

建議檢討香港場內衍生產品
持倉限額機制



2016年2月

目錄

摘要	1
I. 引言	3
A. 現行場內衍生產品持倉限額機制.....	3
B. 香港正在發展成為一個更具彈性及規管更加完善的市場.....	4
C. 對沖交易和市場規模大幅增長.....	5
II. 現行制度的問題	7
III. 對香港衍生產品市場的影響	10
IV. 完善衍生產品持倉限額制度的建議	12
附錄 A. 港交所衍生產品合約的持倉限額.....	14
附錄 B. 港交所定息、貨幣和商品衍生產品的持倉限額.....	15
附錄 C. 股票指數衍生產品持倉限額和對沖豁免的國際常規比較.....	16
附錄 D. 在股票期權持倉限額方面與國際常規的比較.....	17
附錄 E. 對香港衍生產品市場的詳細影響.....	18

摘要

1. 香港的場內股票衍生產品市場已然發展成熟，可切合市場參與者在風險管理、投資與交易等方面的需要，但現行衍生產品市場持倉限額機制過去 10 年一直未有趕上市場急劇發展的步伐加以調整。
2. 此外，雖然持倉限額機制實施以來一直發揮其保護香港金融市場的功能，但經過市場不斷發展及香港金融管理局、證券及期貨事務監察委員會以及香港交易及結算所有限公司多次市場改革後，今天的衍生產品市場所涉及的風險層次和類別與 10 年前相比已截然不同。
3. 因此，與其他主要場內衍生產品市場相比，香港現行機制已顯得過為嚴厲。具體而言，香港是現時唯一一個市場有設置持倉限額卻不為對沖需要超限的合資格用戶所進行的市場中性交易提供對沖豁免。
4. 除對沖豁免外，其他設有衍生產品持倉限額的主要國際市場均定有按合約金額（相對於市值）及相關市場流通量釐定和調整限額的程式。在香港，逾 80 隻不論在合約金額或相關市場流通量均各有不同的股票期權合約卻採用基本上同一樣的持倉限額（按合約張數計），而且並無調整機制。其次，現行釐定持倉限額的方法未有全面計算倉位持有人的風險水平，譬如對極價內期權與極價外期權作相同的處理。
5. 香港實行非常嚴厲的衍生產品持倉限額，不免與其他主要國際金融中心脫節，因而導致部分場內交易流失至其他市場。流通量潛力未能充分發揮，對機構及散戶投資者皆不利。此外，市場中性交易受機制所局限，無法全面發揮對市場效率和金融系統穩定性的潛在正面作用。
6. 為解決現時嚴厲的衍生產品持倉限額所導致的問題，金融發展局（「金發局」）建議：
 - a) 推出對沖豁免機制，容許合資格投資者在獲得監管機構批准後，其市場中性交易可超出持倉限額。
 - b) 全面檢討所有場內衍生產品現有持倉限額，並研究推展按相關市場及產品特有因素釐定持倉限額的架構。
 - c) 為配合上述建議，適當優化結算所現行的風險管理措施，如以資本為基礎的持倉限額、對集中的倉位施加額外保證金及儲備基金供款等。
7. 有鑒於現時的市場需求和交易模式，持倉限額機制的修訂應先由恒生指數、恒生中國企業指數及股票期權衍生產品合約開始；按 2015 年底未平倉合約計算，這些產品合佔香港交易所衍生產品市場的 98%。

8. 金發局深信，盡速並及時優化持倉限額機制將有助維持香港的全球競爭力，使香港更能發揮作為主要國際金融中心的潛力。以下兩個具體的益處特別值得注意：首先，透過更有深度、效率更高及更完善的衍生產品市場，香港當可提升其風險管理能力；此外，香港可提高其在中國市場的開放規劃中的角色，強化其獨特優勢，以其行之有效且奉行國際標準的離岸中心，為投資者提供投資中國或管理相關風險的平台，特別是有見 A 股將來有可能獲納入全球股票基準指數。

I. 引言

9. 本文探討香港現行的場內衍生產品持倉限額及其缺點。本文分析持倉限額機制對香港衍生產品市場的影響，並提出可行修訂的考慮因素。

A. 現行場內衍生產品持倉限額機制

10. 股票期權及指數期貨持倉限額機制分別於 1995 年和 1999 年推出。香港金融管理局（「金管局」）於 1998 年 8 月在干預以交易所為主的股票和期貨市場的過程中遭遇『雙邊操控』，這在當時被視為威脅到香港金融系統（包括港元聯繫匯率制度）的穩定性，因此推出了恒生指數期貨持倉限額。自此，在香港交易所（「港交所」）上市的新合約也設定了持倉限額，例如恒生國企指數期貨，以及定息、貨幣和商品期貨。

11. 持倉限額界線載列於附屬法例 --- 《證券及期貨（合約限額及須申報的持倉量）規則》。違反持倉限額要求會受到刑事制裁（最高監禁兩年）。部分現行持倉限額載於下文表 1。請參閱附錄 A 和 B，以了解各種合約的現行持倉限額。

