

加強香港作為交易所買賣基金 的上市集資服務中心的地位



2015年10月

目錄

摘要	1
第一部分 引言	4
1.1 什麼是 ETF?	4
1.2 投資者收益	8
1.3 香港 ETF 市場	12
1.4 全球 ETF 市場	15
1.5 歐洲和美國 ETF 市場的成功因素分析	20
第二部分 蓬勃發展的 ETF 市場的好處	25
2.1 強化香港的市場地位	25
2.2 加強香港作為全球上市集資中心的地位	27
2.3 集聚效應	28
2.4 對沖基金使用 ETF	28
第三部分 建議方案	30
3.1 改善 ETF 的投資者教育工作	30
3.2 加強 ETF 在強制性公積金 (MPF) 平台上的使用	31
3.3 將 ETF 納入「基金互認安排」和「滬港通」計劃	33
3.4 加強 ETF 業界與證監會的溝通	33
3.5 改善 ETF 分銷方式	34
3.6 培育本地專才，把香港發展成為 ETF 生產樞紐	35
3.7 通過 ETF 跨境上市擴闊 ETF 的產品種類	35
3.8 考慮使用預托證券計劃及授予人信託安排	37
3.9 研發新的基準指數	37
3.10 改進 ETF 的分類	38
3.11 將避免雙重課稅協定 (DTA) 網絡擴展至其他地區	38
第四部分 結論	40

摘要

交易所買賣基金(「ETF」)是投資某特定資產類別(例如股票、債券或商品)的工具，雖然歷史尚短，但因買賣方便、透明度高及交易費用低，故迅速受到全球投資者追捧。香港是亞洲區的金融中心，金融基建先進，人才濟濟，條件優越，有利於 ETF 市場的蓬勃發展。此外，中國內地與香港開展跨境合作，也為兩地的 ETF 行業帶來重大商機，例如，由人民幣合格境外機構投資者在港發行，並可直接投資於中國內地股票及債券市場的 ETF 產品，便大受歡迎。

截至 2015 年 5 月，全球投資於 ETF 的資產超逾 2.9 萬億美元。截至 2014 年 6 月底，美國市場上有 1 600 隻 ETF，其資產總值已增至約 1.9 萬億美元。歐洲方面，截至 2015 年 5 月，市場上共有 2 200 隻 ETF 可供選購。綜觀全球的 ETF，雖然歐美先進市場的資產仍會佔很大比重，但未來數年亞洲料會錄得顯著增長(截至 2015 年 5 月，亞洲的 ETF 資產佔這類基金全球資產的 8%)，原因是區內投資者眾，加上經濟增長，創富速度之快，金融服務業演變之快，有目共睹¹。

1999 年，香港推出追縱恒生指數表現的盈富基金，成為亞洲(日本除外)首個 ETF 上市的市場，交投額多年來在亞洲區都高踞榜首。不過，近年東京和上海的交投總額已超越香港，香港在區內排名第三。韓國、日本及近期銳意求進的台灣都推出新產品(例如槓桿型及反向型 ETF)，各逞其能，香港的政策制訂者必須着力提升香港 ETF 平台的競爭力，否則，我們的排名會愈見落後。舉例來說，亞洲的退休儲蓄市場近年大幅增長，其他亞洲市場定會與香港一爭長短。香港也面對其他挑戰，例如缺乏有效的 ETF 分銷途徑。要克服挑戰，我們可以推陳出新，設立更多突破傳統的分銷平台，以推廣 ETF 產品。此外，我們也可以多管齊下，推動香港的 ETF 市場進一步發展：

¹ 羅兵咸永道 2015 年 1 月發表的《ETF 2020——運籌帷幄 開創新格局》

1. 改善 ETF 的投資者教育工作
2. 在強制性公積金計劃平台上推廣採用 ETF
3. 把 ETF 納入基金互認安排和滬港通計劃
4. 加強 ETF 業界與證券及期貨事務監察委員會（證監會）的溝通
5. 改變 ETF 的分銷方式
6. 培育本地專才，把香港發展成為 ETF 生產樞紐
7. 通過跨境上市擴闊 ETF 的產品種類
8. 考慮使用預託證券計劃及授予人信託安排
9. 研發新的基準指數
10. 改進 ETF 的分類
11. 把避免雙重課稅協定網絡擴展至其他地區

在多個 ETF 制度，改變監管規例、實施鼓勵政策和開發創新產品，都能大大促進 ETF 市場的發展。根據羅兵咸永道發表的《全球 ETF 調查》²，56%受訪者認為，直至目前，監管環境對 ETF 的增長及產品開發有實質助益。香港為推廣 ETF 而優化相關規例和鼓勵政策時，必須相應加強對投資者的保障，例如透過不同途徑推行公眾投資教育，增進投資者的金融知識。投資者了解 ETF 的潛在風險，又認識到箇中好處及加以善用的方法，這種投資工具便愈加廣為人所接受。香港是國際資產管理中心，也是為全球 ETF 提供上市集資服務的中心，要穩保優勢，關鍵在於積極研發創新產品之餘，也致力保障投資者利益，兩相兼顧。

此外，為利便發行人在香港推出 ETF，我們須建立公開透明、規則清晰明確的平台。香港的 ETF 認可程序如能簡化，將可吸引從業員和投資者參與其中，從而壯大這類基金的整體市場規模。

2014 年 3 月，財經事務及庫務局發表《公司型開放式基金諮詢文件》³。ETF 業界也可與監管機構和政策制訂當局緊密合作，協力開展以其他法律架構成立 ETF 的初步研究。

² 羅兵咸永道在二零一四年九月發表的《全球交易所買賣基金調查》。

³ http://www.gov.hk/tc/theme/bf/consultation/pdf/ofc_c.pdf

香港是全球最大的離岸人民幣業務樞紐，優勢顯見，可以吸引更多以人民幣計價的 ETF 來港上市。截至 2015 年 6 月底，本港的人民幣存款總額達 9,929 億元人民幣⁴。香港不但擁有中國內地以外最大的人民幣資金池，而且是最具規模的離岸人民幣融資中心，在港發行的人民幣債券、在港進行的人民幣借貸業務和上市的人民幣證券產品，不計其數。香港在離岸人民幣業務上穩佔先機，應善用優勢，再上層樓，鞏固我們領先的國際金融中心地位。

目前，香港金融服務業聘用逾 23 萬人，當中以高學歷和高技術人士為主，具有專上教育程度的人員佔 67%，相對高於整體經濟的 35%⁵。聘用專業人才研發創新產品，並以具效益的方式在港分銷 ETF，不但有助促進就業，而且可確立香港知識型經濟體的地位。

⁴ <http://www.hkma.gov.hk/chi/key-information/press-releases/2015/20150731-6.shtml>

⁵ 金融發展局第 13 號文件《發展香港金融服務業人力資源》(2015 年 1 月)。

第一部分 引言

1.1 什麼是 ETF ？

定義

ETF 是被動型管理的開放式上市基金。所有在香港聯合交易所有限公司（「聯交所」）證券市場上市的 ETF 均由證監會授權為集體投資計劃。

ETF 用於追蹤指數或基準的業績（如商品價格），投資者可以有效並符合成本效益地廣泛參與各類市場。和其他上市證券一樣，投資者可以經由經紀商在證券市場交易時間的任何時段內買入或賣出 ETF 產品。表 1 載列在香港上市的 ETF 產品的典型結構。

