



SECURITIES AND FUTURES COMMISSION
證券及期貨事務監察委員會

關於證券保證金融資活動的檢視報告

2018年8月



| | |
|---------------------------------|----|
| 摘要 | 1 |
| 檢視結果概述 | 2 |
| I. 證券保證金融資業務的宏觀分析 | 2 |
| a. 保證金貸款總額的趨勢 | 2 |
| b. 主要觀察結果 | 3 |
| i. 保證金貸款質素下降 | 3 |
| ii. 單一證券抵押品（特別是被大量質押的股票）的集中風險增加 | 3 |
| iii. 保證金客戶集中風險保持穩定 | 5 |
| iv. 對銀行貸款的依賴度上升 | 6 |
| II. 深入研究 | 8 |
| a. 20 家選定證券保證金融資經紀行的概況 | 8 |
| b. 主要發現 | 8 |
| i. 授予保證金貸款及信貸限額 | 8 |
| ii. 證券抵押品的集中度 | 9 |
| iii. 保證金客戶的集中度 | 13 |
| iv. 證券抵押品的保證金融資比率 | 14 |
| v. 追繳保證金通知及強行變現 | 15 |
| vi. 壓力測試 | 18 |
| 結語 | 18 |



摘要

1. 證券及期貨事務監察委員會（證監會）注意到，持牌法團在 2006 年 12 月 31 日至 2017 年 12 月 31 日期間（檢視期間）內進行的證券保證金融資活動出現大幅增長，保證金貸款總額在期內增加了九倍，於 2017 年 12 月 31 日達到 2,060 億元。相比之下，香港證券市場的總市值在同期只增加了 1.5 倍。
2. 自 2008 年全球金融危機以來，香港證券市場逐漸復甦。2017 年的增長特別強勁，恒生指數（恒指）上升了 35%。然而，鑑於全球經濟及政治方面的不穩定因素，例如加息、地緣政治局勢緊張及貿易戰的威脅，市場調整的風險不容低估。香港作為一個開放的經濟體，其證券市場容易受到內地及主要海外證券市場的波動影響。例如，恒指在 2018 年 2 月曾經在美國股市急挫後單日大跌超過 1,600 點，顯示市場情況可急速轉變。此外，近年有多隻香港股票的股價出現劇烈波動，股價曾經在單日內下跌超過 80%，甚至有股票長時間停牌。
3. 我們在監察經紀行的過程中，注意到部分證券保證金融資經紀行沒有審慎地管理其證券保證金融資業務。在近期的一些情況中，證監會發現有些經紀行的速動資金狀況因其集中持有的證券抵押品價格暴跌或暫停買賣而嚴重惡化。
4. 在此背景下，證監會對證券保證金融資活動作出宏觀分析，以了解業界整體趨勢，同時對選定的證券保證金融資經紀行的風險狀況及保證金借貸手法進行深入研究（統稱證券保證金融資檢視）。有關的宏觀分析是以證券保證金融資經紀行根據《證券及期貨(財政資源)規則》（《財政資源規則》）提交的每月財務申報表中的數據為基礎；而有關的深入研究涵蓋按保證金貸款計前 20 家最大的證券保證金融資經紀行，並聚焦於以下風險監控範疇：
 - i. 授予保證金貸款及信貸限額
 - ii. 證券抵押品的集中度
 - iii. 保證金客戶的集中度
 - iv. 證券抵押品的保證金融資比率
 - v. 追繳保證金通知及強行變現
 - vi. 壓力測試
5. 證券保證金融資檢視的結果印證了我們對於證券保證金融資經紀行的風險管理的憂慮。宏觀分析揭示了令人憂慮的趨勢，例如：對比其股東資金，經紀行在《財政資源規則》下的保證金貸款短欠數額¹大幅增加；被大量質押的股票²（heavily pledged stocks，簡稱 HPS）在保證金客戶證券抵押品中的比重有所增加；以單一證券抵押品作擔保的保證金貸款有所增加；及證券融資抵押品比率³下跌。
6. 這些趨勢可歸因於個別證券保證金融資經紀行的保證金借貸手法有欠審慎。我們在進行深入分析時注意到，這些手法在被檢視的經紀行中相當普遍——包括對保證金貸款總額的風險、證券抵押品及保證金客戶方面的集中風險的監控力度不足，證券抵押品的扣減百分率過於寬鬆，及沒有及時追收保證金。

¹ 保證金貸款金額中不能算作《財政資源規則》所指的速動資金的數額。若用作擔保保證金貸款的證券抵押品的市值在減去《財政資源規則》所訂明的適用扣減數額後，低於未償還保證金貸款的數額，便會產生保證金貸款短欠數額。

² 在證券保證金融資經紀行的每月財務申報表中被呈報為就排名前 20 位的貸款作擔保的前三位抵押品，而所有證券保證金融資經紀行持有該股票的合計市值等於或高於該股票市值的 10%。

³ 保證金客戶存放於證券保證金融資經紀行的證券抵押品的總市值相對於保證金貸款總額的比率。



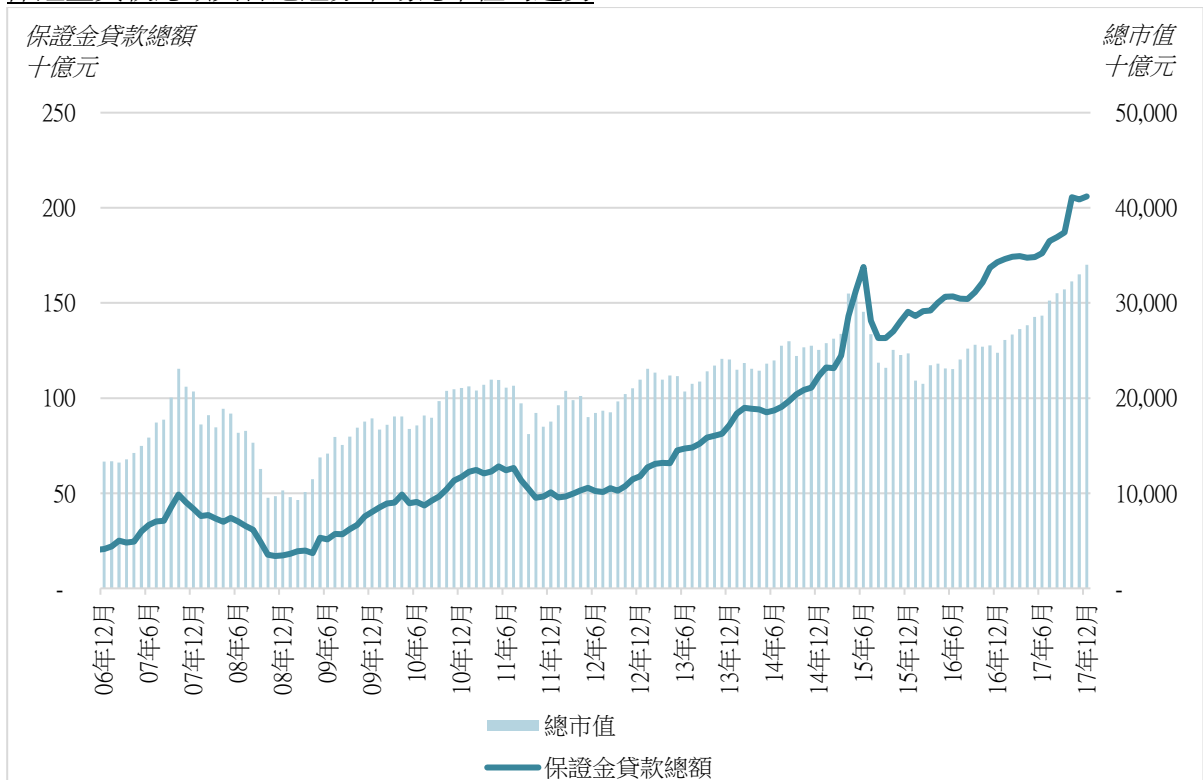
檢視結果概述

I. 證券保證金融資業務的宏觀分析

a. 保證金貸款總額的趨勢

7. 總體來說，除了在 2008 年全球金融危機及 2015 年 A 股市場波動的期間外，所有證券保證金融資經紀行的保證金貸款總額在檢視期間一般呈上升趨勢。有關的保證金貸款總額在檢視期間上升了九倍，遠高於同期香港證券市場總市值的 1.5 倍升幅。

保證金貸款總額與香港證券市場總市值的趨勢



| | 截至 31/12/2017 十億元 | 截至 31/12/2006 十億元 | 變動 |
|-----------|-------------------------|-------------------------|------|
| 保證金貸款總額 | 206 | 21 | 881% |
| 香港證券市場總市值 | 33,999 | 13,338 | 155% |

8. 保證金貸款總額九倍的升幅亦超過證券保證金融資經紀行及活躍保證金客戶的數目增長，後兩者在檢視期間分別增加了 41% 及 320%。我們亦注意到，保證金貸款集中於一眾主要經紀行。截至 2017 年 12 月 31 日，前 25 位的證券保證金融資經紀行的合計保證金貸款佔保證金貸款總額的 80%。

證券保證金融資經紀行及活躍保證金客戶的數目

| | 截至 31/12/2017 | 截至 31/12/2006 | 變動 |
|---------------|------------------|------------------|------|
| 證券保證金融資經紀行的數目 | 315 | 224 | 41% |
| 活躍保證金客戶的數目 | 337,608 | 80,348 | 320% |

