



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

持牌法團進行的槓桿式外匯交易活動報告

2020年4月

目錄

背景	3
主要觀察所得	4
不同產品類別的交易額	4
客戶群	5
客戶的交易表現	6
處理客戶交易指示	9
業務模式	11
為客戶提供的資料	13

A. 背景

1. 證券及期貨事務監察委員會（證監會）對槓桿式外匯交易經紀行¹在 2018 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日期間進行的槓桿式外匯交易活動展開調查，以便加深對業界有關客戶分布的統計數據及作業手法的了解。證監會向 40 家槓桿式外匯交易經紀行²發出問卷，藉此收集有關其客戶群、產品、業務模式及交易活動的資料。全部 40 家槓桿式外匯交易經紀行均作出回應，當中八家申報其於 2018 年並沒有或已停止進行槓桿式外匯交易活動。本報告撮述了是次對該 32 家活躍的槓桿式外匯交易經紀行的調查的主要結果，而這些資料將有助證監會對槓桿式外匯交易經紀行進行監察。
2. 近日向散戶投資者銷售及推廣場外槓桿式產品（包括滾動式即期外匯合約³）的行為已受到其他多個司法管轄區的監管審查。這些產品很多時經網上平台宣傳，並且涉及散戶投資者較難明白的複雜和非標準化的特點⁴。
3. 此外，這些產品多數以保證金形式買賣，而投資者只須存入相當於總投資金額的一小部分的金錢，便可進行買賣。槓桿式交易會增加投資者因相關投資的波動性而面對的風險承擔。保證金數額愈低，產品的槓桿比率便會愈高。除非經紀行採取“賬戶負餘額保”政策，即投資者賬戶淨值為負值時可獲豁免負數餘額，否則，投資者的損失可超逾所存入的保證金數額。
4. 在香港，持牌法團進行的槓桿式外匯交易活動受證監會監察；而認可機構進行的槓桿式外匯交易活動則受香港金融管理局監察。不過，憑藉《證券及期貨（槓桿式外匯交易——豁免）規則》而獲豁免遵守《證券及期貨條例》下的發牌規定的公司的槓桿式外匯交易活動，則不受證監會監管。
5. 本報告除載述主要的調查結果外，亦加入了證監會在其監督過程中所觀察到的一些良好的業界作業手法。本報告亦就一些預期應達到的監管標準提供指引，範圍涵蓋客戶盡職審查、處理客戶交易指示、利益衝突及為客戶提供的資料。槓桿式外匯交易經紀行的高級管理層應承擔制訂和實施各項政策和監控措施的責任，以符合應達到的監管標準。

¹ 在本報告內，“槓桿式外匯交易經紀行”指在香港進行槓桿式外匯交易活動的持牌法團。這些持牌法團須獲證監會就第 3 類受規管活動發牌。

² 已遞交暫停營業通知或已獲送達限制通知書的持牌法團除外。

³ 滾動式即期外匯合約的支付金額根據匯率波動來計算，而假如該合約在第二個營業日買賣結束時仍未平倉，兩個營業日的最初到期日便會自動延長（每次一個營業日）。這類產品包括經濟上對等的槓桿式外匯合約。

