

滬港國際金融中心建設：資本市場的作為
滬港金融圓桌內部研討會演說

張灼華
證監會副行政總裁及執行董事

2011年12月17日

各位先生、女士，你們好！

感謝大會邀請我出席今天的活動。我希望就議題發表一些我個人的觀點。

我最近到上海來的機會比較多，主要是跟上海的證券公司和基金管理公司就 RQFII 的準備見面。昨晚，人民銀行、外管局與內地證監會已經公佈了 RQFII 的辦法。其實，RQFII 的政策，恰好為上海與香港的合作提供一個很好的機會。

為了 RQFII 的準備，我們分別到上海、北京和深圳跟有興趣通過 RQFII 推出人民幣基金產品的機構見面，了解他們的準備情況。我發現上海金融機構對產品設計和運作、營銷、內部監控等各方面有深入的了解，準備得非常到位，給我們留下深刻的印象。

金融業的獨特性及滬港金融業發展的立足點

我們今天在這裏討論滬港金融業的合作與發展，首先我們需要弄清楚金融業的獨特之處。金融是一個以網絡為基礎的服務業。這些網絡包括客戶的網絡，信息的網絡，資金的網絡，也包括金融基礎設施的網絡（即交易平台、結算平台）等等。

網絡行業的特點，是使用者越多，有關網絡為每個客戶所帶來的價值也越高。因此，網絡一旦形成，就會吸引市場參與者匯聚，網絡越廣，市場就越有活力，從而形成“先行者”優勢。

在全球化的今天，資金可以在全球範圍內流動。金融網絡不受地域的局限，資金集中流向投資機會最多，深度和廣度最大的市場，這就決定了一些具有網絡優勢的全球金融中心如紐約、倫敦，他們的地位很難被後來者如新興市場所超越。

因此新興市場要後來居上、搶佔市場份額，不能照搬其他先進市場的發展模式。滬港金融業的發展，必須找準自己的優勢，明確適合自身發展的定位和路徑，有針對性地發掘未來的機遇，發展自己的網絡，才能在與其他金融中心的競爭中脫穎而出。

上海和香港發展金融業的優勢

上海和香港各自有自己的優勢，大家都清楚了。



特別值得一提的是，過去幾年的金融危機，大幅削弱了西方國家的經濟金融實力，這也為上海和香港攜手合作開拓國際市場提供了大好時機。上海和香港應該聯合起來，一起與其他市場進行競爭，爭取更多的發展機遇。

短期可考慮的滬港金融合作項目

在過去幾年，上海和香港已積極研究並推動了一系列的合作項目。

其中最重要的一項，是我剛才已經提到的 RQFII，它為我們兩個市場提供了可以馬上合作的機會。上海擁有內地最大的股票及債券市場。RQFII 推出後，上海將是資金投資的主要目的地，而香港則是境外投資者的來源地。RQFII 可以把香港的國際客戶網絡和上海的投資機遇及金融機構聯繫起來。

滬港另一個合作的領域，是上海可以從香港引入優質的投資機會，並打造成能夠滿足內地投資需要的產品。最近準備工作已進入最後階段的港股組合 ETF，就是一個很好的例子。大家可能有留意到，香港和台灣已有 ETF 在對方市場掛牌，其中寶來標智滬深 300ETF，更成為台灣市場成交最活躍的 ETF 之一。我們跟台灣當局開始洽談的時候，他們亦曾考慮是否應該允許台灣的資金流入香港及內地。但最後台灣方面也明白在台交所推出新的投資產品，無論對台灣投資者的選擇以至台交所的交易量都有益處。同樣港股組合 ETF，也可以將上海和香港的金融市場聯接起來。

長遠滬港金融業的合作發展

但金融發展不能只看眼前的項目，我們必須要有長遠的眼光，要結合各個市場的優勢和實際需要，從戰略的角度進行部署。接下來我希望和大家分享一下我對全球和兩地金融長遠發展的一些看法。