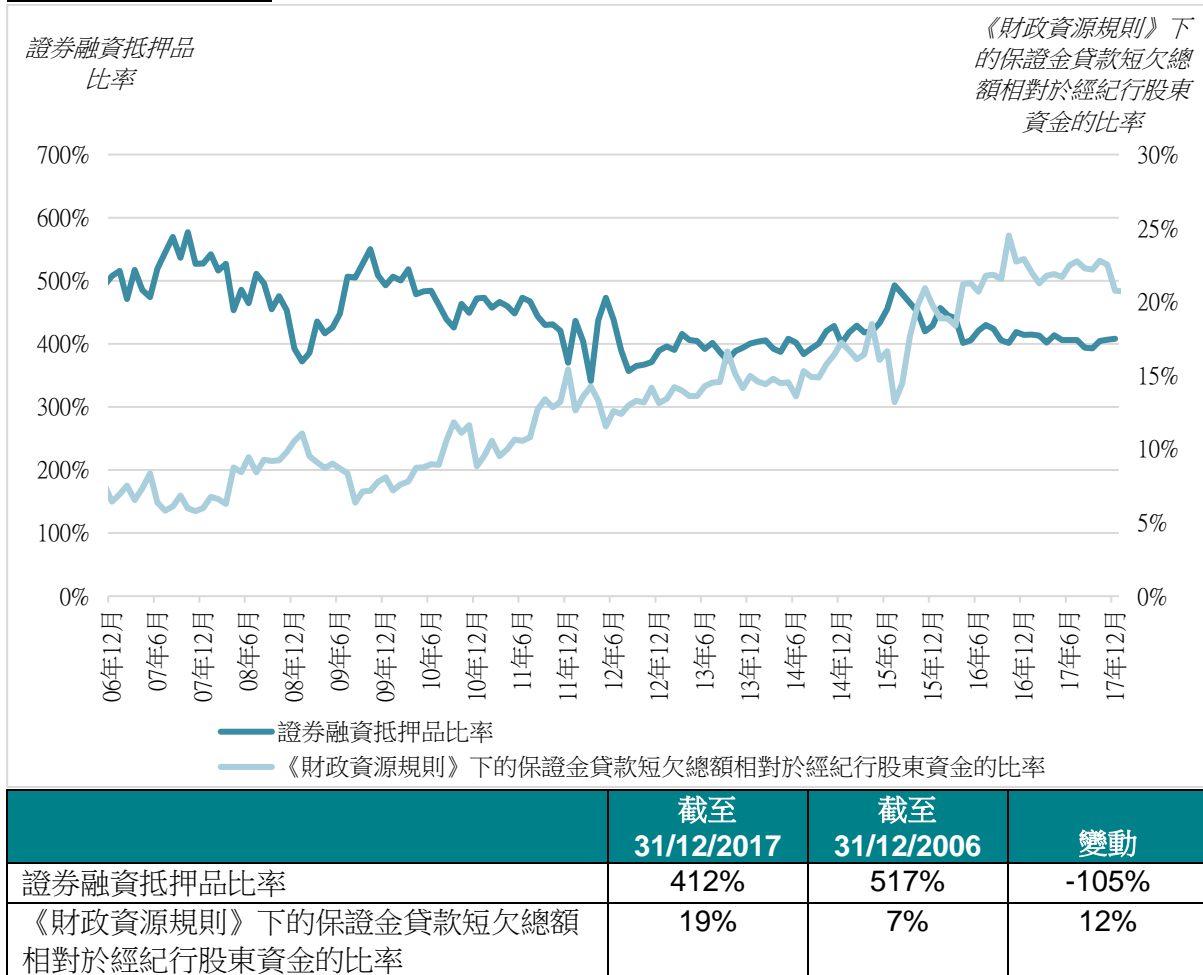


b. 主要觀察結果

i. 保證金貸款質素下降

9. 《財政資源規則》下的保證金貸款短欠總額相對於經紀行股東資金的比率有所上升，但證券融資抵押品比率則下降（見以下圖表）。該等趨勢在證券保證金融資經紀行中相當普遍。舉例來說，與 2006 年相比，有 90 家證券保證金融資經紀行在《財政資源規則》下的保證金貸款短欠總額相對於其股東資金的比率有所上升，而超過 80 家證券保證金融資經紀行的證券融資抵押品比率下跌。此外，《財政資源規則》下的保證金貸款短欠總額相對於經紀行保證金貸款總額的比率於檢視期間亦由 11% 上升至 16%。上述趨勢顯示保證金貸款質素下降，及經紀行股東資金中面臨風險的比例增加。

保證金貸款質素指標



ii. 單一證券抵押品（特別是被大量質押的股票）的集中風險增加

10. 截至 2017 年 12 月 31 日，就各證券保證金融資經紀行的前 20 位的保證金貸款⁴（主要保證金貸款）而言，約 30% 的總貸款額是以單一證券抵押品作擔保，近乎 2006 年水平的三倍。此外，

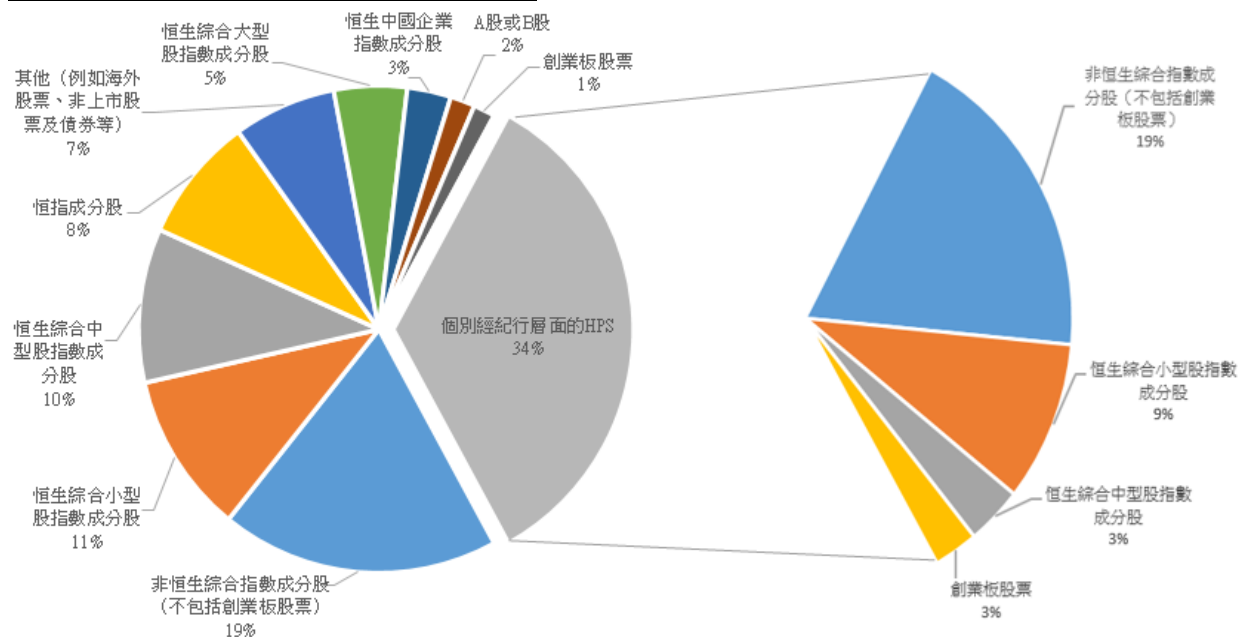
⁴ 截至 2017 年 12 月 31 日，前 20 位的保證金貸款佔所有證券保證金融資經紀行的保證金貸款總額的 61%。



截至 2017 年 12 月 31 日，近 80% 的證券保證金融資經紀行的主要保證金貸款有至少一筆貸款是以單一證券抵押品作擔保。另一方面，這些證券保證金融資經紀行當中有 75% 持有 HPS 作為單一證券抵押品，截至 2017 年 12 月 31 日，證券保證金融資經紀行的主要保證金貸款中有 22% 僅以 HPS 作擔保，較 2006 年上升近六倍。

11. HPS 在證券抵押品中的比重有所增加。截至 2017 年 12 月 31 日，在證券保證金融資經紀行的主要保證金貸款的前三位抵押品（主要證券抵押品）中，按市值計 HPS 佔 50%，較截至 2006 年 12 月 31 日的 23% 有所上升。
12. 非速動抵押品⁵的數目在主要證券抵押品中亦有增加。截至 2017 年 12 月 31 日，大約 600 隻股票被匯報為非速動抵押品，為 2006 年底的水平近兩倍。在 2017 年底，三分一的經紀行持有至少三隻屬非速動抵押品的股票。
13. 接受非速動抵押品及 HPS 作為抵押品可能引起流通性問題，原因是經紀行持有作為抵押品的總量通常遠遠超過有關股票的成交額。當其中一隻股票的股價驟跌，持有大量該股票作為大量保證金貸款的抵押品的經紀行可能會因該股票欠缺流通性而難以在市場上出售有關股份。經紀行可能因證券抵押品流通性不足或成交價出現大幅折讓而無法及時獲得足夠的銷售款項以收回其保證金貸款，從而對其財務狀況造成影響。
14. 67 家經紀行持有至少一隻在該經紀行層面的持股量已佔該股票已發行股份總數 10% 或以上的證券抵押品（個別經紀行層面的 HPS），當中最高的持股比例超過 70%。個別經紀行層面的 HPS 的總市值佔所有證券保證金融資經紀行持有的主要證券抵押品的 34%。
15. 截至 2017 年 12 月 31 日，個別經紀行層面的 HPS 主要包括非恒生綜合指數成分股的股票，而這些股票的市值平均為 59 億元，及平均每日成交額⁶為 1,090 萬元。這些個別經紀行層面的 HPS 近乎有一半的平均每日成交額低於 500 萬元。詳情請參閱以下圖表。

