

Response Of
the Securities and Futures Commission
to the Public Consultation on
the Review of the Leveraged Foreign Exchange
Trading Regulatory System
證券及期貨事務監察委員會
就檢討槓桿式外匯買賣監管制度的
公開諮詢結果的回應

Hong Kong
April 1997

香港
1997年4月

Published by

Securities and Futures Commission

12th Floor, Edinburgh Tower
The Landmark, 15 Queen's Road
Central
Hong Kong

Tel : 2840 9222
Fax : 2521 7836
SFC e-mail address : sfc@hk.super.net

出版機構：

證券及期貨事務監察委員會
香港皇后大道中 15 號
置地廣場公爵大廈 12 字樓

電話 : 2840 9222
圖文傳真 : 2521 7836
證監會電子郵件地址 : sfc@hk.super.net

前言

證監會於 1996 年 8 月發表了檢討槓桿式外匯買賣監管制度的諮詢文件，而在諮詢期間，證監會總共收到 18 份來自不同市場參與者及機構的意見書。本文件將會簡述諮詢的結果及證監會對此作出的回應。證監會下一步將會就有關現行槓桿式外匯買賣監管架構的各項修訂建議，制訂詳盡的規則和規例。

目錄

	頁次
摘要	1
意見與回應的重點	
(a) 最初資本要求	4
(b) 最低速動資金要求	5
(c) 合計總持倉限額	6
(d) “無超額虧蝕”規則	7
(e) 保證金要求	10
(f) 提供信貸	11
(g) 貨幣交叉盤買賣的保證金水平	12
(h) 鎖倉	13
(i) 獨立信託戶口	14
(j) 賠償安排	15
(k) 其他技術問題	16

摘要

背景

1. 1994年9月，《槓桿式外匯買賣條例》（“《槓桿外匯條例》”）正式生效，當時證監會曾作出承諾，表示將會因應該條例實施初期所得的經驗檢討監管架構。有鑑於此，證監會於1996年3月著手檢討監管架構，並於1996年8月發表諮詢文件，公開檢討結果。諮詢文件載述該次檢討結果，並提出多項修改監管架構的建議，同時邀請各界有興趣的人士，對該份諮詢文件提供意見。
2. 在諮詢期內，證監會共接獲18份來自不同市場參與者及機構的意見書。接收意見書的期限原定為1個月，但其後予以延長，以便我們就接獲的所有意見書，逐一進行研究，當中包括於1996年10月14日收到由一家機構遞交的意見書。
3. 本文件將會扼要總結諮詢的結果，以及證監會對此作出的回應。

市場意見概要

4. 下文將會首先摘要載述證監會所接獲的18份意見書的內容，然後詳加討論。
5. 部分諮詢文件的回應者讚揚證監會對買賣商及客戶的日常買賣手法採取更為務實的態度。一家機構更指出，有關建議將改善現行法例中若干略嫌苛刻的條文。
6. 經過廣泛諮詢後，證監會的結論是雖然諮詢文件的建議大部分均獲得普遍接納，但對諮詢文件內某些建議的修改，仍須顧及回應者的意見。

證監會意見概要

7. 基於下一節所述理由，證監會決定採取以下立場：

證監會堅持立場的事宜

- 最初資本要求
- 最低速動資金要求
- 合計總持倉限額
- 貨幣交叉盤買賣的保證金水平

下列事宜證監會仍堅持立場，但會在建議中加入更多保障措施

- “無超額虧蝕”規則
- 保證金要求
- 提供信貸
- 鎖倉

需在檢討範疇以外進一步研究的事宜

- 賠償安排

下列事宜證監會仍堅持立場，但會與香港期貨交易所進一步磋商

- 獨立信託戶口

諮詢範疇－其他技術事宜

8. 諮詢文件亦表明，我們會藉這次檢討機會，再次探討監管架構的其他問題，尤其是涉及財政資源規則和帳目及審計規則等範疇。其中一家機構建議，假如修改建議可能引致廣泛影響，有關方面應展開進一步磋商。
9. 有見及此，證監會已決定押後就《槓桿式外匯買賣（財政資源）規則》（“《財政資源規則》”）及《槓桿式外匯買賣（帳目及審計）規則》進行修訂（上文所建議的修改除外），而將建議中的財政資源規則的修訂納入適用於其他註冊人士的《財政資源規則》全面檢討文件之內。

