

批發市場的抗逆能力、良好操守和廉潔穩健

在 2022 年亞洲證券業與金融市場協會合規亞洲會議上的主題演說

梁鳳儀女士
副行政總裁兼中介機構部執行董事

2022 年 6 月 28 日

早安。很榮幸獲邀於 2022 年亞洲證券業與金融市場協會合規亞洲會議發表開幕主題演說。

今天，我的演說將會聚焦於兩個主題——本港資本市場和參與其中的金融機構的抗逆能力，以及批發市場上的操守問題。

你或許會問：機構投資者在批發市場中的行為問題，不是應該讓它們自行解決的嗎？監管機構為何要關注這個議題？

香港作為國際金融中心，具有規模龐大的批發金融服務業。這個行業所屬的一體化資本市場，足跡遍布全球。源自香港的風險所引起的震盪，可能會波及到各地區的金融中心。即使是僅佔整體市場活動中的少數的過度承擔風險或不當行為，仍然會令價格扭曲和流通量不足，令金融體系添加壓力。

作為監管者，我們的工作是確保批發市場公平有序，因其所提供的價格及流通量，對無數企業和個人的集資及投資計劃來說，至關重要。

維持一個具有抗逆能力的金融體系

自從 2019 冠狀病毒病疫情在 2020 年 3 月爆發以來，金融市場曾急劇下跌，然後又在短時間內創下新高。2022 年下半年將會受到多種全球及本地因素影響，形成前所未見的不明朗因素，令市場更趨波動。

當新冠疫情仍在全球肆虐之際，地緣政局變得愈來愈緊張。環球市場受到通脹壓力、加息、供應鏈受壓及商品價格強烈波動等宏觀經濟因素所影響。這些去年已潛在的因素更因烏克蘭戰爭爆發而加劇。金融機構預期，2022 年上半年的利潤和收益將會急速下跌。

有一些其他因素則是內地和香港獨有的，例如當局加強對數據密集型公司及地產和教育行業的重點監管，嚴格的防疫政策及封關措施和中美緊張局勢等。市場參與者在維持營運效率和挽留香港的人才方面本已面對重重挑戰，上述因素更令情況雪上加霜。

備註：此為演講辭草擬本的譯文，與現場發表的版本可能稍有出入。

面對這樣的環境，與其說“現金為王”，不如說抗逆能力才是關鍵所在。但是，我們的資本市場的抗逆能力，完全取決於參與其中的機構是否具備此能力。市場一旦逆轉，首當其衝的一般都是槓桿比率較高和持倉集中的投資者。

證監會對金融體系的抗逆能力的重視程度，高於一切。為此，我們一直在尋找壓力的來源，以便能對症下藥。

財務方面的抗逆能力

證券保證金融資經紀行在市況波動時所面對的信貸風險尤其高。為應對保證金貸款質素下降和集中風險過高的問題，以及保障金融穩定性和客戶的利益，我們在 2019 年發出《證券保證金融資活動指引》。有關指引列明了我們要求保證金融資經紀行在保證金貸款風險、證券及客戶集中、追繳保證金通知和壓力測試方面應具備穩健的風險管理監控措施。

該指引在疫情期間有助提高本港的保證金融資經紀行的抗逆能力。有證據明確顯示，保證金貸款的整體質素有所改善——包括抵押品比率上升，保證金短欠金額相對於股東資金的比率下降，及證券與客戶的集中度下降。

我們持續監察獲證監會發牌的公司，並在過程中定期對它們的財務穩健性進行壓力測試。我們在今年初修訂了持牌機構定期提交的財務申報表，以收集更詳細的數據，務求更加準確地估計壓力環境對它們構成的潛在財務影響。

由去年發生的 Archegos 事件明顯可見，在場外衍生工具市場上營運的主要經紀商的抗逆能力備受了嚴峻的考驗。早在該事件發生之前，我們便已及時地為主要經紀商發出有關風險管理措施的指引¹。Archegos 倒閉一事促使我們重新審視在場外交易市場上用作偵測集中持倉的監察工具。我們對監管工具作出了調整，以便使用交易資料儲存庫數據來識別和評估潛在集中持倉的情況。這做法有助於我們跟進個別公司的特定風險。

