

澳洲證監會 2008 年夏季研討會
全體會議的論題：中國及環球資本市場
香港的監管遠景

香港證券及期貨事務監察委員會
主席
方正

2008 年 2 月 20 日

各位嘉賓、先生、女士：

引言

感謝澳洲證監會邀請我參與今屆 2008 年夏季研討會。貴會主辦的夏季研討會已成為一年一度的盛事，吸引來自全球各地的監管人員踴躍參與。

我很榮幸能夠在這個雲集眾多知名監管人員及市場參與者的會議上發言。我將從香港證監會的角度，探討香港對於中國內地融入全球資本市場的看法。

中國的崛起是一個不平凡的傳奇。中國在短時間內突飛猛進，成為主要經濟力量之一，除具備蓬勃的資本市場外，亦坐擁全球最龐大的外匯儲備，成就空前。

正當內地的政策制訂者“摸著石頭過河”之際，不得不佩服中國現代化改革的總建築師已故領導人鄧小平的膽色和真知灼見，是他憑著宏遠的目光，促使中國踏上現代化改革及務實主義的道路，為中國經濟的轉型奠下基礎。單從轉型的規模來看，便可以完全領略到中國需要克服的巨大挑戰。首先，中國人口龐大，幅員遼闊。其次，所需的“硬件”，意即基礎建設，規模非常龐大。第三，發展“軟件”的工作最為艱鉅——意即培養國內人員的專業技能，並在以市場導向的經濟體系中建立多項制度，而資本市場僅為其中一環。

香港十分幸運，能夠在中國實驗資本市場改革期間肩負支援及輔助的角色。要了解香港證監會在中國內地的成功故事背後所發揮的作用，首先要認識中國資本市場的背景及發展。

中國資本市場的發展

首先，我會解釋中國內地的證券市場的結構。國內有兩家交易所，即上海證券交易所及深圳證券交易所，均於 1990 年成立，在這兩家交易所掛牌上市及買賣的股票大部分為“A 股”（“B 股”僅佔買賣股票的小部分）。“A 股”由在中

國註冊成立的公司發行，只供內地居民及（自 2002 年 12 月起）少數經核准的合格境外機構投資者（QFII）買賣。

最初，內地大部分大型上市公司均由國家擁有，國家平均持有每家上市公司的三分之二股權。結果，由於市場上自由流通的股份數目太少，令市盈率在九十年代後期至 2000 年期間飆升至高達 60 倍。在 2001 年，中央政府宣布多項改善市場結構的方案，將國有股份在市場上出售，從而增加流通股份的數量。市場迅即作出負面反應，迫使政府擱置改革措施。然而，在 2001 年至 2005 年期間，儘管中國的實質本地生產總值由 6.6% 增至 9.9%，但證券市場的調整幅度高達 50% 以上，原因是市場普遍預期改革將於未來重新啟動。

事實上，中國證券監督管理委員會（中國證監會）在 2005 年 4 月公布股權分置改革方案，分階段將國有股轉換為流通股，並即時暫停一切新股上市活動，以配合改革方案。股權分置改革方案需時約一年才大致完成。於 2006 年 6 月，暫停新股上市的措施解除，內地公司可以再度透過首次公開招股集資。截至目前為止，逾九成的國有公司已完成股權分置改革。

時至今日，內地證券市場是全球僅次於美國的第二大市場，截至 2007 年年底的市值達 43,000 億美元。現時國內有 1 億 3,900 萬個投資者戶口，當中 6,000 萬個新戶口全部是在 2007 年一年內開立的。內地公司已從全球資本市場籌集大量資金。於 2007 年 11 月，在香港上市的中國石油在上海首日掛牌上市，當日股價隨即飆升 163%，令該公司成為全球第一家市值達到 1 萬億美元的公司。

截至 2007 年 12 月底，內地公司佔香港總市值的 51%，並佔市場成交量的 48%。因此，香港股票市場極易受內地的發展所影響。鑑於香港是一個全球化市場，因此亦同時受到其他金融市場的發展所左右。

作為香港證券及期貨市場的監管機構，香港證監會透過三項互相關連的活動履行責任：促進、監管、教育。讓我現在闡述香港證監會在履行上述責任的同時，怎樣做好準備配合及迎接內地市場迅速發展所帶來的挑戰。