結論

10. 證監會相信上述建議與《槓桿外匯條例》的原意相符，並務求使監管架構更形精簡，而這些建議的實施將不會削減投資者受到的保障。
11. 在達致此等決定時，證監會認為其決定採取的措施不會導致市場出現系統性的問題，並相信其中多項建議有助加強現時對投資者的保障及制度上的穩定。

意見與回應的重點

(a) 最初資本要求

外界意見

1. 評論者普遍支持證監會的建議，認為不應降低現時的最初資本要求，而只有一名評論者聲稱，與證券及期貨買賣商的最初資本要求比較，向持牌買賣商實施的最初資本要求實屬過高。該評論者建議將最初資本要求降低至 10,000,000 元或客戶負債的 5%（以較高者為準）。

討論

1. 最初資本要求訂定於較高水平，是要確保只有資本充裕的買賣商才可參與槓桿外匯市場，而事實證明，這項要求確實可以有效阻止對那些企圖挾資逃走的公司參與槓桿式外匯買賣。此外，槓桿外匯市場的性質實在有別於證券及期貨市場。由於槓桿式外匯買賣商本身往往以主事人身分與其客戶進行對盤，市場因此普遍認為它們應具備更充裕的資本，以確保它們有能力履行責任。

證監會回應

2. 由於槓桿式外匯買賣商本身的業務性質特殊，我們建議維持現時的最初資本要求。

(b) 最低速動資金要求

外界意見

1. 評論者普遍支持證監會將最低速動資金要求，由原來 25,000,000 元減至 15,000,000 元的建議。部分更建議進一步調低該金額的下限，以促進槓桿外匯業的發展。
2. 然而，一名買賣商卻關注到在對現行監管架構實施各項修訂建議後，營業額可能會增加，因而建議維持最低速動資金的要求，以確保風險獲得妥善管理。

討論

1. 速動資金的要求早已與風險掛鉤，並且並非為固定的數額。當買賣商的營業額增至超過其速動資金的 60 倍的最初合計總持倉量的上限時，速動資金要求亦隨之增加。這項上限不會放寬。因此，降低速動資金的建議，不會導致買賣商額外承擔較在現行規則之下為多的風險。換言之，放寬規定的建議，不會對槓桿外匯業的風險管理能力構成任何影響。
2. 調低現時速動資金要求的目的，是要將受偏高限額所凍結的多餘資金釋放出來。誠如上文所述，此舉不會增加槓桿外匯業所承擔的風險，反而令這個行業在資金運用方面更具效率。
3. 我們的分析顯示，槓桿式外匯買賣商大多採取較為保守的風險管理手法，而當市場日趨反覆波動時，便會將手上的持倉轉嫁給認可交易對手。因此，調低最低速動資金預料不會增加槓桿外匯業承擔的整體風險。
4. 至於有關進一步削減建議的 15,000,000 元最低速動資金要求一事，我們在諮詢文件中已指出似乎不適宜一次過大幅削減最低速動資金要求。我們會繼續檢討這方面，並在有需要時會作進一步改動。

證監會回應

5. 正如諮詢文件所建議，我們認為應將速動資金的要求減至 15,000,000 元。

(c) 合計總持倉限額

外界意見

1. 評論者普遍表示，現時的合計總持倉限額應維持不變，只有一位認為隨著諮詢文件所載的建議付諸實行後，營業額預料會上升，因此應考慮提高該倍數的數額。

討論

1. 在諮詢過程中，證監會並無建議改動現時 60 倍速動資金額這個合計總持倉限額。證監會認為合計總持倉限額應維持不變。

(d) “無超額虧蝕”規則

外界意見

1. 我們接獲的意見書中，基本上全部均有就保證金要求，特別是有關“無超額虧蝕”建議方面，發表意見。當中 7 名評論者支持有關建議，6 名則提出反對，而其餘則建議在不同程度上調低現時保證金的水平。

