

开展基金互认 将为香港内地金融合作提供更大平台

□香港证监会副行政总裁 张灼华

RQFII的诞生及发展

目前，香港证监会正与内地监管部门商讨，下一步如何扩大RQFII的主体资格以及放宽其投资限制等。RQFII扩大试点的计划将会在较短时间内完成。

根据业界的估计，2012年香港零售基金总销售可达550亿美元，创下历史新高，将超过金融危机爆发前的2007年最高纪录。2012年，尽管全球资本市场困难及挑战重重，但香港的资产管理业仍然强劲增长，这充分证明了香港金融行业的灵活多变，在创新及了解投资者需要方面的工作尤为出色。

从历史角度看，香港资产管理业立下了很多里程碑，当中以RQFII基金最为瞩目。从基金销售情况看，在不到一年的时间里，RQFII公募基金销售占到全部公募基金销售额的10%以上，这充分证明了RQFII在香港资产管理业务中的作用，以及人民币产品强劲的发展势头。RQFII业务的成功可为下一步香港资产管理业务突破奠定基础。

RQFII业务试点政策于2011年12月底出台，但有关准备工作早在2009年香港证监会就着手开展。全球金融危机爆发期间，香港证监会与内地证监会、央行和外汇局，讨论关于开展RQFII计划的想法。准确地说，此时只是RQFII构思阶段。当时，香港部分规模较大及交易最活跃的ETF，是透过衍生工具与内地市场挂钩的合成ETF，这类追踪内地市场回报的衍生工具，称为中国A股连接产品（CAAP）。CAAP由QFII额度持有人发行，通常是重要的国际投资银行。虽然这类合成ETF深受欢迎，但CAAP却令ETF投资者需要承担CAAP发行商的信贷风险。随着全球金融危机爆发，美国最大金融机构之一雷曼兄弟集团轰然倒塌，还有很多重要的金融机构能否幸存也受到重大质疑，全球主要国家监管机构对金融市场风险高度关注，香港证监会也不例外。

同样，CAAP出现特别是香港市场上合成A股ETF产品规模不断扩大，也引起了内地监管机构关注。2009年初，香港证监会开始与内地监管机构展开沟通，向内地监管机构介绍我们应付此类交易对手风险的现行措施，首次提议让在香港证监会持牌资产管理机构，取得合格境外机构投资者（QFII）的资格开展资产管理业务，这样可以让香港投资者有真正的实物A股ETF，投资者便不用承担交易对手的风险。当时，我们的理据非常简单，我们的A股ETF广受欢迎，但操作A股ETF的机构/基金经理却没有QFII资格，这对他们和投资者都不利。

2009年下半年，内地开始在这五个城市开展跨境贸易人民币结算业务试点。很明显，这是中央政府为人民币自由化（即扩大人民币在内地境外的使用）迈出重要的一步。随着跨境贸易、跨境投资人民币结算试点业务的不断扩大和发展，人民币流出规模成倍增长，要提升人民币的认受性，必须让内地境外的人民币持有人可购买人民币资产及进行人民币投资，单靠贸易结算并不足够。除非可投资人民币以取得回报，否则境外人民币持有人并不想持有人民币。当时，香港已有极少量的人民币金融产品，如个人的人民币存款及少量的人民币点心债券。香港已处于成为离岸人民币中心的绝佳位置，亟须要做的是尽快在香港扩大人民币投资产品种类。这种想法与内地有关监管部门想法不谋而合。其后，香港证监会和内地人民银行、证监会、外汇局抓紧研究为香港设立特别的QFII计划，并在我们建议下最终确定为人民币QFII，而不是港币QFII。

