

香港交易所旗下結算所風險管理改革措施  
常問問題及香港交易所的回應  
2012年3月11日

背景資料

1. 為何要改革結算所的風險管理？

香港交易所的風險管理很久以前便需要改革。香港結算自 1992 年成立以來，其整體風險管理制度一直沿用至今，並沒有因應過往二十年的市場變化而作出重大調整。舉例說，當年保證基金設立之時，平均每日成交額僅為 30 億元，基金規模為 1.05 億元；到 2000 年時平均每日成交額已增至近 127 億元，而到 2011 年，平均每日成交額更比 1992 年大增 23 倍至 690 億元，但基金規模僅倍增至 2.45 億元。隨著市場成交量不斷增加，這樣的基金規模根本不足以應付市場需要。

2. 為何現在要急需改革結算所的風險管理制度？

除上述的背景已說明香港交易所的風險管理制度早應改革外，以下原因亦促使香港交易所需要迅速推行改革：

**2008 年全球金融危機一役**，促使全球各國政府、監管機構及金融機構紛紛採取多種保障措施，以提高資本充足水平及收緊風險管理措施。香港交易所也意識到必須強化本身機制才能緊貼全球不斷提升的標準。

**雷曼兄弟失責暴露了風險管理機制之不足**。香港交易所在雷曼失責事件中損失近 1.6 億元，保證基金只剩下 2.45 億元。當時雷曼的持倉甚至不在十大結算參與者之列；若當時失責的是規模更大的結算參與者，保證基金未必有能力填補虧損，香港結算或會面臨倒閉。

香港交易所認為，結算所在市場體系裏扮演重要的角色，其風險管理措施的穩健性對香港金融市場的長遠穩定與競爭力至為關鍵。因此，結算所風險管理改革不但有需要，更是刻不容緩。

3. 香港交易所認為這次改革為何能取得大部份經紀支持？

香港交易所認為有眾多原因促使經紀支持這次改革。

1. 市場認同香港急需加強抗震能力

首先，香港金融市場的長遠穩定和競爭力均對所有大小經紀息息相關。他們與香港交易所一樣重視市場持正運作及面對未來的「抗震」能力。他們亦認同香港結算作為主要金融市場中可靠的中央結算對手，需儘快提升其資本充足水平。

2. 市場同意採用「用者自付」原則

其次，大、小經紀也對標準按金制度及浮動保證基金建議中的「用者自付」原則表示歡迎。根據該原則，個別結算參與者須繳付與其風險水平相符的款項。此外，引入標準按金制將大大加強對結算參與者的保障；因為當個別結算參與

者失責時，其按金將成為結算所風險管理的第一道防綫，並減低其他非失責者需分擔相關損失的機會。

3. **香港交易所承擔部份改革成本，減輕經紀財政負擔**  
另一方面，小經紀歡迎香港交易所提出如按金豁免額及浮動保證基金豁免額等安排。這些安排將減輕改革對小經紀的額外財政負擔，故改革對小經紀的整體影響將相對輕微。
4. **市場同意香港急需提升市場風險管理措施至與國際水平看齊**  
最後，大經紀亦樂見香港交易所提升其風險管理措施至國際水平，他們均表示願意向結算所支付更能反映本身業務所涉及風險的供款額。

#### 4. 改革方案中有那些優惠措施幫助減輕結算所參與者的財務負擔？

香港交易所已計劃推出不同措施以紓減改革對各大、小經紀的影響。

##### 香港結算 — 引入按金豁免額

香港交易所會引入按金豁免額，每名香港結算的結算參與者以 500 萬元為限；亦會引入浮動保證基金豁免額，每名香港結算的結算參與者以 100 萬元為限。

每日平均約 80% 的香港結算參與者毋須支付按金或就浮動保證基金供款，約半數的香港結算參與者將完全不受新措施影響。

##### 期貨結算公司 — 分擔一半浮動儲備基金供款

香港交易所將透過期貨結算公司或然墊款資金（期貨結算公司或然墊款）分擔期貨結算公司參與者每日應付浮動儲備基金供款的 50%。

平均逾 90% 期貨結算參與者要支付 500 萬元或以下的額外浮動儲備基金。

##### 聯交所期權結算所 — 修訂抵押品假設

香港交易所將修訂聯交所期權結算所的抵押品假設，聯交所期權結算所平均約 85% 參與者因少付浮動儲備基金供款而受惠。

### 各項建議的概覽

#### 5. 這次改革有哪些主要措施？

主要改革措施包括：

- 在證券市場引入標準按金制度及浮動保證基金；
- 修改證券及衍生產品市場的壓力測試假設；
- 引入按金豁免額，每名香港結算的結算參與者以 500 萬元為限；
- 引入浮動保證基金豁免額，每名香港結算的結算參與者以 100 萬港元為限；及
- 透過期貨結算公司或然墊款，與旗下的結算參與者共同分擔每日應收取的浮動儲備基金，各佔 50%。

