

香港基金管理業的前景及監管挑戰

2007年1月18日

講者
中介團體及投資產品部執行董事
張灼華

各位先生、女士：

謝謝主辦機構邀請我今天向大家發言。

我獲邀在這次會議上發言後，便想到如何以饒富趣味的手法從監管者角度談論基金管理業的情況。這無疑是一項挑戰，但我其後理解到，在最少一方面，監管者其實與業界抱有共同的目標，就是要確保我們的市場在面對全球競爭時，能成功取勝。

身為監管者，我們經常會問自己，我們的監管架構有否發揮應有的作用，從而持續吸引資金流入本地市場。

我們認為，我們一方面當然不應監管過度，另一方面亦不應，甚至不得看來是以獨裁高壓手法監管業界，否則，不少基金便會因高昂的合規成本而卻步，而投資者亦會因太少可供選擇的基金產品而利益受損。

另一方面，我們非常重視我們作為業界把關者的角色，矢志以堅定不移、公允持平的手法執行相關的守則及指引。要吸引資金流入的另一先決條件，是投資者獲得公平的對待及有關規則可妥為執行。

規管目標

香港政府及監管當局均致力發展具寬度及深度的優質市場。

近期當局推出的便利業界措施包括在 2005 年年底撤銷遺產稅和 2006 年年初豁免離岸基金繳付利得稅。該等措施旨在加強我們作為國際金融中心的競爭力，和吸引國際投資者在香港持有資產和使用香港的資產管理服務。在這段期間內，我們的資料顯示有 73 家法團來港申領資產管理牌照。

我們亦提供穩健的規管架構，確保為市場參與者提供公平的競爭環境，和為投資者提供具充分透明度的市場，以便投資者作出有根據的投資決定。我稍後將會對此詳加論述，但就此而言，其中一項重要的真理，在於我們明顯不能以閉門造車、紙上談兵的方法達成以上的目標。身為監管者，每當我們制訂監管政策或促進業界開發新投資產品時，都會致力與業界並肩合作。此舉亦可讓我們取得所需的回應意見，繼而撤銷那些既不合時宜且妨礙創新變革的政策。

香港作為主要的國際金融中心

香港獲公認為其中一個主要的基金管理中心。在亞洲，我們在外國直接投資的首選市場中排名第二(僅次於內地)¹。

香港的基金管理業正蓬勃發展，而業界所管理資產的總值亦在過往數年大幅增長。2005 年基金管理業務的合併資產錄得 25% 的增長，而 2004 的增幅逾 22%。在 2005 年年底，基金管理業務的合併資產總值超過同期香港股市市值的一半 (55%)。

中國提供的機遇

我們要談論香港的金融市場，便不得不提及內地市場。內地是當今金融市場的重要焦點之一，這是有其原因的，因為內地的經濟正急速擴展，而內地市場的儲蓄額高踞全球首位(市場資料顯示總額為 2 萬億美元)，外匯儲備逾 1 萬億美元²，亦佔全球首位。該等流動資金為投資者及資產經理帶來重大的機遇。

2006 年，內地境內 A 股市場飆升 130%，而境內互惠基金(內地稱為“共同基金”)涉及的資產總值亦達 1,000 億美元。境內互惠基金總值的增加，大部分由兩項因素帶動 – 不少投資資金由(投資短期債券的)貨幣市場基金轉移至股本產品這項重大轉變，以及中國境內 A 股市場大幅上揚。

中國的資產管理業亦增長迅速 – 受管理的資產總值在 2001 至 2006 這六年間錄得 10 倍增幅。單就其中一年而言，受管理的資產總值便躍升 84% (由 2005 年的 590 億美元增至 2006 年 12 月底的 1,070 億美元)。

內地投資者渴望為本身的巨額資金尋找投資機會一事時有報道。例如：嘉實基金管理有限公司與德意志銀行新成立的內地合資基金管理公司在 2006 年第四季度推出涉及龐大資產的基金。該公司新推出的一項基金僅在一日內已收到達 50 億美元的認購額。

因此，現在的問題是我們可如何把握內地市場所提供的豐富商機？雖然內地市場正以前所未有的高速開放，但當中仍存在種種限制。至今，中央政府為開放內地金融市場而推出的最重要的措施為合格境外機構投資者計劃(QFII)(即允許合格境外機構投資者投資於內地證券)，及合格境內機構投資者計劃(QDII)(即允許內地投資者透過合格的機構投資者(例如基金管理公司)投資於海外股票市場的合格境內機構投資者)。一旦獲得 QFII 資格，香港的資產管理公司就可以直接參與中國的證券市場。目前共有 52 家獲核准的 QFII，獲准投資於內地證券市場的總投資額度達 90 億美元。有部分 QFII 的投資額度亦用於構建在香港的零售基金產品。

