

致 香港立法會財經事務委員會市席李慧琼議員及有關議員

敬啟者：

夜期諮詢嚴重偏頗，強烈要求重諮詢。關注金融安全、堅決要求收市期指先試先行、試行期間限制上下波動不過 2.5% 然後，再作全面諮詢及檢討

本人原則上反對倉猝推行收市後期貨買賣，認為當中蘊藏極大風險危機，遇有事故，或會引巨大金融災難包括系統性風險以至銀行擠提，最終須由全港市民支付代價。即使港交所認為這是國際化的必然發展，本會堅持在試行新制時，應以審慎態度，以先試先行，汲取教訓，每節上下波幅限於 2.5% 以內，實行一段時間，再進行全面諮詢檢討。

### 股票是信心的指標

現時全球經濟趨一體化，個別地域絕不能獨善其身。同樣，個別投資市場也不能與整個經濟體系分割。股票價格在可接受的幅度是代表投資價值的評估和取捨，一旦急速波動超越警戒範疇就可演變成信心危機，急速上升可產生泡沫，埋下大跌的潛在危機，急速崩潰，配合消息，報告、謠言更衍生信心危機，引發非理性拋售資產，銀行擠提，同樣衝擊整個社會，1997 年 11 月有港基銀行擠提，當時前一月僅一個月恆指由高位 15,133 下挫 6,357 點至 8,776 低位。2008 年 9 月 24 日有東亞銀行擠提，當年恆指由五月高位 26,322 起跌去 7,822 點至 9 月的低位 18,500，情況如出一轍。(附件一，列舉更多近期金融事故)

### 香港環球交易還須逐步發展，無論認受性、普及性及成熟性仍有待大幅改善

1. 雖然香港股市市值約處世界七大，但位處新興市場位置，無論在規模、歷史、成熟性及認受性都不能與歐美比較，最終所產生的交易量及指數水平認受性實有待懷疑。
2. 在推出期間，只提供期指買賣，並無並行之現貨及其他對沖產品對沖，也

缺乏可認受之參考價值數據，易受操控及最終衝擊翌日之交易市場。

3. 收市期貨買賣多為香港人休息時段，買賣預期稀疏，透明度值得懷疑，應該小心試驗。
4. 在原有設計的波幅限制之 5% 藏有極大風險風險陷阱，在股災的情況下，如大跌市下，每引發失控性的斬倉潮，產生廣泛性的違約風險，或會威脅卷商的償付能力，引發金融災難。現試舉實例：

|           |                              |
|-----------|------------------------------|
| 目前基本開倉按金為 | 70,700(除 50 元一點，約 1,414 點緩衝) |
| 維持按金為     | 56,550(除 50 元一點，約 1,131 點緩衝) |
| 目前恆生指數水平為 | 23,330 (7/1/2013)            |
| 波幅限制      | 升/跌 1,165 點                  |

例子，

- i. 客戶開倉付足基本按金，正式收市時，下跌 280 點，觸及維持倉按金，不須追收按金 call margin,
- ii. 倘收市時段，大市在短時間(人為或非人為)，跌至波幅限制之 1,166 點(維持按金若抵指數 1,131)，實際上客戶賬戶已是負數，因為是短時間失控下跌，電腦止蝕斬倉很大機會失效，晚上因為銀行休市，客戶與卷商可能失去信任。
- iii. 極端情況下，翌日開市很可能出現跳跌(gap down)，客戶賬數負值更加擴大，卷商償付能力受威脅，不能等待客戶過帳，出現不論價強行斬倉潮，對沖操控基金趁勢向下施壓，以更低價平倉，飽食遠飛，留下卷商與客戶爭執，留下一大堆壞賬待處理，部份卷商可能倒閉，引連鎖性骨牌效應，產生社會矛盾，這是極危險陷阱，雷曼迷債之金融災難，前車可鑑，不可不防。

上述之例子並不極端，也不天荒夜談，單 2011 年 8 月至 10 月

| 日期         | 開市     | 最高     | 最低     | 收市     | 日波幅   | 跌幅     | 最大跌幅   |
|------------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 2011/08/05 | 20,939 | 21,018 | 20,643 | 20,946 | 375   | -939   | -1,242 |
| 2011/08/08 | 20,409 | 20,573 | 20,044 | 20,491 | 529   | -455   | -902   |
| 2011/08/09 | 19,210 | 20,159 | 18,868 | 19,331 | 1,291 | -1,615 | -2,078 |
| 2011/09/21 | 18,892 | 19,024 | 18,699 | 18,824 | 325   | -191   | -316   |
| 2011/09/22 | 18,297 | 18,297 | 17,859 | 17,912 | 438   | - 912  | - 965  |
| 2011/10/03 | 17,179 | 17,179 | 16,717 | 16,822 | 462   | - 772  | - 875  |
| 2011/10/04 | 16,732 | 16,841 | 16,170 | 16,250 | 671   | - 652  | - 572  |

再看下列恆生指數 20011 年 6 月前十大跌幅日子

| 日期         | 跌幅     | 排名 |
|------------|--------|----|
| 2008/01/22 | -2,061 | 1  |
| 2008/10/27 | -1,602 | 2  |
| 2007/11/05 | -1,526 | 3  |
| 1997/11/05 | -1,438 | 4  |
| 2008/01/16 | -1,386 | 5  |
| 2008/01/21 | -1,383 | 6  |
| 2000/04/17 | -1,380 | 7  |
| 2008/10/08 | -1,372 | 8  |
| 2008/02/06 | -1,339 | 9  |
| 2000/01/05 | -1,226 | 10 |

跌幅全部超過 1,200，尚未計入當日前後的跌幅，足以蠶蝕大部份的開倉按金，其中 7 日是在過去年四年內發生，不能視之為偶然事件。

在我們既有的資料中，在較多人買賣的期貨中，大部是美國道指期貨及 S&P 期貨指數、日經指數或歐洲個別大金融市場指數。其他只有摩根台海灣指數及摩根星加坡指數有收市後買賣，而涉及之產品亦只是投行自行編製，官方的指數並無提此等服務。可見，以新興市場官方指數提供的收市後交易，非常罕見，某程度上反映需求不大，無論認受性，可信性，透明度及公正性均值得嚴重懷疑！

計劃是試行性，沒有前科，亦涉及香港整體金融安全的嚴肅問題，原來設計完全不足應付已發生及未來發生的金融災難，也沒有緊急補救措施應付風險償付危機，堅決要求收市期指交易先試先行、強烈要求試行期間限制上下波動不過 2.5% 然後再作全面諮詢檢討。

其次，港交所夜期諮詢嚴重偏頗，或誤導公眾：

1. 2011 年 5 月諮詢並未涵蓋兩個重要議題—收市後時段因為銀行休業須要追收按金的技術問題及違約風險及上下波幅的限制，是個未完成、不完整及不全面的諮詢，是帶有誤導的結論，必須重新全面諮詢，嚴肅處理。
2. 儘管港交所如何砌詞狡辯，儘管我們無證明有無有人刻意隱藏及迴避上述重要議題，事實就是諮詢結果及結論可能嚴重誤導，5 月的諮詢非但只列出計劃的好處，隱藏當中的壞處，包括增加投資者及券商的風險，加重券商的監察和追加

按金的工作量及成本，增加違約的風險及承擔。諮詢只提及港交所與市場參與者的工作關係，完全沒有提及因執行夜期，參與者如何處理和客戶的關係，包括在銀行休業後如何追收按金；甚麼情況下可以強制平倉；如何處理違約風險；需要作甚麼額外的人手及工序，這些諮詢文件都沒有提及，顯然是個偏頗的諮詢，所帶出的結論自然或帶有誤導，及不可信不可靠。

3. 更重要的是計劃看來是自願性參予性，實質卻是個強制性參予計劃，包括對沒興趣參與的投資者及券商而言，尤其對有持倉過夜的參與者的影響極為顯著和重要，諮詢文件並無給予足夠的警示，因此也沒有給予他們應有的發表意見的機會，是個不公平，不公正及不公義的諮詢，是絕不能接受。
4. 持倉過夜的投資者及相關的券商都已暴露於收市後期指交易的波動風險，無論他們有沒有參與交易，也須要被迫參與下列工作活動；包括監察按金水平，平倉指令，追收按金，追收違約欠款，及處理與客戶溝通。