ETF 大致可以分為以下兩大類：

1. 實物資產 ETF

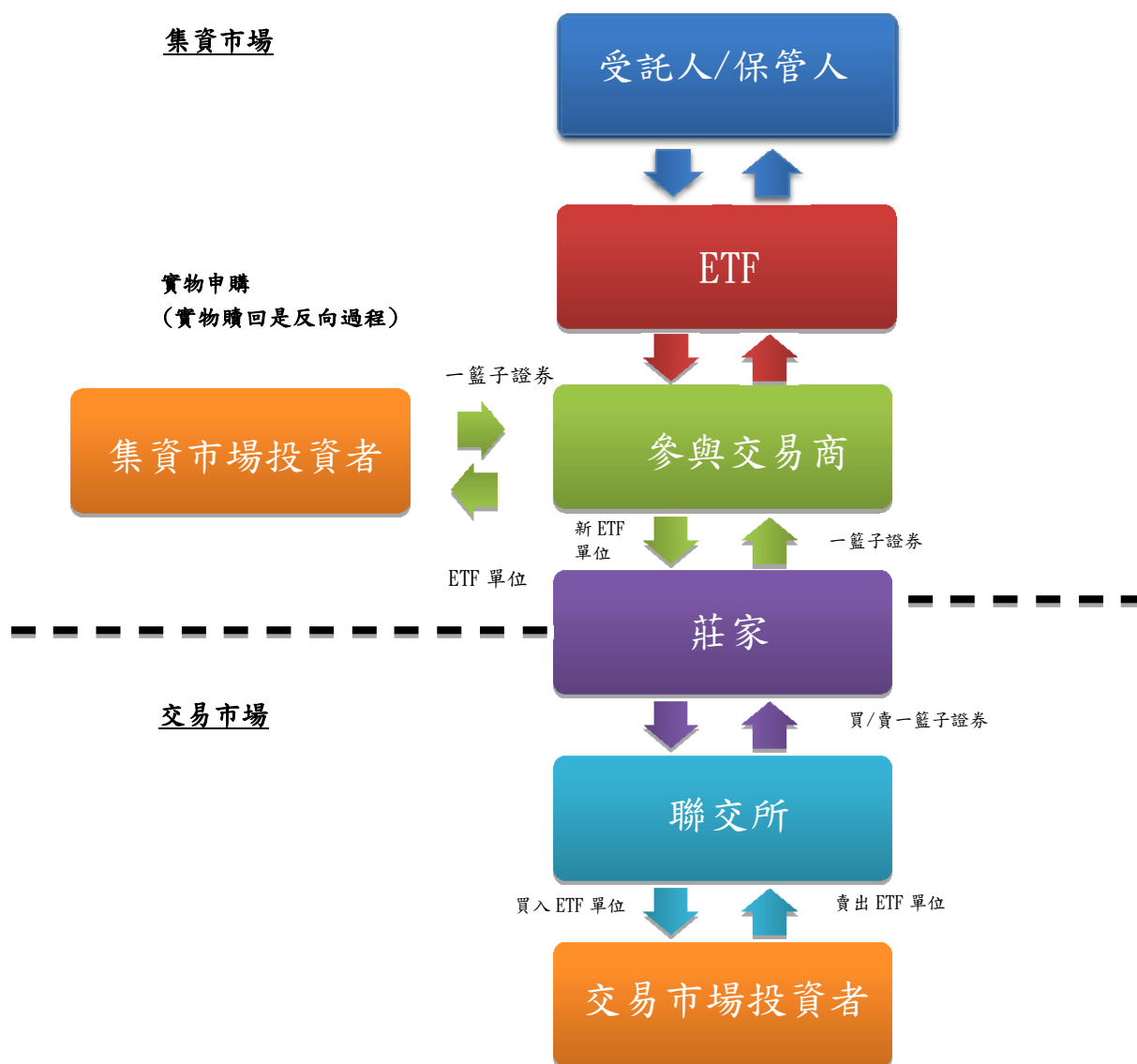
許多實物資產 ETF 直接購買或持有複製其基準的組成和比重所需的資產（如：股票指數成分股）。然而，部分 ETF 會利用具代表性的樣本來購買需要複製其基準一定比例的資產，或購買與相關基準有高度相關性的資產。

有些追蹤股票指數的實物資產 ETF 也可能局部投資於期貨及期權合約。部分實物資產 ETF 會採取另一種策略，即把自己持有的股份外借。

2. 合成 ETF

合成 ETF 不直接購買其指數或基準相關的資產。這類 ETF 通常會通過購入金融衍生品工具（如掉期、票據）來複製相關指數或基準的業績。合成 ETF 須持有抵押品，以此限制衍生品的對手風險（關於對手的淨風險和總風險、抵押品的類型和組成等詳細情況在 ETF 相關網頁上公布）。合成 ETF 的抵押水平應至少相等於該 ETF 的總風險限制的 100%。

表 1: 香港典型的 ETF 結構



ETF 管理人

ETF 管理人負責倉位操作，持續監控 ETF 的投資組合。ETF 管理人代表 ETF 賬戶進行買賣，需要嚴格遵守 ETF 憲章文件的各項條款，在其職權範圍內簽署各項協議，包括買入／賣出協定、融資交易、股票借出安排及交易協議等。

在香港工作的 ETF 管理人須得到證監會發牌方可在《證券及期貨條例》的規定下從事第九類受規管活動(資產管理)。

受託人／保管人

受託人／保管人負責妥善保管 ETF 資產，每日對 ETF 產品和其投資組合進行管理。不過，受託人／保管人可以指定任何人（包含關連人士）成為 ETF 資產的保管人或代理人。受託人／保管人在遴選、任命和管理人員時，必須具備合理水平的技能、謹慎和勤勉行事；在任命期間，須確保該人士滿足為 ETF 產品提供保管服務的持續合適性要求，同時還需要充分考慮該人士所任其職的市場情況。

交易商

交易商是獲授權新增和贖回 ETF 權益（單位或份額）的機構。交易商屬從事第一類受規管活動——證券交易的持牌人，並是中央結算及交收系統（「CCASS」）參與者或其代理。一般情況下，只有交易商可以構建或贖回 ETF 單位。扼要來說，交易商透過直接在集資市場認購 ETF 產品，新增 ETF 單位。交易商通常通過如下方式新增單位：與 ETF

管理人交換「一籃子」證券（稱作「實物轉換」）、與單位等值的現金或以上兩種方式的組合。交易商可以以自身賬戶的名義，或是客戶代表的名義進行現金或實物組合的新增和贖回。

莊家

莊家是獲准在聯交所交易市場上為 ETF 單位或份額作價的經紀或交易員。莊家的責任包括：當聯交所 ETF 市場買入賣出價存在較大價差時，向潛在賣方報買入價，向潛在買方報賣出價。莊家在符合聯交所作價規定的前提下，通過在交易市場提供所需的流動性，提高 ETF 單位的交易效率。

聯交所

聯交所為 ETF 買方和賣方之間進行交易提供了便利，為 ETF 交易提供市場。大多數個人投資者在聯交所交易市場上交易 ETF。聯交所提供上市 ETF 產品的實時交易訊息，有利於價格發現。聯交所為 ETF 產品的交易和結算提供基礎設施和電子交易系統，同時對 ETF 產品莊家進行有效管理。

中央結算及交收系統

CCASS 是香港的結算及交收系統，向參與方提供證券的賬面結算，採用「無需付款」或「貨銀對付」的方式進行交收。只有已經在聯交所上市或即將上市的 ETF 單位才是合資格的證券，可以在 CCASS 進行結算。

Hong Kong Conversion Agency Services Limited (「HKCAS」) 是香港中央結算有限公司的全資附屬公司，可以作為服務代理人，使不包括聯交所成分股的追蹤指數 ETF，可以賬面形式於 CCASS 存入/提出 ETF 單位。針對包含大多數聯交所上市成分股的 ETF 追蹤指數，HKCAS 也擔任轉換代理商角色。

1.2 投資者收益

基準追蹤

ETF 作為被動型管理基金，以盡可能接近的追蹤 ETF 業績為基準目標。「追蹤差異」量度既定時間內 ETF 資產淨值 (「NAV」) 和基準指數之間的總收益差。「追蹤誤差」則是量度風險的方法，即在既定時間內 ETF 和基準指數之間的總收益差是否保持一致。兩者之間的區別是，追蹤差異反映了跑贏或跑輸基準指數的程度，而追蹤誤差是反映絕對數值的變化，只能顯示波動程度，並不反映追蹤差異的方向。

ETF 會盡可能反映相關資產的業績，但有時也會出現一只基金以相關的持倉的溢價或折讓進行交易的現象。當 ETF 產品的價格偏離了相關持倉資產淨值，就有可能出現溢價或折讓的情況。

當 ETF 產品的交易價格低於資產淨值時，ETF 產品處於「折讓」，即以低於持倉總價值進行交易。如果 ETF 產品的交易價格高於資產淨值，那麼 ETF 產品處於「溢價」，即以高於持倉

總價值進行交易。

套戥活動不僅要對股票的多餘供應和需求進行有效配對，還要消除基於資產淨值有大幅溢價或折讓而進行的交易。這有助於交易所上市的 ETF 股票和 ETF 產品資產淨值之間更接近的追蹤。

