

# 金融服務專題小組報告

二零零七年一月

## 目錄

	頁數
第一章 行政摘要	1
附錄 1-1 金融服務專題小組成員名單	11
<b>宏觀篇</b>	
第二章 “一國兩制”框架下香港與內地兩個金融體系的關係	12
第三章 香港為內地資金融通做出更大貢獻的發展策略	17
第四章 內地協助促進香港成為國家的一個世界級的國際金融中心的策略	33
<b>微觀篇</b>	
第五章 進一步發展證券市場	44
附錄 5-1 證券市場工作分組的成員名單 證監會/港交所工作小組成員名單	62
第六章 進一步發展外匯及商品期貨市場	63
附錄 6-1 外匯及商品期貨工作分組成員名單	77
第七章 進一步發展香港的保險、再保險和資產管理業	78

附錄 7-1	保險、再保險和資產管理工作分組的 成員名單	95
第八章	結語	96
附錄 8-1	金融服務小組建議的行動綱領	98
	簡稱一覽表	133

## 第一章 行政摘要

- 1.01 《「十一五」與香港發展》經濟高峰會由香港特別行政區行政長官於2006年9月11日主持召開。業界人士組成了四個專題小組分別討論香港四大經濟範疇的發展方向。其中由李國寶議員召集的金融服務專題小組（小組成員名單列於章末一附錄1-1），經過多次會議，撰寫了一份專題小組報告，提交行政長官，詳述香港金融服務業如何應對「十一五」規劃帶來的機遇與挑戰。
- 1.02 中國的情況十分特殊，在“一國兩制”的框架下，一個國家擁有著內地與香港兩個不同的金融體系。專題小組認為這兩個金融體系應建立“互補、互助、互動”的“三互”關係。從實務上，香港金融體系可更好地協助內地提高資金融通效率和推行改革。專題小組並認為從戰略高度看，發展香港作為中國的世界級國際金融中心，將有助提高我國的綜合國力和國際競爭力。
- 1.03 香港的國際金融中心與內地的其他金融中心的發展是相輔相成的。國家這樣大的經濟體需要不只一個金融中心，而不同的金融中心可以發揮各自的優勢。專題小組認為特區作為國家的國際金融中心，有責任協助維護國家的經濟和金融安全及提高國家抗風險的能力。
- 1.04 專題小組的報告是從兩個互為補充的層面論證，並提出具體建議，該兩個層面分別為宏觀、戰略性的層面與從微觀、個別市場的層面，建議怎樣為國家的經濟發展、金融改革開放作出更大的貢獻。

### 宏觀及戰略性層面

- 1.05 指導2006至2010年發展最重要的綱領性文件——「十一五」規劃——明確表示“支持香港發展金融服務業”和“保持香港國際金融中心的地位”。專題小組對此均感到十分鼓舞，並認為香港在促進國家經濟與金融發展方面的角色可以從以下三方面來研究。

- 1.06 **從體制層面來看：**在“一國兩制”的框架下，內地與香港金融體系之間的關係應是互補、互助與互動的。這種合作關係符合國家的整體利益，各界均應為此作出努力。就此，香港特別行政區政府（香港特區政府）應更積極地與中央政府溝通，以反映香港特區可以如何協助國家的金融改革與發展，以及更好地利用香港金融體系可以為國家帶來的益處。另外，專題小組認為這樣的一種工作關係不會影響“一國兩制”框架下香港的自治權。
- 1.07 **從實務性層面看：**香港可以從三個方面協助內地迎接金融改革和發展的挑戰。第一，香港成熟的金融平台可以為內地提供多元化的金融服務，從而協助內地資金融通效率的提高和金融體系的改革和發展。第二，香港特區作為國際金融中心可以協助內地資金的跨境雙向流動，從而幫助解決內地日益加劇的國際收支不平衡的問題。香港可以給內地的投資者提供各種風險和回報不同的金融產品和工具。第三，香港可以作為人民幣走向完全自由兌換及在國際貿易和金融交易中使用的試驗場。在金融開放的過程中，香港穩健的金融體系以及兩地監管機構間緊密的合作關係將有助於控制和管理相關的風險，為內地與國際市場間設立一個緩衝地帶。
- 1.08 在香港金融管理局（金管局）較早前提出的香港金融發展五個策略性方向的基礎上，專題小組建議內地可更好地利用香港金融體系以滿足資金融通需要及為金融改革提供試點。五個方向的詳情如下：
- **放寬香港金融機構“走進去”內地**並提供當地金融服務的限制，包括香港銀行及非銀行機構。例如，提高香港機構對內地金融機構的可持股比例和管理層參與的程度，以及放寬香港金融機構可開展的業務範圍。這將有助於引入適度的競爭，以及更先進的產品開發、風險管理、公司治理及金融創新技術等。
  - **放寬內地投資者、集資者及金融機構“走出去”**的限制，並使用香港金融平台開展試點。內地投資者可通過香港金融體系的平台投資內地融資者發行的投資工

具，可以增強香港在提高內地本地層面資金融通效率方面的作用。內地投資者獲取更高的回報及更好的風險分散，有助於刺激內地消費增長，促進經濟更平衡地發展。更多的資本有序流出也將緩解內地國際收支失衡的壓力。

- 允許香港發行的金融工具在內地交易，特別是由內地融資者所發行的金融工具。這也將有助於更好地滿足內地投資者的投資需求，若有關金融工具為內地融資者在香港所發行的，也是代表著內地本地層面的資金融通。這些金融工具可以通過適當的方式在內地的股票交易所、銀行同業市場、或場外交易。
- 加強香港金融體系處理以人民幣為貨幣單位的交易的能力。這將有助於香港金融體系在內地本地層面的資金融通中扮演更重要的角色，並為人民幣在國際間增加使用提供試驗。自 2004 年開始的香港人民幣業務已打下了良好的基礎，未來其業務範圍可以逐步擴大。
- 加強香港與內地金融基礎設施的聯繫。加強內地與香港之間支付系統的聯繫可以更好地保障內地的國際支付和融資活動得以安全、可靠、有效地進行。同時，兩地股票交易所之間的合作也須加強，以推進兩地股票市場的融合，共同應對日益激烈的國際競爭。

1.09 從戰略層面看：在其經濟已成為世界最大經濟體之一並仍在快速增長的時候，中國擁有一個自己的世界級國際金融中心有著極其重要的戰略意義。這樣的一個金融中心在金融服務和產品的規模及範圍方面應與紐約和倫敦看齊。首先，這樣的一個金融中心可以提供有效的融資平台，滿足一個大型經濟實體的持續發展的需要。這是因為大量國際金融活動的集中進行可以提高該金融市場的廣度及深度。第二，有助於避免由於在不同時區進行國際金融活動而產生的支付和清算風險；同時，集中眾多擁有不同風險偏好和承受能力的參與者對風險的分散和管理很有幫助。第三，這樣一個金融中心將在金融工具的全球定價上發揮更

大的作用，提高中國在有關的國際準則及政策的制定上所能發揮的作用。

1.10 隨著內地經濟迅速增長、資本項目開放及人民幣走向可兌換，內地的國際金融活動的規模和範圍將會迅速增加。這為中國發展自己的世界級國際金融中心提供了一個好機會，而這樣的機會並不會永遠存在。在金融全球化的大背景下，所有的國際金融中心都急切地希望能夠吸引內地的國際金融活動去當地開展，以增強自身國際金融中心的地位。金融活動容易形成市場慣性。如果中國不能及時地發展自己的世界級國際金融中心，其他參與競爭的國際金融中心將從中受益。

1.11 鑒於香港特區已經發展成為亞洲的一個重要的國際金融中心，而內地的金融中心只有在內地的金融體系完全開放後才能真正“國際化”，香港是發展成為中國的世界級國際金融中心的自然之選。專題小組認為中央政府可考慮採取積極主動的政策，鼓勵內地機構更多地使用香港金融體系來進行國際金融活動。具體的建議要點如下：

- 對於香港的相關市場在全球中已具有相當份額的國際金融活動而言，如股票融資、銀行信貸、債券發行、資產管理、外匯及資金運營等市場，內地監管機構可提供政策支持，鼓勵內地機構——特別是官方及國有機構——最大化地使用香港的金融平台。在此過程中，對內地機構的商業利益的保障須有足夠的重視。通過促進香港市場深度的提高，這一積極主動的政策將降低市場整體的交易成本，對市場參與各方都有裨益。
- 對於香港的相關市場仍未達到全球規模，但中國已經或者將會成為有關全球市場的重要參與者的國際金融活動，需要引入新的金融工具與服務，特別是那些香港交易所現時沒有，但在內地已有活躍現貨市場的金融衍生產品及商品期貨。內地對相關商品及金融工具的供給與需求可以與香港先進的交易平台、完善的風險管理技術，以及對外開放的市場相結合，催生相關

商品及金融工具的衍生品市場。對於那些內地已有一定發展的衍生產品市場，建議考慮通過適當安排，如香港和內地間交叉買賣（Cross-trading）平台，允許國際市場參與者參與內地市場，提高內地市場的深度。

## 微觀及個別市場層面

- 1.12 專題小組也從微觀及個別市場的層面展開了討論。在經濟高峰會當天，專題小組設立了三個工作分組，分別從證券市場、外匯及商品期貨市場、保險與再保險市場及資產管理業等三個方面研究香港可採取的具體措施，以加強香港的國際金融中心地位，向紐約、倫敦等國際金融中心看齊。香港作為國際金融中心，服務對象不單限於中國內地，還包括了其他的地區。因此，三個工作分組的討論亦伸延到「十一五」規劃有關內容之外的促進市場本身發展的問題。三個工作分組分別以專題小組中的三位成員——夏佳理議員、和廣北先生和謝仕榮博士——作為組長，自主地運用小組內外的專長進行研究。
- 1.13 市場由四大要素構成：供應、需求、價格發現機制以及市場基礎設施。對於任何一種商品，供應和需求相互作用而產生價格，市場基礎設施為交易的完成提供支持，而涉及金融工具的市場更需要有效的市場基礎設施以達到相關支付、清算及託管的要求。因此，三個工作分組均將以供應、需求、價格發現機制和市場基建四個方面為切入點進行研究。專題小組認可各工作分組在各自領域的研究成果與政策建議。
- 1.14 香港證券市場憑藉其獨特競爭優勢，已躋身全球重要證券市場之列。香港也是內地企業境外證券發行及交易的最主要市場，更成功為中國工商銀行完成全球最大的招股活動。自1993年以來香港股票市場的前10大首次公開上市（IPO）公司均為內地企業，其中一些也是全球規模最大的IPO之一。國家「十一五」規劃綱要的33章明確指出要“加快發展直接融資，積極發展股票、債券等資本市場”。專題小組認為促進香港證券市場發展的其中一個重要策略是繼

續與內地保持緊密交流，更好地滿足內地企業有效的融資需求。作為一個國際金融中心，香港證券市場需要吸引更多的除本地及內地以外的優質企業來港發行證券。香港應努力建設更富彈性的監管體制、更完善的市場基礎設施，便利本地的、內地的，以及海外的金融中介機構與投資者在香港開展業務，以確保市場運作順暢有效。

- 1.15 「十一五」規劃提到了期貨市場的發展。內地是世界上最大的商品、貴金屬和其他原材料的消費國和供應國之一。因此對內地而言，能夠在商品市場及其衍生市場的定價中發揮更大的影響力具有戰略意義。專題小組認為在香港發展商品期貨市場的計劃值得開展。首先，有需要委聘獨立顧問進行研究，探討開展這類計劃所須符合的條件和規定細節，並以內地為主要參與者為前提，提出具體建議。這些提議應包括爭取內地和國際金融中介對香港商品期貨市場的參與。加強價格發現及對國際價格釐定的影響關鍵在於建立一個高效及流動性好的市場，把在亞洲時區內的流動性與歐美時區的聯繫起來。商品期貨和期權交易的有效監管及市場基礎設施也是必不可少的配套因素。
- 1.16 如「十一五」規劃中所述，內地要逐漸實現人民幣資本賬戶可兌換。鑒於內地的這一目標，專題小組認為在香港發展人民幣的期貨和期權市場可以鞏固香港在人民幣境外交易領域中的領先地位，並擴大非交收人民幣產品的範圍。這也有助於推動香港外匯市場的發展，加強香港作為對沖和衍生工具中心，尤其是人民幣的對沖和衍生工具中心的地位。
- 1.17 一個有效的保險市場對內地經濟的持續發展至關重要。保險公司為社會提供了風險保障及轉移的服務，並促進消費、創新，及資金融通服務的發展。尤其是保險公司資產管理活動的開展可以促進機構投資者隊伍的壯大，提高金融市場資金融通的效率。香港特區有著高度競爭、管理充分的保險市場。香港保險市場發展的成功經驗可幫助內地保險市場更好地發展。這可以通過提高香港保險機構可持內地保險機構股份比例、擴大香港保險機構的業務及經營地域範圍等方法實現。另外，政府還可以在進一步促進香

港國際專屬自保保險(international captive insurance)市場的發展方面做更多的考慮。

### 行動綱領

1.18 在“一國兩制”框架下，建立內地和香港金融體系的“互補、互助、互動”的關係，通過常設機制，讓中央考慮多利用香港金融體系，提高內地資金融通的效率。

1.19 推動香港為內地資金融通作出貢獻的五個策略方向：

- (一) 放寬香港金融機構“走進去”內地並提供當地金融服務的限制，包括香港銀行、證券公司、投資銀行、基金管理公司以及保險公司；
- (二) 放寬內地投資者、集資者及金融機構“走出去”的限制；
- (三) 允許香港發行的金融工具在內地交易，特別是由內地融資者所發行的金融工具；
- (四) 加強香港金融體系處理以人民幣為貨幣單位的交易的能力；
- (五) 加強香港與內地金融基礎設施的聯繫。

1.20 建議國家定位香港特區發展為一個世界級國際金融中心：

- (一) 鼓勵內地機構更多地利用香港的金融市場及中介機構進行國際資產管理、資金營運、集資（股票及債券）等活動；
- (二) 內地證券及期貨交易所與香港交易所作為與境外交易所合作的首選夥伴及為兩地證券及期貨市場的融合做好積極的準備；

- (三) 香港特區與內地有關機構積極合作，包括通過在持股或技術層面建立策略性的聯繫，共同在香港及內地發展商品及金融期貨市場。

## 1.21 證券市場

### (一) 加強聯繫和合作

- 在「十一五」期間，國家經濟持續增長，預期內地企業在港上市仍會是香港證券市場的重要增長來源，加上更多企業可能會採取 A 股與 H 股同步上市的模式，因此我們期望加強與內地政府在監管、傳播資料、跨境買賣和結算安排等範疇上的溝通和合作，藉此讓香港在支持內地的持續改革和經濟發展方面擔當更重要的角色。
- 為了實踐這個目標，我們建議加強內地政府和香港政府之間高層次的溝通，並增強港交所、上海證券交易所和深圳證券交易所的聯繫，共同研究與兩地交易所運作有關的事宜。

### (二) 增強香港作為內地投資平台的角色

- 隨著內地逐步實現人民幣資本項目可兌換，預期會有更多資金流出。為了充分發揮香港作為內地資金的國際投資平台的功用，我們建議把合資格境內機構投資者計劃下的許可投資範圍進一步擴大，以包括香港股票及獲證監會認可的集體投資計劃。這可由 H 股及 H 股投資基金開始。
- 為了便利內地投資者，我們建議為資金推行“自由行”計劃，允許內地個人及機構自行經香港把擁有的“自有外匯”匯出內地及在境外投資，而無須透過合資格境內機構投資者進行。有關計劃可先行以擁有某數額（例如 100 萬人民幣）的金融資產的內地高端客戶開始，作為試驗。

## 1.22 發展人民幣期貨及期權市場及商品期貨市場

- 隨著內地近年經濟蓬勃發展，商品價格方面的風險管理需求不斷增加。香港可考慮利用本身優勢發展人民幣及商品期貨市場，以配合國家在這方面的發展，並擴闊香港金融市場的產品及功能，達致互惠互利的效果。
- 在人民幣期貨及期權市場方面，可先以不交收形式進行，並在情況許可時，逐步發展可交收的人民幣期貨及期權。
- 在商品期貨市場方面，建議委聘獨立顧問進行研究，前提以內地為主要參與者，探討相關的條件和規定細節，並提出具體建議。
- 香港應利用《更緊密經貿關係安排》（《安排》）及《合資格境內機構投資者計劃》的平台，以期把建議的人民幣和商品期貨及期權加入內地投資者獲准許投資的工具名單內。現時已有 31 家內地企業獲准在海外交易所進行商品期貨交易，亦有 6 家內地期貨經紀公司獲准在香港開設分支機構。香港希望吸引獲准在海外買賣商品期貨的內地企業，以及在香港經營的內地期貨經紀行的客源。
- 香港開放的國際化市場將有助匯集內地與世界各地的用家和投資者，有助人民幣訂立最佳滙率預期基準，並加強中國在商品價格釐定過程中的定價能力。
- 為發展人民幣及商品期貨市場，香港需要提升現行的交易及結算系統，以處理有關的期貨及期權交易。買賣外匯及商品產品的規則和程式以及監管事宜亦有待解決。我們會尋求內地政府支持香港發展人民幣及商品期貨市場，並處理跨境結算及交收事宜。

### 1.23 保險、再保險和資產管理業

- 透過鼓勵進行人民幣貿易結算及在香港設立人民幣債券市場，推廣香港成爲人民幣離岸中心。
- 吸引內地持牌保險公司在香港成立資產管理公司／附屬公司。
- 利便以內地參與港元或美元投資作爲內地保險投資方面的認可資產。
- 利便內地企業和投資者透過合資格境內機構投資者計劃投資香港的認可基金。
- 香港保險公司可協助發展內地的農村人身保險。
- 外國人壽保險公司可參與內地的外幣人壽保險業務。
- 香港保險公司可把專門的商業責任保險產品引進內地市場。
- 香港保險公司可在內地成立專門的健康保險公司（包括香港公司開辦醫院／提供管理式護理／設立醫護管理機構），而香港退休金服務提供機構亦可在內地參與提供企業年金業務。
- 在香港設立內地保險代理從業人員資格考試中心，並爲內地專才提供更廣泛的培訓課程及工作借調計劃。

### 跟進工作

- 1.24 我們建議香港特區政府就探討落實上述各項政策及市場建議與國家有關部委盡快展開具體討論，以配合國家「十一五」規劃的實施，提升國家金融體系的效率，保障國家金融安全並鞏固香港作爲國際金融中心的地位。

金融服務專題小組成員名單

小組成員：

1. 李國寶議員, L.L.D., G.B.S., J.P. (專題小組召集人)
2. 夏佳理議員, G.B.S., J.P.
3. 陳家強教授, J.P.
4. 和廣北先生
5. 胡祖六博士
6. 李業廣議員, G.B.M., G.B.S., J.P.
7. 梁伯韜先生
8. 謝仕榮博士, G.B.S.

官方代表：

1. 財經事務及庫務局局長馬時亨先生, J.P.
2. 香港金融管理局總裁任志剛先生, G.B.S., J.P.
3. 政府經濟顧問郭國全先生, B.B.S., J.P.

