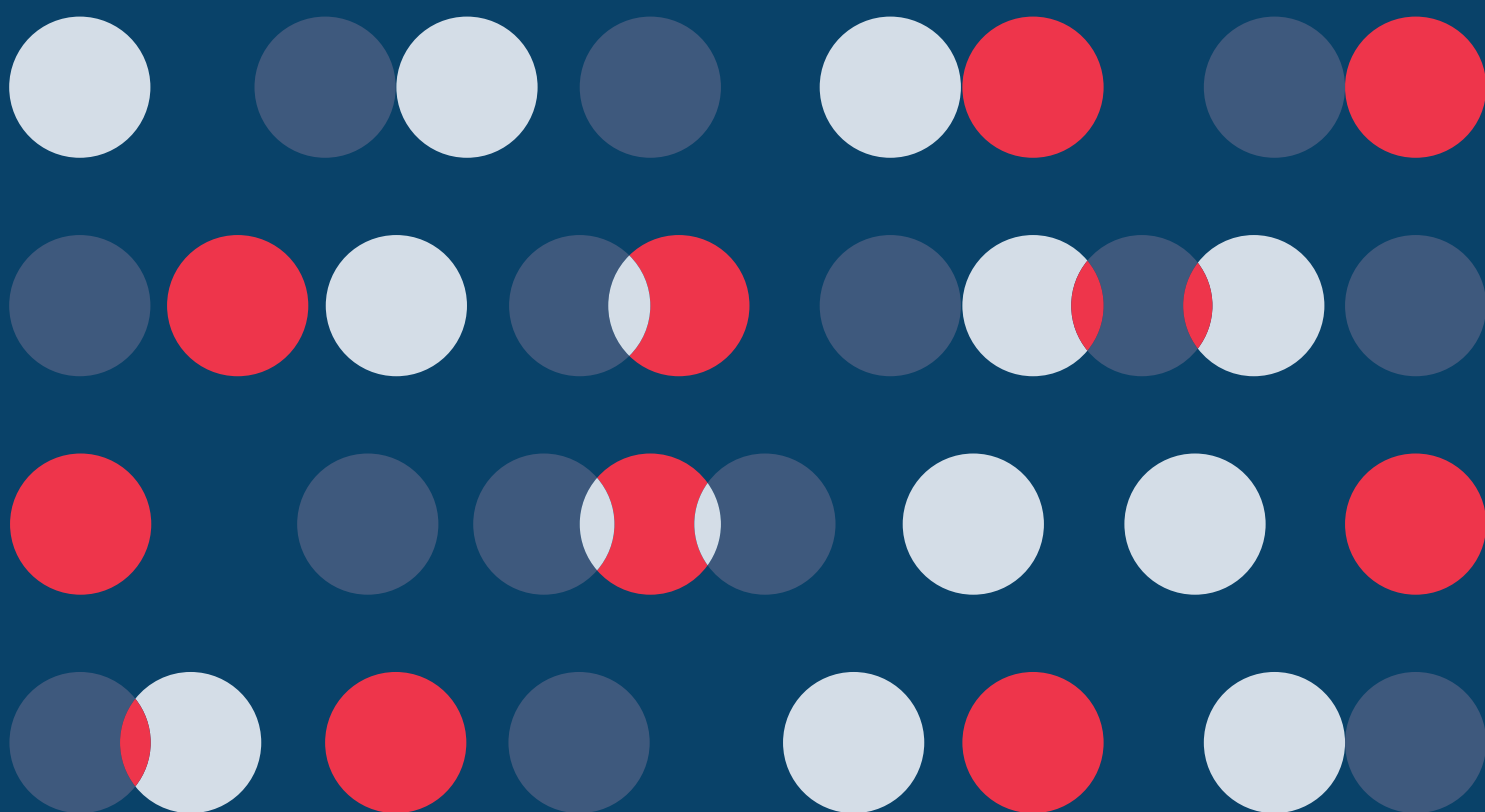


2019年9月

研究報告

香港ETF市場作為通向環球投資的門戶



目錄

頁數

摘要	1
1. 交易所買賣基金吸引全球投資者	2
1.1 為何 ETF 比互惠基金受歡迎？	2
1.2 全球與區內 ETF 市場概覽	3
1.3 最新的產品發展支持 ETF 市場增長	6
2. 內地及香港 ETF 市場發展可互為補足	9
2.1 內地投資者對產品多樣化的需求殷切	9
2.2 香港 ETF 市場作為全球投資的平台	13
2.3 內地及香港 ETF 市場的互補性質	15
3. 香港作為亞太區 ETF 發行及買賣樞紐的優勢	16
3.1 發行商在香港發行 ETF 的考慮事項	16
3.2 支持香港 ETF 流動性的因素	17
4. 總結	19
附錄：內地 ETF 及 LOF 與香港 ETF 的比較	20

摘要

交易所買賣基金 (ETF) 在全球市場愈來愈受歡迎。ETF 產品比傳統互惠基金更具成本效益、更方便和透明度更高，所以全球 ETF 產品的數目和資產管理規模均迅速增長。隨之而來的是，ETF 產品愈見創新和多元化，以及定息 ETF 愈來愈普及。在歐美的 ETF 市場繼續增長之際，亞太區市場 ETF 的增長勢頭亦不遑多讓。香港一直是亞太地區領先的 ETF 市場之一，而內地則在投資者愈來愈接受被動式投資的情況下，其 ETF 市場近年亦見大幅增長，並成為亞太區第二大的 ETF 市場。

至於被動式投資，內地投資者現時只可投資內地上市的 ETF，當中大部份是追蹤內地各式各樣指數的股本證券 ETF。另外，貨幣市場 ETF 也因收益率比存款息率高而很受歡迎。除了 ETF，上市開放式基金 (LOF，交易買賣像 ETF) 帶來主動型回報，是個方便投資者的選擇。不過，內地追蹤環球股市指數的 ETF 和 LOF 於一級市場作贖回時，收取現金的時間往往滯後。再說，內地上市的基金只以人民幣買賣。所以，內地投資者為了作全球資產配置和涉足國際貨幣投資而希望參與香港 ETF 市場的潛在需求是可以預見的。

香港 ETF 市場可說是通向環球投資的門戶，提供涵蓋環球市場多元化資產類別的產品，還有能支持市場流動性的成熟機構投資者基礎。透過這個市場，投資者可投資於全球大部分的股票市場，包括港股、內地 A 股、亞太區及其他海外地區的股票等；還有世界各地市場的定息及貨幣，以及大宗商品等資產類別。此外，這市場中不少環球指數 ETF 均有多種交易貨幣選擇 (包括港元、人民幣及/或美元)，切合環球投資者的各式需要。香港 ETF 投資者還可享市場深厚的流動性、稅款偏低以及相關風險管理工具配套齊備等好處。另一方面，對發行商來說，香港 ETF 市場也別具吸引力，包括相對便利市場的監管環境、廣闊的環球機構投資者基礎，還有有效的莊家機制，可確保二級市場的流動性，並且有助一級市場的套戥活動。再者，在香港發行 ETF 還享有地利 — 發行商可以「在亞洲市場買賣亞洲產品」，為旗下亞洲產品在標的物的相關市場對沖風險。

香港具備優勢擔當亞洲的 ETF 發行及交易樞紐這個角色。香港的 ETF 市場除了能夠滿足環球投資者的需要外，還能切合內地投資者的潛在需求。目前內地 ETF 市場的機構投資者參與度偏低，不足以支持一級市場交易，而且內地 ETF 市場所提供的環球資產類別有限。香港 ETF 市場則不論在產品或投資者方面都多樣化，對投資 ETF 興趣日增的內地投資者會有一定吸引力。另一方面，內地 ETF 市場追蹤許多不同的內地資產，香港市場的環球投資者亦當感興趣。若然內地與香港的 ETF 市場能夠聯通起來¹，將可令兩邊的 ETF 一級和二級市場投資者結構較為平衡，ETF 產品選擇也更多樣化。所以，內地與香港的市場互聯互通若可再進一步，擴大至包括 ETF 的範疇，定將有利兩邊市場相互增長發展。

¹ 有待監管當局批准。

1. 交易所買賣基金吸引全球投資者

交易所買賣基金(ETF)是追蹤相關資產表現的開放式基金²，買賣方式一如股票。全球首隻 ETF 在 1990 年於加拿大推出，追蹤基準股票指數。之後，美國 (1993 年)³、日本 (1995 年)、香港 (1999 年) 及歐洲 (2000 年) 亦相繼推出 ETF，環球 ETF 市場隨之大幅增長。全球市場上市買賣的 ETF 數目與日俱增，相關資產已由股票擴展至債券、大宗商品及一籃子資產等其他資產類別。亞洲市場近年的增長速度尤為顯著。

香港一直是亞洲領先的 ETF 市場之一，在 1999 年已經推出追蹤恒生指數 (恒指) 的盈富基金，成為亞太區 (日本除外) 之內最先發行及買賣 ETF 的市場。香港亦是全球首個地區推出以內地相關資產或人民幣資產為標的的 ETF，包括首隻 A 股 ETF (2004 年推出)⁴ (追蹤富時中國 A50 指數的合成 ETF⁵)、首隻實物資產 A 股 ETF (透過人民幣合格境外機構投資者(RQFII)計劃追蹤 A 股指數並設港幣及人民幣雙櫃台交易) (2012 年推出)⁶、亞洲首隻離岸人民幣債券 ETF (2013 年 6 月推出) 及首隻追蹤中國內地地在岸債券市場的 ETF (2014 年 2 月推出)。

現在香港 ETF 市場切合全球投資者所需，已發展成為匯聚環球市場多元化資產，且兼容多種交易貨幣的交易平台。這個市場可作為區內的 ETF 發行和交易樞紐，迎合亞太區以至全球 (尤其是中國內地) 投資者與日俱增的市場需求。

ETF 成為愈來愈受歡迎的資產類別也不只見於香港，全球市場同樣也有這個現象。何以 ETF 在全球和區內市場都如此受追捧？產品創新如何令 ETF 普及？以下嘗試逐一探討。

1.1 為何 ETF 比互惠基金受歡迎？

ETF 還未出現前，互惠基金自上世紀 20 年代面世以來一直是投資基金類中廣受歡迎者⁷。但到近年，市場對 ETF 的需求增長已超越互惠基金，這從 2018 年底市場調整期間的資金流向可見一斑。據報道，投資者在 2018 年 12 月 19 日止的一周內贖回互惠基金的金額達 562 億美元，是 2008 年 10 月以來的新高，但在同一星期內卻錄得 252 億美元流入 ETF⁸。

跟傳統互惠基金不同，ETF 除可作申購和贖回外，還可在證券交易所二級市場買賣，所以流動性會較高。在交易所交易時段內於二級市場買賣 ETF 十分方便，而且 ETF 莊家有責任提供買賣報價，確保二級市場的流動性。ETF 可於二級市場買賣的單位數目，視乎參與經紀⁹與 ETF 發行

² 開放式基金是可申購及贖回基金單位的投資基金。投資者可直接向基金經理買入基金單位。

³ 美國首隻 ETF (在紐約證券交易所 (紐約交易所) 買賣) 於 1993 年面世，追蹤標普 500 指數。在此之前，美國證券交易所及費城證券交易所曾於 1989 年 5 月推出「指數參與股份」(有如每股有長短倉的期貨)，讓投資者在股票市場買賣股權，而毋需購買個別正股。但美國監管當局興訟，聯邦法院裁定有關股份實際上是期貨合約 (即衍生產品)，因此不可在證券交易所買賣。(資料來源：Foucher, I. 及 K. Gray (2014) 〈交易所買賣基金：損益和風險的演化〉(“Exchange-traded funds: Evolution of benefits, vulnerabilities and risks”)，載於《加拿大銀行金融體系評論》(Bank of Canada's Financial System Review) · 2014 年 12 月號 · 37-46 頁。

⁴ 見 Dennison, T. (2018) 〈國際投資與打破國家界限的重要性〉(“International investing and the importance of breaking the country box”)，載於《突破投資框架：明瞭不同資產類別及策略》(Invest Outside the Box: Understanding Different Asset Classes and Strategies) · 228-278 頁 · Palgrave Macmillan 出版。

