

“2010 年亞洲指數峰會” 主題演說

張灼華
證券及期貨事務監察委員會
副行政總裁及執行董事

2010 年 6 月 8 日

各位先生、女士，早安。我很高興能夠出席今天的會議並向各位致辭。

引言：市場監管方面的最新發展

主辦單位希望我從監管的角度談談交易所買賣基金（ETF）。這實在是個適時的題目，一方面因為目前全球不同地區先後提出監管市場的改革方案，當中部分會影響 ETF 市場，另一方面，亦因為 ETF 及指數基金已成為我們市場中迅速發展的一環。香港和許多其他地方一樣，在過去幾年推出的 ETF 及指數基金，無論在數量還是種類方面都有很大變化。

自我們在 2003 年 4 月首次發出有關指數基金的指引後，指數基金市場在此後的幾年經歷了重大的發展和演變。

在座各位可能都知道，在香港，我們最近修訂了《單位信託及互惠基金守則》（《守則》）的部分內容，當中一些修訂是要反映指數基金市場的成長及創新發展。根據規定，向香港公眾發售的集體投資計劃，必須先取得香港證券及期貨事務監察委員會（證監會）的認可。我們在認可指數基金方面，修改了部分規定，就那些採用代表性抽樣策略或合成模擬策略來追蹤有關指數或基準的基金，我們將現行規管做法編纂為守則條文，這亦能反映出目前 ETF 所追蹤的資產類別已愈趨多元化。

我們對《守則》所作出的修訂，源於早前對我們的產品監管制度以及《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》的較廣泛檢討。我們提出的改革方案，不僅是要配合市場在某些方面的發展趨勢，也是要處理金融危機及雷曼兄弟集團倒閉後浮現的一些問題。證監會於 2009 年公布整套建議修訂，諮詢公眾意見，於今年 5 月 28 日就有關建議發表諮詢總結，同時載列經修訂的產品守則及操守準則。有關修訂在憲報刊登後，會按照相關的過渡性安排，於未來數月生效。

我注意到，新加坡金融管理局最近也發表了諮詢文件，提出修訂《集體投資計劃守則》的建議。香港與新加坡市場之間有不少共通之處，特別是兩者都是亞洲區內開放的國際市場。我們將會繼續關注新加坡金融管理局這項諮詢的進展。



香港 ETF 市場

現在，我會談談香港 ETF 市場的一些背景資料。

截至 2010 年 5 月，共有 62 隻 ETF 在香港上市，當中 38 隻亦有在其他地區跨境上市。不論按成交金額還是按總市值計，香港的 ETF 市場均在亞洲排行第二。以 ETF 市場成交額計，香港僅次於內地，以總市值計，則僅次於日本。香港 ETF 市場於 2009 年的平均每日成交額較 2008 年上升 13%。2010 年首四個月，ETF 成交額佔香港聯合交易所總成交額近 3%。

一如許多其他地區，香港市場的 ETF 數量及種類均不斷增加。香港市場提供與股票、債券、商品、黃金或利率掛鈎的 ETF，還有追蹤區域性、單一國家、或某一行業指數表現的 ETF。

在眾多 ETF 中，市場對追蹤內地相關基準的 ETF 需求非常殷切。香港在 2004 年推出首隻追蹤中國 A 股市場的 ETF（iShares 安碩新華富時 A50 中國指數 ETF），這是全球第一隻讓境外投資者可以涉足中國 A 股市場的 ETF。以管理資產總值計，這基金仍然是亞太區（日本除外）最大型的 ETF。今年 1 月，首隻追蹤深圳證券交易所指數的 ETF 在香港上市，這亦是首隻由內地金融機構在香港的附屬公司管理的 ETF。