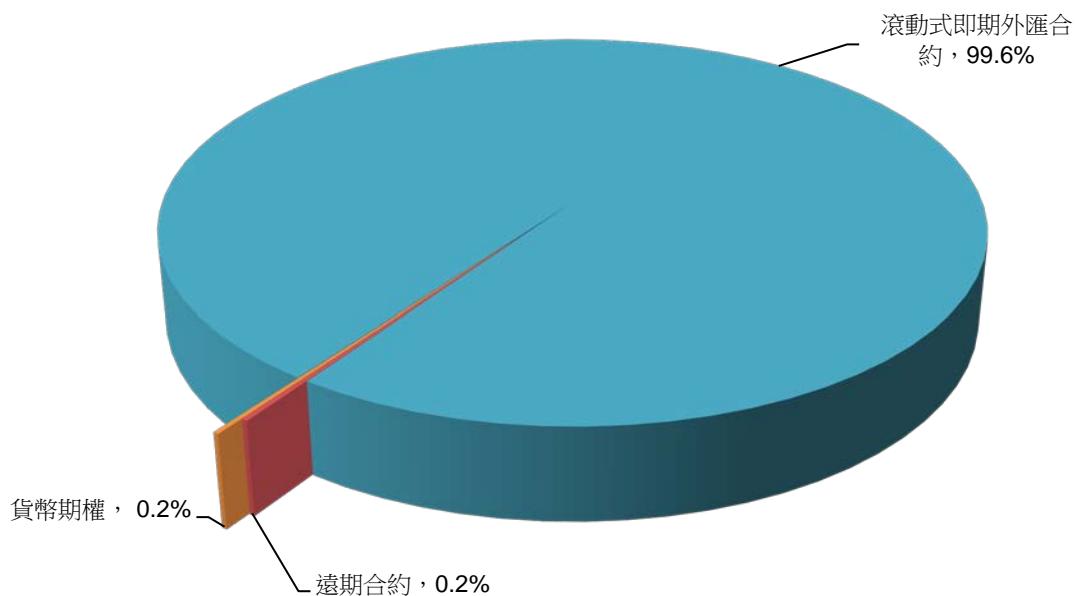
⁴ 例如自動平倉、複雜的估值方法及利息差異的計算。

B. 主要觀察所得

不同產品類別的交易額

6. 截至 2018 年 12 月 31 日止年度，槓桿式外匯交易經紀行的總交易額以由它們執行的槓桿式外匯合約的總基本價值計算（2018 年市場交易額）為 18,440 億元，及每名客戶的平均交易額為 1.22 億元。
7. 滾動式即期外匯合約佔 2018 年市場交易額的 99.6%。遠期合約及貨幣期權各自佔 0.2%。這些產品全部都在場外買賣。
8. 滾動式即期外匯合約是以保證金形式買賣，即投資者存入僅相等於合約總基本價值很小的百分比的抵押品（主要為現金存款）便可開立持倉。《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》（《操守準則》）規定，槓桿式外匯交易經紀行須將最初保證金及維持保證金額，分別定於不少於槓桿式外匯合約的總基本價值的 5% 及 3%⁵。

圖1：2018年市場交易額（按產品類別劃分）

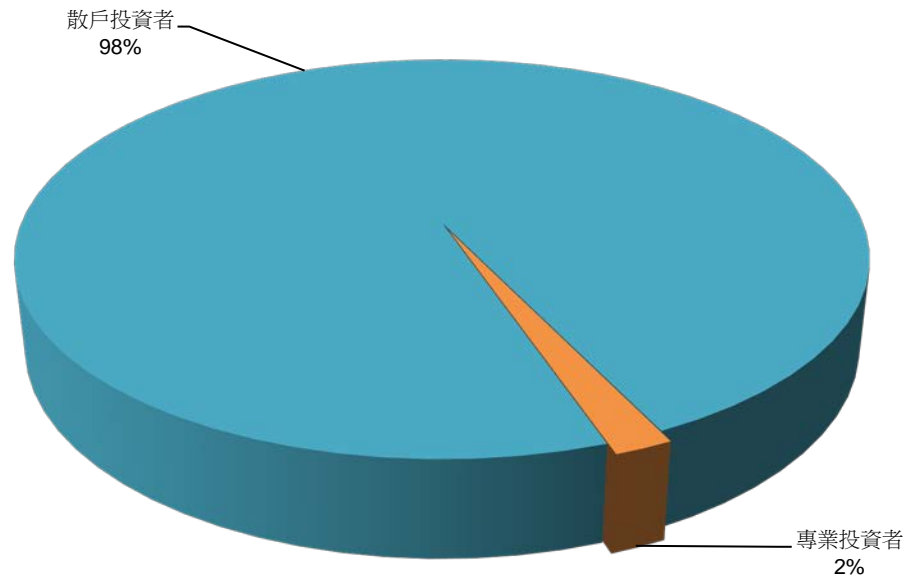


⁵ 《操守準則》附表 6 第 23 段。

客戶群

9. 截至 2018 年 12 月 31 日，槓桿式外匯交易經紀行所匯報的槓桿式外匯交易活躍客戶⁶總數為 15,096 人，當中 98% 為散戶投資者。過去十年，槓桿式外匯交易活躍客戶的數目已由 2009 年的 10,295 人增加 47% 至 2018 年的 15,096 人。