## 第二章 “一國兩制”框架下香港與內地兩個金融體系的關係

### 引言

2.01 中國的情況十分特殊，在“一國兩制”的框架下，一個國家之內同時有著內地與香港兩個不同的金融體系。這提供了採取一個特殊金融發展戰略的空間。然而，對於這兩個金融體系可以如何合作從而促進各自及國家整體的利益這一重要問題，專題小組認為可以有更多的關注和討論。專題小組認為香港特區政府應與內地政府部門就如何促進兩地金融體系建立最優的工作關係進行更積極的溝通。這對香港和內地都有益處，符合國家在經濟轉型的過程中的整體利益。

### “一國兩制”不僅限於政治層面

2.02 在香港主權回歸前後的幾年中，只要論及“一國兩制”，人們的注意力往往都集中到政治管治層面，尤其是內地和香港兩個制度體系如何保持各自獨立，及如何維護香港的“高度自治”。但是，關於兩個制度體系之間的關係的討論卻不多，即使有也往往仍是政治層面關係的討論，特別是如何確保港人治港、高度自治。

2.03 在那段敏感的政治過渡期這樣的情況是可以理解的，畢竟“一國兩制”並無先例。各界對落實“一國兩制”做出了很多努力，而自 1997 年 7 月 1 日回歸後香港特別行政區政府施政的成功經驗表明了這些努力得到了滿意的效果。

2.04 然而，香港與內地兩種制度體系之間的關係是多層面的。政治層面的關係固然重要，但其他層面的關係也值得我們關注。除政治層面的關係之外，香港與內地在“一國兩制”的框架下在很多層面存在著兩種不同的制度體系。在這些其他的層面中，我們需要考慮是否存在著一種對香港與內地均有好處、以及符合國家整體利益的合作關係。現在是我們仔細考慮並著手建立兩個制度在非政治層面的合作關係的時候了。

## 香港的金融體系

- 2.05 香港的人口僅為內地的 0.5%，GDP 卻相當於內地的 8%；香港銀行體系的總資產相當於內地銀行總資產的 21%，並且銀行資產質量較優，資金融通效率更高；香港的資本市場較發達，股票市場的總市值是內地市場的 2.6 倍；香港股票市場的融資額在過去的 10 年中是內地市場的 9 倍；香港債券市場的規模相當於內地市場的 24%，而流動性高於內地市場。
- 2.06 內地能利用香港金融體系的空間是廣闊的。例如，當前國家急切需要一個有效率的資金融通平台，引導內地巨額的儲蓄資金（現相當於 GDP 的 45%）去滿足投資等經濟活動的需求。這對國家經濟的持續增長與發展至關重要。但目前來說，國內儲蓄主要集中在銀行體系，即使回報較低，內地儲蓄水平仍然相當高，內地居民的投資渠道也有限。另一方面銀行體系仍未完全做到依照借款人的信用情況進行貸款投放。雖然銀行改革在這方面已取得一定進展，但貸款發放業務的市場化程度和效率仍有待提高。總的來說，內地金融體系在資金融通這一重要功能方面的效率仍未達到其不斷增強的經濟實力所需的水平，而國家也正積極推進金融改革，並就此定下一些具體措施。但與此同時，經濟對有效率的資金融通的需求也迫切需要滿足。這正是香港金融體系可以做出貢獻的地方。
- 2.07 隨著內地金融體系推行改革與開放，市場力量將發揮更大的作用。在放鬆管制的過程中，需要對一些特定的金融改革措施進行試驗。香港的金融體系可為此提供理想的試驗平台。
- 2.08 內地亦逐漸成為國際金融市場中的一個重要參與者，在具備相關的市場基礎設施的條件下，其影響力可能已足以把國際金融活動及相關的交易引導至亞洲時區進行。國際金融活動導向亞洲時區有利於內地機構與企業更好地管理由於時區差異而涉及的市場、支付、交割等風險。因此，內地經濟日益融入國際金融市場的客觀趨勢，與香港現有完

善的金融基礎設施，為內地與香港金融體系創造了巨大的互動與合作空間。

## 合作關係的建立

2.09 建立內地與香港金融體系（及其他體系）之間非政治、工作層面的合作關係，這對內地與香港各自，以及國家整體都大有益處。兩個金融體系可在多方面建立互補、互助和互動的合作關係：

- **互補**：兩個金融體系可揚長避短，形成優勢互補。例如，香港金融市場完全開放，而內地市場尚存管制，內地透過香港金融體系參與國際金融市場可以避免內地金融體系直接面對國際金融市場的風險，有利於改革穩妥、有序地推進。另外，香港成熟與多元化的金融體系可為內地以銀行為主的資金融通體系提供補充；
- **互助**：兩個金融體系可加強在市場監管、市場基礎建設，以及風險管理方面的合作。這可以通過技術轉移、資訊共用、專業資格及行業標準相互認可和統一等方式實現；
- **互動**：兩個金融體系通過在國際層面的互動，共同促進中國在國際金融體系中的地位，提高對有關規則與政策制定的影響。同時，兩地間的良好競爭將有利於提高國家整體資金融通效率及金融市場發展水平。

2.10 接下來的問題就是如何建立這樣的一種合作關係。人們往往自然地想到發展兩個金融體系的關係也許可以留待市場自行處理。理論上或者這是可行的，但這至少需要市場力量能自由發揮作用，而實際情況卻並非如此。對於商品貿易，一般來說市場能較充分地發揮作用，市場參與各方根據自身的比較優勢而進行專業化生產並通過貿易來實現更大的收益。然而，服務貿易一般受到更多的限制，市場難以充分發揮作用。例如，在兩個體系之間有著防礙服務提供者進入的市場准入限制，以及服務使用者在兩個體系之間自由流動的限制，再加上對生產要素例如人力及資本流

動的限制。雖說某些限制的存在有其合理性，但這也顯示要建立一種對雙方及國家整體均有利的合作關係，不能僅依靠市場力量來完成，而需要有關的政策部門更多的溝通與合作。

- 2.11 兩地有關部門已為加強兩個金融體系的合作做出了一些很大的努力，特別在香港主權回歸之後。這些部分是出於實際需要，另一部份是出於有關部門的舉措，例如金融監管。但可以說，過程中都需要付出很大的努力，而相關的成果純粹以經濟角度考慮也未必是完全理想。這種情況在一定程度上反映了兩個金融體系之間在管制程度方面的不對稱性，內地對金融活動比香港有更多的限制。因此，在客觀環境上，這種互利合作關係的建立可能更多地需要內地相關政策的改變。
- 2.12 專題小組認識到，要充分發揮利用香港金融體系的優勢，需要內地在一些方面放鬆金融管制。這可能會對金融體系的穩定帶來一定的風險，而有關風險需要密切地監測與謹慎地管理。另一方面，基於《基本法》第 112 條的規定，香港特區不實行外匯管制政策，因而金融方面享有高度自由化。因此，需要在香港利用一種特殊的安排以滿足內地監管機構對金融風險監測與管理的要求。
- 2.13 專題小組亦注意到，在香港特區通過相關服務提供者之間的法律協議，以達到收集監管資訊及謹慎監管的需要的一種特殊安排，非常有效。一個值得提及的例子就是香港各人民幣業務參加行，通過與香港人民幣清算行間的清算協議，實現與內地銀行間清算系統的互聯。內地監管機構對於這一特殊安排在風險監測與管理方面的穩健性的信心，是促進內地加快放寬金融限制的必要條件。香港業界人士在自願的情況下確保這種法律協議的完整性，發揮著重要作用。除此之外，香港業界也可在設計其他相關“管理安排”方面做出更多的貢獻。

## 未來發展方向

2.14 毋庸置疑，香港與內地的金融體系應該在“一國兩制”的框架下建立一種互補、互助和互動的合作關係。這對兩地及國家整體均有益處。這個關係不會也不應該帶來在政治層面對香港特別行政區管治的擔憂。然而，這種關係是需要政治層面上推動。國家「十一五」規劃的執行以及香港特區政府將作出的配合，為這一合作關係的建立提供了理想的時機。再者，「十一五」規劃中的政策方向在今後逐步落實為具體的政策或措施。至少在與香港相關的政策領域，香港特區政府應參與這個過程。同時，應更積極地探討在協助內地提高資金融通的效率以及為內地金融改革與開放提穩健可靠的試驗平台等方面，香港金融體系可以如何更系統地作出貢獻。

2.15 具體來說，小組建議：

- 在政治層面，香港特區政府應加大力度，向中央政府積極反映內地可以利用香港金融體系的地方及對國家的益處，包括提高內地資金融通的效率、用以進行國際金融活動和為內地的金融改革開放提供理想的試驗平台。（建議 F1-1）
- 在政策制定層面，香港特別行政區金融監管部門應積極與內地對口部門就政策制定與發展戰略的設計（例如金融業發展的優先順序）進行溝通，特別是涉及更多地使用香港金融體系以促進國家整體利益的領域。就此，建議香港特區政府可以爭取中央的同意，建立常設的渠道，讓香港特區政府可更好地參與國家金融政策的制定過程，及讓中央考慮香港特區政府相關的意見。（建議 F1-2）
- 在工作層面，香港特區政府相關的金融監管機構及業界應與內地對口部門緊密合作，探究各種政策措施的具體操作細節（包括特定的管理安排），特別是某些需要通過法律協議或在自願參與框架下在香港實施的政策。（建議 F1-3）

## 第三章 香港為內地資金融通做出更大貢獻的發展策略

### 引言

- 3.01 鄧小平曾說過，金融很重要，是現代經濟的核心。金融的重點在於資金融通，即有效地把儲蓄引導到經濟活動和投資中去。不論是國際或是本地層面的，或是通過中介機構與否，資金融通主要通過銀行、股票和債券市場三個渠道進行，把不同風險偏好的投資者與不同信用水平的融資者有效地結合。金融體系中的保險市場及衍生品市場為以上三種資金融通渠道的有效運作提供了風險轉移及風險保障等重要支持。穩定、多元化、有效及具高度可靠性的金融體系對經濟的持續增長與發展至關重要。
- 3.02 內地越來越重視改善金融體系的結構與效率。「十一五」規劃在第三十三章中制定了多個方面加快金融改革的政策，其中重點在於更好地利用股票與債券市場，以加快發展直接融資。「十一五」規劃也強調了深化金融企業改革，完善金融機構的公司治理結構以及金融監管體制的必要性。同時，「十一五」規劃也明確了逐步實現人民幣資本項目可兌換的目標。
- 3.03 如第二章所述，中國的情況很特殊，同時擁有香港與內地兩個金融體系，均可用於滿足對有效資金融通的需要。專題小組認為，這兩個體系有著許多不同之處，相互之間存在著廣闊的合作空間，以發揮各自優勢，彌補各自不足，達到最大的協同效應，促進國家整體的利益。就此，兩個金融體系之間應該發展一個互補、互助和互動的合作關係。在這個論據的基礎上，本章將從宏觀、戰略性層面論述內地經濟面臨的挑戰，以及內地如何通過更好地利用香港金融體系去迎接這些挑戰並對此提出策略性及具體措施的建議。本章餘下內容的結構如下：第一部分將闡述從香港的角度來看內地面臨的金融方面的一些挑戰；第二部分將介紹香港金融體系可在哪些方面協助應對有關挑戰；第三部分將論述如何促進香港發揮積極的角色的五個策略性方向，以及提出各個方向下共27項的具體建議。

## 第一部分 - 內地面臨的金融挑戰

3.04 專題小組認識到，內地正面臨很多金融挑戰，其中一些與內地推行具有中國特色社會主義市場經濟及維持以公有制為主體的發展模式有著密切關係。考慮到內地現況的特殊性，這些挑戰需要特殊的解決方法。但金融體系的基本功能為資金融通是一個基本通用的概念，並且隨著全球一體化進程的加速，金融體系之間的互動與融合將大大加強，各金融體系運作的方式和慣例都會越趨統一。結合「十一五」規劃內容與促進內地使用香港金融體系的目標，專題小組認為有三大主要挑戰最值得關注，本文就此先作一些背景闡述。

### 資金融通的效率

3.05 目前內地經濟國際層面的資金融通，在獲得監管部門的許可後，主要通過香港及其他國際金融中心進行。這些國際層面的資金融通絕大部分涉及將海外的儲蓄引導到內地集資者的手中，而很少是引導內地儲蓄到海外進行投資。內地本地層面的資金融通，即是說把本地的儲蓄向本地融資者引導，與其他地區的情況一樣，都是在本地的金融體系之內完成。

3.06 內地本地層面的資金融通活動這一重要過程，長期以來一直高度依賴著銀行系統。例如，在過去的五年中，銀行貸款提供了企業外部融資約80%的資金。儲蓄資金的投資渠道也有限。另外，銀行體系仍未做到完全依照貸款人的信用情況進行貸款投放。雖然銀行改革在這方面已取得一定進展，但貸款發放業務的市場化程度與效率仍有待提高，銀行的風險定價能力仍需加強。總的來說，內地金融體系在資金融通這一重要功能方面的效率相對不高，未能完全滿足快速增長的中國經濟的需要。

3.07 近年來內地在改革與發展股票與債券市場方面取得顯著進展。但是作為融資平台的股票市場，發展水平與投資者對其信心仍有待提高與加強，目前還難以成為銀行體系以外的本地資金融通的重要渠道。同時，債券市場的發行體仍

以大型企業為主，且中長期企業債的發行仍需審批，發行額度也受到控制。由於內地銀行貸款發放的市場化程度仍待提高，而大型企業一般具有較好質量的貸款抵押品或者政府的扶持，這導致資金集中流向大型企業，形成中小企業“融資難”的問題。另外，內地保險業近年雖然增長很快，但仍處在發展早期階段，其儲蓄動員及風險分擔與轉移的兩大重要功能尚未完全體現。

3.08 多元化的資金融通渠道有利金融的穩定性。因為在資金融通的主導渠道受某些因素影響而出現緊張情況的時候，便會難以獲得替補的渠道以支撐經濟運行。這意味著經濟增長與發展很容易受到金融衝擊的負面影響，內地企業從而不得不維持高額的儲蓄以應對萬一出現的不利市場條件，或者政府也會因而需要為金融體系和大型國有企業提供財務支持，增加更多的道德風險。

3.09 另外，內地儲蓄的絕大部分集中於銀行系統內，僅獲取很低的收益。這是造成現已相當於GDP45%的高儲蓄率的部分原因。巨額的儲蓄加劇了消費與投資之間的結構性不平衡，增加內地經濟週期出現大幅波動的風險。

3.10 雖然為內地經濟應對上述挑戰開出藥方並非小組討論的範疇，但面對上述挑戰的對策可以包括盡快地為內地投資者擴寬投資渠道，使投資者可投資於風險、回報與流動性組合各不相同的投資工具，提高他們的投資信心與實際回報，從而增加消費和降低過高的儲蓄。有關對策還可包括另一重要及迫切的目標，即是建立有效及多元化的本地資金融通渠道。可以考慮透過內地之外，具有高效資金融通、完善的投資者保護機制、並對內地的切實需要與政策考慮有深刻的認識的地點進行。香港的金融體系應是一個自然選擇。

### 對外收支不平衡、人民幣匯率及貨幣管理

3.11 內地經濟目前有著較大的國際收支順差。這受到國際間廣泛的關注，引起了認為中國是導致全球經濟失衡的重要因素的非議，人民幣匯率上的政治壓力，以及國際貿易保護

主義的擡頭。然而，專題小組也注意到一些學術研究與官方聲明，指出增加人民幣匯率靈活性雖然有幫助，但即使人民幣大幅升值也無法明顯改善全球經濟失衡狀況，更不用說消除失衡。專題小組對此以及認為人民幣匯率水平的大幅波動將對內地的金融體系帶來風險的觀點表示認同。

- 3.12 專題小組也關注到，內地較大的經常項目順差。對人民幣繼續升值的預期，以及持續流入的外商投資等因素，導致外匯儲備快速增長並將達到一萬億的水平。這增加了內地貨幣管理的難度。為了對由於外匯儲備上升而增加的基礎貨幣進行沖銷，央行需要加大發行央行票據的數量，而銀行亦因而在沒有選擇的情況下增加持有央行票據。央行票據較低的收益率給商業銀行利潤帶來壓力，銀行因而不得不維持相對更大的存貸利差以作彌補，從而降低內地以銀行體系作為資金融通渠道的效率。
- 3.13 同樣地，專題小組不適合也並非在此嘗試為內地經濟應對這些挑戰開出藥方，但考慮到需要為儲蓄者增加投資機會的要求，解決這一系列難題其中一個可行的方法是採取更大但卻穩妥的步伐開放資本項目，例如優先進一步放寬內地居民境外投資的限制。這將有助於減少、制止甚至扭轉目前資本持續淨流入的情況，避免日後出現更大及難以控制的金融風險。
- 3.14 對人民幣進一步升值的預期，在一定程度上抑制著內地投資者投資境外市場的積極性。但隨著對居民投資海外證券市場及其他資本項目管制的放鬆，人民幣升值的壓力與預期將會減弱。屆時，境外投資在調整風險及人民幣匯率升值因素後的收益率將顯得更加吸引。實際上，目前已存在一些可抵消人民幣匯率升值因素的境外投資工具，例如香港的H股。
- 3.15 資本項目進一步開放的路徑有很多選擇，但專題小組確信，基於香港與內地監管部門良好的合作關係，利用香港金融市場進行下一步資本項目的開放，將有助於確保推行的進程符合溫家寶總理所定的“主動性、可控性與漸進性”的原則。

## 人民幣走向國際化

- 3.16 隨著人民幣在資本項目也實現可兌換，人民幣將逐漸成為可以自由兌換的貨幣。作為全球第四大經濟體與第三大貿易體的貨幣，人民幣將成為一個國際貨幣，在境外擔當起交易中介、記賬單位和價值貯存的功能。長遠來說，人民幣更有可能成為其他經濟體的儲備貨幣，以及其他貨幣確定幣值的“貨幣錨”。雖然內地並無人民幣國際化的明確政策，但小組成員相信這個過程將是不可避免。
- 3.17 人民幣成為國際貨幣對中國有重大的戰略利益。這包括：央行因境外對人民幣的需求而產生的鑄幣稅收入；境內居民和機構以人民幣進行對外貿易和投資交易，可以避免匯兌風險和節省匯兌費用；以及內地的機構可以在境外發行以人民幣計價的債券，這有助用人民幣來支付國際收支的逆差。但另一方面，境外對人民幣需求的波動，有可能為內地的金融穩定和貨幣政策的運作帶來風險。
- 3.18 人民幣走向國際化的過程當然取決於資本項目進一步開放的速度，以及不斷變化的國際市場的發展。其他地區貨幣走向國際化的經驗表明，在這個過程中，貨幣當局所能發揮的作用是有限的：若國際市場對一種貨幣的接受程度不高，單憑該貨幣當局的獨自推動一般難以實現該貨幣的國際化；若國際市場對一種貨幣有著強大的需求，貨幣當局也難以阻止該貨幣的國際化進程。人民幣的情況顯然屬於後者，原因是內地經濟的規模龐大並正在快速增長。因此，香港應該為人民幣隨內地資本項目開放而最終走向國際化做好充分的準備。這些準備一方面需要建立有效的謹慎監管制度，以應對在這個不可避免的過程中可能產生的風險；另一方面則需要為便利人民幣在國際金融交易中的使用建立有效的市場基礎設施。
- 3.19 專題小組認為，當前內地需要為人民幣進一步走向可兌換進行試點。理想的試驗場地應該是一個市場力量可充分發揮作用的地方；也應該是與內地有著密切經濟與金融聯繫的地方。這個地方應該具有完善的金融基礎設施包括為實現人民幣交易而與內地人民幣清算系統實現互聯，以便安

全、有效地處理涉及人民幣的金融交易，並確保人民幣在內地以外交易所引致的風險得以有效監管。這樣一個理想的試驗場地其實已經存在。

## 第二部分 應對挑戰：香港可如何做出貢獻

- 3.20 這些是一些艱巨的挑戰，應動用整個國家所有的資源以確保有效應對有關挑戰，謹慎控制相關風險。專題小組強烈認為，香港的金融體系在很多方面都可以協助國家應對這些挑戰。而做到這一點，也符合基本法第109條及「十一·五」規劃所提出的保持香港國際金融中心地位的要求。
- 3.21 經仔細審視，專題小組認同金管局早前提出的關於香港金融體系在三方面可以協助國家應對這些挑戰的觀點。下文將對此進行詳細論述。

### 國際與內地之間資金融通的角色

- 3.22 香港的金融體系已成為融通國際資金與內地集資需求的重要渠道。實際上，以股票市場融資額計，近年來香港已超越紐約和倫敦成為內地企業最主要的集資地。國際資金對H股的需求日益增長，以至於國際投資者非常樂意到香港來參與內地企業的融資活動，而非像以往內地企業需要去例如紐約上市以吸引美國投資者。這是令人鼓舞的發展，而香港應繼續努力保持其股票市場作內地企業上市融資首選地的地位。本文的第五章將對此著重論述。
- 3.23 相比之下，香港對內地企業透過發行債券融資方面的吸引力則有待提高。現時發行外債無可避免是以外幣計價，而一般來說，這些外幣的債券市場在所屬的地區有著更高的流動性。而目前來看，內地企業對在香港發行港幣計價的債券的需求並不是十分大。但其實主要外幣如美元或歐元的債券發行是可以在香港進行的。區內有著龐大的外匯儲備，對外幣計價的債券的需求也相當大，因此也會存在著高效的價格發現機制。另外，香港完善的金融基礎設施，包括美元及歐元的即時交收系統，可以應付發行這些貨幣的債券。香港需在這些方面加大推廣力度。專題小組認

為，鑒於目前內地外債發行主體以國有企業為主，國家在政策上可以鼓勵內地主體在香港發行外幣債券，推進香港這方面的發展。本文第四章將對此著重論述。

- 3.24 如本章的第一部分所述，應對內地金融挑戰的重要方向是要更好地引導內地的儲蓄，包括更多地流向境外市場，使內地的投資者獲取更高的收益，從而刺激消費及降低儲蓄率，實現更平衡的經濟增長。隨著資本項目的逐步放開，允許私營部門在境外投資，內地的跨境資本流動將更趨雙向。雖然這些資本流出未必均以香港為最終目的地，香港應力爭成為它們的第一站。本章的第三部分將對有關策略及具體建議進行討論。專題小組深信，在香港特區政府積極拓寬和建立內地資金流出渠道的同時，香港高度市場化的金融市場將可為進行境外投資的內地機構及個人，提供豐富的投資產品與完備的風險管理工具。

### 香港可以協助內地提高本地層面的資金融通

- 3.25 國際層面上的資金融通固然重要，但這僅是內地經濟發展所需的一小部分。內地經濟總量十分龐大，但對外開放的程度仍然有限而且儲蓄率也過高，因此有著巨大的本地層面的資金融通需求。而正如本章較前部分所述，提高內地本地層面的資金融通效率是一項挑戰。香港成熟的金融體系可以在這方面發揮重要作用。
- 3.26 因此，在作為內地國際層面資金融通的平台的基礎上，因應內地提升金融體系資金融通效率的需要，香港可以從兩方面入手，協助提升內地資金融通的效率。一方面，香港金融機構應擴大在內地的業務範圍，從而引入適度的競爭、金融創新及更先進的風險管理手段。另一方面，隨著內地資本項目的開放，內地集資者及投資者將可更自由地「走出去」。香港也可以提供方便、低風險和有效的平台，讓內地的投資者和內地的集資者在此結合，從而把內地的儲蓄帶引到內地集資者的手上。例如，隨著內地放寬對境外投資的限制，內地的投資者將可投資於內地企業在香港上市的股票。