表 1： 現行的持倉限額—部份港交所股票衍生產品

	恒生指數期貨	恒生國企指數期貨	股票期貨	股票期權
現行的持倉限額 (合約數量)	10,000 倉位 delta	12,000 倉位 delta	5,000*	50,000 [#]
現行持倉限額 的名義金額 (百萬港元) [@]	10,957	5,797	可變 (中位數 - 193)	可變 (中位數 - 704)

註： * 在任何合約月份

所有到期月份的任何市場方向。在 84 隻股票期權中，有 4 隻的持倉限額為 30,000 份較小合約。

@ 截至 2015 年 12 月 31 日。

資料來源： 港交所

12. 除了於 2006 年修訂股票期權持倉限額外¹，上市衍生產品的持倉限額自設立以來從未修訂。鑒於近期的市場發展，檢討現行的持倉限額制度存在迫切需要。

¹ 2006 年，股票期權持倉限額從每個到期月 5,000 份（一級）／25,000 份（二級）未平倉合約修訂至所有到期月每個市場方向 50,000 份合約。

B. 香港正在發展成為一個更具彈性及規管更加完善的市場

13. 在1998年8月入市干預後的17年多，香港金融系統經歷不少市場改革和發展。除了推出持倉限額制度外，鑒於重大的市場發展、市場改革及不斷演變的指數方法，市場操縱風險的認知水平和類型已經與近二十年前大不相同。儘管如此，在當時推出的較為嚴格的持倉限額制度至今幾乎未變。主要的市場改革和發展概述如下。

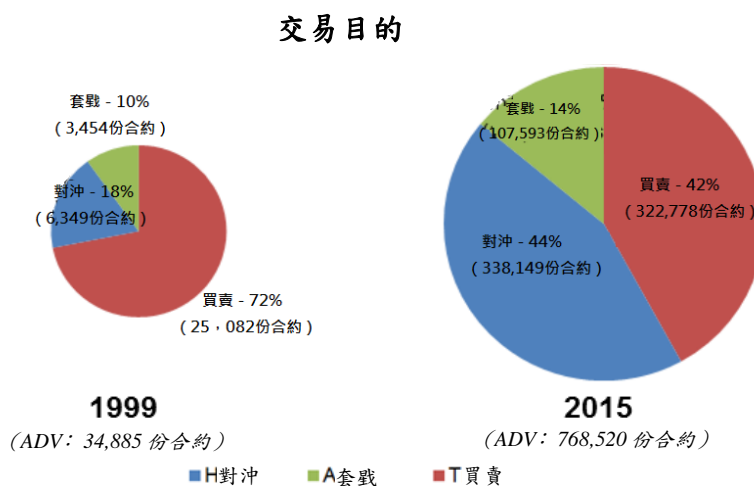
- (i) 香港成為了一個更加成熟的市場。香港現貨和衍生產品市場規模大幅增長。自1999年起，港交所的市值增長四倍，恒生指數期貨市場的未平倉合約增長超過兩倍。在貨幣方面，香港的外匯儲備資產增長2.6倍，從963億美元增長至3,474億美元，而香港的貨幣基數增長5.8倍，從2,350億港元增長至1.6萬億港元。此外，作為成熟市場的標誌，機構投資者的參與率也已經增加。企圖壟斷這個日益龐大及成熟的市場越見困難。
- (ii) 更穩健的市場環境，開展各種市場改革。自2000年以來，股票和期貨交易及結算業務合併至港交所旗下。合併之後，市場監察及風險管理的效率大為提高。近年也有不少金融改革措施推出，例如改革聯繫匯率機制（即在2005年推出港元強方兌換保證）、實施有關銀行業穩定性的監管框架（例如在2007年採納《巴塞爾協定II》及從2013年至2019年期間採納《巴塞爾協定III》²）、在2012年開展有關結算行的風險管理改革、改善市場監察政策（例如在2012年推出淡倉申報及在2015年推出大額未平倉合約申報）等等。此外，證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）與港交所攜手合作，為衍生產品市場部署一個先進的電子市場監察系統，以鞏固市場完整性及跨市場監察功能。受益於多年來實施的所有該等政策和改革措施，香港的金融系統目前防範攻擊的能力大為增強。
- (iii) 不斷演進的指數方法。恒生指數在2006年已經從全市值加權轉移至自由流通市值加權法。2014年，恒生指數的最高個別股權比重進一步調低至10%。因此，今天的恒生指數更加多元化，擁有50隻成分股，而不是1999年的33隻成分股，而且並無成分股在指數中的佔比超過10%。匯豐銀行的佔比已經由1999年的24%下跌至今天的10%。現在，透過操縱個別成分股以操縱香港主要市場指數變得更加困難。

² 《巴塞爾協定III》是銀行資本充足程度、壓力測試和市場流通性風險的環球監管框架。

C. 對沖交易和市場規模大幅增長

14. 自從 1999 年設立恒生指數持倉限額以來，投資界的對沖需求已經從佔整體交易的 18% 激增至 44%（如圖 1 所示）。隨著市場的發展，使用場內衍生產品的需求旺盛，並且現行的持倉限額制度並不能滿足該等需求。