換言之，全香港市民、投資者及券商，無論他們有興趣及意願與否，都無一幸免靜悄悄地被綁上這列高度危險的收市後期指交易戰車上！

### **希望的建議**

1. 摑置爭議，重新諮詢；或
2. 先試先行，夜期波幅限制於 2.5%，推行後再重新諮詢；或
3. 大幅加大過夜按金水平，如加大 50%以保障金融安全。

謝謝！

高信商品期貨有限公司董事

宋榮耀

2013/01/10

## 附件 1. 近期金融事故之例子

1. 12月20日，美國S & P收市升7.88（道瓊斯指數升59點），收市後，美國共和黨與美國總統在財政懸崖問題又出了點僵局，市場情緒又突然轉趨悲觀。12月21日，美期在亞洲時間開市時S & P跌約10點（道指跌90），但在9.15 a.m.（約在期指競價時段）短短15分鐘內，S & P期貨曾一度下跌49點，然後急速反彈至跌23點水平徘徊。（道指期貨也最多下跌近300點，然後反彈至跌190水平徘徊）。這種急劇波動正應驗筆者前文所預言，目前世界局勢風雨飄搖，美國財政懸崖一觸即發、歐債危機有復燃之勢、日債爆煲，方興未艾，
2. 瑞典股票交易所收到該國指數OMX S 30的12月期貨買盤，涉及金額達460萬億克朗（約537萬億港元），以瑞典去年國內生產總值（GDP）3.5萬億克朗計算，有關交易為該國經濟總額的131倍。瑞典交易所停止衍生工具交易，直至查出事故原因。
3. 較早前的文章已揭露高頻交易，在歐美先進的金融體系正遭受強烈的質疑及批評。在美國的參議院聽證會及其他西方監管研究，高頻交易不但被指責是歷次大波動市況的主要元兇，更嚴重損害投資者的權益和破壞交易過程的公平性。其中所產生的災難包括是2010年5月道指「閃電跌市」的主因、最近在8月，騎士資本集團（Knight Capital）因程式技術出錯，蒙受4.4億美元的交易損失，以及10月5日的印度股市，因為高頻交易出錯，印度股指瞬時下跌16%，市值蒸發600億美元。

## 附件 2：有關夜期之前文章

**16/5/2012**

### 「期指夜市」必須再作重新全面諮詢

港交所計劃於今年第四季推出「期指夜市」，業界對此計劃多表反對，當中我擔任顧問一職的香港證券及期貨專業總會（本會），更就此聯同立法會議員王國興，分別約見財經事務及庫務局、證監會及港交所，表示對此安排強烈不滿，認為如此倉促推行收市後期貨買賣，當中所涉及的系統性風險，或會引來巨大金融災難，最終或須由全港市民支付昂貴代價。

港交所於去年5月曾就「期指夜市」作出諮詢，然而本會認為這次諮詢十分草率及誤導，並未有就「夜市」的核心潛在風險問題作出全面及深入的探討，尤其是未有對金融安全、追收按金、及違約風險作出充份的披露和評估，更遑論與銀行業作出相應的配合，亦未對波幅限制提出諮詢，尤其因涉及監控過夜倉風險，計劃並非如港交所所言的自願性，而是實質的強迫性參與諮詢文件並無提示，因此所得的結論極為偏差、極具爭議而絕不能接受，必須重新作出全面諮詢。

「夜市」進行時段，本港銀行已停止營業，如期間市況出現大幅波動，券商必須依例追收客戶按金，如銀行業未能配合作出資金調動安排，券商面對追收按金的困難和風險，而所衍生的違約風險也將必然大為增加，直接威脅券商的償付能力，有機會引起骨牌效應，直接衝擊全香港的金融安全及穩定。

### 合約波幅潛藏極大風險陷阱

然而，港交所在回覆本會就相關的提問時，解釋上次諮詢未有提及追收按金的技術問題及違約風險，是因為券商與客戶的追收按金關係不屬交易所的職責，而是屬於證監會的範疇，本會即時反駁指出，即使不屬交易所職責，交易所有不可推卸的責任在諮詢文件作出應有的風險披露及警示，以使香港市民、投資者及券商作出合理的回應，否則交易所就是有隱藏負面後果、誤導公眾之嫌，其諮詢絕不可信、絕不可取。

我在席間即時提醒交易所，港交所在被賦予獨家經營及發展本港股市的同時，絕不能妄罔顧香港整體的利益，尤其涉及金融安全及穩定，因為稍一不慎，即會為本港金融業帶來信心危機，禍及整體經濟發展，最終還是要全港市民付上高昂的代價。要知股票是信心的重要指標之一，夜市期指交易容易產生漏洞，製造不合理的波動，提供衝擊香港金融穩定的機會及工具，實是得不償失。

就合約波幅限制的規定也潛藏著極大之風險陷阱。根據現時港交所的計劃，擬以 5 % 為合約波幅上下波幅限制，如以目前恆生指數約 2 0 5 0 0 點計算，即波幅上下限為 1 0 2 5 點。參考過去數字，恆生指數單日跌逾 1 2 0 0 點，過去 4 年便錄得 8 次之數，故不能視之為偶然事件，只當晚期間已足以蠶食大部分的開倉按金。遇上金融風暴，在翌日開市時很容易出大跳跌，無論投資者及券商都會因帳戶出現巨大負值而面對嚴重的違約風險，往往會引發失控的斬倉潮，繼而出現廣泛性的違約個案，此勢會威脅券商的償付能力，影響與客戶間的互信基礎，猶有甚者更引發金融災難、信心危機，包括非理性拋售股票及資產，衝擊銀行體系，配合刻意的負面報告、評級和謠言，嚴重可引發銀行擠提。

#### 「夜市」無對沖產品供套戥

「夜市」計劃只提供期指買賣，而無並行之現貨及其他對沖產品可供套戥，也缺乏具認受性之參考數據，加上「夜市」交投相對稀疏，缺乏透明度，容易受到操控，市況可在短時間內（人為或非人為）大起大落，繼而衝擊翌日之交易市場，扭曲大市走勢，加上近年電腦程式及高頻交易快速發展，更激發市場波動的速度及幅度，所引的破壞效果極為巨大，不可不防，即大市值的道瓊斯指數亦曾短時間下挫過千點，實是前車可鑒。

港交所「期指夜市」由於沒有前例可援，可以說是屬於試行性質，因此在配套上必須作出全面的配合。港交所去年作出的諮詢實屬未完成、不完整且不全面，且帶有誤導結論，草率冒進。因此，本會強烈要求港交所必須再作重新全面諮詢，即使日後得到共識，在試行新制時，應以審慎態度、先行先試、汲取考訓，每節上下波幅限收窄至 2 . 5 % 以內，經實行一段時間後，再進行全面諮詢檢討，按部就班，吸收經驗，為深化本港國際主要金融中心地位而同共努力。

本會仍然相信在發展國際金融中心的過程中，發展夜市期指交易絕對是不需要、不公平、不透明及不安全，反而提升監管質素，重建投資者信心是業界所迫切的問題，希望交易所重新正視問題的根源，急市場所急。

**4/6/2012**

## 港交所的假民主與真獨裁

港交所（00388）在推出政策改革前，都會作出諮詢，其結果會作為支持政策推行的理據。然而，筆者發現，在落實第二階段港股延長交易時間和推行「期指夜市」這兩個政策上，港交所都表現出「假民主、真獨裁」的處事模式，並沒有正視業界的意見。

署理財經事務及庫務局局長梁鳳儀在今年2月29日的晤談中，表示理解香港證券及期貨專業總會，要求港交所暫時擱置推行第二階段港股延長交易時段的意見。不過，她表示在與其他的工會的接觸中，只有本會表示反對意見，故港交所依計劃如期落實推出市後期指交易。

筆者必須強調一點，本會每次與港交所行政總裁李小加會面時，7個業界團體代表一致反對延長交易時段，並要求擱置。此外，最少有3個團體曾發起遊行及其他示威行動，反對上述措施。因此，梁鳳儀如非掩耳盜鈴，就是把港交所的諮詢文件搬字過紙，而當中的表述與現實完全不符。

同樣的情況也發生在收市後期指交易（期指夜市）的問題上。無論是財經事務及庫務局局長陳家強面對立法會議員王國興的口頭質詢時，抑或是與港交所及證監會代表會面時，他們非常依賴港交所諮詢文件的結果，並強調超過一半回應者贊成推行「期指夜市」。

### \*不應默許港交所偏差行為\*

事實上，諮詢文件並沒有提及收市後期指交易的監察按金水平、追收按金工作、平倉活動的額外工作、上下波幅限制問題、與安排及違約交收的所需資訊及風險，港交所更多次誤導公眾有關計劃是自願性，但實質上卻非如此。筆者覺得這份文件像藥物產品廣告，即「食你唔死、算你夠運」，但政策不能單靠運氣就能「過關」，當局依賴這份諮詢文件所作出的決定是危險和不可接受的。

