

諮詢總結

香港交易所旗下結算所的 風險管理改革措施

2012年3月



Hong Kong Exchanges and Clearing Limited
香港交易及結算所有限公司

目錄

	頁次
摘要	2
甲部：引言	3
乙部：市場回應	5
建議 1：修改香港交易所的壓力測試假設	7
建議 2：推出香港結算按金制度及浮動保證基金	11
建議 3：修改期貨結算公司儲備基金的計算方法	19
建議 4：修改聯交所期權結算所儲備基金的計算方法	24
其他具體意見	25
丙部：總結與實施計劃	27
附錄	
附錄一：回應人士名單	28
附錄二：詞彙	31

摘要

1. 香港交易所早前就建議修改壓力測試方法以及結算所的財政資源是否足以履行其作為中央結算對手的職責而諮詢公眾意見，本文件為這次諮詢的結果。
2. 香港交易所共收到 626 份來自結算參與者、專業及業界組織、市場從業員及個別人士的回應意見，當中 273 份來自香港結算、期貨結算公司或聯交所期權結算所的結算參與者¹。
3. 香港結算全部 467 名結算參與者中，有 223 名回應諮詢，佔市場比重約 83%。共有佔市場比重 72%的結算參與者表示全力支持所有建議。
4. 期貨結算公司全部 163 名結算參與者中，有 82 名回應諮詢，佔市場比重 92%。共有佔市場比重 72%的結算參與者表示全力支持所有建議。
5. 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，佔市場比重 89%。共有佔市場比重 77%的結算參與者表示全力支持所有建議。
6. 由於得到市場大力支持，香港交易所將一一推行所建議的各項結算所風險管理改革措施。
7. 因應回應人士提出的部分關注，有關香港結算的建議將作出以下修訂：
 - a) 接納結算參與者將客戶預付的交收款項以指定現金抵押品方式存放在香港結算。結算參與者以指定現金抵押品作備兌的未交收持倉將毋須計算按金；
 - b) 容許使用順差額（經扣除在按市價計值過程中計算所得的逆差額繳款）以抵銷按金要求；
 - c) 持有多種幣值的未交收持倉的結算參與者可選擇以單一合資格貨幣支付按金；
 - d) 容許使用已收的相關股票按金扣減於交收日提早提出股票所需的預先繳付現金；
 - e) 准許用銀行擔保繳付不超過 50%的按金及差額繳款要求，但須受香港結算的銀行擔保接納政策約束；及
8. 在衍生產品結算所方面，香港交易所亦正研究其他方法以進一步減輕結算參與者在速動資金方面的負擔。我們正考慮在期貨結算公司及聯交所期權結算所各自規則中計算現時的有關「以資本額釐定的持倉限額」時，將儲備基金供款亦計作速動資金。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。
9. 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。
10. 香港交易所現正就將浮動保證基金及浮動儲備基金也計算入《證券及期貨條例》《證券及期貨（財政資源）規則》所界定的速動資金一事積極與證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）商討。我們已提供資料給證監會進行分析，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。

¹ 三家結算所的結算參與者交回的問卷數目（共 273 份）少於香港結算回應人士（223 名）、期貨結算公司回應人士（82 名）及聯交所期權結算所回應人士（44 名）的總和，因為部分結算參與者同時是兩家或以上結算所的參與者，但計算個別結算所的統計數字時則分開計算。

甲部：

引言

11. 香港交易所於 2011 年 7 月 8 日刊發《香港交易所旗下結算所的風險管理改革措施的諮詢文件》（《諮詢文件》），建議就旗下結算所的風險管理措施作出以下修訂：

結算所	建議修訂
所有結算所	<ol style="list-style-type: none">1. 對手失責的假設：<ul style="list-style-type: none">▪ 刪除現行假設中有關 30% 虧蝕倉盤的內容；及▪ 採用單一最大結算參與者及第五大結算參與者失責的假設
香港結算	<ol style="list-style-type: none">1. 價格變動的假設：<ul style="list-style-type: none">▪ 證券：$\pm 22\%$（除結構性產品的價格變動將保持在 100% 不變）2. 財政資源：<ul style="list-style-type: none">▪ 採取按波幅計算的按金方法，最低按金率定為 5%▪ 引入浮動保證基金3. 按金及浮動保證基金豁免額：<ul style="list-style-type: none">▪ 引入按金豁免額，每名結算參與者以 500 萬港元為限▪ 引入浮動保證基金豁免額，每名結算參與者以 100 萬港元為限
期貨結算公司	<ol style="list-style-type: none">1. 價格變動的假設：<ul style="list-style-type: none">▪ 恒生指數（「恒指」）期貨及期權：$\pm 20\%$，實施三年後檢討▪ 恒生中國企業指數（「恒生國企指數」）期貨及期權：$\pm 20\%$2. 抵押品假設：<ul style="list-style-type: none">▪ 儲備基金的每日計算中，不包括假定將會收到的追收即日按金3. 期貨結算公司的或然墊款資金（「期貨結算公司或然墊款」）：<ul style="list-style-type: none">▪ 引入期貨結算公司或然墊款，規模相當於浮動儲備基金的 50%
聯交所期權結算所	<ol style="list-style-type: none">1. 價格變動的假設：<ul style="list-style-type: none">▪ 股票期權：$\pm 22\%$2. 抵押品假設：<ul style="list-style-type: none">▪ 儲備基金的每日計算中，計入風險按金及剩餘資金

12. 有關《諮詢文件》的詳情，請閱覽：
http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/Documents/cp201107_c.pdf

13. 香港交易所在《諮詢文件》中透過八條問題諮詢市場對建議修訂旗下結算所風險管理措施的意見。下文乙部各節的副標題將會再列出有關問題。

-
14. 諮詢期內，香港交易所共進行 102 次「單對單」面談及為經紀安排 7 場研討會，闡釋各項建議及收集市場參與者的意見，又與 4 個經紀業界組織合辦會議及研討會，了解本地經紀業界的看法。
 15. 諮詢期於 2011 年 10 月 28 日結束。香港交易所共收到 626 份回應意見。附錄一載有《諮詢文件》回應人士名單。回應意見的全文登載於 http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/responses/cp201107r_c.htm。主要回應意見及香港交易所的意見載於乙部，應連同《諮詢文件》一併閱覽。
 16. 根據諮詢期內與結算參與者的討論及收集到的意見，我們對建議作出多項修改。總結與實施計劃載於丙部。
 17. 我們在此感謝所有在諮詢期間提出寶貴意見及見解的人士。

乙部： 市場回應

總覽

18. 我們共收到 626 份回應《諮詢文件》的意見：

- a) 288 份回應意見來自機構，包括：(i)香港結算、期貨結算公司及聯交所期權結算所的結算參與者（273 份）；(ii)經紀業界組織（3 份）；(iii)專業團體（2 份）；及(iv)其他非結算參與者的機構，如基金管理公司及經紀行（10 份）。回應人士對八條問題的回應立場如下：

表 1：機構對各條問題的回應立場

機構	問題 1	問題 2	問題 3	問題 4	問題 5	問題 6	問題 7	問題 8
同意	258	256	256	252	210	207	168	197
不同意	18	20	21	27	8	13	0	3
中立 ²	12	12	11	9	70	68	120	88
機構合計	288	288	288	288	288	288	288	288