雖然追蹤誤差可量度 ETF 投資組合和它所追蹤的指數之間的一致性，但在交易市場上交易的 ETF 價格仍有可能偏離 ETF 產品的資產淨值，出現溢價或折讓現象。

透明度

每只 ETF 均有其管理人營運的專設網站，提供相關基準及成份股主要資訊，例如每只 ETF 產品的資產淨值、交易對手風險和對手所提供的抵押品等。ETF 資產淨值計算是：將所持有個別組合的市值加起來，再加所持現金或等同現金的資產的部分及減除所有 ETF 產品應計支出。ETF 產品的資產淨值會在交易時段內和收市時進行即日計算。即日資產淨值（iNAVs）又稱相關組合參考價值或最優組合參考價值。收市時的資產淨值載於 ETF 網站或香港交易所「披露易」網站。ETF 的實時或延時報價由資訊供應商及香港交易所網站發布。

交易費用低

與許多在香港的非上市基金不同，ETF 產品不收取任何認購費用。在聯交所買賣 ETF 與買賣其他證券的費用相同，包括經紀佣金、交易徵費、投資者賠償徵費（目前暫停徵收）、交易費

和交易稅。香港上市 ETF 產品的管理費每年大約 0.05%至 0.99%。管理費和其他相關費用直接從 ETF 資產淨值中扣除，大約 0.13%至 4.59%。

最小投資額低

ETF 產品的交易單位是一手，最低初始投資額一般設於大眾可以負擔的水平。

具流動性

ETF 可以在證券市場的交易時段內買賣。上市 ETF 產品通常設有莊家以提供流動性。莊家的主要角色是報價和問價，增強 ETF 單位的流動性，允許投資者在交易時段內進行交易。在缺乏活躍的買方和賣方的情況下，流動性較差的 ETF 的交投會受限，莊家的服務就變得尤其重要。對交投活躍的 ETF 產品來說，如果有大量問價，莊家也可以進一步增強其流動性。聯交所規定莊家作價的範圍和價差，以履行它們對在聯交所上市的每一個 ETF 產品的作價責任。

大部分個人投資者在交易市場進行交易。交易流動性是指投資者通過經紀而看到「屏幕上」的流動性（如成交量和價差）。交易流動性主要由交易的 ETF 單位的成交額決定。然而，ETF 產品有一個關鍵特徵，就是單位的供應是十分靈活的，單位可以在 ETF 資產淨額上進行「新增」或「贖回」，以此抵消需求的變化。集資流動性與新增或贖回 ETF 單位的效率有關。集資市場的流動性和交易市場的流動性是互不相關的。集資和交易市場流動性的決定因素也各有不同。在交易市場上，流動性一般反映交易的 ETF 單位的成交額；而在集資市場上，流動性則

反映 ETF 相關資產的成交額。

買賣方便

買賣 ETF 通過經紀進行，交易和結算方式與買賣其他證券無異。

ETF 產品使個人投資者可以符合成本效益地建立多樣化的投資組合，個人投資者只需承擔單筆交易風險，就可以獲得其所需的指數、商品、股票或債券部分。投資者可以投資一個追蹤相關指數市場業績的指數 ETF。一些 ETF 產品還提供一系列按地區、行業、投資風格、主題分類的股票交易機會，可以接觸到國際和新興市場。投資者可以通過考慮行業、評級和債券期限來擴大投資選項。

對機構投資者來說，ETF 產品不再只是一個出於現金證券化目的而獲得特定資產類型的有效工具，ETF 的使用還包括流動性管理、資產類別風險管理和組合構建。

在交易市場上，投資者會互相議價，或與莊家議價，以買賣現存供應的 ETF 單位。相反，在集資市場上，投資者可以通過清倉一籃子單位（「贖回」單位），或是新增一籃子單位（「新增」單位），利用交易商來改變 ETF 單位的供應。

多元化

大部分 ETF 產品會追蹤跨越各個行業和地區的資產組合，可以在特定市場主題上提供多樣化風險選擇。譬如，可以進一步把所有股票 ETF 分成全球股票 ETF、地區性股票 ETF、國家 ETF

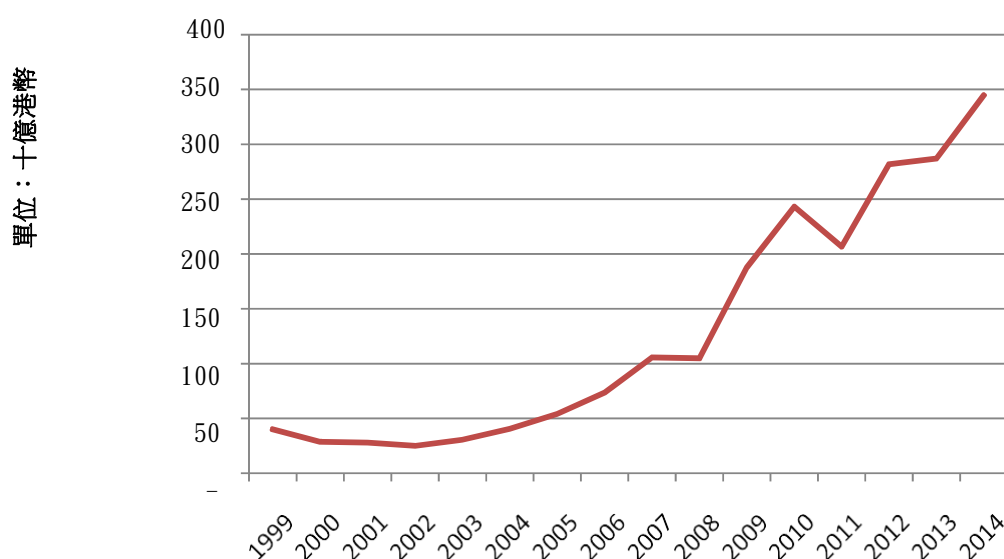
或行業 ETF。追蹤主要市場指數的股票 ETF 之外，還有覆蓋其他資產類型（譬如債券和商品）的 ETF。

ETF 可以讓投資者以合理的價格買入一組證券組合，所以對投資者，尤其是個人投資者來說，是一個方便有用的投資工具，以此建立一個風險分散的平衡的投資組合。

1.3 香港 ETF 市場

根據香港交易所的數據，截止 2015 年 9 月，共有 131 只 ETF 產品在香港上市，總市值為 3,400 億港幣（見表 2 和表 3）。有 25 家 ETF 發行商提供的 ETF 產品追蹤了一百多個不同的基準，另有 34 家指定莊家提供流動性。

表 2: 香港 ETF 市場的市值 (1999-2014) *



* SDPR Gold Trust 的市值不包括在內，因為它在多個交易平台均有上市。

資料來源：香港交易及結算所有限公司

表 3: 聯交所上市的 ETF 市值和交易額

基準	數目	市值 (百萬港元)	佔比 %	每月交易額 (百萬港元)	佔比 %
RQFII A 股	16	55,462	16.3%	73,139	40.4%
合成 A 股	24	76,925	22.6%	70,227	38.8%
香港股票	20	147,420	43.4%	36,674	20.3%
亞太股票	43	12,980	3.8%	402	0.2%
其他股票	8	13,071	3.8%	121	0.1%
債券及貨幣	9	32,918	9.7%	202	0.1%
商品	6	1,004	0.3%	163	0.1%
總計	126	339,779	100.0%	180,929	100.0%

* SDPR Gold Trust 的市值不包括在內，因為它在多個交易平台均有上市。

資料來源：香港交易及結算所有限公司 2015 年 3 月發佈的 *ETF Market Perspective* (《ETF 市場展望》)

在過去的 15 年間，香港 ETF 市場蓬勃發展，目前已有 131 只上市 ETF 產品（截止 2015 年 3 月），覆蓋了一系列本地和海外市場，涉及眾多資產類型，佔現金市場交易額 8%。在歐洲和美國，現金股票交易額分別大約佔總額的 10% 和 25%⁶。香港擁有較為集中的 ETF 市場，大部分資金都投入到某幾只 ETF 產品上。根據香港交易的數據，2015 年 3 月，交易額最多的前五只 ETF 的交易額佔日均交易額 95% 以上。這五只 ETF 產品分別是 iShares 安碩富時 A50 中國指數 ETF、南方富時中國 A50 ETF、盈富基金、恒生 H 股指數上市基金（追蹤香港上市的大陸公司）和華夏滬深 300 指數 ETF。其中，僅 iShares 安碩富時 A50 中國指數 ETF 一家就佔交易額的近 40%（見表 4）。

⁶ 德意志銀行，European Weekly ETF Market Review (2015 年 4 月)

表 4: 交易額排名前五的香港上市 ETF

排位	股票代號	ETF 名稱	交易額 (百萬港幣)	佔 ETF 交易額 百分比*
1	2823	iShares 安碩富時 A50 中國指數 ETF	67,497	37.3%
2	2822/82822	南方富時中國 A50 ETF	62,312	34.4%
3	2800	盈富基金	21,035	11.6%
4	2828	恒生 H 股	15,198	8.4%
5	3188/83188	華夏滬深 300 指數 ETF	10,234	5.7%