圖 1： 港交所衍生產品市場的交易目的

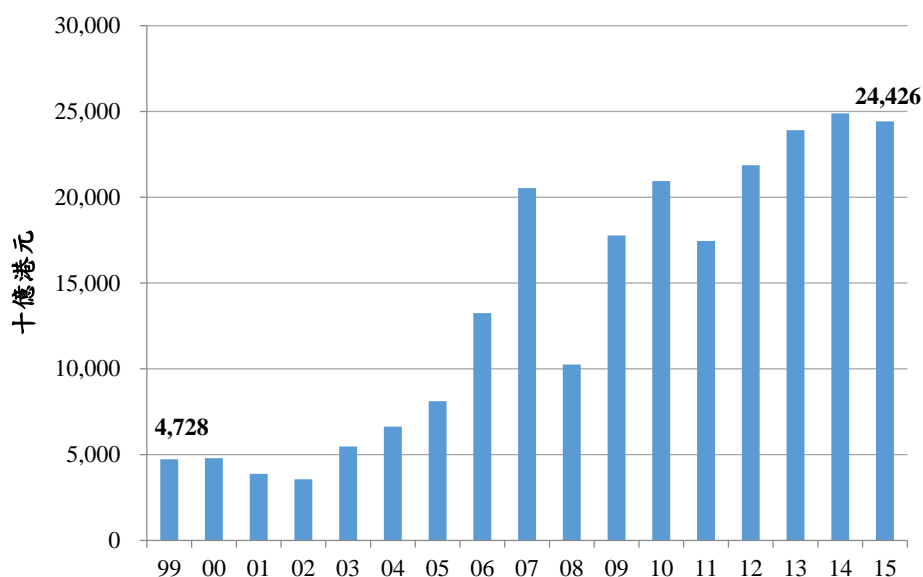


- 註： (1) 對沖交易的比例已經從 1999 年的 18% 增長至 2015 年的 44%。
(2) ADV – 日均交易量

資料來源：港交所衍生產品市場交易研究調查（1998/1999 年和 2014/2015 年）

15. 與此同時，港交所的市值現時已增長四倍。恒生指數期間市場的未平倉權益已經從 1999 年底的 31,000 份合約增長超過三倍至 2015 年底的 97,000 份合約。自從 2006 年最後一次修訂股票期權持倉限額之後，股票期權的未平倉權益已經增長近一倍，從 250 萬份合約增長至 480 萬份合約。因此，現行的持倉限額越來越難以滿足投資者的需求。

圖 2： 港交所現貨市場的市值



資料來源：港交所

16. 儘管香港現貨和衍生產品市場的規模大幅增長，但其衍生產品市場的國際排名落後。截至 2015 年 12 月，香港總籌資額排名第一，市值排名第七，且交易所買賣基金（ETF）總交易額在國際交易所中排名第五。在衍生產品方面，香港場內衍生產品市場成交量在國際上排名第 20 位³，遠遠落後於我們的現貨市場排名。香港現貨與衍生產品市場的不均衡發展，突顯出完善持倉限額制度的需要。
17. 雖然現行的持倉限額制度一直有助於保護香港的金融系統及大幅降低市場操縱風險，但即使投資者對風險管理的需求與日俱增，持倉限額自 2006 年以來從未進行檢討。由於現行的持倉限額及缺少對沖豁免可能會牽制香港作為國際風險管理中心的發展，故此，該制度存在急切修訂需要，以支持香港金融系統的進一步發展。

³ 全球證券交易所聯會(World Federation of Exchanges)，2015 年 12 月

II. 現行制度的問題

18. 香港的衍生產品持倉限額制度存在多個問題，概述如下。

- (i) 比其他國際市場嚴格。香港的股票指數衍生產品持倉限額制度比其他領先的衍生產品市場嚴格。如附錄C所示，多個成熟衍生產品市場（例如歐洲期貨交易所（Eurex）和洲際交易所（ICE））根本沒有對股票指數衍生產品施加持倉限額。在股票期權持倉限額方面，香港亦比頂尖國際市場嚴格。如附錄D所示，多個成熟衍生產品市場（例如澳洲證券交易所（ASX）和泛歐交易所）沒有對股票期權施加持倉限額。在施加持倉限額的交易所之中，其限額亦比香港更加寬鬆。香港的持倉特定制度體現於附屬法例，而國際持倉限額通常僅體現於交易所規則。調整該制度需要修訂法例，欠缺靈活性，可能會拖累市場發展。
- (ii) 無對沖豁免。設有持倉限額機制的海外市場，通常會實施對沖豁免制度，以促進對沖需求超過訂明上限的合資格用戶進行風險管理活動。適當對沖的倉位為市場中立，有助於保持市場穩定性。香港是設有持倉限額但不提供對沖豁免的唯一主要國際衍生產品市場⁴。請參閱表2以了解主要市場的股票指數衍生產品持倉限額，及附錄C以了解所有資產類別的衍生產品。