討論

1. 反對“無超額虧蝕”建議者提出的異議，主要集中在買賣商須承擔的風險方面。他們力指這項建議會使大意的投資者誤以為參與槓桿式外匯買賣的收益不受限制，而即使虧蝕亦只會局限於其最初投入的保證金，因而會胡亂入市。
2. 所謂引進“無超額虧蝕”規則會增加持牌買賣商的風險根本毫無根據，原因是按照現行的《財政資源規則》，認可負債已計入合約總值的 3% 作為財務調整（扣除客戶支付的任何保證金）。調整水平是以證監會在引進槓桿外匯條例監管架構前所展開廣泛的市場波動研究為基礎，而其後該項水平亦在香港期交所推出日轉期匯合約時進行的類似的獨立研究中獲得確認。由此可見，這項調整水平確能準確反映買賣商的持倉所“蒙受風險的價值”（value at risk），大體上亦反映了監管架構的基本風險管理要求。就這些調整直接影響持牌買賣商可動用的速動資金金額而言，買賣商可承擔的風險亦與其資本總額水平成正比。
3. 此外，速動資金的調整同樣會減少買賣商可負擔的合計總持倉量，削弱買賣商承擔市場風險的能力。因此，“無超額虧蝕”規則不但不會增加買賣商的風險，反而降低了他們承擔的整體風險。
4. 有人指（或最低限度是在暗示）保證金要求是為了阻止不掌握風險和不適宜參與買賣的投資者入市。這當然是不盡不實的。保證金基本上是客戶支付的一種“信用”保證金，顯示他們有能力在合約到期時履行責任，並有助減低買賣商的交易對手風險。理論上，場外交易市場的買賣商與槓桿式外匯買賣市場的買賣商一樣，通常都可自由地評估客戶的信貸能力，按照個別情況釐定保證金以管理其交易對手所引致的風險，而實際上現今每個財務機構，例如銀行和參與場外交易的機構，每天都重覆著這種工作。為了確保業內人士能妥善執行職務而在最初階段實施有關槓桿式外匯買賣的強制保證金要求，實在是偏離了上述的常規。

5. 在檢討過程中，我們曾與持牌買賣商進行磋商。他們特別提出其直接競爭對手（尤以銀行和在澳門運作的買賣商為甚）所訂定的保證金水平的問題，並一致要求有一個公平的競爭環境。這些買賣商表示，假如有關方面批准寬減強制性保證金規定，而他們可以自行釐定保證金的水平，則他們便會接納強制性的客戶適切規則，以確保只有那些有能力承擔風險的客戶，才可參與買賣。
6. 當我們提出過於偏低的保證金水平會造成頻頻發出催繳保證金通知的情況，甚至可能需要將未能及時補倉的合約加以強制性平倉時，買賣商表示他們準備接納“無超額虧蝕”規則，而據此客戶承擔的虧損只限於他們向買賣商繳交的保證金（這可能透過提早催繳保證金、提早平倉及鎖倉等多種方式一併達致）。他們認為採納這些規則，有助解決我們所關注有關保障投資者的問題。
7. 因此，“無超額虧蝕”規則的建議純粹是保障投資者的手段，讓買賣商得以重新評估本身的信貸能力或交易對手風險。這項規則實在為投資者提供穩妥保障，並無放寬原有的安全標準。
8. 強制性的客戶適切規則有助確保只有那些適合參與槓桿式外匯市場的人士才會被接納為客戶，而“無超額虧蝕”規則的建議卻將獲准參與任何“無超額虧蝕”計劃的客戶所可能蒙受的虧損，限定為預先繳付的“保證金”金額。因此，實施建議既確保只有那些有能力承擔風險的投資者才可入市，同時也使那些透過任何此等計劃入市的投資者，不會承擔超出他們向買賣商繳付的保證金金額的風險，亦即是不超過他們表明有能力負擔的虧損，從而使槓桿式外匯業的監管更臻完善。
9. 此外，我們應注意到“無超額虧蝕”規則的建議回應了立法局的財政、稅務及金融事務委員會召集人黃震遐議員於 1993 年 7 月 14 日在立法局上的提議；當時財經事務司曾動議二讀《槓桿式外匯買賣條例草案》。鑑於槓桿式外匯買賣公司大多以主事人身分與客戶對盤，黃震遐議員特別促請港府研究加強對這些槓桿式外匯買賣公司的內部監控，同時應考慮設立“止蝕機制”，減少客戶因公司管理不善而蒙受損失。
10. 然而，鑑於反對建議的評論者態度有所保留，我們擬在現時的建議加入更多保障措施，以確保規例獲得遵守，同時防止建議被濫用。
11. 我們建議，除規定買賣商在實施這類安排前須事先尋求證監會批准外（屆時證監會將審查買賣商在確保客戶的適切性及風險監察方面的程序是否有效），如有關買賣商按照“無超額虧蝕”安排將保證金要求降低於 5% 的標準規定，則須規定這些買賣商在標準客戶協議書內加入下列條款：