圖 2：槓桿式外匯交易客戶的分布（按客戶類別劃分）



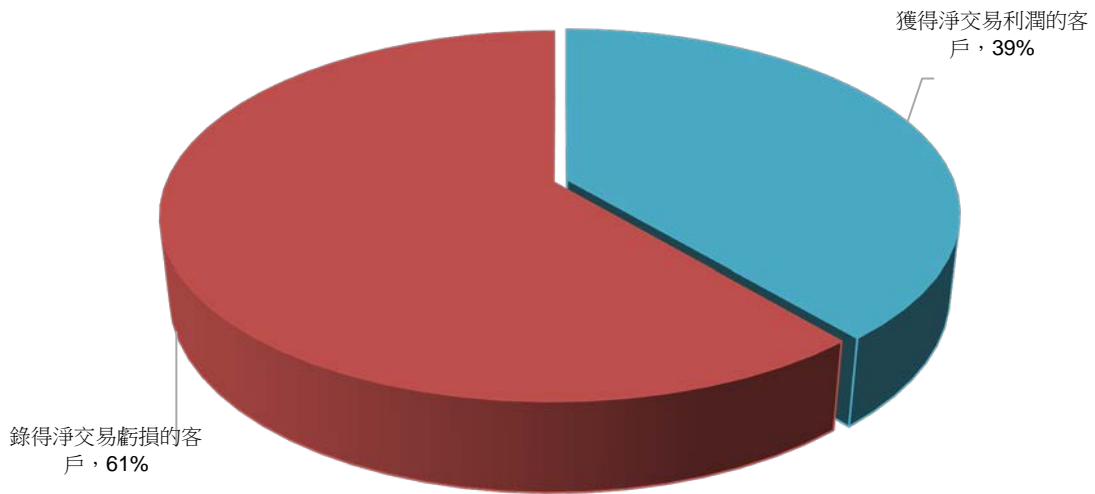
10. 此外，以介紹代理人身分行事的持牌法團自它們獲發牌當日起計，截至 2018 年 12 月 31 日已轉介了合共 7,636 名客戶給其海外聯屬公司以進行槓桿式外匯交易活動。

⁶ 活躍客戶是指持牌法團須根據《證券及期貨（成交單據、戶口結單及收據）規則》，就相關申報月份製備及交付戶口月結單的客戶。

客戶的交易表現

11. 是次調查抽選了一些槓桿式外匯交易經紀行（被抽查經紀行）向證監會提供更詳細的資料。被抽查經紀行合共佔 2018 年市場交易額的 77% 及佔槓桿式外匯交易活躍客戶⁷總數的 41%。根據被抽查經紀行的資料，在 2018 年，它們的客戶有 61% 在槓桿式外匯交易方面錄得淨交易虧損及有 39% 獲得淨交易利潤。