表 2： 主要衍生產品市場的持倉限額制度比較

地區（交易所）	股票指數期貨和期權	
	設定持倉限額	提供對沖豁免
香港（港交所）	是	否
新加坡（新加坡交易所）	是	是
美國（芝加哥商品交易所）	是	是
中國（中國金融期貨交易所）	是	是
歐洲（歐洲期貨交易所，泛歐交易所）	否	由於不設定持倉限額，故不需要提供對沖豁免
澳洲（澳洲證券交易所）	否	
美國（洲際交易所）	否	
日本（日本交易所集團）	否	

資料來源：各交易所網站

⁴ 內地的中國金融期貨交易所（中金所）亦已經跟隨其他眾多交易所提供對沖豁免。

- (iii) 缺少基於公式的科學持倉限額方法。根據現行制度，衍生產品的持倉限額根據固定不變的合約數量設定，而不是基於相關市場指標的科學模型而設定。例如，恒生指數期貨持倉限額設定為10,000份合約，而所有上市股票期權（即84隻不同的相關股票）基本上採用相同的持倉限額—每個市場方向50,000份合約⁵。在股票期權持倉限額的背景下，並沒有科學機制以迎合各股票的個別特徵。這一點與設有持倉限額之其他主要交易所的常規相異，該等交易所的持倉限額根據公式進行科學釐定，捕捉各股票的相關流通量（例如市值和相關股票成交額），並且限額可變或在一個分級系統中進行分類，以便更好地管理。有關更多詳情，請參閱附錄D。

表 3： 主要股票期權交易所的持倉限額比較

交易所	股票期權		
	設定持倉限額	參考參數	方法
香港（港交所）	是	適用於所有相關股票的單一限額	
美國	是	1. 市值 2. 相關流通量	基於公式及分級系統
歐洲（歐洲期貨交易所）	是	自由流通市值	基於公式及可變限額
巴西（巴西證券期貨交易所）	是	自由流通市值	基於公式及可變限額
澳洲（澳洲證券交易所）	否	不適用	
歐洲（泛歐交易所）	否	不適用	

資料來源： 各交易所網站

- (iv) 不能一刀切。如上文(iii)所述，單一持倉限額（50,000份合約）基本上適用於84隻相關股票的所有股票期權。由於相關股票的價格、買賣單位和市值存在很大差異，單一持倉限額不能迎合所有84隻股票的期權合約。因此，持倉限額與個別股份期權市值的比率介乎於0.02%（中國建設銀行）至5.11%（兗州煤業），而持倉限額的名義金額介乎3,300萬港元（思捷環球）至52.5億港元（長江控股）。部份熱門股票期權合約的比率載於下文表4。鑒於該等巨大的差異，所施加的持倉限額似乎並沒有公平對待各股票，亦沒有切合任何監管目的。

⁵ 所有到期月的任何市場方向。在 84 隻股票期權中，有 4 隻的交易所持倉限額為 30,000 份較小合約。

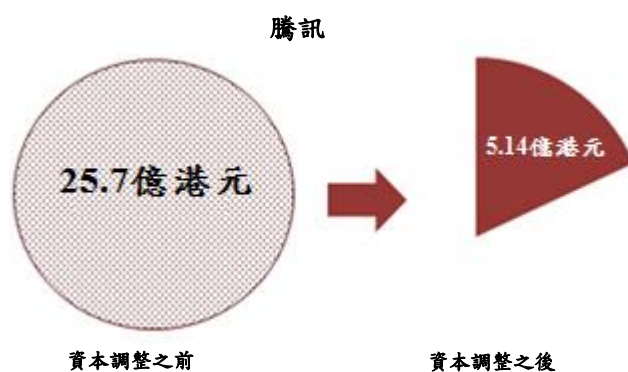
表 4： 現行持倉限額與市值比率－部份港交所股票期權
(截至 2015 年 9 月 14 日)

相關股票	股票期權持倉限額 (百萬港元)	持倉限額與市值比率
中國建設銀行 (939)	270	0.02%
中國工商銀行 (1398)	235	0.06%
騰訊 (700)	640	0.19%
中海油 (883)	426	0.11%
香港交易及結算所 (388)	921	0.42%
兗州煤業 (1171)	362	5.11%

資料來源：港交所

- (v) 沒有根據企業行動調整股票期權持倉限額。現行的持倉限額制度並沒有應對相關股票之企業行動的檢討機制，該等企業行動可能導致股票期權合約的名義金額發生重大變化，例如拆股或減少每手買賣單位。下文圖3顯示投資者在拆股之後面臨持倉限額的名義金額減少。