## 香港可作為人民幣資本項目可兌換及在國際間增加使用的試驗場

3.27 香港是內地境外第一個地方容許銀行提供人民幣的存款、兌換、匯款及銀行卡服務。自2004年以來，香港積累了經營人民幣業務的經驗，再加上香港和內地的金融監管機構一直維持緊密的合作關係，香港將可為人民幣走向全面可兌換，以及人民幣在國際貿易和金融交易中的使用與相關風險管理，提供一個穩健可靠的試驗平台。現階段國務院正積極研究進一步擴大在香港經營人民幣業務的範圍，包括香港進口商以人民幣支付來自內地的直接貿易進口和內地金融機構在香港發行人民幣金融債券試點等項目。香港應早著先機，進一步發展成為內地境外以人民幣為單位進行貿易支付及金融活動的金融商業中心，配合人民幣國際化的大趨勢。

### 第三部分 策略與政策建議

3.28 專題小組確信，香港能夠成功扮演上述三個角色將對國家應對各種金融挑戰帶來極大的好處。然而，香港不能獨自力求擔當這些角色。這需要內地多方面的政策配合，涉及到人民幣可兌換改革，資金（人民幣及外匯）與金融工具的跨境流動，投資者、融資者、金融中介更自由地流動，以及金融基礎設施的對外互聯等。這些關乎資本項目改革的重大決策，需要謹慎考慮各項措施出臺的順序，相關風險的控制，及如何保持貨幣與金融體系的穩定，以力求提高內地金融系統的整體效率，促進經濟的持續增長與發展。

3.29 因此，在內地全面和策略性地考慮並推進金融開放的過程中，香港應做好配合，擔當預期的角色。為此，經仔細研究，專題小組認同金管局早前提出的五個策略性方向。結合近年來香港各界在促進金融業發展方面做出的各種努力，專題小組還研討了這五個策略性方向中的具體政策建議。下面我們將分別介紹這五個方向及其中的具體政策建議。專題小組認為，香港特區政府應就這些一共27項的具體建議與內地相關部門進行商討。當然，考慮到內地現時的客觀狀況，一部分的建議可更名為內地決策者所接受，

因而更具可行性。因此，在積極與內地建立兩地金融體系之間互補、互助與互動的合作關係的同時，特區政府需要按合適順序與內地有關部門共同努力，逐步推進這些建議。

**放寬香港金融機構“走進去”內地並提供當地金融服務的限制，包括香港銀行、證券公司、投資銀行、基金管理公司以及保險公司**

3.30 在儲蓄率高達GDP45%以及經濟正在快速增長的情況下，內地對金融服務的需求十分龐大。很多有關的金融服務，特別是一些基本服務如零售存貸款服務，都需要在當地提供。香港的金融機構有著很高的效率，而更重要的是，相比其他地區的金融機構，香港的金融機構更瞭解內地對金融服務的需求，包括投資者需要怎樣的服務，或是融資者的信用狀況等。因此，相比來自其他地區的金融機構，香港金融機構較少機會只是“順境中的朋友”，其運作的方式更有可能與國家經濟發展的長期利益一致。另外，以資本充足率等指標而非資本規模衡量，香港金融機構財務實力也相當的強。

3.31 雖然內地的市場准入限制，例如透過CEPA，正逐步放寬，但在一些方面包括外資持股比例和在管理層的參與，以及在內地的業務範圍等，仍然存在相當的限制。由於需要管理本地金融機構面對更大競爭所涉及的風險，內地有關部門採取逐步開放市場的政策是可以理解的。但是，除了適度的競爭可以提高金融服務的整體效率之外，進一步開放市場有助於引入更先進的產品開發、風險管理、公司治理及金融創新等技術轉移的好處都是顯而易見的。專題小組認為，可以在沒有對內地金融機構的市場份額或內地金融穩定構成威脅的情況下，加快放寬市場准入限制的進程，特別是在放寬香港機構對內地金融機構的可持股比例和管理層參與，以及外資金融機構可開展的業務範圍等方面。就此，小組提出以下具體政策建議：

- 放寬目前所允許的香港銀行對內地銀行的可持股比率的最高限額。（建議 F2-4）
- 通過合適的安排（如管理合同），增加持股港資代表在內地銀行管理層的參與程度。（建議 F2-5）
- 允許香港銀行在內地開展全面業務，並享受與內地銀行同等的待遇，包括：
  - 豁免香港銀行內地分行申請經營人民幣業務的開業年期要求；
  - 香港銀行內地分行在當地經營銷售人民幣債券及投資基金等中介業務；
  - 香港銀行內地分行，在有適當的投資者保障安排下，代理銷售境內外投資產品；
  - 香港銀行內地分行開辦除 QFII 及代客境外理財以外的託管服務；及
  - 降低香港銀行內地分行營運資金要求。  
（建議 F2-6）
- 允許香港證券公司（包括投資銀行）、基金管理公司、與保險公司在內地設立獨資子公司或分公司。（建議 F2-7）
- 允許香港證券公司（包括投資銀行）與基金管理公司通過其在內地的獨資子公司、分公司、或與內地機構成立的合資公司在內地開展全面業務，並與內地同類機構享有同等待遇，包括：在內地參與安排企業發債、上市及其它融資活動等。（建議 F2-8）
- 允許香港保險公司、養老基金管理公司、通過其在內地的獨資子公司、分公司或與內地機構成立的合資公司在再保險，人壽保險、通用保險、醫療保險及養老保險等方面享有更大的業務範圍以及更多地區的市場（細節請參閱第七章）。（建議 F2-9）

## 放寬內地投資者、集資者及金融機構“走出去”的限制

- 3.32 內地放寬境外投資的限制將大大豐富內地投資者的投資渠道。其中一個重要方面是內地投資者可投資於內地集資者在境外發行的金融工具，而實際上這就是代表著內地本地層面的資金融通通過香港金融體系提供的一個平台進行。另外，投資者也可為其儲蓄獲得更高的風險調整後的回報，這將有助於刺激內地消費，降低儲蓄率，從而促進內地經濟更平衡及持續的增長。
- 3.33 放寬對集資者境外集資的限制將為其拓寬資金的來源，特別是那些有良好的信用能力但在內地融資遇到困難的企業，例如私營的中小企業。同時，內地集資者將會受到香港的自由市場及需要符合公司治理及資訊披露等方面的國際標準所約束，從而促進這些集資者經營業務的經濟效益。同時，為了確保給予內地集資者使用的平台保持效率，香港特區需要從包括流動性、做市安排、風險規避和管理及交易成本等方面入手，不斷完善股票市場的價格發現機制和基礎設施。有關這方面的具體建議在第五章論述。
- 3.34 允許更多的內地金融機構到香港拓展其業務將增加香港特區對內地的瞭解，從而幫助香港特區更好地滿足內地投資者和集資者的需要。這也有助於內地金融機構面對自由市場和國際慣例，以香港作為它們進一步擴展海外業務的據點。內地與香港監管部門的良好合作關係，將有助確保對有關內地金融機構在內地以外的業務的有效監管。
- 3.35 專題小組有如下具體建議：
- 擴大內地銀行代客境外理財可允許的投資範圍，如包括香港的股票及經香港證監會認可的集合理財計劃等（包括投資相連壽險計劃）。可先放寬至H股及H股基金，然後逐步擴大範圍至其他香港的股票及相關基金。（建議 F2-10）

- 允許內地個人和機構毋須通過境內理財機構，把自有外匯自由匯到境外，進行投資理財。為控制風險、保障小投資者利益，這一外匯“自由行”可以首先從內地高端客戶，如擁有金融資產達到100萬元人民幣以上的個人開始，作為試點。（建議 F2-11）
- 進一步逐漸放寬內地企業來港上市融資的有關限制，例如，允許在香港發行人民幣股票。（建議 F2-12）
- 進一步放寬內地機構從香港的銀行獲得貸款或在香港發行債券的限制，包括允許人民幣銀行貸款或發行人民幣債券。（建議 F2-13）
- 通過適當的機制，容許內地中小企業從香港引入創業投資及在港融資，並利用香港金融創新的優勢，使用適當的金融工具（包括高收益債券、債券抵押憑證）便利中小企業發債。（建議 F2-14）
- 允許內地機構在香港成立專屬保險公司，充分利用香港保險業在這方面的專業技術優勢。（建議 F2-15）
- 允許內地金融機構更多的來香港經營業務，把香港作為他們在銀行、證券、資產管理、保險及其它業務活動等多個領域裏開拓國際業務的根據地。尤其重要的是，全國社保基金和資產管理公司可以來香港開展業務，以便對其所控的財產進行更好的風險和回報管理。（建議 F2-16）

允許香港發行的金融工具在內地交易，特別是由內地融資者所發行的金融工具

3.36 這將有助更好地滿足內地投資者的投資需求，若有關金融工具為內地集資者在香港所發行的，也是代表著內地本地層面的資金融通。這也有助於減低一些對於優質內地企業僅在香港上市從而剝奪了內地投資者投資相關股票的機會的批評。視乎內地的安排，這些金融工具可以利用「託管證明書」的形式在內地的交易所、銀行同業市場、或者櫃

檯交易。然而，「託管證明書」是作為持有香港特區相關證券的證明，需要能夠與原本相關的證券互換。為了促使兩地間相同資產的價格趨於一致，同時亦需要建立一個由非牟利機構操作或者自由參與的套利機制。鑒於套利的過程涉及外匯交易，而內地目前仍存在相當的外匯管制，起初由非牟利機構操作的安排更具可行性。

3.37 專題小組意識到，此策略方向的推行將會涉及到一些較大的突破，亦會可能遇到來自香港特區和內地的一些既有利益者的反對。但專題小組從長遠的角度出發，認為消除市場分割很有必要。有關市場流動性可能因而轉移只是短期性的問題，最終市場各方都將受益於更大規模的二級市場。能夠滿足內地投資者的投資需求才是維持香港特區一、二級市場活動的方法。一般來說，投資者都希望能夠在當地得到相關的金融服務及接觸到其投資的產品，即使僅是代表著在其他地方擁有某種資產的一張憑證。另外，對於香港特區所面對的情況來看，在香港已經成為內地股票最重要的一級市場。若同時仍然力圖爭取相關股票二級市場活動的較大份額，這種想法未免不切實際。

3.38 專題小組有如下具體政策建議：

- 引入在香港發行的金融產品的「託管證明書」在內地交易所，銀行同業市場或場外交易。這需要設立套戩機制，允許在有關當局特別批准下進行所涉及的外匯交易，使在內地交易的「託管證明書」與其在香港交易的原本金融產品的價格趨於一致。可以先用新上市的H股作試點，然後逐步擴大範圍至已上市的H股、恒生指數成份股、藍籌股及其它股票等。也可推出外匯基金票據和其他在香港發行的債券的「託管證明書」。（建議 F2-17）
- 引入經香港證監會認可的基金（例如盈富基金）在內地交易所、銀行同業市場或場外交易買賣。（建議 F2-18）

## 加強香港金融體系處理以人民幣為貨幣單位的交易的能力

3.39 絕大多數本地層面的融資活動無可避免都會以本地的貨幣作為單位。香港金融系統若要在內地本地層面的資金融通活動中扮演重要的角色，必須能夠有效處理以人民幣計價的金融交易。此外，考慮到人民幣逐步成為國際貨幣的趨勢和前景，處理以人民幣計價的金融交易的能力對於作為國際金融中心的香港特區可以說是至關重要。

3.40 專題小組對特區政府這些年來為發展香港人民幣銀行業務所作的努力給予認同。自2004年開始的香港人民幣業務為這方面下一步的發展打下了良好的基礎。同時也證明了，只要引入設計合適的安排，在可控的情況下允許人民幣在內地之外的使用和兌換對內地與香港都有益處，對兩地的金融穩定也不會帶來不良影響。有關試點可以進一步擴大到涉及用人民幣作為計價單位元的貿易交易及金融工具的業務。

3.41 專題小組有以下具體建議：

- 以人民幣支付香港從內地的直接進口貿易；貿易支付範圍繼而可擴大至轉口貿易及香港對內地的出口。（建議 F2-19）
- 內地金融機構在港以人民幣發行金融債券，發債體繼而可擴大至內地企業及香港企業。（建議 F2-20）
- 人民幣回流“自由行”，即允許香港的公司和居民能夠先向其內地的同名結算賬戶匯人民幣，繼而擴大到可以向內地的任何賬戶匯人民幣。（建議 F2-21）
- 香港銀行可以把人民幣資金調撥給在內地的關聯銀行（即子行或分行）。（建議 F2-22）
- 建立香港的人民幣債券回購市場及同業拆借市場。（建議 F2-23）

- 非香港居民可以開立人民幣賬戶。（建議 F2-24）
- 香港銀行為其海外分行回收及供應人民幣現鈔。（建議 F2-25）

### 加強香港與內地金融基礎設施的聯繫

- 3.42 只有在資金及金融工具可以自由地在香港和內地間流動的情況下，國家才可最好地利用香港的金融體系，而這最終將在內地完全開放資本項目後實現。但是，前提是要具有一個健全可靠的金融基礎設施，以確保資金及金融工具的流動是安全和有效率的，而這就需要把內地和香港的金融基礎設施連接起來。專題小組注意到金管局已就此重要問題與人民銀行建立了密切的聯繫，雙方也設立了一個工作小組專門研究金融基礎設施連接的事宜。專題小組對這方面的努力高度認可，並希望繼續加強密切合作。
- 3.43 關於內地的國際融資活動所需的配套金融基礎設施的問題，無論這些活動是否在香港進行，專題小組認為香港都可以扮演重要的角色。香港特區已具備一個多幣種的金融基礎設施平台，可以滿足內地絕大部分的國際支付及清算需求。鑒於內地與香港間有幾個支付系統已經連接，內地更充分地利用香港的外幣支付系統，通過香港進行外幣交易的清算，或通過香港與其他地區的國際支付系統連接會更為符合經濟效益。加強內地與香港之間支付系統的聯繫可以更好的保障內地的國際支付和融資活動得以安全、可靠、有效地進行，並監測其中的風險。
- 3.44 從更廣泛的意義上看，有需要加強兩地金融基礎設施的融合，尤其是兩地股票交易所的合作，來推進兩地股票市場的融合，便利投資者和投資工具在兩個市場之間的流動，共同應對日益增強的國際競爭。
- 3.45 專題小組有以下具體建議：
- 連接香港與內地的人民幣及外幣清算系統。（建議 F2-

26)

- 香港債務工具中央結算系統與中央國債登記結算有限責任公司的系統聯網。(建議 F2-27)
- 香港股票中央結算系統與內地股票結算系統聯網。(建議 F2-28)
- 建立兩地交易所上市證券交叉買賣平台。(建議 F2-29)
- 兩地交易所間建立戰略性聯繫以協助投資者及投資工具的互通。(建議 F2-30)

## 第四章 內地協助促進香港成為國家的一個世界級的國際金融中心的策略

### 引言

4.01 保持香港特區長期繁榮穩定是“一國兩制”管治安排的一個重要政策目標。金融業是香港經濟的重要性支柱。因此，保持並進一步發展香港特區國際金融中心的地位對實現這一政策目標有著決定性的作用。「十一五」規劃充分認同這觀點，並明確“支持香港發展金融服務業”，以及“保持香港國際金融中心的地位”。另外一個重要的考慮是，隨著內地成為一個在全球具有重要性的經濟實體，需要一個世界級的國際金融中心提供一個有效的平台來滿足其資金融通的需求，以及協助管理其日益複雜的國際經濟活動帶來的風險。因此，專題小組認為把香港發展成為一個世界級的國際金融中心是符合國家的整體利益。為了實現這個目標，中央政府可以考慮採取積極主動的政策，引導內地的國際金融活動通過香港的金融體系進行。實施這一積極主動政策的有關考慮和具體建議將在本章中闡述。

### 國際金融中心地位對香港的繁榮的重要性

4.02 金融業是香港經濟中最重要的一項產業。2005年，金融及其相關的專業服務所創造的價值佔當年本地生產總值的12.7%，是第二大的行業，僅次於貿易及物流業的28.2%。近年來，金融業雇用了全港就業總人數的5%，以及提供了超過20%的公司利得稅。然而，統計數據往往未能全面反映金融業的重要性。原因是許多其他的經濟活動都需要有效率的金融服務提供融資安排，但統計數據不能具體反映金融業這方面的間接貢獻。作為一項高增值的產業，金融服務是香港經濟競爭力的核心，由其產生的收入和財富對本地的消費和投資具有顯著的乘數效應。因此，保持香港國際金融中心的地位對經濟長遠的發展潛力是十分關鍵的。

## 中國擁有一個世界級的國際金融中心的戰略意義

- 4.03 內地經濟在過去的 20 多年裏取得了迅速的發展，成為了世界上最大的經濟實體之一。2005 年，內地經濟按國內生產總值在世界排名第四，按外貿總額排名第三。按其他標準，例如外匯儲備和人口總量，已經排名第一。以目前經濟每年大約增長 10%、遠快於發達國家的增長速度，再加上人民幣預期會相對大部分貨幣升值，內地經濟在全球中的重要性將會進一步提升。
- 4.04 內地經濟正在崛起，而另一方面，世界上的經濟活動亦日益全球化。經濟全球化意味著對世界其他地方的互動和倚賴都大大增加。現時，中國在貨物的生產和貿易上已較為全面地與世界其他地區融合，但金融方面的融合則由於現行的外匯管制而仍然非常有限。隨著人民幣走向可兌換以及對資金跨境流動的限制逐漸放鬆，中國在金融方面也會逐漸與世界各地融合起來。屆時，中國的國際金融活動也會相應增加，並在全球中有著一定的重要性。尤其是，當內地有關部門逐漸放開資本項目的管制，非公營機構用其巨額儲蓄的一部分投資於境外的需求將會增加。根據金管局內部研究的預測，當內地的資本項目達到發達經濟實體的開放程度時，來自內地的對外證券投資額將會由現時佔國內生產總值的 5% 或 1,170 億美元，增加至其國內生產總值的 23%-54%（即 9,040 億美元到 44,680 億美元）。
- 4.05 當其經濟和國際金融活動都在全球中有著一定重要性的時候，中國在自己的國家裏擁有一個世界級的國際金融中心，將會有著重要的戰略意義。這樣的一個金融中心在提供金融服務和產品的規模和範圍的能力應與紐約和倫敦看齊。
- 4.06 可以從幾個方面考慮國家擁有一個世界級的國際金融中心的戰略利益。首先，這樣的一個金融中心可以提供有效的融資平台，滿足一個大型經濟實體的持續發展的需要。紐約和倫敦的經驗證明，大量的國際金融活動在有關的金融中心進行，有助於達到規模和範圍的經濟效益，從而為國際和本地層面的資金融通都帶來更高的效率。一個有效的

市場可以把來自本地和國際對某種金融產品或服務的供求集合起來，所產生的規模經濟效益，有助於增加市場的流動性，完善價格發現的過程以及減低融通服務的成本。而由各類金融服務和工具結集產生的範圍經濟效益則有助於更有效地滿足不同類別的供求需要。

- 4.07 第二，從**風險管理**角度來看，擁有一個世界級的國際金融中心亦具有**戰略意義**。基於中國國際金融活動的巨大規模，如果支付和清算是通過一個位於不同時區的國際金融中心進行，將會具有一定的支付和清算風險。若在自己的國家裏備有一個世界級的國際金融中心，則可以避免要到別的地方去進行相關活動及其中所涉及的風險，並且同時還能夠受惠於由一個規模較大的全球市場所能提供的交易效率。
- 4.08 除此以外，還有另一個方面的風險管理的考慮。來自同一個國家的市場參與者傾向於面對同樣的風險，也因此有同樣的跨期和期內風險分散的需求。例如，一個人口相對年輕的國家與一個老齡化國家的跨期選擇（即現在與未來消費間的選擇）會有所不同。即使在同一時空的層面，基於不同的發展程度和經濟狀況，個別國家也會有不同的風險承受力。在國家內建立一個世界級的國際金融中心，將可以吸引不同國家的市場參與者與國內的參與者一起在本地進行金融活動。結合眾多擁有不同風險傾向和承受能力的參與者對風險的分散和管理很有幫助。
- 4.09 另外，與風險管理相關的，在商品衍生工具方面亦有一些考慮。隨著內地在全球生產和貿易中的重要性日益增加，加上其自身擁有的豐富自然資源，中國是世界上最大的商品、貴金屬和其他原材料的消費國及供應國之一。中國企業就有關產品及其相關衍生工具的交易活動，與其在海外進行而幫助別人的金融中心的發展，不如為國家在境內培育有關的國際市場。
- 4.10 第三，一個世界級的國際金融中心能夠吸引大量的國際金融活動，在釐定相關金融工具的全球價格上扮演重要角色。這可使中國的商業機構在國際市場上從一個價格的接