## 6. 改革措施對市場有哪些影響？

假設 2007 年 9 月至 2011 年 12 月（參考期）內已實施建議中各項措施，對市場的影響大致如下：

### 香港結算

其間每日平均約 80% 的香港結算參與者毋須支付按金或就浮動保證基金供款。約半數的香港結算參與者將完全不受新措施影響。

### 按金

- 可向香港結算全部結算參與者收取的按金平均每日增加約 7.52 億元（由 28 億元<sup>1</sup>增至 35 億元）。
- 佔市場比重首 10 名結算參與者需付的按金繳款有所改變，介乎減少 2,900 萬元至增加 2.01 億元。

### 浮動保證基金

- 可向香港結算全部結算參與者收取的浮動保證基金平均每日增加約 12 億元（現時為零元）。
- 佔市場比重首 10 名結算參與者需付的額外浮動保證基金供款介乎 4,400 萬元至 6,700 萬元。

### 期貨結算公司

- 平均逾 90% 期貨結算參與者要在參考期支付 500 萬元或以下的額外浮動儲備基金。
- 所有期貨結算參與者的浮動儲備基金供款總額平均每日增加約 2 億元（由 5.5 億元增至 7.5 億元）。
- 佔市場比重首 10 名結算參與者平均要額外支付 800 萬元至 1,800 萬元的浮動儲備基金供款。

### 聯交所期權結算所

- 平均約 85% 聯交所期權結算參與者將因少付浮動儲備基金供款而受惠。
- 所有聯交所期權結算參與者的浮動儲備基金供款平均每日減少約 2.47 億元（由 6.49 億元減至 4.02 億元）。
- 佔市場比重首 10 名結算參與者平均可減少浮動儲備基金供款總額 800 萬元至 5,300 萬元不等。

---

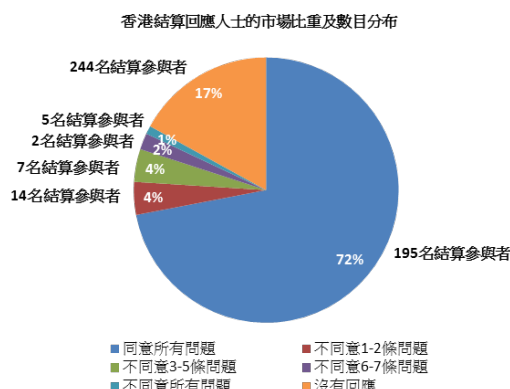
<sup>1</sup> 儘管香港結算現時並沒設有標準按金機制，但其會向若干持有大額倉盤的結算參與者收取額外抵押品，以免保證基金因大規模的失責而蒙受重大損失。

整體市場回應

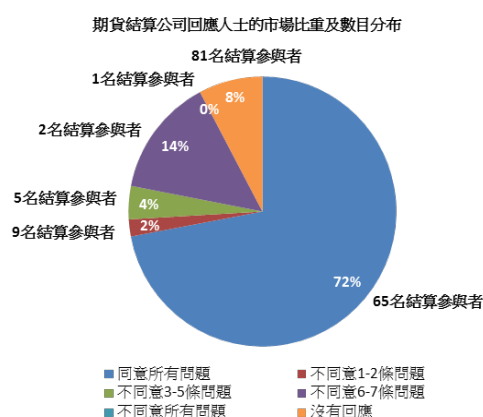
7. 就《諮詢文件》的建議，市場整體回應如何？

香港交易所是次諮詢得到市場積極回應，共收回 626 份回應意見，這些意見來自包括結算參與者、專業及業界組織、市場從業員以及個別人士，當中 273 份是香港結算、期貨結算公司或聯交所期權結算所<sup>2</sup>的結算參與者提交的回應。由於得到市場大力支持，香港交易所將推行於 2011 年 7 月刊發的《諮詢文件》中所提出的各項建議。以下是各結算所的參與者之回應分析：