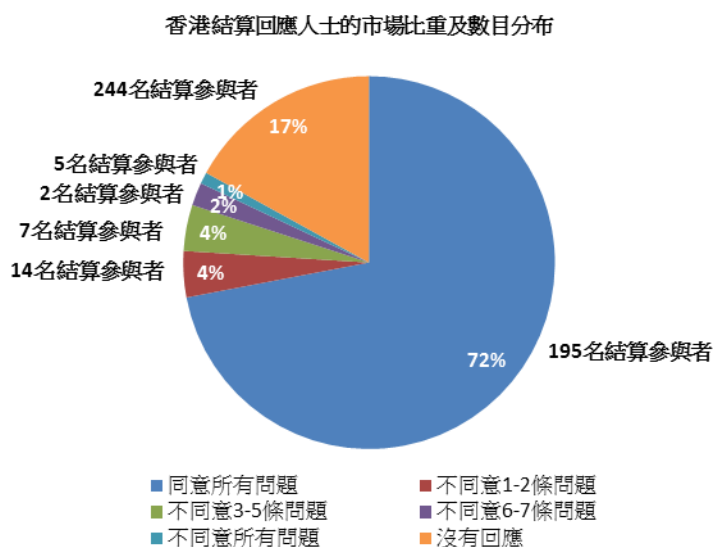
- b) 338 份為個人回應，大部分為結算參與者的僱員或管理層。回應人士對八條問題的回應立場如下：

表 2：個別人士對各條問題的回應立場

個別人士	問題 1	問題 2	問題 3	問題 4	問題 5	問題 6	問題 7	問題 8
同意	329	325	324	323	304	306	93	292
不同意	5	5	7	7	3	2	4	1
中立 ²	4	8	7	8	31	30	241	45
個別人士合計	338	338	338	338	338	338	338	338

19. 以下是三家結算所各自的結算參與者回應分析：

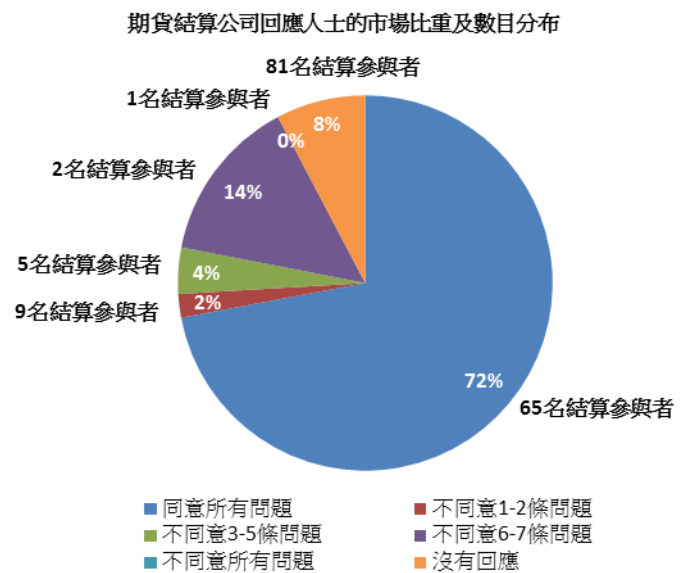
- a) 香港結算全部 467 名結算參與者中，有 223 名回應《諮詢文件》，佔市場比重³約 83%（按數目計則佔 48%）。佔市場比重 72%的結算參與者（按數目計則佔 42%）表示全力支持所有建議。



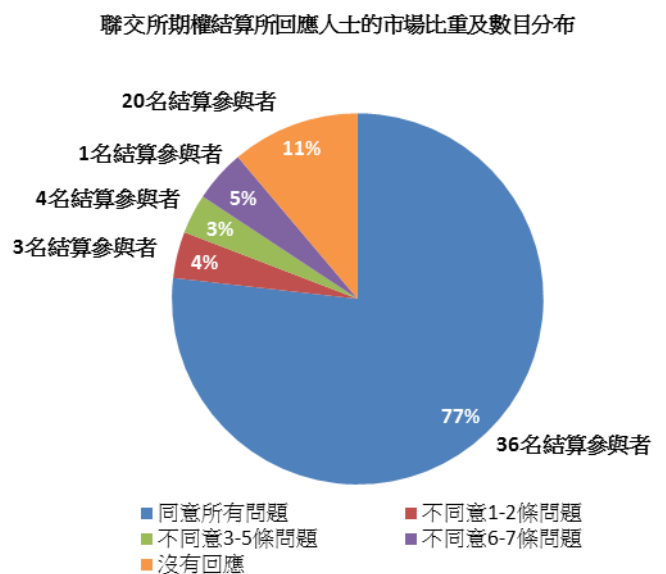
² 中立指結算參與者表示其立場中立或沒有回應。

³ 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。

- b) 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⁴的 92%（按數目計則佔 50%）。佔市場比重 72%的結算參與者（按數目計則佔 40%）表示全力支持所有建議。



- c) 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⁴的 89%（按數目計則佔 69%）。佔市場比重 77%的結算參與者（按數目計則佔 56%）表示全力支持所有建議。



⁴ 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。

建議 1：修改香港交易所的壓力測試假設

問題 1：修改價格變動的假設

閣下／貴公司是否支持有關壓力測試中所用的價格變動假設的修訂建議？請說明原因，並提供任何其他相關建議或意見。

20. 我們在《諮詢文件》中建議採用一套以過往最波動的價格變動為基礎的假設，應用於香港結算及聯交所期權結算所的市場，期貨結算公司方面則稍作修改：

表 3：建議的價格變動假設

結算所	主要市場	建議的價格變動假設	最波動期間的最極端價格變動
香港結算	證券（除了結構性產品的價格變動將保持在 100%不變）	±22%	-21.75% (1989 年 6 月 5 日)
期貨結算公司	恒指期貨及期權	±20% (額外評估±25%)	+24.8% (1997 年 10 月 29 日)
	恒生國企指數期貨及期權	±20%	+15.92% (2008 年 9 月 19 日)
聯交所期權結算所	股票期權	±22%	-21.75% (1989 年 6 月 5 日)

21. 262 名回應此問題的結算參與者中，93% 表示同意修改壓力測試中所用的價格變動假設的建議，佔香港結算、期貨結算公司及聯交所期權結算所的市場比重分別是 72%、71% 及 81%。99% 的個別人士及所有非結算參與者的機構亦支持這項建議。

表 4：問題 1 的回應人士數目及結算參與者市場比重分布

	回應人士數目			佔回應人士數目百分比		支持建議的回應人士佔市場比重百分比		
	同意	不同意	合計	同意	不同意	香港結算	期貨結算公司	聯交所期權結算所
結算參與者	244	18	262	93%	7%	72%	71%	81%
非結算參與者	14	0	14	100%	0%			
個別人士	329	5	334	99%	1%			
合計	587	23	610					

具體意見

22. 雖然大多數回應人士表示支持《諮詢文件》所建議的價格變動假設水平，但當中一些回應人士對應如何釐定價格變動的假設持有不同的意見。

價格變動假設應以其他方式釐定

23. 收到的回應：16 名結算參與者及一名個別人士建議使用其他方法釐定價格變動假設。有關建議包括：
- a) 升／跌市用不同的價格變動假設；
 - b) 不同的一籃子證券採用不同的價格變動假設；
 - c) 設立一個限定數據期，以期內的歷史價格變動為基準，例如：一名結算參與者建議僅用最近 15 年的數據；及
 - d) 剔除若干價格數據。例如：一名結算參與者建議剔除極罕見情況（如 2008 年金融危機）的極端價格變動，不過也有一名結算參與者質疑剔除 1987 年大跌市背後的理據。
24. 香港交易所的回應：CPSS 與 IOSCO 技術委員會《對中央結算對手的建議準則》（2004 年 11 月）（《IOSCO 建議準則 2004》）訂明，在界定壓力測試假設時，「中央結算對手應判斷何為『極端但不無可能』的市況。所評估的市況應包括有關中央結算對手所服務的市場曾經歷過最波動的期間。」在我們與監管機構一同研究釐定應使用的價格變動假設適當水平時，我們均同意遵循簡單、審慎及客觀的原則。因此，我們參照各個市場歷來最波動的期間來制定建議中的價格變動假設。
25. 考慮價格變動假設時不包括 1987 年大跌市一役，是考慮到當時恒指及恒指期貨市場分別暴跌 33% 及 44%，有部分原因其實是受香港市場停市四日拖累，而日後再有類似情況的機會相信極微，故香港交易所及其監管機構協定剔除此個案。至於剔除 2008 年金融危機中最惡劣的價格變動之建議則可謂並不相干，因為 2008 年的最大價格變動為 14.35%，比建議中的價格變動假設還低。