受者逐漸也能同時擔當價格釐定者的角色。同時，中國的市場參與者也能夠較為容易獲得及時的第一手資訊。隨著國際金融活動轉移到中國的金融中心，中國在有關的國際準則及政策的制定上也將可以做出更大的貢獻，從而在全球金融中扮演與其在全球經濟影響力相符的角色。歷史上和現時所有在全球具有重要性的經濟實體都擁有一個環球金融中心和全球通用的貨幣。在國家境內建立一個世界級的國際金融中心，也能夠有助於推動人民幣在國際上的角色，從而帶來經濟利益和增加中國的金融體系在全球中的重要性，（這些問題在第二章有所討論）。

### 香港作為中國世界級的國際金融中心

- 4.11 對許多國家而言，加強其國際金融中心的地位是金融發展戰略的重要組成部分。倫敦和紐約都力爭保持其世界級國際金融中心的地位，與此同時，區域性國際金融中心的競爭也在不斷加劇。例如，愛爾蘭和中東的杜拜近年來為此採取了非常進取的政策措施。在亞洲區內，日本、新加坡、澳大利亞和韓國都在積極地發展自己的國際金融中心。
- 4.12 對中國而言，內地正逐漸成為更多金融產品的最大全球參與者之一。假以時日，中國將會能夠影響甚至主導全球金融活動轉移到自己本土的市場。這為中國在國家境內發展一個世界級的國際金融中心提供了一個機會。
- 4.13 有人會認為，內地的金融中心是有潛力發展成一個世界級的國際金融中心。但內地的金融中心只有在內地的金融體系完全開放並與國際市場接軌後才能真正的“國際化”。內地的金融中心的金融活動目前仍受外匯和其他管制。鑒於所涉及的風險，內地金融體系對國際市場的開放需要以謹慎和漸進的步伐和按照適當的次序推行，而這需要一定的時間。
- 4.14 但允許中國在國家境內發展一個世界級的國際金融中心的機會並不會永遠存在。隨著內地經濟迅速增長、資本項目開放及人民幣走向可兌換，內地的國際金融活動的規模和

範圍將會迅速增加。所有的國際金融中心都急切的希望能夠抓住這些活動，而金融市場的全球化，為它們造就了可行的條件。如果在中國不能及時自己發展一個世界級的國際金融中心，這些活動將會沒有別的選擇而走到紐約或倫敦的市場。一段時間以後，這些市場行為會形成慣性，有關活動將會長期留在境外的金融中心進行。到那時，在中國發展一個世界級的國際金融中心的機會就消失了。

4.15 一個明顯的例子是，當歐元開始使用時，很多人曾經認為許多歐洲大陸的金融活動會從倫敦回歸歐洲大陸，但結果並非如此。這反映了歐洲大陸喪失了可以建立自己的國際金融中心的機會。其中一個重要的原因是，雖然歐元的推出有助於法蘭克福作為國際金融中心的發展，但其作用不足以超越倫敦經過長時間形成的競爭優勢。尤其是由於市場慣性，市場參與者已經習慣了使用倫敦的金融系統來從事金融活動，倫敦也形成了非常成熟的金融中介體系與專業服務人員隊伍。並且，倫敦順應經濟全球化的趨勢，通過與歐元區清算和支付系統實現互連，已經成為了服務以歐元計價的金融活動的一個重要國際金融中心。

4.16 正如前面所提到的，中國的情況十分特殊，在一個國家內有兩個金融體系。香港特區具備一個穩健的金融平台，國際認可的監管標準及市場準則及幾十年來對國際市場開放的經驗。對於一個國際金融中心來說，尤其是一個世界級的國際金融中心，其中一個先決條件就是必須在一個能夠得到國際金融市場參與者的認可和信心的法律、監管和市場制度的環境中運作。

4.17 實際上，香港特區已經發展成為亞洲的一個重要的國際金融中心。然而，受限於規模較小的本地經濟，香港與例如倫敦和紐約的全球金融中心相比仍有明顯的差距。2005年，香港股票市場的總市值為 10,550 億美元，是亞洲第 2、全球第 8 大的市場；以 2005 年度的集資額計算，香港更是亞洲第 1 及全球第 5 大股票上市集資中心。至 2005 年底，香港銀行體系的總資產超過 8,000 億美元，居亞洲第 4 位，全球第 17 位。香港債券市場的規模則相對遜色，

已發行債券餘額約為 1,000 億美元，位居亞洲第 8、全球第 35。

- 4.18 為了抓住有關機會，在內地資本項目開放和人民幣逐步走向完全可兌換的過程中，國家可以考慮將內地的國際金融活動引導到香港特區，為國家培養一個世界級的國際金融中心。通過把內地經濟產生的大量金融活動與香港特區高效率的金融平台結合起來，將會發揮強大的競爭優勢，此優勢在亞洲尤其明顯。錯過內地與國際金融市場接軌帶來的這樣一個機會，對國家將會是一個重大的損失。
- 4.19 在這一過程中，香港國際金融中心的發展和內地金融中心的發展並不互相排斥。事實上，兩者間的關係應是互補、互助與互動的。首先，國家經濟的巨大規模可以容納多於一個的金融中心。各金融中心可基於各自的比較優勢，揚長避短，相輔相成。香港的優勢在於其高度開放，因此是發展成為國際金融中心的自然之選。再者，內地過去二十來年的改革開放經驗表明，香港和內地金融系統間的緊密合作和良性競爭對兩地都是有益的。一個好的例證就是 H 股和 A 股兩個市場的互動促進了各自的發展。長遠來看，當人民幣實現完全可兌換後，國際和國內金融中心的區別將不再明顯，屆時市場的力量將會為國家不同的金融中心分工。現階段，可以利用香港現有的國際金融中心的優勢，把內地正在快速增長的國際金融活動留在我國境內進行，在國家的支持下，香港可以做好充分的準備，代表國家去和海外其他的國際金融中心競爭。

## 策略及建議

- 4.20 為把香港建設成為世界級的國際金融中心，中央政府可以對國家的國際金融活動採取**更積極主動的政策**，鼓勵更多地使用香港金融體系。這種積極主動政策有著其現實基礎。其他市場發展的經驗顯示，市場參與者一般傾向於在本土市場而非外地市場進行金融交易。例如，美國市場的參與者即使是與國外的對手交易，一般都傾向於在國內進行有關的金融活動。各地金融監管機構在制定市場發展及監管政策時，往往也會考慮到對本土金融服務業競爭力的

影響。而對於我們，“本土”就是中國，而香港特區是其中的一部分。

- 4.21 這樣的一種積極主動政策還有利於消除目前內地資金融通過度對外傾斜的現象。G3（美國、歐盟及日本）經濟實體的金融體系現正積極為亞洲包括中國提供大量的資金融通服務。例如，內地目前是全球最大的外商直接投資的目的地之一，而受惠於內地經濟的快速增長，這些海外儲蓄都獲得了可觀的回報。但另一方面，由於外匯管制的實施，過剩的國內儲蓄往往僅能通過官方機構持有美國國債或其他發達的國家政府債券而流向海外，收益也相對較低。因此，在中國建立世界級的國際金融中心有助於改善國內儲蓄導向國內投資，提高資源配置的整體效率，並且減少過多的跨境資金流動帶來的風險。
- 4.22 專題小組就如何落實這一積極主動政策分別按照以下兩類不同的國際金融活動考慮相關的具體建議：

- (一) 香港的相關市場在全球中已具有相當份額的國際金融活動；
- (二) 香港的相關市場仍未達到全球規模、但中國已經或者將會成為有關全球市場的重要參與者的國際金融活動。

(一) 香港的相關市場在全球中已具有相當份額的國際金融活動

- 4.23 在香港已具有全球規模的市場包括股票融資、銀行貸款、債券發行、資產管理，以及外匯交易及資金營運業務等。內地監管機構可以考慮推行合適的政策，一方面鼓勵官方及國有機構在進行此類國際金融活動時盡量利用香港的平台，另一方面通過政策支持，鼓勵私營部門更多利用香港的金融市場。在內地證券交易所、商品及期貨交易所研究與境外進行聯繫時，也可根據這一積極主動政策，優先考慮與香港交易所合作。而內地與香港監管機構良好的合作關係，也是香港交易所作為首選夥伴的重要原因。這種合作關係將會同時為內地和香港的證券市場創造積極的供求

因素，促進兩地市場的發展，從而有效應對全球金融一體化為交易所市場帶來日趨激烈的競爭。具體建議如下：

- 鼓勵內地機構更多地利用香港的金融市場及中介機構進行國際資產管理活動。這包括官方儲備以及社保基金、金融機構、保險公司和基金公司的資產管理活動。（建議 F3-31）
- 作為進一步放寬對外證券投資的試點，鼓勵把有關的資金從內地引導到香港。有關的措施可以包括擴大代客境外理財服務的投資範圍至包括在香港股票市場買賣的投資工具及經香港證監會認可的集合投資計劃，及推行外匯“自由行”，即允許內地機構和個人將其自有外匯自由匯款到香港進行理財投資。（建議 F3-32）
- 鼓勵內地金融機構在香港設立資金營運中心，更多地選用香港的金融市場及中介機構，進行國際資金營運業務。（建議 F3-33）
- 集中內地企業的境外上市在香港進行，以確保香港市場能有持續的內地企業新股供應。可以定下以香港作為內地企業境外上市的首選市場的政策，及以香港作為進一步放鬆對境外上市限制的試點，例如允許在香港發行人民幣股票。（建議 F3-34）
- 內地證券及期貨交易所與香港交易所作為與境外交易所合作的首選夥伴，為兩地證券及期貨市場的融合做好積極的準備。相關的政策可以包括建立兩地交易所證券及期貨交叉買賣的平台。（建議 F3-35）
- 鼓勵內地機構以香港作為發行全球債券的主要發行市場，及有關債券在發行後的中央結算託管和掛牌地點。可考慮在政策上支持國有機構以香港作為發行全球債券的主要發行市場，並分別使用香港債務工具中央結算系統及香港交易所作中央結算託管和掛牌。（建議 F3-36）

- 鼓勵內地機構使用在香港提供的國際銀行服務，包括籌借國際銀團貸款等。同時鼓勵內地機構更多地使用香港的美元及歐元實時交收系統，以減少外匯交易中的清算風險。（建議 F3-37）

(二) 香港的相關市場仍未達到全球規模、但中國已經或者將會成為有關全球市場的重要參與者的國際金融活動

- 4.24 一個世界級的國際金融中心應具備各種商品期貨及金融期貨市場，但香港在這些市場尚有待進一步發展。內地可在這些方面給予支持，定下政策鼓勵官方及國有機構，以及鼓勵私營機構盡量地利用香港的市場進行相關的活動。
- 4.25 在香港推動市場發展，需要考慮供應、需求、價格發現機制以及市場基礎設施四方面的主要因素。無論對何種產品，供求的存在是市場出現的必要條件。內地機構更多利用香港的市場進行國際金融活動，除了帶來其本身的供應與需求之外，也有助吸引更多的來自區內其他地方的供給與需求，從而形成結集效應，使香港金融市場的深度與廣度得以提高。
- 4.26 成立有效的價格發現機制，是吸引供求兩方市場參與者的先決條件。這對內地機構在利用香港市場時避免不必要的成本或經濟效率的損失也很重要。其中涉及很多問題，包括提供流動性的賣空和做市的安排機制、對沖及風險管理、交易成本、市場集中度、資訊披露（特別是價格敏感資訊的披露）、金融中介機構的角色等。
- 4.27 市場基礎設施也同樣重要。這包括交易平台（交易所或場外交易）、支付、結算、交收及託管安排，及最重要的市場制度（無論需要正規的監管架構與否），以維護市場的穩健性，從而維持各界對繼續使用有關市場的信心。在很多方面，香港經已擁有全球最先進的金融基礎設施。然而，香港市場需要與內地實現更多的金融基建聯繫，以便為內地機構提供更好的金融服務，促進國家整體的市場發展，應對來自其他金融中心的競爭。

4.28 基於上述的因素，專題小組建議在香港引入香港交易所現時沒有，但在內地或香港已有活躍現貨市場的金融衍生產品及商品期貨。鑒於香港不是這些衍生產品有關的商品或金融工具供求的主要來源地，香港需要與內地合作，共同建立相關的衍生產品市場，特別是那些需要以實際貨物交割的衍生產品。在有關的合作安排中，香港可以提供先進的交易平台、完善的風險管理技術，以及對外開放的市場，有效地吸引國際投資者的參與。

4.29 對於那些內地已有一定發展的衍生產品市場，香港可作為連接內地市場與國際市場參與者的橋樑。建議考慮通過適當安排允許國際市場參與者進入內地市場，例如，通過香港和內地間交叉買賣平台，國際參與者可參與內地衍生品市場的買賣。這種合作關係有助於促進內地相關市場的發展，包括內地的農產品期貨市場及人民幣衍生產品市場。

4.30 另一方面，對於內地已有活躍的現貨市場而其衍生產品市場尚未發展起來的商品，可以考慮把香港完善的金融基礎設施及對國際參與者的開放，與內地市場活躍的現貨交易所產生的對沖需求結合起來，在香港發展相關的衍生品市場。內地機構的參與將有助於香港衍生品市場的發展，並且可以使內地的供給和需求因素在國際市場定價上發揮更大的影響。這方面可考慮引入的產品包括黃金期貨、能源期貨、及甚至是涉及內地市場風險的信貸衍生產品。內地逐漸成為全球商品市場的重要參與者，相應地也有對沖風險的需要。另外，信貸衍生產品在歐美市場日漸普遍，有必要密切關注市場需求的發展，在適當的時候在香港引入相關產品。香港由於鄰近中國內地，發展涉及中國內地市場風險的信貸衍生產品將會有著地理和資訊上的優勢。  
(詳見第六章的論述)

4.31 專題小組的具體政策建議包括：

- 香港特區與內地有關機構積極合作，建立策略性的聯繫，在香港與內地發展商品及金融期貨市場。(建議 F3-38)

- 鼓勵內地機構與個人在香港從事金融衍生產品交易。內地可在這方面出臺必要的支持性政策。（建議 F3-39）
- 對於那些內地已是有關全球市場的重要參與者的商品，推行支持性政策，鼓勵內地機構或個人在香港進行有關商品的期貨交易。（建議 F3-40）

4.32 最後，本章中所提及內地國際金融活動，與本報告第三章中所涉及部分建議相互呼應。這顯示，內地更多更好地利用香港金融平台對內地與香港各自均有益處，並符合國家的整體利益。

## 第五章 進一步發展證券市場

### 引言

- 5.01 根據經濟高峰會金融服務專題小組的指示，我們成立了由夏佳理議員擔任召集人的證券市場工作分組，負責研究有關的規例、產品和服務，以及市場基礎設施，以提升本港的現貨和衍生工具市場，並為內地的金融改革和發展作出進一步的貢獻。
- 5.02 證券市場工作分組的成員包括業內領導人士，以及證監會、金管局和港交所的代表。此外，證券市場工作分組另外成立了由證監會和港交所代表組成的高層工作小組(證監會／港交所工作小組)，以討論與兩個監管機構直接有關的市場及產品發展具體事宜。該工作小組也由夏佳理議員擔任主席。證券市場工作分組及證監會／港交所工作小組的成員名單，載於附錄 5-1。
- 5.03 為了徵詢更多人士的意見，夏佳理議員在二零零六年九月二十二日，代表證券市場工作分組致函給 160 位專業人士和市場從業員。截至目前為止，已收到代表業界組織、經紀業、銀行界及市場專業人士共 21 份回覆。

### 國家「十一五」規劃綱要

- 5.04 國家「十一五」規劃綱要的 33 章指出要“加快發展直接融資，積極發展股票、債券等資本市場”的目標。專題小組認為促進香港證券市場發展的其中一個重要策略是繼續與內地保持緊密交流，更好地滿足內地企業持續的融資需求。作為一個國際金融中心，香港證券市場需要吸引更多本地以外的優質企業來港發行證券。香港應努力建設更富彈性的監管體制、更完善的市場基礎設施，便利本地的、內地的，以及海外的金融中介機構與投資者，以確保市場運作順暢有效，並進一步提高市場的效率與質素。

## 證券市場概況

### 主要的國際證券市場

- 5.05 香港最可貴之處，就是其自由經濟體系、完善的法治，採用國際標準和做法、具有高透明度，而且擁有經驗豐富的人才。就證券市場而言，這些條件可締造公平的環境，讓市場人士經營業務、創新和進行競爭，以及讓市場順利運作。此外，香港與內地及亞洲其他經濟體系的緊密連繫，以及聯繫世界各地的優良通訊網絡，也有助香港發展成為主要的國際金融中心。
- 5.06 截至二零零六年十月，股票市場的總市值達 11.4 萬億港元<sup>1</sup>。香港的交易所在世界各交易所中排名第八，在亞洲則名列第二，僅次於日本。以二零零六年截至十月所籌得股本資金總額而言，香港在世界各交易所中也名列第三；在二零零六年十月底全球最大型公開招股活動(即中國工商銀行在香港交易所上市)結束後，香港按首次公開招股集資額計算，全球排名第二。本年首十個月的每日平均成交額已飆升至 311 億港元，而去年同期的數字則為 183 億港元。
- 5.07 散戶投資者與機構投資者的均衡參與數目合乎比例，是香港市場的其中一個特色。根據港交所的 2004/05 現貨市場交易研究調查<sup>2</sup>，香港的活躍散戶投資者有 160 萬名，佔市場成交額的 30%，而機構投資者則佔 69%<sup>3</sup>。為這些投資者提供服務的本地及國際經紀，分別佔總交易額的 27% 和 73%。
- 5.08 至於在香港的交易所買賣的衍生產品，特別是指數期貨和股票期權，其增長雖不及一些海外交易所和場外交易市場那麼快，但也很強勁。隨着二零零五年股票期權市場推行改革措施，加上持倉限額在二零零六年二月放寬，股票期權市場的成交額較前一年增加了 90%。在今年首十個月，

<sup>1</sup> 資料來源：國際證券交易所聯會

<sup>2</sup> 調查報告載於<http://www.hkex.com.hk/news/hkexnews/060619news.htm>。

<sup>3</sup> 其餘(即 1%)為海外散戶投資者。

衍生市場的總交易量超逾 3 300 萬張合約，高於二零零五年的全年數字。以名義交易價值而言，在全球市場中，香港的股票指數期貨交易額和股票期權交易額均名列第八位<sup>4</sup>。

- 5.09 以成交金額而言，香港是全球第二大衍生認股權證市場。截至二零零六年十月，香港有 1 644 隻上市衍生認股權證，首十個月的成交額達 1.4 萬億港元，佔市場總成交額的 22% 以上。牛熊證在二零零六年六月推出，其交易量已穩步增加。

### 內地的首選集資中心

- 5.10 香港是內地企業證券境外上市及交易的主要地點。自一九九三年以來，本港的十大首次公開招股活動都由內地企業進行，其中一些更躋身全球最大型首次公開招股活動的前列。在本年首十個月，新上市公司有 46 家，其中 26 家來自內地，集資額共 2,374 億港元，佔首次公開招股活動集資總額的 92%。截至二零零六年十月，在香港上市的內地企業有 355 家<sup>5</sup>，佔所有上市公司的 31%，市值合共 52,654 億港元，佔總市值的 46%。同時，另有約 250 家內地經營企業在香港上市，這些公司都由非內地機構控權，且在內地有很多業務。至於交易活動，內地企業在二零零六年首十個月佔了平均每日股票成交量的 58%。
- 5.11 除了股票外，恒生中國企業指數期權及期貨、新華富時中國 25 指數期權及期貨，以及新華富時中國 A50 指數已在過去數年成功推出。大部分這些產品連同內地相關企業的股票期權，其交易都很活躍。

### 證券市場的進一步發展

- 5.12 專題小組認同，香港已憑着其獨特優勢，成為全世界主要的證券市場之一。香港證券市場進一步發展的策略，着重

---

<sup>4</sup> 資料來源：國際證券交易所聯會

<sup>5</sup> 包括紅籌、H股及非H股內地私營企業，但不包括同一段較後部分所述的由非內地機構擁有的內地經營企業。

在為投資者、發行人和中介人提供更開放、穩妥、公平、有秩序、具效率及透明度的市場，以鞏固香港市場的地位，並開拓創新業務，以迎合市場需求。

- 5.13 就著未來路向制訂建議時，我們已充分考慮對市場發展至為重要及不可或缺的四項因素，包括供應、需求、價格釐定和市場基礎設施。有關這四方面的考慮和建議已詳述於下列段落。