主要證券抵押品的分項數據（按市值計）

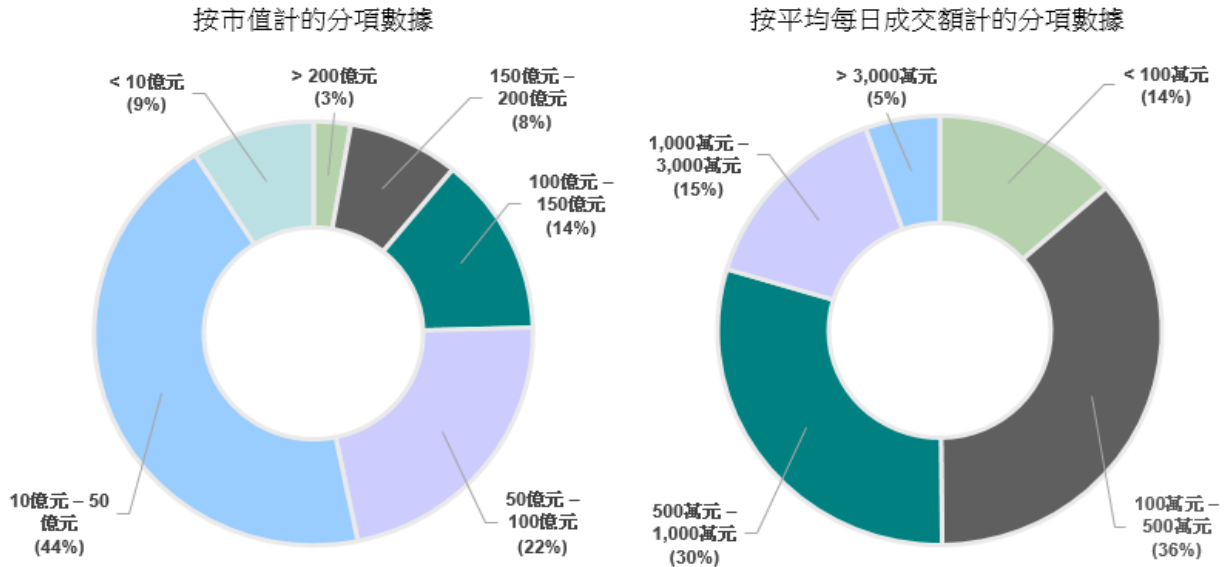


⁵ 若經紀行就作為保證金貸款抵押品而持有的股票的合計持股量超過(i)相關上市公司已發行股份總數的 5%，或(ii)該股票的平均每月成交額，則該股票在速動資金的計算中，會被視為非速動抵押品。

⁶ 以一個月 20 個交易日為基礎。



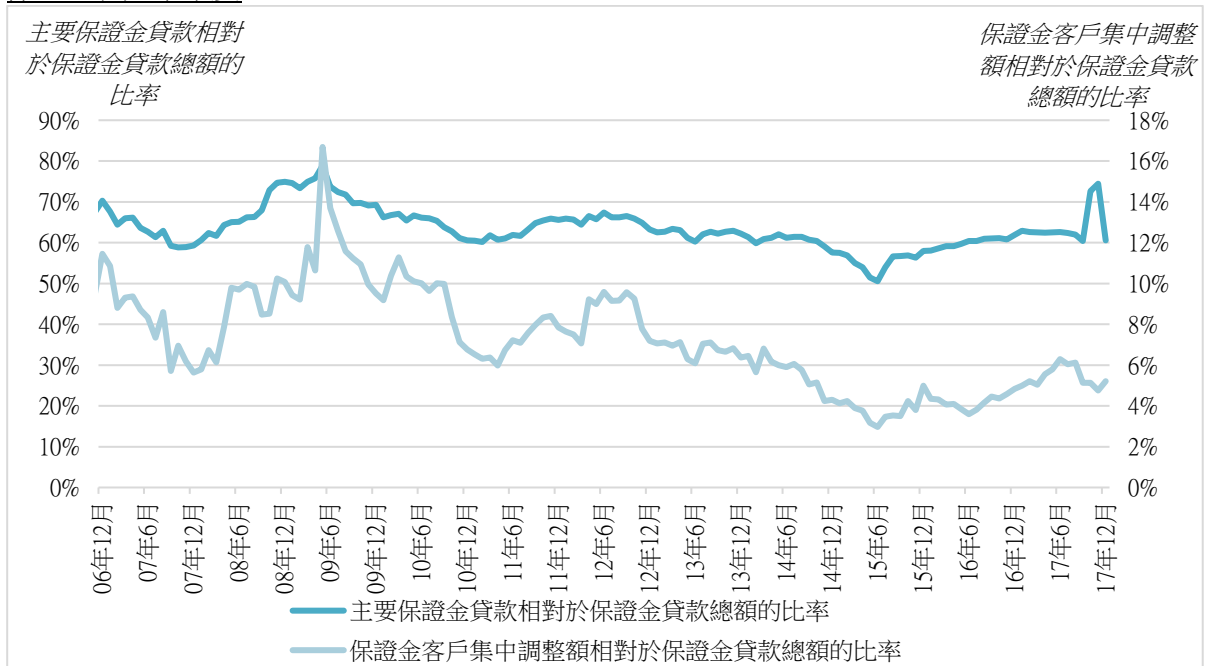
個別經紀行層面的HPS的分項數據



iii. 保證金客戶集中風險保持穩定

16. 以下圖表顯示在檢視期間內以下兩項的趨勢：(i)主要保證金貸款合計佔所有證券保證金融資經紀行的保證金貸款總額的百分比，及(ii)合計保證金客戶集中調整額⁷佔所有證券保證金融資經紀行的保證金貸款總額的百分比。總體來說，該等比率並無顯著上升，顯示客戶集中度沒有大幅惡化。然而，值得注意的是，主要保證金貸款的合計金額仍然佔經紀行的保證金貸款總額的60%以上。

保證金客戶集中度



⁷ 當經調整貸款金額超過證券保證金融資經紀行的合計經調整保證金貸款的10%時，須為計算速動資金而對重大保證金貸款施加的資本扣減。

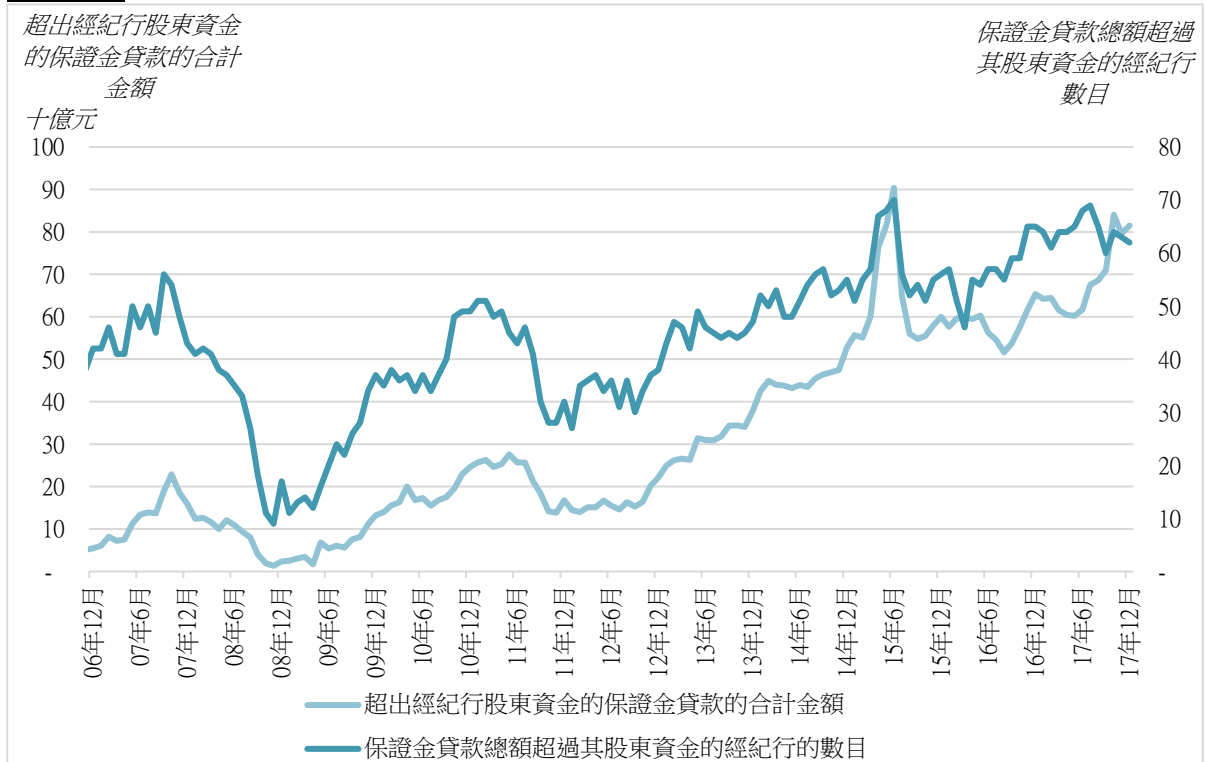


| | 截至 31/12/2017 | 截至 31/12/2006 | 變動 |
|--------------------------------------|------------------|------------------|-----|
| 主要保證金貸款相對於所有證券保證金融資經紀行的保證金貸款總額的比率 | 61% | 70% | -9% |
| 保證金客戶集中調整額相對於所有證券保證金融資經紀行的保證金貸款總額的比率 | 5% | 11% | -6% |

iv. 對銀行貸款的依賴度上升

17. 保證金貸款總額在檢視期間增加了九倍，而所有證券保證金融資經紀行的合計股東資金僅增加了四倍。以下圖表顯示保證金貸款總額超過其股東資金的經紀行的數目及合計超出金額，兩者均呈上升趨勢。

