

# 恒大造假案：羅兵咸永道13億罰單震撼彈

銘察秋毫

在中國恒大集團財務造假案塵埃未落定之際，羅兵咸永道（PwC）遭香港兩大監管機構重罰並罕有地須預留資金賠償投資者，此舉無疑為香港資本市場投下震撼彈。事件不僅是一宗單一企業造假與審計失當的個案，更是對整個審計行業、監管體系以及國際金融中心信譽的一次壓力測試。從政策取向、制度演進到市場結構，均具有深遠啟示。



陳淦銘

特許公證書公會會員、榮譽法律學士、EMBA、證監會會員、律師

此次判罰最具象徵意義之處，在於監管機構由「處罰」邁向「補償」的制度創新。香港證監會（SFC）要求羅兵咸預留10億元作為賠償基金，標誌着香港監管理念從過往偏重紀律處分，進一步轉向投資者實質保障。這一安排，某程度上引入了類似普通法體系國家集體訴訟的功能性效果，雖未正式建立美式「集體訴訟」（class action）制度，但實際上已為中小股東提供追討損失的渠道。這對提升市場信任具有關鍵作用，同時亦向全球資本傳遞一個清晰信號：香港市場不容許造假、不容許失責、不容許無人負責！

與此同時，會計及財務匯報局（AFRC）對羅兵咸施加3億港元罰款及六個月禁接新公眾利益實體（PIE）審計業務的處分，則凸顯監管機構對審計

質素的零容忍態度。特別是在調查報告中列明的「五大缺失」，包括喪失獨立性、缺乏專業懷疑態度及依賴客戶提供審計樣本等，幾乎觸及審計專業的核心底線。這種系統性失誤，並非單一判斷錯誤，而是整個審計流程與文化的崩潰。監管機構以嚴厲處罰回應，實際上是在重申香港作為國際金融中心，對審計專業操守的要求與紐約、倫敦等成熟市場看齊，甚至在某些範疇上更為嚴格。

對羅兵咸本身而言，短期內其業務衝擊或許有限，但中長期的聲譽損害不容低估。六個月禁止承接新PIE客戶，意味其在新股上市（IPO）及大型上市公司審計市場的競爭力將出現真空期。儘管現有客戶可維持續約，但市場的「信任折扣」已經產生。歷史經驗顯示，審計行業的競爭核心並非價格，而是信譽。一旦「無保留意見」的公信力受到質疑，客戶在選擇核數師時將更為審慎，甚至出現分散風險策略，將審計及其他顧問服務拆予不同事務所。這勢將削弱大型會計師樓過往將大型企業客戶服務一站式全包攬的優勢。

## 事件或促審計市場結構重塑

更值得關注的是，該事件對整個審計市場結構的潛在重塑。對其他三大會計師樓而言，短期內無疑是承接市場份額的機遇，尤其是在IPO及大型企業審計領域。然而，這種機遇同時伴隨更高的監管風險溢價。監管機構已明確表態，審計失當不是「行業內部問題」，而是涉及市場誠信的重大違規。因此，其他大型事務所勢必要加強內部監控、提高審計程序的嚴謹程度，甚至延長審計週期與提高收費，以對沖潛在法律風險。

一方面，部分企業或因成本及靈活性考慮，轉向中型或本地會計師樓，形成市場「下沉」效應；另一方面，監管標準全面提升，將對中小型事務所的合規成本與專業能力造成壓力。若未能同步提升質素，反而可能因承接高風險客戶而暴露更大監管風險。因此，這既是市場機遇，更是一道嚴峻考驗。

從制度層面觀察，恒大案亦暴露出跨境審計監管的若干漏洞。集團核數師對境外分所（如普華永道中天）的依賴，缺乏有效監察機制。雖然國際審計準則已要求「集團審計責任最終由主審計師承擔」，但在實務操作中，對分公司的審核往往流於形式。未來監管機構或需考慮引入更具體的跨境審計監察框架，例如要求定期獨立審查分所質控系統，或強制披露集團審計中各地分所責任分工。

香港尚未建立完善的投資者集體追償制度，今次SFC透過協議形式促成賠償，雖具創新意義，但仍

屬個案性安排。長遠而言，若能建立制度化的集體訴訟或投資者保障基金機制，將更有助於提升市場公平性與問責力度。

## 監管重拳出擊具正面影響

強而有力的執法行動，往往是成熟市場的重要標誌，此案對香港國際金融中心地位其實有正面影響。正如安然公司醜聞後美國加強監管並催生《薩班斯奧克斯利法案》，短期雖對企業合規成本造成壓力，但長期卻鞏固了資本市場的透明度與投資者信心。香港此番對審計失當的重拳出擊，某程度上正走在類似的制度升級路徑上。羅兵咸永道事件既是一場行業危機，也是一個制度轉折點。未來香港若能在監管程序、跨境審計監察及投資者保障制度上持續強化，將成為鞏固其國際金融中心地位的重要契機。