價格變動假設應調低或保持不變

26. 收到的回應：11 名結算參與者及一名個別人士建議將價格變動假設調低或保持不變，主要是憂慮修訂會對結算參與者帶來負面財政影響。
27. 香港交易所的回應：現時各個市場±20%的價格變動假設並未如《IOSCO 建議準則 2004》所述反映過往的極端市況。雖然價格變動假設必需要貼近國際標準，但香港交易所亦十分關注改革可能對市場帶來的影響。是故香港交易所在全盤審視過對市場的影響後，提出了多項減輕結算參與者負擔的建議措施（如按金及浮動保證基金豁免額以及期貨結算公司或然墊款）。

問題 2：修改香港交易所對手失責的假設

閣下／貴公司是否支持壓力測試中所用的對手失責假設的修訂建議？請說明原因，並提供任何其他相關建議或意見。

28. 我們在《諮詢文件》中建議(i)刪除使用 30%虧蝕倉盤作為對手失責假設；及(ii)採用單一最大結算參與者及第五大結算參與者失責作為對手失責假設。
29. 262 名回應此問題的結算參與者中，92%表示同意修改壓力測試中所用的對手失責假設的建議，佔香港結算、期貨結算公司及聯交所期權結算所的市場比重分別是 75%、73% 及 81%。98%的個別人士及所有非結算參與者機構亦支持這項建議。

表 5：問題 2 的回應人士數目及結算參與者市場比重分布

	回應人士數目			佔回應人士數目百分比		支持建議的回應人士佔市場比重百分比		
	同意	不同意	合計	同意	不同意	香港結算	期貨結算公司	聯交所期權結算所
結算參與者	242	20	262	92%	8%	75%	73%	81%
非結算參與者	14	0	14	100%	0%			
個別人士	325	5	330	98%	2%			
合計	581	25	606					

具體意見

30. 儘管回應人士非常支持刪除使用 30%虧蝕倉盤作為對手失責假設的建議，但對於應採用單一名最大結算參與者、兩名最大結算參與者又或其他組合作為失責假設，則有不同意見。

應僅假設單一名最大結算參與者失責

31. 收到的回應：數名結算參與者認為採用單一名最大結算參與者作為對手失責假設已足夠，因為(i)此方法現時符合 IOSCO 2004 的最低標準；(ii)擔心會增加結算參與者的財政負擔；及(iii)牽涉不只單一名最大結算參與者的失責事件發生機會不大。
32. 香港交易所的回應：根據《IOSCO 建議準則 2004》第 4.5.2 段，「……市場出現失責事件的市況亦會對其他參與者……造成壓力，而失責本身亦傾向提高市場波幅，從而進一步增加壓力。」因此，「中央結算對手的規劃應考慮兩個或以上參與者於短時間內失責，以致合計要面對承擔較單一最大風險更嚴峻的風險的可能。」
33. 與此同時，收緊風險管理措施是全球大勢所趨。事實上，CPSS 與 IOSCO 的《金融市場基礎設施原則諮詢報告》（2011 年 3 月）（《IOSCO 諮詢報告 2011》）就建議將單一最大結算參與者失責的假設提高為在極端但不無可能的市況下有機會造成最大總信貸風險的兩名參與者及其聯屬人士。
34. 對比國際的結果亦顯示，許多海外市場的壓力測試假設已超出《IOSCO 建議準則 2004》所述單一最大結算參與者失責假設的最低要求。我們擬緊貼最佳常規，並在適當情況下超越國際準則的最低要求。

應採用其他方法釐定對手失責的假設

35. 收到的回應：九名結算參與者及一名個別人士表示，不完全清楚為何要將第五大結算參與者失責加入最大結算參與者失責假設中。16 名結算參與者及 1 名個別人士提出多個不同的對手失責假設組合供我們考慮：
- 用最大結算參與者失責為基礎，再以有關規模的 1.2 至 1.5 倍作為計算數字；
 - 以所有其他對手風險（不包括最大者）的算術平均數取代第五大；
 - 採用第十大結算參與者而非第五大結算參與者，以在風險管理與減輕結算參與者負擔之間取得平衡；
 - 取一組結算參與者的平均數（譬如第二至第十大結算參與者的平均數；第十、第二十及第三十大結算參與者的平均數）；及
 - 假設 A、B 及 C 三組⁵每組一名結算參與者失責。
36. 香港交易所的回應：從上述所見，結算參與者失責假設可有不同的組合。事實上，我們對比國際的研究亦顯示全球結算所各有不同的失責假設組合，並無單一主導方法。本地監管機構強烈建議我們在壓力測試計算中多加一名「適當大規模的結算參與者」。我們與證監會就何謂「適當大規模的結算參與者」討論多時，最後共識是採用第五大結算參與者的失責。

壓力測試應假定兩名最大結算參與者失責

37. 收到的回應：七名結算參與者建議香港結算的壓力測試要假設兩名最大結算參與者失責，因為這才是較保守的計量方法。數名結算參與者表示，許多中央結算對手均已採用兩名最大結算參與者失責進行壓力測試。
38. 香港交易所的回應：假設兩名最大結算參與者失責無疑會得出較保守的預測損失，但香港交易所也很關注若採用這假設會對市場有何財務影響。在《IOSCO 諮詢報告 2011》尚未發布總結之際，香港交易所與證監會認為假設最大加第五大結算參與者失責已經足夠。我們會密切留意國際準則及旗下市況的變動，從而作出適當的改進。

⁵ A 組經紀為市場比重排名第 1 至 14 位者、B 組經紀為排名第 15 至 65 位者，C 組經紀為排名第 66 位或以後者。

建議 2：推出香港結算按金制度及浮動保證基金

問題 3：推出香港結算按金制度

閣下／貴公司是否同意香港結算推出按金制度的建議？請說明原因，並提供任何其他相關建議或意見。

39. 在《諮詢文件》中，我們建議採取按波幅計算的按金措施。按金措施是採用風險值模式，依據過去 90 個交易日的數據以幾何級加權移動平均法計算在正常市況及 99.73%的置信水平下的最大虧損。
40. 217 名回應此問題的香港結算的結算參與者中，93%表示同意香港結算所建議的按金制度。同時，非香港結算參與者的期貨結算公司參與者及聯交所期權結算所參與者中有 91%贊成此建議。98%個別人士及 86%非結算參與者的機構亦贊成建議。支持推出香港結算按金制度的香港結算的結算參與者佔現貨市場的比重為 78%。

表 6：問題 3 的回應人士數目分布

	回應人士數目			佔回應人士數目百分比	
	同意	不同意	合計	同意	不同意
香港結算的結算參與者	202	15	217	93%	7%
非香港結算的結算參與者	42	4	46	91%	9%
非結算參與者	12	2	14	86%	14%
個別人士	324	7	331	98%	2%
合計	580	28	608		