⁵ 合成 ETF 是以衍生工具及掉期複製相關指數表現的 ETF，有別於實物資產 ETF 以相關實物證券進行複製。

⁶ 資料來源：〈香港交易所首隻 RQFII A 股 ETF 即將登場〉，香港交易所新聞稿，2012 年 7 月 16 日。

⁷ 資料來源：Divakaran, S.、S. Buxton、St. Giles、M. Valentine 與 S. Atamuratova (2015) 〈發展中市場的互惠基金：迎難而上〉(“Mutual funds in developing markets: Addressing challenges to growth”)，世界銀行工作文件 (World Bank's Working Paper) 第 100976 號。

⁸ 資料來源：Stein, C. 〈基金投資者撤資 560 億元 2008 年以來最大金額〉(“Fund investors pull \$56 billion in biggest exit since 2008”)，載於《彭博新聞》· 2018 年 12 月 27 日。

⁹ 「參與經紀」(有時稱為「授權參與者」) 是在一級市場直接向 ETF 發行商提出申購或贖回 ETF 單位指示的機構投資者。有些參與經紀同時也是莊家。

商於一級市場申購或贖回的 ETF 單位而定。一級與二級市場之間按供求進行的套戥活動，有助減低 ETF 價格相對於其資產淨值¹⁰的溢價或折讓。

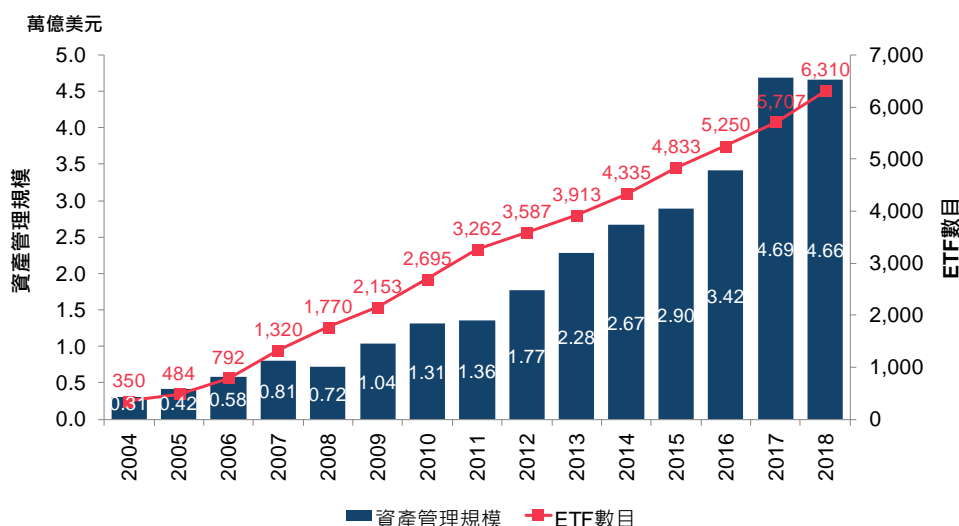
至於對發行商而言的成本方面，美國 ETF 的平均開支比率¹¹在 2016 年為 0.23%，對比追蹤指數的互惠基金的 0.73% 及主動型互惠基金的 1.45%¹²。由此可見，投資者投資 ETF 的基金管理費會比投資互惠基金便宜。對某些環球投資者而言，投資 ETF 亦可享稅款較低的好處，例如在美國投資，可享有愛爾蘭的可轉讓證券集體投資計劃（Undertakings Collective Investment in Transferable Securities（UCITS））ETF 的 15% 預扣稅優惠，但互惠基金則沒有此優惠¹³。

在透明度方面，ETF 的資料通常在其網站登載，包括適時披露（多數每天更新）整個組合的資料。

1.2 全球與區內 ETF 市場概覽

全球 ETF 的數目在 2018 年底達到 6,310 隻的歷史新高（2017 年底為 5,707 隻），其資產管理規模達到 4.66 萬億美元（2017 年底為 4.69 萬億美元）（見圖 1）。2009 至 2018 年的資產管理規模的複合年增長率約為 21%。

圖 1：全球 ETF 的資產管理規模及數目（2004 年至 2018 年）



資料來源：〈ETFGI：全球上市 ETF 及 ETP 2018 年 12 月份淨流入總額 762.4 億美元，史上第二高〉（“ETFGI reports ETFs and ETPs listed globally gather net inflows of US\$76.24 billion during December 2018, 2nd Highest on record”），載於 etfgi.com 的 ETFGI 新聞稿，2019 年 1 月 9 日。

ETF 普及起來，主要受益於追蹤指數表現的被動型投資不斷增長。被動型投資在 2018 年估計約佔開放式基金四分之一，預計到 2020 年年底會升至約 31%（見圖 2）。而另一資料來源提到，2018 年 11 月底美國股票基金中，主動型與被動型股票基金的佔比為十年來最接近，分別約為

¹⁰ ETF（每個單位）的資產淨值，代表著該 ETF 所持有的所有相關證券（例如股票或債券及現金）的市值，減去任何負債（例如管理費及行政開支），再除以已發行的基金單位數目計算得出。見〈ETF 定價及估值〉（“ETF pricing and valuations”），載於貝萊德網站，瀏覽於 2019 年 8 月 7 日。

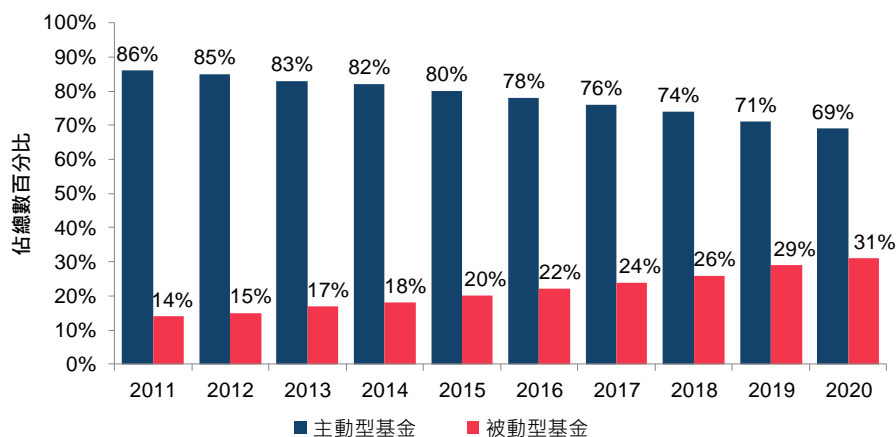
¹¹ 基金的開支比率是將基金總營運成本除以特定期間之內（通常為一年）所管理的基金資產總值的平均數計算得出。

¹² 資料來源：〈ETF 對比互惠基金：成本比較〉（“ETFs vs. mutual funds: Cost comparison”），載於富達網站，2017 年 6 月。

¹³ 資料來源：〈2018 年的 ETF：主動型 ETF 的機遇與障礙〉（“ETFs 2018: Opportunities and obstacles for active ETFs”），載於安永網站，2018 年 12 月。UCITS ETF 是在歐洲市場登記的 ETF，可售予全球投資者。這些 ETF 受 UCITS（歐洲市場的統一監管框架）所規管。

52%和 48%¹⁴。主要原因是被動型投資的成本較低¹⁵，固長遠表現較為優勝 — 截至 2018 年的十年間，美國逾八成主動型互惠基金的表現均遜於各自的基準指數¹⁶。

圖 2：全球市場開放式基金：主動型與被動型基金的佔比（2011 年至 2020 年）

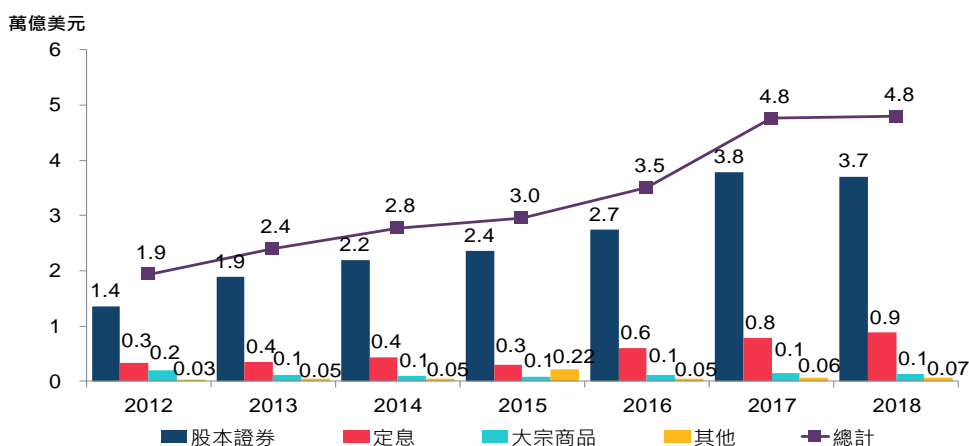


註：2016 年後的數字並非實際統計數字，是安永的估計數字。

資料來源：〈全球 ETF 研究 2017 — 市場重塑 投資者為本〉(“Global ETF Research 2017 — Reshaping around the investor”)，載於安永網站，2017 年。

ETF 所涉及的相關資產類別中，以股票佔絕大多數。在 2018 年年底，交易所買賣產品 (ETP)¹⁷ (主要是 ETF) 中，股本證券佔資產管理規模總額約 77%，金額達 3.7 萬億美元 (見圖 3)。當中又以美國股票佔最多，資產管理規模在 2018 年年底達到 2.1 萬億美元。定息 ETP 方面，不論在資產管理規模的佔比及金額上於近年均穩步上揚，在 2018 年年底約佔所有 ETP 的資產管理規模總額的 18%，金額為 9,000 億美元。大宗商品及其他則約佔所有 ETP 的資產管理規模總額的 4%，金額約為 2,000 億美元。

圖 3：各資產類別的 ETP 的資產管理規模（2012 年至 2018 年）



註：「其他」包括貨幣、貨幣市場及其他類別 (例如波幅)。

資料來源：〈貝萊德環球 ETP 形勢：行業焦點〉(“Blackrock Global ETP landscape: Industry highlights”)，2012 至 2018 各年的 12 月號，載於貝萊德網站。

¹⁴ 資料來源：Stein, C. 〈由主動型轉向被動型：2019 年達臨界點〉(“Shift from active to passive approaches tipping point in 2019”)，載於《彭博新聞》，2018 年 12 月 31 日。

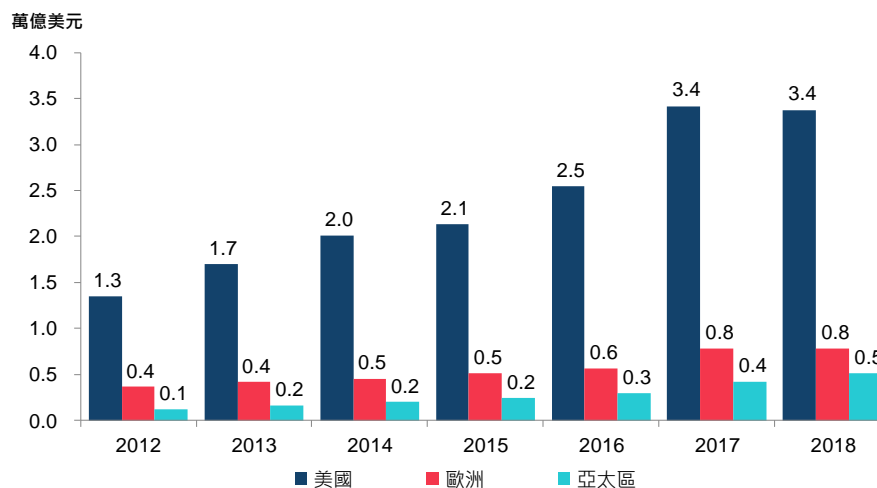
¹⁵ 成本包括管理費、買賣差價、行政費、佣金、市場影響及稅項 (如適用)。

¹⁶ 資料來源：Rowley Jr. J. J.、D.J. Walker 與 C. Zhu：〈投資低成本指數基金的理由〉(“The case for low-cost index-fund investing”)，載於 Vanguard Research，2019 年 4 月。

¹⁷ ETP 包含 ETF 及其他 ETP，當中包括交易所買賣工具 (ETV)、交易所買賣票據 (ETN) 及憑證。根據 EFIGI 的數據，ETF 的資產管理規模於 ETP 的資產管理規模中的佔比在 2004 年至 2018 年期間的每年年底介乎 89% 至 98% 之間。