### **建議：供應方面**

#### 加強跨境聯繫

- 5.14 香港成為內地企業的國際集資中心，成功的關鍵是香港能夠定位為這些企業的本土市場。此外，香港市場給予內地發行人國際上市的地位。透過在香港上市，內地企業可在會計、企業管治、資料披露及管理紀律方面達到國際標準，吸引高質素的投資者，以及提高其國際認受性。
- 5.15 隨着內地經濟持續轉型，在可預見的未來，內地企業在港上市仍會是香港證券市場的重要增長來源。內地和香港資本市場越來越多的合作，表示在處理結構性的市場問題方面，有更大需要取得進展。這些問題包括雙邊監管合作、傳播資料、跨境買賣和結算安排、促進落實合資格境內機構投資者計劃和合資格境外機構投資者計劃、股權分置，以及使企業管治和會計準則與國際接軌。
- 5.16 最重要的是，加強內地與香港之間的高層次聯絡工作。專題小組建議香港特區政府加強工作，讓中央人民政府（中央政府）深切瞭解香港的金融制度對國家安排內地各項國際金融活動的用處，因而批准及鼓勵更多內地企業在香港集資。此外，香港特區政府在維持與內地政府官員和有關當局的高層次溝通，以及在按情況任用政策制定者、監管機構和企業領導人方面，應擔當領導者角色。要在“一國兩制”架構下促進更緊密的跨境合作，以及讓香港在支援內地的持續政策和經濟發展方面擔當更重要的角色，有效和定期的溝通是先決條件。

- 5.17 再者，當A股與H股同步上市成為普遍採用的模式，以及由於預期內地會設立金融衍生工具交易所<sup>6</sup>，我們須與內地交易所進行更緊密的聯繫。因此，專題小組建議港交所、上海證券交易所和深圳證券交易所加強溝通，共同研究與交易所運作有關的事宜，以配合現時中國證監會、上海證券交易所、深圳證券交易所、證監會及港交所每半年舉行一次的會議。該些會議是依照在一九九三年H股首度上市後所簽訂的《監管合作備忘錄》而組成，集中處理規管事宜。
- 5.18 通過加強溝通，我們希望說服內地有關當局進一步放寬目前內地企業來港上市集資的限制。不過，須注意的是，內地企業首次公開招股的供應，端視市場需求的強度而定。因此，我們須考慮准許內地投資者進入新股上市的第一市場和參與第二市場，以增加市場需求。我們會在第 5.25-5.27 節更詳細論述這點。

#### 擴大預先核准的上市司法管轄區

- 5.19 現時只有在百慕達、開曼群島、內地、澳洲和加拿大英屬哥倫比亞這些非香港司法管轄區註冊成立的公司，才可預先獲准來港上市。《上市規則》的有關章節已訂明這些公司須遵從的補充條文，例如這些公司在有需要時可在其憲制性檔加入條文，使其股東的保障與在香港成立為法團的公司的股東所獲保障一致。至於其他海外司法管轄區是否合適，則會按個別情況評估，而舉證責任主要由上市申請人承擔，即申請人須證明有關司法管轄區的股東保障足夠。實際上，對於在預先核准司法管轄區以外地方註冊成立而申請在香港上市的公司來說，這項條件會較為繁苛。
- 5.20 專題小組贊同香港特區行政長官於 2006 年 10 月發表的施政報告，並認為基於以下兩個理由，有關上市的預先核准海外司法管轄區名單應予擴大：方便在內地有大量業務的

---

<sup>6</sup> 內地的金融衍生工具交易所預期於二零零六年年底或二零零七年成立。該交易所由上海證券交易所、深圳證券交易所、上海期貨交易所、大連商品交易所及鄭州商品交易所合辦。新交易所會先集中處理股市指數期貨的交易，在下一階段也會處理個別股票期權及期貨的交易。

海外公司上市，以及把香港發展成為全球優質公司的國際上市平台。

5.21 放寬預先批核的司法管轄區名單的限制，應屬切實可行的做法，但不應損害對股東的保障。因此，專題小組建議採用以下方法，在商業靈活性及規避監管之間取得平衡：

(一) 在香港以外地方註冊成立的公司，如註冊成立所在的司法管轄區的法定證券監管機構是國際證監會組織《關於諮詢、合作及交換資訊的多邊諒解備忘錄》的正式簽署成員，或已與證監會訂立該會認為適合這種情況的雙邊合作安排，則可申請在香港上市，以及

(二) 在香港尋求第一上市的海外公司如註冊成立所在的司法管轄區符合(一)項下的準則，則須遵從有關多項股東保障條文的規定，而就核心條文而言，這些條文會載於《上市規則》的主體部分，或與《上市規則》一起公布的守則或指引。海外公司將可以多種方法(包括但不限於參照註冊所在司法管轄區的公司法或參照公司憲法檔(例如公司章程或附例)的條文)證明已遵從有關規定。如遵從《上市規則》條文的做法違反公司註冊成立所在司法管轄區的法律，則有關公司可要求香港聯合交易所上市委員會給予豁免或修訂《上市規則》的要求。

5.22 專題小組建議上市申請人如在不符合上述準則的司法管轄區成立為法團，其申請會按個別情況考慮。已獲香港聯合交易所認可的司法管轄區將仍可獲接納。

5.23 專題小組建議證監會和港交所考慮上述機制，並按照適當程式制訂推行計劃和作出所需的規則修訂，以期在二零零七年年初推出新措施。一俟有關方面就該機制達成共識，港交所應協調特區政府、市場從業員和工商機構進行業務發展活動，以遊說有興趣的發行人在香港上市。

5.24 專題小組有以下具體建議：

- 加強政府高層人員之間，以及內地與香港證券交易所之間的聯繫，以促進香港證券市場的進一步發展。(建議 F4-41(a))
- 修訂《上市規則》，以便擴大預先核准在本港上市的有關司法管轄區。(建議 F4-42)

建議：需求方面

利便內地投資者

5.25 需求是吸引內地企業來港首次公開招股的重要因素。來自內地的龐大投資需求，將是香港市場的重要投資源頭。事實上，隨着內地逐步實現人民幣資本項目可兌換，並容許外匯資產存放在境外，資金流動會日趨雙向。預期內地最終會有龐大的資金流出，香港應定位為該等資金流出的目的地。

5.26 依照第三章第十項建議和第四章第三十二項建議，專題小組建議，把合資格境內機構投資者計劃下的許可投資範圍進一步擴大，以包括香港股票及獲證監會認可的集體投資計劃。這可由 H 股及 H 股投資基金開始。

5.27 此外，專題小組建議香港特區政府可本著與旅遊方面的“自由行”計劃同樣的精神，向內地當局建議為資金推行“自由行”計劃，准許內地個人及機構自行經香港把擁有的“自有外匯”匯出內地及在境外投資，而無須透過合資格境內機構投資者進行。為保障投資者，這個就外匯推行的“自由行”計劃可先行以擁有某數額(例如 100 萬人民幣)的金融資產的內地高端客戶開始，作為試驗。這項建議與第三章的 F2-11 項建議和第四章的 F3-32 項建議一致。

## 促進金融中介活動

- 5.28 作為買賣雙方的中介人，經紀身兼分銷商、流通量提供者和風險經理的三個角色，為顧客提供金融方面的專門知識和意見。香港是全球擁有最多類別經紀行的城市之一，共有超過 122 家海外經紀行和超過 345 家本地經紀行，為各類顧客提供不同的專業服務。
- 5.29 隨着《安排》的第三階段正式實施，內地的證券及期貨公司經中國證監會批准後可在香港設立辦事處。同時，海外經紀行對透過直接參與香港證券市場以立足於內地市場的興趣，越來越大。為捕捉這些機遇，香港必須在採用國際風險管理方法的架構內，逐步提高境外經紀行進入本地市場的方便程度。專題小組尤其贊同協助內地金融機構來港設立更多辦事處，以及利用香港作為內地發展國際金融活動的跳板這個方向。
- 5.30 港交所正著手引入高度透明及由市場帶動的招標方式，以開放其交易權。根據已獲港交所董事局批准的現行建議，所有現有交易權持有人都可投標申請交易權，而最低的出價會獲採納。如沒有接獲任何標書，港交所會以每個交易權 500,000 港元的價格發出交易權。
- 5.31 在結算方面，專題小組贊成港交所近期在市場引入第三者結算模式，這模式可讓經紀選擇自動把已完成的交易交給指定的第三者在結算所結算和交收。這項重要的減低風險安排，已在美國、英國和澳洲等地的多個海外市場廣為採用。證監會和港交所應就第三者結算制訂規管模式，除了讓現有經紀可把結算工作和相關責任外判外，也可以相同的方針讓海外經紀在港交所的交易平台交易，而無須建立複雜的結算運作安排和基礎設施。第三者結算的做法也有助於結算所更有效率地管理風險，例如以數目較小但資本雄厚<sup>7</sup>的結算所參與者支援一批數目較大的非結算所參與者，以及藉較高的淨額結算效率減低和分散整體的交收風險。

---

<sup>7</sup> 有需要考慮把第三者結算人的資本要求定於與由金管局發牌的認可機構相同的水平。

5.32 在實施第三者結算模式的同時，專題小組建議證監會和港交所應研究能否讓沒有在香港設立公司的海外經紀在港交所的交易平台交易。

5.33 專題小組有以下具體建議：

- 利便內地企業和投資者透過“合資格境內機構投資者計劃”參與香港的證券市場。(建議 F4-43)
- 利便內地個人及機構透過建議的資金“自由行”計劃匯出“自有外匯”作境外投資。(建議 F4-44)
- 實施新交易權制度。(建議 F4-45)
- 實施第三者結算模式；及探討准許海外經紀在港交所交易的方案。(建議 F4-46)

建議：價格釐定

減低交易費用

5.34 整體而言，香港市場徵收印花稅，往往會限制流通量，而且是市場從業員最常提及的障礙之一。

5.35 在統計方面，香港的成交額比率相對於主要海外市場來說確實偏低。雖然按市值計算，香港股票市場在世界排名第八，而按本年截至二零零六年十月為止的十個月的絕對成交值計算，則排名 13，但是按年率化的成交額比率(63%)計算，香港只排名 22<sup>8</sup>。高於 100%成交額比率的市場有 16 個。

5.36 雖然可能有其他因素令香港成交額比率低於其他市場，但主要因素相信是 0.2%(買賣雙方合計)(相當於港交所及證監會所分別徵收的交易費及交易徵費約十倍<sup>9</sup>)的印花稅。徵收印花稅，鼓勵最流動的部分機構交易在離岸或透過場

<sup>8</sup> 資料來源：國際證券交易所聯會。

<sup>9</sup> 自 2006 年 12 月 1 日起，證監會向買賣雙方收取的交易徵費已由 0.005%調低至 0.004%。

外交易的合成結構性產品進行，並會令那些對流通量及定價過程十分重要的套戩及市場中立的活動減少。

- 5.37 香港要維持國際金融中心的地位，優先要做的是增強股票市場的競爭力。目前，全球很多股票市場(包括美國、日本、德國、新加坡及新西蘭)，都不徵收股票交易印花稅。事實上，減收或完全取消股票交易印花稅，已經成為世界各地市場的趨勢。
- 5.38 印花稅上次是在二零零一至零二年度由 0.225% 減至 0.2%(每宗交易買賣雙方合計)。專題小組留意到香港特區政府在研究有關股票交易印花稅應否進一步調低的建議時，採取審慎及循序漸進的做法，並會充分顧及公共財政狀況。專題小組建議香港特區政府考慮進一步調低該稅項，以減低市場交易成本。
- 5.39 為符合提高流通量及盡量減少市場阻力的目標，專題小組亦建議證監會及港交所不時調整其收費，以確保收費維持在合理水準及具競爭力。

### 改革持倉限額制度

- 5.40 現時港交所推出的衍生工具合約有法定限額，包括任何人<sup>10</sup>持有未平倉合約的數量都有上限及(較低的)申報上限。這些限額有助減少市場參與者累積持倉量過於集中以致可能對市場造成的不穩定情況，因此對維持市場秩序、促進市場監察及提高市場的穩定性十分重要。值得注意的是，香港特區政府在一九九八年亞洲金融危機後推出“三十項措施”，其中一項措施為實施恒生指數期貨及期權合約持倉上限。此後，持倉限額措施便適用於差不多所有在交易所買賣的新期貨及期權合約。不過，這措施有以下幾點值得檢討的地方：

- (一) 違反持倉限額規定屬刑事罪行，不過，對於應否維持這項安排，則有不同意見。一方面，刑事化會對衍生工具市場起冷卻作用。經紀可能會在未達到限額前便

---

<sup>10</sup> 即實益持有人，如自營交易倉盤的投資者或市場參與者。

停止買賣，以免違反規定，如其監察系統及程式的精密度較低，他們會尤為謹慎。經紀也可能會索性進行規管者不容易進行有效監察的離岸或場外交易，這會對金融市場的穩定性造成更大風險。另一方面，我們可能需要採用某些形式的刑事化做法，作為規管工具，以產生足夠的阻嚇作用。此外，證監會已發出一份指引，澄清證監會對持倉限額及業界提出有關遵從這些限制的各種問題的立場<sup>11</sup>。

(二) 制訂及修訂附屬法例需時，因此，更改現行產品的持倉限額可能需要較長時間。

(三) 相對於期貨合約未平倉合約數量及現貨市場的每日交投量，有關限額屬於偏低。

(四) 在某些情況中，有關限額沒有充分考慮相抵持倉或市場中立交易活動(即總持倉限額對無對沖風險限額<sup>12</sup>)。

(五) 有關限額須即時遵守，因此需要由經紀進行廣泛監察。

5.41 我們知悉，證監會現正處理有關調整恒生中國企業指數和恒生指數期貨和期權合約持倉限額的建議。該項建議旨在令有關持倉限額切合不斷轉變的市場需求和需要。

5.42 為處理有關刑事化問題，並提高現行持倉限額制度的靈活性，專題小組建議證監會和香港特區政府探討可否從法規中刪去現時的訂明限額，但同時保留某些把不遵從限額的違規情況刑事化的形式。其中一項建議是把訂明限額納入交易所規則，而任何有關變動都必須經證監會批准。

### 就賣空放寬高於前成交價規則

<sup>11</sup> 有關指引在二零零三年三月發出，二零零四年四月修訂，並可在互聯網取覽。該指引的網址是 [http://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/speeches/public/consult/e\\_conclusion\\_large\\_open\\_position.pdf](http://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/speeches/public/consult/e_conclusion_large_open_position.pdf)。直到目前為止，沒有人因違反持倉限額規定而被檢控。

<sup>12</sup> 與總持倉限額相比，無對沖風險限額計及與同一相關貨品的期權或期貨合約組合隨相關貨品價格變化而轉變的淨風險。

5.43 根據現行制度，無擔保賣空，即無能力交付股票而進行賣空活動，屬刑事罪行。此外，賣空活動只准在高於前成交價的情況及就指定股票進行。

5.44 我們注意到，賣空價規則可阻嚇舞弊賣空活動，而這在極端市場情況或金融危機情況尤其重要。不過，這亦會影響一般商業情況的定價程式。由於現時當局訂有法定條文，例如無擔保賣空活動刑事化，專題小組建議證監會和港交所考慮設立機制，准許賣空價規則在一般商業情況暫停執行，並在極端市場情況或金融危機情況中恢復。

### 規管檢討

5.45 由於《證券及期貨條例》已制定超過三年，有關當局在這方面獲得了寶貴經驗，而且香港正面對迅速轉變的市場環境，專題小組建議證監會與香港特區政府和港交所合作，定期檢討《證券及期貨條例》和其他有關法例對市場的影響，以確保規管架構能配合香港市場的發展和競爭力。

5.46 專題小組有以下具體建議：

- 考慮減低印花稅。(建議 F4-47)
- 定期檢討證監會和港交所各項收費，以確保收費合理和具競爭力。(建議 F4-48)
- 就下列兩個指數調整期貨及期權的持倉限額：(建議 F4-49)
  - (a) 恒生中國企業指數；及
  - (b) 恒生指數
- 檢討關於持倉限額制度的法規。(建議 F4-50)
- 修訂交易規則，在非緊急情況放寬賣空價規則。(建議 F4-51)

- 定期檢討《證券及期貨條例》與其他有關法例的市場影響。(建議 F4-52)

### 建議：市場基礎設施

#### 落實賦予主要上市要求法定地位及檢討雙重存檔制度

- 5.47 過去四年，市場就有關賦予主要上市要求法定地位問題進行了廣泛討論，當中有多輪諮詢，而當局亦已發表諮詢總結。我們知悉，香港特區政府計劃於 2006-07 立法年度把法例修訂建議提交予立法會。鑒於這項措施對市場從業員的影響很大，專題小組建議，證監會和財經事務及庫務局（財庫局）應及早確定實施時間表，以管理市場期望。證監會和港交所亦須為賦予主要上市要求法律地位後現行運作安排會出現的更改作好準備，以及考慮對雙重存檔制度的影響。
- 5.48 由於雙重存檔制度已實施超過三年，而有些市場從業員亦認為證監會和港交所的角色有重疊的地方，專題小組建議證監會和港交所檢討現行的運作模式，以盡量減少兩者的工作不必要的重疊之處(如有的話)。

#### 鼓勵金融革新

- 5.49 香港擁有廣闊的投資者基礎，包括散戶、機構投資者，以及本地和跨國市場參與者。專題小組認為，為了讓香港證券市場可應付各類投資者在對沖及投機性買賣方面的需要，我們應鼓勵金融革新。要達到這目標，我們需要具備管理風險而非逃避風險的思維，也需要一個注重客觀原則而非指定措施的市場和產品架構。在這方面，專題小組建議證監會及港交所考慮下列三個範疇。
- (一) 香港應加快發展其衍生工具市場，尤其應集中研究可否推出與內地及人民幣有關的衍生產品，以及增強其衍生工具風險管理能力。我們知悉，芝加哥商業交易所(芝交所)最近推出以美元、歐羅和日圓結算的人民

幣不交收期貨，而內地亦正着手成立金融衍生工具交易所。

(二) 香港的牛熊證市場在二零零六年六月成立，要進一步發展該市場，我們須注意加強投資者教育、邀請發行人參與，以及增加合資格基礎股份的數目(目前只有五隻)<sup>13</sup>。我們知悉，牛熊證市場在海外發展迅速，其中新加坡和德國等市場更已推出香港上市股票的牛熊證，而交投亦很活躍。

(三) 證監會和港交所應考慮可否在現貨市場內，為“在交易所買賣的商品”建立交易平台和規管模式。我們知悉，倫敦證券交易所最近公佈為“在交易所買賣的商品”成立特別交易平台。該平台讓投資者透過本身買賣股票所依循的制度和選用的經紀去買賣商品。“在交易所買賣的商品”是開放式的，可隨時設立和贖回，並可根據單一商品的走勢或一個指數進行買賣。(如本報告第6.38段所述，專題小組認為在香港發展商品期貨市場的計劃值得開展。首先，有需要委聘獨立顧問進行研究，探討開展這類計劃所須符合的條件和規定細節，並以內地為主要參與者為前提，提出具體建議。)

5.50 至於推出產品的整體模式，專題小組建議證監會和港交所檢討整個規管架構，以便利新產品的推出。

### 促進債務證券市場的發展

5.51 金管局在二零零六年年初展開檢討，以研究與香港債務市場發展有關的問題，並已提出政策建議，進一步促進市場的發展。檢討集中於撤銷自一九九八年以來對多邊發展銀行實施的三年發債年期的限制<sup>14</sup>，以及與外匯基金票據及債券計劃有關的事項，例如加強外匯基金票據及債券的市場莊家制度、把基準收益率曲線延長、精簡發行計劃，以

---

<sup>13</sup> 證監會和港交所原則上同意把合資格股票增至最多30隻，但須按季檢討。

<sup>14</sup> 三年發債年期的限制是指金管局在一九九八年向九家多邊發展銀行提出有關發債年期須達三年或以上的要求。該九家多邊發展銀行是亞洲開發銀行、歐洲理事會社會發展基金、歐洲鐵路車輛融資公司、歐洲復興開發銀行、歐洲投資銀行、美洲開發銀行、國際復興開發銀行、國際金融公司及北歐投資銀行。

及設立電子交易平台。專題小組支持這些措施應按計劃繼續推行。

- 5.52 債券上市方面，過去幾年，香港在新債券上市的數目及成交量方面都普遍下降，而區域市場(例如新加坡)則有顯著的增長。市場似乎普遍認為新加坡的上市程式較快捷、費用較低，而且條件不那麼繁苛。雖然有關方面認為，相對其他國家來說，香港債券上市服務的競爭力沒有對債券市場的發展構成主要限制，但加強這類服務會為發行人，特別是其股票已在香港上市的公司，提供“一站式”的金融服務。因此，專題小組建議港交所考慮調整其費用及收費，與海外交易所所徵收的一致，以及按情況精簡整體申請程式。

#### 加強股份獨立戶口及投資者戶口持有人的服務

- 5.53 專題小組知悉，港交所現正計劃在未來幾個月加強股份獨立戶口服務，以滿足經紀界的需求及改善對投資者的保障。加強服務的措施會分兩個階段實施：

- (一) 第一階段會在二零零七年初實施，除了接收實物結單、電郵、經短訊服務發出的有關股份獨立戶口的變動通知和中文結單外，還包括以電子方式(即透過互聯網或結算通電話系統的互動發聲回復系統登入股份獨立戶口)查閱戶口資料。
- (二) 第二階段會在二零零七年第二季實施，有關措施包括電子投票及取消每名經紀／託管商開設 1 000 個股份獨立戶口的限制。