RQFII运作牵涉众多复杂问题，包括外资涉足内地资本市场、跨境人民币流向及人民币在内地境外的使用等，涉及内地多个部门。为此，两地监管部门花了将近一年的时间来制订有关政策，最终决定以小规模试点（额度最初确定为200亿元人民币）的方式来开展这项计划，并将试点范围限定内地证券和基金管理公司设在香港的子公司，投资的品种以债券为主的固定收益类产品。2011年8月，国务院副总理李克强到访香港，正式宣布RQFII计划；2011年12月中旬，RQFII试点办法发布，RQFII业务诞生。至2012年2月，香港证监会共认可了19只非上市RQFII公募基金。RQFII基金在最初推出时，也曾引起一些负面评论。有人认为，有关产品销售欠佳，主要因为产品特点大同小异（该产品必须符合投资和策略方面的结构性限制），不少基金经理在香港市场和名度不高，同时本地投资者并不熟悉有关基金所投资的内地银行间债券市场。我们认为这些意见过于苛刻。平均而言，此类基金在首次发售（IPO）期即获认购约五成。对于像香港这样提供广泛产品选择的成熟市场来说，这个成绩已经非常不错。此外，从业界来看，这类基金肩负一项非常特殊的使命，就是为香港人民币投资产品市场带来新突破。这是有史以来首次由香港证监会认可的基金获准以人民币直接投资于内地的股票市场及银行间债券市场。单就这方面而言，这些基金已经非常成功了。同时，它们的顺利运行也表明，RQFII制度利用香港的资产管理平台，连接离岸人民币市场及内地的资本市场，是一项行之有效的安排。

两个月后的2012年4月，RQFII投资额度增加500亿元人民币，主要用于香港证监会认可及在香港上市的A股ETF产品。截至目前，香港市场共有四只RQFII A股ETF产品，共管理资产总额约440亿元人民币。在RQFII A股ETF推出以来的短短三个月内，其中一只RQFII A股ETF已经成为全港交投第二活跃的ETF。

2012年11月，国务院再次批准增加2000亿元人民币投资额度。目前，香港证监会正与内地监管部门商讨，下一步如何扩大RQFII的主体资格以及放宽其投资限制等。可以期待的是，RQFII扩大试点的计划将会在较短时间内完成。

开展基金互认将提供更大平台

短期内可先建立香港和内地公募基金相互认可安排。虽然获认可基金可享受特权，能迅速地进入其他市场，但在进入前仍须先通过对方监管机构的规管。

RQFII试点的成功，充分证实了香港与内地市场与监管合作所爆发出来的强大能量，也显示了香港离岸人民币市场及内地资本市场的强大吸引力。借助这些经验，我们有理由相信未来两地可以在更广阔的平台上进行合作，进行更大胆的试验。如此，建立香港和内地公募基金相互认可安排的想法便应运而生。

一般而言，在没有互相认可安排的情况下，海外基金若想在本地市场发售，必须先获得本地监管机构认可。如果两地监管机构设有互相认可制度安排，当本地监管机构处理海外基金有关申请时，将会视该项基金已大致上符合当地规例，故即使海外基金仍需寻求当地监管机构的认可，但过程将得以精简。

比基金相互认可更高一个层次的安排，是所谓的“基金通行证”措施。“基金通行证”意味着当一项基金获得本土监管机构认可后，便可透过通行证自动进入任何承认该通行证的驻在国。欧盟基金的程序能够大大简化，从而节省了成本和时间。目前，获香港监管机构认可的基金不能直接销售予内地投资者，而境外投资者亦不能投资于内地监管机构审批/认可的基金。

香港证监会关于建立两地基金互认可安排的构想，最早可追溯到2006年，当年内地开放了合格境内机构投资者（QDII）制度。为配合内地QDII监管，香港证监会首度与内地金融监管部门（银监会、证监会和保监会）签订

谅解备忘录。根据谅解备忘录，内地金融机构可以为内地投资者设计投资于香港证监会认可的外汇财富管理产品。这样，部分获香港证监会认可的基金已能够透过QDII计划间接地在内地出售。这项安排为我们带来了灵感——如果内地和香港两地的基金能够彼此在对方的市场直接出售，我们便可以集结力量，构建一个极具规模的平台。2009年，我们和内地有关监管部门提起过此类构想，但由于此时内地的资本管制，以及基金业发展和监管法制环境的限制，此构想在当时确实是可望而不可即。近年来，随着内地资本账户的不断开放，以及市场发展和基础设施的逐步完善，现时重又提出两地基金相互认可安排已具一定可操作性。

按照我们对这项制度安排的构想，将来在香港注册成立及管理、并经香港证监会认可的公募基金，可享受内地监管机构的认可，即“获认可香港基金”；反之，经内地监管机构审批/认可的内地基金，同样可以享受香港监管机构的认可，即“获认可内地基金”。该类获认可的基金，将可获准直接在对方的市场发售。