以上例子均可證明港交所是假民主、真獨裁，由始至終都是漠視民意。

有業界好友對我說，本會和港交所長期「作戰」，到頭來都是徒勞無功，但這個愚公有另一種看法：作為一個市場參與者，如果我們默許港交所的偏差行為，就是不負責任，最終更可能自食其果。

第二，在「期指夜市」一例中，業界多次於各種場合講出當中所涉及的風險、

和可能引致的惡果，如當局一意孤行，一旦引致金融風暴重臨，當局必需問責並為此承擔後果，不能再推卸責任，同時亦希望候任特首梁振英可以提升問責精神，亦希望各位正義的讀者為此作歷史的見證。

最後，筆者衷心感謝潘佩璆及王國興議員，陪同本會多番奔走、不辭勞苦、約見財經事務及庫務局、港交所、證監會代表及傳媒朋友，並稍後於立法會財經事務委員會提出議案，要求證監會批核收市後期指交易計劃前，必須提交到財經事務委員會討論。同時，亦感謝王議員把本會的請願信轉交候任特首梁振英先生。

在此，筆者希望梁候任特首可以正視當中的危險性，堅決否決「期指夜市」。

**25/6/2012**

「從這裡看投資者為何離場」：一篇外國博誌的反思

《業界心聲》"從這裡看投資者為何離場"：一篇外國博誌的反思

《業界心聲》我們以前反映的意見可能不太受到重視，現轉載刊於全球財經新聞網絡 [cnbc.com](http://www.cnbc.com)，一個以 [Here's Why Investors Are Pulling Money Out of the Market](#)(從這裡看投資者為何離場)的網誌群組，內容大意是：

- 1.近年的高頻交易及衍生產品已把原來股市的主人：個體投資者及傳統基金驅走；
- 2.對沖基金為短線利益，利用消息、謠言、電腦程式、高頻，把市場舞高弄低，偏離投資價值，將股市變為投機炒買、操控及賭博市場，投資者無所適從，失去信心，最終選擇離場；
- 3.這種發展已傷害股市原來作為財富累積的存庫、集資工具的功能，進而破壞提供投資、就業、及刺激經濟增長等效果；
- 4.若股市受到衝擊，反而會帶來破壞信心的效應，在歐美市場已經有這樣的惡果形成。

這網誌特別邀請了《破壞了的市場：高頻交易及掠奪性縱控，如何在華爾街破壞著投資者信

心及你們的組合價值》\*一書的作者 Sal Arnuk 及 Joseph Saluzzi 為這專題寫博，現將其中內文翻譯如下，與讀者分享。(全文請看 <http://www.cnbc.com/id/47710901>)

\*究竟市場出了甚麼亂子？\*

「 在過去幾年，股市的信任及信心已被傷害殆盡。」

2010 年 5 月道瓊斯指數忽然下大跌過千點，美國第三交易所 BATS 極速撤銷

上市地位及 Facebook 上市混亂狀況等事件困擾投資者，留下滿腦子疑惑：究竟市場出了甚麼亂子？

一周復一周，他們將資金撤離本土股票互惠基金以作出回應。

自從千點跌幅事件發生後，根據官方數字，已有約 3000 億美元從股票互惠基金調走。

機構及個體投資者在告訴我們，他們已無法和這些現在主導著大市的機器競爭，而它們卻利用任何狹窄的機會賺取利潤。過去 15 年，市場主要由科技帶來的巨大變化。機構及個體投資，曾經是股市的"主人"，已不再是股票買賣供求的主要來源。他們的成交已被短線電腦程式的市場承租者所大幅取代，後者能夠利用高速交易流量的優勢。

作為機構投資者代理交易者，我們一早已開始研究當中的變化，尤其自數項交易所改革後(包括價格差距變十進制及容許跨市場另類交易，都鼓勵交易者獵取市場間出現的差距)。我們嘗試就當中變化解釋給投資者。可惜，問題已變得非常復雜，亦已威脅整個經濟，我們覺得有需要將之匯集成一本書，令個體及機構投資者明白市場在發生甚麼事情。

#### \*在每宗交易擰取分毫利潤\*

在我們的書《Broken Markets》(破壞了的市場)，我們解釋為何這些問題已蠶蝕入了我們的市場結構，並且傷害著傳統的個體及傳統投資者。

· 交易所或"軍火商"，我們是如此稱呼他們，現在已只淪為牟利的公司，提供服務及收

費之(可放置交易商的伺服器之)數據資料庫及資訊，而這些服務一般只受益於個別少

數客戶。無論如何，當中的客戶包括高頻交易公司已提供了交易所的大部分收入來源。

因此，交易所即使犧牲傳統投資者的利益，只須為高頻交易商提供有需要的服務，就已經能夠維持增長。

· 從前的寡頭的交易所雖並不完美，但運作暢順，現已成為破碎了的花瓶，由高頻交易鬆

散地連結。今天美國共有 13 個交易所及超過 40 黑池有進行股票買賣。此種的零碎分散在

真正的買賣對手間，為高頻交易商或其他不必要的中介者製造百萬分之一秒的套利空間

，不但在每宗買與賣的股價擰取分毫利潤，更因此而排斥傳統投資者。

· 現時市場所謂的進展，所失去的正正就是股票市場原來成立的功能價值

和目的，那就是

替公司上市、籌集資本、擴大生產力和就業、以及提供投資者投資機會。儘管經過多方

宣傳，首次招股的市場在前一段時間已崩潰。目前的市場結構已奪去了證券商為新公司

提供融資及支援的所有經濟誘因。

」

### \* 交易所不應偏離社會責任 \*

結語：

1.香港交易所乃香港法例成立的公營機構，被賦予獨家發展及經營股票業務的職能，除謀取合理的商業利益外，絕不偏離原有的社會責任，那是捍衛金融安全及穩定，發展業務的首要考慮是絕不可讓投資者及市民犯險。

2.交易所的角色是提供公平、公開及高透明度的交易系統及規則為所有參與者服務，絕不能偏幫個別大戶，剝削投資者知情權，為大戶製造縱控的條件、空間及漏洞。

3.歐美的前車可鑑，發展黑池交易或其他不透明及黑作業之交易如夜市期指，最終損害真正投資者利益，進一步驅趕投資者，實在是得不償失。

4.如作者所言，市場已被高頻交易商所主導及控制，但當大部分投資者敗興而撤，沒有投資者的股票市場，會剩下多少的套戥空間？只留下短線投機者賭博的市場，又可維持多久？

希望當政者三思！

\* 英文為《Broken Markets: How High Frequency Trading and Predatory Practices on Wall Street are Destroying Investor Confidence and Your Portfolio》

**9/7/2012**

### 港交所間接默認諮詢誤導

《業界心聲》自從與港交所代表就有關夜市期指交易會面後，已經逾兩個月之久，我們終於等到他們的正式回覆，全文可在本會網址 <http://www.hkspa.org>／查閱。不過，回覆除大打官腔之外，信中還間接默認了所作的諮詢有誤導成份。

在會面中，我們對諮詢的內容及結論，提出了嚴正質疑，如：為何港交所刻意隱瞞收市後時段，因為銀行休業時需要追收按金的技術問題及違約風險？為何

沒有公開諮詢上下波幅的限制？

為何強調自願性參與，實質卻是強制性參與計劃？

在回覆的信函信中，一概迴避有關的提問，信中沒有半點澄清或解釋當中的疑團，顯示他們默認所作出之諮詢，有嚴重誤導公眾的成份。

夜市是極具風險的新產品，港交所計劃設立的收市期貨買賣計劃是試行性，並沒有前科，亦涉及香港整體金融安全的嚴肅問題，原本的設計完全不足以應付已發生及未來發生的金融災難，也沒有緊急補救措施應付風險償付危機。為甚麼不可以以審慎態度，以較低波幅限制如2.5%、先試先行、汲取教訓、累積經驗、再作諮詢，信中也無詳細交待……

#### \*堅定不移繼續據理力爭\*

對於我們指出夜市期指是危險、不透明、不公平及不需要；在缺乏成交量及可信性的現貨交易水平參考數據，只會增加操控空間，危害投資者利益；對於我們提出具體案例所引發的違約風險及斬倉潮，信中並無否定，只以「我們相信增設收市後期貨交易時段，反而能讓投資者因應外圍市況，及時對沖及調整持倉，以管理風險，減低翌日開市時的壓力」來回應，將問題風險單方面推卸給投資者及業界。