至於 QDII，雖然它們可為內地投資者提供寶貴的投資機會，但有關投資額度的使用率卻偏低。在 2006 年底，國家外匯管理局向獲批准的 QDII 批出 136 億美元的額度，其中 131 億美元批予 15 家獲 QDII 資格的銀行。然而，實際投資於 QDII 產品的

¹ 資料來源：聯合國貿易及發展會議，《2006 年世界投資報告》

² (根據國家統計局、商務部及中國海關總署，數額為 10,100 億美元)

總額度卻少於 4 億美元，是甚低的使用額。餘下的 5 億美元則批予華安(一家位於內地的資產管理公司)。

由銀行所推出的 QDII 產品的表現亦不如理想，這可能是由於(i)現時銀行就 QDII 須遵守的規則訂明只可投資於債券和定息產品的限制令產品不夠多元化，而定息產品的回報率亦偏低；(ii)預期人民幣匯率將繼續攀升；及(iii)中國股市回升，提高了投資者購買 A 股的興趣。

為了處理上述事宜，中國銀行業監督管理委員會(中國銀監會)、國家外匯管理局、證監會和金管局在 2006 年 11 月於香港首次就 QDII 舉行聯合工作小組會議。工作小組確認了必須擴闊獲 QDII 資格的銀行的獲准投資範圍，並討論了將範圍擴大至包含內地投資者熟悉的產品(例如投資於在香港上市的 H 股的證監會認可基金)的可能性。

香港是內地投資者的投資門檻

香港位處連接內地與世界各地的理想位置。我們與內地關係密切，毗鄰而處，而且熟悉內地的語言、文化、慣例及制度。

作為亞洲一個首要的資產管理中心，香港的基金管理業亦具有國際及離岸特色。大約 60%可供運用的投資資金源自海外，而大部分的資產亦是投資於香港境外。

在人力資源和服務方面，香港擁有大量專才，亦可為擬進行海外投資的內地機構提供全面的技術、經驗和顧問服務。香港提供的認可投資產品種類繁多，能迎合各階層投資者不同的風險承受能力，因此可為渴望分散投資和掌握海外投資機會的內地投資者提供一站式服務。這個互補而具有高度協同作用的優勢可令內地和香港的基金管理業同時受惠。

我建議以香港為基地的基金經理應抓緊機會，探索可如何為 QDII 所帶來的機遇作出貢獻或藉此獲益。例如，它們可進行市場研究，以決定哪種基金產品或哪類相關投資會引起內地投資者的興趣。

有關基金業的全球事宜

現在，讓我講述世界各主要市場的監管機構所面對的涉及基金業的若干全球事宜。

(i) 規管對沖基金

首先是有關對沖基金的規管。

在香港，我們認為對沖基金是一種極具吸引力的產品，散戶不應被完全摒諸門外。事實上，我們是全球其中一個最先推出相關指引，以便利向散戶投資者發售對沖基金產品的司法管轄區。不過，鑑於散戶投資者可動用的資源有限，難以要求足夠的

風險透明度及結構性保障，因此，我們已在產品結構、基金經理的勝任能力、表現費用的披露等各方面施加嚴格規定。

大家都知道，零售對沖基金只是對沖基金業內的一小角。香港大部分的對沖基金經理都會管理私人對沖基金，或就這類基金提供意見。我們在 2005 年抽樣選出一批對沖基金經理並對它們進行主題視察。去年 11 月，我們更與美國證券交易委員會聯手抽樣選出一批在兩地監管機構均領有牌照／註冊的對沖基金經理，並對它們進行視察。

藉著這些視察，我們發現若干主要的關注範疇，當中包括：

(1) 附函

有些基金經理透過附函向部分投資者提供優惠，但卻沒有同時向其他投資者充分作出披露，以致可能造成不公平的情況及利益衝突。

披露信息可以是解決這個問題的方法之一，例如另類投資管理協會便在 2006 年 9 月發出了適用於附函的指引。基金經理應向投資者披露這些附函的存在及其重要條款，例如優先贖回權、要求投資組合具備透明度的權利等。