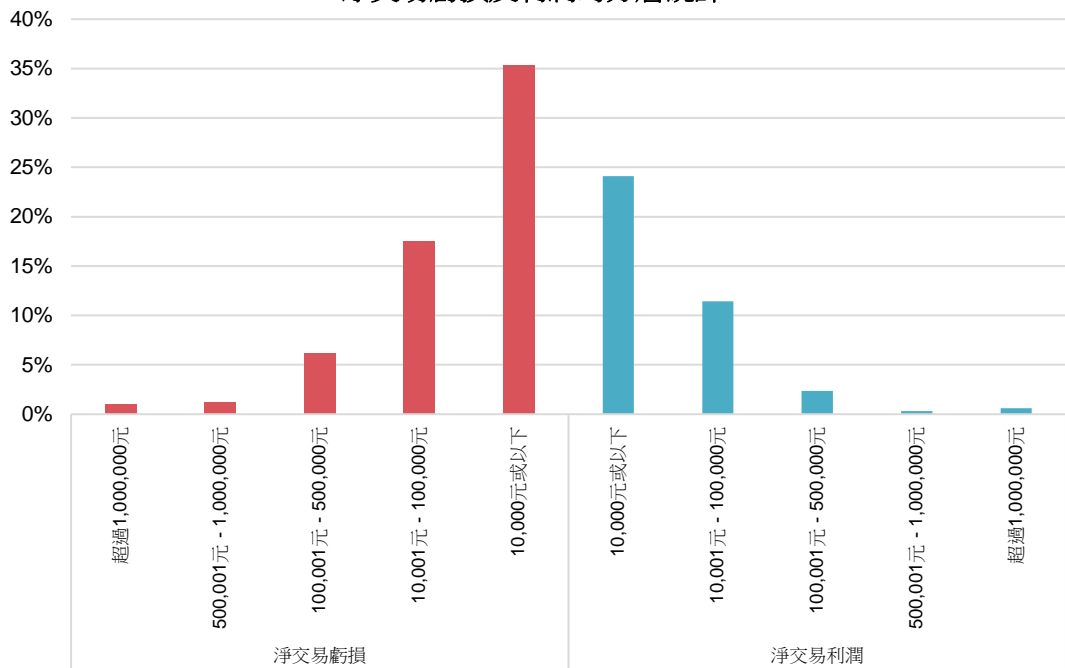
圖3：被抽查經紀行所錄得淨交易虧損和獲得淨交易利潤的客戶分布



12. 在被抽查經紀行的槓桿式外匯交易活躍客戶當中，有 26% 在 2018 年招致了超過 10,000 元的淨交易虧損，當中 1% 淨交易虧損超過 100 萬元。表現最差的個案錄得約 700 萬元的淨交易虧損。
13. 在被抽查經紀行的槓桿式外匯交易活躍客戶當中，有 15% 在 2018 年獲得超過 10,000 元的淨交易利潤，當中少於 1% 賺取超過 100 萬元。表現最佳的個案獲得約 950 萬元的淨交易利潤。

⁷ 根據截至 2018 年 12 月 31 日止槓桿式外匯交易經紀行所匯報的活躍客戶數目。

圖4：被抽查經紀行的客戶的槓桿式外匯交易
淨交易虧損及利潤的分層統計



14. 儘管這些統計數字是由少數槓桿式外匯交易經紀行提供的數據而計算出來，故此或未能代表所有槓桿式外匯交易客戶的損益分布，但在被抽查經紀行中錄得淨交易虧損的客戶比例較高，意味著槓桿式外匯交易可能有風險，及因而可能並非適合所有投資者。

預期應達到的監管標準

15. 槓桿式外匯交易產品包括滾動式即期外匯合約，以及散戶投資者可能較難明白的其他複雜產品及衍生工具（例如期權及遠期合約）。即使是複雜性較低的槓桿式外匯交易產品，由於它們並非統一在交易所買賣，故可能有不同的定價方式及交易條款。因此，槓桿式外匯交易經紀行必須：
- 採取一切合理步驟以確立每位槓桿式外匯交易客戶的財務狀況、投資經驗及投資目標⁸；及
 - 確保客戶已明白它們提供的槓桿式外匯交易產品的性質和風險，並有足夠的淨資產來承擔因買賣該等產品而可能招致的風險和損失⁹。

⁸ 《操守準則》第 5.1 段。

⁹ 《操守準則》第 5.3 段。

預期應達到的監管標準

16. 槓桿式外匯交易經紀行也應提供充分資料¹⁰，讓客戶能夠合理地了解與槓桿式外匯交易相關的風險。這些資料應包括（除其他事項外）：
- 涉及相關市場的風險；
 - 槓桿式外匯交易及保證金交易的風險¹¹；
 - 有關產品是以場外交易方式出售及這做法的影響，當中包括（除其他事項外）：
 - 公司可能是客戶交易的對手方，及客戶可能須承受公司的信貸風險；
 - 場外交易沒有中央定價來源，而槓桿式外匯交易的價格由公司釐定或與客戶協商定價；及
 - 場外產品由於沒有交易所市場為未平倉合約進行平倉，其所涉及的投資風險可能大於交易所買賣的產品；及
 - 客戶交易指示價格可能有別於成交價或滑點的風險¹²。