* SDPR Gold Trust 的市值不包括在內，因為它在多個交易平台均有上市。

資料來源：香港交易及結算所有限公司

同時，根據香港交易所的數據，截止 2015 年 3 月，市值排名前五的 ETF 佔據了超過 70% 的資產（見表 5）。就市值來說，盈富基金、iShares 安碩富時 A50 中國指數 ETF 和南方富時中國 A50 ETF 分別位列第一、二、四名，追蹤香港股市兩個主要恒生基準 ETF 位列第三和第五。

表 5: 市值排名前五的香港上市 ETF

排位	股票代號	ETF 名稱	市值 (百萬港幣)	佔所有 ETF 市值 百分比
1	2800	盈富基金	66,362	19.5%
2	2823	iShares 安碩富時 A50 中國指數 ETF	65,622	19.3%
3	2833	恒生指數	43,754	12.9%
4	2822/82822	南方富時中國 A50 ETF	34,905	10.3%
5	2828	恒生 H 股	30,534	9.0%

資料來源：香港交易及結算所有限公司，2015 年 3 月

換言之，除了針對內地 A 股或香港上市股票（不包括 ABF 泛亞債券 ETF，因為它是由地區政府支持的特殊產品）的 ETF 產品，香港市場仍然缺乏較大規模的 ETF 產品。另外，雖然匯豐銀行倚重內地和香港市場，但它也於 2014 年將 4 只以大中華為

主題的 ETF 產品退市。

目前各大 ETF 供應商所推出的 ETF 產品之所以成功，很大可能是因為它們較早進入市場。一份與此相關的調查顯示，主要的 ETF 供應商很少在香港以外的市場發展 ETF。該調查指出，最重要的原因就是香港分銷 ETF 產品比較困難。

總的來說，香港大多數個人投資者並不了解 ETF 可有助分散投資及降低風險。諸如認股權證和牛熊證的個別股票和衍生品因着更高的波動性，反而更受個人投資者歡迎。另外，ETF 產品的流動性和透明度也是個人投資者十分關心的問題。

1.4 全球 ETF 市場

有史以來第一只 ETF 產品是多倫多指數參與基金（Toronto Index Participation Fund，簡稱「TIP 35」），於 1990 年在加拿大上市。美國 ETF 市場此後佔據領先地位，管理資產總值（「AUM」）排名第一。第一只在美國上市的 ETF 是 SPDR S&P 500 ETF，於 1993 年在紐約股票交易所上市。亞洲（除日本）市場也相應緊隨，盈富基金於 1999 年在香港上市。2000 年，iShares STOXX Europe 50 UCITS ETF 和 iShares Euro Stoxx 50 UCITS ETF 在歐洲上市（見表 6）。

全球 ETF 市場在過去 25 年間發展迅速，超過 20 個國家都對 ETF 的監管進行了立法。在亞洲，第一只 ETF 於 1995 年在日本上市，第二只於 1999 年在香港上市，第三只於 2001 年在新加坡上市。現在，包括中國內地、韓國、台灣、泰國、馬來西亞在內的許多亞洲地方都建立了自己的 ETF 市場，政府對此大力

支持。

表 6: ETF 發展歷史

時間	事件
1990	世界上第一只 ETF——多倫多指數參與基金上市
1993	SPDR S&P 500 ETF 首次在美國上市
1995	Nikkei 300 股票指數基金成為第一只在日本上市的 ETF
1999	盈富基金在香港上市
2000	iShares Stoxx Europe 50 UCITS ETF 和 iShares Euro Stoxx 50 UCITS ETF 成功發行，ETF 首次在歐洲上市
2001	四只 ETF 首次在新加坡交易所發行
2004	China 50 ETF 由華廈發行，是首只在內地發行的 ETF

全球 ETF 資產

ETF 保持穩定的增長。2013 年，全球 ETF 資產總額達 2.3 萬億美元，在現金流入和資產價格上漲的共同作用下，錄得 28.2% 的按年增長。表 7 和表 8 列出在各個地區和不同資產項目中全球 ETF 資產增長率。

表 7: 2008–2013 年間各地區 ETF 資產增長率

	全球		美國		歐洲		亞太		其餘地區	
	AUM (十億美元)	增長	AUM (十億美元)	增長	AUM (十億美元)	增長	AUM (十億美元)	增長	AUM (十億美元)	增長
2013	2253.8	28.2%	1614.4	33.0%	396.6	18.6%	167.4	23.8%	75.4	2.3%
2012	1757.4	29.8%	1214.2	29.3%	334.3	23.8%	135.2	49.1%	73.7	36.0%
2011	1354.3	3.1%	939.3	5.1%	270.1	-4.8%	90.7	6.8%	54.2	5.0%
2010	1313.4	26.2%	893.3	26.5%	283.6	25.0%	84.9	30.4%	51.6	21.1%
2009	1040.9	42.9%	706.3	36.8%	226.9	64.8%	65.1	22.6%	42.6	100.0%
2008	728.4		516.3		137.7		53.1		21.3	
	平均增長	25.3%	平均增長	25.6%	平均增長	23.6%	平均增長	25.8%	平均增長	28.8%

資料來源：香港證監會《Asset Management: Looking Forward》（《資產管理：未來展望》）；德意志銀行《ETF 年度回顧&展望——見證 2014 年 3 美元資產里程碑》（《ETF Annual Review & Outlook- Eyeing \$3 Assets Milestone in 2014》）

表 8：2013 年全球 ETF 不同地區和不同資產類型資產增長率構成

	全球			美國			歐洲			亞太			其餘地區		
	增長	\$資金流	%	增長	\$資金流	%	增長	\$資金流	%	增長	\$資金流	%	增長	\$資金流	%
股票	36.7%	17.7%	19.0%	41.8%	21.2%	20.6%	28.6%	8.9%	19.7%	24.7%	11.6%	13.1%	6.1%	7.2%	-1.1%
定息	3.7%	6.8%	-3.1%	-0.3%	3.8%	-4.1%	16.9%	15.1%	1.8%	26.9%	23.7%	3.2%	-0.8%	9.8%	-10.6%
商品	-40.7%	-19.3%	-21.4%	不適用	不適用	不適用	-42.0%	-19.3%	-22.7%	-20.5%	0.7%	-21.2%	-44.7%	-36.5%	-8.2%
貨幣	41.9%	48.1%	-6.2%	56.3%	64.9%	-8.6%	-69.8%	-72.1%	2.3%	49.0%	49.4%	-0.4%	232.9%	244.0%	-11.1%
多數資產	56.7%	50.2%	6.5%	62.9%	55.5%	7.4%	34.6%	23.4%	11.2%	42.1%	47.2%	-5.1%	30.9%	30.3%	0.6%
另類投資	27.7%	22.5%	5.2%	85.8%	71.6%	14.2%	0.1%	-8.8%	8.9%	-23.5%	64.4%	-87.9%	82.9%	335.5%	-252.6%
合計	28.2%	14.7%	13.5%	32.9%	17.6%	15.3%	18.7%	7.2%	11.5%	23.8%	12.0%	11.8%	2.3%	6.2%	-3.9%

資料來源：香港證監會《Asset Management: Looking Forward》（《資產管理：未來展望》）；德意志銀行《ETF 年度回顧&展望——見證 2014 年 3 美元資產里程碑》（《ETF Annual Review & Outlook- Eyeing \$3 Assets Milestone in 2014》）

大部分 ETF 產品都是在主要發達市場上市和交易的，這些市場對海外資金流都是開放的。跨境資金流對 ETF 市場的發展和成功相當重要。表 9 列出 2013 年按 ETF 交易額排名前八的交易所（單位是十億美元）。

表 9：2013 年按 ETF 交易額排名前八的交易所（單位：十億美元）

排名	交易所	成交額(十億美元)		ETF 上市數目	
		2013	截至 2014 年 9 月	截至 2014 年 9 月	年內變動
1	納斯達克 OMX	6,696	5,050	142	+20
2	紐約證交所 Euronext(美國)	3,589	2,098	1,481	+74
3	倫敦證交所	258	209	736	+8
4	日本交易所集團	237	200	181	+12
5	南韓交易所	179	123	166	+20
6	德意志交易所	163	130	1,029	0
7	香港聯交所	116	84	121	+5
8	上海證交所	109	74	59	+12