具體意見

41. 大比數的回應人士同意有需要在現貨市場推出標準按金制度。多數回應人士贊同按金制度「用者自付」的原則。許多人士也清楚現有的財務資源或不足以應付日後可能出現的嚴重失責。數名回應人士甚至建議較高的按金率，使結算參與者要以浮動保證基金供款來彌補其他結算參與者失責損失的程度可以減少。由於建議對很多香港結算參與者來說是一個嶄新的概念，因此《諮詢文件》八條問題中，此為最多回應意見的一題。

結算參與者應可將按金轉嫁客戶

42. 收到的回應：八名結算參與者、一個業界組織及數名個別人士建議結算參與者應可將香港結算收取的按金轉嫁予其客戶，並用向客戶收來的按金履行其對香港結算的按金責任。
43. 香港交易所的回應：就我們與證監會的討論顯示，結算參與者將按金轉嫁予其客戶牽涉到許多監管上的限制。我們建議結算參與者就個別安排與證監會澄清。
44. 完善建議：我們亦已進一步研究，若接納結算參與者的客戶於交收日前已預付交收金額，可如何減少對結算參與者的資金要求。我們建議容許結算參與者將客戶預付的交收金額以指定現金抵押品形式存入香港結算。當計算結算參與者的按金時，結算參與者未交收的持倉若有指定現金抵押品備兌，相關持倉將可免付按金。此外，若結算參與者未交收的短倉在交收日前已收到客戶的相關股票，我們會接受該結算參與者將這些證券以指定股票抵押品形式存入香港結算。計算相關結算參與者的按金時，這些備兌短倉將可免付

按金。接受指定現金及股票抵押品須符合香港結算推出按金制度前於《中央結算系統一般規則》及《中央結算系統運作程序規則》的修訂條文載列的具體安排。

45. 我們認為指定現金及股票抵押品可有效減低合資格結算參與者的按金要求。

按金率應按結算參與者的實力及業務性質釐定

46. 收到的回應：10 名結算參與者、一個業界組織及一名個別人士認為，按金率應按結算參與者的財政實力、信貸評級、業務性質、交收紀錄及內部監控釐定。數名回應人士（包括一個業界組織）亦建議採用累進式按金率，使應用的按金率與結算參與者的持倉大小比例匹配。
47. 香港交易所的回應：雖則是次提出的風險管理改革建議並非為要徹底解決上述的風險因素，但我們同意結算參與者的獨有情況如財政實力、業務性質或內部監控的效率等均會影響其整體風險狀況。
48. 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，我們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。
49. 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。

按金率應按個別證券波幅釐定

50. 收到的回應：建議的按金計算方法以單一按金率用於不同證券。五名結算參與者建議個別證券或不同的一籃子證券應採用不同按金率。
51. 香港交易所的回應：我們原則上同意按金率應反映相關證券的風險，故不同證券採用不同按金率是合理的。不過，由於按金制度對許多香港結算的結算參與者來說是相對新的概念，我們認為在開始的時候，單一按金率較易為市場所理解及適應，亦較實用。我們日後會再檢討這做法，包括研究在計及波幅及流通量之後，不同種類證券採用不同按金率的可行性。

香港結算應為按金率設上限

52. 收到的回應：數名回應人士認為按金率應設有 10% 至 20% 的上限，以保障結算參與者免受順周期效應(pro-cyclicality)的不利影響。
53. 香港交易所的回應：建議中香港結算的風險管理架構分兩大部分：按金制度及浮動保證基金。浮動保證基金的總額視乎在壓力測試中的預計虧損水平，及從假設失責的結算參與者收取的按金金額而定。在市場波幅偏高的時期，按金率上限會限制結算參與者的按金要求。不過，由於按金上限令從結算參與者收取的按金減少，浮動保證基金的規模將需要增加，令個別結算參與者在現行機制下的供款及速動資金要求的水平均會提高。其次，遇有失責事件發生時，由於從失責結算參與者收取的按金減少，非失責結算參與者要分擔虧損的風險將會增加，這與市場力主的「用者自付」原則相悖。
54. 於研究其他市場的做法時，我們發現採用最低按金水平相當普遍，然而中央結算對手設立按金上限卻不常見。綜合上述原因，我們認為制定按金率上限並不適當。

香港結算計算持倉按金時應容許跨股份淨額結算

55. 收到的回應：四名回應人士建議在計算按金持倉時，除了建議中容許相同證券淨額計算外，不同證券的持倉亦應可互相抵銷。
56. 香港交易所的回應：由於不同證券有不同風險屬性，若沒有考慮不同證券之間的特定相關因素及各自的流通量，而在計算按金時容許跨股份淨額計算並非是可接受的風險管理做法。此等安排可較易引致按金收取不足，增加當有失責事件發生時非失責結算參與者要分擔虧損的風險。不過在概念上，計算按金時確實可以考慮讓相關因素充分強而穩定並具流通性的證券互相抵銷。為求簡單，我們在現貨市場引入按金制時不設跨股份淨額計算，始終簡易一點的模式較可取。但日後適當時，我們會在研究就不同證券制定不同按金率時一併重新考慮跨股份淨額計算。

香港結算應提高按金豁免額水平

57. 收到的回應：17 名結算參與者、三個業界組織及三名個別人士建議香港結算增加按金豁免額以減輕結算參與者的財政負擔。這些業界組織建議的方向各有不同，可摘要如下：
- 將按金豁免額由建議中的 500 萬港元增至 700 萬港元至 1,000 萬港元不等；
 - 暫時將按金豁免額增至 1,000 萬港元，作為過渡措施；及
 - 按金豁免額採用累進制，大額持倉的結算參與者有較高的豁免額。
58. 香港交易所的回應：根據我們分析，建議中的 500 萬港元按金豁免額已可在參考期內免卻平均 81% 的結算參與者支付按金。我們認為此按金豁免額水平適當，可為市場提供實質援助。此外，我們的分析亦顯示，進一步增加按金豁免額只會為市場帶來有限度的遞增利益，因在現行市場結構下愈近等級末端的結算參與者的規模增幅愈快。舉例，按金豁免額倍增至 1,000 萬港元只能豁免多 6% 的結算參與者免繳按金。我們不認為這是有效率使用財政資源的方法。同時我們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。
59. 按金豁免額採用累進制會將香港結算的風險管理嚴重複雜化。在累進制下，香港結算提供的豁免額須與結算參與者的持倉大小相符。要實行這項安排，香港結算一是向持倉較小的結算參與者給予較少的按金豁免額，以便能夠向持倉較大的結算參與者給予較多的按金豁免額；一是選擇承擔較多風險，向持倉較大的結算參與者增加按金豁免額，但不減少給予持倉較小的結算參與者的按金豁免額。我們認為，兩個方案都不符合提供按金豁免額的原本目的，就是要減輕按金制建議對財政資源及營運能力相對有限的結算參與者的負擔。

香港結算不應引入按金豁免額

60. 收到的回應：七名結算參與者及一個非結算參與者機構不同意引入按金豁免額；在這些結算參與者中，三名認為市場上所有結算參與者都應就按金全數供款，以承擔其造成的風險責任。此外，建議中的按金豁免額會使結算參與者在業務決策過程中不再考慮風險管理因素。
61. 香港交易所的回應：我們明白市場上有不同意見，並相信應適當協助市場在此重大市場改革中順利過渡。我們認為，按金豁免額是可以減輕持倉較少的結算參與者全部或至少部分財政及營運負擔的適當方法。由於每名結算參與者不論持倉大小均獲得相同的按金豁免額，此亦是公平的安排。不過，香港結算在監察結算參與者的業務時會保持警覺，並將使用其他適當的風險管理措施防止市場人士承擔過量風險。