促進 — 為中國不斷轉變的資本需求提供平台

將國際資本引進內地

中國內地在經濟轉型初期，需要大量資金。香港當時是中國通往世界各地的門戶，充當內地公司的集資中心，為需要籌集資金以進行拓展的國有企業（國企）提供平台。

在香港聯交所上市的內地股份可分為兩類 — “H 股” 及 “紅籌股”。在座有些聽眾未必熟悉內地股份，因此我稍作解釋：

- “H 股”指在中國註冊成立的企業在境外發行的股份，這些股份主要在香港上市和以港元買賣。中國石油便是一隻“H 股”。
- “紅籌股”指在內地有重大業務、資產、市場及擁有權、但卻在中國境外註冊成立的公司所發行的股份。全球市值最大的流動電話公司中國移動便是一隻“紅籌股”。

正如上文所述，內地在 2005 至 2006 年期間暫停新股上市活動，導致內地企業紛紛到香港集資，從而加速了“H 股”公司在香港證券市場上市的步伐。

我已提及，截至 2007 年 12 月底，內地公司佔香港證券市場的一半市值及成交量。

香港處於獨特位置，可以促進及支援內地企業的集資活動：

- 首先是一國兩制。內地市場尚在發展階段，在制度方面仍然存在很多限制（例如資本控制），反觀香港已是一個成熟的國際金融市場，有能力為尋求全球資本的內地公司提供卓越的服務。
- 我們的第二項優勢是與內地關係密切，毗鄰而處，而且熟悉內地的語言、文化、常規及制度。

我必須指出的是，除了應付在中國冒起初期的集資需要外，內地公司來港上市還受到一項有意識及刻意的政策所推動，該政策的目的是要讓內地公司藉此機會接觸及遵從香港的標準，從而加速將內地公司轉化為符合國際管治及表現常規的世界級公司。

香港的監管和企業管治標準及《上市規則》均與國際標準看齊。有意在迅速增長的中國市場發掘商機的国际投資者，大可安心投資於香港上市的“A 股”及“紅籌股”，因為他們知道在香港上市的內地公司均符合國際標準及常規，並且對這個蓬勃發展的資本市場的體制及司法制度抱有信心。

將內地儲蓄存款引向全球

內地目前的情況是，過剩的資金尋找有限的投資機會，內地當局保持務實態度，願意嘗試有限度地開放資本帳戶，將部分資本投放境外市場。與此同時，當局亦意識到這些措施必須審慎地進行，以確保有秩序及平穩過渡。

這項實驗為香港帶來另一獨特的機會，擔當連絡內地資金與境外投資機會的橋樑角色。正如股權分置改革一樣，我們繼續本著“摸著石頭過河”的精神，在實驗過程中不斷學習和進步。

各位可能曾聽過在 2006 年啓動的合格境內機構投資者計劃，或簡稱 QDII 計劃，計劃的目的是：

- 為龐大的儲蓄存款提供更廣泛的投資機會，並透過分散投資組合來減低風險；
- 創造更均衡的雙向資本流動；
- 增進內地投資者的金融知識；及
- 提升內地的監管框架，使與國際常規接軌。

QDII 計劃初期核准 19 家內地銀行及一家基金管理公司投資約 150 億美元於香港若干金融工具。其後，該計劃已擴大至包括證券公司及保險公司，並准許投資於更多種類的香港金融產品，在若干情況下更可投資於香港以外的市場。除 QDII 計劃外，內地當局亦鑽研其他不同的計劃，容許內地個人投資於在香港聯交所上市的产品。

利用中國儲蓄存款進行投資的另一個途徑是中國投資有限責任公司（中投公司）。該公司於去年 9 月成立，開始負責管理中國部分官方外匯儲備，初始資產規模是 2,000 億美元，這家公司的成立為國際金融市場及參與者帶來龐大商機。

監管 — 迎接中國改革的挑戰

大家都知道，凡全國性的監管制度，其效力以該國的地域邊界為限，因而對監管者構成實際的挑戰。為了對任何在香港聯交所上市的內地企業展開調查，香港證監會必須得到例如中國證監會等內地監管機構的監管協助。

一直以來，香港證監會與中國證監會都維持著和諧、具建設性及互相尊重的關係。於 1993 年，內地與香港訂立了《監管合作備忘錄》— 即我們一般所稱的《備忘錄》。《備忘錄》有五個簽署方 — 香港證監會本身、我們的對口單位中國證監會及三家證券交易所，即上海、深圳及香港的證券交易所。