資料來源：香港證監會《Asset Management: Looking Forward》（《資產管理：未來展望》），世界交易所聯盟、倫敦股票交易所和香港證監會

值得一提的是，ETF 產品在歐洲和美國已經成為非常成功的投資工具。單看美國，其 ETF 資產佔全球總量的 70%以上。儘管美國市場的按年增長率可能會相比於十年平均增長率的 25%有所放緩，但預計依然會達到 15%，而目前市場仍遠未達到飽和狀態（見表 11）。另外，在美國進行 ETF 投資的很多基金來自

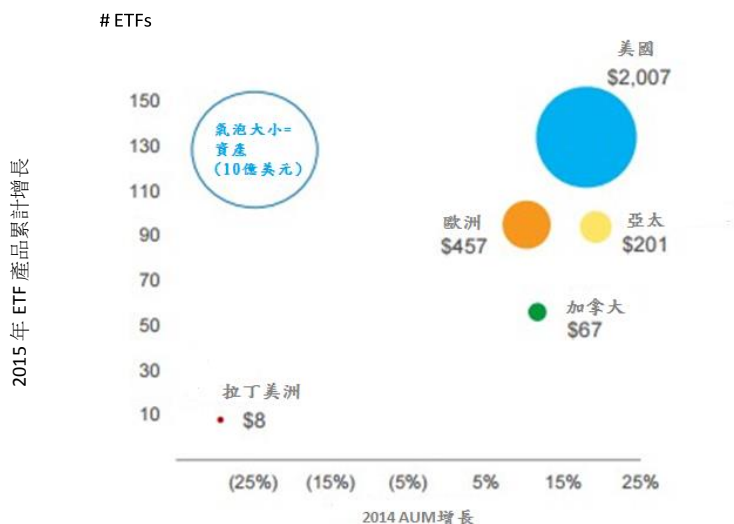
於歐洲、亞洲（包括香港）和其他地區。

表 10: 不同上市地區的 ETF 產品概覽

上市地區	淨現金流(10 億美元)		2015 年 3 月 資產 (10 億美元)	資產市場 佔比	產品 數目
	2015 年 3 月	2015 年目前為止			
美國	26.8	56.3	2097.3	71.5	1,688
歐洲	7.6	34.2	494.0	16.8	2,269
加拿大	2.1	3.7	65.8	2.2	362
拉丁美洲	(0.3)	(0.2)	7.1	0.2	47
亞太	(0.1)	3.2	214.5	7.3	753
中東及非洲	不適用	不適用	53.9	1.8	378
全球合計	36.1	97.2	2,932.6	100.0	5,497

資料來源：ETF Landscape - Monthly Industry Highlights (Blackrock ETF 概覽——每月行業亮點) (2015 年 3 月)

表 11: 資產增長率和 ETF 數量



資料來源：ETF Landscape - Monthly Industry Highlights (Blackrock ETF 概覽——每月行業亮點) (2015 年 3 月)

與美國不同的是，許多發展中國家的 ETF 市場才剛剛起步。亞太地區的增長率名列世界第一，預計資產將以每年 20%-30% 的速度進行增長。即使如此，亞太地區市場高度分散，各地區存在顯著差異。日本的管理資產總值位居亞洲第一，2015 年 4 月

達 1,110 億美元（見表 12）。除日本外，亞洲 ETF 市場的資產管理總額從 2007 年的 270 億美元增長到 2014 年的 2,011 億美元。日本是亞洲最大且最成熟的市場，香港一直作為亞洲最大的離岸投資中心，而南韓國內 ETF 市場極具創造力，槓桿產品甚受歡迎。亞洲地區其他市場依然處於初始發展階段，業內同行也有一定的合作，強化投資者對 ETF 產品的認識。

表 12: 亞太地區 ETF 市場排名

交易額

	交易所	2015 累計交易額 (單位百萬美元)
1	東京	111,630
2	上海	111,378
3	香港	68,934
4	深圳	37,703
5	南韓	35,933
6	台灣	7,862
7	澳洲	2,906
8	新加坡	606
9	印度 (NSE)	538
10	印度 (BSE)	78

資料來源：國際證券交易所聯會
(2015 年 3 月底)

管理資產總值

	交易所	AUM (單位百萬美元)
1	日本	110,579
2	香港	45,709
3	中國內地	38,160
4	南韓	19,078
5	澳洲	8,562
6	台灣	5,107
7	印度	2,419
8	新加坡	1,730
9	新西蘭	318
10	馬來西亞	296

資料來源：德意志銀行，彭博資訊，路透社，
(2015 年 4 月)

另外，歐洲 ETF 行業則在某程度上綜合了美國和亞洲的特點，預計以每年 15%到 20%的速度增長。在很多方面，尤其是機構方面，歐洲市場和美國市場同樣成熟。儘管它滿足了成熟市場的某些標準，但和美國市場相比，還是較為分散。同時，個人投資者佔比非常低（美國個人投資者和機構投資者之比約為 5:5，而歐洲僅為 2:8）。未來，歐洲 ETF 會逐漸縮小差距，吸引更多的個人投資者入市。

雖然 ETF 在全球各地的資產管理行業佔據領先地位，但需要指出的是，跨境資金流扮演的角色不容小覷。同時，每個市場也顯然在跟隨自己獨有的發展路向。不過，有一點卻是普遍適用的，那就是，ETF 的持續成長離不開基礎設施和適當的環境支持。

1.5 歐洲和美國 ETF 市場的成功因素分析

ETF 基金在歐洲和美國發展較為成功，原因可以總結如下：

收取顧問費模式的發展

收取顧問費模式將理財顧問和投資者的利益掛鉤，讓投資者充分了解各類基金／ETF 產品的風險，從中選擇符合自己整體投資需要的類型。收取顧問費模式是根據總資產管理規模（而非佣金）對顧問進行補償，使客戶和顧問開始留意諸如 ETF 的低成本產品。除此之外，金融危機後，世界各地的監管機構都加強了與投資相關的費用的審查。在英國和澳洲等市場，價格監管驅使向收取顧問費模式的轉型。在美國，關於限制 12b-1 費

用⁷的提案為 ETF 產品和傳統非上市基金進一步提供了公平的競爭環境。限制互惠基金分銷費意味著，用於推廣傳統基金的資金將減少，從而為 ETF 的發展提供有利條件。

監管方面強調透明度

所有跡象顯示，監管機構會繼續要求基金經理披露更多資料，尤其是與定價相關的資料。ETF 相比其他資產管理產品，提供相對簡單的定價結構，所以就透明度而言比傳統基金更有優勢。

投資者意識不斷提升

儘管投資者、理財顧問和機構對 ETF 產品的了解和投入不多，ETF 仍然取得顯著的發展，表明 ETF 產品擁有巨大的發展潛力。根據一份由麥肯錫發佈名為 The Second Act Begins for ETFs（《ETF 產品發展第二步》）的報告，大約 15% 的機構投資者稱他們不太熟悉 ETF 產品，或根本就沒有使用過 ETF 產品。另外有 35% 的機構投資者稱他們熟悉 ETF 產品，但並未持有或使用過 ETF。40% 負責個人投資者的理財顧問也持有同樣的看法。當更多人所熟知的基金進入主動或被動型 ETF 市場時，投資者對 ETF 產品的認知度將會進一步提高，同時也會更多的使用它。ETF 發行人也積極開展內容營銷，以期加強投資者對 ETF 產品的了解。

近年來，在美國和歐洲，媒體和監管方都開始關注「隱藏指數者（closet indexer）」——即按照指數或基準複製並儘量跑

⁷ 12b-1 費，也可稱為分銷費，是互惠基金年度營運費的一部分，可以將其當作支付與銷售相關的費用（如補貼投資專家）的一種方式。

贏該指數的基金經理。例如，如果一個基金經理擁有和標普 500 一樣的持倉，即與標普 500 同漲同跌，那麼他就可以被稱作是一個隱藏指數者。問題就是這種非常普通的投資組合往往收取較高的管理費。隨著對「隱藏指數基金」的了解加深，越來越多投資者將會把資金從主動式基金轉移到 ETF 產品上。

