

人民币及内地业务将推动香港金融创新

- 基金互认安排的问题不是“是否会推出”，而是“何时推出”。沪港通推出后，基金互认安排也会为时不远。
- 目前，进一步扩大香港的RQFII总额度工作仍在进行中，但业界应放眼其他仍拥有大量额度的市场，着手研究如何与这些市场的参与者合作。

□香港证监会副行政总裁 张灼华

创新是香港金融市场的基石，也是香港资产管理业参与者的强项。近年来，在市场业界和监管机构协同配合下，人民币业务及内地相关业务发展，成为刺激本港金融市场创新发展的要素。我们乐见各类型的人民币产品不断在市场上推陈出新，当中有部分更属全球首创。

香港资产管理业及离岸人民币市场发展

时至今日，香港资产管理业已极具规模。据香港证监会年度调查数据显示，截至2013年底，香港的基金管理业务合计资产录得27%的按年增长，达到破纪录的16亿港元。对海外投资者来说，香港是极具吸引力的投资平台。2013年，香港基金管理业务总值超过70%来自海外投资者，较过去14年当中任何一年所录得的百分比都要高。

香港早在2004年就成为首个推出人民币业务的离岸市场。时至今日，香港是全球最大的离岸人民币中心。人民币客户存款及存款证金额由2013年底的1.05万亿元人民币上升至2014年8月底的1.13万亿元人民币，增长7%。

金融中心之间的竞争向来非常激烈。现今，不少金融中心都希望能复制香港的成功经验，复制香港的解决方案和方法。作为监管机构，我们应保持清醒的头脑，必须与时俱进，保持其变革及创新的势头，把握新机遇，致力创新和改进各项产品、流程和基础设施。这样才能确保香港的资产管理平台继续保持稳健和吸引力，并能拥有足够专业知识，以支持金融、基础建设及产品方面的不断创新和发展。

两地基金互认安排为时不远

我认为，内地与香港基金互认安排（基金互认安排）将成为香港资产管理业的下一个突破，因为它将是内地与海外市场之间的首个基金互认安排。香港金融市场一直翘首以待这个即将改变整个行业游戏规则的重大突破。

在过去一年多时间里，香港证监会会同中国证监会、国家外汇管理局等，举办了不下10多

次的会谈，并邀请了业界机构参与，从法律到技术层面，从政策到操作层面，逐条、逐句、逐字讨论、修改和完善，形成了较为完备的方案。事实上，在过去一段时间内，我们一直促请业界着手为基金互认安排做好准备。基金互认安排的问题不是“是否会推出”，而是“何时推出”。我相信，沪港通推出后，基金互认安排也会为时不远。

至于基金互认安排具体要求，我们已在不同场合多次解释过，要成为这项措施下的合资格基金，该基金必须在香港注册成立，经香港证监会认可，且由持有证监会牌照的基金经理在香港管理。这些要求的目的是要确保对合资格基金及其管理者进行有效监管，以达到保障投资者权益的目标。此外，基金互认安排在初始阶段只会包括简单的基金产品。

事实是，自从我们首次向公众披露我们与内地监管机构就基金互认安排展开讨论以来，在香港注册的证监会认可基金的数目不断上升。我们也接获多名基金经理的申请，要求将其基金改为在香港注册。过去两年，共有48只证监会认可基金改为在香港注册。显然，这些基金希望明确自己的定位，为基金互认安排的推出做好准备。

一个国际金融中心的长远成功不能只倚靠政府的新政策，如果没有业界的配合和努力，成功也就无从谈起。一方面，监管机构要有战略眼光，从宏观上把握发展方向，给业界和市场提供发展新机遇，并配套以完善、稳健的监管框架和监管规则。同样重要的是，业界应积极开拓，创新与政策相配套的业务基建、专业知识及产品。只有监管和业界所有参与各方的协作，才能取得成功。

作为监管机构，香港证监会将继续以审慎的态度来认可公开要约投资产品及其销售文件。无论有关产品是在香港注册成立的基金，还是透过不同认可计划进入本港的海外基金（在基金互认安排推出后会包括内地基金），这些基金都需要得到我们认可。为了保障投资者，我们要求基金作出适当的披露及设立合适的管治架构。然而，我们的认可并不等同于保证投资产品