資金結構



| | 截至 31/12/2017 | 截至 31/12/2006 | 變動 |
|-----------------------|------------------|------------------|--------|
| 超出經紀行股東資金的保證金貸款的合計金額 | 820 億元 | 50 億元 | + 15 倍 |
| 保證金貸款總額超過其股東資金的經紀行的數目 | 62 | 42 | 48% |

18. 截至 2017 年 12 月 31 日，有 62 家經紀行的保證金貸款總額超過其股東資金，超出金額合共為 820 億元，而截至 2006 年 12 月 31 日的數字則分別為 42 家經紀行及 50 億元。這增長趨勢顯示，更多的經紀行依賴其他融資來源（例如銀行貸款）為其保證金貸款業務提供資金。
19. 就證券保證金融資經紀行的資金來源所進行的檢視顯示，截至 2006 年 12 月 31 日及 2017 年 12 月 31 日，將保證金客戶的證券抵押品再質押給銀行以獲得財務通融的經紀行（再質押經紀



行)數目均為 58 家(見下表)。然而,以保證金客戶的證券抵押品作擔保的銀行貸款總額及再質押的保證金客戶證券抵押品的市值在檢視期間分別大幅上升 18 倍及 6 倍。經紀行的再質押活動增加令更多的客戶利益面臨風險。若再質押經紀行遇到流動資金緊絀,便可能無法贖回已被再質押的保證金客戶證券抵押品,從而可能令客戶蒙受財務損失。

經紀行的再質押情況

| | 截至 31/12/2017 | 截至 31/12/2006 | 變動 |
|---------------------|------------------|------------------|--------|
| 再質押經紀行的數目 | 58 | 58 | 0 |
| 以保證金客戶證券抵押品作擔保的銀行貸款 | 269 億元 | 14 億元 | + 18 倍 |
| 再質押保證金客戶證券抵押品的市值 | 856 億元 | 117 億元 | + 6 倍 |

20. 就經紀行的再質押作業手法所進行的分析顯示⁸,截至 2016 年 12 月 31 日,有 47 家經紀行將屬於無借款保證金客戶(即保證金帳戶中沒有未償還貸款餘額的保證金客戶)的證券抵押品再質押,而大約四分一的再質押經紀行所再質押的證券抵押品中有半數以上是屬於無借款保證金客戶。此作業手法導致無借款保證金客戶的證券抵押品被用來為借款保證金客戶的保證金貸款提供資金。
21. 對截至 2016 年 12 月 31 日的再質押保證金客戶證券抵押品的構成分析(見下表)顯示,以市值計算,有超過 60%為恒生綜合指數成分股,24%為恒指成分股。再質押證券抵押品中指數成分股的比重較高,可能是由於銀行為了保障其利益,偏好接受流通性及質量較高的抵押品。

再質押保證金客戶證券抵押品的分項數據

| | 市值 百萬元 | 可接受的貼現值 百萬元 | 在再質押證券抵押品中的 比重(以市值計算) |
|----------------------|-----------|----------------|--------------------------|
| 恒生綜合指數成分股 | 37,073 | 17,909 | 61% |
| 恒指成分股 | 14,387 | 9,807 | 24% |
| 非恒生綜合指數成分股(不包括創業板股票) | 8,368 | 2,890 | 14% |
| 交易所買賣基金 | 448 | 256 | 1% |
| 創業板股票 | 0.3 | - | 0.0005% |
| 其他 | 6 | 6 | 0.01% |
| 總計 | 60,282 | 30,868 | 100% |

22. 我們亦檢視了再質押經紀行於 2016 年 12 月 31 日的流動資金狀況,並注意到其中三家經紀行可能沒有足夠的流動資金以贖回所有屬於無借款保證金客戶的再質押證券,流動資金短缺介乎 1,700 萬元至 1.18 億元不等。相關經紀行隨後採取行動以改善其流動資金狀況,包括減少以無借款保證金客戶的證券抵押品作擔保的銀行貸款或注入額外資金。

⁸ 我們根據經紀行在 2016 年 12 月 31 日的狀況進行了再質押作業方式的詳細檢視,以評估將客戶的證券抵押品再質押所帶來的風險。



II. 深入研究

a. 20 家選定證券保證金融資經紀行的概況

23. 有關的深入研究涵蓋了截至 2016 年 12 月 31 日，未償還保證金貸款金額最高的 20 家證券保證金融資經紀行（選定經紀行）。它們的合計保證金貸款佔所有證券保證金融資經紀行的保證金貸款總額的 73%，而前三位的選定經紀行的保證金貸款合共佔業界保證金貸款總額近三分之一。

| 保證金貸款規模 | 經紀行數目 |
|------------------|-------|
| 超過 200 億元 | 1 |
| 160 億元至 200 億元之間 | 1 |
| 110 億元至 150 億元之間 | 1 |
| 50 億元至 100 億元之間 | 5 |
| 50 億元以下 | 12 |
| 總計 | 20 |

24. 儘管選定經紀行佔證券保證金融資業務一大部分（73%），它們的合計股東資金及活躍保證金客戶的合計數目截至 2016 年 12 月 31 日分別僅佔業界總數的 47% 及 58%。

b. 主要發現

i. 授予保證金貸款及信貸限額

沒有設立保證金貸款總額上限或該上限定於過高水平

25. 八家選定經紀行沒有設立保證金貸款總額上限，即證券保證金融資經紀行準備向其客戶提供的保證金貸款的最高金額。至於餘下的 12 家選定經紀行中，三家所設定的保證金貸款總額上限超過其股東資金的五倍，而在最極端的個案中，上限超過股東資金的九倍。缺乏保證金貸款總額上限或將上限設定在一個遠超其資本的水平，意味著相關經紀行可能已高度槓桿化，令它承受重大財務風險，及在受壓的情形下容易變得財政不穩。

| 保證金貸款總額上限相對於股東資金的比率 | 經紀行數目 |
|---------------------|-------|
| 500% 以上 | 3 |
| 301% 至 500% 之間 | 4 |
| 100% 至 300% 之間 | 5 |
| 不適用（沒有設立保證金貸款總額上限） | 8 |
| 總計 | 20 |

進取的客戶信貸限額

26. 大約一半的選定經紀行向其保證金客戶授予的合計信貸限額超過其股東資金的五倍，其中三家授予的合計信貸限額超過其股東資金的十倍。在這些經紀行當中，五家授予的合計信貸限額超過了其保證金貸款總額上限，令人質疑這些經紀行會否堅守它們為自身設立的保證金貸款總額上限。此外，某經紀行沒有為保證金客戶設立信貸限額，並且純粹根據保證金客戶所提供的抵押品的價值來授予保證金貸款，而沒有考慮客戶的財務能力。



| 合計客戶信貸限額相對於股東資金的比率 | 經紀行數目 |
|----------------------|-----------|
| 1,500%以上 (註) | 1 |
| 1,001%至 1,500%之間 | 2 |
| 501%至 1,000%之間 | 6 |
| 300%至 500%之間 | 4 |
| 300%以下 | 6 |
| 不適用 (沒有為保證金客戶設立信貸限額) | 1 |
| 總計 | 20 |

註: 該經紀行授予客戶的信貸限額合計約為其股東資金的 25 倍。

信貸限額執行不力

27. 15 家選定經紀行沒有嚴格執行授予保證金客戶的信貸限額。在最極端的個案中，未償還保證金貸款超出信貸限額的部分合計約佔經紀行股東資金的三分之一。保證金客戶信貸限額執行不力，可能會削弱它們的效用。

| 超出客戶信貸限額的保證金貸款的合計金額相對於股東資金的比率 | 經紀行數目 |
|-------------------------------|-----------|
| 超過 30% | 1 |
| 21%至 30%之間 | - |
| 10%至 20%之間 | 3 |
| 10%以下 | 11 |
| 不適用 (沒有違反有關限額) | 4 |
| 不適用 (沒有為保證金客戶設立信貸限額) | 1 |
| 總計 | 20 |

ii. 證券抵押品的集中度

沒有設立或無充分理據支持的證券抵押品集中風險限額

28. 四家選定經紀行沒有實施任何證券抵押品集中風險限額。

29. 餘下的 16 家選定經紀行中，有 13 家在設立證券抵押品集中風險限額時沒有考慮自身的財務能力。它們大部分只是將限額設定為某個固定金額或其保證金貸款總額的某個百分比。當中四家經紀行將可被接受為抵押品的股票總額限制為該股票市值的某個百分比。然而，它們沒有考慮以該股票抵押品作擔保的保證金貸款的總額。