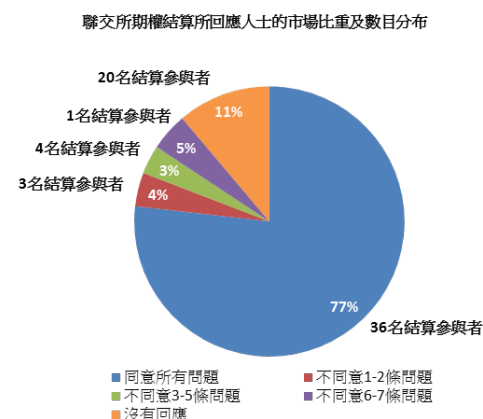
- 香港結算全部 467 名結算參與者中，有 223 名回應《諮詢文件》，佔市場比重<sup>3</sup>約 83%（按數目計則佔 48%）。而表示全力支持所有建議的結算參與者佔市場比重 72%（按數目計則佔 42%）。



- 期貨結算公司全部 163 名結算參與者中，有 82 名回應《諮詢文件》，佔市場比重<sup>4</sup>的 92%（按數目計則佔 50%）。而表示全力支持所有建議的結算參與者佔市場比重 72%（按數目計則佔 40%）。



- 聯交所期權結算所全部 64 名結算參與者中，有 44 名回應《諮詢文件》，佔市場比重<sup>4</sup>的 89%（按數目計則佔 69%）。而表示全力支持所有建議的結算參與者佔市場比重 77%（按數目計則佔 56%）。



<sup>2</sup> 香港結算（香港中央結算有限公司）為香港交易所旗下的證券結算所。期貨結算公司（香港期貨結算有限公司）為香港交易所旗下的期貨及期權結算所。聯交所期權結算所（香港聯合交易所期權結算所有限公司）為香港交易所旗下的股票期權結算所。

<sup>3</sup> 市場比重指回應人士佔截至 2011 年 9 月 30 日止九個月市場總成交的比重。

<sup>4</sup> 市場比重指回應人士佔 2011 年 9 月 30 日當天市場總按金要求的比重。

## 主要回應

### 8. 雖然諮詢回應意見均十分支持有關建議，但回應人士最關注的是甚麼？香港交易所又會怎樣處理？

回應人士的關注有：

#### a) 准許保證基金及儲備基金供款計入《證券及期貨條例》下的《財務資源規則》所界定的速動資金

幾乎所有回應人士都大力支持保證基金及儲備基金供款應計作速動資金，以減輕資金要求的負擔。

香港交易所正就此建議的可行性積極與證券及期貨事務監察委員會（證監會）商討。香港交易所已提供資料給證監會分析，又與證監會商討如何進一步提高這些供款的流動性，包括改善相關的收款及退款機制。

#### b) 香港結算應提高按金豁免額水平

十七名結算參與者、三個業界組織及三名個別人士回應者建議香港結算以暫時或永久方式，進一步增加按金豁免額，以減輕結算參與者的財政負擔。

根據香港交易所的分析，建議中的 500 萬元按金豁免額已可在參考期內免却約平均 80%的結算參與者的按金要求。香港交易所認為此按金豁免額水平適當，可為市場提供實質援助。此外，香港交易所的分析亦顯示，在現時市場中，佔市場比重較大的結算參與者之間的規模差異很大，因此進一步增加按金豁免額只會為市場帶來有限度的額外好處；舉例說，按金豁免額倍增至 1,000 萬元也只能豁免多 6%的結算參與者免繳按金。香港交易所不認為這是有效率使用財政資源的方法。同時香港交易所亦作出多方面改善建議，以進一步減少結算參與者的按金責任。

#### c) 香港結算收取按金的貨幣應有彈性

十六名結算參與者及一名個別人士回應者建議，即使參與者有以不同貨幣計價的持倉，該等持倉的按金要求可轉換成單一合資格貨幣，以繳付予香港結算。

經考慮回應人士的要求後，香港結算計劃修訂建議，讓結算參與者可選擇以其持倉原來的交易貨幣，或從其他合資格貨幣中選定一種繳付按金。

9. 除標準按金制度外，若按金率是根據結算參與者的財政實力、信貸評級及持倉大小比例而釐定是否會更合適？

香港交易所的建議是基於「用者自付」的原則制定，即是說風險管理供款與個別結算參與者的風險水平掛鈎。即使採用標準按金率，風險較高的結算參與者仍須支付較高的按金。

建議中的按金計算方法列出計算按金的基準，但適用於個別結算參與者的按金率可按需要上調以管理特定情況的額外風險。況且，香港結算尚有一系列其他風險管理措施，有需要時可用以減低結算參與者的額外風險。這些風險管理措施可用以處理特別情況，亦比較有效。例如，若結算參與者執行了一宗涉及非流通股票的大額交易，香港結算可以要求該結算參與者呈交額外抵押品。這項抵押品要求只針對相關持倉，交收後即會取消額外抵押品的要求。又如結算參與者有內部監控或交收問題，香港結算亦可徵收額外抵押品。