必然成功或有好的表现，分销商及投资者也应承担各自的责任。分销商必须执行适当的产品尽职审查及认识客户的程序，确保所推介的产品适合客户。投资者在作出投资决定前，应按本身的需求和风险承受能力，检视产品的主要特点和所涉风险。我们必须携手合作，才能实现建立投资者信心这一共同目标。

加强RQFII市场合作

RQFII这个概念是由香港原创的，此举不仅让众多资产管理公司得以利用香港作为平台，创造新的人民币产品，使世界各地的投资者均能在内地市场投资人民币资产；更重要的是，正是由于香港RQFII成功经验，才使得RQFII试点不断拓展至新加坡、英国、韩国、法国、德国、卡塔尔、加拿大和澳大利亚等，今后还会继续扩大。作为RQFII试点的发源地，香港有理由对此感到自豪。

RQFII计划自2011年推出以来，在香港取得丰硕成果。截至2014年9月底，共有70项证监会认可的RQFII产品，包括53只RQFII非上市基金、15只RQFII A股交易所买卖基金（ETF）和两只RQFII内地国债ETF，管理资产合共达152亿美元。RQFII ETF是香港最受欢迎的一类人民币产品，享有可观的市场份额。截至2014年9月30日，这些RQFII ETF的合计市值为106亿美元，占香港所有ETF总市值的24%（不包括SPDR黄金信托），而这些RQFII ETF的每日平均成交额亦已增至3,041亿美元，约占香港ETF市场每日平均成交额的39%。现时在香港上市的五只交投最活跃的ETF当中，有两只RQFII A股ETF。RQFII计划的成功，不但突显出投资者对人民币资产的殷切需求及内地市场对他们的吸引力，亦印证了本地市场参与者的专业技能和创造力。

目前，香港2700亿元人民币RQFII额度已全数用尽。需要说明的是，在RQFII试点之初，香港证监会就抱着非常开放的心态，欢迎全球各地资金、产品、机构参与RQFII计划。因此，在香港RQFII计划中，有相当部分额度是由香港资产管理公司用来在其他市场（主要为纽约及

伦敦）开发和推出人民币产品。对于这些公司以如此创新的方式运用香港的RQFII额度，香港证监会表示支持，且此决定也得到了内地相关监管机构的全面认同和赞赏。毕竟，离岸人民币中心的作用，是推动全球人民币交易的健康发展。离岸人民币中心势必会将离岸人民币业务及资产推广至全世界。这意味着，各地离岸人民币中心应携手合作，充分利用内地授予各市场的RQFII额度。换言之，一家机构在某司法管辖区域内获取的RQFII额度，并非仅限于该区域内产品使用。跨境使用配额将有助于汇聚专业知识及额度，把人民币产品推广至全球投资者。如此一来，我们便可令RQFII通行全球，并让投资者有更大机会得益于这一全新的国际货币所带来的投资机遇。

目前，进一步扩大香港的RQFII总额度工作仍在进行中，但业界应放眼其他仍拥有大量额度的市场，着手研究如何与这些市场的参与者合作。据相关报道统计，目前除香港地区外，获得RQFII试点地区包括新加坡（500亿元额度）、英国（800亿元）、韩国（800亿元）、法国（800亿元）、德国（800亿元）、卡塔尔（300亿元）、加拿大（500亿元）和澳大利亚（500亿元）等，这些地区RQFII总额度已达到5000亿元人民币。尽管大部分地区已启动这项业务，据了解目前获批额度仅244亿元，占总额度5.4%。

因此，香港业界应开动脑筋，考虑如何与其他RQFII市场加强合作，把人民币产品的专业知识及尚未动用的RQFII额度结合起来，为香港乃至海外市场引进全新产品。对此，香港证监会全力支持这类创新，我相信内地有关监管机构也会支持，也希望RQFII的总额度可以得到充分运用。

创新是永恒的，只有不断创新，香港金融市场才能永葆活力，国际金融地位才能不断稳固。创新不仅在于政府和监管，更需要业界参与者不断努力和突破。作为市场监管机构，香港证监会乐于与市场各方共同努力，推动香港人民币投资产品的发展，开创香港作为全球资产管理中心地位新局面。