- (a) 如事先未向客戶發出通知，買賣商不得將客戶的持倉加以平倉，而在接獲通知後，客戶可自行決定平倉或繳付額外的保證金以繼續保存其持倉；
 - (b) 如客戶決定平倉，買賣商必須致電客戶，與客戶覆實有關的平倉價格；及
 - (c) 買賣商必須透過與中央錄音系統接駁的電話機致電客戶或親身與客戶面談進行這些商議。若買賣商與客戶面談，則客戶須簽署有關的盤紙。
12. 鑑於負責管理全權託管戶口的客戶主任根本毋須就開倉／平倉尋求客戶授權，上述規定只適用於非全權託管戶口。

證監會回應

13. 有見及此，我們建議在上述其他規定的規限下，有關容許買賣商按照“無超額虧蝕”計劃而自行釐定保證金的建議應維持不變。

(e) 保證金要求

外界意見

1. 如上文“無超額虧蝕”一節所提及，所有提交的意見都有就保證金要求作出評論，尤其是關於“無超額虧蝕”的建議。其中 7 份意見支持有關建議，6 份反對，而其餘則在不同程度上提議減低現時的保證金水平。

討論

1. 正如上文“無超額虧蝕”一節所述，容許持牌買賣商自行釐定保證金水平的建議的前題，是持牌買賣商須同時引進“無超額虧蝕”規則。“無超額虧蝕”一節已載述證監會對有關問題的回應。

證監會回應

2. 因此，我們建議保留容許買賣商根據“無超額虧蝕”計劃自行釐定保證金水平的建議，而監管“無超額虧蝕”規則的執行，則按前述的規定進行。

(f) 提供信貸

外界意見

1. 對於將市場分級，容許買賣商向高資產值的客戶提供信貸的建議，證監會收回的意見分歧，支持與反對者各佔一半。

討論

1. 容許槓桿式外匯買賣商向高資產值的客戶提供信貸，實質上是讓買賣商自行評估及承擔一如與證券市場中一般稱為“專業”客戶的人士進行交易時的信用／對手風險。根據《證券條例》，目前與這類客戶的交易是獲得豁免的；再者，這項建議亦與其他場外交易市場的做法一致。
2. 反對有關建議者表示，他們反對的不是建議的概念，而是在界定何謂高資產值的客戶方面缺乏明確規定。
3. 為消除上述憂慮，我們建議應採納現時私人銀行一貫的取向以界定何謂高資產值的客戶，即以個人在投資時可供投資的金融資產來計算，凡超逾 1 百萬美元者即屬此類客戶。這樣可防止買賣商因提供“免收保證金”安排而招納不適合參與這種投資活動的客戶。

證監會回應

4. 基於上述情況，我們建議應保留容許買賣商向高資產值的客戶提供信貸的建議，但必須依照上述建議界定此類客戶。

(g) 交叉貨幣盤買賣的保證金水平

外界意見

1. 有關交叉貨幣盤買賣只須繳付一份保證金的建議，證監會收到的回應均全部表示支持。事實上，部分提交意見的人士甚至提議進一步放寬要求，將在同一戶口內不同貨幣的持倉當作交叉盤買賣，只要有關貨幣在交易中是作為基準貨幣的美元的對手貨幣。

討論

1. 由於相對於美元而言，不同貨幣的匯價不一定必然會同步升降，因此每一種貨幣的持倉風險應作個別考慮，而不是為迴避繳付保證金而胡亂地將其當作交叉貨幣盤的買賣。

證監會回應

2. 只須為一宗交叉貨幣盤買賣繳付一份保證金的建議應維持不變。

(h) 鎖倉

外界意見

1. 就有關建議提出回應的 7 份意見中，5 份表示贊成對鎖倉只收取一份保證金的建議，其餘 2 份則提出反對意見。

討論

1. 客戶若同時持有其原來持倉的相反持倉而藉此“鎖倉”，這種做法既不會使其承受持倉風險，亦不會對有關的槓桿式外匯買賣商帶來任何風險。然而，根據目前的財政資源規則，在計算保證金、合計總持倉量和設定當客戶的權益結餘跌至低於維持保證金水平所需的財政調整時，鎖倉安排是當作兩個不同的持倉來處理的。這種做法明顯是不合理的，而且亦非該規則的原意，尤其是當我們考慮到訂立保證金要求的目的是在於確保買賣商資金充裕和執行適當的風險管理。
2. 反對有關建議的 2 份意見的理據是這種“運作方式不能被視為審慎的和合理的交易方法”。就此而論，持反對意見的出發點是關注業務操守方面和有關安排被濫用的可能性，而多過是就資本充裕或風險管理的考慮。
3. 為確保所提出的業務操守問題得到正視和解決，我們建議就鎖倉作出的財政資源規則的修訂，應只適用於下列情況：
 - (a) 鎖倉安排是因應客戶的特定要求而作出；
 - (b) 對有關鎖倉安排的非商業理據應作適當披露；及
 - (c) 客戶提出鎖倉安排的要求時須指定期間，但在任何情況下其有效期不應超逾一個月。