当然，考虑到内地资本项目管制，以及人民币不能全面自由兑换，短期内我们也只能以基金互认可安排作为开端。虽然获认可基金可享受特权，能迅速地进入其他市场，但在进入前仍须先通过对方监管机构的规管。

建立两地基金互认安排的愿景

若香港和内地基金互相认可安排得以落实，将会首度打开两地基金互相流通的大门。假如能够将一部分内地基金引入香港市场，就可以提升本地人民币产品的规模，进一步巩固香港人民币离岸中心的地位。

若香港和内地基金互相认可安排得以落实，将会首度打开两地基金互相流通的大门，这对两地资产管理业务及金融市场发展，乃至全球资产管理业格局将会是一项革命性突破。

——基金互认将为内地和香港资产管理业带来巨大商机。

促进香港资产管理业发展。一方面，内地的储蓄率甚高，市场渗透率却比较低，加上经济增长迅速，若香港认可的基金可以在内地销售，意味着内地市场蕴含巨大潜力。另一方面，加入内地的认可基金将会令本地市场的产品选择更为丰富，从而加强香港作为内地门户的角色，为国际投资者开拓进入内地市场的商机。现时，内地市场的公募基金种类繁多，由身处内地及对内地市场有充分认识及了解的专业人士管理，这些基金对香港及国际的投资者均有极大的吸引力，换言之，这些基金将会为本地的投资产品分销商带来更多商机。

有助于快速提升内地机构资产管理能力。一方面，透过互相认可安排，内地基金经理可以发挥其熟悉本土市场的相对优势，吸纳有意投资于内地的国际资金和投资者。另一方面，香港会为内地的基金经理提供一个平台，让他们与其他国际市场参与者一同竞争、学习国际标准和守则，了解国际投资者的要求及喜好，提升整体服务素质及风险管理，在国际上建立本身的品牌。另外，内地投

资者亦能从中获益，他们将会享有更多的投资选择，即获认可的香港基金。香港证监会认可基金种类繁多，差不多涵盖全球所有投资市场，获认可的香港基金将会为内地资产管理市场带来新的竞争。竞争会令成本下降，为投资者提供更有价值的投资和更好的服务。

——促进香港离岸人民币市场的发展。目前，多个人民币离岸中心正在互相竞逐，争相成为最重要的离岸中心。谁能率先建立拥有大量人民币投资及金融产品的市场，同时又能提供充分的流动性和流通速度，谁就能脱颖而出，其余只能成为其附庸。

由于香港早着先机，现时领先于其他人民币中心。目前，较其他人民币离岸中心，香港拥有最多的人民币存款，以及相对较多元化的人民币投资产品，包括人民币存款、债券、股票及债券基金、RQFII基金、上市人民币产品如房地产基金（REIT）、黄金ETF、RQFII A股ETF，以及上市股票等。不过，相对于内地经济、外贸及资本市场的规模，以及国际市场对人民币的潜在需求，香港目前人民币资金规模微不足道。现时，内地拥有最多最齐全的人民币投资产品，如内地市场有超过1100只中国证监会认可的基金。这些基金由身处内地的专业人士管理，采取多元化的投资策略。假如我们能够将一部分内地基金引入香港市场，就可以立刻提升本地人民币产品的规模，提供更加丰富的投资产品，从而刺激国内对人民币的需求，并进一步巩固香港作为首屈一指的人民币离岸中心的地位。

——拓宽内地实体经济的融资渠道。

两地基金互相认可安排除了对内地资本市场有实时的效益外，宏观而言，对实体经济亦有一定的贡献。经过三十年惊人的经济发展，内地在未来十年要继续增长，必须重点投资于几个方面：农业现代化、改善社会保障、加强基建和住房建设以应付高速的城市化发展、在主流产业建立国际品牌、提升服务业水平，以及鼓励科学、技术和医药的创新。

内地其实并不缺乏资金。现时，内地的储蓄率为全世界最高，每年的储蓄额为4万亿美元，所储金额比任何其他国家都要多。现时这笔资金大部分存放在银行，而银行贷款目前是内地经济最大的融资来源。不过，银行未必能够以最具效益的方式为资本和风险定价，因为这原本就是高效益资本市场应有的功能。