●羅兵咸永道被指在恒大審計工作中存在「五大缺失」。

美聯社

# 香港期貨市場的發展與挑戰：創新與協作 共迎未來

楊子峰 香港中資期貨業協會副會長 國泰君安期貨(香港)有限公司執行董事



香港中資期貨業協會專欄

香港作為國際金融中心，其期貨市場在全球衍生工具交易中佔據舉足輕重的地位。近年來，全球經濟不確定性持續上升，金融科技的快速演進，既為期貨市場帶來前所未有的機遇，也使其面臨新的挑戰。在這一背景下，香港特區政府與香港交易所（港交所）透過產品創新、市場推廣與政策支持的協同合作，不僅推動了期貨業界的可持續發展，也進一步鞏固了香港的國際金融地位。這種多方位的協作模式，不僅為本地投資者提供了豐富的金融工具，更吸引了大量國際資本，增強了市場的流動性與多樣性，為投資者及金融機構開創了新的發展空間。

## 歷史脈絡：從區域市場到國際樞紐

香港期貨市場自1980年代起步以來，經歷了令人矚目的發展歷程，逐步成為亞洲乃至全球重要的期貨交易中心。港交所作為市場的核心運營者，提供了多元化的期貨產品，包括恒生指數期貨、人民幣期貨及多種商品與股指期貨。這些產品不僅反映了香港與中國內地經濟的深度融合，也滿足了國際投資者對於風險管理與資產配置的需求。根據近年市場數據，港交所的期貨交易量保持穩健增長，市場活躍度與參與者信心均呈現上升趨勢，彰顯了香港期貨市場的韌性與潛力。

## 創新驅動：產品與政策雙軌並行

在推動市場發展的過程中，香港特區政府與港交所扮演了關鍵角色。特區政府透過制定前瞻性的政策框架與監管支持，為市場的健康發展奠定了基礎。港交所則緊扣市場需求，持續推出創新產品。例如，在人民幣國際化的大背景下，人民幣期貨的推出為國際投資者參與中國市場提供了便捷管道，不僅豐富了香港的金融產品線，也強化了市場的風險管理功能。特區政府在此過程中提供了清晰的監管指引，確保新產品的合規性與透明度，進一步提升了市

場吸引力與投資者信心。

在市場推廣方面，港交所定期舉辦各類研討會、培訓課程與國際論壇，內容涵蓋產品介紹、市場趨勢分析與策略分享，有效提升了參與者的認知度與參與熱情。特區政府透過政策宣導與產業信息支持，積極參與這些活動，向全球投資者展示香港的市場優勢與政策紅利。此類推廣不僅強化了本地市場的活力，也增強了香港在國際金融舞台上的影響力。

政策層面，特區政府為金融業提供了多項支持措施，包括稅制優化、註冊程序簡化及資金補助等。例如，針對金融機構的稅收減免政策，降低了企業營運成本，鼓勵更多市場主體進入期貨領域。同時，特區政府積極推動與其他金融中心的合作，透過雙邊或多邊協議，促進香港期貨市場的國際化，提升其在全球市場的競爭力。

## 現實挑戰：競爭、風險與技術變革

儘管香港期貨市場發展迅速，但仍面臨多重挑戰。首先，國際競爭日趨激烈。新加坡、芝加哥等金融中心同樣積極推動期貨市場發展，透過產品創新、客戶導向服務及靈活的監管政策，不斷爭奪市場份額。香港必須持續創新，強化自身優勢，才能在激烈競爭中保持領先地位。

其次，市場波動性與不確定性為投資者帶來顯著風險。全球經濟格局變化、地緣政治因素及自然災害等外部衝擊，均可能對期貨市場產生深遠影響。這要求投資者具備更強的風險管理能力，也促使監管機構與交易所加強風險預警與應對機制。

此外，金融科技的快速發展正在重塑期貨市場的生態。人工智能、區塊鏈、大數據等技術的應用，催生了新型交易平台與工具，改變了傳統的交易模式。香港期貨市場需積極擁抱技術變革，提升交易效率與透明度，同時確保系統安全與合規性，以滿足數碼時代的投資需求。