儘管美國 ETF 市場是 ETF 市場中最大者（見圖 4），ETP 的資產管理規模在 2012 年至 2018 年六年期間的複合年增長率卻以亞太區的 26.1% 為最高，美國和歐洲市場同期的增長率分別為 16.5% 及 13.4%。

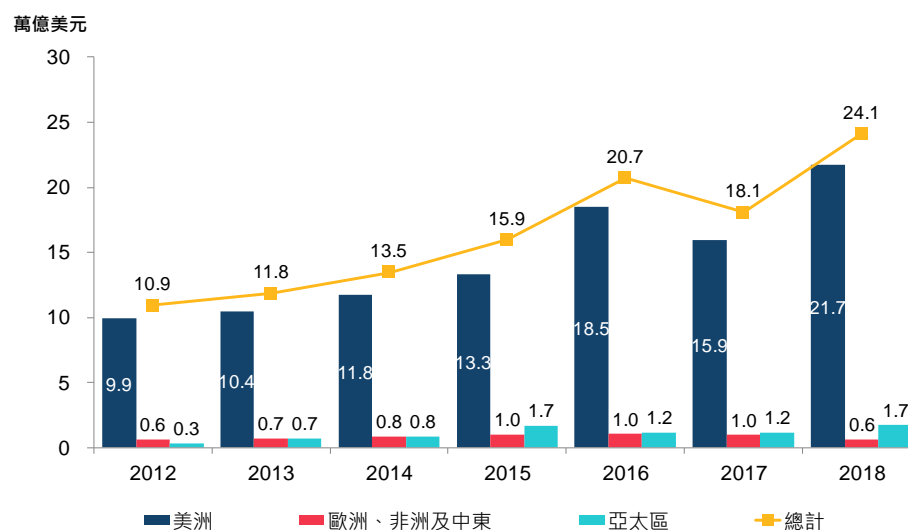
圖 4：部分主要市場的 ETP 資產管理規模（2012 年至 2018 年）



資料來源：〈貝萊德環球 ETP 形勢：行業焦點〉(“Blackrock Global ETP landscape: Industry highlights”)，2012 至 2018 各年的 12 月號，載於貝萊德網站。

就二級市場的交易而言，全球交易所的 ETF 年度總成交額一直上揚，在 2018 年創出 24.1 萬億美元的新高（見圖 5）。其中以美洲的交易所的成交額佔主導，在 2012 年至 2018 年六年期間的複合年增長率為 13.9%，當中主要受美國的交易所帶動。不過，亞太區的 ETF 總成交額自 2015 年起已超越歐洲、非洲及中東的合計數字，在 2018 年創出 1.7 萬億美元的新高，在 2012 年至 2018 年六年期間的複合年增長率達到 31.2%。

圖 5：各地區交易所的 ETF 總成交額（2012 年至 2018 年）

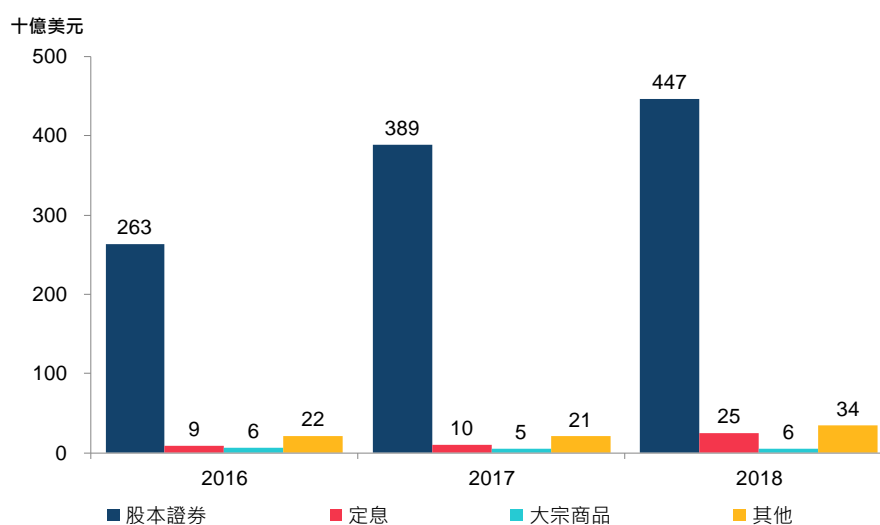


資料來源：國際證券交易所聯會網站 (WFE) 的統計數字。

在增長最快的亞太區，按資產管理規模計算，日本的 ETF 市場最大，在 2017 年年底佔亞太區總額的 62%，而中國內地與香港則各佔區內總額的 9%¹⁸。另一資料來源提到，日本市場的 ETF 資產管理規模在 2018 年 6 月底達 3,090 億美元，屬亞太區之冠，其次為中國內地（370 億美元）、韓國（360 億美元）及香港（340 億美元）¹⁹。

儘管 2018 年股市疲弱，亞太區股票 ETP 的資產管理規模仍繼續上升（見圖 6）。定息 ETP 的資產管理規模在 2018 年上升了 1.5 倍，而大宗商品 ETP 的資產管理規模則相對平穩。其他資產類別的資產管理規模增長主要來自貨幣市場 ETF。除了資產管理業的增長趨勢外，政府政策亦促進了多個亞太區 ETF 市場的增長。例子有日本的中央銀行的資產購買計劃²⁰、台灣的保險公司紛紛購買債券 ETF 以規避有關外國投資的新規²¹，以及市場在澳洲禁止「衝突報酬架構」後而尋求具成本效益的投資等²²。

圖 6：亞太區各資產類別的 ETP 的資產管理規模（2016 年至 2018 年）



資料來源：〈貝萊德環球 ETP 形勢：行業焦點〉(“Blackrock Global ETP landscape: Industry highlights”)，2016 至 2018 各年的 12 月號，載於貝萊德網站。

1.3 最新的產品發展支持 ETF 市場增長

為了滿足機構及個人投資者不斷演變的需求，產品必須不斷創新。在這方面，ETF 可以填補在有效邊界上不同資產配置的投資選擇。例如，香港市場便有提供不同風險回報系數的 ETF（見圖 7）。這些不同投資選擇一方面吸引新投資者，另一方面亦可為現有投資者提供更多分散投資的選擇。

¹⁸ 資料來源：〈亞太區 ETF：尋找臨界點〉(“APAC ETF: Finding the tipping point”)，Broadridge 的簡報，載於新加坡投資管理協會午餐講座系列 — 亞太區 ETF 機遇：新增長前沿 (Investment Management Association of Singapore (IMAS) Lunchtime Talk Series — APAC ETF Opportunities: The Next Growth Frontier)，2018 年 2 月 13 日。

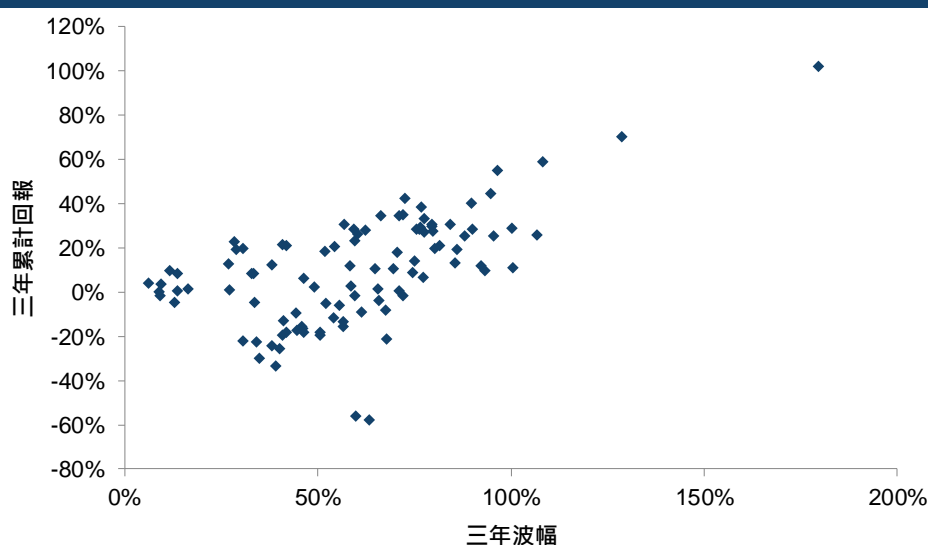
¹⁹ 資料來源：〈中國 ETF 起飛？〉(“Are China's ETFs taking off?”)，載於 Fund Selector Asia 網站，2018 年 7 月 12 日。

²⁰ ETF 是日本央行資產購買計劃的政策工具之一。見 Petrov, A. (道富環球顧問)〈貨幣政策中的 ETF：日本央行個案研究〉(“ETFs in Monetary Policy — Case Study: Bank of Japan”)，2017 年 11 月。

²¹ 台灣的保險公司購買 ETF，以規避外幣投資上限的新規。見 Herrero, A. C. 與 G. Ng 〈台灣：大數據顯示市場對新型海外資產 — 債券 ETF — 反應正面〉(“Taiwan: Big data show positive sentiment for a new type of overseas assets — Bond ETFs”)，載於 Natixis 網站，2019 年 3 月 12 日。

²² 澳洲監管當局 2013 年 7 月起禁止關於財務顧問的「衝突報酬架構」（包括佣金），促使更多人追捧 ETF 等具成本效益的投資。見《監管指引 246 — 衝突報酬》(Regulatory Guide 246 — Conflicted remuneration)，澳洲證券投資委員會發布，2013 年 3 月。

圖 7：香港 ETF 三年回報對三年波幅的分布圖（2016 年至 2018 年）



註：此樣本只涵蓋 2016 年 1 月至 2018 年 12 月期間在香港上市的 ETF。累計回報是期內經調整派息後的價格回報，波幅則按三年內最高與最低價的差額除以 2018 年年底的收市價計算得出。

資料來源：Wind。

近年全球 ETF 市場的產品頻頻推陳出新，擴大了各地的投資機遇：

- **智慧型投資策略(Smart beta) ETF**：追蹤指數表現，按若干宏觀或風格因素調整投資組合成分。這些因素包括規模、價值、動力及質素（基礎指標的組成部分）等。2013 年至 2017 年間，全球新發行的智慧型投資策略 ETF 數目不斷上升，其資產管理規模由 2012 年的 2,800 億美元增至 2017 年的 9,990 億美元，複合年增長率達 29%²³。另一資料來源顯示，2018 年年底全球共有 1,298 隻智慧型投資策略 ETF，資產管理規模合共 6,180 億美元²⁴。
- **主動型 ETF**：追蹤標的基準指數，但容許偏離基準指數對行業分配的變動或調整的時間或相關指數本身，以產生更高的潛在回報。截至 2018 年 11 月底，全球有 773 隻主動型 ETF，其資產管理規模創 1,094 億美元的新高，並預期在 2020 年增至 2,170 億美元²⁵。
- **人工智能掘起**：美國在 2013 年推出首隻追蹤機械人及人工智能股票的全球指數的 ETF。該 ETF 截至 2019 年 7 月 9 日的三年累計年度回報為 16.7%，勝過標普 500 總回報指數的 14.1%²⁶。結果，不少主要 ETF 管理公司自 2016 年起發行類似的 ETF²⁷。而首隻人工智能操作的 ETF 根據人工智能系統對市場資料的解讀，追蹤未來十二個月很可能跑贏大市的 30 至 70 隻美國市場股票或房地產投資信託基金。這隻 ETF 於 2017 年 10 月 18 日在美國推出，上市首年上升了 11.8%，高於標普 500 指數同期 8.1% 的升幅，據報還比 87% 的主動型基金優勝²⁸。該 ETF 發行商在 2018 年 6 月在美國推出另一隻 ETF，涵蓋環球市場 80 至 250 隻股票，背後支援的也是同一個人工智能系統。

²³ 資料來源：〈智慧型投資策略的五年走勢及展望〉(“Five-year trends and outlook for smart beta”)，載於富時羅素網站，2018 年 7 月 5 日。

²⁴ 資料來源：〈ETFGI：全球上市之智慧型投資策略 ETF 及 ETP 於 2018 年 12 月份淨流入 124.2 億美元〉(“ETFGI reports Smart Beta ETFs and ETPs listed globally gather net inflows of US\$12.42 Bn during December 2018”)，載於 *etfgi.com* 的 ETFGI 新聞稿，2019 年 1 月 30 日。