圖 3： 資本調整對持倉限額名義金額的影響



註： 在 2014 年由於股份一拆五，騰訊的持倉限額名義金額下跌 80%。

資料來源：港交所

- (vi) 不正確的風險計量指標。根據現行的持倉限額制度，股票期權持倉限額以合約數量表示。然而，合約數量並不能準確代表倉位持有人的風險。期權合約的風險受到眾多因素的影響，包括相關資產波動率、價外狀況、期權的行使價、到期時間等等。若使用合約數量作為計量單位，則持有極價內期權之人士的持倉限額將會與持有價外期權之人士的限額相同，但兩者的期權投資組合風險卻大相逕庭。

III. 對香港衍生產品市場的影響

19. 嚴格的持倉限額制度將無可避免地(a)阻礙參與者使用香港的場內衍生產品，而不是真正減少整個市場的系統性風險，及(b)迫使機構投資者將其衍生產品交易轉移至海外交易所或透明度較低且沒有受到適當規管和監察的場外(OTC)市場。
20. 上述情況可能會造成以下後果：
- (i) 衍生產品生態系統的效率降低將不利於所有投資者。將交易轉移至場外的市場參與者被迫在場外市場承受更高的交易成本。由於機構投資者選擇使用場外市場，投資大眾將失去與機構投資者互動的機會。衍生產品市場生態系統的效率降低將直接或間接影響機構和零售投資者。⁶
 - (ii) 投資大眾及監管機構對衍生產品持倉的可見度較低。投資大眾沒有渠道獲取有關場外倉位的資料；即使推出了場外申報規定，監管機構亦僅可查閱場外交易的某些詳情。
 - (iii) 妨礙各種市場活動。市場活動減少，原因包括 i)長倉基金由於無法對沖其投資組合而減少在現貨市場的活動；ii) ETF基金管理人面臨對沖難題；及iii)機構參與者減少指數套戥及股票借貸交易。另外，政府也可能會損失印花稅收入。
21. 綜合以上所述，持倉限額制度導致的主要市場問題，是衍生產品生態系統由於交易所交易外流至海外或場外市場，而導致效率降低。這不僅導致在場外交易的機構投資者承受高成本，而且亦使投資大眾喪失與機構投資者互動的機會。此外，交易所市場是場外市場參與者管理其未平倉合約的場所，而場外市場的未平倉風險規模預計為交易所買賣市場的數倍。因此，維持高效的場內市場至為重要，此有助於穩定整個衍生產品市場。否則，這將會使所有投資者（包括零售投資者）由於流通性的流失及效率變低的價格發現流程而處於更加不利的地位。
22. 嚴格的持倉限額制度亦限制了長倉基金、ETF 基金管理人和指數套戥人的市場活動。長倉基金和 ETF 管理人通常將衍生產品用於「現金股票化」⁷或對沖其股票風險。倘若在股票與相關股票衍生產品之間存在錯誤定價，指數套戥人可沽出期貨及買入相關股票，反之亦然。該等參與者的交易活動不僅提

⁶ 根據現行的嚴格持倉限額制度，目前無法在交易所進行大宗交易。倘若採納對股票期權持倉限額制度的建議修訂，某些上述場外交易將會回歸至場內股票期權市場。

⁷ 「現金股票化」是指一隻基金首先在衍生產品市場建倉以取得股票風險，然後平掉該等倉位以（逐步）取得相關股票。

供流通性和收入，亦提高市場的效率。而現行的持倉限額制度就正正不利於這一點。請參閱附錄 E 以了解詳細影響。

IV. 完善衍生產品持倉限額制度的建議

23. 香港的持倉限額制度必須妥善解決合理的系統化風險顧慮及滿足投資者真實的風險管理需求。因此，對現行制度修訂的目標應是鼓勵在透明的交易所平台交易，以監察持倉量及妥善管理風險，並且糾正當前不慎造成流通性轉移至場外或海外市場的狀況。
24. 本文件並不建議從根本上修訂現行的場內衍生產品持倉限額制度。本文僅集中處理現行的嚴格持倉限額制度造成的問題。金發局建議：
- a) 推出對沖豁免制度，以允許合資格投資者的市場中立交易在取得監管批准之後超出持倉限額。
 - b) 全面檢討所有場內衍生產品的現行持倉限額，並可推出一個根據相關市場和產品特定因素釐定持倉限額的框架⁸。
 - c) 可連同上述建議適當考慮增強現有結算行的風險管理措施，例如基於持倉限額的資本、集中持倉量的額外保證金、儲備基金供款等⁹。
25. 考慮到市場需求和交易模式，持倉限額制度的修訂應優先考慮恒生指數（恒指）、恒生國有企業指數（恒生國企指數）及股票期權衍生產品合約，按照2015年年底的未平倉合約計算，該等衍生產品合約合共佔港交所衍生產品市值的98%。
26. 提議的對沖制度將透過預防、監察和補救行動而防止被濫用。在預防方面，僅按個案及預批准基準向市場中立交易授予該等豁免。申請者將需要在申請時提供詳細的執行和平倉計劃，從而確保市場的有序運行。在監察方面，將會持續監控該制度下的使用和活動。在補救行動方面，監管機構和交易所應有權在其認為必要時立即終止任何新申請，並在合理情況下減少或廢除任何已獲批准的豁免。除了監管外，為了全面利用該制度以滿足市場需求，應該按照一個靈活及對市場友好的方式管理整個流程。基於市場對現行客戶促進