交易所這種心態，還能提供及維持不偏不倚、公平、公正及公開的交易規則嗎？再往後看，港交所還值得我們賦予獨家經營及發展香港證券業務的權力嗎？

本會將堅定不移，繼續據理力爭，反對此等惡政，亦希望透過王國興議員在立法會財經事務委員會提出嚴正質詢，繼而阻止政策通過。

然而，我們心裏不斷湧出兩個問題：

1. 港交所有否真正代表及維護本土的整體利益？
2. 港交所應否繼續享有獨家經營證券的權力？退步一步而言，成立一個更適合香港人參與的另一所交易所各取所需，也許未嘗不是好事。

#### \*業界不滿情緒達臨界點\*

在推行夜市期指交易過程中，港交所一再罔顧公眾利益，欺壓業界民情，剝削投資者及券商利益，已逼使業界的不滿情緒達臨界點，與行政長官梁振英新政府提出走入群眾，聆聽民意的親民政策，南轅北轍，為新政府不但埋下金融的地雷，也投下民心的炸彈，倘若新政府縱容其專橫獨霸，將使業界更多人對新政府又再失望和產生不滿，進而激發社會矛盾，嚴重違背胡錦濤主席所倡議的社會和諧政策，實屬不幸！

在這裏我們趁機列舉近期港交易或證監會急於推行之改革，包括夜市期指、收市競價時段、隱牌交易及黑池交易，它們擁有共同的低透明度的特質，不但與國際市場提高透明度監管，保障投資者知情權之方向背道而馳，更實際鼓勵黑箱

作業，製造操控空間，港交所一再偏袒大戶，已是司馬昭之心，路人皆知！《香港證券及期貨專業總會顧問 宋榮耀》

**16/7/2012**

## 初步成果，立法會財委會討論夜市期指

上星期二(10日)，立法會財經事務委員會正式展開程序，討論收市後期指交易時段，對這發展，我們感到振奮，並非常珍惜，希望公義在此得到彰顯。當日，本會亦向王國興議員遞交本會對這項措施的請願信，全文可參閱本會網址 <http://www.hksfpa.org/>。本會再次感謝王國興議員為這項議題多番奔走，陪同本會會見各有關當政者，並玉成其事。

筆者目前的心情是戰戰兢兢和誠惶誠恐，因為預計到前路崎嶇，深怕最終結果或未盡人意。然而，夜市期指交易能夠在立法會財經事務委員會得到公平、公開和公正討論，通過全面深入的辯證，使尊貴的立法會議員及社會大眾能夠從頭到尾了解當中的背景、目的、好處、壞處、所涉及之風險、社會有可能付出的成本及代價，再作出取捨。一旦最終通過實施，議員及社會大眾亦能警惕當中的風險，若將來因此而衍生出金融災難，議員及社會大眾亦可追源探索，向有份提議及批核的有關當政者提出問責。對這種初步的成果，我們還是感到欣慰。

## 券商默認夜市期指有違約風險

在言論自由的精神下，我們對不同意見表示尊重。最近有券商再在報章登廣告，發表與業界主流意見不同的另類見解，其中關於期指夜市有這樣的建議，「...到時只要港交所將每張按金加至 10 萬元，把保障增至 2000 點，便足夠應付晚間的波幅」，間接默認夜市期指原有設計會衍生違約風險，筆者對上述建議持開放態度。不過，夜市原意是鼓勵交易和增加活動，若因大幅增加按金，可能影響對沖基金(港交所的大米飯班主)的槓桿利益，或削弱港股競爭力，反而得不償失，相信最反對的仍然是港交所。到頭來，我們的違約風險論據仍然受到廣泛認同，相信屆時這位券商應不會異議。再者，夜市缺乏透明度，增加操控空間，容易製造信心危機，這個問題仍未得到妥善處理。

## 尋求共贏方案

本會重申是個「擺事實、講道理」的業界代表團體。本會無權無勢無財，歷來靠的是忠誠無私的態度、合情合理的理據和紮實穩固的民意。多年來，與會員風雨同路，甘苦與同，艱辛前進。從反對一業兩管、反對取消最低佣金、反對仙股事件、反對收市後競價時段、反對收窄午飯時間，到現在反對收市後期指交易，儘管最初受盡當政者漠視輕蔑，本會身先士卒，據理力爭，堅定不移，經得起歷史的考驗，而後來的事實發展，亦多番證實我們的看法正確無誤，如收市後競價時段最終於因於 2009 年匯豐銀行被拋售至 33 元而被取消。

本會有時或無可奈何採取一些激進行為如遊行及絕食，但目的只希望藉此喚起政府、傳媒及社會大眾對有議題的關注。本會將會一如已往，以務實的態度，與其他業界團體通誠合作，繼續為業界反映及爭取合理訴求，不在乎單邊利益，只尋求共贏方案。

筆者懇請當政者多溝通、多真誠諮詢和多協調，凡事順應民情，便能迎刃而解，達事半功倍之效。否則，縱有雷霆萬轟之力，或能壓一時之勢，卻難服千世之心，反埋萬代之怨。正所謂本是同根生，相煎何太急!

**23/7/2012**

## 胡言亂語

今天飲大了，喝醉了，胡言亂語，廢話一番，如有失言冒犯，願先請罪。

最近與當政者在夜市期指交易上爭論不休，雖然已列舉大量事實、數據及理由，指出諮詢偏頗，安排危險，要求先試先行，但卻被當政者左一句追近國際發展，右一句明白業界憂慮，輕輕壓下來，霎時間感到官家的威嚴，不禁肅然起敬，

覺得意見接受，政策照舊，而且是絲毫不讓，使我深深感受到秀才遇著兵，有理說不清。不過，我仍相信公道自在人心，是非在乎往績，就讓我們回顧一些交易所的改革。

## 交易所「改革」回顧

- 取消最低佣金，促使行業進入惡性競爭，十萬相關職位受威脅，數十萬人生計陷困境，3.88 元交易佣金平過麵包，剛夠買紙巾抹眼淚，官營機構受官方徵費保障，不受負累，富貴不知民間苦，成功拉闊貧富懸殊，推高堅尼系數，一等功!
- 收市競價時段，匆匆的來，匆匆的去，於 2009 年匯豐(00005)被狙擊至 33 元，得罪權貴而被取消，現代溥儀自不甘惡政被廢，必效法張勳復辟，伺機反撲，相信借屍還魂的日子不遠矣，各位自求多福。
- 推出波動指數，繼續「楊家有女初長成，養在深閨人未識」，本來就是烹調給專業人士，你們不懂，也不需要懂，所以千萬不要扮懂，也不要亂試。
- 夜市期指一如年晚煎堆，人有我有，食你唔死，算你夠運。生意我要做，利潤我獨佔，上落客自負，壞帳券商包，風險大眾擔。認真密底算盤，算過草都無條生，抵讚!
- 推輪不夠激，牛熊供你賭，厘印盡豁免，最驚你唔來，有賭未為輸，輸完再來過，贏輸客自負，開賭絕無罪。其實港交所絕對有才能正式申請經營賭場，也是一項豐厚收入，不可小觀!

• 收窄午飯時間，交易時間長了，成交少了，原意是增加交易，實質是適得其反，如有世紀十大奇案，此案應可入選，若有包公之處，我都想擊鼓鳴冤，不過，對不起，是沒有的！

「水浸眼眉」作自嘲

筆者患有深近視，太遠的東西看不到，事實上，現已身陷火海，太遠的水也救不了近火。已燒死的人應該看不到甚麼宏圖遠景罷！或者，人家根本沒有預你，我們還是自力更生，不要自討沒趣。

最後胡思亂想，作了一詞「水浸眼眉」作自嘲：

「公義幾時有，把酒問港交，不知打壓有多年？今夕剩幾人？我欲退隱歸去，惟恐積蓄不夠，轉兼職，找外快，不應有恨，市場須國際化，本土理應犧牲，此事顧難全，但願人長久，千里共哭喪！」

人生在世，難得胡塗，東拉西扯，語無倫次，不知所謂，如有冒犯，再次謝罪。

**30/10/2012**

**港交所頻密改革增設施，券商百上加斤**

《業界心聲》近日聽聞港交所（00388）正對個別業界代表組織展開領航星技術計劃的初步諮詢，惟獨本會至今並未收到港交所相應的諮詢邀請。本會會長已去信港交所，質詢是否有歧視性地認為本會擁有逾3000業界會員仍未有足夠代表性、資格、知識及其他條件，以表達業界的應有的意見及權利，並請港交所澄清在制定政策時，是根據甚麼準則來選擇初步的諮詢對象，在發稿前，