沪港通

拉开股市长牛大幕

□中国人保资产管理公司 蔡红标

沪港通开通“遇冷”令各方意外，但对待沪港通制度安排，站在长远角度方能发现其重要性。沪港通打开了A股和国际市场直接对接的通道，标志着股市国际化历程已经开启。从多个重要股市发展史看，资本项目开放往往是推动股市出现大级别行情的重要推动力。

沪港通缘何“遇冷”

为什么沪港通开通后成交量持续萎缩？有人归结为港币汇率问题；有人认为A股投资者更喜欢炒作小盘概念股；有人认为是因为A股投资者不熟悉港股。笔者认为，原因主要有两点：

第一，投资者结构差异及监管要求决定。香港成熟投资者不会“赶时髦”，而是早有谋局。而国内高净值投资者一部分早就开通了港股账户，而余下的投资者中真正符合条件的比例并不高，且账户上现金并不多。个人投资者必须到证券营业部现场开通港股通，在如今习惯了网上交易的投资者中，又有多少人愿意为此专门到营业部去？

第二，制度和技术制约。例如，保险资金迄今未获得中国保监会的政策许可；基金、险资的下单系统实际上目前还不支持港股通，只有券商自营及个人投资者可以进行交易，这也说明证券交易软件开发还有待完善。

笔者认为，沪港通成功与否要有长远眼光。这如同一个城市必须先建管网一样，也许一开始因为水压而水流不大，但没有管网怎能来活水？况且目前是没有高压水泵，如果装好水泵后，自来水就会汹涌而入。

有望推动股市走牛

沪港通标志着中国股市国际化进程大幕拉开，开启了A股和国际市场直接对接的通道。当进入A股的国际资金成为市场重要组成部分，国内股市的投资理念将与国际成熟股市接近，这对于A股的国际化非常有利，将成为A股市场进一步发展壮大的重要推手。从中国台湾、韩国等多个重要股市发展史看，资本项目开放往往是推动股市出现大级别行情的重要推动力。

台湾股市的对外开放分为四个阶段：第一阶段是1983—1990年，政府允许华侨（外）资金间接投资股市。开放初期台湾股市反应非常积极，加权指数从1983年初的437点上涨至1984年5月的960点（上涨120%）；第二阶段是1990—2000年，此阶段为QFII投资主导阶段。政府以投资额度及个股投资上限为双重限制，不断放开比例。此阶段股市尽管最大涨幅达291%，但总体震荡剧烈，并未表现出独立于世界股市的迹象；第三阶段自2001年初—2003年7月，台湾股市除电信、公路、邮电等行业外，完全向包括法人和个人在内的外资投资者开放；第四阶段始于2003年7月7日，台湾决定对外资（包括自然人）全面开放股市。

从台湾股市的开放经验看，资本开放大力推动了股市发展。自1963年证券交易所成立到1983年的20年间，台湾股市发展缓慢，指数从未超过1000点，但自从引进外资后，呈现出加速发展的良好态势。尤其是1986年后，台湾经济放缓，但股市出现超级大牛市，期间指数涨幅达到惊人的12倍。此外，台湾股市分阶段开放值得肯定，股市开放期间，实现金融自由化，尤其是利率、汇率的放开（1989年），对股市起到了很好的推进作用。总而言之，通过开放台湾股市实现了全球化。

韩国股市的对外开放实际上也是分阶段进行的：1981年1月，韩国财政部宣布开放证券市场、促进资本市场国际化的综合对策；1985年11月，股市对外开放步伐加快，公布《企业海外证券发行方案》，允许企业到海外发行CB、DR，使外国人可以直接投资韩国股市；1988年允许外国投资者在互惠基础上对韩国证券自由投资；1991年7月开始实行外汇对外开放新政策，打破韩国三十多年来的外汇管制；1992年1月韩国股市正式向外国投资者开放直接投资。

韩国外资开放的效果十分明显。1983年11月对外资有限开放后，韩国股市借助于低油价、低利率、低汇率”的东风，出现超级大牛市：KOSPI指数从140点狂涨至1989年2月的1015点，累计涨幅达到惊人的6.25倍。1992年1月全面开放后，KOSPI指数自1992年8月456点起步进入牛市，至1994年9月29日达到1145点，25个月累计上涨151%。