我們正在對香港場外衍生工具活動進行主題檢視，以評估目前的市場作業手法。在本地進行交易的場外衍生工具絕大部分都在倫敦入帳，但與客戶的業務關係卻是在香港建立。除非能妥善地將環球交易、持倉監察和風險管治架構加以整合，否則監督工作可能會出現漏洞。我們的主題檢視不僅會涵蓋主要經紀商，亦會探究它們在風險管理、評估及上報方面的作業手法。我們將會在適當時候為業界提供進一步指引。

期貨經紀行的風險管理

期貨市場近期連番震盪，最為矚目的是原油期貨的交易價格曾在 2020 年 4 月跌至負數，以及倫敦金屬交易所在 2022 年 3 月暫停及取消鎳合約交易。有關情況突顯了監管機構在市場波動及地緣政治局勢不穩的情況下所面對的挑戰。

在極端事件發生時，蒙受重大損失的大額持倉者，可能會被追繳巨額保證金。由於期貨經紀行須履行其對結算所的責任，故當面對重大違約事件時，它們本身的資金便會蒙受風險。如果期

¹ 證監會在 2019 年 6 月發出[通函](#)及[報告](#)，當中載述主要經紀商應達到的標準和內部監控措施。

貨經紀行沒有足夠的資金以履行責任，便可能會殃及在結算所內被混合處理的其他客戶資金。為了減低這些風險，我們即將就建議的期貨經紀行風險管理指引諮詢市場意見。

氣候方面的抗逆能力

證監會的另一項重點工作，是因應氣候轉變的威脅而迅速採取行動。我們制訂適用於基金經理及基金的新氣候相關披露規定，讓投資者能更容易就綠色基金作出有根據的決定。這方面的監管支援至關重要，有助確保市場能夠抵抗氣候風險。

由今年 8 月起，管理集體投資計劃的基金經理有責任在投資及風險管理流程中考慮氣候相關風險，並分階段作出適當的披露²。這將有助投資者取得所需的資料，及保障他們免受漂綠行為所誤導。

證監會亦在主要的國際措施方面擔當領導角色，以推廣綠色及可持續金融。國際財務報告準則基金會轄下的國際可持續發展準則理事會在 3 月就可持續性及氣候披露，發表了其建議的企業匯報準則。國際證監會組織可持續金融工作小組（Sustainable Finance Task Force）之下的一個由我共同領導的工作分隊現正深入地檢視這些建議，以協助國際證監會組織決定是否應正式推薦其成員採納國際可持續發展準則理事會準則。國際證監會組織的推薦，將會在鼓勵各司法管轄區採納準則方面，發揮舉足輕重的作用。

對操守的高度重視

公開、公平及有序的市場

回到我們向來重視的批發市場操守這議題上。本會的職責是維持公開、公平及有序的市場，故我們以非常嚴肅的態度看待這項工作，絕不姑息欺詐及失實陳述，並會果斷採取各項紀律處分，遏止失當行為。這從本會在過去數年所施加的懲罰中可見一斑。我們先後就多宗失當行為個案處以大額罰款，當中涉及保薦人的盡職審查工作欠佳，在債券交易中多收利潤幅度，一馬公司（1MDB）案，乃至較近期發生的錯誤標籤並向客戶訛稱利便客戶交易指示屬自然性質的事件。

簿記建檔指引

與此同時，我們深明金融監管必須與時並進，配合新發展，這樣才能在市場日趨複雜的情況下繼續發揮效用。為此，我們有時或需向業界提供額外指引。以證監會《操守準則》³新增的第 21 段為例，當中釐清了中介人在香港股權資本市場及債務資本市場交易中所扮演的角色，並訂明他們在簿記建檔、定價、分配及配售活動中應達到的操守標準。新規定將於今年 8 月 5 日生效。

制訂這些新標準的歷程漫長而崎嶇。儘管股權資本市場及債務資本市場的交易在本港市場中佔有重大席位，但過往卻沒有為這些活動特別制訂監管規定。相關持份者——即發行人及買賣

² 證監會在 2021 年 8 月發表了《基金經理操守準則》的修訂，並發出[通函](#)載述應達到的標準。

³ 《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》。

方的市場參與者——對於應訂明怎樣的標準及作業手法存在莫大分歧。最終，持份者無一對現時的結果感到完全滿意，但這正好說明我們所制訂的標準是恰當的。

雖然有些人可能覺得，證監會猶如在費用安排、銀團的組成及激勵措施架構等事務上“插手干預”商業決定，但我們堅決認為，如要推動中介人遵從更嚴格的行為標準，增加價格探索過程的透明度和成效，以及維護香港資本市場的公平性及秩序，便須制訂有關規定。