機構對 ETF 產品的關注度不斷增強

儘管對沖基金和貨幣基金對 ETF 進行研究和投資已經有一段時間，機構投資者（例如：界定利益計劃、界定供款計劃、養老金計劃保薦人、捐贈基金和其他基金會）才開始對 ETF 表示興趣。ETF 產品為機構帶來的好處包括在變更基金管理人或決定如何安排現金部署時（如現金證券化），可以輕易維持基準風險。更為重要的是，ETF 產品與甚受機構投資者歡迎的「核心衛星」投資策略相當配合。大型機構也可以借助自身能力通過 ETF 借貸創造額外收益，節約成本。細觀過往的發展，以下四個因素將會對 ETF 未來的環境產生巨大影響：（i）競爭日趨激烈的被動型投資市場；（ii）活躍 ETF 產品數量的增長；（iii）市場全球化；及（iv）新競爭模式的出現。

第二部分 蓬勃發展的 ETF 市場的好處

香港金融結構成熟，人才濟濟，足以支持 ETF 市場蓬勃發展。作為亞洲最有發展潛力的 ETF 市場之一，香港可以以下好處：

1. 強化香港作為亞洲金融中心和資本市場中心的地位；
2. 通過成為中國內地和海外發行人上市選擇地，吸引國際機構投資者，以此加強香港作為全球集資中心的地位；
3. 通過集聚效應，吸引 ETF 分析師和全球 ETF 人才到香港發展。這將進一步拓寬 ETF 分析師的廣度和深度，提高從業員水平，加強公司治理；
4. ETF 頻繁使用資本市場，會進一步深化香港的資本市場，市場參與者會引進更創新的集資方式；
5. 對香港投資民眾來說，提供了多元投資選擇。

2.1 強化香港的市場地位

全球金融危機後，全球資產管理行業錄得穩定的增長階段。2013 年，全球 AUM 達到 68.7 萬億美元。亞太地區 AUM 達到 10.6 萬億美元，其中 42% 來自亞洲地區（不包括澳洲和日本），數額為 4.4 萬億美元。雖然亞洲地區的 AUM 規模不大，但自 2008 年起，保持著 16% 的按年增長，高於其他地區。表 13 列出全球金融危機後全球及地區 AUM 的增長趨勢。

表 13：2008 至 2013 年管理資產總值總額和增長率

	全球		北美		拉丁美洲		歐洲		中東及非洲		澳洲及日本		亞洲 (不包括澳洲及日本)	
	AUM (萬億 美元)	增長	AUM (萬億 美元)	增長	AUM (萬億 美元)	增長	AUM (萬億 美元)	增長	AUM (萬億 美元)	增長	AUM (萬億 美元)	增長	AUM (萬億 美元)	增長
2013	68.7	12.8%	34.0	15.6%	1.7	13.3%	19.3	7.2%	1.4	16.7%	6.2	19.2%	4.4	15.8%
2012	60.9	6.8%	29.4	6.1%	1.5	15.4%	18.0	11.1%	1.2	9.1%	5.2	-11.9%	3.8	18.8%
2011	57.0	1.1%	27.7	0.4%	1.3	0.0%	16.2	-3.0%	1.1	10.0%	5.9	11.3%	3.2	10.3%
2010	56.4	7.6%	27.6	8.2%	1.3	18.2%	16.7	7.1%	1.0	0.0%	5.3	1.9%	2.9	11.5%
2009	52.4	12.7%	25.5	13.3%	1.1	22.2%	15.6	10.6%	1.0	25.0%	5.2	8.3%	2.6	23.8%
2008	46.5		22.5		0.9		14.1		0.8		4.8		2.1	
	平均 增長	8.1%	平均 增長	8.6%	平均 增長	13.6%	平均 增長	6.5%	平均 增長	11.8%	平均 增長	5.3%	平均 增長	15.9%

資料來源：香港證監會，《Asset Management: Looking Forward》（《資產管理：展望未來》），波士頓諮詢公司，《Global Asset Management Report》（2011-2014）（《全球資產管理報告》），香港證監會

創造 ETF 產品的原意是使投資者能符合成本效益地投資於交易所上市的指數追蹤工具並享有流動性及透明度。此後，ETF 產品吸引個人和機構投資者的投資，尤其是了解資產配置和知曉被動型投資優勢的投資者。

養老基金有望成為 ETF 的最大資金來源。亞洲人口佔全球人口 60%，在未來幾十年裡，亞洲養老基金的增長將會非常迅速。預計 2006 至 2015 年間，亞洲養老基金將會翻一番，達到 2.4 萬億美元（見表 14），到 2030 年，將進一步增長至 4.3 萬億美元。其中，市場份額增長最顯著的將會是中國內地、南韓和印度。

表 14：2006 年至 2015 年亞洲養老基金資產預計增長

國家／地區	資產		佔亞洲總資產的比重	
	2006	2015	2006	2015
中國內地	\$890 億元	\$5,810 億元	8%	25%
香港	\$600 億元	\$1,420 億元	5%	6%
印度	\$570 億元	\$2,270 億元	5%	10%
日本	\$7,890 億元	\$8,620 億元	69%	36%
新加坡	\$920 億元	\$1,550 億元	8%	7%
南韓	\$450 億元	\$2,860 億元	4%	12%
台灣	\$60 億元	\$520 億元	1%	2%
泰國	\$130 億元	\$660 億元	1%	3%
總計	\$11,510 億元	\$23,710 億元	100%	100%

資料來源：FSDC Research Paper No. 4: 《Developing Hong Kong as a Capital Formation Centre for Real Estate Investment Trust》（4 號研究報告：《將香港發展成房地產投資信託的資本集資服務中心》）

除了亞洲養老基金的增長外，該行業還面臨著投資策略的根本性變化。傳統上，亞洲養老基金的資產分配主要集中於區內定息資產，但這些基金逐漸建立起投資組合，透過低成本工具（如：定息 ETF，甚或股票 ETF）靈活便捷地分散投資，形成龐大的環球資產。

2.2 加強香港作為全球上市集資中心的地位

雖然截止 2015 年 9 月，共有 131 只 ETF 在香港上市，但僅有數只 ETF 吸引到自投資者的大額投資。大部分資產被投資於與內地相關的 ETF 產品上，尤其是 A 股 ETF。ETF 作為吸引外資的潛在工具，相對被忽視。

目前，全球有超過 3,000 億美元的資產被投資於 ETF 產品，其中不乏亞洲資產，然而，當中大多數的 ETF 產品都在美國上市。如果香港能將其他地區的投資吸引到香港的上市 ETF 產品上，將會帶來顯著的增長機會。為此，香港需要為 ETF 投資者提供最理想的監管環境。

2.3 集聚效應

隨著越來越多的 ETF 產品在香港上市，就需要越來越多的投資分析師和 ETF 專家來處理相關業務。經紀服務業也會因股票市場交易份額的增長而受益不少。

資產管理市場亦會繼續發展，來滿足增長的投資需求。基金經理在管理另類投資產品方面的能力和技能也會不斷增強，向公眾提供的投資產品類別得以拓寬。

擴大的 ETF 市場還可以增加一系列專業行業的諮詢工作量。對律師、會計師、受託人和保管人服務的需求亦會上升。

目前，只有數只 ETF 被 ETF 相關衍生品發行人用作相關資產。對 ETF 產品需求的增加會為香港帶來更多的認股權證、牛熊證和股票相關的產品，進一步促進香港資本市場的發展。

2.4 對沖基金使用 ETF

傳統上，對沖基金一般視 ETF 產品為對沖工具而非方向性投資工具。其中的原因包括：費用低、交易便捷、（某程度上）有稅務優惠，而投資表現也不俗。在美國，不超過 10% 的主動型基金經理會跑贏標普 500 指數。僅通過購買股票、債券和商品

不足以增加超額回報。隨著對沖基金對於投資 ETF 產品越見熟悉及適應，ETF 作為一種投資工具已經從策略性配置演化成核心配置，而且越來越多會被用作風險管理和平衡投資組合用途。

第三部分 建議方案

3.1 改善 ETF 的投資者教育工作

美國和歐洲市場在過去兩年表現不俗，但是在聯交所上市而又投資於美國或歐洲市場的 ETF 產品的使用量並沒有增加。目前，只有兩只證監會授權的 ETF 投資於歐洲或美國市場。許多投資者，尤其是個人投資者，並沒有意識到自己可以通過 ETF 產品投資於這兩個市場。因此，想要讓香港投資者了解投資海外股票 ETF 產品是一個可行的選擇，最重要的就是要加強投資者對於 ETF 產品的認識。