¹⁰ 《操守準則》第 5 項（為客戶提供資料）一般原則。

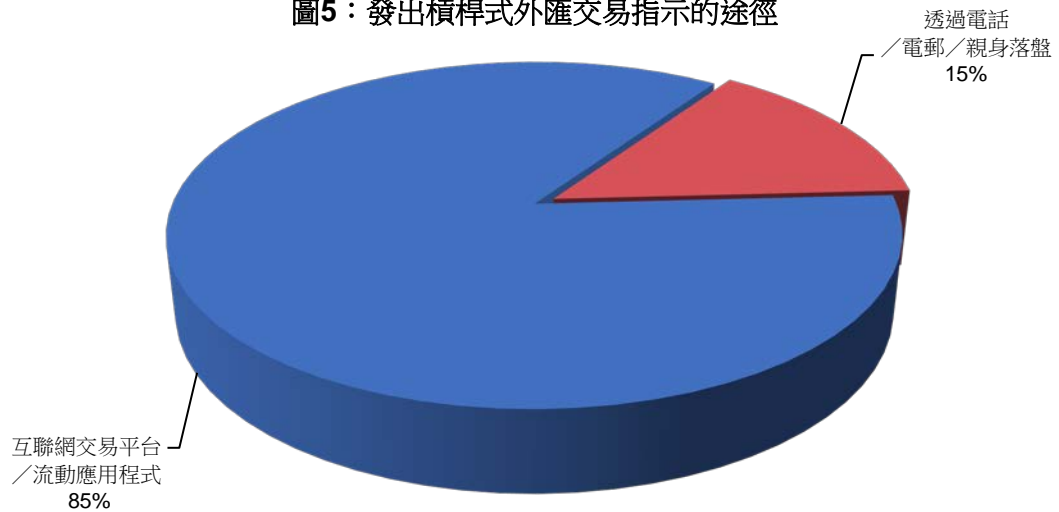
¹¹ 《操守準則》附表 1（風險披露聲明）。

¹² 見第 18 段。

處理客戶交易指示

17. 大約 85%的槓桿式外匯交易的客戶交易指示（以交易額計算）是以電子方式（透過互聯網交易平台或流動應用程式）發出。其餘的客戶交易指示則是透過電話、電郵，或親身在槓桿式外匯交易經紀行的辦公室內（以口頭方式或透過向客戶主任或其他職員提交盤紙）發出。

圖5：發出槓桿式外匯交易指示的途徑



18. “滑點”指客戶交易指示價格與執行價格之間的差異。這在槓桿式外匯交易中十分常見，不論使用哪種途徑發出交易指示也可能出現。假如市場在當槓桿式外匯交易經紀行傳送客戶交易指示予流通量提供者以供執行時有所波動，執行價格便可能有別於客戶交易指示價格。“正滑點”指有利的價格差異，而“負滑點”指不利的價格差異。

預期應達到的監管標準

19. 槓桿式外匯交易經紀行應以誠實、公平、適當的技能、小心審慎和勤勉盡責的態度，及以維護客戶最佳利益的方式處理客戶交易指示¹³。它們應：
- 基於其所能取得的最佳條件執行客戶的交易指示¹⁴，及避免任何不誠實和不公平的執行交易指示作業手法，例如使用不對稱的方式處理正滑點及負滑點，使經紀行得以賺取從正滑點所得的利潤，但同時卻把負滑點所產生的損失轉嫁予客戶；及
 - 採納公平的定價方法¹⁵，做法如下：
 - 提供予客戶的價格是以市場數據作為參考；
 - 使用獨立及外部核實的價格來源或流通量提供者來得出其價格；及
 - 確保影響客戶的所有費用、差價或收費都是在公平、合理及誠信的情況下作出¹⁶。

良好的業界作業手法

20. 我們亦注意到，某些投訴是與槓桿式外匯交易產品的價格有關。部分經紀行採納以下良好的業界作業手法，以處理滑點及執行客戶的交易指示：
- 容許客戶設立其最高可接受的負滑點金額，及確保在價格波動超出該金額的情況下，交易指示將不會獲得執行；及
 - 披露與執行質素有關的數據（例如滑點比率或重新報價及拒絕比率），以幫助客戶評估該經紀行在執行交易指示時的質素。