²⁵ 資料來源：《主動型 ETF — 亞洲 ETF 創新的下一步》(“Active ETFs — The next step in Asia’s ETF innovation”)，載於 *Risk.net* 網站，2019 年 2 月 12 日。

²⁶ 該隻美國上市的機械人及人工智能股票 ETF（代號：ROBO）與標普 500 總回報指數的累計三年回報數字見 Marketwatch.com。文中所列是 2019 年 7 月 9 日的數字。

²⁷ 資料來源：Lim, J. 〈機械人及人工智能股票 ETF：鹿死誰手？〉(“Robotics and A.I. ETFs: Which will win the battle?”)，載於輝立證券的 POEMS 網站，2018 年 7 月 20 日。

²⁸ 資料來源：Ponczek, S. 〈機械人 ETF 叫專業基金望塵莫及 小型股起飛〉(“Robot ETF leaves pros in dust, scoring wind on small-cap fliers”)，載於《彭博新聞》，2018 年 10 月 19 日。

- **槓桿及反向 (L&I) 產品**：以期貨或掉期放大相關指數的回報率或提供與相關指數相反的回報。全球 L&I 產品的數目由 2013 年年底的 608 隻增至 2018 年 6 月底的 901 隻，其資產管理規模於同期內亦由 532 億美元上升至 799 億美元²⁹。
- **環境、社會及管治 (ESG) 投資**：支持個別經濟體的可持續發展，但不同資產管理人對 ESG 評估有不同的定義或框架。2018 年一項調查發現，約 99% 的大中華區機構投資者都認同 ESG 因素十分重要³⁰。ESG ETF 的數目由 2013 年年底的 47 隻增至 2018 年年底的 208 隻，其資產管理規模於同期內亦由 50 億美元上升至 230 億美元³¹。
- **定息 ETF**：定息 ETP 的資產管理規模由 2017 年年底的 7,800 億美元升至 2018 年年底的 8,820 億美元³²。當中涉及美國國債的 ETP 的資產管理規模由 550 億美元升至 1,300 億美元。同期，追蹤新興市場債務（不包括公司債券）的 ETP 的資產管理規模則由 510 億美元升至 580 億美元，這可能受益於離岸投資者通過「債券通」對內地債券的投資，推動中國債券獲納入全球債券指數而帶來的增長。定息 ETF 的增長可能意味着投資者對債務工具的興趣日濃。一項有關全球機構投資者的調查顯示，六成受訪者視債券 ETF 為另一個定息工具的選擇³³。投資者對債券 ETF 的興趣增加，其中一個原因可能是投資債券 ETF 的資金效率比直接購入相關債券為高³⁴。
- **ETF 跨境上市**：ETF 跨境上市（或相互認可）可擴大個別市場投資者可投資的資產類別。在歐洲，ETF 通常同時在多家歐洲交易所上市，利便投資者在自家市場的交易所買賣 ETF 及結算交易。在 2017 年年底，於歐洲上市的 ETP 有 2,260 隻，其於 27 家交易所的相應上市數目合共 7,278 宗（美國有 2,116 隻 ETP 於 4 家交易所上市）³⁵。在香港，24% 的 ETF 是來自其他市場的跨境上市產品（2017 年 6 月底數字）³⁶。

發展 ETF 產品其中一個主因是迎合機構投資者分散投資的需要。根據 2017 年一項調查，51% 的全球機構（相對於 39% 的亞洲機構）將（依據核心及戰術策略進行的）資產配置評為購買 ETF 的最重要考量因素³⁷。調查發現 ETF 的其他用途包括：風險管理或對沖、重新調整 / 過渡性配置、過渡期內的中期性超額回報部署、為減低閒置現金而進行現金股票化、為提供流動性而作為「流動性袖子」（liquidity sleeves）及風險管理（例如透過 L&I 產品）。

²⁹ 資料來源：〈ETFGI：2018 年 6 月底全球上市槓桿及反向 ETF 及 ETP 涉及投資資產 799 億元〉（“ETFGI reports that assets invested in leveraged and inverse ETFs and ETPs listed globally reached \$79.9 billion at the end of June 2018”），載於 *etfgi.com* 的 ETFGI 新聞稿，2018 年 7 月 31 日。

³⁰ 資料來源：〈準備起飛：大中華 ETF 機遇〉（“Ready to grow: ETF opportunities in Greater China”），載於布朗兄弟哈里曼(Brown Brothers Harriman)網站，2018 年 4 月。

³¹ 資料來源：Wilson, D. 〈ESG ETF：中國、香港均須假外求〉（“China, Hong Kong must look offshore for ESG ETFs”），載於 Fund Selector Asia 網站，2019 年 1 月 31 日。

³² 資料來源：〈貝萊德環球 ETP 形勢：行業焦點〉（“Blackrock Global ETP landscape: Industry highlights”），2017 年 12 月及 2018 年 12 月號，載於貝萊德網站。

³³ 資料來源：McCollum, A. 〈大戶為求債券市場流動性而轉投 ETF 懷抱〉（“Institutions turn to ETFs for bond market liquidity”），載於 Greenwich Associates 網站，2018 年 9 月 18 日。

³⁴ 見〈機構增加涉足於亞洲 ETF 市場〉（“Growing an institutional footprint in Asia's ETF market”），載於 *Risk.net*，2018 年 11 月 19 日。

³⁵ 資料來源：Crigger, L. 〈歐洲 ETF 交投新生機〉（“New light shines on Europe ETF trading”），載於 *ETF.com*，2018 年 4 月 18 日。

³⁶ 資料來源：證券及期貨事務監察委員會（證監會）研究論文〈香港交易所買賣基金市場及相關課題〉，載於證監會網站，2018 年 1 月 16 日。（簡稱〈證監會 2018 年 ETF 論文〉）。

³⁷ 資料來源：〈機構 ETF 買賣的全球趨勢〉（“Global trends in institutional ETF trading”），簡街資本(Jane Street)委託進行的調查報告，載於 *Risk.net*，2017 年 10 月 5 日。調查得到 210 家機構回應，美國、歐洲及亞洲分別佔 86 家、79 家及 45 家。

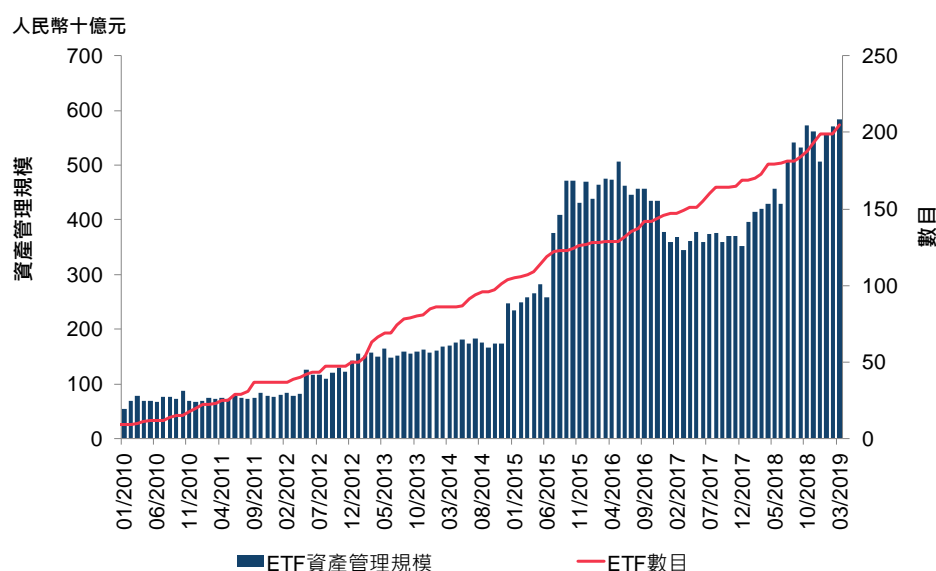
2. 內地及香港 ETF 市場發展可互為補足

亞洲 ETF 市場預期將會持續增長。內地及香港 ETF 市場的增長會並駕齊驅，可收互為補足之效，並預期會因兩地市場進一步互聯互通而增速發展。一項研究作出預測，由 2017 年至 2025 年，內地 ETF 於亞太區 ETF 的資產管理規模的佔比將由 9% 升至 19%、香港 ETF 的相應佔比由 9% 升至 18%，而日本 ETF 相應的佔比卻會由 62% 跌至 40%³⁸。該項研究亦預期，亞太區市場於 2018 年至 2025 年從 ETF 新投資的淨流入金額將大約有 75% 源自日本、中國內地及香港。

2.1 內地投資者對產品多樣化的需求殷切

自上海證券交易所（上交所）在 2005 年 2 月有首隻 ETF（追蹤上證 50 指數（上交所大型股指數）的表現）上市以來，內地 ETF 市場一直發展迅速。內地 ETF 的資產管理規模及數目於 2019 年第一季季末均達歷史新高，共有 205 隻 ETF，其資產管理規模達 5,831 億元人民幣（見圖 8）。當中 146 隻於上交所上市、59 隻於深圳證券交易所（深交所）上市。

圖 8：內地 ETF 的資產管理規模及數目（2010 年 1 月至 2019 年 3 月）



註：資產管理規模的數字是中國證券登記結算有限公司紀錄中的 ETF 金額。

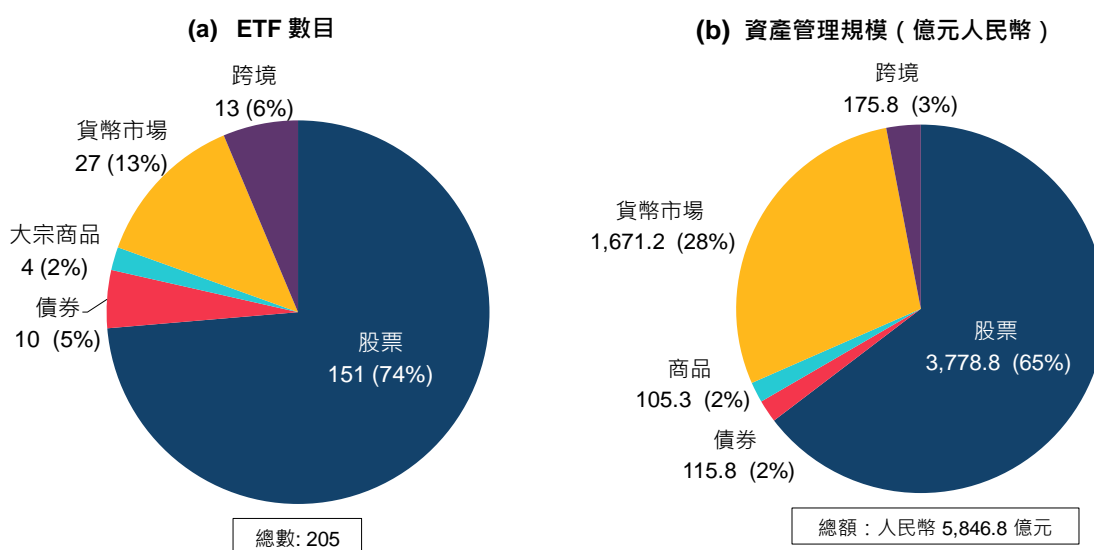
資料來源：Wind。

ETF 數目方面，截至 2019 年第一季季末，內地指數的股票 ETF 數目最多，共有 151 隻，佔總數的 74%，而海外股票指數的跨境 ETF 則只有 13 隻（佔總數的 6%）（見圖 9a）。在追蹤在岸股票 ETF 當中，ETF 的相關指數涵蓋涉及內地股票的不同種類，包括智慧型投資策略（如規模、價值、增長或紅利）、行業、擁有權及市場（上海、深圳或跨市場）。而在 13 隻跨境 ETF 當中，9 隻追蹤香港股票的指數（包括 4 隻 H 股 ETF），3 隻追蹤美國股票的指數，1 隻追蹤德國股市。此外，投資於內地定息產品市場的 ETF 共有 37 隻 — 27 隻貨幣市場 ETF³⁹（佔總數的 13%）及 10 隻債券 ETF（佔總數的 5%）。4 隻大宗商品 ETF 全部均為黃金 ETF（佔總數的 2%），追蹤於上海黃金交易所買賣的黃金合約。