違反證券抵押品集中風險限額

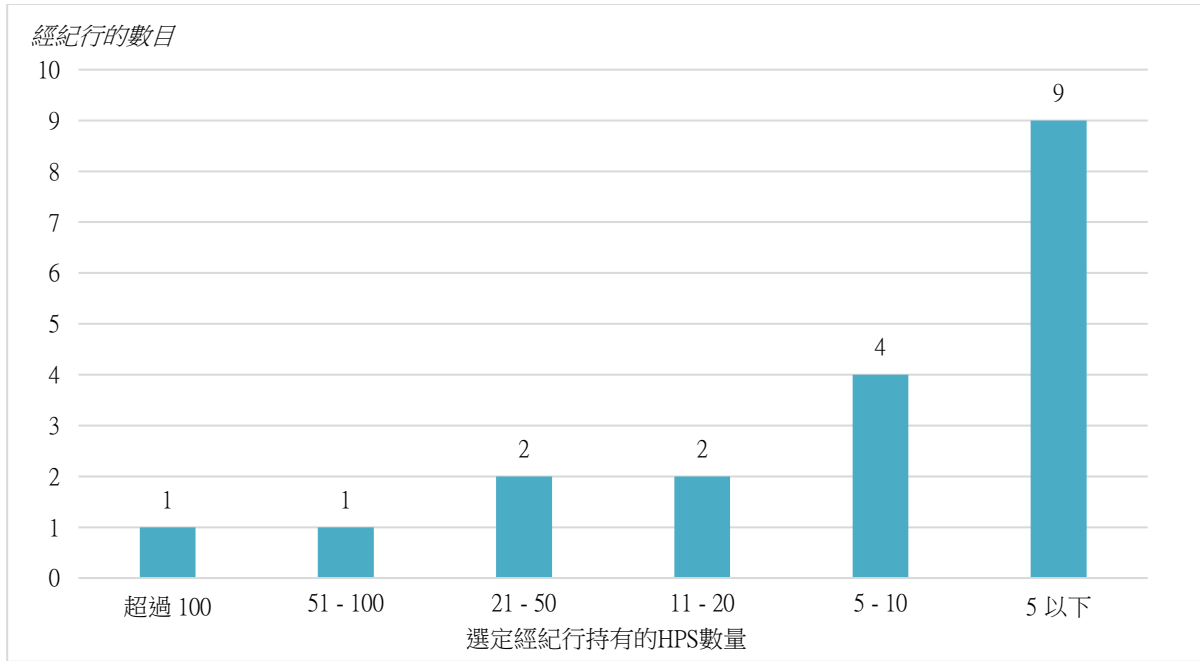
30. 在已實施證券抵押品集中風險限額的 16 家選定經紀行當中，九家匯報有違反有關限額的個案，其中四家以風險過度集中的股票作擔保的保證金貸款的金額超過其股東資金的 50%。換言之，這些經紀行的財政穩定性極容易受到風險過度集中的股票的事件風險（例如暫停買賣）所影響。



普遍接受 HPS⁹ 作為抵押品

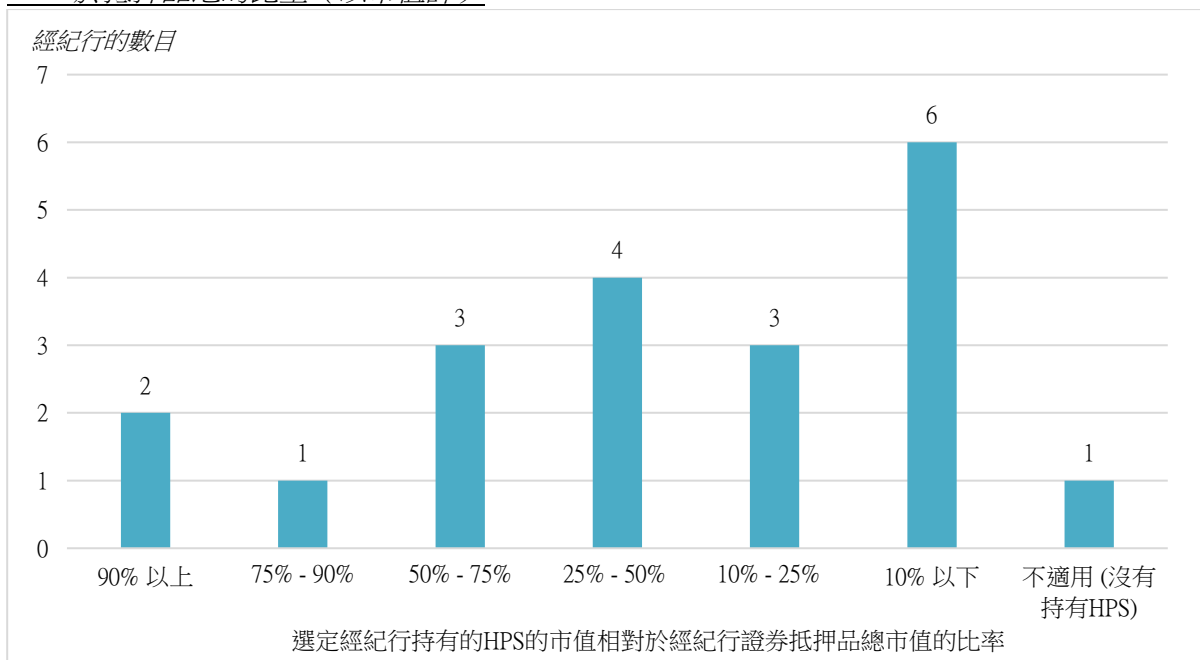
31. 在 20 家選定經紀行當中，除了一家外，所有經紀行均持有 HPS 作證券抵押品。六家經紀行持有超過十隻 HPS 作抵押品，其中一家經紀行持有 104 隻。

持有 HPS 作抵押品的數量



32. 六家選定經紀行持有作為抵押品的 HPS 的總市值佔其證券抵押品總額的 50% 以上，其中兩家經紀行的 HPS 佔其證券抵押品總額的 90% 以上。

HPS 於抵押品池的比重 (以市值計)

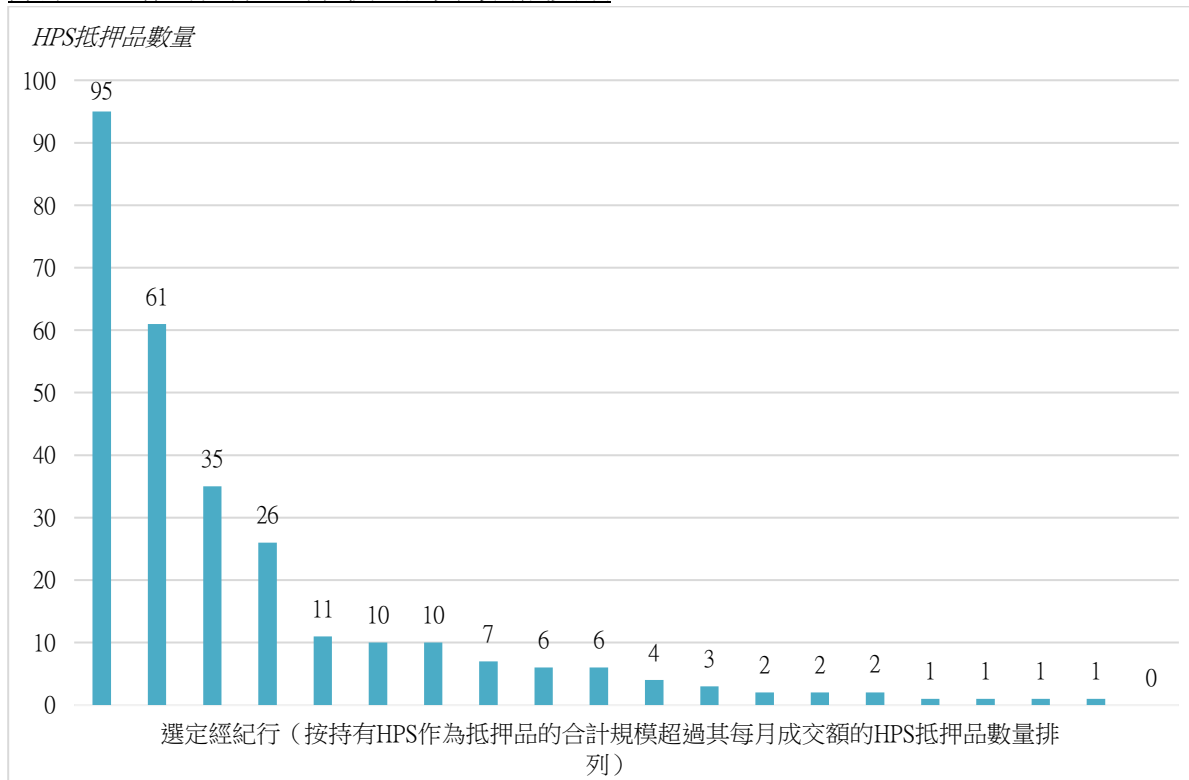


⁹ 在深入研究中提及的 HPS 均屬於個別經紀行層面的 HPS。



33. 四家選定經紀行持有**多於 20 隻**合計規模超過該股票每月成交額的 HPS 作為抵押品。在最極端的個案中，某經紀行持有**95 隻**規模超過該股票每月成交額的 HPS 作為抵押品。另外，某經紀行持有的最低流通量的抵押品的市值差不多等於有關股票每年成交額的**200 倍**，這令人嚴重懷疑，在該股票流通量極低的情況下，該經紀行是否能將該股票變現以收回相關的保證金貸款。