⁸ 對於現行的嚴格持倉限額制度，不僅需要考慮持倉限額的水平，而且亦要制定一個科學方針以釐定該等限額的計算方法。具體而言，股票期權持倉限額制度應作修訂，並應採取一個基於公式的科學方法，以充分迎合各相關股票的個別特徵。此外，經修訂制度亦應能夠迎合導致股票期權合約名義金額發生重大變化的企業行動，並考慮倉位持有人持有極價內期權與價外期權之間的風險差異。

⁹ 在不享有任何豁免的情況下，所有投資者目前均受限於現有結算行於現行制度下的風險管理措施。基於資本的持倉限額根據參與者的流動資本分配至結算行的參與者。這項措施旨在確保參與者財務實力足以涵蓋其持倉風險。倘若一名參與者有集中持倉，其將需要繳納額外保證金。結算行亦每日評估儲備基金的充足性，而市場參與者必須在結算行認為必要的情況下投入額外財政資源。對上述現行措施的完善應在適當連同上述建議予以考慮。

計劃的意見¹⁰，標準化實施程序和合理回轉時間將會提高提議制度的利用率。

27. 香港面臨各種機遇，現行的持倉限額制度不能滿足現存的需求。金發局相信，迅速及時完善持倉限額制度將有助香港維持其環球競爭力及更好地發揮其作為領先國際金融中心的潛力。其中一項益處將是增強衍生產品市場的深度、效率和效力，藉以改善風險管理能力。另一項益處是增強香港在中國市場開放計劃中所發揮的作用，香港的獨特優勢在於其作為國際標準增強的成熟海外樞紐，而且投資者可在香港取得或管理中國持倉（尤其是在中國 A 股可能獲納入環球股票基準指數的情況下¹¹）。

¹⁰ 該計劃允許交易所參與者及其聯繫人為促進客戶交易起見，而就恒指期貨及期權以及恒生國企指數期貨合約持有最高達法定持倉限額 50% 的超逾限額持倉量。

¹¹ 隨著對中國市場持倉的投資需求與日俱增，環球投資者熱衷於投資最具競爭力的市場和產品以實現這個目標，而且環球投資所積極為中國持倉開發風險管理設施。鑒於 A 股可能獲納入環球股票基準指數，香港需要建立一個適當的風險管理框架及適當的產品，以滿足環球投資者跟隨該基準指數變化進行投資的需求。

附錄 A. 港交所衍生產品合約的持倉限額

表 A1： 港交所衍生產品合約的持倉限額

產品	持倉限額
<i>股票衍生產品</i>	
恒生指數期貨和期權	10,000 個倉位 delta (所有合約月份合計)
H 股指數期貨和期權	12,000 個倉位 delta (所有合約月份合計)
恒指波幅指數期貨	10,000 張未平倉合約 (任何一個合約月份)
中華交易服務中國 120 指數期貨	30,000 個長倉或淡倉倉位 delta (所有合約月份合計)
股票期貨	5,000 份未平倉合約 (任何一個合約月份)
股票期權	每個期權類別任何一個市場方向 50,000 份未平倉合約 (所有到期月份合計)
<i>貨幣衍生產品</i>	
人民幣貨幣期貨	8,000 張淨合約 (所有到期月份合計)
	現月合約在最後五個香港營業日內 (包括最後交易日) 的持倉限額為 2,000 份未平倉合約
<i>商品衍生產品</i>	
倫敦小型期貨	25,000 (鋁和鋅) / 50,000 (銅) 淨長倉或淡倉 (所有合約月份合計)

資料來源：港交所

附錄 B. 港交所定息、貨幣和商品衍生產品的持倉限額

- B1. 股票持倉限額制度及其相關不足已經延伸至港交所的貨幣期貨和商品期貨。鑒於該等合約目前的成交量低，該制度現時並沒有約束該等市場的發展。然而，如果該等產品旨在實現其目的，應允許用戶將該等產品用於對沖其所有相關價格風險。
- B2. 港交所人民幣期貨的持倉限額相當於8億美元名義金額，而香港每天的平均人民幣成交額就達到200億美元，並且人民幣／美元單筆即期大宗交易的規模可達到20億美元。
- B3. 港交所的倫敦金屬小型期貨的產品比較載於下表B1。

表 B1： 現行的持倉限額－港交所商品衍生產品

	倫敦鋁小型期貨	倫敦銅小型期貨	倫敦鋅小型期貨
現行的持倉限額（合約數量）	25,000	50,000	25,000
現行持倉限額的名義金額（人民幣百萬元）*	257	1,693	294
現行持倉限額的名義金額（噸）	125,000	250,000	125,000