香港結算不應實行按金制度，因與現有的差額繳款機制重疊

62. 收到的回應：四名結算參與者及一名個別人士質疑香港結算就交收持倉同時徵收差額及按金的需要。他們認為建議中的按金制度是多此一舉，因現有差額繳款機制已是有效的風險管理措施。
63. 香港交易所的回應：差額繳款及按金類屬不同的對手方風險管理措施，處理的風險並不一樣。差額繳款涵蓋股價出現不利變動後結算參與者未交收持倉的按市價計值虧損，因此對市場日後不利變動產生的風險並不提供保障。若有結算參與者失責，香港結算須將失責者的未交收持倉在市場上平倉，而由於平倉價極大可能與最後的按市價計值價格不同，日後任何對失責者未交收持倉不利的價格變動風險均要由香港結算承擔。建議中的按金制度可保障在建議按金方法釐定的範圍內免受這些風險影響。因此，差額繳款與按金制度概念上並無重疊。
64. 完善建議：我們明白結算參與者未交收持倉按市價計值後可能有順差額。為減輕按金制度對結算參與者的額外負擔，我們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。詳細安排將於香港結算推出按金制度前於《中央結算系統一般規則》及《中央結算系統運作程序規則》的修訂條文內刊載。

香港結算收取按金的貨幣應有彈性

65. 收到的回應：16 名結算參與者及一名個別人士建議香港結算將不同貨幣計價的持倉按金要求轉換成單一合資格貨幣，並接納按金以單一貨幣繳付。
66. 香港交易所的回應：我們認同將不同貨幣的按金要求轉換成單一貨幣可提高結算參與者的營運效率。
67. 完善建議：經考慮回應人士的要求後，我們計劃修訂建議，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。為減輕將按金繳款由原來的交易貨幣轉換成結算參與者所選定貨幣時的跨貨幣風險，我們會適當地對匯率實行扣減。扣減率由香港交易所參照當時的匯率波幅釐定，並不時檢討及修訂。合資格貨幣名單及扣減率將載於香港交易所網站供結算參與者參考。

按金應可抵銷交收日的預繳款項要求

68. 收到的回應：數名結算參與者建議，現時交收日用作提早提出股票的預先繳付現金安排應作出修訂，容許以有關持倉於交收日前已收取的按金作抵銷之用。
69. 香港交易所的回應：我們理解結算參與者有關交收日用按金抵銷預先繳付現金的建議。
70. 完善建議：我們將修訂建議，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；此項完善運作的具體安排將於香港結算推出按金制度前於《中央結算系統一般規則》及《中央結算系統運作程序規則》的修訂條文內刊載。

香港結算應容許結算參與者以非現金抵押品進行按金交收

71. 收到的回應：11 名結算參與者建議香港結算增加使用非現金抵押品繳付按金要求的彈性。數名結算參與者亦建議香港結算接納聯屬銀行提供的擔保。
72. 香港交易所的回應：我們明白市場使用銀行擔保繳付按金要求的需要。不過，根據香港結算有關接納銀行擔保的政策，因涉及聯屬風險，我們不接受集團公司的銀行擔保。這做法亦與《IOSCO 諮詢報告 2011》⁶有關抵押品接納的建議原則一致。
73. 完善建議：為減輕引入按金制度後結算參與者的財政負擔，我們建議上限為 50% 的按金及差額繳款要求可以銀行擔保的形式繳交，但必須符合香港結算接納銀行擔保的政策。

⁶ 《IOSCO 諮詢報告 2011》第 3.5.2 段指，金融市場基礎設施（譬如結算所）不應接納萬一提供抵押品之參與者違約時可能會失去價值的抵押品，以避免承受錯向風險。

問題 4： 引入香港結算浮動保證基金模式

閣下／貴公司是否同意香港結算設立浮動保證基金模式的建議？請說明原因，並提供任何其他相關建議或意見。

74. 在《諮詢文件》中，我們建議引入浮動保證基金這項可調整規模的共用措施作為第二重支援，以應付在極端但不無可能發生的情況下出現的過量失責損失。浮動保證基金的規模大小按香港結算每日進行的壓力測試釐定。設立浮動保證基金的用意是應付在壓力測試假設下計算出來，並在扣除收自假定失責結算參與者的按金及固定保證基金後尚餘的預測損失。
75. 香港結算 218 名回應此問題的結算參與者中，91%表示同意建議中的浮動保證基金模式。同時，有 85%非香港結算參與者的期貨結算公司參與者及聯交所期權結算所參與者及 98%個別人士贊成建議。支持建議中的浮動保證基金模式的香港結算參與者在現貨市場所佔比重為 78%。

表 7：問題 4 的回應人士數目分析

	回應人士數目			佔回應人士數目百分比	
	同意	不同意	合計	同意	不同意
香港結算的結算參與者	198	20	218	91%	9%
非香港結算的結算參與者	40	7	47	85%	15%
非結算參與者	14	0	14	100%	0%
個別人士	323	7	330	98%	2%
合計	575	34	609		

具體意見

浮動保證基金應按移動平均數釐定

76. 收到的回應：數名結算參與者、一個業界組織及一名個別人士指，根據上月的市場資料釐定浮動保證基金所需總額的做法未能緊貼市場波幅的急劇變動，故此建議浮動保證基金規模應按 15 至 20 天移動平均數釐定，以反映更近期的市場資料。
77. 香港交易所的回應：根據建議，每個月份的浮動保證基金所需總額是按上一月份的每日壓力測試結果釐定。當月浮動保證基金的所需總額將是上月每日壓力測試下浮動保證基金所需的最高金額。有關金額將於每月首個營業日計算，並於每月第四個營業日收取。若然根據移動平均數計算浮動保證基金所需總額，香港結算每月將要在不同日子收取金額，這將會增加結算參與者營運上的不明朗因素。不過，在極端波動市況下，香港結算將根據其規則繼續有權在月中任何時間要求結算參與者額外供款。有關會觸發香港結算收取隨時額外供款的詳細條件，香港結算會在實行建議前通知結算參與者。

浮動保證基金豁免額應予提高

78. 收到的回應：10 名結算參與者及一名個別人士希望香港結算提高浮動保證基金豁免額的水平，一名結算參與者建議香港結算提供的浮動保證基金豁免額，應與期貨結算公司或然墊款的模式相同。

-
79. 香港交易所的回應：我們認為建議中 100 萬港元的浮動保證基金豁免額已足夠減輕大部分結算參與者的負擔。我們採用以往數據進行測試的分析顯示，如採用建議中的浮動保證基金豁免額，79%的結算參與者於參考期內毋須就浮動保證基金供款。
80. 我們認為，與建議中適用於期貨市場的期貨結算公司或然墊款相近的模式，並不及建議中給予浮動保證基金豁免額適當，因現貨與期貨市場的市場結構並不相同。若現貨市場採用近似期貨結算公司或然墊款的模式，即使 50%的浮動保證基金供款要求可豁免，結算參與者仍須就餘下 50%的浮動保證基金供款，對於財政資源和營運能力都有限的結算參與者來說，仍構成很大的額外負擔。但若採用建議中的浮動保證基金豁免額，大部分持倉較少的結算參與者均不用就建議中的浮動保證基金供款。

