

## 結構性產品亞洲年會主題演說 “香港——推動交易所買賣基金（ETF）市場發展的理想平台？”

張灼華  
執行董事及副行政總裁

2009年10月5日

為配合今天年會有關交易所買賣基金（ETF）及指數的專題環節，今早我打算在此特別談談 ETF 市場。我將闡述的一些較宏觀監管議題，亦與結構性產品以及在座參與設計、安排或向香港散戶分銷這些產品的同業息息相關。

### ETF 在亞洲的發展一日千里

正如證監會經常指出，我們致力發展香港的 ETF 平台。我們相信，香港在亞洲區內具備發展 ETF 市場的優勢，可為產品供應商及投資者締造機遇。

截至 2009 年 8 月止，香港是亞洲區第二大 ETF 市場，ETF 成交額僅次於內地，而總市值則僅次於日本。2009 年 8 月份的 ETF 成交額佔香港聯合交易所總成交額的 4.5%，與紐約證券交易所及納斯達克比較，這兩家交易所 ETF 成交額佔其總成交額的 11% 左右。值得注意的是，雖然美國 ETF 市場有較悠久的歷史，但當地市場到了近年即 2005 年左右才真正發展起來。

金融市場在 2008 年嚴重受創，香港的基金管理業務亦不能獨善其身。截至 2008 年底，香港的基金管理業（包括房地產基金）的合併資產總值較之前一年下跌了 39.3%，但按過去三年平均值計算，基金管理業務的合併資產總值仍保持升勢，而這些資產繼續保持國際特色。就房地產投資信託基金以外的基金管理業務而言，源自非香港投資者的資金比例保持穩定，約佔總數的 64%。這反映出香港有能力吸引外來資金進行委託管理，亦展現出香港中介人，包括在座各位的專業才能。

全球市場去年經歷了重大的衝擊，促使市場在多方面作出反思。投資者要求業界提升投資產品的透明度、效率、流通量，並加強對投資產品的風險管理。我們相信，這些因素或有助推動和加快 ETF 的發展，進而在香港或通過香港的市場取得關鍵性的量化增長。當然，我們認為，ETF 蓬勃發展不應對其他資產市場產生此消彼長的效應。香港的資產管理業多年來持續表現卓越，而對於投資組合來說，傳統的基金管理往往構成重要的組成部分。

至於 ETF 具備的種種優點，相信大家會在稍後的研討會上詳細討論。ETF 和股票一樣可隨時在市場交易時段內買賣，雖然投資者須支付銷售佣金及交易費用，但 ETF 的管



理費用一般低於以積極方式管理的基金。ETF 能分散投資風險，而且透明度高，但這當然要視乎基金追蹤甚麼項目、設立的基準範圍是否廣泛及如何推行投資策略而定。ETF 亦可提供投資於不同的資產類別、領域、行業、國家和地區的機會，而個別投資者則未必能夠輕易採取類似的策略。

我深信 ETF 市場能持續增長，不斷推陳出新。ETF 在亞洲顯然愈來愈受歡迎，韓國的 ETF 管理資產總值在 2007 至 2008 年間大幅上升約 40%，而日本的 ETF 數目亦由 2007 年底的不足 20 隻上升至 2009 年 8 月底的 79 隻。內地首隻 ETF 產品於 2005 年初推出，而按成交額計算其 ETF 市場已躍升至亞洲首位。

### ETF 在香港的發展歷程

香港的 ETF 市場自 1999 年底盈富基金獲認可後，取得長足的發展。相信大家還記得，成立盈富基金，是爲了有秩序地出售政府於 1997 至 1998 年亞洲金融風暴期間買入的股票，而盈富基金也是首隻獲證監會認可的同類產品。雖然盈富基金的結構和銷售機制均有別於當時常見的證監會認可基金，但所依據的一般原則並無二致。盈富基金的首次公開發售在當時是亞洲區（日本除外）最大型的基金上市計劃。時至今天，盈富基金按市值計算仍然是香港最大型的 ETF。

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），成爲全球首隻讓中國內地境外投資者涉足中國 A 股市場的 ETF。這基金的結構亦有別於常見的證監會認可基金，而我們在秉持這基金能爲投資者帶來更多投資市場選擇的信念下作出努力，對這基金給予認可。香港先後於 2005 年推出首隻債券 ETF，於 2006 年推出本地首隻追蹤外地股市表現的本地 ETF（即 BSE SENSEX 印度指數基金），於 2007 年推出首隻商品期貨 ETF，並於去年推出首隻黃金 ETF。

截至 2009 年 9 月底爲止，共有 37 隻獲證監會認可的 ETF 在香港聯合交易所掛牌買賣，總市值（不計黃金 ETF）達 208.9 億美元，僅佔香港聯合交易所全部上市公司總市值的 1.1%。去年，ETF 數目增加 54%，合計市值則上升 50%。香港的 ETF 所投資的市場覆蓋多個地域，包括香港、內地、日本、韓國、俄羅斯、印度、台灣及一般新興市場。這些 ETF 分別與股票、債券、黃金、貨幣或商品指數掛鉤。