已得交易所正面回應並於10月31日會面，還是值得欣慰。

本會並不著緊本會在政府的地位，但本會成立的其中一個目的，是為本會會員爭取在有關政策當局在制定政策時，表達意見和維護合理權益的機會及權利，本會只是莊重地要求港交所保障本會逾3000會員在制定政策時的被諮詢的權力。本會更擔心港交所正進行選擇性諮詢，一如之前的夜市期指交易的諮詢一樣，會導致有偏頗性的諮詢結果，引發更多爭議，或最終會損害業界以致整體社會利益。

根據各方非正式的資料顯示，港交所將於5年後正式取締現時的交易系統接駁模式，現行的開放式網間連接器（Open Gateway）將被取消，所有交易系統將直接連接入港交所的中央交易網關（Central Gateway），由於後者是重新編寫出來，業內人士估計現時所有交易系統會作廢，需要重新設計及發展，保守估計每套系統的發展成本會涉及逾百萬元支出。這就衍出幾個原則性問題：

1. 參與者以前曾向港交所購入的交易權的價值屆時會化為烏有；
2. 不少參與者經過多年的人力物力的投資發展自有的交易系統也報廢，所投放的價值亦隨之而蒸發於無形中，霎時間變成血本無歸；即使沒有發展自身交易系統而採用租賃方式的參與者將來也需承擔由第三者軟件公司所代為重新發展新系統的巨額收費；
3. 現時不少參加者仍有維持多功能工作站系統（multiworkstation）作接交易或備用用途，港交所未有交待未來處理方法。若一旦取消，參與者將需同時維持兩套昂貴的交易系統以作備用之需，不但浪費資源，也加重負擔。

#### \*合理價收回剩下交易權 提供有效新交易系統的銜接系統及方案\*

上述的問題完全因港交所單方面提升交易系統所引致，港交所必須顧及參與者的合法權益、合理賠償及妥善處理，否則就有巧取豪奪、掠劫民間財富之嫌，情形就如不負責任的政府不斷印製新鈔，但又拒絕兌換民間辛苦累積的舊鈔一樣。我們提出很初步的建議供大家參考討論：

1. 港交所應以合理價收回以前過多而剩下的交易權（因將來的連接其實只建基於一個交易權的基礎上）；
2. 港交所可為現行的交易系統發展及提供銜接的接駁軟件，使大部分的現存交易系統能夠銜接將來之新交易平台而如常運作，也讓參與者有選擇維持現狀的權利，資訊界（IT）行內稱之為「向後兼容」（Backward Compatibility），也是行內慣常及最基本的安排做法，在涉及龐大的系統操作及數據處理上，港交所不可自行快速改變其交易平台系統，而強逼其他參

與者不惜代價跟上，這肯定是損人利己的行為，絕不能接受；

3. 當然，如果礙於技術限制再需要重新發展，那港交所就責無旁貸，必須負上為參與者提供有效運作的新交易系統。

筆者的初步的提議，只是拋磚引玉，希望業界等待港交所進一步具體建議的資料後，再作更深入的討論及建議，但最重要的原則是港交所不能逃避責任，瞞天過海。

#### \* 借提高競爭之名增負擔 扼殺本土券商生存空間 \*

近年，港交所美其名進行國際化，不斷推出華而不實的產品，又不時進行頻密系統更新，使業界左支右绌，疲於奔命，在目前嚴峻的市場環境下，現時的發展顯然是未見其利先見其害，只做成增加成本的反效果，與梁振英政府所提倡減輕營商成本，改善營運環境及條件大相逕庭。

系統更新對於大型券商或對沖基金來說，相對其龐大交易量及利潤基數而言，這方面支出自能應付綽綽有餘，但對大部分中小型券商來說，尤其絕大部分已陷於虧損狀況，肯定是百上加斤，嚴重威脅其生存能力。

至於，有否借用改革之刀，扼殺本土券商生存空間，借勢淘汰中小型券商，則已是司馬昭之心，路人皆見。現屆政府應積極介入，及檢討港交所的發展方針是否真真正正符合香港業界及社會的最大公眾利益，不致淪為少數人縱控市場的私器，最終損害投資者的權益。

目前股市陷於低迷，主因是投資者對股市失去信心和信任，追源禍首，是由於上市公司管治質素下降、市場操控嚴重、衍生產品濫發，掩蓋真正投資價值，最終長期欺壓投資者權益，港交所作為市場把關者，不釜底抽薪，糾正錯誤，反強調提升交易速度，混淆視聽，實質偏幫高頻交易及縱控大戶，蹂躪投資者，令人遺憾。

事實上，歐美政府對高頻交易已轉向較負面的評價，美國參議院於9月中的聽證會強烈批評高頻為市場大波動的元兇，有前高頻交易員勞爾指證高頻交易對許多投資者構成不公平，亦是2010年5月道指「閃電跌市」的主因。最近在8月，騎士資本集團(Knight Capital)，為美國規模最大、技術最先進的經紀自營商之一，因程式技術出錯，蒙受4.4億美元的交易損失。

10月5日的印度股市，因為高頻交易出錯，印度股指瞬時下跌16%，市值蒸發600億美元。10月法國將開始對高頻交易收稅；德國政府且率先計劃立法增加高頻交易限制，包括限制可能存在相應交易的訂單數量，歐盟預計提出的限制可能更嚴格，包括將類似高頻交易的速度降低半秒，要求所有交易地點制定立即終止交易的方式，以及提高交易員取消大交易量的成本。

正當全世界包括先進的歐美國家關注高頻交易所帶來的風險，制定限制措施，以便更公正地保障投資者的權益及安全，港交所卻逆行其道，袒護及鼓勵高

頻交易，助紂為虐，實有點匪夷所思。

本會致力維護業界權益，推廣香港整體利益，對不公正的政策一如以往，定必據理力爭，還業界公道，希望業界友好組織及其他業界成員能在此問題團結一致，積極關注及參與發聲，以爭取合理對待，更希望金融服務界代表張華峰議員在立法會內能夠發揮應有的影響力，以反映及爭取我們應得的索求。《香港證券及期貨專業總會顧問 宋榮耀》

**19/11/2012**

## 港交所須為業界承擔新交易系統銜接責任

本會終在本月 7 日獲港交所(00388)垂青，會面討論有關領航星交易系統革新計劃事宜。會上，港交所代表介紹計劃的模式流程，收費準則及推行時間，然而令我們大失所望的，是此次的會面其實已是知會性質，港交所表明計劃事在必行，亦不會有公開諮詢。

我們不期然要問，若不是本會會長主動提出要求被諮詢的權利，本會逾 3000 名會員豈不蒙在鼓裏，要直至計劃推行時才知道當中的利害得失。由是觀之，在制定發展政策上，港交所是如何漠視業界的意見及權益。

在會上，本會對計劃提出不少質疑，並強烈要求港交所需承擔為業界的 BSS 經紀供應系統和將來系統的銜接責任。本會會長在會後以書面記錄本會的意見及訴求抄送港交所，以便將來跟進事件發展，現謹將當中要點撮錄如下：

「…本會感覺港交所極欲做成既成事實，逼業界就範，本會表示極度遺憾，並保留反對權利。

根據本會之非正式統計及諮詢，及與其他業界代表組織溝通，大部分參與者將需為現時的系統全部報廢，致血本無歸、損失慘重；並需為開發新系統或租賃預備作出額外巨大投資及支出。在目前嚴峻的營商環境下，實有點落井下石，未見其利先見其害，由於計劃涉及業界重大利益，本會對港交所決定不進行公開諮

詢，表示反對。

本會現強烈要求港交所需為受影響的參與者與現行系統作出合理銜接，包括：

1. 提供 Backward Compatibility 向後兼容之設施；或
2. 為業界提供標準的 BSS 經紀供應系統。

本會認為港交所因自行更新交易系統而影響參與者的運作、及額外成本需承擔不可推諉的銜接責任。」

高頻交易是歷次市況大波動主要元兇

從近年港交所積極推行延長交易時間、縮短午飯時間、推行夜市期指、隱牌交易，到現時的交易系統革新，以至將來計劃中的遙距交易，不難發現港交所正急於為引進高頻交易排除阻力，以便為其定下更有利的交易條件，目的顯然是部署吞噬和蠶食將來推行人民幣國際化及港股直通車後所釋放出來的龐大國內資金，這是涉及嚴肅的金融安全及經濟穩定問題，希望各方嚴密關注及監察，更不希望現代「吳三桂」，自毀長城，引高頻大鱷入關，製造衝擊香港金融體系的空間。