我們一直積極為香港市場尋求發展和增長機會，其中當然包括 ETF 市場。2009 年，我們與台灣金融監督管理委員會就 1996 年簽署的《諒解備忘錄》交換《附函》，為互相認可兩地的 ETF 及安排 ETF 跨境上市奠定基礎。去年 8 月中，香港三隻 ETF 在台灣交易所成功上市後，這些香港的 ETF 已經在當地 ETF 市場交投量及成交額佔相當高的比例。2009 年 8 月，一隻台灣 ETF 亦在香港得以跨境上市。

無庸置疑，市場對 ETF 存有需求。對 ETF 有興趣的，當然不僅僅限於散戶，事實上，ETF 亦廣泛獲機構投資者採納。這對 ETF 產品的設計有一定影響，產品供應商紛紛推出可以滿足更廣泛類型的投資者，及切合更多不同投資需要的產品；同時這亦對 ETF 在二手市場的買賣方式帶來影響，就此我將稍後再作說明。

證監會的監管方式

我們認為，在監管投資產品的發售方面，採用開放的監管方式最符合香港的利益。我們亦相信，投資者應能夠從市場所提供的各式各樣的投資產品中，作出自己的投資決定。因此，我們鼓勵業界開發市場，推陳出新，進行良性競爭。然而，我們必須在促進市場發展與為投資者提供適度保障之間，取得適當的平衡。我希望集中討論一下向證監會申請認可並向公眾發售的追蹤指數基金，以及我們對這些基金所追蹤的指數的一些主要考慮。



ETF 的相關指數

從 ETF 提供者的角度來看，基金所投資的對象必須能夠切合目標市場的需要。不論有關 ETF 是分散投資於廣泛範圍，還是集中於較窄範圍，抑或採用某種特定策略，在選擇或構建適合的指數時，都要格外審慎。

香港證監會的《守則》列出申請認可的指數基金須符合的規定。我們認可指數基金的首要原則，是基金的相關指數必須獲得我們接納。就此，《守則》載列了我們在考慮有關指數是否獲接納時一般會採用的準則。概括來說，選取指數成分股的機制必須以規則為本並且以公平的方式來設立，指數成分股的挑選及所佔比重的決定方法亦要經常貫徹一致。此外，指數的目標、相關市場、行業、國家或資產類別、或所追蹤的其他投資目標，都必須清楚說明，而指數本身亦必須能夠代表或反映相關市場、行業或資產的表現。指數所涉及的投資範圍一般必須是廣泛並且是可供投資的，同時亦須充分透明，投資者容易取得指數的相關資料。更重要的是，指數提供者必須具備獨立性。我們並無禁止基金經理與指數提供者之間具有聯屬關係的基金，但基金必須符合有關投資目標、以規則為本及指數資料須具透明度等準則。我們亦規定基金文件必須披露上述的聯屬關係，以及處理潛在利益衝突的措施，使投資者可以據此來評估投資風險。

資料披露

除了要確保相關指數的構建方式符合嚴謹機制，以及指數須由獨立人士管理外，我們亦十分重視資料的披露。投資者必須獲得足夠資料，讓他們就應否投資於某隻基金作出有根據的判斷。

投資者需要自行分析基金的投資範圍，以及基金能否有效地反映所追蹤的市場、行業、資產類別或區域的表現。投資者除了要了解基金的特點及追蹤相關指數或基準的方法之外，亦需獲提供足夠資料，知道指數如何構成、組成指數的證券如何選取、有關證券所佔比重及其流通量、重整指數的頻密度、指數重整可能對市場構成的影響以及由此引致的成本。此外，基金文件亦須清楚解釋其他影響基金風險及回報的因素，例如與追蹤指數有關的風險、投資時間的長短，以及基金或投資者要承擔的其他成本。