¹³ 《操守準則》第 1 項（誠實及公平）及第 2 項（勤勉盡責）一般原則。

¹⁴ 《操守準則》第 3.2 段。

¹⁵ 《操守準則》附表 6 第 54 段。

¹⁶ 《操守準則》第 2.2 段。

業務模式

21. 在 32 家¹⁷活躍的槓桿式外匯交易經紀行中，
- 17 家採納直通式處理模式（其中九家委聘聯屬公司作為流通量提供者或其中一個流通量提供者）；
 - 十家實行交易部門模式；
 - 四家以介紹代理人的身分行事，並將客戶轉介予執行經紀行；及
 - 一家僅為其聯屬公司所管理的基金執行交易。
22. 採納直通式處理模式的槓桿式外匯交易經紀行通常會按背對背基準，與流通量提供者對沖各客戶交易¹⁸。這樣，槓桿式外匯交易經紀行的收入將會獨立於客戶的交易損益。在這模式下，經紀行通常透過在客戶交易的成交價上附加買賣差價或向有關交易收取佣金來賺取收入。
23. 一般來說，若槓桿式外匯交易經紀行採納直通式處理模式，則較少會在有損其客戶利益的情況下追求自身的利益。然而，若它與屬於聯屬公司的流通量提供者執行或對沖客戶交易，便可能會出現利益衝突，因為該槓桿式外匯交易經紀行與該聯屬公司之間的商業利益無可避免地連結在一起。
24. 採納交易部門模式的槓桿式外匯交易經紀行以莊家的身分行事，並與其客戶進行對盤。結果，由於該經紀行或會因客戶損失而獲利，因而會出現利益衝突。這些經紀行可能會或可能不會對沖因與客戶進行槓桿式外匯交易而產生的外匯持倉。在十家採納交易部門模式的槓桿式外匯交易經紀行中，
- 兩家全面地對沖因與客戶交易而產生的淨持倉；
 - 六家對沖部分的淨持倉（例如，它們在某貨幣的淨持倉高於上限時進行對沖）；及
 - 兩家沒有對沖任何淨持倉。
25. 以介紹代理人的身分行事的槓桿式外匯交易經紀行向執行經紀行（通常是聯屬公司）轉介客戶或傳遞客戶的交易指示，以訂立槓桿式外匯合約。這些槓桿式外匯交易經紀行通常從執行經紀行獲取轉介收入。

¹⁷ 八家槓桿式外匯交易經紀行在 2018 年未有進行或已停止進行槓桿式外匯交易活動。

¹⁸ 即與流通量提供者訂立等同但相反的交易。

預期應達到的監管標準

26. 無論採納哪種業務模式，槓桿式外匯交易經紀行都應在客戶協議中述明，它們是否會與客戶的交易指示進行對盤¹⁹。它們應採取一切合理步驟避免任何利益衝突，而當無法避免有關衝突時，亦應確保其客戶得到公平對待，及在與客戶進行交易前披露任何實際或潛在的利益衝突²⁰。
27. 槓桿式外匯交易經紀行亦應清晰及有效地向客戶披露²¹其交易指示會如何獲得執行。除其他事項外，所披露的資料應包括：
- 執行交易指示的政策，以解釋它們在執行交易指示時，使用哪種方法來達致在可行情況下最佳的結果；及
 - 用作釐定各項槓桿式外匯交易產品的價格的方法。
28. 具體而言，槓桿式外匯交易經紀行在其執行交易指示的政策中應披露（除其他事項外）以下資料：
- 對採納直通式處理模式或代客戶執行交易指示的槓桿式外匯交易經紀行而言：
 - 它們以甚麼身分與客戶進行交易或為客戶行事；及
 - 公司與執行或對沖客戶交易指示的流通量提供者之間的任何集團內部聯繫或關係；
 - 對採納交易部門模式的槓桿式外匯交易經紀行而言：
 - 有關它們以客戶交易指示的對手方的身分行事，及與客戶的交易指示進行對盤的資料；及
 - 在主事人交易及莊家活動中產生潛在及實際利益衝突的情況；
 - 各類可供客戶選擇的交易指示（例如限價指示、取消前有效指示、市價指示、止蝕指示及平倉指示）的特點及操作方式；及
 - 處理滑點的方式。