至於有否企圖通過交易系統更新順勢淘汰部分中小型券商，則盡在不言中。即使港交所否定有關懷疑，「君雖不殺伯仁，伯仁卻為其而死」，部分券商可能因

其更新所涉及之額外支出而需結業，所產生的負面效果又有何分別！

較早前的文章已揭露高頻交易，在歐美先進的金融體系正遭受強烈的質疑及批評。在美國的參議院聽證會及其他西方監管研究，高頻交易不但被指責是歷次大波動市況的主要元兇，更嚴重損害投資者的權益和破壞交易過程的公平性。其中所產生的災難包括是 2010 年 5 月道指「閃電跌市」的主因、最近在 8 月，騎士資本集團(Knight Capital)因程式技術出錯，蒙受 4.4 億美元的交易損失，以及 10 月 5 日的印度股市，因為高頻交易出錯，印度股指瞬時下跌 16%，市值蒸發 600 億美元。

近期法國政府、德國政府及歐盟已著手進行以收取稅項、限制可能存在相應交易的訂單數量、限速、限制取消訂單的方式及提高其成本監管高頻交易。

正當全世界包括先進的歐美國家關注高頻交易所帶來的風險，制定限制措施，以便更公正地保護投資者的權益及安全，港交所反逆行其道，袒護及鼓勵高頻交易，助紂為虐，難免令人懷疑港交所或已與外資高頻交易商達成某程度的發展共識，實有交商(港交所及高頻商)勾結之嫌，，我們更擔心港交所高層在離職後會否加入外資大行，或與其建立密切利益關係，或會出現的變相利益輸送及回饋。

**26/11/2012**

**夜市期指必須重新諮詢，堅決反對一意孤行**

最近港交所(00388)鬼鬼祟祟、積極要求參與者參加收市後期指交易系統測試，擺出一副一意孤行的姿態，目的是瞞天過海，造成既定事實，強逼業界及香港市民就範接受。在夜市期指上，我們由始至終都是反對港交所漠視業界意見，企圖以長官意志強加於全港市民身上，以一己之私欺壓業界的權益，威脅市民的金融安全及穩定。期間，港交所發出問卷要求參與者回答，我們現時完全不清楚這種非公開的諮詢的動機，也不能瞭解當中的內容，但我們非常擔心港交所或利用所得的資料來重覆支持其提案論據，我們不能接受這些非正式諮詢的公正及可

信性，將堅決反對港交所引用這個富有爭論的導向，因其或帶有誤導，情形就像我們對港交所最初所進行的諮詢的質疑一樣。

我們重申港交所於 2011 年 5 月所進行之諮詢並未涵蓋兩個重要議題：收市後時段因為銀行休業需要追收按金的技術問題及違約風險及上下波幅的限制，是個未完成、不完整及不全面的諮詢，是帶有誤導的結論，必須重新全面諮詢，嚴肅處理。

回顧今年 6 月，立法會議員王國興、潘佩璆、本會眾理事與香港證監會高層管理會面商討有關反對收市後期指交易事宜，會上王議員曾要求證監會在批准收市後期指交易的最終方案前，必須將其交予立法會財經事務委員會討論，並得到行政總裁歐達禮先生承諾。我們懇請證監會遵守承諾，並堅決不接受任何私相授受，陰謀跳過立法會監管，強行推出夜市期指，任何涉及違法的決定只會引更大及更長久的爭論，其合法及認受性也會遭長期的質疑及否定，本會保留提出司法覆核的權力，一旦因此而產生的金融災難，有關的決策人士必須受到法律的追究。

## 急推夜市期貨 更多惡性循環

目前大市成交淡靜，每日平均交易只能維持 500 億元左右，衍生產品佔去逾 30%，相關對沖買賣估計又佔去另 30%，真正現貨交易少於 40% 或 200 億元，在現時 5 小時半交易時段內，這水平交易量已遠不夠分享，看不出有任何推出夜市期貨的理由及逼切性，港交所仍然急於成事，除了為外資大鱷製造更大的操控的空間，損害投資者的權益，實在看不出其他理由，最終也只會做成更多的惡性循環的效果，包括加劇人為波動、破壞穩定、扭曲股價、傷害信心和驅趕投資者，最終得不償失。

本會原則上反對倉卒推行收市後期貨買賣，由始至終認為此一措施是不需要、不公平、不透明及不安全，尤其當中蘊藏極大風險危機，遇有事故，或會引發巨大金融災難，包括系統性風險以至銀行擠提，最終需由全港市民支付代價。即使港交所認為這是國際化的必然發展，本會仍強烈要求港交所在試行新制時，

應以審慎態度，以先試先行，汲取經驗，每節上下波幅限於 2.5% 以內，實行一段時間，再進行全面諮詢檢討。

最後，我們不禁要問港交所，在這樣淡靜的市況下、在投資者信心極度脆弱下、在外圍市況頻密波動下，為甚麼急於推出這類不透明及操控性高的夜市期貨交易？在涉及嚴重的金融安全及經濟穩定的問題，為甚麼急於一步到位，為甚麼不可以先試先行？為甚麼要鼓勵造市？為甚麼要助長賭風？希望港交所能給全港市民以至全中國人民一個合理及滿意解釋，還投資者一個公道。倘若將來因夜市期指產生出的金融災難，令無數無辜市民受到損失及傷害，有份批准及執行之政策當局將難逃「千古罪人」之罵名，全香港市民都銘記你們今天的所作所為，認清誰是「香港的猶大」。

**17/12/2012**

## 夜市期指威脅金融安全，港交所叛離社會責任

《業界心聲》近期，港交所（00388）四出約業界代表團體會面，或是為夜市期指進行積極游說及分化，當然代表逾 3000 會員的本會照例又被拒諸門外，本會會長「有幸」獲友好團體邀請列席於 11 月 23 日的飯局。借此，我要勉勵我們的會員同志，既然選擇良心道路，就要預備有被打壓敵視的犧牲，只有繼續維持不畏強權、據理力爭和反對惡法的態度，才能對得起支持我們的人。

據悉，當晚，本會會長一針見血地向港交所提出一連串的質詢：包括制定政策時，有否考慮金融安全？有否考慮失誤的後果？有否制定檢討及修改失誤政策的機制？還有甚麼惡法會推出，包括傳聞中的收市後競價時段、隱名交易、容許境外遙距交易？

席上，亦有業界先進質疑夜市期指對業界的好處。立法局代表金融服務界議員張華峰更指出高頻交易在歐美被嚴厲質疑及開始立法限制。

港交所代表非但無問心有愧，非但充耳不聞、刻意迴避，反而再三強調 5% 的波幅限制是最少的限度來應付市場的波動，原來他們時時刻刻最關心的，還是如何為外資大鱷爭取最大的縱控空間，為他們度身訂造最佳的造市條件，將香港的金融前景交給他們發展。

唉，香港焉能不亡？市民又如何得到保障？更遑論業界的生死？港之將亡，必有妖孽，我們如果不站出來，堅決反對藏著魔鬼動機的夜市期指，我們或終會自食其果。唯今之計，我們只能作長期抗爭的準備，港交所推出一個惡政，我們

就全力反對一個惡政。

現時在夜市期指問題上，本會的看法和港交所南轅北轍，各說各話，能夠協調到也不容易（但不是絕無可能），既然港交所於2011年5月所進行的諮詢並未涵蓋兩個重要的議題：

- （1）收市後時段因為銀行休業需要追收按金的技術問題；及
- （2）違約風險及上下波幅的限制。

既然是個未完成、不完整及不全面的諮詢，或帶有誤導性的結論，不如重新進行全面諮詢，讓公眾來一次公正及嚴肅的定論，否則一意孤行，反留下另一歷史懸案，引發更大及更長久的爭拗，其合法性和認受性都被長期質疑及否定，情形就像縮短午飯時間，交易時間延長了，成交反而縮少，不見其利只見其害，贏了權威，輸了民心。

#### \* 本會堅決反對倉卒推出夜市期貨 \*

本會原則上堅決反對倉卒推行收市後期貨買賣，由始至終認為此措施是不需要、不公平、不透明及不安全，尤其當中蘊藏極大風險危機，遇有事故，或會引發巨大金融災難，包括系統性風險以至銀行擠提，最終須由全港市民支付代價。

即使港交所認為這是國際化的必然發展，本會仍強烈要求港交所在試行新制時，應以審慎態度，以先試先行，汲取經驗，每節上下波幅限於2.5%以內，實行一段時間，再進行全面諮詢檢討。