(2) 估值

我們發現有些基金經理欠缺清晰的估值政策，例如適用於複雜及流通量低的產品的估值方法。

(3) 不符標準的銷售文件

對沖基金銷售文件內的某些條款含糊不清，令人難以明白。

我們正與業界、其他監管機構及國際證監會組織緊密合作，著手研究這些問題及最妥善的處理方法。例如，我們積極參與國際證監會組織轄下的對沖基金估值專責小組，而國際證監會組織預期將於 2007 年夏季取得公眾對此課題的意見。

(ii) 以不當方式銷售產品

從今時今日的投資趨勢可見，香港投資者在要求增加投資收益和保本增值之餘，亦紛紛要求將投資分散到傳統資產類別（例如物業、股票及外匯）以外的投資產品。此外，隨著人口老化，對於穩健退休計劃的需求也日增。

為著達到這些目標，投資者便會受到在香港推出發售的各類傳統單位信託及互惠基金、對沖基金及其他集體投資計劃、結構性產品，以及投資相連壽險計劃所吸引。在現今競爭激烈的環境下，也有不少進取的市場推廣及促銷產品活動來吸引散戶投資者。

有鑑於此，一般散戶投資者面對五花八門的選擇可能感到疑惑甚至混亂，因為這些產品本身已十分複雜，銷售文件又難以明白，而售賣產品的中介人本身還可能涉及利益衝突。這些因素均使一般散戶投資者難以作出有合理根據的投資決定。因此，愈來愈多投資者向投資顧問尋求客觀及適當的意見。基金經理因此有責任向分銷商及

投資顧問提供適當的培訓，確保他們向客戶提供專業及客觀的投資意見，包括有關產品特點及風險的所有必需資料，更重要的是不會向投資者售賣或“強行推銷”不合適的產品。

持續的投資者教育發揮重大作用，協助投資者認清自己在尋求投資顧問的意見時有何權利、責任及風險。在這方面，證監會將會繼續透過傳媒、工作坊、刊物及本會名為“學·投資”的投資者教育入門網站等不同途徑教育投資者，旨在協助投資者培養正確的個人理財態度。一旦投資者瞭解他們有意投資的產品的特點及風險，又懂得提出適當的問題，便能更加裝備好自己作出有根據的決定。

監管機構普遍同意投資者應獲得機會在考慮各種投資選擇時，可根據切實可靠的資料作出投資決定。不論投資者是基於銷售代表的推介或集體投資計劃營運商所發行的章程內披露的資料，還是基本上是自行作出決定，投資者在認購前都應獲得所需資料，以瞭解有意認購的產品的性質、成本及風險／表現資料，以及市場中介人的相關利益衝突。

香港市場的現行慣例是投資顧問不會向客戶披露他們自產品供應商收取的報酬或佣金款額。這種做法帶來利益衝突的問題，投資顧問可能會只顧自己的利益，而將客戶的利益置於其次。

國際證監會組織將會展開新的項目，研究在售賣產品時應向投資者披露哪些有意義而實用的信息。證監會已主動表示願意加入草擬委員會。澳洲、英國及新加坡已強制規定必須作出該類披露。

(iii) 非金錢佣金安排

非金錢佣金安排是另一個備受監管機構關注的範疇，因為這些安排在基金經理（收取利益者）與基金及投資者利益（投資者希望支付最少佣金亦同時希望基金交易獲得最佳的執行）之間產生了利益衝突的問題。

證監會的《操守準則》規定持牌人必須向客戶披露他們從經紀收取的非金錢利益及其概約價值。持牌人亦須確保所承諾執行的交易或客戶獲得的服務均符合客戶的最佳利益。

國際證監會組織於 2006 年 11 月發表了一份有關非金錢佣金的諮詢文件，探討在該組織的成員所屬的司法管轄區當中存在的關注事項及監管機構的回應。英國金融服務管理局已主動要求投資經理向客戶披露他們就執行交易及研究服務所收取的報酬，即提供佣金明細分類。

我們正密切留意國際間在這方面的進一步發展。

總結

香港早已建立了穩健的規管架構，再加上大量專才、豐富經驗、世界級的金融服務及法律體制支持，以及多種管理完善的投資產品，提供深度與闊度兼備的投資選

擇空間。我們已準備就緒，致力為那些尋求更優質選擇及服務的內地投資者服務和為其投資增值，同時本身亦受惠於內地市場開放所帶來的協同效應及種種機遇。我們正活在一個饒有意思的歷史時刻。我們應並肩合作，使未來的發展更有意義，為所有投資者及市場人士創造更大裨益。

多謝。