¹⁹ 《操守準則》附表 6 第 1(d)段。

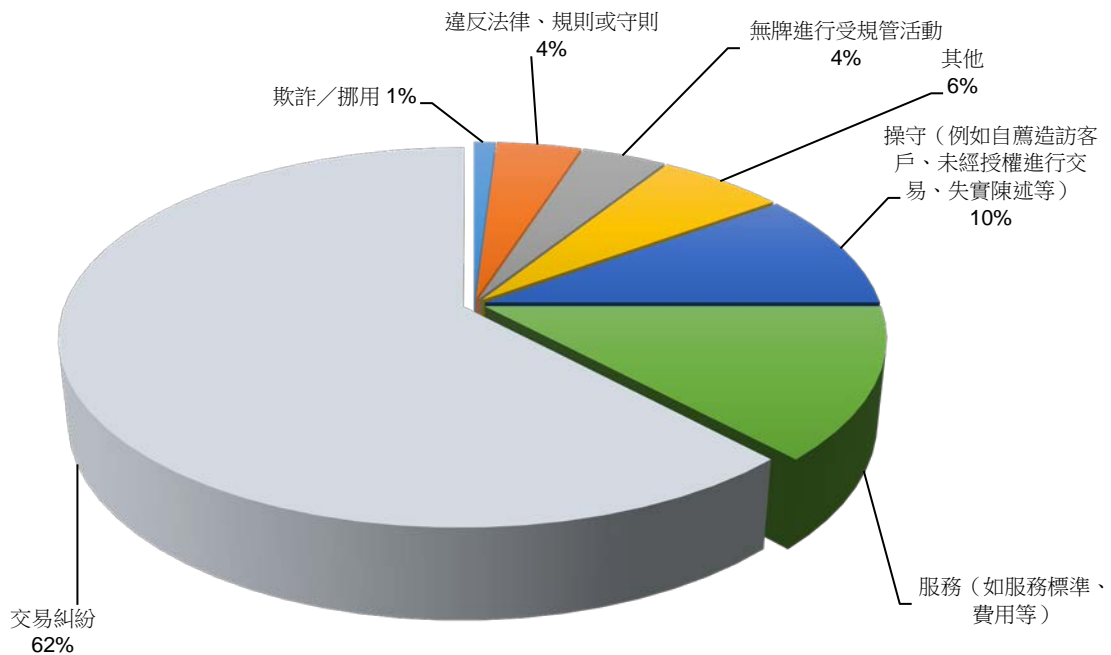
²⁰ 《操守準則》第 6 項（利益衝突）一般原則。

²¹ 《操守準則》第 5 項（為客戶提供資料）一般原則。

為客戶提供的資料

29. 過去十年，證監會接獲了多宗針對槓桿式外匯交易經紀行或其職員的投訴，當中大部分的投訴（62%）涉及交易糾紛。

**圖6：與槓桿式外匯交易有關的投訴（以類別劃分）
（2009年至2018年）**



30. 在不少個案中，當客戶沒有充分了解槓桿式外匯交易經紀行所提供的產品和服務的特點及操作時，便會出現這些交易糾紛。本會提醒槓桿式外匯交易經紀行應向客戶提供適當的資料，使他們按理能夠了解有關產品的性質和風險，從而可作出有根據的投資決定。

良好的業界作業手法

31. 我們注意到部分槓桿式外匯交易經紀行採納以下良好的業界作業手法，以增加向客戶提供的產品或服務的透明度：
- 使用數值例子說明各類產品的主要特點及交易指示的操作方式（例如產品槓桿比率、追繳保證金通知及止蝕機制），以及有關滑點的風險的解說。這些例子包含負面和正面的情況；及
 - 為方便理解，避免使用技術性詞彙、術語或含糊的詞彙，並以淺白語言解釋。