以下讓我談談 ETF 監管方面的發展歷程。證監會在 2003 年底左右發表有關 ETF 的指引，因應以被動方式管理且與指數掛鉤的 ETF 所具有相對簡單的投資目標和策略及較高的透明度，簡化適用於這些 ETF 的規定，同時豁免其無須遵守《單位信託及互惠基金守則》的若干規定。消除這些限制，是要在香港合適的規管架構下，促進香港發展爲地區性的 ETF 市場，讓投資者有更多選擇。香港聯合交易所主板的《上市規則》亦於 2003 年作出修訂，簡化了經證監會認可的集體投資計劃（包括房地產基金）單位的上市及交易規定。較近期來說，隨著市場進一步發展，我們將交易徵費豁免範圍擴展至香港聯合交易所的所有莊家，讓他們向投資者提供最佳的報價，同時批准豁免以法



團形式成立的 **ETF** 遵從披露權益規定及若干涉及股份登記機構的規定，為香港市場上以不同法律形式設立的 **ETF** 提供公平的交易環境。

我們繼續致力擴闊和深化香港市場，為市場參與者提供機遇，讓投資者有多元化的選擇。**ETF** 的市場當然不會例外。

### 香港 **ETF** 市場的突破發展——與台灣建立聯繫

今年初，我們與台灣金融監督管理委員會就 1996 年的雙邊《諒解備忘錄》簽署附函，促進兩地互相認可對方的 **ETF** 及安排 **ETF** 跨境上市。三隻香港 **ETF** 已於 8 月中在台灣證券交易所順利上市，而首隻台灣 **ETF** 亦於 2009 年 8 月 19 日在香港聯合交易所掛牌上市。此外，中國證券監督管理委員會亦同意在《更緊密經貿關係安排》補充協議六內加入措施，為港股組合 **ETF** 在內地的交易所上市創造契機。

**ETF** 在台灣市場相互掛牌上市這項重大發展，不但標誌著香港與台灣在金融合作方面邁出歷史性的一步，更代表著內地、香港與台灣三地市場透過香港這道橋樑，得以建立更緊密的連繫。

### 內地市場商機處處

對於香港、內地及台灣這三個市場及有意涉足這些市場的投資者來說，三地之間的聯繫至為重要。目前，香港已有三隻追蹤 A 股的 **ETF** 掛牌上市，合共佔 2009 年 9 月香港 **ETF** 市場總成交額的 82%。A50 基金在 9 月的每日成交額佔香港全部 **ETF** 每日平均成交額的 75%。香港三隻 **ETF** 自 8 月中在台灣交易所跨境上市後，即佔當地 **ETF** 市場的交投量及成交額的相當比例。根據統計，這三隻香港 **ETF** 由在台灣上市至 2009 年 9 月底為止這段期間，合共佔台灣 **ETF** 交投量的 38% 及成交額的 25%，當中標智滬深 300 中國指數基金佔最大比例。事實上，在台灣 **ETF** 市場的每日平均成交額中，標智滬深 300 中國指數基金在 2009 年 9 月高踞第二位，若以單位成交額計算，該基金自上市以來更在數個交易日位列榜首。

由此可見，全球各地投資者對內地 A 股市場的興趣甚濃。全賴香港市場提供有利的環境，加上金融中介人的努力，我們得以抓緊機遇滿足這些需求。香港作為中國的離岸金融市場，實是構建合適投資產品市場方面的不二之選，在 A 股市場仍未對外開放之前，讓投資者有機會涉足這個市場。在這段期間，我們一直審慎管理相關的風險，而 **ETF** 交易亦井然有序地進行。隨著 A 股市場持續以試驗方式對全球其他地區開放，這三隻香港 A 股 **ETF** 的交易活動、趨勢、風險管理模式將能提供有用的參考指標。

以上是有關追蹤境外資產的香港 **ETF** 的發展。我們接著談談流進香港的境外資金的管理。儘管在香港管理的內地資產總值不高（2008 年為 640 億港元），我們預期數額會逐年遞增。根據外間估計，截至 2009 年 5 月底，國家外匯管理局已向十家內地基金管理公司及一家券商批出 400 億美元的總投資額度，同時向 21 家內地商業銀行批出 166



億美元投資額度，讓這些銀行得以按照合格境內機構投資者計劃（QDII）投資於境外市場。在 5 月底，內地保險公司這個 QDII 計劃下最主要的機構投資者組別所持有的資產，合計總值達人民幣 36,000 億元。根據中國保險監督管理委員會頒布的暫行規定，它們可將多達 15% 的資產投資於境外市場。相信大家都知道，香港是 QDII 計劃下內地商業銀行獲准投資的首個境外市場。目前，香港仍是協助內地基金作境外投資的主要市場。