高效益的资本市场必须有适当比例的机构投资者。内地的股票市场有八成是散户投资者，所占比例甚高。这个比例现时已逐渐改变，而中国证监会亦一直努力改善这方面的情况。2012年，机构投资者的比例由前年的15.7%增加到17.4%。尽管有所改善，但距离目标仍有一段漫长之路。因此，我们推行两地基金互相认可安排，借此带来一股推动力。由于认可内地基金可透过香港市场吸引海外投资者，因此这些基金可扮演内地股票市场机构投资者的角色。

——风险管控措施。

可能会有人问：互相认可安排是否百利无害，毫无风险？答案是否，当中是存在风险的，而我们必需妥善处理相关风险。我们已准备了若干措施，包括在资讯分享及执法方面确立行之有效的跨境合作安排等；对于母公司设在内地的香港证监会持牌公司，我们一直就相关的监管事宜与中国证监会有着紧密合作；以及随着RQFII的落实，我们另辟了一个全新合作平台。

中国有两句成语：“百折挠，浴火重生”。我们安然度过了金融动荡，从危机中学习良多。现时，让我们迈步向前，在亚洲，特别是大中华地区，建立一个可靠、稳固、惠泽业界的金融平台。

以“小政府”解决“财政悬崖”困境

□罗伯特·巴罗

我从米尔顿·弗里德曼那里学到了很多，其中之一是，政府的真正成本是其支出，而不是其税收。换句话说，支出要么用当前税收融资，要么借钱融资，而借来的钱无非是未来的税收，它对经济表现的影响和当前税收并无区别。

我们可以把这一原理用于美国不可持续的财政赤字。众所周知，消除这一赤字要么通过减支，要么通过增税。

传统观点认为合理、平衡的方法是兼顾两者。但是，正如弗里德曼所指出的，这两个方法是南辕北辙的。减支意味着政府变小。增税意味着政府变大。因此，偏好“小政府”者（比如某些共和党）希望完全通过减支来消除赤字；而偏好“大政府”者（比如总统奥巴马和大部分民主党）希望完全通过增税来消除赤字。

经济学家阿尔贝托·阿勒西纳（Alberto Alesina）研究了经合组织国家的财务稳定状况，发现通过减支消除财政赤字比通过增税对经济好得多。一个自然的解释是，支出调整之所以效果更佳，是因为“小政府”更有利于经济增长。

对于给定的政府规模，征税的方法会产生影响。比如，我们可以选择通过一般所得税、工资税、消费税（比如销售税或增值税）等税种确定征税规模。我们也可以选择在今天而不是未来（通过改变财政赤字水平）征税。

有效税收制度的一个一般原则是以对总体经济扭曲程度尽可能小的方式征收给定数量（对应政府长期支出水平）的税额。通常，这一原则意味着不同水平劳动所得、不同类型消费以及不同征收时间（现在或将来）的边际税率应该相似。

从这一点出发，美国个人所得税制度的一个缺陷是最底层和

最顶层的边际税率太高，前者是因为福利计划，后者是因为累进率结构。因此，2009年以来，美国政府一直在以错误的方式行事，极大地提高了底层边际税率（通过大幅增加转移支付项目），最近又极大地提高了顶层边际税率（通过提高富人税率）。

目前采取最有效征税方法的是美国工资税，该税种的边际税率接近于平均税率（因为不存在减税，税率结构的累进性也较低）。因此，从有效征税的角度看，在2011–2012年降低工资税，并增加（确保方面的）税率结构的累进性是错误的。

因此，在评估2013年税收和支出变化时应考虑这些观点。防范“财政悬崖”本应大量削减政府开支，尽管削减措施并不具有吸引力。相应的税收收入增加倒至少是全面的，而非仅仅是已经实施的顶层边际税率的不均衡增长。

避免财政悬崖妥协的最重要部分是重建有效工资税。我估计，将雇员税负提高两个百分点意味着未来十年增加1.4万亿美元税收，这笔巨大的税收增加并不计入标准申报表。

诚然，包括国会预算办公室在内的一些宏观经济建模者预测，美国迈向“财政悬崖”可能早已导致了经济衰退。但这些报告都来自凯恩斯主义模型，而凯恩斯主义模型的预测永远是，随着政府的变大，GDP也会扩张。更值得注意的应是财政问题悬而未决带来的不确定性。