基本按金率與額外風險管理措施二者並用，也是其他主要結算所的普遍做法。

10. 部分結算參與者指，若將現貨市場的交收周期由 T+2 縮減至 T+1，即可減低風險，而市場須支付的按金及浮動保證基金水平當可相應調低。香港交易所是否考慮過此建議？

現行的 T+2 交收安排可讓投資者有足夠時間於兩日交收周期內完成交易後的必要運作。這對於在不同時區透過不同中介機構進行交易的海外投資者尤其重要。根據香港交易所發布的《現貨市場交易研究調查 2010/11》，海外投資者佔香港市場成交總額 46%，而 69%海外投資者來自歐美。因此，進一步縮短現行的 T+2 交收周期安排對大部分海外投資者而言並不可行。綜觀其他國際結算所的做法，現行 T+2 交收周期已是主要國際市場中最短。

11. 在期貨結算公司或然墊款上，是否應向期貨結算公司結算參與者提供浮動儲備基金豁免額，做法類似於香港結算的浮動保證基金豁免額？又或是以浮動儲備基金豁免額取代或然墊款？

在制定每家結算所的資金支援模式建議時，香港交易所都有考慮到每家結算所的獨有特徵和有關的參與者數目。香港交易所相信，浮動保證基金豁免額可向絕大部分香港結算的結算參與者提供有效紓緩而又不致構成太高風險；但對大部分期貨結算公司結算參與者來說，期貨結算公司或然墊款之設立對減輕其日常速動資金負擔會來得更有意義。在期貨結算公司或然墊款之外再向每家期貨結算公司結算參與者提供浮動儲備基金豁免額，並不符合最有效運用香港交易所財務資源的原則。

12. 香港交易所在諮詢後修訂原有建議的對策可怎樣減輕結算參與者的財政負擔？例如，可否減少須支付按金或向浮動保證基金供款的香港結算的參與者數目？可否令更多期貨結算公司結算參與者和聯交所期權結算所的參與者減少向浮動儲備基金供款？

減輕財政或營運負擔的程度要視乎結算參與者的業務性質及他們是否選擇採納若干措施而定。因此，受惠程度會各有不同。

香港交易所預期部分修訂對策可減輕結算參與者的經費負擔：

- 舉例而言，香港交易所明白結算參與者未交收持倉按市價計值後可能有順差額。為減輕按金制度對香港結算參與者的額外負擔，香港交易所建議可讓結算參與者使用其未交收持倉計算出來的順差額來抵銷其按金要求。
- 此外，香港交易所亦計劃容許從交收日提早提出股票所須的預先繳付現金中扣減有關股票已收取的按金。此舉可減低採用這選擇的結算參與者所須預先繳付的現金。

香港交易所亦預期其他完善措施可提高參與者的資金及營運效率：

- 以香港結算為例，原先的建議是以交易貨幣收取按金，最新修訂則讓結算參與者可選擇以其持倉原來的交易貨幣，或從其他合資格貨幣中選定一種以繳付按金。
- 同樣，部分結算參與者要求接納使用非現金抵押品繳付按金及差額繳款要求。現時香港結算容許使用銀行擔保，這將可讓結算參與者在資金、特別是現金運用上更具彈性。

衍生產品市場方面，期貨結算公司及聯交所期權結算所正研究在計算其「以資本額釐定的持倉限額」時，儲備基金供款也計作速動資金。該項安排如獲通過，期貨結算公司及聯交所期權結算所的結算參與者均可受惠，因為維持同一水平的「以資本額釐定的持倉限額」所需的營運資金將可減少。

## 實施

13. 實施時間表是怎樣的？

關於聯交所期權結算所的抵押品假設的修訂建議暫定於 2012 年第二季推行。其他建議則預計待所需系統提升準備就緒後，於 2012 年第三季實施。

實施改革前，香港交易所會展開一連串的溝通活動，當中包括簡介會、通告、按金及浮動保證基金模擬報告，以確保結算參與者對是次改革在規則、運作程序及系統方面的各項改變有更實質的理解。