持有 HPS 作為抵押品的規模超過其每月成交額



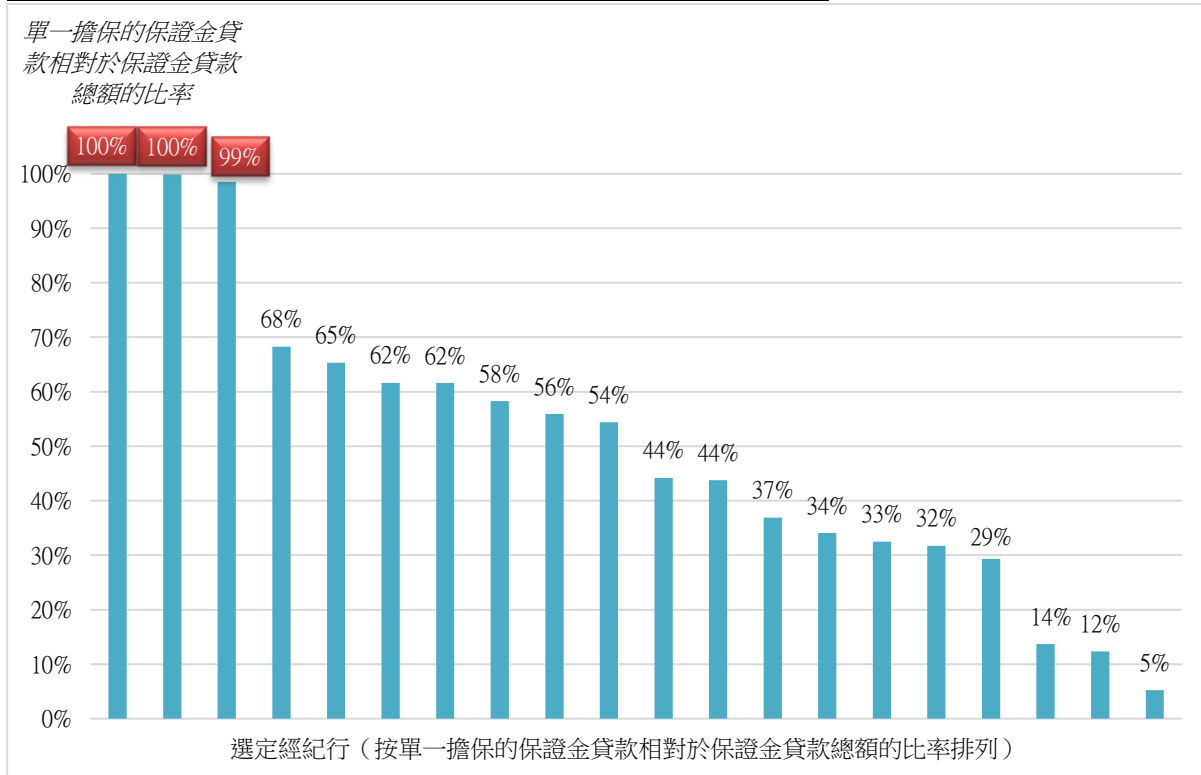
保證金貸款全部或主要¹⁰以單一證券抵押品作擔保

34. 16 家選定經紀行的保證金貸款總額有**30%或以上**全部或主要以單一證券抵押品作擔保（單一擔保的保證金貸款），而該等抵押品可能是 HPS、非速動抵押品或其他股票。其中三家經紀行的單一擔保的保證金貸款幾乎等同其全數保證金貸款（即超過**99%**），並佔其股東資金介乎**86%至 179%**。另外，四家經紀行的單一擔保的保證金貸款均超越其股東資金。這些經紀行由於其大量的單一擔保的保證金貸款（尤其是以 HPS 及非速動抵押品作擔保的貸款），而極容易因為股票事件風險（如股票暫停買賣或價格大跌）和流動性風險而受到影響。

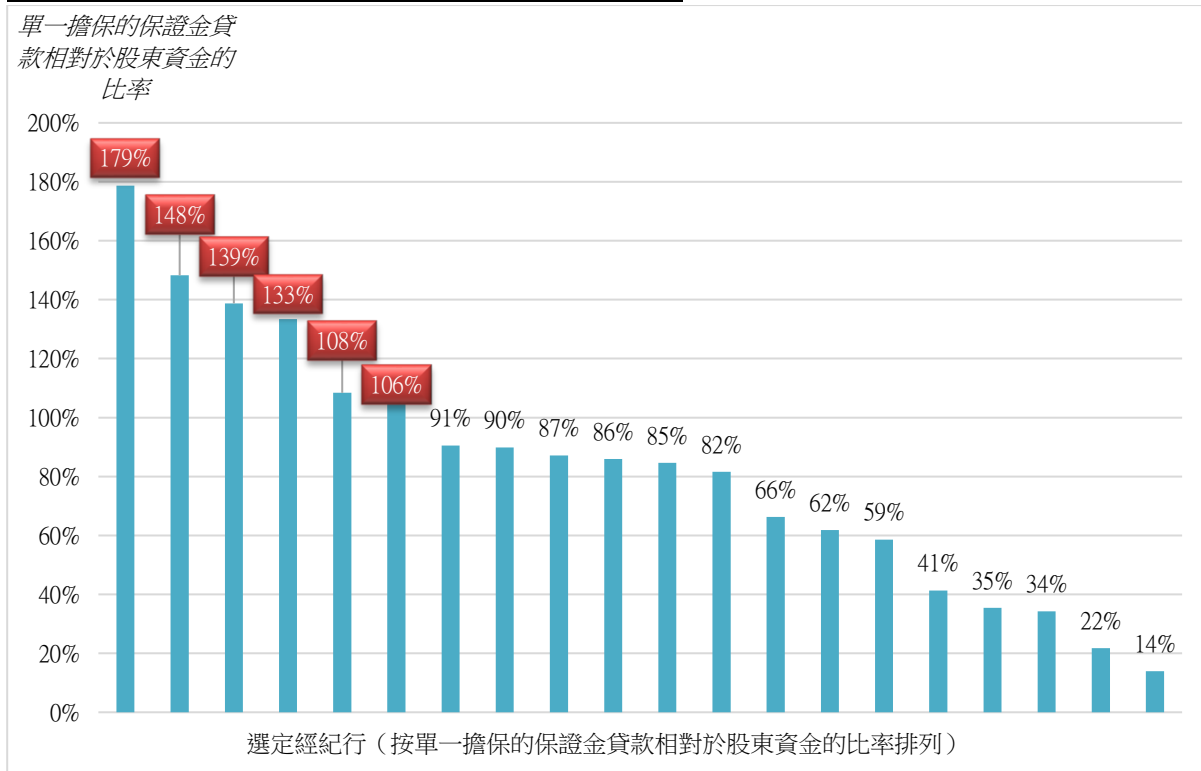
¹⁰ 任何單一證券抵押品的市值佔相關證券抵押品總市值**70%或以上**的保證金貸款。



單一擔保的保證金貸款在經紀行的保證金貸款總額中所佔的比重



單一擔保的保證金貸款佔經紀行的股東資金的百分比



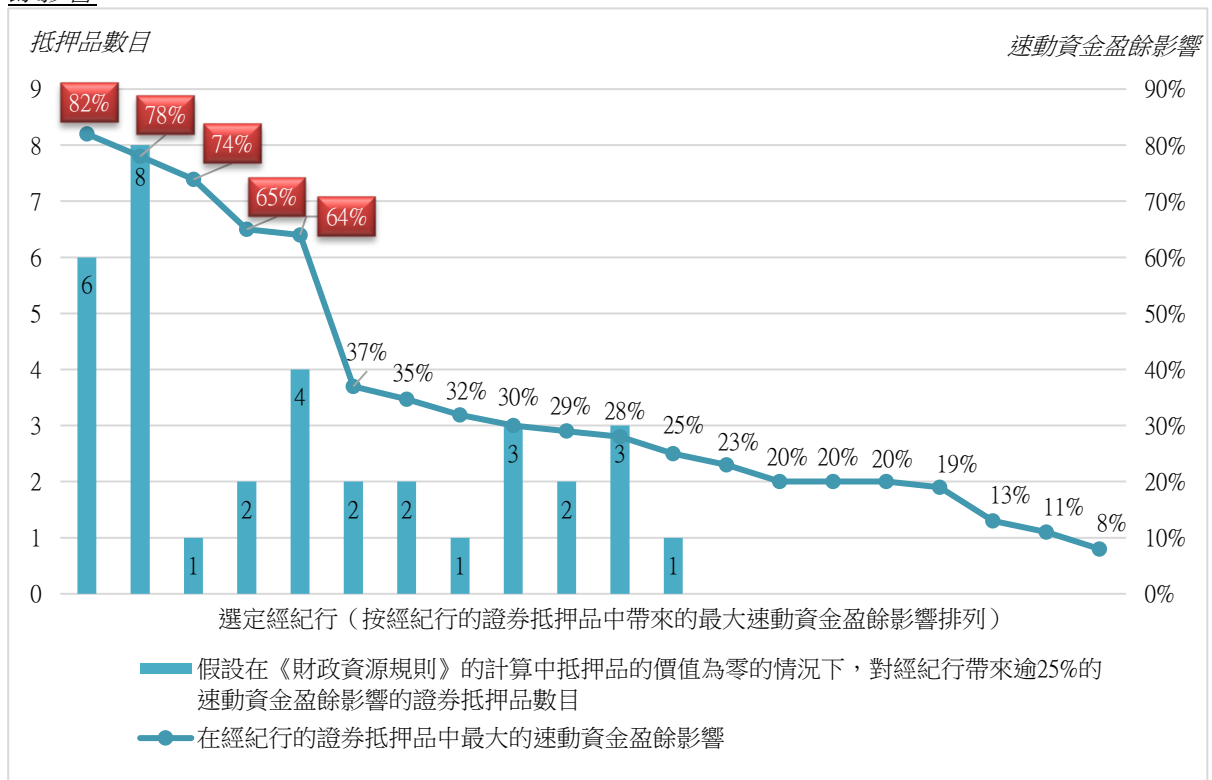


股票價值在《財政資源規則》的計算中被假設為零的重大財務影響

35. 假設在《財政資源規則》的計算中，某隻證券抵押品的價值被假設為零（例如上市股票被暫停買賣三日或以上），12家選定經紀行的速動資金盈餘可能會下跌25%或以上。在這些經紀行中，

