諮詢工作在去年9月展開，旨在達到兩大目的：首先是確保在投資產品的銷售，是以風險及產品特點有清晰的披露為基礎；第二是加強監管銷售中介人操守行爲的制度。

為達到上述首個目的，我們製備了一份產品手冊草擬本進行諮詢，這份手冊匯集了根據《證券及期貨條例》申請經證監會認可的文件及產品應符合的各項要求。另一方面，我們正運用不同的監管工具，以達到第二個關乎中介人操守的目的，當中包括提出修訂《操守準則》若干部分的建議。

該份產品手冊草擬本包含市場熟悉的《單位信託及互惠基金守則》及《與投資有關的人壽保險計劃守則》，而我們已在諮詢文件中提出對這兩份守則進行若干修訂，另外，手冊亦會載有全新的《非上市結構性產品守則》。我想先指出一點，就是這份新守則旨在涵蓋香港公眾現時普遍接觸到的非上市結構性產品，例如股票、信貸及商品

¹證監會在2009年9月發表的《建議加強投資者保障措施的諮詢文件》。

²證監會在2009年10月發表的《有關對〈公司條例〉的招股章程制度及〈證券及期貨條例〉的投資要約制度的可行性改革諮詢文件》。



掛鈎票據及工具以及股票掛鈎存款。我們在去年 10 月發表另一份諮詢文件，提出有關招股章程制度的改革，建議把以債權證的法律形式發行的非上市結構性產品，從目前屬《公司條例》的招股章程制度的監管範疇，轉至受《證券及期貨條例》有關投資要約的規定所約束，使建議的《非上市結構性產品守則》適用於這些債權證產品。這項建議的法例修訂只限於以債權證形式發行的非上市結構性產品，並不包括目前在《公司條例》及《證券及期貨條例》範圍以外的其他產品。舉例說，我們並不打算改變目前適用於貨幣掛鈎及利率掛鈎產品的監管制度；這些產品屬銀行交易或銀行庫存工具。

對諮詢建議的回應

讓我用數分鐘時間，談談各項與產品有關的一些建議。

本會過去曾提到，我們要建立一套可行的架構，以達到各項主要監管目標。但我們必須從中取得平衡，以確保投資者的權益得到適當保障的同時，市場亦有足夠的空間繼續發展。因此，我們的目標是為投資產品的銷售提供適當的環境，同時確保不會因過度規管而窒礙市場發展。

在座各位不少曾撥出寶貴時間和付出努力，在非正式諮詢過程中給予回應，出席本會為業界舉行的簡介會，以及對諮詢建議提交經過深思熟慮且詳盡實用的意見，對此我謹致以衷心謝意。

目前，我們正在分析這些意見和建議。我們將會在考慮過所有收到的意見和建議後作出回應。同時，我們亦會邀請不同的相關團體及回應者參與討論，以進一步了解部分意見和評估某些建議的實際影響。

其中兩項建議接獲不少意見，當中包括建議必須提供產品資料概要，以簡潔易明的方式概述投資產品主要特點及風險，而另一項建議是讓投資者在購買產品後，引入冷靜期或撤銷期的可能性。

從各方的回應可見，引入產品資料概要的建議得到廣泛支持。事實上，有關建議的目的亦非常清晰，就是要確保以清楚簡潔的方式披露有用的資料，方便投資者閱覽有關內容，並可以對不同投資產品作出比較。在座當中不少已經就著這些文件應該載有甚麼資料，以及呈述這些資料的最佳方式，還有更重要的是，這些文件應有的篇幅，向我們提出了詳細的建議。我曾在早前的公開演說中提到，最近數月，許多不同的司法管轄區以及跨國組織紛紛為單一種或多種投資產品各自制訂本身的產品概要。但今次諮詢不應局限在不同形式之選擇，而是要討論如何可以有效確保產品概覽在滿足香港的主要需要的同時，亦在可行的範圍內照顧到其他司法管轄區對這類文件的意見。

一如所料，設立冷靜期的建議提出後，對於落實冷靜期的建議，“冷靜期”一詞的實際含義，以及冷靜期在執行上的實際意義，都在市場上引起不少爭議及意見。我們已



在諮詢文件中提出，這項建議涉及一些需要考慮及複雜的事項，其中最重要的，是不可以採取劃一的處理方法，以及在一般情況下，投資者將不能取回全數的投資本金。我們提出的問題是，相關各方認為這項讓投資者選擇撤銷交易的建議，是否對投資者有利；若對投資者有利的話，則應該在甚麼時候讓投資者撤銷交易。我們邀請公眾表達意見的事項，還包括冷靜期所涉的相關費用會否超逾有關建議可帶來的利益，以及相關費用會在甚麼時候超逾上述利益。當然，“冷靜期”這項機制可以不同方式推行。我們收到了不同的回應，包括大力支持以至強烈反對設立冷靜期的回應，更有不少人士就如何及何時提供這類撤銷交易的機制，以及有關機制應該或可以涵蓋的產品及投資者，提出詳細的建議。