³⁸ 資料來源：〈亞太區 ETF：尋找臨界點〉（“APAC ETF: Finding the tipping point”），Broadridge 的簡報，載於新加坡投資管理協會午餐講座系列 — 亞太區 ETF 機遇：新增長前沿（Investment Management Association of Singapore (IMAS) Lunchtime Talk Series — APAC ETF Opportunities: The Next Growth Frontier），2018 年 2 月 13 日。

³⁹ 貨幣市場 ETF 投資於短期定息投資產品，包括短期政府債券、短期商業票據、回購工具、銀行承兌及可轉讓定期存單。

圖 9：內地 ETF 數目及資產管理規模分布（按相關資產類別劃分）（2019 年第一季季末）



資料來源：Wind。

資產管理規模方面，截至 2019 年第一季季末，貨幣市場 ETF 佔資產管理規模總額的 28%，僅次於股票 ETF 的 65%（見圖 9b）。貨幣市場 ETF 流動性極高，加上貨幣市場基金的孳息率通常較銀行一年期定期存款為高，因此深受投資者歡迎⁴⁰。就內地的貨幣市場 ETF 而言，二級市場銷售所得的款項可於同一交易日（T+0）內用於購買證券產品，或於下一交易日（T+1）提取；至於在一級市場申購或贖回貨幣市場 ETF 單位，深交所及上交所的結算周期分別是 T+0 及 T+2⁴¹。因此，貨幣市場 ETF 成為提升孳息率及分散投資的另一種資產配置選擇。另外，上交所亦有僅可於一級市場作交易的場內貨幣市場基金（非 ETF），其中申購/贖回的結算周期為 T+1⁴²（相對於貨幣市場 ETF 的 T+0 或 T+2）。然而，現時內地所有上市基金均以人民幣作交易。換言之，內地投資者無法透過投資內地 ETF 達到分散投資貨幣的目的。

內地 ETF 主要涵蓋國內資產類別（佔總數的 94%）。因此，內地交易所正在探討容許投資更多全球資產類別的途徑，包括與其他交易所合作。「中日 ETF 互通計劃」的首批 ETF，分別追蹤對方市場的相關資產，於 2019 年 6 月 25 日分別於上交所及日本交易所集團旗下的東京證券交易所作跨境上市。在該計劃下，日本或中國的 ETF 發行商設立一種名為「連結 ETF」的全新基金單位類別，這種基金單位會以對方交易所的上市 ETF 為標的並投資至少 90% 於該標的 ETF，但要受合格境外機構投資者（QFII）或合格境內機構投資者（QDII）計劃的額度限制。該標的 ETF 須已上市一年以上，並須於原市場有足夠的流動性。首批於上交所跨境上市的四隻 ETF 當中，有三隻追蹤日經 225 指數，餘下一隻則追蹤東證股價指數（TOPIX），總資產管理規模合共 5.09 億元人民幣（2019 年 6 月 21 日數字）⁴³。這些 ETF 首周的平均每日成交金額為 1.618 億元人民幣，在第二周下跌至 6,510 萬元人民幣⁴⁴。

在內地的上市基金市場，還有上市開放式基金（LOF）與 ETF 一樣在交易所上市及買賣。LOF 與 ETF 類似，是一種流動性高而方便的工具，用以投資不同相關資產類別，包括股票、債券、混合策略（同時涉及股票和債券）、大宗商品及跨境投資（透過 QDII）。LOF 通常採納主動型投資策略，旨在跑贏基準，因此管理開支較 ETF 為高。於 2019 年第一季季末，內地共有 298 隻

⁴⁰ 見〈貨幣 ETF 基金的優勢有哪些？〉，載於《中投在線》，2016 年 4 月 26 日；〈一文看懂場內貨幣基金〉，載於《新浪財經》網站，2018 年 9 月 5 日。

⁴¹ 在深交所買賣的貨幣市場 ETF，新增的 ETF 單位可於同一交易日（T+0）於一級市場贖回或於二級市場出售。在上交所買賣的貨幣市場 ETF，新增的 ETF 單位則可於第三個交易日（T+2）於一級市場贖回或於二級市場出售。

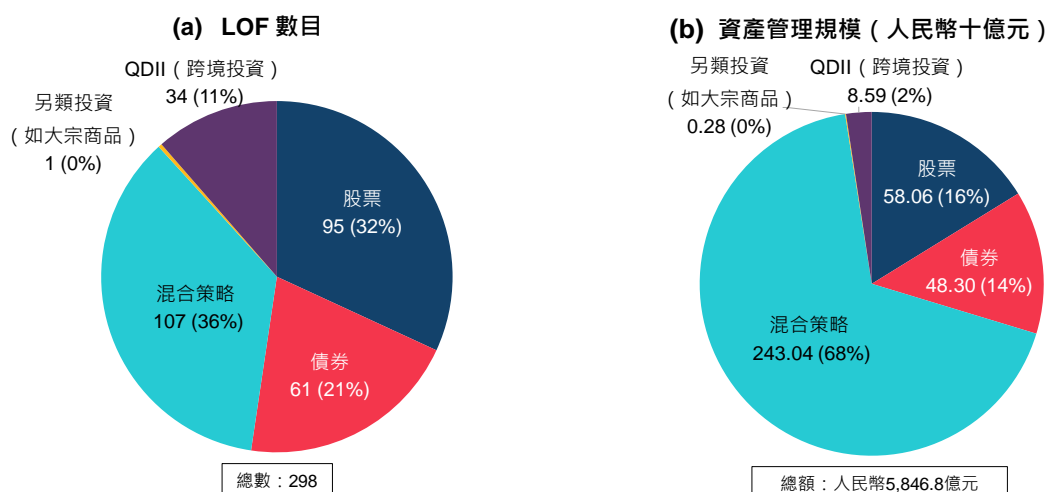
⁴² 根據 Wind 的數據，2018 年年底上交所有 12 隻僅供於一級市場作交易的貨幣市場基金，其總資產管理規模為 219 億元人民幣。

⁴³ 見〈首批 4 隻中日互通 ETF 今日上市〉，載於《新華網》，2019 年 4 月 22 日。

⁴⁴ 資料來源：Wind。

LOF (上交所 74 隻，深交所 224 隻)，總資產管理規模約 3,583 億元人民幣⁴⁵。採納股債混合策略的 LOF 在數目上及管理資產規模上的佔比均是最多，分別佔 36% 及 68% (見圖 10)，部分原因是相對內地的 ETF 而言，該等基金提供不同的風險回報。然而，如同內地的 ETF，LOF 仍以在岸的資產類別所佔比率最高，按數目及資產管理規模計分別為 89% 及 98%。

圖 10：內地 LOF 數目及資產管理規模按相關資產類別的分布 (2019 年第一季季末)



資料來源：Wind。

除 ETF 及 LOF 外，內地的上市基金亦包括分級基金⁴⁶。母基金單位分為不同的子單位 (分級基金)，預期風險及收入各有不同，這些基金單位類別有部分或全部可供買賣。只有母基金單位能進行申購及贖回，而子基金單位就不能。上交所的分級基金的母基金單位為 LOF⁴⁷，深交所的母基金單位則未有上市及買賣。為保障散戶投資者，上交所及深交所自 2017 年 5 月設置了投資者買賣分級基金的門檻，包括過去 20 個交易日內的資產價值須達 300,000 元人民幣，並須與經紀簽訂投資風險揭示書。而投資者買賣 ETF 及 LOF 則沒有資產方面的最低要求。截至 2018 年年底，分級基金共有 122 隻 (各有 A 類及 B 類子單位)，其資產管理規模達 1,110 億元人民幣。分級基金的投資範圍與 ETF 及 LOF 類似，主要限於在岸的股票及債券。

成交金額方面，ETF 稱冠內地的上市基金市場。ETF 在內地交易所的平均每日成交金額於 2018 年升至 184 億元人民幣 (上交所：68 億元人民幣，深交所：115 億元人民幣)，創下歷史新高，更遠高於 LOF 的 1.585 億元人民幣 (上交所：1,570 萬元人民幣，深交所：1.428 億元人民幣) 及分級基金的 11 億元人民幣 (上交所：2,110 萬元人民幣，深交所：11 億元人民幣)⁴⁸ (見圖 11)。內地 ETF 於 2018 年的平均每日成交金額約佔在岸股票的平均每日成交金額的 5%⁴⁹ (見圖 12)。自 2011 年起，合資格的 ETF 可進行融資融券交易⁵⁰。

⁴⁵ 資料來源：Wind。

⁴⁶ 還有另一類基金就是封閉式基金。然而，自內地基金行業改革後，近年封閉式基金已萎縮不少。於 2019 年 8 月 7 日，在交易所上市的封閉式基金只有兩隻 (上交所及深交所各一)。資料來源：上交所及深交所網站的基金列表 (於 2019 年 8 月 7 日瀏覽)。

⁴⁷ 母基金單位可由於同一交易日購買的子基金單位所組成，並於同一交易日贖回。請參閱上交所及深交所於 2016 年 11 月 26 日分別發布的《分級基金業務管理指引》，以及〈分級基金母基金能買嗎？分級基金母基金怎麼買？〉，載於《網貸》網站，2018 年 4 月 28 日。

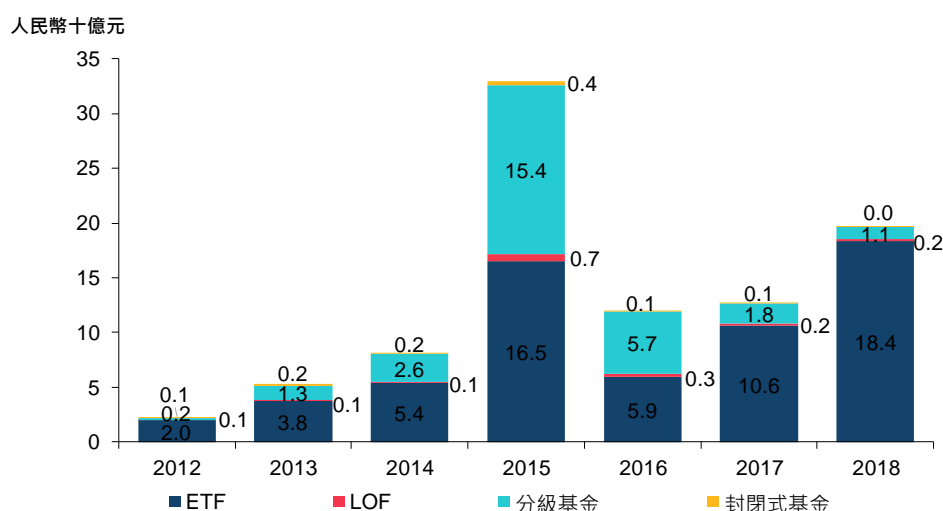
⁴⁸ 資料來源：LOF 及分級基金的平均每日成交金額來自上交所及深交所的每月統計報表，載於上交所及深交所網站。

⁴⁹ ETF 的平均每日成交金額是按國際證券交易所聯會有關每家交易所的 ETF 總成交金額的統計數字來估算。在岸股市的成交金額來自 Wind。

⁵⁰ 可作融資融券 (融券安排的使用者能賣空該證券) 的 ETF 資格準則包括：上市後買賣至少 5 個交易日，過去 5 個交易日的平均資產管理規模達 5 億元人民幣及有至少有 2,000 名基金持有人。請參閱上交所及深交所於 2019 年 8 月 9 日分別發布的有關融資融券的規則修訂 (《融資融券交易實施細則 (2019 年修訂) 》)。