- 5.54 專題小組明白到投資者保障的重要，特別是有鑒於近日發生經紀失責事件，因此，專題小組鼓勵港交所繼續積極推動及擴展其股份獨立戶口及投資者個人戶口服務。

#### 推動以電子方式存檔及發佈資料

5.55 由於港交所預期於二零零七年第二季實施取消付費公告的措施，發行人屆時無須再在報章刊登公告，而香港市場會向自動化邁進一步。不過，香港證券市場的存檔工作有很多仍然由人手及以紙張形式進行。雖然在很多情況中都可採用電子方式存檔，但只有小部分的存檔工作是以這方式進行。

5.56 專題小組認為，鼓勵以電子方式存檔及發布資料，不但更具環保效益，而且會提高市場整體的效率及安全性。這需要文化及思維方面的轉變。專題小組建議，證監會及港交所應盡可能在以下各方面規定以電子方式存檔及發佈資料：

- (一) 披露權益的存檔
- (二) 發出招股章程、首次公開招股申請表格及首次公開招股的配售結果
- (三) 把首次公開招股的佣金付給經紀
- (四) 《財政資源規則》的存檔
- (五) 各類申請文件
- (六) 給予經紀的發票及經紀的付款

證監會全力支持這項措施，並會就《財政資源規則》及牌照相關事宜，積極實行以電子方式呈交存檔的措施。

5.57 專題小組也支持證監會推廣在香港採用可擴展商業報告語言的現行措施。在美國、英國和中國內地等主要金融市場獲廣泛應用的可擴展商業報告語言，是以可擴展標記語言為基礎，以標準化的電子格式編制和交換商業及財務資訊，藉以提高處理效率和資料的再用性。證監會於二零零五年四月成立可擴展商業報告語言預備工作小組，而其後一直都密切留意可擴展商業報告語言在全球各地的發展情況。專題小組建議證監會和港交所繼續密切留意可擴展商業報告語言應用技術在其他主要市場的發展情況，並評估在香港採用可擴展商業報告語言是否可行。

#### 改善股份持有情況的透明度

5.58 雖然香港的證券買賣、結算和交收活動都以高度固定和電子化的方式進行，但現行制度不足之處是所有經交易所買賣的證券，都必須透過香港中央結算有限公司結算和交收。此外，證券也必須在香港中央結算有限公司代理人名下登記，才可以電子結算和交收。因此，股東名冊上並沒有顯示實益擁有權。這減低了股份持有情況的透明度，也影響股東之間的溝通。

5.59 專題小組建議證監會和港交所與業界合作，考慮設計一個可行的運作模式，以提高股份持有情況的透明度，同時讓投資者保留透過代理人持有股份的選擇權。一個可能做法是考慮立例把所有在中央存管處，即中央結算系統下持有股份的直接實益擁有人，視作登記股東。這樣做除了可達到提高透明度的目標外，又可使股份擁有權，尤其是在股份獨立戶口和投資者個人戶口的股份擁有權更為明確，而企業的資訊交流及透過電子投票設施進行企業行動的效率也可提高。

5.60 專題小組有以下具體建議：

- 落實賦予主要上市要求法定地位，包括確定落實時間表。(建議 F4-53)
- 檢討雙重存檔制度。(建議 F4-54)
- 考慮增加產品：
  - (a) 鼓勵推出適當的衍生工具產品，例如與內地或人民幣有關的產品
  - (b) 推廣牛熊證，並逐步增加合資格股票數目
  - (c) 考慮推出“在交易所買賣的商品”(建議 F4-55)
- 就新產品檢討整體規管架構。(建議 F4-56)
- 優化外匯基金票據及債券計劃。(建議 F4-57)

- 優化債券上市制度。(建議 F4-58)
- 落實股份獨立戶口第一及第二階段的改善措施。(建議 F4-59)
- 推動或規定以電子方式提交及發布資料，並繼續密切留意“可擴展商業報告語言”的全球發展情況，同時評估香港的情況。(建議 F4-60)
- 考慮制訂可行模式，以提高股份持有情況的透明度。(建議 F4-61)

證券市場工作分組的成員名單		
1	夏佳理議員	香港交易及結算所有限公司主席(召集人)
2	陳家強教授	香港科技大學工商管理學院院長
3	胡祖六博士	高盛(亞洲)責任有限公司董事總經理
4	李業廣議員	胡關李羅律師行顧問律師
5	梁伯韜先生	獨立市場從業員
6	韋奕禮先生	證券及期貨事務監察委員會行政總裁
7	黃紹開先生	大福證券集團有限公司董事總經理兼行政總裁
8	任志剛先生	香港金融管理局總裁

證監會/港交所工作小組成員名單		
1	夏佳理議員	香港交易及結算所有限公司主席(召集人)
2	周文耀先生	香港交易及結算所有限公司行政總裁
3	何賢通先生	證券及期貨事務監察委員會執行董事
4	雷祺光先生	證券及期貨事務監察委員會執行董事
5	韋奕禮先生	證券及期貨事務監察委員會行政總裁
6	韋思齊先生	香港交易及結算所有限公司上市科主管

## 第六章 進一步發展外匯及商品期貨市場

### 引言

- 6.01 根據專題小組的指示，我們成立一個由和廣北先生擔任召集人的工作分組，負責進一步研究在香港發展外匯及商品期貨市場的必要性、可行性及建議路向。
- 6.02 工作分組成員及觀察員包括業內領導人士、學者，以及財庫局、金管局、證監會、港交所及中央政策組的代表。工作分組成員名單見附錄6-1。

### 國家的「十一五」規劃

- 6.03 「十一五」規劃綱要第三十三章提及穩步發展商品期貨市場及逐步實現資本項目可兌換。有鑑於此，專題小組認為香港應研究是否及如何發展場內交易的外匯期貨合約及商品期貨市場。這不但能協助國家在外匯及商品價格方面的風險管理，並能擴闊香港金融市場的產品及功能。

### 外匯及商品期貨市場的概況

- 6.04 目前香港並沒有交易所買賣的外匯期貨合約或商品期貨。期貨產品的選擇只限於股市指數、股票、利率和定息產品，而且幾乎所有成交都是由股市指數和股票期貨產品帶動。雖然銀行之間和場外交易市場上的外匯現貨、遠期和掉期交易均十分活躍，但標準化的交易所買賣外匯期貨和期權產品則欠奉。投資產品選擇太少，對於加強香港作為國際金融中心的競爭力和聲譽，集聚效應的產生和鞏固本港金融市場的發展潛力，均無助力。
- 6.05 作為把香港發展成國內世界級國際金融中心的策略的一部份（見第四章），我們應對一些在內地擁有活躍的現金市場，但在香港卻未有交易活動的金融衍生工具及商品期貨作出考慮。內地對其基礎商品及金融工具的需求將可與香港先進的金融平台，高度發展的風險管理技巧和對國際市場的開放性等互相結合。

## (A) 外匯期貨及期權市場

- 6.06 期交所在1995至2002年間曾提供四對貨幣組合的外匯期貨交易，但這類交易最後因市場需求偏低而終止。
- 6.07 根據國際清算銀行三年一度的中央銀行調查，香港位居全球第六大及亞洲第三大外匯交易中心，2004年4月，香港的每日平均成交額約為1,020億美元，而日本及新加坡的交易額則為1,990億美元和1,250億美元。若場外交易的外匯衍生產品的交易量亦計算在內，則香港的每日平均成交額約為820億美元，全球排名第七，亞洲排名第三，低於日本的1,850億美元和新加坡的1,000億美元。
- 6.08 芝交所在本年8月推出人民幣兌美元、歐元和日圓的期貨及期權。此外，芝交所亦委任了兩家香港的發鈔銀行，包括滙豐銀行和渣打銀行為其人民幣產品的莊家。人民幣兌美元期貨合約的每日平均成交量（在本年八月只有四個交易日）為78張。人民幣兌歐元和日圓的期貨，以及全部三隻期權，均無錄得成交。

### 進一步發展外匯期貨及期權市場

- 6.09 內地自2005年7月起已邁向更具靈活性的匯率機制，而預計靈活程度還會與日俱增。與此同時，隨著內地逐漸開放資本項目及人民幣的可兌換性增加，內地及海外市場因應人民幣匯率波動而進行對沖的潛在需求將會非常龐大。雖然香港人民幣業務的發展最初只限於存款業務，但這已讓我們享有作為人民幣現貨市場先行者的優勢。及早推行人民幣期貨及期權市場，將可強化香港在人民幣離岸交易的領導地位以及不交收人民幣的產品系列，令香港的外匯市場更趨蓬勃，提升香港作為主要的（特別是人民幣）對沖業務及衍生工具中心，拉近我們與主要競爭對手的距離，抵禦外來競爭。
- 6.10 專題小組認為發展我們的人民幣期貨及期權市場可令香港更有效配合內地的開放及國家推動人民幣可兌換性的努力，而且亦可為內地提供用以對沖外匯風險、便

利價格釐定過程及協助制定人民幣於亞洲時區內的國際匯率預期的重要工具。

- 6.11 就著未來路向制訂建議時，我們已充分考慮對市場發展至為重要及不可或缺的四項因素，包括供應、需求、價格釐定和市場基礎設施。有關這四方面的考慮和建議詳述於下列段落。

### **建議：供應方面**

#### 發展人民幣期貨及期權合約市場

- 6.12 目前，香港設有供機構投資者參與的人民幣不交收遠期合約的場外交易市場。這個場外交易市場與全球外匯市場互相聯繫。此外，多家本地銀行亦經營零售人民幣不交收遠期合約產品。不過，香港並沒有在交易所買賣的標準化人民幣期貨及期權合約。我們建議香港應盡快開拓人民幣期貨及期權市場，以應付日益劇烈的競爭。鑒於人民幣仍未完全自由兌換，有關合約目前須以現金結算。在這情況下，專題小組認為這類合約實際上是現有人民幣不交收遠期合約產品的延伸，因此沒有抵觸內地的外匯管制規定。長遠來說，隨著人民幣邁向完全自由兌換，以及香港的人民幣存款大幅增加，人民幣期貨及期權合約應可成為可交收的合約。

#### 可考慮推出的產品

- 6.13 人民幣兌美元期貨及期權—這是現行在芝交所推出的各種人民幣產品中，迄今唯一一種有成交的產品，也是全球外匯市場的焦點。這是香港人民幣期貨及期權市場最應該首先發展的基礎產品。
- 6.14 人民幣兌港元期貨及期權—這個期貨及期權組合可配合有關內地與香港貿易以人民幣結算的建議。香港轉口貿易主要以美元為單位，但香港本身亦有貨品出口往內地，並且留用大部分從內地進口的貨物。這些進出口貿易可以人民幣為結算單位，而人民幣兌港元的期貨及期權則可用作對沖匯率波動。由於港元與美元掛鈎，港元兌美元會在既定的上下限之間波幅，人民幣兌美元期貨

及期權與人民幣兌港元期貨及期權同步交易，將會為美元兌港元的期貨及期權提供交易機會。

6.15 人民幣兌歐元及人民幣兌日圓的期貨及期權—鑒於這類人民幣交叉匯率產品在國際貿易中發揮重要作用，內地的外匯市場和芝交所均推出人民幣交叉匯率產品，但交投較為疏落。這兩類期貨及期權應在市場基礎穩固後，再作進一步探討。

6.16 人民幣兌新西蘭元、人民幣兌澳元及人民幣兌其他亞洲貨幣的期貨及期權—就長遠發展來說，鑒於內地不斷推動人民幣的自由兌換，這些期貨及期權組合是可行的。內地作為世界工廠，需從亞洲及大洋洲各國進口原材料和半製成品。內地對其中一些國家錄得貿易逆差，而對美國、歐洲和日本則錄得貿易順差。預期人民幣自由兌換後會令市場對這些交叉匯率的期貨及期權有龐大需求。在這方面，香港應作好準備，以凸顯本港與其他主要競爭對手的優勢。

6.17 專題小組有以下具體建議：

- 發展人民幣期貨及期權市場。先以不交收形式進行，並在情況許可時，逐步發展可交收的人民幣期貨及期權。可考慮的組合包括：人民幣兌美元、人民幣兌港元、人民幣兌歐羅、人民幣兌日圓、人民幣兌新西蘭元、人民幣兌澳元等。（建議 F5-62）

**建議：需求方面**

人民幣改革會產生龐大需求

6.18 隨著內地外匯儲備和貿易盈餘屢創新高，人民幣的升值壓力亦日漸增加。如人民幣匯率的靈活性繼續擴大，則本港、內地，以至國際間對人民幣期貨及期權的需求亦會相應提高。

6.19 中央政府已再三排除人民幣會再出現一次性升值的可能性，反之，人民幣的改革會集中於加強匯率機制的靈

活性。當人民幣的匯率變得更有彈性時，使用者和投資大眾對於具高槓杆效應的人民幣期貨及期權(芝交所產品的槓杆效應高逾 300 倍)的需求，將會上升。

#### 吸納內地對管理人民幣外匯風險的需求

- 6.20 內地擁有龐大的國際貿易量和豐厚的外匯儲備，相信極需要管理人民幣外匯風險的工具。目前，只有主要的商業銀行為內地金融市場提供有限度的現貨遠期人民幣產品。香港應可憑藉其有利位置和專業知識乘勢而起。
- 6.21 人民幣期貨及期權市場成立後，香港應盡力促使內地企業和投資者參與本港的人民幣期貨及期權市場，因為它們可令供求隨之而大增。香港特區政府應向中央政府解說香港的金融制度對國家的用處，可提供重要的對沖人民幣外匯風險的工具，以及配合人民幣邁向自由兌換的過程。香港亦應鼓勵內地機構加以利用香港的人民幣期貨及期權市場，以進行其國際財資和資產管理活動。

#### 爭取內地用家及投資者積極參與

- 6.22 香港的人民幣期貨及期權市場能否成功，取決於我們可否令內地的市場參與者積極在本港進行人民幣衍生工具的交易。香港大有機會成功。本港蓬勃的股票市場顯示了我們具有協助內地企業在國際資本市場解決融資需要的能力。香港應利用《安排》及《合資格境內機構投資者計劃》的平台，以推廣建議中的人民幣衍生工具。我們應把《安排》推動的範圍由直接投資擴大至投資組合及證券(包括衍生工具)投資。由於《合資格境內機構投資者計劃》准許內地投資者投資海外證券，我們應爭取把建議的人民幣期貨及期權加入可以投資的工具名單內。
- 6.23 中國證監會表示，現時共有 31 家內地企業獲准在海外交易所買賣商品期貨，6 家內地期貨經紀行亦已根據《安排》獲准在港設立分行。我們建議增加它們可以投資的產品類別，並擴闊其客源，以促進香港人民幣期貨及期權市場的發展。

6.24 專題小組有以下具體建議：

- 香港在成立人民幣衍生工具和商品期貨市場後，應盡力促使和吸引內地企業和投資者參與。（建議 F5-63）
- 利用《安排》及《合資格境內機構投資者計劃》的平台，以推廣建議中的人民幣衍生工具和商品期貨及期權，以及建議加入可以投資的工具名單內。（建議 F5-64）

建議：價格釐定

釐定人民幣匯率預期基準

6.25 內地的人民幣衍生工具市場目前仍處於發展初期，不對外地的市場參與者開放。作為一個國際市場，加上《安排》和《合資格境內機構投資者計劃》等平台，香港具有優勢發展這個市場並吸引市場參與者。匯聚內地和國際的市場參與者可以協助人民幣定出最佳的匯率預期基準。

6.26 專題小組有以下具體建議：

- 有內地和國際投資者參與的香港市場可以協助為人民幣訂立最佳的匯率預期基準。關鍵是要引入內地市場參與者。（建議 F5-65）

建議：市場基礎設施

設立規管架構及基建框架

6.27 香港曾在 1995 年至 2002 年期間經營外匯期貨買賣，因此港交所現行的交易及結算系統在經過系統提升後便可處理外匯產品，技術問題相對上較易處理。除此之外，買賣外匯產品的規則和程式以及監管事宜仍有待解決。

## 尋求內地有關部門批准

6.28 各方必須合力尋求內地有關部門批准。在證監會和港交所提供所需的支援和協助的情況下，香港特區政府和金管局應牽頭向內地有關部門尋求批准。

6.29 專題小組有以下具體建議：

- 提升港交所現行的交易及結算系統，以處理外匯期貨及期權交易。買賣這些產品的規則和程式以及監管事宜亦有待解決。（建議 F5-66）
- 尋求內地政府支援香港發展人民幣期貨及期權市場。（建議 F4-41(b)）

## (B) 商品期貨市場

6.30 香港曾有商品期貨產品。在 1977 年至 90 年代後期，香港商品交易所(於 1985 年改組為期交所)曾先後提供棉花、糖、大豆及黃金的期貨交易，但最後因為本地及國際投資者的需求不足而相繼終止。過去十年，港交所曾嘗試在商品期貨方面與其他交易所結盟。1997 年，期交所曾與紐約商品交易所合作，容許會員買賣紐約商品交易所提供的原油產品，但由於市場需求偏低，買賣安排其後停止。2003 年，港交所與上海期貨交易所就原油產品開發簽訂備忘錄，但礙於香港和內地兩地實施不同的監管制度，在合作上遇上困難。

6.31 國際上已有一些具規模的商品期貨市場，提供農業、能源、非貴金屬和貴金屬等多類產品。2005 年，按合約買賣數量計算，紐約商品交易所(主要經營能源及金屬產品)是全球最大的商品期貨交易所，其次是大連商品交易所(農產品)及芝加哥商品交易所(農業及貴金屬產品)。倫敦金屬交易所名列第四。值得注意的是，在 2005 年，全球流動性最高的兩類農產品期貨合約，是大連商品交易所的大豆和豆粕期貨合約。芝交所早前宣佈收購芝加哥商品交易所的計劃說明了全球的股票及期貨交易所傾向合併的趨勢。

6.32 內地另外兩個商品期貨交易所，即上海期貨交易所及鄭州商品交易所，近年均錄得強勁增長。按總合約買賣數量計算，大連商品交易所和上海期貨交易所位列世界十大商品交易所，當中以大豆和銅方面的交投較為活躍。

### 進一步發展香港的商品期貨市場

6.33 內地是全球最大的商品、貴金屬及其它原材料的消費者及供應者之一。如果內地能在商品市場及相關的衍生工具市場的價格釐定過程中發揮更大的影響力，而由內地供求所帶動的買賣交易又能推動建立這些產品的國際交易市場以及其在境內(而不是海外金融中心)的相關衍生工具市場，則會帶來策略性的利益。

6.34 香港奉行開放和穩健的金融體系和國際認可的監管及市場標準。這些都是令我們把握這些機遇的有利條件。我們應根據內地的最新發展情況，重新審視市場發展的各項主要因素，即供應、需求、價格釐定及市場基礎設施，為香港找出適當的市場定位和適合發展的特定市場，並找出如何為內地龐大的商品供求提供服務。

6.35 香港與內地合作發展相關的衍生工具市場，特別是會涉及實物交收的衍生工具市場將會對雙方都有益處。香港會為雙方的合作注入吸引國際參與者的關鍵元素，而內地則會透過三家發展迅速的商品期貨交易所，帶來商品期貨需求，甚至可能提供實物交收的條件。

6.36 目前，內地的商品期貨市場沒有開放給海外投資者參與。由於設有資金管制和其他規管及市場限制，內地商品期貨交易所與國際市場是分開運作的。因此，與其他海外市場相比，內地商品期貨市場對全球商品價格並無重大影響。事實上，商品交易涉及全球層面，現時的市場結構並非讓這些商品期貨市場發揮價格釐定及風險轉移功能的最理想途徑。如在香港設立商品期貨市場，則可把國際及內地的流動資金匯聚起來。該市場會與其他主要商品期貨市場一樣，凝聚全球的流動資金，並充分發揮其價格釐定功能。這樣可以令市場獲得有力的定價指標，以訂定相關商品的即付價格。擁有高效率 and 運

作良好的商品期貨交易所，可加強香港作為內地及亞太區主要風險管理中心的角色。

6.37 現時全球主要商品期貨產品(例如能源及金屬)的交易大多數在紐約和倫敦進行。在美洲和歐洲時區外，亞洲並無真正能吸引全球的投資者和用家積極參與交易的國際商品期貨交易所。隨著內地經濟及亞洲其他國家在全球經濟所扮演的角色日益重要，現時有充分理由支援在亞洲時區設立第三個全球流動資金的匯聚點。在市場全球化的環境下，香港有機會擔當這個新角色。與市場發展至為重要及不可或缺的四項因素(包括供應、需求、價格釐定和市場基礎設施)有關的考慮和建議已詳述於下列段落。

### 建議：供應方面

#### 發展在交易所買賣的商品期貨及期權

6.38 目前，香港沒有任何在交易所買賣的商品期貨及期權，而發展商品期貨及期權所涉及的技術困難亦具挑戰性。然而，考慮到內地經濟在這方面的龐大供求，專題小組認為在香港發展商品期貨市場的計劃值得開展。首先，有需要委聘獨立顧問進行研究，探討開展這類計劃所須符合的條件和規定細節，並以內地為主要參與者為前提，提出具體建議。