建議 3：修改期貨結算公司儲備基金的計算方法

問題 5：修改期貨結算公司抵押品假設

閣下／貴公司是否支持有關期貨結算公司抵押品假設的修訂建議？請說明原因，並提供任何其他相關建議或意見。

81. 目前，期貨結算公司假定尚未收到的追收即日按金抵押品為已收到，並將抵押品記入儲備基金的每日計算內。由於難以可靠地預測能否於假定結算參與者失責前收到追收即日按金抵押品，香港交易所在《諮詢文件》中建議刪除壓力測試中有關已收到追收即日按金的假設。
82. 77 名回應此問題的期貨結算公司結算參與者中，95%同意對期貨結算公司抵押品假設的修訂建議。有關結算參與者佔期貨市場的比重為 91%。同時，有 97%非期貨結算公司結算參與者的香港結算及聯交所期權結算所結算參與者及 99%個別人士都支持有關建議。

表 8：問題 5 的回應人士數目分布

	回應人士數目			佔回應人士數目百分比	
	同意	不同意	合計	同意	不同意
期貨結算公司結算參與者	73	4	77	95%	5%
非期貨結算公司結算參與者	124	4	128	97%	3%
非結算參與者	13	0	13	100%	0%
個別人士	304	3	307	99%	1%
合計	514	11	525		

具體意見

83. 大部分結算參與者贊同我們這項擬更貼近 IOSCO 原則的建議，認為此舉更為合理審慎。少部分不同意修訂建議的結算參與者擔心建議會造成負面財務影響。除回應有關抵押品假設的問題外，部分結算參與者建議提高衍生產品的按金。

提高衍生產品的按金要求

84. 收到的回應：數名回應人士（包括一個業界組織）建議提高衍生產品的按金要求。這些結算參與者認為此舉可減少對浮動儲備基金的供款，並減輕非失責結算參與者須就失責承擔的損失。此外，結算參與者亦可要求投資客戶支付更高按金，從而更有效防範投資客戶失責。
85. 香港交易所的回應：期貨結算公司及聯交所期權結算所於 2011 年 11 月至 2012 年 1 月期間已修訂了兩項按金參數⁷，使其更有效應對衍生產品市場當前的風險。有關修訂廣泛地提高期權持倉的按金要求，使結算參與者更能抵禦波動的市況。期貨結算公司及聯交所期權結算所會繼續監察市況，在有需要時進一步修訂按金參數。

⁷ 兩個按金參數為期權短倉最低按金及波幅校驗範圍。詳情請參閱參與者通告：
http://www.hkex.com.hk/chi/market/partcir/partindex_c.htm。

提高高風險結算參與者的按金要求

86. 收到的回應：數名回應人士（包括一個業界組織）建議對高風險的結算參與者施加更高按金，從而減少其他風險相對較低的結算參與者所分擔的浮動儲備基金供款⁸。
87. 香港交易所的回應：期貨結算公司及聯交所期權結算所現已有安排，對在任何個別市場承擔集中風險的結算參與者收取集中風險按金。但考慮回應人士提出的要求，期貨結算公司及聯交所期權結算所會再行檢討，並進一步提升現有的集中風險安排，以期在參與者層面涵蓋集中風險。

⁸浮動儲備基金總額為預測損失減去失責結算參與者的按金供款及固定儲備基金。按金供款總額越高，結算參與者須繳交的浮動儲備基金總額越低。

問題 6：增設期貨結算公司或然墊款

閣下／貴公司是否支持設置「期貨結算公司或然墊款」以減輕結算參與者的負擔？請說明原因，並提供任何其他相關建議或意見。

88. 有見應收取的浮動儲備基金會因建議中的壓力測試修訂而大幅增加，為可即時紓減結算參與者的負擔，香港交易所於《諮詢文件》中建議設立期貨結算公司或然墊款，由期貨結算公司與結算參與者共同分擔每日應收取的浮動儲備基金，期貨結算公司佔 50%。
89. 77 名回應此問題的期貨結算公司結算參與者中，91%支持增設建議中的期貨結算公司或然墊款。有關結算參與者佔期貨市場的比重為 72%。同時，有 96%非期貨結算公司結算參與者的香港結算及聯交所期權結算所結算參與者及 99%個別人士都支持有關建議。

表 9：問題 6 的回應人士數目分布

	回應人士數目			佔回應人士數目百分比	
	同意	不同意	合計	同意	不同意
期貨結算公司結算參與者	70	7	77	91%	9%
非期貨結算公司結算參與者	126	5	131	96%	4%
非結算參與者	11	1	12	92%	8%
個別人士	306	2	308	99%	1%
合計	513	15	528		

具體意見

期貨結算公司不應增設期貨結算公司或然墊款

90. 收到的回應：大部分結算參與者支持期貨結算公司與結算參與者分擔風險管理成本及減低市場日常速動資金負擔的建議，但部分回應人士不贊同建議中的期貨結算公司或然墊款，因為擔心減輕結算參與者的部份責任或會導致道德風險問題。
91. 香港交易所的回應：我們明白部分結算參與者提出的憂慮，亦深知建議修訂期貨結算公司壓力測試假設所造成的財務影響。經衡量利弊及考慮到大部分回應人士均支持增設期貨結算公司或然墊款，期貨結算公司會實施此建議。香港交易所風險管理資金⁹為期貨結算公司或然墊款提供可靠的資金來源，可在遇上失責情況時可靠地動用。期貨結算公司也會繼續留意市場活動及整體風險的變化，在有需要時調整資金金額及來源。

期貨結算公司應就浮動儲備基金提供長期資助而非墊款

92. 收到的回應：四名回應人士指儘管使用期貨結算公司或然墊款可減輕結算參與者的日常營運資金要求，非失責結算參與者仍須分攤期貨結算公司或然墊款所承擔的失責損失，包括失責結算參與者未繳付的浮動儲備基金供款。這些結算參與者提議由期貨結算公司承擔期貨結算公司或然墊款作為「長期資助」而非「暫時墊款」。當中部分回應人士表

⁹香港交易所風險管理資金由香港交易所提供，以進一步加強旗下結算所的風險管理機制，並支持他們履行中央結算對手的職責。資金全部來自香港交易所從其股東資金中劃撥的 40 億元。有關香港交易所風險管理資金的其他資料，請參閱《諮詢文件》第 18 至 23 段。

示可用香港交易所風險管理資金及日後的風險管理基金¹⁰取代期貨結算公司或然墊款。數名結算參與者亦對非失責結算參與者可能須在出現失責事件時填補已動用的期貨結算公司或然墊款表示憂慮，因為有關金額難以估算。

93. 香港交易所的回應：期貨結算公司將期貨結算公司或然墊款額定於最高可達浮動儲備基金的一半，主要是因為其性質是向結算參與者提供墊款（但由香港交易所風險管理資金全數支持）。期貨結算公司或然墊款的主要目的是減低日常速動資金要求，而非結算參與者遇上失責事件時的責任。值得注意的是期貨結算公司或然墊款實際上已不設金額上限——畢竟長期單靠香港交易所的資產去應付無限的失責責任，既非長久之計亦有欠審慎。

除期貨結算公司或然墊款外，期貨結算公司也應向期貨結算公司結算參與者提供浮動儲備基金豁免額

94. 收到的回應：少數回應人士建議也應向期貨結算公司結算參與者提供浮動儲備基金豁免額，類似於香港結算的浮動保證基金豁免額。
95. 香港交易所的回應：在制定每家結算所的資金支援模式建議時，我們都有考慮到每家結算所的獨有特徵和有關的參與者數目。我們相信，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。