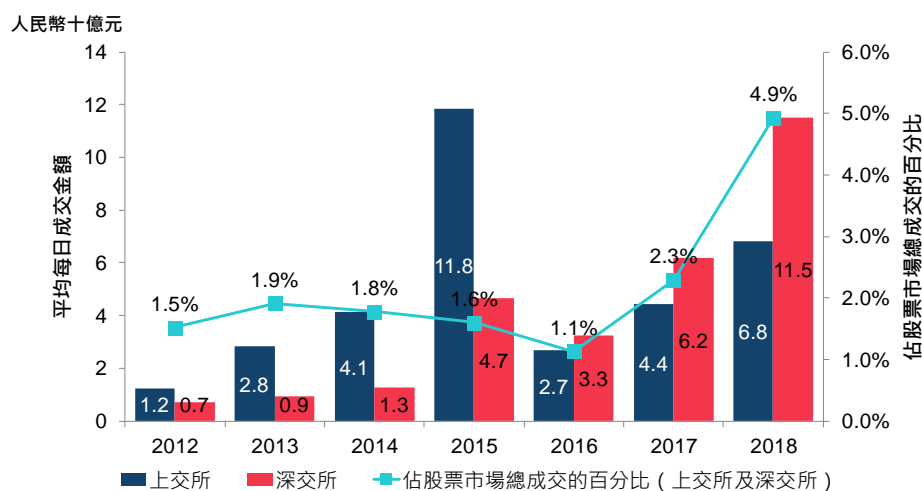
深交所自 2019 年 4 月開始對其證券結算安排作出修改⁵¹，會將深交所上市的 A 股、ETF 及 LOF 的交收周期與上交所上市的同類證券看齊 — 證券結算會於同一交易日 (T+0) 完成，款項結算則會於下一交易日 (T+1) 完成。在此之前，深交所 ETF 的結算按貨銀對付交收方式於 T+1 進行 (證券及款項結算均於 T+1 進行)。此外，在規則的相應修訂之前，追蹤上交所及深交所 A 股的跨市場 ETF 不可於同一個交易日 (T+0) 內購買 ETF 並贖回 A 股在市場出售，但在規則修訂實行後便會容許這樣做。投資者將可在 T+0 更頻繁地買賣 ETF，提升了 ETF 二級市場的流動性。

圖 11：內地上市基金按類別劃分的平均每日成交金額 (2012 年至 2018 年)



資料來源：上交所及深交所。

圖 12：內地交易所 ETF 的平均每日成交金額 (2012 年至 2018 年)



資料來源：WFE 網站的統計數字及 Wind。

一級市場是另一個流動性的來源。就於內地上市的 A 股 ETF (包括跨市場 ETF) 而言，在深交所的規則修訂實行後，一級與二級市場之間的套戥活動將可於同一交易日(T+0)進行 — 新申購的 ETF 單位將可於申購日期當天在二級市場出售，已取消的 ETF 單位的贖回證券將可於贖回日期在二級市場出售。在 ETF 的賣空活動受限的情況下，這樣的安排有助這些 ETF 的價格發現。然

⁵¹ 《關於做好深市 ETF 交易結算模式調整相關技術準備的通知》，深交所發布，2019 年 4 月 8 日；《關於就《深圳證券交易所證券投資基金交易和申購贖回實施細則（2019 年修訂徵求意見稿）》公開徵求意見的通知》，深交所發布，2019 年 8 月 23 日。

而，在一級市場，不同類別的 ETF 以及 ETF 與其他上市基金之間的結算周期仍不盡相同。就 LOF 而言，申購及贖回基金單位僅可以現金結算，因此可能會涉及買賣相關證券的額外成本。同樣，申購及贖回跨境 ETF 單位亦只能以現金結算。值得注意的是，跨境 ETF 及 QDII LOF 在現金結算時所收取現金的時間較長 — 跨境 ETF 需時 4 至 7 天，QDII LOF 需時約 10 天⁵²。

總括而言，內地投資者也許希望透過 ETF 達到投資多樣化。從內地 ETF 市場規模及交易活動的增長表明，內地投資者對 ETF 的興趣正不斷提升。然而，內地的上市基金當中以與國內資產（主要為股票）相關的基金佔大多數，而與全球資產相關的上市基金的供應則相當有限。全球資產相關的上市基金在贖回時的較遲收款亦可能會限制了這些基金的流動性。因此，若內地投資者可進入香港 ETF 市場，將會受益於能有更多不同的全球資產類別供其選擇（見第 2.2 節）。

2.2 香港 ETF 市場作為全球投資的平台

經過二十年，香港 ETF 市場已發展成一個吸引全球投資者的投資平台，讓全球投資者能以不同貨幣投資於多種資產類別，包括本地及全球股票、定息產品及大宗商品（見圖 13）。香港的 ETF 不僅以港元買賣（佔 ETF 以及 L&I 產品總數的 63%⁵³），亦可以美元（佔總數的 14%）及人民幣（佔總數的 23%）進行交易。

香港的 ETF⁵⁴包括以下幾類：

- **股票 ETF**：覆蓋至少 80% 的全球股票市場⁵⁵，包括追蹤中國內地 A 股、香港股票、亞太股票及其他海外股票的 ETF。截至 2019 年上半年底，股票 ETF 共有 90 隻，其資產管理規模達 2,797 億港元（佔總額 86.0%）。
 - 港股 ETF — 追蹤恒生指數及其他香港指數，有些具有智慧型投資策略因子；
 - A 股 ETF — 不僅有追蹤內地旗艦指數的 ETF，亦有追蹤 MSCI 及富時等全球指數供應商編制的 A 股指數的 ETF；
 - 亞太股票 ETF — 追蹤印度、印尼、日本、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡、台灣及越南的股票指數；
 - 其他海外股票指數 ETF — 追蹤美國股票、歐洲股票及一些新興市場（如巴西及俄羅斯）的股票，其中包括全球首隻追蹤納斯達克中國新經濟公司海外 50 指數（涵蓋於香港及美國上市的內地新經濟公司）的 ETF（於 2018 年 9 月推出）。
- **L&I 產品**：提供相當於香港及海外股票指數最多±2 倍的表現。截至 2019 年上半年底，L&I 產品共有 22 隻，其資產管理規模達 73 億港元（佔總額 2.2%）。
- **定息產品及貨幣 ETF**：追蹤內地及亞太市場的優質債券以及港元及美元貨幣市場的表現。截至 2019 年上半年底，定息產品及貨幣 ETF 共有 11 隻，其資產管理規模達 373 億港元（佔總額 11.5%）。
- **大宗商品 ETF**：追蹤全球市場黃金及原油價格。截至 2019 年上半年底，大宗商品 ETF 共有 6 隻，其資產管理規模為 11 億港元（佔總額 0.3%）。

⁵² 資料來源：李真，宋祖強與程炳光（華寶證券）〈跨境 ETF 交易機制及淨值計算詳解〉，載於《雪球》網站，2015 年 11 月 20 日；〈跨境 LOF 基金的交收規則〉，載於國泰君安網站。

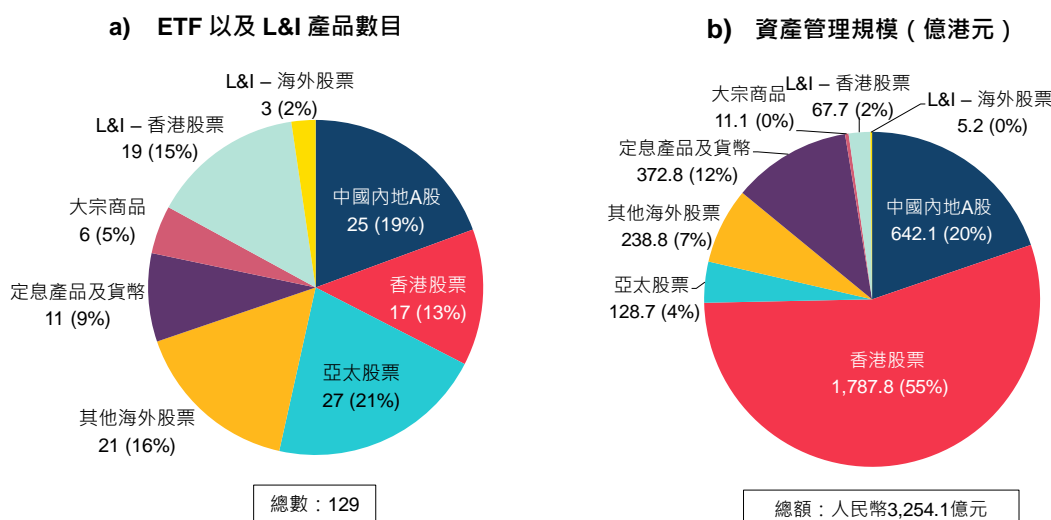
⁵³ 資料來源：香港交易所網站上 ETP 證券名單的網頁。2019 年 6 月資料。

⁵⁴ 除非另有指明，本部分呈列的所有關於不同類別 ETF 的統計數據，均來自載於香港交易所網站的《ETF 市場概覽》，2019 年 6 月號。

⁵⁵ Vanguard 所發行的香港上市 ETF 已覆蓋超過 80% 的全球股票市場（2018 年 3 月底數字）。資料來源：〈領航推出全港最全面的中國股票 ETF〉，Vanguard 新聞稿，2018 年 5 月 10 日。

- **主動型 ETF**：香港監管當局於 2019 年 1 月起接受主動型 ETF 的申請。首隻主動型 ETF（追蹤美元貨幣市場）於 2019 年 6 月 18 日上市⁵⁶。

圖 13：香港的 ETF/L&I 產品數目及資產管理規模按相關資產類別的分布（2019 年上半年底）

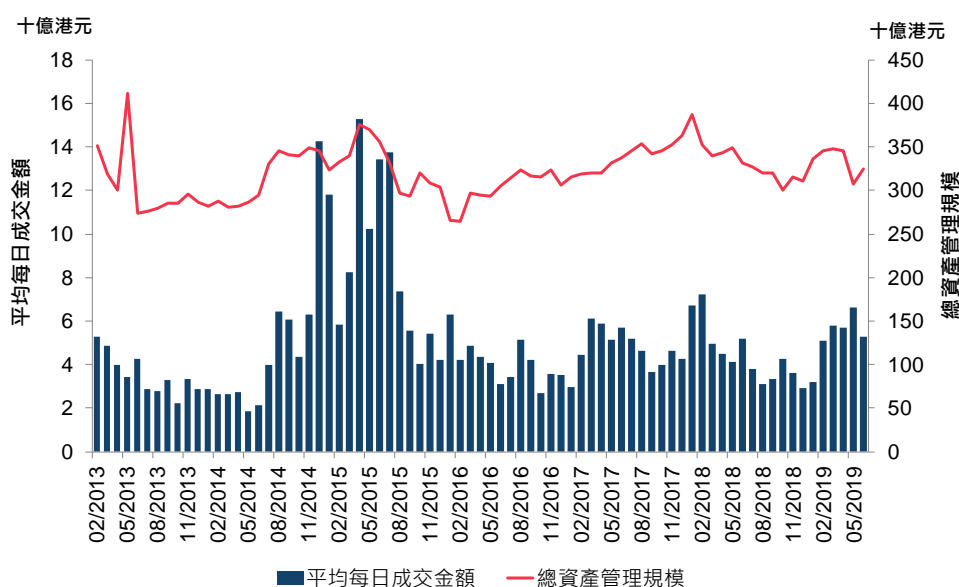


註：同一 ETF 的不同貨幣櫃格合計當作一隻產品計算。

資料來源：《ETF 市場概覽》，2019 年 6 月號，載於香港交易所網站。

香港 ETF 的總資產管理規模於 2019 年上半年底約為 3,254 億港元（見圖 14），於 2019 年上半年的平均每日成交金額約為 53 億港元（約佔證券市場總成交金額的 5.4%）。

圖 14：香港的 ETF/L&I 產品的平均每日成交金額及資產管理規模（2013 年 2 月至 2019 年 6 月）



註：L&I 產品於 2016 年 6 月推出。

資料來源：《ETF 市場概覽》，2013 年 2 月號至 2019 年 6 月號，載於香港交易所網站。

⁵⁶ 資料來源：〈香港交易所歡迎首隻主動型 ETF 上市〉，香港交易所新聞稿，2019 年 6 月 18 日。

機構投資者的成交額於 2016 年至 2017 年上半年期間佔香港 ETF 總成交額的 81% 以上，而 ETF 的每筆交易平均金額由 2007 年的 224,000 港元倍增至 2017 年上半年的 459,000 港元⁵⁷。機構投資者在香港 ETF 市場的高參與度可能是由於香港有越來越多的環球資產管理人——香港獲發牌的資產管理公司由 2016 年年底的 1,300 家增加了 14% 至 2017 年年底的 1,477 家，在 2018 年年底再增至 1,643 家⁵⁸。此外，這些資產管理公司對定息產品 ETF 感興趣，視之為另類的定息投資選擇——2018 年一項調查⁵⁹結果顯示，83% 的香港機構投資者已投資於定息產品 ETF，比例高於股票 ETF 的 78% 及大宗商品 ETF 的 25%。