6.39 如研究顯示計劃可行，香港在首階段應致力發展一至兩種具競爭優勢的重點產品，並透過內地和海外的用家、投資者及中介機構的參與，建立市場的廣度和深度。取得初步成果後，可再考慮作進一步擴展。

6.40 針對內地在商品方面的需求，我們可提供兩種模式的服務：一是與內地或海外的期貨交易所合作，而合作可以是全面的，也可以集中於某些技術環節，例如產品開發、風險管理和人才培訓等，當中又以產品交易、結算和交收上的全面合作較為理想；二是香港獨立開發產品，然後吸引國際及內地的用家和投資者在香港進行交易。無論採取何種模式，均需要處理和消除可能妨礙內地參與者參與的制度障礙。

6.41 由於商品期貨一般涉及實物交收，因此也有兩個選擇可供考慮：一是與內地期貨交易所或物流及設施提供者合作，在內地進行實物交收。由於用家主要在內地，這模式可解決運輸、倉存和品質控制方面的問題；二是只提供現金結算合約，純粹作價格對沖和投資之用。這些產品可由香港開發。

#### 可考慮開發的產品

6.42 就產品的提供而言，香港應配合內地期貨交易所的發展。在內地需求殷切或大量生產／供應但未有期貨市場的產品，成功機會應會較高。香港的定位是要為內地提供補充服務，或透過產品設計，協助內地提高其在國際市場的定價能力。如果香港的產品與海外交易所的產品重疊，則可能要與這些交易所的產品競爭，因此其設計必須較原有產品優勝，或最少要不相伯仲。如上文建議，這問題應在建議的顧問研究中作進一步探討。

6.43 **黃金期貨及期權**。由於香港的現貨金和遠期金交易向來活躍，投資業界和珠寶業對黃金的需求也很大，因此，黃金期貨及期權會是成功機會較高的產品。此外，香港也具備提供黃金期貨交易所需的人才、專業知識和基礎設施。隨著香港機場管理局決定於二零零七年在香港國際機場設立黃金儲存庫，加上金銀業貿易場、銀行、本地及國際黃金交易商和生產商等業界人士的參與，以及政府建議豁免進口和出口金條的報關費等種種因素，相信會吸引到更多金商和投資者利用香港作為貿易平台，處理買賣、交收、存放和運送金條的需要。這樣會加強香港作為黃金貿易中心的競爭力，並令香港有更大機會發展黃金期貨及期權市場。

6.44 **能源期貨及期權**。內地的能源需求多涉及原油、汽油和天然氣，這些產品在國際上都已經有具規模的期貨市場。上海期貨交易所現時已有燃油買賣。香港或須考慮與主要的商品交易所及內地交易所建立聯盟，爭取發展亞洲交易時區的能源期貨買賣，以滿足內地日益增加的需求。此外，顧問研究可以探討專為內地出產的原油、

汽油和天然氣開發期貨合約的可能性。有關產品的生產、付運、結算和交收，一律可按現行安排進行。香港推出的期貨合約可純粹作價格對沖和投資用途，並以現金結算。

6.45 **其他與商品掛鈎的產品**。我們亦應研究其他產品的發展潛力，包括在交易所買賣的商品、以商品為基礎的交易所買賣基金、以商品為基礎的衍生認股權證，以及其他形式的商品掛鈎產品。

6.46 專題小組有以下具體建議：

- **委聘獨立顧問進行研究，探討相關的條件和規定細節，並提出具體建議。顧問需研究以下範疇：**
  - (a) **作為起步點的產品，例如：黃金和能源產品；**
  - (b) **開發其他商品掛鈎產品，例如在交易所買賣的商品、交易所買賣基金、以商品為基礎的衍生認股權證，以及其他形式的商品掛鈎產品；及**
  - (c) **可以實物交收的合約。（建議 F5-67）**

**建議：需求方面**

#### 內地的開放引發龐大需求

6.47 香港既非商品生產者，也不是重要的商品消費者。香港缺乏倉庫和其他相關設施，也欠缺耗用商品的相關工業。因此，香港如發展商品期貨市場，須以內地及其它國家的需求為基礎。根據中國證監會的資料，目前有 31 家內地企業獲准在海外交易市場買賣商品期貨。香港如能提供合適的產品，便可吸引他們在香港進行買賣。此外，有 6 家內地期貨經紀公司已根據《安排》獲

准在香港設立分行。它們的內地顧客，以及在香港上市的內地商品生產商均可帶動需求。

- 6.48 香港特區政府應聯同金融監管機構率先利用《安排》及《合資格境內機構投資者計劃》的平台，推廣在香港設立商品期貨交易所對內地市場和經濟帶來的好處。隨著內地市場逐步開放，獲准在香港設立分支機構的內地期貨經紀公司可以發揮重要作用，協助進行與商品有關的跨境交易。在《合資格境內機構投資者計劃》下，尤其就一些確實有需要利用商品期貨市場管理其業務風險的內地機構或公司而言，我們可以爭取把商品期貨及期權加入可以投資的工具名單內。

#### 吸納內地對商品交易的需求

- 6.49 目前，內地的期貨市場主要為用家提供服務，應付他們的需要。為了防範金融風險，內地不鼓勵投機活動。此外，內地的期貨市場不對外開放，外國投資者不能參與。因此，除了該等已獲准到海外投資的企業外，內地尚有龐大的商品交易需求未得到滿足。香港特區政府可向內地當局解說香港的金融制度對國家的用處，可為商品交易的風險管理及價格釐定提供一個有效率的平台。內地企業和投資者在香港的商品期貨及期權市場成立後開始參與，將會對內地和香港有利，亦會帶來龐大的需求和供應。

#### 爭取內地用家及投資者的參與

- 6.50 香港的商品期貨及期權市場成功與否，取決於我們能否吸引內地的用家及投資者前來參與。香港有一定的機會取得成功。活躍的本地股票市場顯示了我們具有協助內地企業在國際資本市場解決融資需要的能力。香港應善用《安排》和《合格境內機構投資者計劃》的平台，推廣建議中的商品相關產品。除直接投資外，我們應爭取機會推動投資組合和證券(包括衍生工具)的投資，以及把建議的商品期貨和期權加入可以投資的工具名單內。我們可以由 31 家獲准在海外交易所買賣商品期貨

的內地企業和 6 家獲准在香港設立分行的內地期貨經紀公司入手。

6.51 專題小組有以下具體建議(亦載於上文 6.24 段)：

- 香港在成立人民幣衍生工具和商品期貨市場後，應盡力促使和吸引內地企業和投資者參與。(建議 F5-63)
- 利用《安排》及《合資格境內機構投資者計劃》的平台，以推廣建議中的人民幣衍生工具和商品期貨及期權，以及建議加入可以投資的工具名單內。(建議 F5-64)

**建議：價格釐定**

提高中國在國際商品市場的定價能力

6.52 內地的商品期貨交易在產品種類和成交額方面正急速增長，但國際用家和投資者卻不能直接參與。在定價過程中，雖然他們已參考環球市場的價格，並日益加強與海外同業的接觸和合作，但由於缺乏外界的參與，始終難以假設他們的價格正在與國際價格接軌。在這方面，香港可為內地的用家和投資者提供一個開放的國際化市場，並配以具國際水準的監管制度。把內地和國際市場連接起來，將有助訂定基準價格和加強內地在價格釐定過程中的定價能力。

6.53 市場認為可以實物交收的合約會在價格釐定過程中發揮重大作用，並會減低價格操縱和價格大幅波動的情況。有鑒於此，專題小組建議，即使現金結算合約較容易開發和營運，在進行顧問研究時，亦必須同時考慮實物交收合約的利弊。

6.54 專題小組有以下具體建議：

- 香港開放的國際化市場會有助匯集內地與世界各地的用家和投資者，並能訂定基準價格，加強中國在價格釐定過程中的定價能力。(建議 F5-68)

## 建議：市場基礎設施

### 設立監管制度及基礎設施架構

- 6.55 香港應設立核心基礎設施／制度，以配合發展商品期貨市場。有關的發展應視乎營運模式而定，例如該市場會否由香港自己開發，抑或與內地或海外交易所合作開發。同時，我們亦有需要訂立關於商品交易(可擴大至包括在交易所買賣的商品及交易所買賣基金等)的規則和程式，以及解決監管事宜。
- 6.56 如要計劃成功，其他因素如專業知識、人才、經驗、網路、流動資金，以及實物交收、運輸、追蹤、品質控制及倉存管理方面的基礎設施，也需逐步發展。

### 尋求內地有關部門批准

- 6.57 一旦決定成立商品期貨市場，香港特區政府應聯同金融監管機構積極接觸內地有關當局，爭取他們的支援，以便香港發展這類市場。
- 6.58 專題小組有以下具體建議：
- 提升現有的交易及結算系統，以處理商品期貨及期權交易，同時亦需要解決商品產品交易的規則、程式及監管事宜。(建議 F5-69)
  - 逐步發展所需的因素，包括專業知識、人才、經驗、網路、流動資金、實物交收、運輸、追蹤、品質控制和倉存管理方面的基礎設施。(建議 F5-70)
  - 尋求內地政府支援香港發展商品期貨市場，並處理跨境結算及交收事宜。(建議 F4-41(c))

## 附錄 6-1

外匯及商品期貨工作分組成員名單		
1	和廣北先生	中國銀行(香港)有限公司副董事長兼總裁 (召集人)
2	陳家強教授	香港科技大學工商管理學院院長
3	胡祖六博士	高盛(亞洲)有限責任公司董事總經理
4	李業廣議員	GBM, GBS, JP
5	張恩瑋女士	財經事務及庫務局首席助理秘書長
6	雷祺光先生	證券及期貨事務監察委員會執行董事
7	彭醒棠先生	香港金融管理局副總裁
8	梁鳳儀女士	香港金融管理局助理總裁

外匯及商品期貨分組觀察員		
1	戴志堅先生	香港交易所衍生產品市場高級總監
2	葉志衡先生	香港交易所行政總裁私人助理
3	李德強先生	中央政策組政府城市規劃師

## 第七章 進一步發展香港的保險、再保險和資產管理業

### 引言

- 7.01 設立保險、再保險和資產管理工作分組（“工作分組”）的目的，是研究如何進一步發展香港及內地的保險和再保險業務，以及進一步加強香港作為國際資產管理中心的地位。工作分組的召集人為謝仕榮博士。
- 7.02 工作分組的成員包括保險業及資產管理業的業內領導人士、保監處、證監會以及金管局的代表。成員名單載於附錄 7-1。
- 7.03 工作分組在 2006 年 9 月 29 日及 2006 年 10 月 11 日舉行了兩輪會議，就進一步推廣香港的保險及再保險業作出建議。此外，工作分組亦諮詢了香港投資基金公會的意見。

### 保險／再保險／資產管理市場的概況

- 7.04 根據保監處最近發表的統計數位，香港保險業在 2005 年的表現不俗。隨著 2005 年本港經濟強勁增長，香港保險業的毛保費總額（一般保險業務和長期保險業務的總和），較 2004 年顯著增長 13.2%，錄得 1,373 億元。專業再保險公司（即只獲授權在香港或從香港經營再保險業務的保險公司）在 2005 年的毛保費為 20.30 億元。
- 7.05 至於內地保險／再保險／資產管理市場的情況，有關的詳細資料會在闡述工作分組的各項建議時列出。健全的保險及資產管理業對中國內地的持續經濟增長是重要的。保險公司提供風險保障和轉移——這促進消費及創新——及資金融通服務。資產管理促進機構投資者的發展，有助於資金融通的效率。香港保險公司和資產經理在內地與日俱增，正是香港特區為內地的資金融通作出更大貢獻的五個策略的一部分，有關策略的要點在第三章列出。

## 保險／再保險／資產管理市場的進一步發展

7.06 在作出各項建議時，工作分組考慮了「十一五」規劃、中國保監會發佈的“五年計劃”、內地民衆及企業對於保險及資產管理方面的需求，以及香港在保險業及資產管理業方面的優勢。

### 「十一五」規劃的目標摘要

7.07 「十一五」規劃目前正值其在中國內地實施的第一年。「十一五」規劃正確地指出了“和諧發展”是中國改革和發展的下一個重要目標。「十一五」規劃的總體目標可概括如下：

- (一) 實現經濟的可持續和高質量發展，而不僅只是高增長率；
- (二) 實現從投資／出口驅動增長向消費驅動增長的轉變；
- (三) 促進服務業／第三產業的發展，以改善經濟結構；
- (四) 深化經濟改革，包括金融和資本市場改革；
- (五) 通過縮小收入差距和發展社會安全網路來建設和諧社會；
- (六) 消除東西部省份發展的差距。

7.08 總體來講，金融服務業的發展，尤其是保險業的發展，對「十一五」規劃的成功實施至關重要。「十一五」規劃著重強調了促進服務業的發展，通過發展社會安全網路建設和諧社會，同時深化發展資本市場。

7.09 中國保監會也發佈了其“五年計劃”，重點闡述了保險業和「十一五」規劃總體目標之間的聯繫。中國保監會的“五年計劃”有以下十個重點：

- (一) 健全市場體系，增強競爭能力。措施旨在鼓勵合資格的保險公司通過改組、併購等方式提升其國際競爭力；擴大再保險市場；發展保險中介市場；以及健全市場准入及退出機制。

- (二) **深化體制改革，轉變增長方式**。目的是完善公司治理結構，特別是推進國有保險公司的改革。
- (三) **加強產品開發，拓寬服務領域**。重點是發展多樣化的保險產品，例如財產保險，健康保險及責任保險；其次是擴大保險業的服務領域，特別是高科技領域、專案融資、消費信貸及貨物運輸。
- (四) **提高資金運用水平，增強資產管理能力**。增加投資工具，研究運用衍生產品對沖風險方式。拓寬保險資金投資證券化產品的規模和品種，增加可投資的資產種類，包括不動產和風險基金。
- (五) **促進區域協調發展**。鼓勵保險業在內地中部、東北部和西部的發展。
- (六) **加強資訊化建設**。五年計劃特別提到加快電子政務建設、提高監管能力，以及建立行業資訊發佈平台。
- (七) **提高對外開放水平**。引進在健康、責任以及其他保險等方面有專長的境外保險公司。鼓勵外資在中部、東北部及西部設立經營機構。
- (八) **加強行業監管和風險管理**。包括加強政府監管以及健全保險公司內部控制體系。
- (九) **加強人才培養**。改善保險從業人員的管理和資格認證，加強對商業機密的保護。
- (十) **加強法制建設**。中國保監會計劃在“五年計劃”期間完成對《保險法》的第二次修改，並完成對健康險和責任險的立法工作。

7.10 以上十個重點補充了「十一五」規劃在深化資本市場改革方面的特定目標。除了拓寬資產種類以促進保險行業發展之外，資本市場的深化將為內地企業提供更多的融資渠道，也為內地居民提供更多的投資選擇。

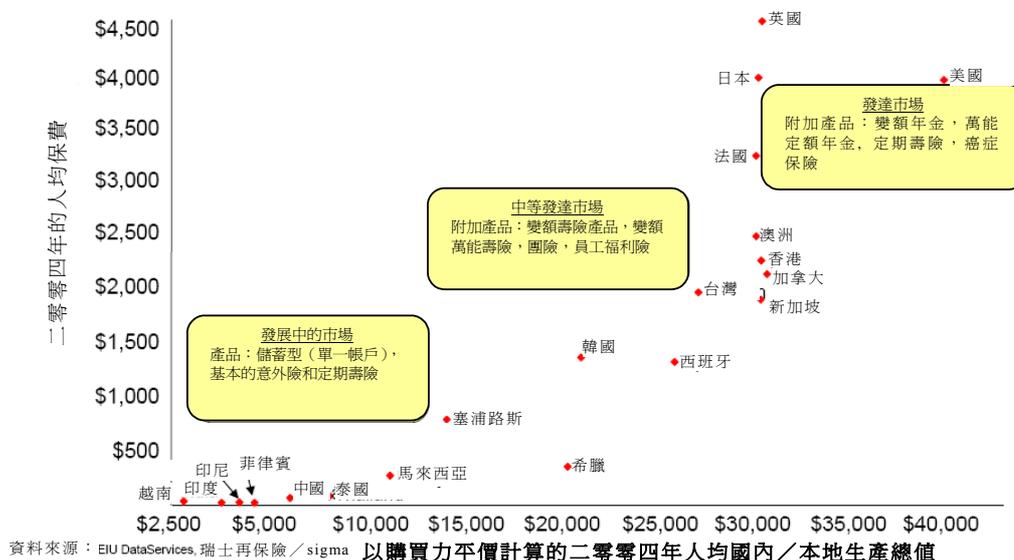
## 保險業在經濟發展中的重要性

- 7.11 研究證明保險業對經濟發展具有重要作用，「十一五」規劃中有關保險業發展的目標與此完全一致。銀行業、非銀行金融機構以及資本市場扮演著經濟體系中最重要角色之一：以最低的成本和最小程度的影響，實現資金在存款人（具有剩餘資金的經濟行為主體）和借款人（具有融資需求的經濟行為主體）之間的轉移。
- 7.12 保險公司無論在風險防範還是資本形成方面都是金融中介過程中的主要參與者。投資者將多餘的資金進行投資的原因多種多樣。他們以最能滿足他們在風險、投資回報、投資期限以及流動性方面的要求為原則來選擇投資工具和中介（如銀行、互惠基金或股票經紀）。通常，個人和機構也會購買保險，包括人壽保險和財產保險。這些保險產品中很多都是傳統的風險轉移工具，但也有類似投資相連人壽保險這樣的混合產品。
- 7.13 保險公司將保費收入投資到資本市場，便將作為風險管理及／或理財工具的保險產品轉換成了投資。這樣保險公司就擔當了在資本市場內保單持有人（一種特定類型的投資者）與借款人的中介角色。
- 7.14 實際上無論在經濟發展的任何階段，保險公司加上退休基金，在金融市場中都是中長期投資最重要的中介之一。
- 7.15 由於保險在資本市場和整體經濟體系中擔當重要角色，因此保險滲透率和收入水平之間自然存在很高的相關性。正如下圖所示，已發展經濟體系的保險市場也會非常發達，保險滲透率高，產品周全，銷售渠道也非常多元化<sup>15</sup>。

---

<sup>15</sup> 這些資料和論據摘自日內瓦有關風險和保險的文件(Geneva Papers on Risk and Insurance)：Rudolf Enz的“人均收入與保險滲透率的S曲線關係”(The S-Curve Relation Between Per Capita Income and Insurance Penetration)(二零零零年七月第25期第3號文件第396至第406頁)。

## 保險隨着收入增加而擴展



7.16 正如上圖顯示，中國獨特的“一國兩制”經濟結構使香港保險市場成熟的发展經驗與內地正處於發展中的市場需求相結合。也正是在這個方面香港能夠為規劃作出最有價值的貢獻。香港的保險公司處於一個發達的、成熟的市場環境當中，能夠將其專業經驗帶到內地以協助實現中國保監會的五年計劃所勾畫的目標。尤其重要的是，香港保險公司參與了香港特區本身保險市場從相對不發達水平邁向世界上最成熟的市場之一的轉變過程，這個經驗使香港保險公司擁有一定的行業專長和經驗，正是內地保險業實現新的五年計劃目標所迫切需要的。

7.17 中國保監會在“五年計劃”中確認，保險市場需要實現深度和高效發展，其兩個主要原因如下：

- (一) 發達的保險市場能夠擴大滿足儲蓄、風險管理以及理財需要的金融產品的範圍，從而為消費者提供更多的選擇；以及
- (二) 作為金融中介的保險公司，其發展是一個深度發展、高流動性及高效的金融市場的重要組成部分，尤其在

長期投資方面。

## 保險：風險保障

7.18 衆所周知，保險產品同時具備了提供風險管理工具以及財富保值載體的雙重功能。作為風險管理工具，保險幫助保單持有人免於財務損失，包括被保人的財產損失（財產損失）、由於傷害他人或損壞他人的財產引致的金錢索賠（責任損失）、或者由於死亡、生病、受傷、失業給個人和家庭帶來的損失（個人損失）。<sup>16</sup>

7.19 作為退休儲蓄的補充，人們投資於財產、或者從財產的所有權獲得收益；從這個意義上來說，保險由於保證未來的現金流，故而是重要的財富保值載體。例如，民用或商業物業的租金就屬於此類收入；又如，提供交通服務所獲得的收入，包括的士、小巴、貨車等，也屬於此類收入。即使財產（小車、巴士、貨車、或者物業）部分或全部毀損，保險也能確保延續此類收入和現金流。<sup>17</sup>

7.20 這些功能與「十一五」規劃緊密相關。保險保障使消費者對其現在及將來的安定生活免於突發事故的影響更有信心，從而鼓勵了私人消費。正如「十一五」規劃指出，保險公司可以投資於更多類別的資產也會相若地深化資本市場。這些發展均會提升服務行業並促進經濟均衡成長。

## 保險：資金形成

7.21 壽險與非壽險公司是世界金融市場中最重要中介之一。保險資產在工業化國家的經濟產出中所佔比例一般高於新興市場和轉型經濟。明顯地，這只是更高生活水平和保險滲透率的副產品。例如在美國，壽險與非壽險資產相當於將近 2000 年 40% 的 GDP；這一比例在日本是 69%（2001 年）；而這一比例在英國達到了驚人的 107%（2001 年）。