## 未來展望：多元路徑與協作發展

展望未來，香港期貨市場的發展可從以下方向進一步優化與提升：

產品創新與多元化。港交所應持續關注市場需求，尤其是綠色金融、可持續投資等新興領域，推出相關期貨產品，如碳權期貨、ESG指數期貨等，以吸引注重可持續發展的全球資本。同時，可拓展農產品、能源、金屬等大宗商品期貨，豐富資產類別，提升市場整體深度與廣度。

技術賦能與效率提升。透過引進先進技術，如區塊鏈提升交易透明度與結算效率、人工智能優化風險監控，可大幅降低交易成本與操作風險。港交所可與科技企業合作，開發新一代交易平台，為投資者提供更安全、高效的服務體驗。

投資者教育與風險管理。加強投資者教育是市場穩健發展的基石。港交所與特區政府可聯合開展培訓計劃、模擬交易平台及風險管理講座，幫助投資者深入理解期貨市場的運作機制與潛在風險，培養理性投資文化。區域協作與國際連結。香港應進一步深化與內地、東南亞及歐美市場的合作，透過互聯互通機制、產品互掛及監管協調，提升市場的國際化水平。特區政府可推動香港成為國際大宗商品定價中心，吸引更多國際機構參與，強化香港的全球金融樞紐功能。

## 結論：創新與協作 共創繁榮

總體而言，香港期貨市場在特區政府與港交所的協同推動下，已取得了顯著成就。透過產品創新、市場推廣與政策支持的多軌並進，香港不僅滿足了本地投資者的需求，也成為國際資本配置亞洲資產的重要平台。然而，面對競爭加劇、市場波動與技術革新等挑戰，香港需以更開放的姿態擁抱變革，持續創新產品與服務，強化風險管理與投資者保護，並深化跨區域合作。

唯有透過不懈的創新與協作，香港期貨市場才能在全球化浪潮中立於不敗之地，為香港國際金融中心的長期繁榮注入動力，也為全球投資者創造更多元、更穩健的投資機遇。未來，香港期貨市場有望在更廣闊的舞台上，繼續發揮其作為風險管理與價格發現核心市場的關鍵作用，引領亞洲乃至全球衍生工具市場的發展新篇章。

# 洞見機構數字資產交易的未來格局(二之一)

加密演義

梁淨明 HashKey Capital 研究員

2026年，機構級數字資產交易已跨越結構性拐點。縱觀2025年，美國GENIUS法案的通過確立了聯邦層面的穩定幣監管框架；比特幣與以太坊現貨ETF持續吸引機構資金流入；全球監管體系亦逐步由模糊地帶轉向可執行制度安排——歐洲MiCA框架相繼落地，亞太及中東地區的監管牌照進程持續推進。上述因素共同推動機構投資者的行為取向發生決定性轉變：

2025年，中心化交易所（CEX）及去中心化交易所（DEX）的永續合約交易量分別達到86.2萬億美元和6.7萬億美元的歷史新高。根據Coinbase與EY-Parthenon於2025年開展的調查，83%的受訪機構投資者表示已持有數字資產風險敞口或計劃在2025年進行配置，其中59%計劃將最高5%的資產管理規模（AUM）配置於數字貨幣。

然而，Acuity的一項研究發現，機構在應對橫跨多個交易場所、OTC櫃檯及服務商的數字資產複雜性方面面臨挑戰，75%的受訪者將標準化缺失列為最大障礙。因此，在機構數字資產交易格局中，本文將聚焦於執行編排層（OEMS/PMS/RMS），我們在該細分領域識別出三大結構性機遇，將在2026年持續演進（細節在下期詳述）。第一，數字資產交易工作流的機構化，以及OEMS/PMS廠商的競爭壁壘構建。第二，代幣化金融工具的加速採用。第三，企業資金部門、礦工及DAO對提升收益、在鏈上機會之外實現智能化執行的需求日益增長。

## 機構需求顯著提升

機構需求已於2025年顯著升溫，邁入2026年，這一趨勢預計將進一步強化。資產管理公司、對沖基金（涵蓋加密原生基金及多策略基金）、做市商、家族辦公室，以及設有主經紀商業務與場外交易業務的銀行，均已成為市場中的活躍參與者。Coinbase與EY-Parthenon於2025年1月對352位機構決策者開展的調研顯示，83%的受訪者計劃於2025年增加數字資產配置。