交易對手風險及透明度

對於眾多指數基金來說，交易對手風險是另一項需重點考慮的因素。一般而言，交易對手風險會取決於相關指數或基準。部分基金會利用金融衍生工具，追蹤某項指數或其他基準，這可能是由於基金不能採用實質持有成分股的策略，來模擬有關指數或基準的表現。舉例說，基金所追蹤的市場或市場上某個行業，僅有限度對外開放，或對直接投資有其他限制。另一原因可能是，對某些基金而言，由於他們的某種結構，合成模擬策略可能較實質模擬方式更優勝或更有效率。



目前，香港市場上共有 62 隻 ETF 獲證監會認可，其中 46 隻採取合成模擬策略。

若 ETF 採用掉期合約或其他衍生工具，其風險特點便可能會有所改變，透明度亦可能會受影響。今年，我們修訂了《單位信託及互惠基金守則》，對利用這類金融工具達到投資目標的認可基金，列出更詳細的規定，涵蓋範圍包括金融工具發行商的信貸素質及是否具獨立性、金融衍生工具的估值，對基金的交易對手風險進行限制、對抵押品及其管理訂下規定，以及對基金經理的風險管理及應變措施提出要求。經修訂的《守則》對這類結構性基金列出特別的披露規定，在一般適用於廣泛不同產品的披露規定上，再加設額外的資料披露準則。當然，香港並非唯一考慮上述規管事宜的地區。美國證券交易委員會（證交會）今年早前亦表示打算檢討 ETF、互惠基金及其他投資公司使用衍生工具的情況。我們納入經修訂的《守則》的具體規定，實質上是本會過往兩年就有關產品所形成的一套監管做法。隨著金融危機不斷演變，我們必須迅速採取措施，協助那些由我們監管並採用合成模擬策略的認可基金，從而減低這些基金的交易對手風險、加入具流通性且可依法強制執行的抵押品，並強化這類認可基金的應變措施。

ETF 日益普及所產生的其他影響

我早前提及，散戶及機構投資者利用 ETF 的情況日趨普遍，會對 ETF 的二手市場產生影響。當然，這主要是因為 ETF 的交易非常方便，可以像普通股份一樣買賣。不過，ETF 亦因此當然與其他交易所買賣產品一樣會面對相同的市場影響。美國在 5 月 6 日的市場暴跌事件或許是最佳明證。證交會主席夏佩羅女士（Ms Mary Schapiro）在 5 月 20 日參議院證券、保險業及投資小組委員會聽證會上作證時指出，ETF 的價格在 5 月 6 日曾急速下滑。她表示，當地交易所其後取消了一批上市股份在 5 月 6 日市場暴跌期間的交易，原因是這些股份的價格較當日股市崩盤之前的水平，下滑達 60% 或更多，而在交易被取消的上市股份中，約有 70% 是 ETF。她續說，美國證交會將繼續調查事件的起因，並會集中調查 ETF 市場與股市急瀉，與市場莊家及獲授權參與者所擔當的角色之間的關係，以及在美國全國市場系統監管法規（Regulation National Market System）下，“最佳價格交易規則”（“trade-through” rule）如何操作等技術性因素。夏佩羅主席作證時表示，機構投資者透過 ETF 在市場上取得一些投資機會或消除了一些投資風險，而證交會正著眼研究這種策略會否在市場急跌時，對 ETF 造成巨大沽售壓力。她同時表示，證交會將會探討，機構投資者所進行的賣空 ETF 交易會否是當日 ETF 價格大幅波動的其中一個因素。

因此，很明顯，基於 ETF 與相關資產之間的聯繫，各類投資者利用 ETF 日趨普及的情況，加上 ETF 在不同交易策略中的用途，不但會影響 ETF 本身的價格走勢，也會對更廣泛的市場層面帶來影響。證券市場經已全球化。投資者不單可選擇他們的投資產品，亦可選擇在哪個市場及在哪裡進行交易。我們的 ETF 一直都獲得機構投資者青睞。有鑑於此，我們將會密切關注證交會有關調查的進展。



今天我希望談及 **ETF** 規管的多個方面，但因時間所限，我謹在此作結。

謝謝各位。