美国陷入另一场衰退不会令人意外，但其原因是坏的政策和其他因素的合力，而不是削减政府开支规模。事实上，无论从长期效果还是短期作用，“小政府”都不失为一项好的政策选择。

（作者是哈佛大学经济学家，斯坦福大学胡佛研究所高级研究员。本文来自Project Syndicate）

经济政策制定需明晰虚拟经济内涵

□华夏银行发展研究部副总经理 高自强

要科学制定经济政策，必须清楚界定实体经济领域与虚拟经济领域、实业经济体和虚拟经济体、实体经济行为与虚拟经济行为、有益的虚拟经济行为和有损的虚拟经济行为的概念和范围，并认识和把握这几个方面相互之间的内在联系与辩证关系。

目前理论界普遍按照是否生产与销售有形商品或劳务来界定所谓的“实体经济”与“虚拟经济”，因而笼而统之把第一、第二产业和交通、运输、旅游、文化等第三产业当作实体经济，而把银行、证券、保险、期货期权等金融产业和房地产业看作虚拟经济。前者是财富的创造与生产，后者是财富的再分配。也有人认为银行是实体经济，其他金融业是虚拟经济。笔者认为，上述认识与方法值得商榷。如果没有科学、清晰的定义和概念作为基础，在宏观经济金融政策的决策上就很难做到准确、科学。

“经济”活动是产品或商品的生产、分配、交换、消费等一系列行为和过程。经济学教科书通常把经济现象分为“宏观”和“微观”两大层面，而未把“经济”分为实体经济与虚拟经济两大领域。经济科学模型都是以资源稀缺作为假定前提，经济学概念主要强调两方面含义：微观上主要强调在资源短缺情况下，一个企业通过合理、节约的资源配置实现产出和价值最大化；宏观上主要强调与一国通过合理组织生产、交换、分配、消费等社会经济活动使社会资源配置效率和产品的社会效益最大化。因此，传统意义上的经济活动就是指实体经济，主要包括第一、第二产业和提供劳务品或服务第三产业，有些学者也将知识与文化等精神产业领域称为第四产业。

从宏观经济金融政策制定和决策的角度讲，究竟如何定义实体经济和虚拟经济的概念更为科学？笔者认为，既然“经济”活动是与“产品”或“商品”有关的行为，就应按照产品或商品的属性即“价值”和“使用价值”，从

经济视角来定义实体经济与虚拟经济的概念与内涵。从经济学意义上看，实体经济必须是能提供具有使用价值的产品或商品、劳务，以满足社会生活、消费需要为目的的生产、经营活动等经济现象和行为；虚拟经济是不具备使用价值的资产“符号”等非物质有价产品的买卖、交易活动等经济现象和行为。科学制定宏观政策，显然应该以经济意义上的实体和虚拟经济概念、内涵为基础。

虚拟经济是现代市场经济的产物。实体经济与虚拟经济相互联系、相互依存、相互影响、相互支持而又相互独立、相互矛盾，就虚拟经济而言，既存在有利于实体经济发展的虚拟经济现象和行为，也存在不利甚至有害于实体经济发展的现象和行为。

例如银行业，一方面，银行业自身并不创造实物或劳务等具有使用价值的产品或财富，但它通过一定的投入和创造性劳务为实体经济领域提供金融服务，是在为实体经济领域提供金融服务的过程中实现自身的社会和经济价值，这完全是有益于实体经济发展的虚拟经济行为；另一方面，以获取暴利为目的、游离于实体经济之外、以钱炒钱的“高利贷”行为或逃避监管的地下钱庄及其他影子银行行为，很大程度是有害的虚拟经济行为。

因此，要科学制定经济政策，就必须清楚界定实体经济领域与虚拟经济领域、实业经济体和虚拟经济体、实体经济行为与虚拟经济行为、有益的虚拟经济行为和有损的虚拟经济行为的概念和范围，并认识和把握这几个方面相互之间的内在联系与辩证关系。对于与实体经济有关或直接为实体经济服务的银行、证券、保险等能够支持、促进实体经济发展的虚拟经济体和虚拟经济行为，应该从政策上给予保护、支持并鼓励其健康发展；对于高利贷、以钱炒钱、房地产炒买炒卖、靠虚假信息支持的IPO和高市盈率股票投机等不利于实体经济发展的虚拟经济体和虚拟经济行为，则应从政策上限制发展甚至予以取缔。