从国际经验推断，沪港通将是中国金融开放的有效开始，现在需要期待的是更多开放政策。笔者认为以下三方面值得期待：一是中国股市在经过了多年的期待后，什么时候可以加入MSCI指数？应当说，目前条件已经基本成熟，只需解决国际指数所需要的外汇额度问题。由于MSCI指数对应的是ETF基金，而这对于国内股市已经有成熟的应对经验，这些国际指数的流向也较易监测。同时，ETF基金也不会影响上市公司经营管理，因此应予以特别考虑。二是个人资本账户开放能否尽快破题？近期有消息透露，上海自贸区有望试点个人资本账户开放。如果此事成真，那么又将带来划时代的意义。建议监管当局区划汇率市场化和资本账户开放，建议有额度的个人资本账户应尽快试点开放政策。三是可否考虑部分开放合格的境外投资者投资A股？例如，现有B股的境外个人投资者在满足一定条件（如投资3年以上）情况下，可以将B股投资额按一定比例投资A股股票。

防范信用风险上升不应止于降息

□中国社科院金融所银行研究室主任 曾刚

随着经济增速下滑、结构调整持续深入等因素影响，我国部分行业、部分地区的信用风险持续上升。11月21日，人民银行两年来首次下调存贷款基准利率，反映出货币政策已开始进行防范金融风险升级的调整。

实际信用风险上升

根据银监会近期发布的数据，截至三季度末，商业银行不良贷款余额为7669亿元，比上年同期增加1749亿元；不良贷款率为1.16%，比上年同期上升0.17个百分点。2014年三季度末，商业银行正常类贷款余额为63.3万亿元，占比为96.05%；关注类贷款余额为1.8万亿元，占比为2.79%。

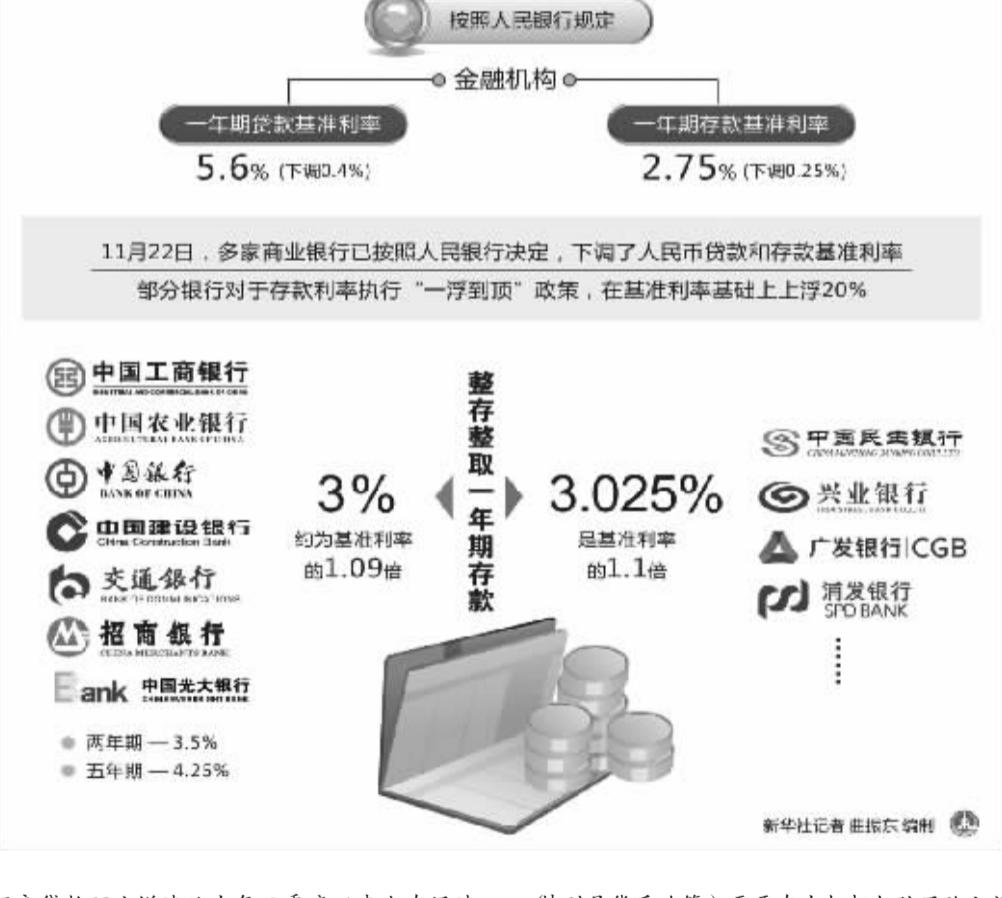
如果只从上述数据看，银行业的信用风险似乎不特别令人担忧。无论是与国内早期还是和其他国家银行业相比，1.16%的不良率都算得上是相当温和的水平。但若做一些结构和动态上的分析，情况可能就不那么乐观。