簽訂《備忘錄》是因為各方認識到內地與香港市場的關係日益密切，以及兩地因而有需要建立及加強雙方的監管合作，從而保障投資者及維持市場的廉潔穩健。重點之一是透過定期聯繫和職員借調安排，促進兩地的相互諮詢和合作。多年來，該關係透過諮詢、合作及職員借調安排而進一步鞏固起來。

2007 年 3 月 30 日，香港證監會與中國證監會交換了《監管合作備忘錄》及《有關期貨事宜的監管合作備忘錄》的附函。該附函將進一步加強兩地監管機構合作調查跨境罪行及違規行為的能力。

根據最新的安排，香港證監會可請求中國證監會協助在內地獲取其調查所需的信息。被要求提供調查所需信息的人士如拒絕遵從有關要求，中國證監會可尋求法院向其施加制裁。內地證券法於 2006 年作出修訂，令中國證監會得以具有這項強制內地人士提供該等信息的權力。在此之前，香港證監會需倚賴中國證監會促請被要求提供信息者自願合作。

香港證監會亦將能夠行使其調查權力，在涉及香港因素的調查中，為中國證監會提供協助。

除了雙邊諒解備忘錄之外，香港證監會及中國證監會都是國際證監會組織《多邊諒解備忘錄》的簽署方，而該備忘錄旨在促進與執法相關的資訊的交流。

教育 — 協助中國投資者了解香港市場

香港的另一個特色是，散戶投資者在股票市場的參與率頗高，約為42%，而機構投資者的參與率為58%，但內地的散戶參與率則更高。

內地投資者（例如透過QDII計劃）的參與預期將會增加，但他們現時的經驗及對香港市場的認識有限。為了增加對香港證券市場的認識，內地投資者可閱覽載於香港證監會投資者入門網站 — “學·投資” 網站(www.InvestEd.hk)的“香港以外投資者”一欄內、以簡體中文編寫的教育資訊。香港證監會將會就內地當局（例如中國證監會、中國銀監會）的投資者教育工作提供協助。

結語

香港在參與中國的轉型及享受有關成果方面早著先機。隨著中國向前邁進及發展本身的金融市場，香港自然需要不斷重新定位以保持競爭力。這個既是演進又是競爭的過程。每個市場都各有適合自己的定位及所需扮演的角色，關鍵是它們能否找到合適的定位和保持足夠的靈活性，為預期中不斷轉變的需要作好準備。

我們從歷史中已見到，多年來紐約和倫敦這兩個金融中心主要以甚麼方式滿足像美國這麼一個大型經濟體系的金融服務需要。我相信，中國經濟的迅速崛起能為滬港兩地提供足夠機會去滿足國家的需要。

事實上，上海和香港可以互補不足，而這並不是一場零和遊戲。上海有龐大的本土市場需要它來提供服務，我確信它會取得非凡成就，而香港則可繼續為希望進軍國際市場的公司擔當連接世界各地的橋樑角色。

隨著中國融入全球經濟體系及在全球金融市場上擔當日益重要的角色，將會為香港的資本市場同時帶來挑戰和機遇。內地和香港的資本市場將會因為穩固的共存關係而受惠。內地當局的務實方針，預示著中國將可以繼續按照其關於資本市場的發展日程而行事，直至取得成功。任誰都會同意，中國的持續成功，對亞洲及全球都是一件好事。

最後，我要說的是，如澳洲證監會夏季研討會的這類場合就好像沙漠中的綠洲，為我們提供難能可貴的機會，讓我們可以反思金融市場近期發生的事情、

以全新的角度探討問題，以及從利好及不利市場的良好運作的事件中汲取教訓。我們眼前雖然充滿很多不明朗因素及悲觀的情緒，但歷史告訴我們，市場是會轉好的，之後又會繼續創新和出現興旺的景象。

我注意到這是第 13 屆的夏季研討會。在廣東話口語裏，13 及 2008 分別與“實生”及“發達”的“發”字諧音，象徵吉祥的意思。我謹再次向舉辦是次活動的澳洲證監會道賀，並預祝澳洲證監會在未來的日子裏不斷取得成功。

謝謝大家。