¹⁰風險管理基金的概念是設立一個由證監會、香港交易所及市場平均攤分以支持風險管理的基金。目的是確保基金長遠可持續及隨時調節，以及減輕結算參與者可能須承擔更高供款要求的負擔。有關風險管理基金的更詳盡闡釋，請參閱《諮詢文件》第 107 至 111 段及本《諮詢總結》第 114 至 116 段。

問題 7：保證基金及儲備基金計入速動資金

閣下／貴公司對准許儲備基金供款計入速動資金有甚麼意見？這能否協助貴公司減低速動資金的經費負擔？

96. 於 2011 年 7 月刊發《諮詢文件》前，香港交易所已開始與證監會商討考慮准許將保證基金及儲備基金的供款計作速動資金，就像部分海外市場的做法。如獲通過，全部三家結算所的結算參與者均可受惠。
97. 回應此問題的 154 名結算參與者均認同保證基金／儲備基金供款應計入《財務資源規則》的速動資金。96% 個別人士及所有非結算參與者機構亦大力支持建議。支持建議的結算參與者的市場比重佔香港結算 77%、期貨結算公司 78% 及聯交所期權結算所 84%。

表 10：問題 7 的回應人士數目及結算參與者市場比重分布

	回應人士數目			佔回應人士數目百分比		支持建議的回應人士佔市場比重百分比		
	同意	不同意	合計	同意	不同意	香港結算	期貨結算公司	聯交所期權結算所
結算參與者	154	0	154	100%	0%	77%	78%	84%
非結算參與者	14	0	14	100%	0%			
個別人士	93	4	97	96%	4%			
合計	261	4	265					

具體意見

98. 大部分支持將儲備基金供款計入速動資金的回應人士都表示保證基金供款亦應同樣計作速動資金。四名反對此提議的個別人士則認為有關變更無助減輕結算參與者的負擔。

准許保證基金及儲備基金供款計入《財務資源規則》所界定的速動資金

99. 收到的回應：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。
100. 香港交易所的回應：香港交易所正就將浮動保證基金及儲備基金計算入《證券及期貨條例》的《財政資源規則》所界定的速動資金一事積極與證監會商討。我們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。
101. 完善建議：與此同時，我們正研究其他方法進一步減輕結算參與者的速動資金負擔，例如在根據期貨結算公司及聯交所期權結算所相關規則計算現時的「以資本額釐定的持倉限額」時，將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。

建議 4：修改聯交所期權結算所儲備基金的計算方法

問題 8：修改聯交所期權結算所的抵押品假設

閣下／貴公司是否支持有關聯交所期權結算所的抵押品假設的修訂建議？請說明原因，並提供任何其他相關建議或意見。

102. 香港交易所建議聯交所期權結算所在每日儲備基金的計算中計入風險按金及剩餘資金，使之與期貨結算公司的做法一致。預期建議的變更對市場有利，因可整體減少聯交所期權結算所的結算參與者對浮動儲備基金的供款。
103. 41 名回應此問題的聯交所期權結算所結算參與者中，98% 支持對聯交所期權結算所抵押品假設的修訂建議。同時，有 99% 非聯交所期權結算所結算參與者的香港結算及期貨結算公司結算參與者及全部個別人士均支持有關建議。支持建議的聯交所期權結算所結算參與者佔股票期權市場比重為 80%。

表 11：問題 8 的回應人士數目分布

	回應人士數目			佔回應人士數目百分比	
	同意	不同意	合計	同意	不同意
聯交所期權結算所結算參與者	40	1	41	98%	2%
非聯交所期權結算所結算參與者	144	2	146	99%	1%
非結算參與者	13	0	13	100%	0%
個別人士	292	1	293	100%	0%
合計	489	4	493		

具體意見

104. 四名反對有關聯交所期權結算所抵押品假設的修訂建議的回應人士並沒有提供合理原因或只是要求闡釋有關建議。

要求提早實施有關聯交所期權結算所抵押品假設的修訂建議

105. 收到的回應：幾乎所有回應人士支持在每日儲備基金的計算中計入風險按金及剩餘資金的建議。少數回應人士提議提早落實有關建議。
106. 香港交易所的回應：考慮到回應人士的要求，香港交易所在執行實施各項建議的計劃時將於 2012 年第二季優先實施這項有關聯交所期權結算所的建議。

其他具體意見

將 T+2 交收周期縮減至 T+1 或 T+0 以減低風險

107. 收到的回應：數名回應人士建議香港結算檢討現行的 T+2 交收安排，目的為縮減交收周期從而減低香港結算的風險。
108. 香港交易所的回應：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，進一步縮減現行的 T+2 交收周期安排對大部分海外投資者而言並不可行。
109. 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。

結算所應利用保險為財政資源之一

110. 收到的回應：數名回應人士建議，應利用保險作為其中一種財務資源，以減低浮動保證基金／儲備基金的水平。
111. 香港交易所的回應：香港結算、期貨結算公司及聯交所期權結算所曾經就旗下結算參與者失責購買保障金額合共 7.98 億港元的保險。該保險安排已於 2007 年 1 月終止。為維持風險管理機制的穩健，香港交易所於 2006 年從股東資金撥付 16 億港元，再於 2011 年撥付 9 億港元，令香港交易所風險管理資金增至 40 億港元。香港交易所仍然認為保險並非最理想的財政資源，理由如下：
 - a) 風險集中——基於保障範圍的性質，很少保險公司可以為中央結算對手提供保障。現時，全球只有一家保險公司可向結算所提供有關參與者失責的保險。換言之，有關風險全集中於單一保險公司，倘若該公司陷入財政困難，我們將難以肯定能否從保險取得資金來源。
 - b) 成本——基於此類投保業務的獨特性質及欠缺保險供應商，有關保單的保費及免賠額均十分高昂。事實上，免賠額之高，令到即使出現與雷曼兄弟證券亞洲有限公司失責情況相若的失責損失亦不獲賠償。香港交易所不認為這是具成本效益的財政資源。
112. 倘若將來情況變佳時，我們對考慮會否將保險重新納為資金資源持開放態度。

成立風險管理基金

113. 收到的回應：6 名結算參與者及一個業界組織支持成立由證監會、香港交易所及市場攤分供款的風險管理基金。另外 4 名結算參與者亦表示支持成立由投資者支付、用於風險管理的基金，但並無特別指明是建議中的風險管理基金。
114. 香港交易所的回應：風險管理基金模式是建基於所有主要持份人（包括業界人士、中央結算對手及監管機構）均應對證券及衍生產品市場的穩定給予支持的原則。更嚴緊的監管機制及市場活動增長將無可避免地增加對結算所及市場人士的風險管理資金要求。隨著風險管理基金的規模與日俱增，其當可為支援風險管理機制提供新資金來源。
115. 雖然我們並無特別就成立風險管理基金一事進行市場諮詢，但也收到市場人士的相關回應。我們在考慮其他主要事項時會一併考慮這些意見，例如：
- a) 哪些人士應對風險管理基金供款？
 - b) 向現貨及衍生產品市場徵費的合適水平是多少？
 - c) 我們應在何時暫停及重新收取市場徵費？
 - d) 風險管理基金應由哪一家法律實體擁有及管理？
 - e) 該法律實體應有怎樣的管治架構方可確保風險管理基金能持正操作及具問責機制？
 - f) 風險管理基金應怎樣分配予三家結算所？
116. 如前一段所列，成立風險管理基金需要作出詳盡的考慮，過程中或涉及公眾諮詢及立法審批。因此，有關實施時間表不會加入是次的風險管理改革。然而，香港交易所會與香港特別行政區政府及監管機構緊密合作，以盡快達成此目標。