以下是一個介紹 ETF 的實用網站 — 「Understand ETFs」，由美國 ETF 供應商委託創立，用以教育投資者 ETF 相關的內容。網址如下：

<http://www.understandetfs.org/about.html>（只供英文版）

投資者教育是香港 ETF 發展的重要環節。在香港投資者/理財顧問中，使用 ETF 產品作為低成本的方法，實施策略性資產配置，並不廣為人知。商業發展的前提是要有需求。因此，確保投資者意識到投資 ETF 產品的好處和需求是相當重要的。ETF 也可作為分散風險至不同股票產品的工具，達至長期投資或策略投資目的（如：投資在專門地區於某一行業、國家、或地區的 ETF），ETF 這方面的好處應受推廣。我們建議 ETF 發行人、分銷商、證監會、聯交所以及政府共同努力，一起加強投資者對 ETF 產品的認識。

投資者教育對 ETF 的發展和創新非常重要。成功的 ETF 公司持續投放大量時間和資源來教育內部的銷售部、市場部、法規部及財務部人員，讓他們理解產品的主要特性。同時，這些公司還會投放大量時間和資源來教育投資者和潛在投資者，讓他們明白如何使用 ETF 產品。同時，獲得來自 ETF 服務供應商和第三方專業人士的大力支持也是非常重要。在獲授權參與商、交易所、服務供應商和 ETF 保薦人之間建立高效便捷的交易結算程序亦可提高 ETF 交易過程的效率和方便度。

3.2 加強 ETF 在強制性公積金 (MPF) 平台上的使用

格林威治聯合公司 (Greenwich Associates) 的調查發現，美國市場上大約三份一的大型公共界定利益養老基金 (AUM 至少達 50 億美元) 和大約 25% 的大型商業界定利益基金的投資組合中包含 ETF 產品。在歐洲，大約 28% 的公共及商業養老基金使用 ETF 產品，其中商業類佔 19%。大部分養老基金的用家會將投資組合的 1% 到 10% 投資於 ETF 產品，大約 20% 的養老基金會將投資組合的 11% 到 25% 投資於 ETF 產品。

ETF 產品最初以策略性工具的模式加入機構投資組合，而現在許多機構 (包括養老金) 都表示會開始恆常使用 ETF 產品，其中的原因包括獲得長期風險敞口以及實施投資策略。例如，根據格林威治聯合公司的調查，歐洲養老基金平均持有 ETF 產品的時間大約是 19 個月。

同時，安永會計師事務所⁸在 2012 年 11 月發佈關於 MPF 行政成本的報告顯示，和澳洲、智利、墨西哥、美國等地的國際養

⁸ 安永會計師事務所，Managing the changing landscape of retirement savings
[http://www.mpfa.org.hk/eng/information_centre/publications/research_reports/files/MPF%20Consultancy%20Study%20Report\(Eng\).pdf](http://www.mpfa.org.hk/eng/information_centre/publications/research_reports/files/MPF%20Consultancy%20Study%20Report(Eng).pdf) (只供英文版)。

老系統相比，香港的 MPF 系統費用和行政成本都是最高的。其中一個主要原因是香港 MPF 平台在行政過程不夠自動化和電腦化，以致成本高漲。

使用線上方法讓會員登記和供款，以及電子支付等行政過程的成本及失誤率降低。另外，通過直接的流程和數據程序標準化，在線平台也可降低成本。

同時，有關當局正努力降低向 MPF 成員徵收的總基金支出率。強制性公積金管理局（「積金局」）在一次公眾諮詢中建議引入「核心基金」，供所有 MPF 成員選擇。諮詢建議獲得廣泛支持，並最早將於 2016 年生效。「核心基金」擁有相對簡單的投資組合，收費率最高為 0.75%。

我們相信，電子平台的實施，加上「核心基金」選項的引進，將可以大大推動 ETF 在 MPF 平台上的使用。該平台結構簡單，符合監管機構降低香港 MPF 系統基金支出率的意向。

截止 2015 年 9 月 23 日，有 117 只 ETF 獲准成為「緊貼指數集體投資計劃」（「ITCIS」），其中 35 只在聯交所上市，其餘 82 只在海外上市⁹。然而，行業調查所得，不到 10% 的 MPF 資產被投資於核准 ITCIS 上。核准 ITCIS 的 ETF 資產也傾向偏重原屬國，大部分投資都集中於香港股票市場。

為了增加 ETF 的使用，並如上文所述加強 MPF 平台基礎設施的便捷性，ETF 行內普遍認為積金局將放鬆其有關在聯交所上市 ETF 的使用的相關指引。因為各種限制，許多原本有可能成為

⁹ 核准 ITCIS 一覽表：
http://www.mpfa.org.hk/tch/information_centre/useful_lists/index_tracking_collective_investment_schemes/itlist.do

ITCIS 的低成本 ETF 目前仍被排除在外。我們認為，積金局應就放寬現存準則持開放態度，以使有關養老金系統使用 ETF 的準則能與國際標準接軌。我們希望香港的 MPF 平台即將就會有更多元化的低成本產品，供 MPF 成員和供應商使用。

3.3 將 ETF 納入「基金互認安排」和「滬港通」計劃

許多 ETF 發行人都同意，將 ETF 包含在「內地與香港基金互認安排」可促進在香港上市的 ETF 的發展。如果將 ETF 包含在「滬港通」項目的「南向」投資，作為可投資債券，ETF 的發展速度會更甚。我們相信，當內地投資者可以輕易地通過香港的 ETF 參與國際市場，來自內地的資金首先會令香港上市的 ETF 受益。這將會提高流動性及 AUM，兩者正是 ETF 發展的關鍵。缺乏分銷渠道是現存的一大挑戰，而亞洲地區基金護照也可大大影響 ETF 的成功發展。

如果將 ETF 包含在「滬港通」項目中，我們預計大批內地投資者將湧入香港市場，投資在香港上市的 ETF 產品（因為目前內地投資者不准直接投資海外的 ETF 產品）。這些資金將為在香港上市的 ETF 帶來巨大機遇。

從中國內地的角度出發，「滬港通」項目會吸引大量海外資金經由香港平台廣泛投資於在上海證券交易所和深圳證券交易所上市的中國主題 ETF。因此，「滬港通」項目將會使內地和香港實現共贏。

3.4 加強 ETF 業界與證監會的溝通

為確保香港成為上市 ETF 產品的區域和國際集資中心，向證監會提出的核准申請和向聯交所提交的上市申請都應該要有效及

適時處理，對投資者的保障也應不被損害。

ETF 行業正確理解證監會核准過程和監管要求，可促進 ETF 上市，並推動創新。

ETF 本質上是低成本的投資產品，ETF 製造商一直致力於降低總開支。因此，核准過程效率的提高也會節約成本，鼓勵 ETF 管理人創造出更多新型的 ETF 產品。

我們鼓勵 ETF 行業證監會坦誠並恆常交流，確保香港 ETF 市場的蓬勃發展。據我們所知，證監會現正革新核准過程，簡化某些類型的申請流程，也將繼續和 ETF 行業保持交流。

3.5 改善 ETF 分銷方式

如上文所述，我們相信分銷是其中一個可以改變 ETF 行業的因素。目前，大多數中介人和分銷商受佣金驅使。ETF 的費用比較低，因此，ETF 很難向分銷商給予折扣/回佣。美國採取收取顧問費模式，顧問會大量使用 ETF 作為低成本投資品來豐富客戶的投資組合，因此和其他國家相比，美國個人投資者參與度較高。個人投資者可以把 ETF 當作一種成本較低的策略性資產配置方式。但是在香港及亞洲的個人市場中，這情況並不常見。

數年來，財富經理和產品分銷商一直向基金經理施加壓力，想要獲取更多收益。目前，大多數 ETF 產品並不會向分銷渠道支付費用，ETF 由允許基金經理「免費」分銷及避免出現因分銷產生的費用。儘管現階段這種免費的模式相當吸引，但是它會影響 ETF 在整個市場上的長遠發展。財富經理現在也開始思考這對其營運模式的威脅，並想從 ETF 管理人的收入中分一杯羹

。在自由經濟的世界裡，我們認為財富經理最終很可能會成功地從 ETF 管理人處分得收益，而這也將可能改善現存的 ETF 分銷網。

3.6 培育本地專才，把香港發展成為 ETF 生產樞紐

要將香港發展成世界領先的 ETF 市場，僅僅通過鼓勵海外 ETF 在香港跨境上市並不足夠。分銷對香港 ETF 發展重要的同時，本地發行人也要開發創新的 ETF 產品，吸引內地和海外的投資者。然而，目前香港 ETF 市場缺乏基礎設施培育人才，以跟香港的國際資產經理競爭。126 只在香港上市的 ETF 中，只有 12 只由本地發行人管理（這些發行人不屬於任何海外或內地資產經理）。監管機構應考慮鼓勵香港本地資產經理投放資源，推動它們的 ETF 業務，同時為本地和海外投資者創造出創新的產品。