首先，不良贷款数据本身或被低估。在监管当局严控风险，以及绩效考核与资产质量高度挂钩的现实条件下，银行有一定粉饰资产质量的动机。由于五级分类方法存在模糊性，在实践中一些事实上形成风险的瑕疵贷款（如逾期90天以内）并未被计入不良贷款，而是被暂时归入关注类贷款。从可获得的数据看，2014年以来银行业关注类贷款占比从一季度末的2.5%上升到了三季度末的2.79%。此外，实际操作中也有通过展期将原本可能发生的风险往后推移，从而将其暂时掩盖的情况。还需要指出的是，银监会公布的统计数据只涉及商业银行，并不包含超过2000家仍未改制的信用社，这些机构的资产质量一般会低于商业银行。综合以上因素推测，我们认为，目前的不良率数据或许被低估。

其次，局部地区和行业风险相对突出。在整体风险依然可控的情况下，部分地区企业破产、跑路的现象有所抬头。特别是在小微企业领域，由于银行大量使用联保贷款制度，一家企业违约很容易产生连带负面效应，造成风险扩散和上升。目前，周期性行业、产能过剩行业以及小微企业，信贷领域风险状况尤值得警惕。更令人担忧的是，随风险成本显著上升，部分地区的银企关系明显恶化，这愈加强化了融资难、融资贵的难题，短期内难有根本性解决之道。

第三，信用风险持续上升并有加速迹象。2011年9月末至今，银行业不良贷款率和不良贷款余额已经连续12个季度“双升”，不良贷款率从0.9%提高到了1.16%，不良贷款余额则从4078亿元上升至目前的7669亿元。从变化率来看，不良贷款余额同比增速在过去三年中基本都维持在5%以上，去年三季度以来则超过20%，且逐季加快，今年三季度的同比增速达到了36%。此外，

多家银行调整存贷款利率



特别是货币政策）需要在去杠杆与防风险之间取得平衡，同时保持政策的稳定性和连续性。从发展的角度看，随着经济结构调整的逐步深入，部分行业、局部地区，甚至部分金融机构出现某种程度的风险，是市场化机制发挥效力的途径。因此，应允许适度、有序的风险暴露，以逐步消解经济周期中的正常损失以及前期遗留问题。但在过程中，需要严防金融风险恶化和升级，适时、适度的稳增长措施，对防止风险扩散和扭转市场预期至关重要。当前稳增长重点不在于维持某个既定GDP增速或就业水平，而在于防止潜在金融风险升级和扩散。

总体来看，尽管银行业整体的信用风险仍在可承受的范围。但由于经济结构调整远未结束，不良贷款持续上升趋势在短期内很难得到扭转。预计在未来一两年中，银行业将继续受到利率市场化和坏账损失双重夹击，压力与挑战与日俱增。

亟待政策托底和风险分担

考虑到当前风险上升主要源于实体经济转型调整，有一定的系统性特征，单靠商业性机制可能无法有效化解，必须辅之以适度的公共政策。通过宏观政策的托底和风险分担机制创新，来降低风险成本，促进金融与实体经济良性互动。具体而言，有如下几方面的工作。

一是保持适度宽松的宏观政策，宏观政策

反映出货币政策已开始进行这样的调整。尽管存贷款利率调整不对称，短期内有压低银行净利差的可能。但从长远看，降息不仅能有效引导融资成本下行，改善企业生存环境，同时也向市场发出了积极的政策信号，对稳定实体经济以及市场预期会产生积极影响，有助于信用风险化解。我们预计，适度放松的政策趋向还将继续，直至风险预期得到扭转，信贷、社会融资规模