市場探盤

美國監管機構就大手交易作業手法進行審查一事，成為了近期的熱門新聞。本會已密切關注大手交易一段時間，並正在審視市場參與者在公布交易前向潛在投資者傳達資訊的手法，亦即俗稱的“市場探盤（market sounding）”。

我們即將就市場探盤活動展開主題檢視，藉此探討是否有可能為本港的市場探盤活動制訂操作準則。在檢視過程中，我們將於今年稍後時間抽選一些公司，以邀請它們參與調查。

善用監管科技來監察違規行為

雖然科技進步有可能助長某些形式的失當行為，但同時亦可以加強本會偵測違規行為的能力。證監會的監管科技計劃其中一項重大舉措是，於 2019 年 7 月引入首套適用於買賣盤生命周期的數據標準，當中訂明共佔香港市場股票交易約 60% 的“範圍內的經紀行”，在向證監會提交與交易相關的數據時應採用的最基本內容及呈列格式。《數據標準》已於 2020 年 4 月 30 日生效。這可說是本會的監管職能邁向數據化的關鍵時刻。

此外，我們正在開發一個配備大數據及人工智能的資訊分析平台。這個平台藉由法則式演算法（rule-based algorithms），可協助我們識別出股票交易中的潛在失當行為，例如在另類交易平台上的無擔保賣空活動、清洗交易、幌騙（spoofing）及股價異常。該平台亦支援跨行分析——例如，對同一人透過不同經紀行進行的交易活動展開分析。

為確保該平台妥善運作，本會進行了嚴謹的測試及試行，其間發現了一些數據標準詮釋及數據核實方面的問題。我們計劃於下半年度發出通函，以向業界提供進一步指引，並會更新有關《數據標準》的常見問題。

透過這個項目，我們看到了在應用監管科技解決方案上的巨大價值，並積極鼓勵各位善用人工智能及機器學習技術，以便更快捷地偵測失當行為。

現時許多公司已改用遙距工作模式，這不但增加了失當行為的風險，還對傳統監察模式帶來了挑戰。傳統的監察模式建基於兩個先決條件，一是員工共事於一室，二是“在視線之內”，但這些條件在遙距工作環境中都難以實現。此外，使用不受監察的通訊應用程式與客戶溝通的情況亦愈趨普遍。因應有關趨勢，我們於是發出了通函及報告⁴，闡明在管理遙距工作風險及應對業務干擾方面的監管標準和應採取的措施。

⁴ 證監會於 2021 年 10 月就運作上的抵禦能力及遙距工作發出[通函](#)。

結語

各位，我想重申開始時所說的一番話——批發市場必須讓人看見是以公平及有序的方式運作，才能有效地促成定價及流通量，而這點不論是對集資還是投資而言，都是至關重要的。我們正致力提升從事批發金融業務的公司在財務方面的抗逆能力，以及推動它們秉持良好操守。

經常有人說，金融機構從業員的行為是受貪婪與恐懼所驅使的，過往的全球金融危機及一些觸目驚心的機構倒閉事件中已充分證明這一點。雖然我們無法改變原始的本能，但可喜的是——正如在座不少從事合規工作的來賓所知——若能設立完善的合規框架，並配備必要的制衡措施，便可識別並遏止惡劣行為及過度承擔風險的問題。

只要大家保持警覺，並配合個人問責制度和監管機構的監督及具阻嚇力的行動，便能有助維持本港批發市場的抗逆能力及廉潔穩健。與前人相比，我們現時擁有大數據、監管科技及更有效的工具，以協助我們偵測出各種違規行為的模式。本會的核心職能主管制度亦大幅提升了我們採取執法行動對付干犯金融失當行為的人士的能力。

無論是機構還是個人，都應從過去的錯誤中學習，而最重要的是，他們應實踐證監會持牌人《操守準則》第 1 項一般原則所提倡的文化，即：“持牌人或註冊人在經營其業務時應以誠實、公平和維護客戶最佳利益的態度行事及確保市場廉潔穩健。”

多謝各位。