註： * 截至 2015 年 8 月 12 日，港交所倫敦鋁／鋅／銅期貨現貨月每日結算價。

資料來源：港交所

- B4. 上述比較表明，現行的持倉限額不足以實現用戶的對沖目的：
- **鋁**：中國鋁業股份有限公司（中國鋁業）在 2014 年的鋁產量為 340 萬公噸，是港交所現行持倉限額的 26 倍；
 - **銅**：銅陵有色金屬集團和江西銅業是中國最大的兩間銅生產商，兩者在 2014 年的銅產量分別約為 120 萬至 130 萬公噸，約為港交所現行持倉限額的四倍；
 - **鋅**：株洲冶煉集團是中國最大的鋅生產商之一，在 2014 年的鋅產量為 53 萬公噸，約為港交所現行持倉限額的三倍。
- B5. 在國際常規中，商品的持倉限額一般在現貨月設定在一個較為嚴緊的水平，以確保用於交收的實物供應充足及預防市場操縱。此外，大多數海外商品交易所向實物價值鏈的參與者提供持倉限額的對沖豁免。

附錄 C. 股票指數衍生產品持倉限額和對沖豁免的國際常規比較

- C1. 在衍生產品持倉限額方面的國際常規互有差異。然而，由於香港沒有對沖豁免，加上其處理持倉限額的方式，成為最嚴格的主要市場。
- C2. 如下表 C1 所示，多個成熟的衍生產品市場（例如歐洲期貨交易所和洲際交易所）不對所有股權衍生產品實施任何持倉限額。在實施持倉限額的資產類別，相關限額僅在若干情況下適用，例如在現貨月。
- C3. 若存在持倉限額，通常會實施對沖豁免，以促進對沖需求超過訂明上限的合資格用戶進行風險管理活動。對沖豁免可滿足投資者的風險管理需求及有助於降低其市場價格風險。適當對沖的倉位為市場中立，有助保持市場增加了的穩定性。

表 C1： 主要衍生產品市場的持倉限額制度比較

交易所	期貨和期權					
	股票		定息和貨幣		商品	
	設定持倉限額	提供對沖豁免	設定持倉限額	提供對沖豁免	設定持倉限額	提供對沖豁免
香港（港交所）	是	否	是	否	是	否
新加坡（新加坡交易所）	是	是	是	是	是	是
美國（芝加哥商品交易所）	是	是	有限*	否	是	是
中國（中國金融期貨交易所）	是	是	是	是	不適用	不適用
歐洲（歐洲期貨交易所，泛歐交易所）	否	由於不設定持倉限額，故不需要提供對沖豁免	有限#	否	不適用	不適用
澳洲（澳洲證券交易所）	否		有限#	是	不適用	不適用
美國（洲際交易所）	否		有限@	是	是	是
日本（日本交易所集團）	否	由於不設定持倉限額，故不需要提供對沖豁免	不適用	不適用	不適用	不適用
歐洲（倫敦金屬交易所）	不適用	不適用	不適用	不適用	否	由於不設定持倉限額，故不需要提供對沖豁免
中國（上海期貨交易所）	不適用	不適用	不適用	不適用	是	是

註： * 芝加哥商品交易所在合約到期之前 10 天對現貨月的固定收益期貨施加持倉限額，並在合約到期之前的最後 4 至 7 天對新興市場貨幣施加持倉限額。對於所有其他定息和貨幣期貨及合約月，概無持倉限額，因此不需要對沖豁免。

歐洲期貨交易所和澳洲證券交易所僅對現貨月固定收益期貨施加持倉限額，其中並沒有提供對沖豁免。

@ 美國洲際交易所僅對新興市場貨幣施加持倉限額，而且准許對沖豁免。

資料來源： 各交易所網站

附錄 D. 在股票期權持倉限額方面與國際常規的比較

- D1. 除了缺少對沖豁免外，港交所的股票期權持倉限額亦遠低於其他主要國際交易所。
- D2. 如表D1所示，在設有持倉限額的其他交易所，持倉限額取決於市場流通性的公式進行科學釐定（即市值和相關成交額）。該等限額可靈活調整或透過一個分級系統進行分類，以便更好地管理。另外，與在一個分級系統中將合約數量作為持倉限額的交易所相比，港交所的持倉限額相當低。例如，匯豐銀行的持倉限額僅佔其自由流通股份的0.1%，而歐洲期貨交易所允許持倉限額高達自由流通股份的25%。

表 D1： 主要股票期權交易所的持倉限額比較

交易所	股票期權				
	設定持倉限額	最大持倉限額 (每個股份類別)	參考參數	方法	定期檢討
香港 (港交所)	是	50,000 份合約	不適用		否
美國	是	250,000 份合約	1. 市值 2. 相關資產成交額	基於公式及分級系統	是
歐洲 (歐洲期貨交易所)	是	25%的自由流通股份 *以香港股票為例： ➢ 騰訊—1,340 萬份合約 ➢ 港交所—290 萬份合約	自由流通市值	基於公式及可變限額	是
巴西 (巴西證券期貨交易所)	是	4%的自由流通股份 *以香港股票為例： ➢ 騰訊—210 萬份合約 ➢ 港交所—45.6 萬份合約	自由流通市值	基於公式及可變限額	否
澳洲 (澳洲證券交易所)	否	不適用			
歐洲 (泛歐交易所)	否	不適用			