3.7 通過 ETF 跨境上市擴闊 ETF 的產品種類

來自海外市場的跨境上市 ETF 是擴大香港 ETF 市場的方法之一。對 ETF 發行人來說，基於籌集足夠資金和建立龐大 AUM 的困難，專門為香港市場建立和發行 ETF 產品似乎沒有太大的商業吸引力。ETF 行業相信，內地和香港的基金互認安排將會增強香港作為 ETF 平台的吸引力。

借助現有成功的 ETF 的全球 AUM 和品牌，跨境上市有望成為一種將新 ETF 產品引進香港的便捷、高效、經濟的方式。值得一提的是，ETF 跨境上市在歐洲很常見。

目前，126 只香港上市 ETF 中，只有 36 只來自海外跨境上市，其中規模最大的是 db X-trackers 盧森堡 UCITS 系列。歐盟

的可轉讓證券集體投資計劃（UCITS）要進行跨境上市並無太大限制。跨境上市面臨的主要挑戰是：ETF 必須同時滿足所屬司法權區和香港的規定。證監會於 2007 年 3 月發佈有關處理 UCITS 申請簡化程序的通告。為了進一步推動 UCITS ETF 跨境上市，證監會可考慮和愛爾蘭及盧森堡的監管機構合作，放寬雙重合規要求。

顯然證監會在《單位信託及互惠基金守則》中允許 ETF 跨境上市，但到目前為止，證監會仍未正式宣佈認可任何「可接受的 ETF 管理體制」以簡化跨境上市程序。好的一面是，香港證監會和澳洲、台灣、馬來西亞和中國內地已經簽訂覆蓋 ETF 產品的基金互認安排協議。

另外，香港允許證券借出（許多海外 ETF 產品的常見做法）。證監會最近刊發的「常見問題」就證券借出提供指引，訂明借出水平維持在 30%或以下是可以接受的。

為支持 ETF 產品在聯交所跨境上市，證監會應與海外證券業監管機構（而非海外交易所）就監管和合規標準簽訂諒解備忘錄。同時，還需要香港中央結算有限公司和相關的海外結算所進行有效的結算和交收往來。ETF 發行人也需要在香港搭建價值鏈，迅速提供所需服務。在跨境上市 ETF 真正帶來各種好處之前，香港需要先克服大量的操作和結構問題。

總括而言，目前香港跨境上市的 ETF 是證監會和相關海外監管機構付出大量努力克服困難的成果。持續投入大量精力的同時，證監會亦需確保投資者的保障和市場的廉潔穩健不受損害。

3.8 考慮使用預托證券計劃及授予人信託安排

香港和日本、新加坡等亞洲競爭對手一樣，允許跨境上市 ETF 的原始招股說明書中連同本地書套一併使用。海外 ETF 的相關文件在作出某些特定修改時，都持續需要獲取香港證監會的批准。

有些海外市場（例如：日本、墨西哥、巴西和智利）採用預託證券計劃，以協助海外 ETF 在當地進行跨境上市。國家和國家之間的互認安排需要翻譯國內監管規定，並將規定逐條對比，以確保其和香港相同。這做法窒礙來自小型市場的 ETF 在香港嘗試進行跨境上市。

授予人信託安排一些沒有基金經理的美國大型 ETF 會採用的法律結構而言，在現行體制下，如果一家香港持牌公司願意承擔與持牌基金經理類似的額外責任，就可以進行跨境上市，因為在這種情況下，證監會可以跟該位負責 ETF 的受規管人士聯絡。據我們所知，證監會願意按個別情況考慮美國授予人信託安排的跨境上市。然而，一些業內人士觀察到，要使跨境上市的授予人信託安排具有商業吸引力，則需先解決預扣稅問題。

3.9 研發新的基準指數

雖然主要的指數提供商已經提供了覆蓋大多數市場、行業、主題的指數產品，但 ETF 供應商應說服知名的指數提供商在發現市場和需求的情況下研發新指數。據觀察，市場上現時可供選擇的 ETF 十分有限，主要原因是缺乏需求及證監會的審批程序十分嚴格。

另一方面，美國的證券交易委員會去年夏天批准了一項規則，允許資產經理在沒有指數公司參與的前提下，構建自己的指數。這政策會對指數牌照費構成壓力，並降低投資者成本，從而推動 ETF 市場的發展。我們注意到，《單位信託守則》允許經理構建自己的指數；然而，所有的指數都須滿足《單位信託守則》的各項要求，其中包括妥善管理潛在利益衝突、經理具備足夠的能力，以及擁有所需的專業知識和技術資源。我們相信，證監會將會繼續和 ETF 行業就這一方面保持溝通。

3.10 改進 ETF 的分類

我們相信，投資於 ETF 的保險公司應可以把投資 ETF 等同於投資 ETF 持有的相關資產。譬如，債券 ETF 應當和債券（而非股票）歸類在一起。美國保險監督協會（The National Association of Insurance Commissioners）針對 ETF 的法定會計處理作了類似的變更，標誌着保險公司對 ETF 的興趣日益增加。如果將債券 ETF 當作股票對待，從風險為本的資本角度而言，會帶來負面影響，窒礙保險公司投資債券 ETF。

3.11 將避免雙重課稅協定（DTA）網絡擴展至其他地區

分銷的稅務效率和稅務處理會影響投資產品的收益。目前，香港已和約 30 個國家/地區達成 DTA。相比於其他司法權區，香港的 DTA 網絡相對較小。香港應當加快和其他國家/地區進行協商，簽訂 DTA。

雖然香港的 DTA 網絡相比於其他主要金融中心不算大，但是，香港政府正努力改善，目前已經簽署或商討中的 DTA 數目持續上升。為便利在香港上市的 ETF 產品，香港政府需要就其有意商討 DTA 的司法權區，訂定策略或訂立更清晰的優先次序。

除了與其他國家/地區積極協商、加快 DTA 簽訂外，香港亦應確保 DTA 條款充分反映政府的策略和政策。

例如，為便利在香港上市的 ETF，香港政府可以考慮優先和世界上擁有大型股票交易所（按市值）的國家/地區開展/協商/簽訂 DTA。然而，我們也明白，DTA 是雙向協定，很大程度上也取決於對象國/地區的意向。

第四部分 結論

ETF 讓投資者以便捷的方式獲取包含股票、債券或商品的投資組合。ETF 相比非上市基金成本更低，流動性更強，價格更透明。創新型 ETF 可讓投資組合以較低風險的方式包含反向或槓桿的產品。整體來說，ETF 是有效的投資工具，世界各地的投資者，無論是個人投資者或是機構投資者，都對 ETF 充滿信心，積極參與投資。

香港的 ETF 市場在過去 15 年發展成功。目前，香港有超過 100 只 ETF 上市產品，覆蓋了一系列本地和海外各類相關資產，佔聯交所現償市場成交額的 8%。然而，最近海外領先的 ETF 市場開始提供更加廣泛的 ETF 產品，改善自身的 ETF 平台。在亞洲，日本和上海引進了許多創新產品，取代香港的領先地位。香港應按照投資者需求設計新產品。羅兵咸永道 2015 年有關 ETF 的調查顯示¹⁰，46%受訪者認為新型指數（同時也稱作「Smart Beta」）是重要的創新領域，34%受訪者認為主動型 ETF 是重要的創新領域。

市場普遍希望香港的 ETF 市場基礎有所擴展，而香港仍有機會重奪在亞洲的領先地位。香港在內地和香港的金融合作，以及內地的資本市場改革中擔當獨特的角色。如果擁有合適的投資產品，香港可以通過吸引和保留內地投資活動來獲得更多的 ETF 佔比。隨著 ETF 制度的優化，香港有能力提高自身地位，成為亞洲領先的 ETF 樞紐。

¹⁰ 羅兵咸永道在 2014 年 9 月發表的《全球交易所買賣基金調查》。

關於香港金融發展局

香港金融發展局於二零一三年一月由特區政府宣布成立，為高層和跨界別的平台，就如何推動香港金融業的更大發展及金融產業策略性發展路向，徵詢業界並向政府提出建議。金融發展局會集中研究如何進一步發展香港金融業，促進金融業多元化，提升香港國際金融中心在國家和地區中的地位和作用，並背靠國家優勢、把握環球機遇，以鞏固本港的競爭力。

聯絡我們

電郵：enquiry@fsdc.org.hk

電話：(852) 2493 1313

網頁：www.fsd.org.hk