- 兩家持有超過五隻此類證券抵押品；及
- 五家經紀行的速動資金盈餘可能會下跌超過50%，當中有一家的速動資金盈餘會下跌80%，這意味著經紀行在帶來最大速動資金盈餘影響的股票抵押品的價格大跌或暫停買賣時將瀕臨違反《財政資源規則》。

帶來逾25%的速動資金盈餘影響的證券抵押品數目及該等證券抵押品帶來的最大速動資金盈餘影響



iii. 保證金客戶的集中度

沒有設立或無充分理據支持的保證金客戶集中風險限額

36. 五家選定經紀行沒有實施任何保證金客戶集中風險限額。餘下15家經紀行當中，只有兩家基於本身的財務狀況設立保證金客戶集中風險限額。九家經紀行將有關限額設於其保證金貸款總額的某個百分比，兩家以其保證金貸款總額上限為依據，而另外兩家則將限額設定為某個固定金額。



違反保證金客戶集中風險限額

37. 四家選定經紀行匯報有違反其保證金客戶集中風險限額的個案。一家經紀行違反有關限額的合計金額（即保證金貸款超過集中風險限額）佔其股東資金的 40%。有關結果顯示，大部分設有保證金客戶集中風險限額的證券保證金融資經紀行有遵守其設定的限額。

| 超出保證金客戶集中風險限額的保證金貸款合計金額相對於股東資金的比率 | 經紀行數目 |
|-----------------------------------|-------|
| 40% | 1 |
| 5%以下 | 3 |
| 不適用（沒有違反有關限額） | 11 |
| 不適用（沒有設立保證金客戶集中風險限額） | 5 |
| 總計 | 20 |

重大保證金貸款引致的過度風險

38. 有四家選定經紀行的重大保證金貸款（即佔經紀行的保證金貸款總額不少於 10% 的保證金貸款）的合計金額佔其股東資金一半以上，而除了一筆外，其餘所有重大保證金貸款全部或主要以單一證券抵押品作擔保。若其中一筆重大保證金貸款違約，經紀行可能須強行變現相關單一抵押品，以減輕違約所帶來的財務影響。若經紀行需要以大幅折讓的價格出售抵押品，便可能會承受重大的財務損失。

iv. 證券抵押品的保證金融資比率

給予特別保證金融資比率

39. 13 家選定經紀行向某些“特別”客戶所提供的證券抵押品給予特別保證金融資比率。有關比率通常較向一般保證金客戶提供的相同證券抵押品所適用的保證金融資比率為高。在最極端的個案中，經紀行給予的特別保證金融資比率較其標準保證金融資比率高出 80 個百分點。此外，四家經紀行授予“特別客戶”的合計保證金貸款超出其股東資金的 50%。

| 合計“特別客戶”保證金貸款相對於股東資金的比率 | 經紀行數目 |
|-------------------------|-------|
| 100%以上 | 1 |
| 76%至 100%之間 | 2 |
| 51%至 75%之間 | 1 |
| 25%至 50%之間 | 3 |
| 25%以下 | 6 |
| 不適用（沒有給予特別保證金融資比率） | 7 |
| 總計 | 20 |

證券抵押品的保證金融資比率過於進取

40. 四家選定經紀行給予超過 50 隻證券抵押品的保證金融資比率，超過其主要貸款銀行所提供的保證金融資比率 20 個百分點或以上。在這些經紀行中，兩家曾向約 400 隻股票抵押品提供如此進取的保證金融資比率，而其中一家向 100 隻股票抵押品所提供的保證金融資比率，較其貸款銀行多 40 個百分點或以上。



41. 高保證金融資比率意味著，經紀行所採用的證券抵押品扣減率不一定能提供足夠的緩衝作用，以保障經紀行作為客戶債權人的利益。

v. 追繳保證金通知及強行變現

追繳保證金通知及強行變現的觸發水平有欠審慎

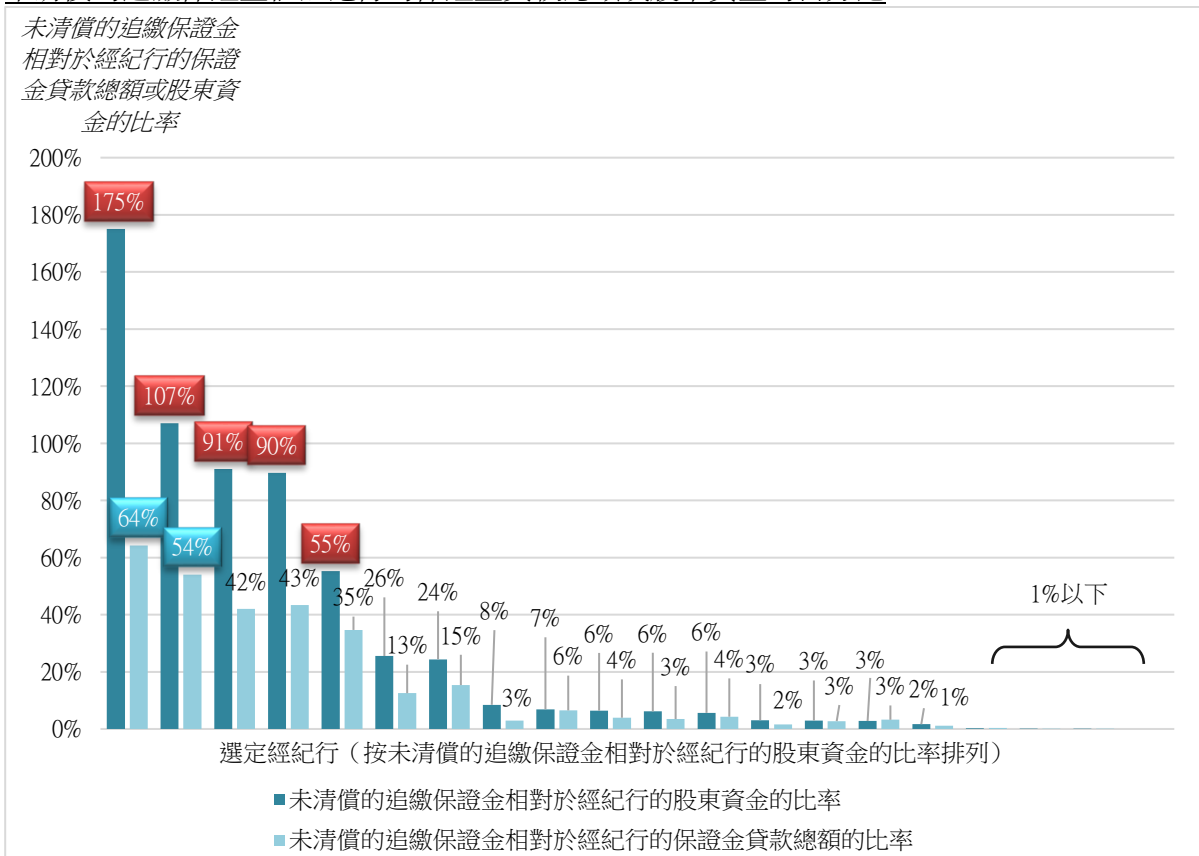
42. 八家選定經紀行在未有考慮證券抵押品的保證金價值的情況下，或以高於貸款與保證金價值比率 100%的水平，設定追繳保證金通知的觸發水平。換言之，即使保證金貸款額超出相關證券抵押品的保證金總值，仍不會觸發追繳保證金通知。

43. 一家選定經紀行的強行變現的觸發水平設定在高於貸款與市場價值比率 100%的水平，這表示即使證券抵押品的市值跌至低於保證金貸款結餘（即部分保證金貸款變成無擔保），仍不會觸發強行變現。