香港作為開發人民幣投資產品的試驗場

接下來，我想談談另一個同樣重要的題目。剛才我指出，我們不可忽略宏觀環境的發展。我們留意到，市場某些領域有較強勁的增長動力，同時，開發新產品方面也蘊藏發展機遇。

香港須抓緊的一個機遇，便是人民幣國際化進程所帶來的商機。人民幣國際化是中央政府訂下的其中一項重點政策目標。香港是中國境內的國際金融中心，也是一個自由市場，能提供達世界級水平的服務及設施，並且匯聚了大量富經驗的專業人才，自然是提供有關服務及基礎設施以協助人民幣國際化的首選市場。當然，在人民幣發展成為國際貨幣的過程，香港亦能受惠。

我們先談談人民幣國際化須具備的條件。首先，人民幣必須獲得國際認同。換言之，人民幣必須在國際間形成一種需求，而且人們願意持有，才能成為國際流通的貨幣。若要成功創造這項條件，國際市場上必須有使用人民幣的渠道，例如作為貿易結算工具、兌換單位及投資貨幣，即是具投資增值潛力的貨幣單位。為促使人民幣成為投資貨幣，市場上必須有流通量高的人民幣計價投資產品，而這正是香港可以發揮優勢、作出貢獻並從中受惠的地方。事實上，中央政府早已對香港這方面的能力作出肯定。

特區行政長官上月到北京述職時，溫家寶總理已明確提出支持以香港作為國家金融改革的試驗場。溫總理因應香港特區政府的一些建議，提出了四個重點目標：

1. 推進在香港進行跨境貿易人民幣結算，探索發展人民幣貿易融資、帳目融資、項目融資和利用人民幣在香港直接投資等多種人民幣流通的業務；
2. 推動人民幣債券市場在香港的發展，包括擴大發債規模、增加發債體種類等；
3. 繼續鼓勵內地企業來港上市；及



4. 促進上海和香港證券市場的合作。

溫總理提出的首兩個目標，都與人民幣計價產品有關。

在以上背景下，香港得到明確的支持和鼓勵發展人民幣相關業務這個新領域，而我們亦有能力以嶄新的角度拓展商機。我們可循以下兩方面探索如何發展人民幣業務：在產品供應方面，香港應研究如何提供更多以人民幣計價的投資產品。至於需求方面，我們應盡力擴闊人民幣計價投資產品的投資者基礎。

我會首先談談人民幣計價投資產品的供應。我們認為可考慮以循序漸進的方法，逐步推出以下三種人民幣計價產品：以人民幣計價的債券、股票產品及衍生工具。

現時，在香港發售的人民幣債券已達人民幣 380 億元，當中 320 億元債券是由內地金融機構或香港銀行的內地分支機構在香港發行，另外 60 億元是國家財政部在 2009 年 9 月在香港發行。在溫總理講話的基礎上，相信香港在進一步發展人民幣債券業務方面，不論是增加發債體的種類、發債規模、投資者類別及市場的深度及流通量，都會獲得有力支持。

此外，香港應可抓緊機遇，發揮在股票及衍生產品方面的優勢。首階段，香港可考慮開發以人民幣計價及交易的股票產品，例如集體投資計劃及交易所買賣基金。

人民幣若要成為廣泛持有和用作貿易和結算的國際流通貨幣，市場上必須提供對沖人民幣利率及貨幣風險的人民幣金融產品。在開發這類產品的過程中，我們必須著眼於國家經濟的長遠發展目標及具體需要。中國目前是全球最大的出口國，有需要廣化和深化人民幣跨境貿易結算量及貿易融資的規模。為達到此目的，境外市場需要有人民幣對沖工具。在開發這些產品時，當然需要注意附帶風險，同時為產品規格制訂適當的標準。

在拓展以人民幣計價的投資渠道時，純粹增加人民幣計價產品的供應並不足夠。要將人民幣計價產品發展成一個蓬勃的市場，在需求方面，我們必須相應地擴展人民幣計價產品的投資者基礎。按照現行的政策，只有個人投資者可以在香港開立人民幣帳戶和投資於人民幣計價產品。為增加人民幣在境外的使用量，及對人民幣計價產品的需求，有需要擴闊投資者基礎，納入機構投資者。在這方面，我們亦認為應採取循序漸進的方式，特別要確保根據可接納的標準管理好附帶風險。

當然，增加人民幣計價產品的供求，促進以人民幣結算的金融交易，需要實質條件配合。除了提高機構及散戶投資者的人民幣兌換額之外，市場亦必須具備商業誘因、必要的基礎設施及相應配合的政策。這些配套設施不會一蹴即至，因為當中涉及很多不同的考慮因素及注意事項，但這方面的發展勢頭確實在增強。儘管市場在若干範疇或會面對重重挑戰，但其他領域仍可以更快的步伐向前邁進。



我們每一位都可以為人民幣國際化作出貢獻。以我們證監會來說，我們將會與香港特區政府、香港金融管理局及內地對口單位保持緊密聯繫，在現有的基礎上繼續推進相關政策及策略的研究，並積極制訂具體措施。我們歡迎各位提供寶貴意見，發掘具備增長及發展空間的範疇，共同為人民幣國際化進程出一分力。

我會就此作結，在接下來的專題討論環節中，相信在座各位對結構性產品改革會有不少意見！感謝大會邀請我在這次會議上發言，並祝大家今日滿載而歸。