資料來源： 各交易所網站

- D3. 鑒於上次檢討股票期權持倉限額是在2006年，隨著香港股市在過去十年期間的持續發展，以及因為持倉限額遠低於其他交易所，需要及時檢討現行的股票期權持倉限額及其模式，以便香港市場的投資者更好地管理風險。

附錄 E. 對香港衍生產品市場的詳細影響

E1. 對各種市場用戶和持份者的影響如下。下文說明市場參與者將其交易轉移至場外市場所造成的影響。

- (i) 場外交易的成本更高、效率更低。倘若市場參與者認為上市市場的持倉限額過於嚴格，而無法實施其策略，他們會轉戰場外衍生產品市場，然而，此舉會增加其交易成本（在產品定價和收費（信貸和資本）方面），並在市場波動期間加劇流通性緊缺風險。
- (ii) 轉移至場外市場將會增加系統性風險。市場參與者在使用場外衍生產品市場（倘若不受其委託限制）或海外交易所衍生產品市場時不一定會受持倉限額制度影響。然而，使用場外衍生產品以規避中央結算設施可能會增加市場的系統性風險。
- (iii) 場外市場的透明度低於上市市場。監管機構（證監會和金管局）可透過持倉匯報監察場外衍生產品倉位¹²。然而，此類匯報在多個方面並不如場內倉位申報般全面。
 - a) 港交所的大額未平倉合約制度適用於所有人士（包括個人），而場外申報則不適用。
 - b) 場外衍生產品交易申報不一定能識別倉位的實益擁有人。
 - c) 場內倉位由結算行彙總、監察及進行系統化風險管理。
- (iv) 場外市場對市場參與者而言仍然不透明。市場參與者對場外衍生產品持倉的可見度很低或根本沒有可見度；監督申報（根據上文第(iii)款）不一定能為整個市場帶來透明度。這降低了市場參與者可獲取市場資料的完整性，並歪曲市場的價格發現的作用。
- (v) 整個衍生產品生態系統的效率降低。當面臨嚴格持倉限額的大型參與者不得不轉戰場外市場時，這將會防礙上市市場的價格發現機制及流通量場所職能，因此降低整個衍生產品市場生態系統的整體效率。在純交易方面，這將意味著較差的成交價、更大的買賣價差及更高的市場波動率。在市場方面，在透過場外市場執行更多交易時，系統性風險會更高，導致整個市場承擔更高的社會成本。生態系統內的每一名投資者（機構或零售）將會受到直接或間接影響。

¹² 核准貨幣經紀和受規管實體的場外衍生產品交易匯報將於 2016 年實施。

E2. 嚴格的持倉限額制度對各類市場用戶的影響如下：

- (vi) *限制基金取得或對沖持倉的能力*。長倉基金在實施其策略方面面臨障礙。該等基金通常會利用衍生產品對沖其倉位，或將衍生產品用作「現金股票化」¹³。該等基金的授權一般會限制其僅可投資於場內衍生產品；該等基金通常不能使用場外衍生產品（無須遵守持倉限額）。因此，倘若該等基金達到持倉限額，其可能會減少對相關股票市場的參與度。
- (vii) *限制ETF基金管理人的對沖能力*。ETF市場莊家亦面臨障礙。他們需要在現貨市場建立大量倉位以協助客戶，但由於持倉限額制度而面臨對沖困難。他們正為莊家活動（／作價買賣）申請該制度下的豁免。
- (viii) *限制促進市場的活動*。大型市場參的財務實力可以支持的投資組合規模遠遠超過持倉限額，故通常被制度窒礙。該等參與者的存貨交易和指數套戥活動本可促進股票借貸交易，但卻受到持倉限額制度所限制。該等活動其實可以有助穩定價格、提供流通性及改善市場效率。
- (ix) *流失印花稅的機會成本*。長倉管理人、ETF管理人和金融機構由於嚴格的持倉限額（如上文(vi)—(viii)所述）而減少在相關股票市場上的活動，政府賺取的印花稅可能會因此而減少。

¹³

「現金股票化」是指一隻基金首先在衍生產品市場建倉以取得股票風險，然後平掉該等倉位以（逐步）取得相關股票。

關於香港金融發展局

香港金融發展局於二零一三年一月由特區政府宣布成立，為高層和跨界別的平台，就如何推動香港金融業的更大發展及金融產業策略性發展路向，徵詢業界並向政府提出建議。金融發展局會集中研究如何進一步發展香港金融業，促進金融業多元化，提升香港國際金融中心在國家和地區中的地位和作用，並背靠國家優勢、把握環球機遇，以鞏固本港的競爭力。

聯絡我們

電郵：enquiry@fsdc.org.hk

電話：(852) 2493 1313

網頁：www.fsdc.org.hk