香港 ETF 市場的特點是提供多種資產類別的投資選擇和擁有廣闊的機構投資者基礎。香港市場在發行及買賣 ETF 方面的優勢，都有利推進香港 ETF 市場的興旺發展。第 3 節將就此論述。

2.3 內地及香港 ETF 市場的互補性質

內地及香港 ETF 市場的產品構成、投資者基礎及市場准入制度均大不相同，但兩地市場同樣反映投資者對 ETF 的投資胃納正在上升。（有關內地 ETF 及 LOF 以及香港 ETF 的特徵概覽載於附錄。）

在內地，投資 ETF 的興趣不斷提升，但大部分 ETF 只追蹤國內資產，可能意味着內地的基金投資者也許對資產多樣化有所需求。然而，內地的基金投資者若要投資於全球資產，僅可透過 QDII 計劃、與香港的基金互認協議，以及數隻跨境上市的日本指數 ETF（見第 2.1 節）。相對之下，香港市場的 ETF 追蹤大量亞太及海外的股票以及其他全球資產類別，包括定息產品、貨幣及大宗商品。這些 ETF 產品都可以是內地投資者的另類選擇。

投資者基礎方面，內地市場大部分為散戶投資者，散戶投資者的交易在 2018 年佔 A 股市場成交額約 86%⁶⁰。機構投資者的參與度相對不高，可能會限制 ETF 一級市場交易活動的增長（即申購/贖回 ETF 單位），而這些交易活動有助減少 ETF 的價格相對其資產淨值的溢價或折讓（即盡量達到公平定價）。香港市場的環球機構投資者基礎可補足內地市場的投資者組合，支持內地 ETF 市場的發展。

反觀香港 ETF 市場，雖則已有多樣投資於內地與全球資產類別的產品，但內地資產類別範圍仍然較窄。以 A 股 ETF 為例，約半數的香港上市 A 股 ETF 均追蹤內地較受歡迎的 A 股指數——於 2019 年 6 月底的 25 隻 A 股 ETF 當中，有 8 隻追蹤滬深 300 指數，4 隻追蹤富時中國 A50 指數⁶¹。相比之下，內地 A 股不僅有追蹤大型指數的 ETF，亦有追蹤不同行業指數、股權結構及智慧型投資策略（如增長、價值、紅利等）的 ETF。若香港 ETF 市場能進一步提升產品組合的多元化（如透過准入內地 ETF 市場），將有助於吸引來自全球各地的新投資者。

交易活動方面，香港市場的 ETF 成交比較集中於為數不多的幾隻產品——在 2019 年上半年，五隻成交額最高的 ETF⁶²佔 ETF 總成交金額的 90%。內地投資者對不同資產類別的 ETF 投資取向可能有所不同。向內地投資者開放香港 ETF 市場或可促進香港 ETF 二級市場交易活動的增長。

⁵⁷ 資料來源：〈證監會 2018 年 ETF 論文〉。

⁵⁸ 資料來源：證監會的 2017 年及 2018 年〈資產及財富管理活動調查〉，載於證監會網站。（2018 年的報告簡稱為〈證監會 2018 年資產管理調查〉。）

⁵⁹ 資料來源：〈蓄勢待發：大中華 ETF 機遇〉(Ready to grow: ETF opportunities in Greater China)，載於 Brown Brothers Harriman 網站，2018 年 4 月。

⁶⁰ 資料來源：Mee, K. 與 G. Ralston，〈A 股市場的誘人特點〉(Compelling characteristics of the A-shares market)，載於 Schroders 網站的 Insight 頁面，2019 年 3 月 27 日。

⁶¹ 資料來源：香港交易所網站有關〈ETF 證券名單〉的網頁。

⁶² 包括五隻分別追蹤富時中國 A50 指數、滬深 300 指數、恒指及恒生國企指數的 ETF。資料來源：香港交易所。

由於內地與香港的產品及投資者具有互補性質，若內地與香港市場的互聯互通程度可擴展至 ETF 市場環節，或可滿足投資者不同的投資偏好、提升兩者的 ETF 一級及二級市場的流動性，更可進一步加強香港作為亞太區 ETF 樞紐的優勢（見第 3 節）。

3. 香港作為亞太區 ETF 發行及買賣樞紐的優勢

3.1 發行商在香港發行 ETF 的考慮事項

由於全球被動型投資的需求上升，香港 ETF 市場上發行商（即 ETF 管理人）的數目一直穩步增長。儘管激烈的競爭和不斷轉變的市況導致部分 ETF 管理人退出，其數目仍由 2008 年的 7 家上升到 2012 年的 21 家，再增至 2018 年的 27 家⁶³。香港 ETF 市場能吸引發行商的因素闡釋如下。

首先，香港擁有環球投資者基礎，其對 ETF 的需求與日俱增。香港資產及財富管理的資金於 2018 年有 62% 是來自環球投資者⁶⁴，包括那些將其亞太營運總部設於香港的跨國資產管理公司。這些環球投資者一直透過「滬港通」及「深港通」、「債券通」、以及 QFII 與 RQFII 計劃投資內地證券。市場對 A 股獲納入全球指數的樂觀情緒進一步加快資金的流入。除此之外，預料本地機構對 ETF 投資的需求也會上升。就如香港的養老金，當中強制性公積金（「強積金」）計劃的資產管理規模於 2018 年年底達 8,130 億元，平均每年資金流入約 400 億港元⁶⁵。強制性公積金計劃管理局（「積金局」）將 131 隻 ETF 以緊貼指數集體投資計劃的性質，納入了香港強積金計劃的投資範疇內⁶⁶。

其次，莊家數目逐步上升，有助支持市場的流動性。香港規定每隻 ETF 至少要有一名莊家（可以是自營交易商或投資銀行），而 ETF 莊家數目由 2008 年的 14 家增至 2012 年的 24 家，到 2018 年更進一步增至 33 家⁶⁷。莊家透過一級與二級市場之間的套戥活動獲利，也由此間接為 ETF 二級市場上的買賣提供更多流動性。莊家有責任於出現闊差價時輸入莊家盤，維時至少 3 分鐘。莊家盤的差價由 4 至 32 個價位不等，視乎個別 ETF⁶⁸。莊家必須於 90 秒內因應有關 ETF 輸入介乎 3 至 30 個價位的兩邊莊家盤，維時 3 分鐘。事實上，有些 ETF 通常按價位表上最窄的差價報價。市場參與者亦有建議將 ETF 價位表的價位收窄，這或可讓莊家提供更小差價的報價。莊家的這些責任有助順於市場調整期時所產生的大量贖回指示。例如內地股市在 2015 年調整，雖然市場出現大量贖回，但 ETF 管理人都能夠有序回應，毋須動用任何處理贖回的手段（如暫停贖回或贖回門檻）⁶⁹。

第三，「在亞洲市場買賣亞洲產品」的交易理念突顯香港在亞洲資產 ETF 方面的地理優勢。除了所處時區的優勢，香港的資產管理公司在亞太資產投資方面經驗豐富，超過 65% 於香港管理的資產於 2014 年至 2018 年間均投資於亞太地區⁷⁰。出於對沖需要，ETF 的流動性一般都會貼近可供相關資產買賣的市場。流動性愈高，ETF 的買賣差價（即交易成本）通常愈低。標的為國際市場資產相關的美國 ETF，由於相關市場於美國開市期間可能已收市，ETF 的買賣差價或會較大⁷¹。始終在相關市場開市期間，ETF 管理人及莊家可以在有關市場對沖風險，會較樂意

⁶³ 2008 年及 2012 年(5 月)的數字源自香港交易所於 2012 年 6 月 19 日一個關於 RQFII ETF 的講座中發表的簡報（見〈香港交易所主辦 RQFII ETF 講座〉，香港交易所 2012 年 6 月 19 日新聞稿）；2018 年（年底）數字來自香港交易所網站有關交易所買賣產品（證券名單）的網頁。

⁶⁴ 資料來源：〈證監會 2018 年資產管理調查〉。

⁶⁵ 資料來源：〈強積金計劃統計摘要〉，載於積金局網站，2018 年 12 月。

⁶⁶ 資料來源：積金局網站（2019 年 5 月 13 日資料）。

⁶⁷ 見註 63。

⁶⁸ ETP 分為 5 組（A 至 E）以釐定相關的莊家責任。在一 ETP 上市前，香港交易所會諮詢該 ETP 的發行商和莊家再劃定該 ETP 所屬組別。見香港交易所網站的資料文件「交易所買賣產品莊家安排」（只有英文版）（於 2019 年 6 月 26 日瀏覽）。

⁶⁹ 見〈證監會 2018 年 ETF 論文〉。

⁷⁰ 資料來源：〈證監會 2018 年資產管理調查〉。

⁷¹ 見 Hammond, O. H. 與 M. Lieder 〈破解 ETF 流動性的迷思〉（“Debunking myths about ETF liquidity”），載於摩根資產管理網站，2015 年 5 月。

出手支持 ETF 的流動性；否則，相關市場收市後，他們就要自行估計 ETF 的公平值。因此，亞洲資產的 ETF 在香港市場的流動性一般會較在歐美時區的市場好。

第四，便利市場的監管環境支持各類 ETF 產品發行。香港市場的監管機構——證券及期貨事務監察委員會（證監會）致力兼顧市場發展與投資者保障⁷²。為支持產品創新，證監會於 2016 年 2 月批准槓桿及反向產品的推出，以配合亞洲市場日益增長的需求。L&I 產品為經驗豐富及經常做買賣的投資者而設，作為短期投資的工具。為了避免過度風險，證監會把槓桿因子的上限定於兩倍，同時要求在發行文件的前端披露環節中包含事先警告的信息，以及採用跟 ETF 不同的產品名稱⁷³。自 2017 年 7 月起，證監會加快了投資基金的認可批核，將「簡單申請」及「複雜申請」的目標處理時間分別縮短至不超過 2 個月及不超過 6 個月⁷⁴。2019 年 1 月起，證監會更將認可範圍擴大至主動型 ETF⁷⁵。證監會亦於 2018 年 12 月公布了關於 UCITS 基金（包括在歐洲註冊成立的基金）的新條文，旨在為 2007 年起簡化了的跨境上市程序提供更為清晰的解釋⁷⁶。監管機構一方面推出市場發展的措施，同時亦制定了若干保障措施以保護 ETF 投資者的權益。例如證監會規定合成 ETF 產品需要在簡稱前加上記號「X」，並註以星號（*）附加中英文警示，同時規定合成 ETF 產品的股票抵押品至少為對手方所承擔的總風險的 120%⁷⁷。

3.2 支持香港 ETF 流動性的因素

首先，香港 ETF 一級和二級市場的流通性都非常高，而高流動性會吸引更多的交易。ETF 的平均每日成交金額由 2008 年的 18 億港元（佔證券市場總成交的 2.5%），上升一倍以上到 2018 年的 40 億元（佔證券市場總成交的 3.7%），若計及 L&I 產品，更達 44 億港元（佔證券市場總成交的 4.2%）（見圖 15）。相關資產的二級市場流動性一直保持充裕，可滿足 ETF 一級市場套利活動的需求。根據證監會一份研究報告⁷⁸，2012 年 6 月至 2017 年 6 月期間，恒指 ETF 於一級市場的交易並沒有抽走恒指成份股於二級市場在接近收市時（日終成交量）的流動性——一級市場交易佔恒指日終成交量⁷⁹的比例的中位數及第 90 百分位數分別僅為 1% 及 13%。同一研究也發現，高度流通的 ETF 市場有助減少 ETF 價格偏離資產淨值的幅度（溢價/折讓），約 80% 的香港上市 ETF 的溢價/折讓於 2013 年至 2017 年間都不超過 1%。

⁷² 香港批核 ETF 為「集體投資計劃」受證監會《單位信託及互惠基金守則》（「單位信託守則」）規管，獲批核的 ETF 只要符合《香港聯合交易所（聯交所）上市規則》第二十章的規定即可上市。