當前的結構性轉變具有重要意義，監管進展正有力推動機構數字資產的合規化進程與市場採用。2022年至2023年，市場在FTX崩盤後轉入生存與合規整頓階段；2024年至2025年則進入機構化體系建設階段。現貨ETF獲批打破了關鍵的產品准入壁壘，為大規模機構資金入場創造了條件。不足兩年間，現貨加密ETF累計成交量已突破2萬億美元，反映出機構對數字資產交易需求的持續升溫。GENIUS法案確立了穩定幣的合法採用地位，助力其在日益數字化的金融體系中實現全天候交易結算。2025年12月，美國貨幣監理署頒布指引，明確允許銀行從事無風險本金加密交易，為美國銀行交易台的業務拓展亮起了政策綠燈。上述信號正共同夯實機構數字資產交易的發展基礎。

## 跨系統操作勢成趨勢

如市場圖譜所示，機構數字資產交易技術棧橫跨十餘個細分服務類別，整體生態高度碎片化，涵蓋現貨交易所、場外交易平台、DeFi交易場所、託管機構、主經紀商及交易後處理基礎設施等各類參與方。隨著越來越多的機構將數字資產納入投資組合與策略體系，跨系統操作的複雜性將成為難以迴避的痛點。機構須在不同平台分別開設賬戶、重複完成准入流程，並在各交易場所獨立管理抵押資產，營運成本與效率損耗由此顯著加劇。

這一結構性複雜問題，正是編排層（OEMS+PMS+RMS）所致力於解決的核心所在。儘管各細分類別各司其職，機構卻越來越需要一個統一的操作介面，以實現對數字資產交易全流程的集中編排，涵蓋即時價格發現、最優定價執行、合規報告、全面風險分析及交易後結算流程等關鍵環節。

(未完，待續)

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。

# 中東消息無定向風 金融市場隨機震盪

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

目前影響金融市場兩大因素，一是中東局勢，另一為美聯儲新主席人事任命。前者最新發展，據新聞報導，伊朗提出與美國和談，但只商議重開霍爾木茲海峽，美方之前提出關於伊朗核設施的部分，則不在範圍內。

## 美開天殺價 伊落地還錢

誠然，美方特朗普慣於開天殺價，一次性談所有條件，惟戰事愈拖長，對美軍愈不利，伊朗自然再拖無妨，不可能所有條件都同意，否則怎談下去，自然落地還錢。

說到底，於美方而言，戰事只是中期選舉前一次事件，但對伊朗卻是存亡之秋。以此觀之，短期局勢膠着，金融市場大方向整固為主。

至於後者，待上任的沃什發言頗官腔，是否真的不偏袒特朗普，稍後才知，但外界對號入座，略緩解之前一面倒認為，油價帶起通脹，便完全減不了息而只有加息之說。

就算滯脹，可能既減不了息，亦加不了息，不偏於某一方。貨幣政策如斯，金融市場不整

固幾稀矣。

## 特朗普內幕交易 投資者大響警號

面對消息如隨機震盪，投資者如何自處？的確，這邊說停火，那邊說違反停火協議；這刻說開放海峽，以後不封鎖，那刻朝船隻開火；這秒說着談判期限什麼，下秒說延遲三至五天，甚至不設限。

緊跟新聞如同跟車太貼，無好結果。去年開始，不論關稅戰或實體戰，過程中不動如山，根本不當一回事，比起不斷穿插，更賺錢。

要達此不動如山境界，職業選手受制規章，決策彈性空間甚少，反而難。相反，個人投資者自由支配本身風險回報權衡，沒太多掣肘，效果不錯。先決條件是無過高槓桿，整體押注比例可控，便不容易給震走倉位。消息市中，宜降槓桿和倉位，風物長宜放眼量。

打從特朗普重新掌權，本欄多次提出，以其作風善變，不能跟車太貼，以免因消息變動太快太急，誤中副車，殃及池魚。

以上已經較客氣說法。實際上，考慮過去一

年多以來，特朗普本人以至其班子，屢次被指涉嫌重大政策決定公布前，在市場大量持倉相關部署獲利，對投資者來說，此為一個大警號。

## 處資訊劣勢 降槓桿持倉

相比於他們，投資者永處資訊劣勢中，不可能比當事人更快知道當事人決定。特朗普位高權重，決定影響深遠，無可避免地，多數投資者持倉價值會受其決定影響。

要真正做到不受無定向風隨機震盪影響，最簡單直接有效之法，便是大幅度降低槓桿，甚至整體持倉，直到投資者可安心作息的水平。

風險不單在工具本身，更在能否配合用者真實情況。這點對於期貨期權用家來說，尤為重要，因做多做空以至對波幅押注，都有不同程度風險，事先檢視受特朗普影響多寡，事先設限，遠勝臨時突然止損止賺。

(權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)