## 擴展市場參與量及加強對外聯繫

在我們的努力下，香港與台灣市場順利落實 ETF 相互掛牌上市安排，我們對此感到極為鼓舞。我們相信，香港市場的成就，取決於我們的匯聚能力、與外地市場合作的緊密程度及合作範圍。為擴展市場參與量，我們致力鼓勵更多發行商來港推出不同產品。我們會為本地發行商及不同產品提供有利的發展環境，致力建立健全的監管環境，讓各市場參與者都有發展空間。我們亦會盡力對外擴展，聯繫規管水平與香港相若的市場，從而促進 ETF 及其他投資產品跨境上市。我相信，在香港 37 隻 ETF 中，最少有幾隻 ETF（不單是追蹤 A 股的 ETF）能吸引其他市場投資者的興趣。只要我們成功建立更好、更廣的對外市場聯繫，投資者便能受惠。

## ETF 的規管原則

我們的監管理念很簡單：我們認為，就發售投資產品而言，最符合香港利益的做法是採用開放的架構。我們相信，投資者應該能夠從市場上各式各樣的投資產品中，選取適合自己的產品。然而，我們必須在促進市場發展與提供適度投資者保障之間，取得適當的平衡。因此，接下來我會談談規管不同類別的 ETF 時的一些考慮因素。當中有些因素不僅適用於 ETF 產品，亦可能會適用於其他類型的基金甚至結構性產品。

香港監管投資產品銷售的制度以披露為本。在實施產品信息披露的一般準則及具體規定之同時，我們亦制訂了規管中介人操守的守則及法規，再輔以相關的投資者教育措施，我們亦會對沒有履行責任的違規者採取嚴厲有效的執法行動。

ETF 種類繁多，在投資對象、投資策略以至目標投資者的投資時間長短都可以有頗大的分別：當中有些屬於普通的 ETF，另一些 ETF 則為較熟練的投資者提供效用的個別投資工具。因此，不同 ETF 所涉及的投資風險自然有所不同。ETF 市場亦不斷推陳出新，有些 ETF 的特點或結構或需循更多方面作出考慮。

有些 ETF 不採用一般持有指數成分股或相關投資組合的策略，轉而採用部分模擬策略來追蹤而非模擬某個指數。此外，個別 ETF 或會透過掉期或衍生工具組合來投資於某個指數。這些策略可帶來一些額外的對手方風險，亦可就基金所持抵押品類別的透明度、持有及管理抵押品的方法帶來額外的考慮因素。有些 ETF 會利用金融衍生工具來模擬所追蹤指數的表現，證監會近月一直與這類 ETF 的發行商緊密聯繫，商討如何減低對手方風險，同時處理金融危機所凸顯的關注事宜。



另一重要問題是潛在的利益衝突。在不同的情況下，都可能會出現實際或潛在的利益衝突。舉例說，在我剛提及的情況中，基金若運用合成策略而非實質模擬方式來追蹤指數的表現，便可能會與相關對手方訂立衍生工具協議。另外，一些 ETF 或會追蹤專有指數，當中指數提供者與有關基金經理可能有聯屬關係。有關方面應盡量避免出現利益衝突。如果利益衝突無法避免，但投資者利益可以獲適當保障的話，妥善管理和盡量減少利益衝突或已足夠。然而，這要視乎利益衝突的性質及所採取的措施而定。當然，還必須向投資者作出充分的披露。

另一個例子是全球不同市場所推出的槓桿式及反向 ETF，這些都不屬長線投資產品。目前已有評論講述這些 ETF 的性質，並提醒投資者需真正理解這些基金的投資目標的重要性。此外，也有監管機構發出公布，促請投資者必須考慮這些 ETF 的設計目的，才決定應否投資。在這類情況中，中介人就產品作出充分的披露，並且評估產品是否適合客戶，明顯是重要的步驟；同時應輔以投資者教育，讓投資者有必要的工具作出投資決定。

上述所提及充分的披露、投資者教育、透明度及減低產品結構的內在風險這些事項，當然不是 ETF 獨有的。相信這些事宜同樣適用於業務涉及結構性產品或結構性基金，特別是向香港公眾銷售的產品的在座多位與會者。

### 證監會就投資者保障進行公開諮詢

相信在座各位都知道，證監會最近剛發表建議加強投資者保障措施的諮詢文件，除了提出有關監管銷售手法的建議外，並且就那些向香港公眾發售的基金、與投資有關的人壽保險計劃及結構性產品提出相關規定，當中包括制訂新的結構性產品守則。雖然結構性產品有其特性，牽涉不同的考慮因素，但新的結構性產品守則亦有以《單位信託及互惠基金守則》的若干原則為依據，其中的例子包括我剛才提及的風險管理及利益衝突事宜，還有（以莊家開價方式）提供流通量的安排，以及抵押品類別的限制及受託人或保管人（如適用）的資格規定等。相信在座不少同業已閱讀過這份諮詢文件，或已從顧問處得悉概要。證監會網站亦載有這份諮詢文件，方便大家閱覽，我們歡迎各位就當中建議提交回應意見。

我們期待與各位繼續發揮香港的獨特優勢，共同推動本地金融市場的發展，並希望能收到大家對諮詢文件的意見。各產品供應商、發行商、資產經理及安排人若計劃推出新產品，尤其是具創新特性的產品，亦請盡早與我們聯絡。我們樂意與業界溝通，歡迎大家隨時與我們聯絡。

謝謝各位。