丙部：

總結及實施計劃

總結

117. 諮詢的回應意見非常支持各項建議。大部分回應人士支持《諮詢文件》所列的各項建議。同時，有些回應人士亦就部分建議分享意見，有關意見載於上文乙部。
118. 由於得到市場大力支持，香港交易所將一一推行建議的各項結算所風險管理改革措施。
119. 因應回應人士提出的部分關注，有關香港結算的建議將作出以下修訂：
- 接納結算參與者將客戶預付的交收款項以指定現金抵押品方式存放在香港結算。結算參與者以指定現金抵押品作備兌的未交收持倉將毋須計算按金；
 - 容許使用順差額（經扣除在按市價計值過程中計算所得的逆差額繳款）以抵銷按金要求；
 - 持有多種幣值的未交收持倉的結算參與者可選擇以單一合資格貨幣支付按金；
 - 容許使用已收的相關股票按金扣減於交收日提早提出股票所需的預先繳付現金；
 - 准許用銀行擔保繳付不超過 50% 的按金及差額繳款要求，但須受香港結算的銀行擔保接納政策約束；及
120. 在衍生產品結算所方面，香港交易所亦正研究其他方法以進一步減輕結算參與者在速動資金方面的負擔。我們正考慮在根據期貨結算公司及聯交所期權結算所各自規則計算現時的有關「以資本額釐定的持倉限額」時，將儲備基金供款亦計作速動資金。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。

實施計劃

121. 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。
122. 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。
123. 實施改革前，香港交易所會展開一連串的溝通活動（或包括簡介會、通告、按金及浮動保證基金模擬報告等），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。

附錄一：回應人士名單

結算參與者 (所有 649 名結算參與者中之 273 名)

- 1 富國證券有限公司
- 2 昌萬年有限公司
- 3 中銀國際證券有限公司
- 4 交銀國際證券有限公司
- 5 耀才期貨及商品有限公司
- 6 耀才證券國際(香港)有限公司
- 7 時富商品有限公司
- 8 時富證券有限公司
- 9 繳寶投資有限公司
- 10 招商期貨(香港)有限公司
- 11 招商證券(香港)有限公司
- 12 周生生期貨有限公司
- 13 周生生證券有限公司
- 14 花旗銀行
- 15 大和資本市場香港有限公司
- 16 大和資本市場金融交易香港有限公司
- 17 佐雄證券有限公司
- 18 穎翔證券有限公司
- 19 大華證券(香港)有限公司
- 20 海通國際期貨有限公司
- 21 協興股票有限公司
- 22 匯豐證券經紀(亞洲)有限公司
- 23 許氏兄弟金融集團有限公司
- 24 鴻昇期貨有限公司
- 25 鴻昇證券有限公司
- 26 **J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited**
- 27 祺昌證券有限公司
- 28 力寶期貨有限公司
- 29 力寶證券有限公司
- 30 麥格理資本證券股份有限公司
- 31 萬利豐證券有限公司
- 32 萬兆豐國際證券有限公司
- 33 美林遠東有限公司
- 34 明富環球香港有限公司 (已由 2011 年 11 月 1 日起暫停結算交易)
- 35 中潤證券有限公司
- 36 新際經紀香港有限公司
- 37 新際金融香港有限公司
- 38 一中證券有限公司
- 39 中國平安証券(香港)有限公司
- 40 軟庫金滙期貨有限公司
- 41 軟庫金滙金融服務有限公司
- 42 信亨証券有限公司
- 43 佳富達證券有限公司

44	豐樂證券有限公司
45	南華期貨有限公司
46	南華證券投資有限公司
47	匯心金融有限公司
48	大寧證券有限公司
49	騰記證券有限公司
50	太平行證券有限公司
51	敦沛期貨有限公司
52	敦沛證券有限公司
53	電訊數碼證券有限公司
54	嘉裕證券有限公司
55	東盛期貨(經紀)有限公司
56	東盛證券(經紀)有限公司
57	大華繼顯(香港)有限公司
58	大華繼顯期貨(香港)有限公司
59	永安證券有限公司
60	環球證券有限公司
61	香港上海滙豐銀行有限公司
62-273	212 名結算參與者要求不公開名稱

經紀業界組織 (共 3 家)

274	香港證券業協會
275	香港證券學會
276	證券商協會有限公司

專業團體 (共 2 家)

277	香港交易所衍生產品市場諮詢小組
278	The Alternative Investment Management Association Limited

非結算參與者機構 (共 10 家)

279	耀才證券金融集團有限公司
280	海通資產管理(香港)有限公司
281	海通國際資產管理有限公司
282	海通國際金業有限公司
283	海通國際資本有限公司
284	海通國際投資經理有限公司
285	海通國際投資服務有限公司
286	海通國際研究有限公司
287-288	另有 2 家機構要求不公開名稱

個別人士 (共 338 人)

289	Au Yeung Siu Yin
290	Brian Wong
291	Chan Hing Wah
292	Chan Mei Lin
293	Chan Tai Wai David

294	Chan Yuet Fong Elaine
295	Cheng Tai Foon
296	Cheng Yau Lam
297	Chiu Che Leung Stephen
298	Chow Lai Wah
299	Chung Lai Yung
300	Da Rosa David
301	Fu Lai Ying
302	Ho Chi Hon
303	Hui Sai Tsun Peter
304	Jacqueline Law
305	Jim Kin Ting
306	Jorge Marrero
307	Kwan Kin Man
308	Kwong Chi Kong
309	Lam Wing Yee Winnie
310	Lee Ka Chun
311	Lee Sung Yin
312	Lee Yat Hung
313	Leung Sai Mui
314	Lo Chi Yan
315	Lo Kai Ngai
316	Ma Tor Fuk Dick
317	Maggie So
318	Ng Wai Man
319	Ng Yok Bor
320	Noel Watt
321	Patrick Chu
322	So Yung Chun
323	Stanley Shaw
324	Sze Tung
325	Tang Ping Kong
326	Tang Ping Sun Sammy
327	Tsoi Wai Keung
328	Wong Chung Sze
329	Wong Kim Kiu Cambridge
330	Wong Kwong Tung
331	Wong Long Sau Ivis
332	Yip Chor Wai
333	耿偉東
334	許加滾
335	陳志華
336	陳洪齡
337	陸錦源
338-626	289 人要求不公開其姓名

附錄二：詞彙

《IOSCO 建議準則 2004》	CPSS 與 IOSCO 技術委員會《對中央結算對手的建議準則》 (2004 年 11 月)
《IOSCO 諮詢報告 2011》	CPSS 與 IOSCO 的《金融市場基礎設施原則諮詢報告》 (2011 年 3 月)
抵押品假設	壓力測試中對抵押品的處理
《諮詢文件》	《香港交易所旗下結算所的風險管理改革措施的諮詢文件》
CPSS	支付及結算系統委員會
財政資源規則	《證券及期貨條例》下的《證券及期貨（財政資源）規則》
期貨結算公司	香港期貨結算有限公司
期貨結算公司或然墊款	期貨結算公司或然墊款資金
香港交易所	香港交易及結算所有限公司
香港結算	香港中央結算有限公司
恒生國企指數	恒生中國企業指數
恒指	恒生指數
IOSCO	國際證券事務監察委員會組織
差額繳款	結算參與者的未交收持續淨額交收數額的按市價計值虧損
預測損失	按各項壓力測試假設而預測出來的失責損失
參考期	2007 年 9 月至 2010 年 12 月的三年間
聯交所期權結算所	香港聯合交易所期權結算所有限公司
證監會	香港證券及期貨事務監察委員會