⁷³ 見《有關槓桿及反向產品的通函》（只有英文版）（*Circular on Leveraged and Inverse Products*），證監會發布，2016 年 2 月 5 日；《有關槓桿及反向產品的補充通函》（只有英文版）（*Supplemental Circular on Leveraged and Inverse Products*），證監會發布，2019 年 3 月 14 日；〈槓桿及反向產品與 ETF 有何分別？〉，載於《錢家有道》網站，2019 年 5 月 8 日。

⁷⁴ 見證監會《致證監會認可單位信託及互惠基金的管理公司的通函 - 推出試行優化基金獲得證監會認可後的申請程序》（只有英文版）（2017 年 6 月 30 日）。「複雜申請」指涉及新委任及/或改任主要營運商、證監會認可基金改變營運地點、證監會認可基金合併、證監會認可基金終止而涉及特定事宜或重大事宜及/或有關申請的政策影響者，其他的一概屬於「簡單申請」。

⁷⁵ 見《Asia ETF Roundup (Industry) — December 2018 and January 2019》，載於《晨星》網站，2019 年 2 月 14 日。

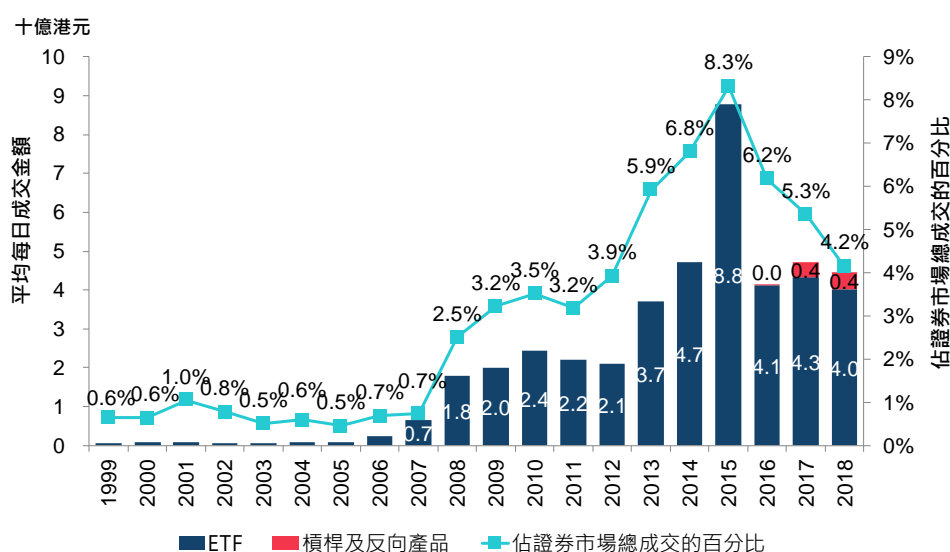
⁷⁶ 簡化了的跨境上市程序詳見〈證監會簡化專門性 UCITS III 基金的認可程序〉，載於證監會網站的新聞稿，2007 年 3 月 30 日。有關新條文的詳情見〈Hong Kong - The Revised Code On Unit Trusts And Mutual Funds〉，載於 *Conventus Law* 網站，2019 年 2 月 21 日。

⁷⁷ 見〈協助投資者識別合成 ETF 產品的新措施〉，證監會新聞稿，2010 年 11 月 18 日；〈為加強投資者保障而推行的本地合成 ETF 新措施〉，證監會新聞稿，2011 年 8 月 29 日。

⁷⁸ 資料來源：〈證監會 2018 年 ETF 論文〉。

⁷⁹ 「恒指日終成交量」是指恒指成份股於下午 3 時 30 分至下午 4 時 10 分的成交量（以金額計）。

圖 15：香港 ETF/L&I 產品的平均每日成交金額（1999 年至 2018 年）



註：L&I 產品於 2016 年 6 月推出。

資料來源：香港交易所歷年的《市場資料》。

其次，香港 ETF 市場的投資總成本(TCO)具競爭力，支持經該市場進行「在亞洲市場買賣亞洲產品」。按照香港交易所的資料顯示⁸⁰，ETF 投資的投資總成本包括交易成本（如買賣差價及經紀佣金）及持有成本（如投資者層面的稅項及與追蹤差異⁸¹的有關成本，包括管理費、交易費用以及於投資及基金層面的稅項）。在交易成本方面，香港政府自 2015 年 2 月起將豁免印花稅的優惠擴大至香港所有的 ETF 產品。除此以外，香港莊家享有交易成本優惠，可免繳聯交所的交易費（0.005%）以及證監會的交易徵費（0.0027%），便利其莊家活動。至於持有成本，稅項是關鍵之一，因為投資者回報多寡受三層稅項影響——投資層面、基金層面及投資者層面。事實上，有研究⁸²指出，香港逐步擴展的雙邊稅收協定網絡以及本地稅法，均有利於降低成本。同一研究報告總結，對於投資於日本股票及內地公司債方面，經香港 ETF 投資的稅務效益在主要市場中應為最高。

第三，香港 ETF 設多個貨幣櫃檯，便利資產管理人的配置。香港 ETF 能以多種貨幣交易，包括港元、人民幣及/或美元。於香港市場，以人民幣計價追蹤內地上市證券的 ETF 得以發行及買賣。香港交易所自 2012 年 8 月擴大其「人證港幣交易通」所支援的產品類別範圍後，以人民幣買賣的 ETF 的交投得以獲得支持⁸³。有些追蹤美國證券及環球指數的 ETF，除了以港元及人民幣交易外，還可使用美元進行交易，使投資者能採用不同貨幣交易，豐富了投資選擇。為進一步提高美元櫃檯的流動性，有市場參與者建議將美元櫃檯的價位表與港元櫃檯的價位表協調，又或允許市場偏離「一換一」規則（根據該規則，同一隻 ETF 的不同櫃檯的每單位資產淨值必須相同），以期收窄同一 ETF 於不同櫃檯之間的價位差異⁸⁴。

⁸⁰ 見《ETF 手冊》，載於香港交易所網站（於 2019 年 8 月 8 日瀏覽）。

⁸¹ 「追蹤差異」是指於特定期間內 ETF 與相關指數之間的回報差異。「追蹤誤差」則通常是指於特定期間內 ETF 與相關指數之間回報差異的標準差數值。

⁸² 資料來源：〈ETF 稅務報告 2019（香港）〉（只有英文版）（“ETF taxation report for investors 2019 (Hong Kong)”），香港交易所委託編制的報告，載於安永網站，2019 年。

⁸³ 見香港交易所通告〈於 2012 年 8 月 6 日擴大「人證港幣交易通」支援的產品類別〉（2012 年 7 月 30 日）。

⁸⁴ 在「一換一」規則下，美元櫃檯的價位相對於基金單位價格的百分比一般大於港元櫃檯，令為客戶提供跨櫃檯轉移服務的經紀擔心差價成本問題。

第四，香港的風險管理產品生態圈切合 ETF 投資者的需要。要對沖香港 ETF 的市場風險，市場上有按成交額計算的五大 ETF⁸⁵的股票期貨及期權可予買賣。投資者也可買賣恒指及恒生國企指數的指數期貨及期權，以及中華交易服務中國 120 指數及 MSCI 亞洲除日本淨總回報指數的指數期貨合約，用以對沖與香港、內地以及亞洲股票指數相關的 ETF 之市場風險。香港市場這些對沖工具的優點備受市場參與者認可，而他們建議進一步開發更多期貨及期權產品來對沖多元化的相關資產。至於黃金 ETF，香港市場提供以美元及人民幣（香港）計價的黃金期貨產品，可用以對沖金價波動的市場風險。若要對沖 ETF 的貨幣風險，香港市場則有可交收美元兌人民幣（香港）期貨及期權，以及歐元兌人民幣（香港）、日圓兌人民幣（香港）、澳元兌人民幣（香港）以及人民幣（香港）兌美元等現金結算期貨，可供投資 ETF 的港元、人民幣及美元櫃檯的投資者採用。

4. 總結

ETF 投資日益盛行。ETF 比互惠基金在投資方面的優點包括方便、具成本效益，其流動性和透明度也更高。亞太地區是環球眾多市場中增長最快的 ETF 市場，背後動力來自投資者（特別是內地投資者）對投資組合多元化的需求不斷上升。

內地的 ETF 市場近年增長迅速，以滿足內地投資者對分散投資的需求，其中又以追蹤內地指數的股本證券 ETF 以及貨幣市場 ETF 為主導。相對於 ETF，LOF 則提供主動型回報，但當中以追蹤在岸證券的混合策略基金為主。內地投資者愈益追求環球資產配置，並且越來越接受被動型投資的 ETF，而內地市場與環球資產相關的跨境 ETF 和 LOF 的供應卻不多，市場亦缺乏多種貨幣的投資選擇，這些都顯示內地投資者對參與香港 ETF 市場有潛在需求。

香港 ETF 市場可說是通向環球投資的門戶，特別是對內地投資者來說。香港 ETF 產品涉及環球市場多元化的相關資產類別，還有成熟的機構投資者基礎支持市場的流動性。這裡有來自世界各地的發行商與投資者，整個生態圈造就了香港 ETF 市場的發展。發行商可受惠於環球投資者的強勁需求、有效的莊家機制、「在亞洲市場買賣亞洲產品」的地利、監管環境相對便利等的優勢。對投資者來說，他們可在流動性高的一級和二級市場交易 ETF，稅務優越，還有多種貨幣買賣單位的選擇，以及相關風險管理工具配套齊備等的優點。

香港具備優勢擔當亞洲的 ETF 交易樞紐這個角色。香港 ETF 市場繼續脫穎而出，必須緊貼國際市場趨勢。市場優化措施可包括進一步涵蓋更多相關資產市場和支援產品創新，以切合投資者的不同需要。香港的 ETF 產品涵蓋領域甚廣，能滿足環球投資者的需要之外，還可切合內地投資者的潛在需求。與此同時，內地 ETF 涵蓋許多不同的內地資產，對環球投資者亦會有吸引力。若然內地與香港的 ETF 市場有機會互聯互通，將可令兩邊的 ETF 一級和二級市場投資者組合較為平衡。內地與香港的市場互聯互通若可再進一步，擴大至包括 ETF 範疇，定將有助擴闊兩邊市場的投資者基礎並提升流動性，有利雙方相互增長發展。

⁸⁵ 有關五大 ETF 資料見上文 2.3 節。

附錄：內地 ETF 及 LOF 與香港 ETF 的比較

特徵	內地 ETF	內地 LOF	香港 ETF
基金單位數目	可變動		
二級市場交易	可以 (交易時段內)		
莊家	通常有，但非強制要求	無	有 (強制要求)
融資融券 (融券容許賣空交易)	只限若干合資格基金		孖展 (融資) 交易無限制； 僅合資格 ETF 可賣空
大手 (大宗) 交易門檻	≥200 萬個單位 或 ≥ 200 萬元人民幣		無規模限制
二級市場結算	T 日證券交收； T+1 日現金結算		T+2 日
一級市場 (申購及贖回)	<ul style="list-style-type: none"> 實物及現金結算 僅限場內交易 面向所有投資者 高門檻 (例如最低 50 萬至 100 萬個基金單位) 	<ul style="list-style-type: none"> 現金結算 場內或場外交易 面向所有投資者 低門檻 (例如最低 1,000 個基金單位) 	<ul style="list-style-type: none"> 實物結算 僅限場外交易 僅面向參與經紀 (及 CCASS* 參與者) 高門檻 (例如最低 100 萬個基金單位)
成本	<ul style="list-style-type: none"> 管理費：資產淨值的 0.15%-0.8% 	<ul style="list-style-type: none"> 管理費：資產淨值的 0.1%-2.0% 	<ul style="list-style-type: none"> 總費率 (包括管理費)：資產淨值的 0.05%-0.99% 豁免印花稅 沒有股息預扣稅
透明度	資產淨值每 15 秒更新	資產淨值每日收市時更新	資產淨值每 15 秒更新
策略	一般是被動型	大多是主動型	一般是被動型，但亦可以是主動型和槓桿及反向產品

* CCASS 指香港交易所證券市場的中央結算及交收系統。

資料來源：上交所、深交所、香港交易所及 Wind。

備註

本研究報告參考了就 ETF 市場發展向香港 ETF 管理人諮詢所獲取的意見及反饋。

免責聲明

本文中的意見不一定代表香港交易所的立場。本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。過往表現並非未來表現的指標。本文的資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