目前世界局勢風雨漂搖，美國財政懸崖一觸即發，歐債危機有復燃之勢，日債爆煲，方興未艾，沒有現貨參考，沒有相關的工具對沖，小小事件也動輒被炒作成過千點波動，在追收按金，應付違約風險，已令全港業界疲於奔命，也使無辜市民擔驚受怕，現時絕對不是推出夜市期指的適當時機。

最近，瑞典股票交易所收到該國指數OMX S 3 0的12月期貨買盤，涉及金額達460萬億克朗（約537萬億港元），以瑞典去年國內生產總值（GDP）3.5萬億克朗計算，有關交易為該國經濟總額的131倍。瑞典交易所停止衍生工具交易，直至查出事故原因。

交易所發言人解釋，有關事故為技術性問題。意外就是意料之外，夜期一旦發生事故，可能引發嚴重的骨牌效應，香港承擔得起嗎？值得為蠅頭小利冒這種系統性風險嗎？這都是需要詳細及小心研究和探討的！

目前大市成交淡靜，每日平均交易只能維持500億元左右，衍生產品佔逾30%，相關對沖買賣估計又佔去另30%，真正現貨交易少於40%或200億元，在現時5小時半交易時段內，這水平交易量已遠不夠分享，看不出有任何推出夜市期貨的理由及迫切性。

#### \* 港交所有責維護金融安全與穩定 \*

港交所仍然急於成事，除了為外資大鱷製造更大的操控的空間，損害投資者的權益，實在看不出其他的理由，最終也只會做成更多的惡性循環的效果，包括加劇人為波動、破壞穩定，扭曲股價，傷害信心，驅趕投資者，最終是得不償失。

有人財迷心竅，有人金錢掛帥，有人滿腦子充滿商業利益，但他們大概忘了港交所之所以被賦予獨家經營權，其中一個社會責任就是要維護全港市民的金融安全及穩定，他們的首要任務就是制定及執行公平、公正及公開的交易制度及政策，而不是淪為少數大鱷的縱控私器，目前的發展顯然是以一己之私欺壓整體利益，與其背負的神聖社會責任已是大相逕庭，著實令人大失所望，氣憤填胸。

從法制而言，他們已是失職，已是違約。既然不能履行原來的社會責任，那麼改組董事局、檢討其獨家經營權以至開設另一交易所的議題，也可一併拿來公開讓公眾討論及裁決，未嘗不是釜底抽薪、各取所需、各得其所的方法，發展或可能會更好。

物先腐而後蟲生，只有一心一意滅絕本地業界的惡毒動機，才會頻密推出如此狠辣傾斜的政策，得益者不是外資大鱷，難道會是外星人？至於，有否涉及利益輸送，筆者不敢妄加評論，反正畢竟都是雞食放光蟲，心知肚明的事罷！

倘若當政者仍然罔顧市民的強烈反對，強壓推行夜期，筆者屆時只好借用全港立法會議員及 700 萬市民的雪亮眼睛，將有份設計，批准及推行的當政者的名字詳細記錄，一旦因此而產生金融災難，將之編成「問責榜」，然後逐一追究問責，不能讓涉事者胡混過關，並逃避責任。

中電 (00002) 和港燈 (00006) 原是商業營運的公用機構，他們尚且顧及民情民意，收斂電費加幅。港交所貴為提供公平、公正、公開的交易平台的公營機構，與業界情同手足，為何要相煎太急？為何要戰鼓急雷？為何要追殺同胞？

## **31/12/2012**

### **美國夜期失控波動劇，本港急推所冒風險高**

《業界心聲》近日市場廣泛流傳港交所 (00388) 將於明年 3 月 11 日一意孤行，強力推行收市後期指買賣計劃，本會甚感驚訝。本會會長近期參加和港交所代表非正式諮詢之飯局，獲當時港交所代表清楚表明，有關計劃仍未獲證監會批准，對近期出現不相符之發展，本會深感憂慮，特致函證監會請求澄清以下疑問：

1. 證監會對上述計劃申請目前持何種態度？在處理有關申請的程序處於何種狀態？

2. 由於涉及嚴重的金融安全問題，證監會會否發還申請，要求港交所重新進行更全面、更公正和更詳細的公眾諮詢？

3. 回顧今年 6 月，當時的立法會王國興議員及潘佩璆議員、與及本會眾理

事與香港證監會高層管理會面，商討有關反對收市後期指交易事宜，會上王議員曾要求證監會在批准收市後期指交易的最終方案前，必須將其交與立法會財經事務委員會討論，並得到行政總裁歐達禮承諾。我們懇請證監會遵守承諾，並堅決不接受任何私相授受，陰謀跳過立法會監管，強行推出夜市期指的舉動，任何涉及違法的決定，只會引起更大及更長久的爭論，其合法性及認受性也會遭長期的質疑及否定，本會保留提出司法覆核的權力，一旦因此而產生的金融災難，有關的決策人士必須受到法律的追究。

4. 一旦，港交所獲得證監會一意孤行推行上述計劃，而又遇上金融事故，繼而演變成災難，證監會有何種應變措施？又如何追源究責？

迄今為止，本會仍未收到證監會之正式回覆。

#### \*夜期推出必須深思兩重要議題\*

12月20日，美國S & P收市升7.88（道瓊斯指數升59點），收市後，美國共和黨與美國總統在財政懸崖問題又出了點僵局，市場情緒又突然轉趨悲觀。12月21日，美期在亞洲時間開市時S & P跌約10點（道指跌90），但在9.15 a.m.（約在期指競價時段）短短15分鐘內，S & P期貨曾一度下跌49點，然後急速反彈至跌23點水平徘徊。（道指期貨也最多下跌近300點，然後反彈至跌190水平徘徊）。這種急劇波動正應驗筆者前文所預言，目前世界局勢風雨飄搖，美國財政懸崖一觸即發、歐債危機有復燃之勢、日債爆煲，方興未艾，即使美國貴為全球最大的金融市場，最多人參與的市場，也是歷史是悠久及最成熟市場，仍然會因輕微事件，在短時間無常急劇波動。

香港股市處於新興市場的位置，無論在規模、歷史、成熟性及認受性都不能與歐美比較，沒有現貨的參考，沒有相關的工具對沖，小小事件也動輒被炒作成過千點波動，在追收按金，應付違約風險，已令全港業界疲於奔命，也使無辜市民擔驚受怕，現時絕對不是推出夜市期指的適當時機。最終所產生的交易量及指數水平認受性實有待懷疑。

無論港交所如何強詞奪理，如何文過飾非，其夜期諮詢明顯並未涵蓋兩個重要議題：收市後時段因為銀行休業需要追收按金的技術問題，及違約風險及上下波幅的限制。

既然是個未完成、不完整及不全面的諮詢，或帶有誤導性的結論，港交所及證監會在推出前必須詳細釐清和交待所涉及之追收按金的權責關係、出現違約狀況下之斬倉、追收欠款的責任之歸屬，以及如何處理香港有本土假期，而外圍卻繼續開市，所出現連續性的夜期交易衍生出更大的收市跳距（gap close），直接影響假後復市出現的「崖跳」（gap down）或「躍升」（gap up）的開市水平，不可胡混苟且，若將來出現當中的爭拗，港交所及證監會有不可推諉之責任，追源禍首，兩者絕對是難辭其咎。

在美國，已訂明條例，在某程度下可禁止電腦程式進行交易，目前，建議中的夜期也沒提及這方面的限制，相信香港的流通量及風險承受性不會比美國大啊！

#### \* 國際化有更多可贏方案供選擇 \*

在這樣淡靜的市況下、在投資者信心極度脆弱下、在外圍市況頻密波動下，為甚麼急於推出這類不透明及操控性高的夜市期貨交易？在涉及嚴重的金融安全及經濟穩定的問題，為甚麼急於一步到位，為甚麼不可以先試先行？為甚麼要鼓勵造市？為甚麼要助長賭風？

對這樣大爭議的夜期，我們仍然滿腹疑團，而我們目前最大的疑問是為甚麼港交所不顧業界強烈反對、不顧可能所涉及之巨大社會風險，仍然一意孤行、逆天而行，當中有否涉及利益輸送互換，著實需要我們將來密切留意及監察。我們衷心希望香港交易所不會變成香港「檯底」交易所。

最近中國證券投資基金法修定草案對監管機構人員任職行為進行規範，明確限制國務院證券監督管理機構人員任職期間或離職後在公務員法規定的期限內不得在被監管機構任職，這方面是值得我們慎重效法。