最近，我接受邀請，和美國聯邦儲備委員會的一位同事共同主持一個由巴塞爾銀行監管委員會 (Basel Committee on Banking Supervision)、國際證券事務監察委員會組織 (IOSCO) 等國際組織組成的工作小組，為金融穩定委員會 (Financial Stability Board) 制定非中央結算的場外衍生工具的保證金及抵押品的監管要求。工作小組的目的，是要確保對所有衍生工具，無論是否經中央結算，都有一致的監管。有關工作使我對這個市場有更深的了解，也令我相信，這是一個上海和香港可以合作發展的領域。

很多人將衍生產品視為進行槓桿賭博的工具，但事實上，衍生產品更重要的功能，是容許金融機構、實體企業，投資者以及消費者進行風險管理。

衍生產品對內地經濟的發展尤其重要。內地現在已經是全球第二大的經濟體系，內地實體經濟對外開放程度越來越高，對能源消耗量大，而且農產品價格對社會有重大影響，各行各業對利用衍生產品進行風險控制有龐大的潛在需求。同時，銀行體系要有一套健全的工具來對沖匯率及利率風險。這些都為國家發展衍生產品市場帶來了機遇。



現在內地金融業的焦點是股票和債券市場，但相對現貨市場，我認為衍生產品的潛力更大。

現貨市場是一次性的融資渠道。高質素的公司上市後，未來可能上市的企業就會減少。加上來自銀行內部對盤、黑池等低成本經營者的競爭，使現貨市場的經營更為困難。

衍生產品則不同。衍生產品是管理風險的工具，而風險是持續的，只要企業繼續營運，就會有管理風險的需要。過去五年，全球交易所衍生產品的交易量以每年百分之十五的速度增長。至於在場外市場的衍生產品，截至 2011 年 6 月，全球未平倉衍生產品的名義金額(notional amounts outstanding) 超過 700 萬億美元。在企業和投資者對衍生產品的認識不斷提高的同時，相信他們對衍生產品的需求會進一步提高。

另一方面，針對金融海嘯所反映衍生產品的風險，過去幾年全球進行了一系列改革，我參與主持的工作小組也是其中一部分。當中的重要改革之一，是要求標準化的衍生產品作中央結算，這將會為中央結算服務提供者帶來龐大商機。

衍生產品結算業務是透過電腦系統自動運作的。系統建立後，可以對多個客戶多次提供服務，涉及的額外成本低，因此業務的盈利能力很強。

過去一年國際交易所併購活動頻密，例如紐約證券交易所和德國證券交易所的合併計劃，其中一個主要目的正是透過結合兩個交易所，憑藉德交所的衍生產品交易結算平台在歐盟區的地位，打造一個全球最大的衍生產品結算平台。當時美國的納斯達克股票市場亦曾表示希望收購紐約交易所，但建議並不被接納。主要原因就是考慮到兩個交易所都過份依賴現貨市場，但未來的商機主要會來自衍生產品交易和結算活動。

當然，要注意衍生產品是風險較高的業務。衍生產品內含槓桿，價格波動較大，風險較高。另外，中央結算系統和大部分金融機構有業務往來，一旦倒閉，將會帶來系統性的影響。因此，不但有關的結算系統本身需要有完善的風險管理制度，監管機構也必須有能力作出嚴密的監管。

我對衍生產品市場的未來發展十分樂觀，我們應充份利用上海龐大的客戶基礎，及香港達國際水平的技術及監管，好好合作發展。現在歐美的衍生產品交易清算佔全球交易量的百分比極大，但就某些衍生產品，例如與貴金屬及基本金屬有關的合約而言，歐美既非最重要的生產地，也不是最大的用家。相反，內地企業才是這些衍生工具的重要用家，據我們了解，倫敦金屬交易所的交易量，有超過百分之三十來自內地。現在全球對衍生產品的監管制度正在逐步建立，加上金融海嘯後全球市場重新定位，為新興市場的崛起創造了機會。所以我們應把握時機，內地與香港聯合建立衍生產品中心，爭取在衍生工具市場取得一個的領導地位。