未清償的追繳保證金的金額過多

44. 五家選定經紀行的未清償追繳保證金總額超出其保證金貸款總額或股東資金的一半。其中兩家經紀行的未清償追繳保證金總額超過其股東資金。

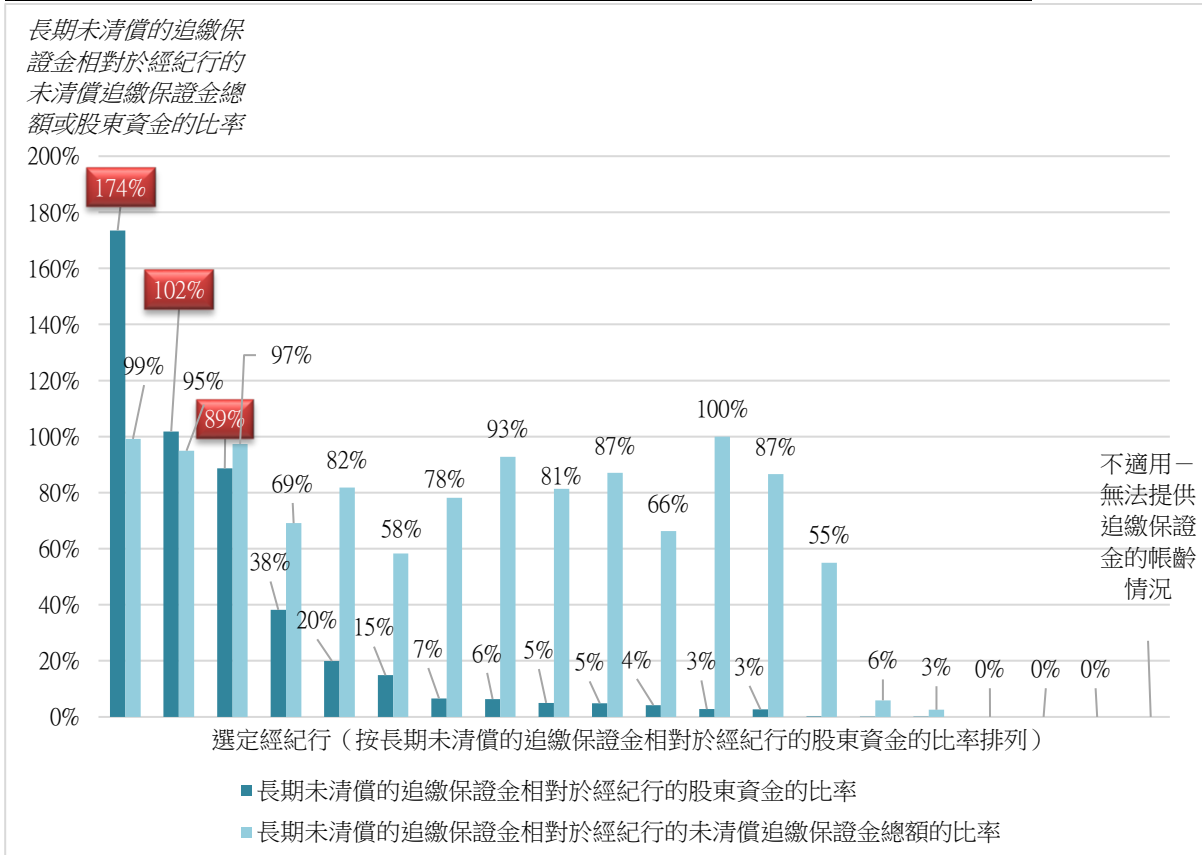
未清償的追繳保證金佔經紀行的保證金貸款總額或股東資金的百分比



45. 就未清償的追繳保證金的帳齡而言，14 家證券保證金融資經紀行有超過 50%的未清償追繳保證金已逾期一個月或以上（長期未清償的追繳保證金）。如下圖所示，其中三家經紀行的長期未清償的追繳保證金更佔其股東資金的 89%至 174%。



長期未清償的追繳保證金佔經紀行的未清償追繳保證金總額或股東資金的百分比



46. 在極端的個案中，有兩家經紀行的長期未清償追繳保證金已逾期一年或以上，並且佔其股東資金的一半以上。
47. 九家選定經紀行沒有就重大且嚴重逾期的保證金¹¹採取適當的跟進行動。在最嚴重的個案中，有經紀行對以追繳保證金通知金額計最大的前五名客戶在追繳保證金通知方面都給予了寬免，儘管部分追繳保證金通知已逾期超過三年。

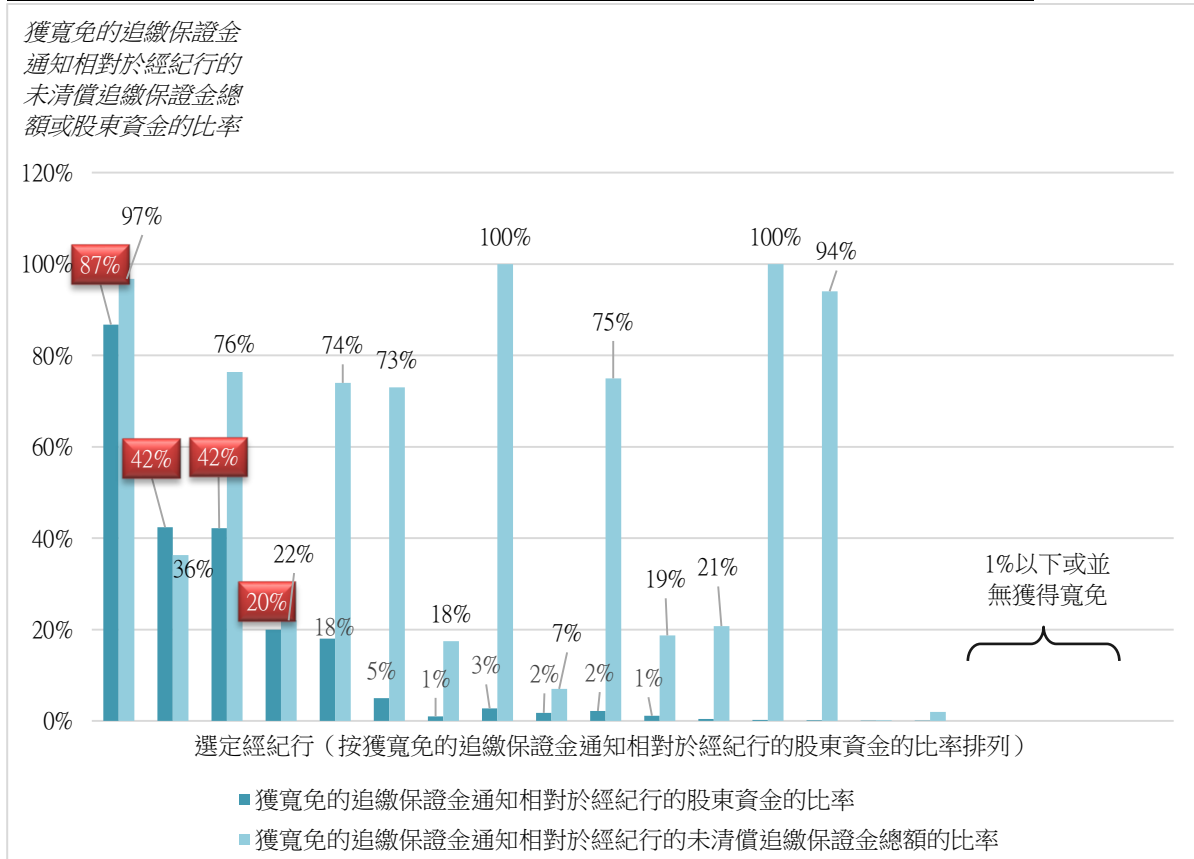
在寬鬆情況下就追繳保證金通知及強行變現給予寬免

48. 16家選定經紀行容許在追繳保證金通知或強行變現方面作出寬免。四家經紀行所寬免的合計追繳保證金通知佔其股東資金的20%或以上。以上提及的16家經紀行當中，八家所寬免的追繳保證金通知達70%或以上。在某極端個案中，有一家經紀行共有16億元的追繳保證金通知獲得寬免，佔該經紀行追繳保證金通知總額的97%、保證金貸款總額的42%及股東資金的87%。

¹¹ 五項最重大的追繳保證金通知中，已逾期至少六個月的欠繳保證金。



獲寬免的追繳保證金通知佔經紀行的未清償追繳保證金總額或股東資金的百分比



容許有未清償追繳保證金的保證金客戶進一步購入證券或提款

49. 13家選定經紀行容許有未清償追繳保證金的保證金客戶進一步購入證券或提款。八家經紀行匯報，在2016年10至12月期間有關購入證券或提款超過一億元。在最極端的個案中，有一家經紀行在2016年10至12月期間，容許超過950名有未清償追繳保證金的保證金客戶進一步購入證券或提款達11,000多次，合計金額為73億元。

| 有未清償追繳保證金的保證金客戶在2016年10至12月期間進一步購入證券或提款的合計金額 | 經紀行數目 |
|--|-----------|
| 70億元以上 | 1 |
| 10億元至20億元之間 | 1 |
| 1億元至5億元之間 | 6 |
| 5,000萬元至1億元之間 | 2 |
| 5,000萬元以下 | 3 |
| 不適用（並無向有未清償追繳保證金的客戶提供額外墊款） | 7 |
| 總計 | 20 |



vi. 壓力測試

沒有進行或未有定期進行壓力測試

50. 我們注意到，18 家選定經紀行有對其速動資金盈餘進行壓力測試，以評估各類壓力情境所帶來的財務影響。在有關經紀行中，15 家至少每月進行壓力測試，另外三家則每季、每半年或每年進行壓力測試。餘下兩家經紀行沒有定期進行壓力測試。
51. 經紀行採用了一系列的壓力情境進行測試，而當中較常見的情境包括主要證券抵押品的股價大跌或暫停買賣，以及整體市場出現大幅波動。
52. 有進行壓力測試的選定經紀行當中，除了一家外，其餘均匯報指出，根據最近期進行的壓力測試結果預期並無重大的財務影響。餘下一家經紀行已安排注入資金，以改善其財務狀況。
53. 在 20 家選定經紀行中，11 家有將保證金客戶的證券抵押品再質押，以取得財務通融。然而，只有一家經紀行曾進行壓力測試，以量化當遇上再質押證券抵押品的股價大跌，其貸款銀行因而可能發出追繳保證金通知的情況下對其流動資金所帶來的影響。

結語

54. 以上結果顯示，證券保證金融資經紀行所面對的財務風險普遍有所增加，而且在選定經紀行中，借貸手法有欠審慎的情況十分常見。這令我們關注到，證券保證金融資經紀行可能容易受到金融危機及股票事件風險所影響，以及上述影響可能對其客戶的利益構成威脅，尤其對於其證券被再質押的保證金客戶而言。