證監會回應

4. 我們對鎖倉安排只收取一份保證金的建議維持不變，惟須作出如上述的規定。

(i) 獨立信託戶口

外界意見

1. 提交的意見普遍贊同證監會容許買賣商將客戶資金應用於買賣商轉嫁客戶的持倉的安排，只要有關資金獲得足夠的保障。然而，仍有一份意見書提出反對，指出如果客戶的主要交易對手是買賣商，該買賣商沒有理由不該使用本身資金來對沖客戶的持倉。

討論

1. 因為買賣商是以主事人身分與其客戶進行交易，因而應以本身資金去對沖客戶的持倉這個論點是不能成立的。因為如果將這論點的邏輯不斷推演下去，最終可能會指保證金其實並不是客戶的資金而是買賣商的“收入”，因此可以隨其意願加以運用。
2. 有關建議旨在根據《槓桿外匯條例》第 23 及 24 條客戶財產獲得保障的情況下，鼓勵買賣商可確實地減低業務運作的風險，並能維持較低的淨持倉量。這個目的與確保市場風險得到適當管理的目標是一致的，並可加強對投資者的保障。當然，這有賴必要的控制程序獲得切實執行。

證監會回應

3. 我們建議應保留容許槓桿式外匯買賣商將客戶資金應用於轉嫁客戶的持倉的建議。然而，在草擬實施這項建議的規定時，必須與香港期貨交易所有限公司進行商討，以確保當客戶資金被轉嫁至買賣商就日轉期匯的持倉時，客戶利益會得到足夠的保障。

(j) 賠償安排

外界意見

1. 在提交的意見中，沒有一份贊成設立賠償基金。然而，亦有部分論者認為誠信保險可充當作為適當的賠償安排。然而，有部分買賣商（4名）反對設立任何形式的賠償安排。

討論

1. 一名主要買賣商強烈反對設立賠償安排，因為其認為此舉極可能令投資者忽視本身的責任，在選擇交易對手時未有採取審慎態度，而這種安排等於要財政充裕而又管理有效的買賣商，去為其他資金不足和管理失當的買賣商付出代價。再者，除非能設計一套類似現時經紀的誠信保險的標準誠信保險計劃，否則部分買賣商可能會在投購有關保險方面遇到困難。
2. 另一名主要買賣商指出，任何形式的賠償安排都將會加重買賣商的財政負擔，並建議在作出任何結論之前，進一步研究其經營成本的影響與投保範圍等問題。
3. 雖然我們接受上述論點，但我們仍然認為，以誠信保險形式設立某種安全網，以抵銷買賣商失責的風險，對整體市場而言是有利的，並且可以為投資者提供最佳的保障。然而，為確保買賣商已購買足夠保險，我們建議有關規定的實施日期，須與根據《證券及期貨綜合條例草案草擬稿》第6.11(2)(c)條有關誠信保險的建議實施日期互相協調。這樣不但可確保各類中介團體均獲平等對待，亦可使這類保險的市場供應充足。

證監會回應

4. 要求所有槓桿式外匯買賣商投購誠信保險的提議應予以接納，惟其實施應推遲至根據《證券及期貨綜合條例草案》所規定的、由證監會負責監管並適用於所有中介團體的保險計劃生效為止。

(k) 其他技術性事宜

外界意見

1. 諮詢文件亦述明，證監會會將藉著是次檢討去重新探討監管架構其他方面的問題，特別是《槓桿式外匯買賣（財政資源）規則》及《槓桿式外匯買賣（帳目及審計）規則》。一家機構提議，有關修訂若可能會帶來廣泛的影響，則應就有關修訂作進一步諮詢。

討論

1. 由於證監會現正就適用於證券及期貨買賣商的《財政資源規則》進行全面檢討，故此我們認為把對《槓桿式外匯買賣（財政資源）規則》的修訂，納入《財政資源規則》的全面檢討中加以研究，是較為適當的做法。

證監會回應

2. 我們建議推遲修改《槓桿式外匯買賣條例》的財政資源規則及帳目及審計規則（但上述建議的附帶修訂事宜則除外），而有關的建議修訂應納入《財政資源規則》的全面檢討之內加以研究。