---

<sup>16</sup> 同樣，商界往往保障自己避免因其主要僱員死亡、身體殘障、退休或辭職而遭受損失。

<sup>17</sup> 每項財產（房地產或個人財產）都須承受損失的風險，即遭受損失的可能性。

7.22 內地的保險資產在過去的十年內一直保持了兩位數的增長。然而，投資限制仍然約束了保險業進一步為國家經濟發展作出貢獻。現在內地資金供給充足，融資成本較低，投資渠道有限。國民資產存在資金未能得到有效分配和運用的風險，或會導致國內資產價格泡沫，例如房地產投資過熱或固定資產投資增長過度等。國民資產集中在單一市場也有違於風險分散原則。中國保監會的五年計劃也認為應該改變這一情況。同樣地，不能提供外幣保險產品，使國內的保險公司不能運用外幣資金進行投資。香港由於具有保險和資金市場的經驗，完全可以在未來五年內幫助實現這些目標。

### 就香港在金融服務業上成功實施「十一五」規劃可作出之貢獻的策略建議

7.23 由於“一國兩制”的特性，中國受惠於同時擁有兩個不同的經濟體制。這點已經證明對內地沿海的製造業發展大有裨益。如今既然內地日益關注服務行業，尤其是金融服務業，香港擁有作為中國內部一個獨立的經濟體制的獨特地位，應該可以為內地的發展提供重要幫助。香港應加強與內地的合作，以尋求進一步發展保險、再保險及資產管理業。

7.24 如前所述，保險在金融行業以至於整個經濟中都扮演一個重要的角色。保險滲透率與經濟發展高度相關。香港擁有高收入及相應的高保險滲透率，因而處於一個獨特的地位，可以通過與內地分享經驗從而為「十一五」規劃成功實施作出貢獻。

7.25 專題小組有以下具體建議：

- 加強與內地在進一步發展保險、再保險及資產管理業方面的合作。(建議 F4-41(d))

以下篇幅概述了在保險（人壽保險、一般保險、醫療保險、再保險／專屬自保保險、退休金）及資產管理領域的具體建議。

## 供應方面的建議

7.26 下列建議旨在吸引國內企業在香港開展業務，從以善用香港獨有的地域／文化連系、專業技術、市場知識以及管理能力。

## 再保險／專屬自保保險

### 一. 內地的市場情況

7.27 內地的再保險業，已由國家壟斷發展至中國加入世界貿易組織的議定書所述的逐步取消強制性分保。再保險業已獲確認為國內資本市場的重要參與者，以及內地保險業重要的風險承擔者。儘管在支援內地保險公司、參與國內資本市場中扮演一個重要角色，再保險業仍然處於發展初級階段。同樣，專屬自保保險計劃在內地相對來說是尚未充分發展的專案。

### 二. 「十一五」規劃

7.28 中國保監會所表述的「十一五」規劃的目標是：

- (一) 發展內地的再保險業。
- (二) 推廣再保險公司在資本市場的活動。

### 三. 香港特區的市場經驗

7.29 一如人壽及一般保險業，香港的再保險市場競爭非常激烈，並受到金融監管機構有效監察，且與全球資本市場完全融合。隨著內地市場的持續發展，香港可盡量發揮它作為國際再保險中心的潛力，正如其他離岸中心一般（主要是百慕達島及開曼羣島，那兒設有很多再保險公司），這些離岸中心共同的特點，是為當地註冊的再保險業務提供減免稅務（介乎 0% 到 10%）和相配合的監管環境。

7.30 與再保險市場相似的是，香港的專屬自保保險市場也落後於如百慕達島、開曼羣島及新加坡等的離岸保險中心。香

港現時只有兩家註冊專屬自保保險公司，而百慕達島、開曼羣島及新加坡則分別有 1 326、737 及 57 家。這些離岸中心以減免稅務和監管的环境吸引了大量專屬自保保險公司。香港的專屬自保保險稅率與一般公司稅率類似，而新加坡則向專屬自保保險公司徵收 10% 的低稅率，因此該國的專屬自保保險公司數目從 1984 年的兩家增至目前的 57 家。新加坡近日更公佈一項為合資格專屬自保保險公司而設的 10 年免稅新計劃。如香港當局採取類似措施，可有助香港特區專屬自保保險界別的發展，而尋求這類服務的內地公司亦會因而受惠。

#### 四. 香港特區的建議

7.31 專題小組有以下具體建議：

- 詳細分析加強香港發展成為區域性專屬自保保險中心的可行措施，初期可以把已在海外股票市場上市的內地企業作為目標。（建議 F6-71）

#### 資產管理

##### 一. 內地的市場情況

7.32 相對來說，內地資產管理業仍未充分發展。截至本年初，內地股票市場連續五年下跌，而公司債券市場的發展則因招股活動不多而受阻礙。本年股票市場好轉，部分原因是內地的中資銀行同時成功在香港及上海股票市場上市，這是香港與內地藉著加強金融合作而取得成功的一個例子。擴大這類合作，會有助促進內地資產管理業的發展，以及維持香港對區內對手的競爭力。

##### 二. 「十一五」規劃

7.33 改革金融服務業，對在內地更全面發展這個服務行業及降低儲蓄率都極為重要。由於內地金融制度的投資回報較低，內地家庭用作儲蓄的收入所佔比例過大。如其他條件相同，內地家庭若能透過以較高投資回報來實現在低投資

回報環境下要以高儲蓄水平才能取得的相同的財務保障和目標，則內地家庭將可降低當前的儲蓄水平。

### 三. 香港特區的市場經驗

7.34 香港的資產管理業極具競爭力，而且與全球資本市場完全融合。同時，香港也是內地企業的理想上市地點。在股票市場方面，內地企業已直接以“H”股或所謂“紅籌”股的形式買賣，其成交額佔香港股票市場很大部分。鼓勵債券和外匯市場進行這類融合，會有助內地企業解決其企業融資需要，並可使香港維持其區域金融中心的角色。

### 四. 香港特區的建議

7.35 專題小組有以下具體建議：

- 透過鼓勵進行人民幣貿易結算及在香港設立人民幣債券市場，推廣香港成為人民幣離岸中心。（建議 F6-72）
- 透過吸引內地持牌保險公司在香港設立資產管理公司／附屬公司，以便利外幣和人民幣保險資產投資海外，作為現正進行試驗計劃的外幣產品及企業年金業務額外的投資渠道。（建議 F6-73）
- 便利以港元／美元投資作為內地保險投資方面的認可資產。（建議 F6-74）
- 便利內地企業和投資者透過“合資格境內機構投資者計劃”投資香港的認可基金。（建議 F6-75）

### 需求方面的建議

7.36 下列建議旨在協助香港就強化內地市場規範及達致「十一·五」規劃的目標作出貢獻。

### 人壽保險

#### 一. 內地的市場情況

- 7.37 內地的壽險市場是全球增長最快速的市場之一。根據瑞士再保險的保險研究報告《Sigma》，內地壽險市場在二零零五年增長了 11.8%，而全球的增長率為 3.9%，亞洲則為 3.7%。
- 7.38 不過，內地市場增長的基數很低。內地按人口平均計算的壽險保費為 30.5 美元，而全球的平均數為 299.5 美元，亞洲則為 149.6 美元。此外，壽險業的增長大部分集中在城市及沿海地區，內陸省份及農村地區業務的發展則較落後。人壽保險公司亦面臨著投資渠道狹窄及缺乏當地人才的困難。
- 7.39 儘管如此，預測內地壽險業仍將以相等於或高於國內生產總值的幅度繼續增長。這項預測背後的部分主要理據如下：
- (一) 終生社會福利制度已經廢除；
  - (二) 社會日趨富裕，人民對生活保障的重要性的意識日益提高；
  - (三) 高儲蓄率（佔國內生產總值接近 45%）將是內地的長期趨勢；
  - (四) 金融服務業的擴展不局限於市區及沿海地區；以及
  - (五) 隨著人口老化，有更多人投購人壽保險。

## 二. 「十一五」規劃

- 7.40 「十一五」規劃旨在解決日益嚴重的收入不均問題、提高消費以推動經濟增長、發展服務業、增加農民收入，以及整體促進較均衡的經濟增長。
- 7.41 內地的人壽保險業可以以下列方法協助達到規劃的目標：
- (一) 作為最基本的集資工具，人壽保險業可鞏固金融服務業長遠的健康發展。
  - (二) 人壽保險為社會提供強大的財務保障，因而有助於達到「十一五」規劃中促進消費的目的，因為內地家庭可藉著壽險對其未來安寧提供保障而減少儲蓄。

(三) 農村人壽保險市場的競爭擴大將把具競爭力的壽險市場經實踐證明的效益擴及鄉村。

### 三. 香港特區的市場經驗

- 7.42 香港已被公認為主要的國際金融中心，特別是在人壽保險方面。香港的人均壽險保費為 2,213.20 美元，在亞洲僅次於日本，在世界則排名第九。
- 7.43 與其較高的保險滲透率及密度相對應，香港提供的產品種類較多，而人壽保險的分銷渠道亦很完善。
- 7.44 香港保險市場競爭激烈，監管完善，為消費者和公司提供極佳的保障、投資產品及服務，因此本地和外國公司都爭奪這個市場的業務。人壽保險業顯然也是香港先進完備的資本市場的主要資金來源。

### 四. 香港特區的建議

- 7.45 香港的市場經驗可讓香港為內地的發展作出貢獻。專題小組有以下具體建議：
- 根據其國際經驗及透過在選定省份及／或為選定產品推行試驗計劃，香港保險公司可協助發展內地的農村人身保險。（建議 F6-76）
  - 外國人壽保險公司可參與內地的外幣人壽保險業務，以在選定城市／省份，例如廣東省的試驗計劃為先，並把在香港成立的資產管理公司或附屬公司涉及在內。（建議 F6-77）

## 一般保險

### 一. 內地的市場情況

- 7.46 與人壽保險市場一樣，內地的一般保險正迅速增長，但增長的基數很低。二零零五年，一般保險市場增長了 12.7%，而全球的增長率為 0.6%，亞洲則為 2.9%。按人口

平均計算的一般保險密度為 15.8 美元，而全球的平均數為 219.0 美元，亞洲則為 48.3 美元。

7.47 雖然一般保險市場逐漸開放，面對更多競爭，但就市場參與者、產品提供及分銷而言，業務仍相當集中。由於中國經濟與世界經濟更緊密融合，消費者對更多不同類型的一般保險產品的需求已有增加。舉例來說，在海外上市的內地企業一般都會購買董事及行政人員責任保險，而為了保障自己免受外國市場提起訴訟，內地出口商購買產品責任保險的需求也日增。

## 二. 「十一五」規劃

7.48 一如前文所述，「十一五」規劃旨在解決日益嚴重的收入不均問題、提高消費以推動經濟增長、發展服務業、增加農民收入，以及整體促進較均衡的經濟增長。

7.49 下述的一般保險業發展有助達到「十一五」規劃的目標：

- (一) 發展責任保險（安全生產及建築工程責任，以及環境污染責任），以安全及更“環保”的方式發展社會。
- (二) 設立專門的責任保險公司。
- (三) 為尋求首次公開招股的公司發展董事及行政人員責任保險。
- (四) 實施強制責任保險及劃一醫療責任保險試驗計劃，以減輕較低收入組別人士在醫療護理／殘疾護理方面的憂慮。
- (五) 推廣創新產品（例如按揭和汽車融資信貸保險），以鼓勵更多私人消費。

## 三. 香港特區的市場經驗

7.50 香港一般保險市場競爭非常激烈，監管十分完善，而本地的主要保險公司亦可與跨國的金融服務集團進行良性競爭。香港一般保險市場具備大量創新產品和風險管理訣竅。

#### 四. 香港特區的建議

7.51 香港可協助把部分專門的商業責任保險產品（例如公共建造工程、第三者責任、出口產品責任及專業責任保險）從香港引進內地市場。這個目標可透過在選定省份及／或為選定產品推行的試驗計劃達到。

7.52 專題小組有以下具體建議：

- 香港保險公司可把專門的商業責任保險產品引進內地市場。（建議 F6-78）

#### 醫療保險及退休金

##### 一. 內地的市場情況

7.53 過去 20 年，醫護市場一直是內地一系列深化改革的要點。從前工人大部分的醫護需要由國營企業照顧，但這個擔子現已日漸落在工人及其家人身上。關注健康是內地消費者維持高儲蓄率的主要原因之一。推廣醫護制度改革，對增強消費作為內地整體經濟增長的推動力，極為重要。

7.54 同樣地，退休金成為內地改革的一項重點已持續超過 20 年。未作出資金準備的退休金負債，是內地企業、省政府及中央政府關注的重要事項。對維持退休生活的關注，顯然是內地儲蓄率過高及消費率因而偏低的主要原因之一。

##### 二. 「十一五」規劃

7.55 「十一五」規劃旨在以下列方法解決醫護需要：

- (一) 發展健康保險，支援保險公司投資於醫院。
- (二) 設立專門的健康保險公司。
- (三) 加強多層次的醫療保障體系；以及
- (四) 改善全國，特別是農村地區的醫護服務。

7.56 在退休金方面「十一五」規劃的目標是：

- (一) 推廣退休金改革以減輕國家對社會保障的負擔。
- (二) 減少人民對退休保障的憂慮，從而鼓勵他們多些消費。
- (三) 設立專門的退休金保險公司。

### 三. 香港特區的市場經驗

7.57 本港的醫護制度有公共及私人兩種資助模式（例如私人醫療保險），在系統性醫療危機的應變及提供個人護理方面，一向行之有效。

7.58 香港推行強制性公積金（“強積金”），表示我們已朝著利用私人的僱主營辦退休金計劃去協助香港居民為退休作更好準備這個方向，邁出重要一步。強積金計劃是在一個自由競爭的環境下由私人所管理的，競爭可提高回報及減低成本，最終令計劃的成員得益。香港的金融服務業完善而健全，這些在審慎的監管架構下由私人所管理的退休計劃所產生出來的大量退休計劃資產，為金融市場的進一步發展加添了動力，增加了對股票、高質素債券及其他投資產品的需求，而對於信託及保管服務、投資管理和計劃行政管理人的需求亦會增加。香港強積金市場的參與者在提供產品及服務方面的表現十分卓越。

### 四. 香港特區的建議

7.59 我們可參與試驗計劃，藉此把香港的經驗帶到內地，例如准許以香港保險公司在內地的選定省市，例如廣東省，成立專門的健康保險公司，作為進一步發展的可仿照模式。

7.60 此外，內地可利用香港在退休服務方面的成功經驗，允許本港退休金服務提供機構（包括但不限於受託人、託管人、賬戶管理人和投資管理人）在內地選定省份，例如廣東省，參與提供企業年金業務予外資企業。

7.61 專題小組有以下具體建議：

- 香港保險公司可在內地成立專門的健康保險公司（包括香港公司開辦醫院／提供管理式護理／設立醫護管理機構），而香港退休金服務提供機構亦可在內地參與提供企業年金業務。（建議 F6-79）

#### 價格發現機制方面的建議

- 7.62 在香港成立專屬自保保險公司將有助內地企業走向國際市場，根據其保險需要而發展它們的定價策略的能力。
- 7.63 鑒於稅務及監管架構始終是有意進軍香港市場的專屬自保保險公司的主要考慮因素，因此，我們認為著眼點應放於找出可行的方法以收窄我們跟競爭對手之間的差距、設立有效機制以確認有潛力設立專屬自保保險公司的內地企業，以及設計一些能吸引和迎合此等企業的需要的可行措施。
- 7.64 在再保險公司方面，我們應重新再與其他司法管轄區作深入比較，檢視現存給予再保險公司的優惠，並提升其效能。在進行檢視時，必須緊記內地對再保險的需求會隨著其市場改革和開放而增加。

#### 市場基礎設施方面的建議

- 7.65 爲了令上述建議能得以落實和推行，特別是在選定省份的試驗計劃措施方面，在取得中央人民政府及內地有關部門的批准後而對規管架構及基礎設施作出改善是不可避免的。
- 7.66 香港應進一步向內地專才提供更廣泛的保險、風險管理、和精算的培訓課程與工作借調計劃。今年五月成立的瑞士保險培訓中心就是一個好的例子。從業人員對保險的知識與認知將會協助推廣保險業。
- 7.67 市場規範及營商手法最好經由同業之間的壓力及消費者的選擇而培養出來，爲此，香港應設立能舉辦內地保險代理從業人員資格考試的中心，以鼓勵及便利本地的保險從業員

在內地的保險市場發展長期事業，從而提升專業水平及客戶期望。監管當局和行業協會可就具體安排達成共識。

7.68 專題小組有以下具體建議：

- 在香港設立內地保險代理從業人員資格考試中心，並為內地專才提供更廣泛的培訓課程及工作借調計劃。  
(建議 F6-80)

附錄 7-1

保險、再保險和資產管理工作分組的成員名單		
	姓名	公司／機構
1	謝仕榮博士	美國友邦保險有限公司主席暨行政總裁 (召集人)
2	業榮達先生	宏利人壽保險(國際)有限公司主席
3	陳智思議員	亞洲金融集團總裁
4	陳健波先生	慕尼黑再保險公司香港分公司行政總裁
5	蔡中虎先生	滙豐保險集團(亞太)有限公司行政總裁
6	胡祖六博士	高盛(亞洲)有限責任公司董事總經理
7	黃王慈明女士	香港投資基金公會執行董事
8	張雲正先生	保險業監理處保險業監理專員
9	張灼華女士	證券及期貨事務監察委員會執行董事
10	彭醒棠先生	香港金融管理局副總裁
11	梁鳳儀女士	香港金融管理局助理總裁

## 第八章 結語

- 8.01 「十一五」規劃制定了一系列加快內地金融體系改革和發展的措施，以促進經濟的持續快速增長。中國的情況很特殊，在“一國兩制”的框架下，一個國家之內同時有著兩個金融體系，包括香港特區的一個具有相當規模的國際金融中心。在「十一五」規劃正逐步落實，以及香港回歸祖國10周年紀念日即將來臨之際，我們需要考慮香港今後如何更好地在國家經濟與金融發展中發揮作用。
- 8.02 專題小組成員認為，香港與內地金融體系之間應建立互補、互助與互動的合作關係，發揮各自優勢，揚長避短，實現最大的協同效應。因此，香港的金融發展策略應注重香港如何為內地金融改革與發展作出貢獻，以及如何鞏固香港作為中國的國際金融中心地位這兩個方面。
- 8.03 專題小組認為國家可以更多地利用香港的金融平台進行資金融通，以配合現時內地經濟發展中對資金融通的需要；香港也可為內地金融體制改革提供試驗場，例如人民幣資本專案下可兌換的逐步放寬。就此，專題小組在提出的香港金融發展五個策略性方向的基礎上，提出了一系列具體建議。這五個方向包括：(1)放寬香港金融中介“走進去”內地提供金融服務的限制；(2)放寬內地投資者、集資者及金融中介“走出去”的限制；(3)允許香港發行的金融工具在內地交易，特別是由內地融資者發行的金融工具；(4)加強香港金融體系處理以人民幣為貨幣單位元的交易的能力；(5)加強香港與內地金融基礎設施的聯繫。
- 8.04 專題小組認為，國家把香港建設成為一個中國自己的世界級國際金融中心有著極其重要的戰略意義。這樣的一個金融中心在金融服務和產品的規模及範圍方面應與紐約和倫敦看齊。隨著內地經濟迅速增長、資本專案開放及人民幣走向可兌換，內地的國際金融活動的規模和範圍將會迅速增加。這為中國發展自己的世界級國際金融中心提供了一個機會。但這樣的機會並不是永遠存在。面對其他國際金融中心日趨激烈的競爭，專題小組認為中央政府需要採取積極主動的政策，鼓勵內地機構更多地使用香港金融體

系來進行其國際金融活動。專題小組還認為，香港國際金融中心的發展與內地金融中心的發展並不相互排斥。事實上，兩者間的關係也應是互補、互助與互動的。

8.05 爲了達到把香港發展爲全球舉足輕重的國際金融中心，以及更能滿足內地的資金融通需要的目標，專題小組十分重視香港金融市場(包括證券市場、外匯及商品期貨交易、保險、再保險及資產管理界)的進一步發展。專題小組就透過強化供求、擴大金融服務及工具的規模和範圍、利便價格釐定，以及進一步改善市場基礎設施，以促進這些市場的發展的策略及措施提出了建議。

8.06 基於本報告中所提出的各項具體建議，專題小組草擬了一份近、中期的“行動綱領”供特區政府參考。這些建議中有許多涉及內地政策的調整和管制的放鬆，尤其是在資本專案管制與人民幣可兌換方面。進一步的改革需謹慎推進，以控制其中的風險並確保內地金融體系的穩定。因此，專題小組建議香港監管機構須與內地相關部門緊密合作、協商研究，共同制定行動方案。專題小組認為必須首先對各項改革措施的利弊、風險、以及可行性做仔細研究，在實施上要優先考慮那些有助於內地應對當前迫切需要解決的問題、或者當前較具可行性的措施。

## **建議行動綱領**

8.07 金融服務專題小組的建議“行動綱領”載於附錄 8-1。