筆者仍然相信，港交所進行國際化發展還有更多更安全和更多贏的選擇方案，其中可以優先發展商品相關的夜期，或效法新加坡發展國際股票市場相關的夜期，先試先行，一方面測試真正投資者的需求，另一方面亦可學習相關的風險管理知識及經驗，從而改善相關機制。

這樣做法既不影響國際化中提供多元化的產品的方向，又可以吸引更多國際性投資者，為國內投資者提供更多國際投資的選擇，更可避免貿然以身犯險去發展與本身金融安全及穩定息息相關的新產品，將香港市民的福祉推入無時無刻的黑箱操控的火海之中，也比起發展那些高曲和寡的恆指波動指數（VHSI），更有認受性和更容易普及。

**14/1/2013**

#### 夜期提呈司法覆核，效TVB法律行動

《業界心聲》本月3日，得到及多謝立法會張華峰議員及王國興議員團隊的通知，指出港交所（00388）將一意孤行，寸步不讓，意見接受，政策照舊，將原來的夜期建議，原封不動，交予證監會審核，相信也已得到證監會默許，有關議案將交由立法會財經事務委員會討論。據了解，因為不涉及立法，這也會是官樣程序，證監會最終可不需理會討論結果，自行執行，亦反映證監會及港交所已無所制約，乾綱獨斷，任意妄為，甚至可犧牲公眾利益，以達一己私利。

當日下午，電視廣播（00511）就通訊事務管理局建議增發3個免費電

視牌照一事，入稟高院申請司法覆核，當中提出 6 大理據，其中有 3 個理據情況和夜期決策過程相似，包括以為發新牌便可提升節目質素、無考慮新牌申請者的節目內容、因人才不足而拖低節目質素、對無線及亞視諮詢不足，及決策過程欠缺透明度。

如果上述理據被法庭接納，我認為我們可以以同樣理據為夜期提出司法覆核。

首先，港交所從來認為增加交易時段，就可增加交易量，這只是一廂情願的閉門造車的思維；相反，因為出現不透明和不公平的黑箱作業，增加波動風險，反可能使投資者卻步，減少買賣，減少持倉，適得其反，反而窒礙交易，情形就像縮短午飯時間，交易時間長了，成交量反減少了。

其次，港交所夜期諮詢嚴重偏頗，或誤導公眾：

1. 2011 年 5 月諮詢並未涵蓋兩個重要議題：收市後時段因為銀行休業需要追收按金的技術問題及違約風險及上下波幅的限制，是個未完成、不完整及不全面的諮詢，是帶有誤導的結論，必須重新全面諮詢，嚴肅處理。

2. 儘管港交所如何砌詞狡辯，儘管我們無法證明有人刻意隱瞞及迴避上述重要議題，事實就是諮詢結果及結論可能嚴重誤導，5 月的諮詢非但只列出計劃的好處，隱藏當中的壞處，包括增加投資者及券商的風險，加重券商的監察和追加按金的工作量及成本，增加違約的風險及承擔。諮詢只提及港交所與市場參與者的工作關係，完全沒有提及因執行夜期，參與者如何處理和客戶的關係，包括在銀行休業後如何追收按金；甚麼情況下可以強制平倉；如何處理違約風險；需要作甚麼額外的人手及工序，這些諮詢文件都沒有提及，顯然是個偏頗的諮詢，所帶出的結論自然或帶有誤導，及不可信不可靠。

**\*全港無一倅免被綁上戰車上\***

3. 更重要的是計劃看來是自願性參與性，實質卻是個強制性參與計劃，包括對沒興趣參與的投資者及券商而言，尤其對有持倉過夜的參與者的影響極為顯著和重要，諮詢文件並無給予足夠的警訊，因此也沒有給予他們應有發表意見的機會，是個不公平、不公正及不公義的諮詢，是絕不能接受。

4. 持倉過夜的投資者及相關券商都已暴露於收市後期指交易的波動風險，無論他們有沒有參與交易，也需要被逼參與下列工作活動：包括監察按金水平、平倉指令、追收按金、追收違約欠款，及處理，並與客戶溝通。

換言之，全香港市民、投資者及券商，無論他們有興趣及意願與否，都無一倖免靜悄悄地被綁上這列高度危險的收市後期指交易戰車上！

其三，沒有現貨交易價作參考，沒有其他衍生產品作對沖，夜市期貨本身就是不需要、不公平、不透明及不安全，尤其當中蘊藏極大風險危機，遇有事故，或會引發巨大金融災難包括系統性風險以至銀行擠提，最終須由全港市民支付代價，也完全違反港交所公開、公平、公正交易的核心原則、職責及精神，是個違約及違法的產品。

這也正正反映港交所一直以來「生意我要做，風險業界冒，成本社會付」自私自利的心態，也枉費市民賦予他的獨家經營權，反過來作出如此不負責的行為，對社會來說，更是不公平及不公義的決策。

#### \*無奈地對夜期提出最後質詢\*

現時，我們已處於呼天不應，叫地不聞的地步，只好在這對夜期提出以下的最後質詢：

1. 即使港交所認為這是國際化的必然發展，因涉及重大公眾的安全及利益，仍強烈要求港交所在試行新制時，應以審慎態度，以先試先行，汲取經驗，每節上下波幅限於2.5%以內，實行一段時間，再進行全面諮詢檢討。

日前，據報紙引述港交所內部評估是若初推出時將期指夜市上下限價降低，反而會有意想不到的市場後果，若市場活動被限制的次數頻密，反而會製造恐慌。這種顛黑倒白，混淆視聽的謬誤邏輯，恕筆者不能苟同，限制波幅本身就是在超越某程度的合理波動後，提供有需冷靜期的保護牆，防止有人為縱控，造謠生事，激發非理性的買賣行為，對沒有合理的現貨交易價作參考，沒有其他衍生產品對沖之夜期時段尤其重要，如有需要，將冷靜期留待現貨全面開啟時，再恢復買賣，是較為合理，較為公平，亦符合港交所提供公開、公平、公正的神聖精神。現在，有人強詞奪理，自毀長城，實質為市場操控者擴闊縱控空間，欺壓投資者另一實證，相信即使引發製造大量強制性斬倉潮，製造大量違約個案，甚至引發券商倒閉的骨牌效應，以衝擊香港金融穩定，他們也認為是市場自然現象。

若港交所一意孤行、一成不變、寸步不讓，我們惟有提議將過夜期指按金大幅調升以保障社會安全及券商穩健，減少因過度波動衍生之違約風險及倒骨牌效應，倘若港交所一再推搪，則只能再次暴露其助紂為虐，欺壓投資者的魔鬼動機。

#### \*港交所制約機制宜即時檢討\*

2. 港交所及證監會在推出前必須詳細清楚釐清交待所涉及之追收按金的權

責關係，及出現違約狀況下之斬倉及追收欠款的責任之歸屬，及如何處理本港休市，而外圍卻繼續開市，所出現因夜期交易衍生出更大的收市跳距（gap close），直接影響翌日後復市出現的「崖跳」（gap down）或「躍升」（gap up）的開市水平，不可胡混苟且，若將來出現當中的爭拗，港交所及證監會有不可推諉之責任，追源禍首，兩者絕對是難辭其咎。在美國，已訂明條例，在某程度下可禁止電腦程式進行交易，目前，建議中的夜期也沒提及這方面的限制。

3. 有無檢討機制及時間表？檢討準則是如何定？業界有沒有被諮詢的權利？如何衡量計劃

之成敗？如果效果不佳，會否考慮取消？

4. 一旦，港交所獲得證監會一意孤行推行上述計劃，而又遇上金融事故，繼而演變成災難，證監會有何種應變措施？又如何追源究責？

5. 從縮短午飯時間，夜市期指推行都暴露港交所專橫跋扈，踐踏民意，我們擔心是港交所已變得任意妄為，隨時成為犧牲社會利益，以滿足個人利益的私器。隨之而來將會是借屍還魂，恢復令港人心驚膽跳的收市競價時段，剝削投資者知情權的隱牌交易，以及傷害本土利益的遙距交易。現時應該急需提出檢討制約港交所的機制。

我們奇怪特首梁振英對有機會構成金融的炸彈、民心的地雷之夜市期指，好像視而不見，聽而不聞。現在我們唯有寄望代表民意的立法會把守最後一關，作出良心的修正，即使不能阻止計劃推出，也應列舉風險，鎖定權責，一旦有災難發生，應嚴肅處理，一力追究到底，不可苟且。

《香港證券及期貨專業總會顧問 宋榮耀》