



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

有關零售期貨經紀行的實況調查報告

2017年4月



摘要

背景

1. 證券及期貨事務監察委員會（證監會）對十家主要為零售客戶提供服務的本地期貨經紀行（匯報商號）的業務概況、其風險管理監控措施和常規，進行了一項實況調查。調查的涵蓋期間為 2015 年 1 月至 12 月（匯報期間）。
2. 是次調查著眼於匯報商號根據其第 2 類牌照進行的期貨及期權合約交易，並無涵蓋根據第 1 類牌照就於香港聯合交易所有限公司買賣的股票期權而進行的交易。
3. 證監會向匯報商號發出問卷，以收集各項數據資料（包括客戶數目、成交量及佣金收入），並在之後與管理層進行討論，以對匯報商號的業務概況及風險管理監控措施作高層次的了解。
4. 是次調查揭露了一些與匯報商號的固有客戶及抵銷安排方面有關的監管事宜，而業界將會就該等事宜獲提供進一步指引。
5. 是次調查所收集到的資料除了可協助證監會監察持牌法團外，亦有助市場參與者了解行業景況，及與同業加以對比。本會的調查結果撮述如下。

主要調查結果

A. 匯報商號的業務概況

大部分客戶為香港的個別人士

6. 整體而言，匯報商號的 88% 活躍客戶¹來自香港，而他們大部分為個別人士。三家匯報商號的客戶則大部分來自中國內地。

大部分匯報商號進行本地及海外期貨及期權合約交易

7. 所有匯報商號均從事本地期貨及期權交易。有七家商號亦從事海外期貨及期權合約交易，其中部分持有海外交易所的買賣參與者資格，可直接在有關交易所進行買賣。

本地及海外期貨及期權合約佔客戶成交量約 70%

8. 於匯報商號的客戶總成交量中，在香港期貨交易所有限公司（期交所）買賣的期貨及期權合約約佔 70%，而期交所期貨及期交所期權則分別約佔 55% 及 15%。最多客戶買賣的合約包括小型恒生指數期貨、恒生指數期貨及小型 H 股指數期貨。
9. 非期交所交易佔總客戶成交量的其餘 30%，而當中幾乎全部為期貨合約。最多客戶買賣的合約為新加坡交易所新華富時中國 A50 指數期貨。

¹ 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》的規定製備並向其交付戶口月結單的客戶。



期交所交易佔佣金收入的 46%

10. 於匯報期間，期交所交易佔匯報商號佣金收入的 46%，而非期交所交易則佔餘下的 54%。

B. 風險管理

11. 一般而言，匯報商號指它們已制訂及維持風險管理政策和程序，並已於客戶協議內向客戶披露其追收保證金及強制平倉的政策。它們亦已設立自動化的監控措施，當客戶的帳戶內的保證金存款不足時，會禁止他們建立新持倉。為監察客戶所承受的風險，有些匯報商號會對其客戶設定限額（例如交易及信貸限額），而部分匯報商號除了設定風險限額外，亦會進行壓力測試。

C. 監管事宜

對《期交所規則》第 617(b)條下的固有客戶採用不同的評估準則

12. 匯報商號在評估《期交所規則》第 617(b)條下的固有客戶時採用不同準則。例如，部分匯報商號會考慮把新客戶視為固有客戶，而另一些只會考慮把與該等商號有至少三個月交易紀錄的現有客戶視為固有客戶。部分匯報商號表示，如客戶於指定期間內至少持有一項隔夜持倉的話，便不會將其視為“僅進行即日平倉交易的交易者”。該指定期間介乎一個月至開戶日期後的整段期間不等。
13. 我們對於沒有良好財務狀況或信用的客戶被視為固有客戶，並獲准在未存入足夠的預付保證金前進行期貨及期權合約交易，感到關注。這可能會令期貨經紀行在客戶未能及時清繳帳戶內的虧損或保證金短欠數額的情況下，面臨不適當的信貸及財務風險，特別是在市場較為波動的時期。
14. 鑑於上述情況，我們正與期交所合作，就為《期交所規則》第 617(b)條下的固有客戶而設的評估準則，向業界發出進一步指引。

抵銷安排相當普遍

15. 將客戶的期貨交易帳戶內的借方結餘，與客戶於經紀行或其聯屬公司持有的其他交易帳戶內的貸方結餘進行抵銷的安排，在各匯報商號中相當普遍。匯報商號表示，交叉付款通常會透過資金轉移的方式進行，而有關資金通常來自客戶的證券交易帳戶內的額外現金結餘。在某些情況下，商號會透過資金轉移來履行客戶的期貨交易帳戶的保證金要求。
16. 上述安排由客戶透過客戶協議、常設授權及／或書面指示的方式授權進行。然而，商號未必會於客戶的授權內訂明或向客戶提供適用於交叉付款的具體條款以及交叉付款所涉及的風險等相關資料。當資金被轉移用作補足短欠的保證金數額，以避免強制平倉的時候，客戶未必有機會決定是否繼續持有他們未平倉的期貨合約而承受市場風險，還是把其持倉平掉以止蝕。
17. 證監會將會就此發表一份通函，就監控交叉付款安排方面應達到的標準，向業界提供指引。



調查結果概述

A. 概覽

截至 2015 年 12 月 31 日（匯報日期），本港 270 家期貨經紀行（即獲發牌在港進行期貨合約交易的法團）中，大約三分之二或 178 家為期交所的交易所參與者。

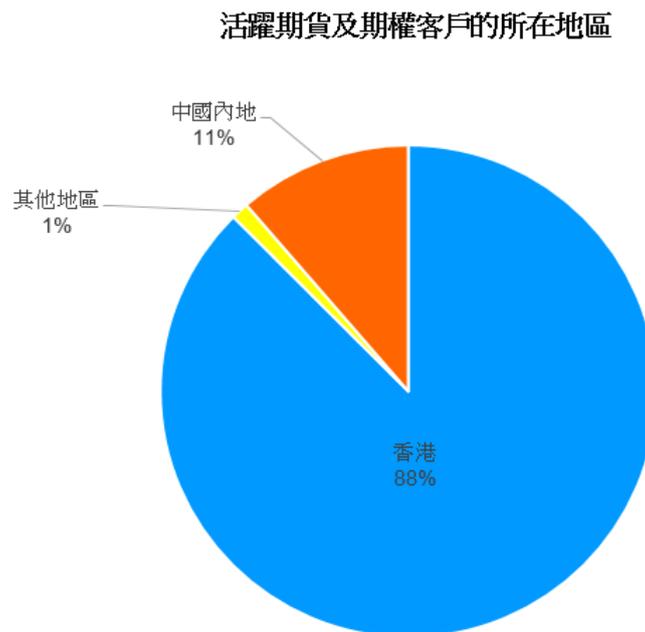
十家匯報商號的活躍期貨及期權客戶約佔所有持牌法團的活躍期貨及期權客戶總數的 50%。當中三家匯報商號只從事期交所的合約交易，餘下的商號則同時從事期交所及非期交所的合約交易。

B. 匯報商號的業務概況

1. 客戶性質

(a) 客戶的所在地區

截至匯報日期為止，匯報商號的客戶總數中有大約 24% 為活躍客戶。如下圖所示，大部分活躍客戶均來自香港。三家匯報商號的客戶則大部分來自中國內地。



(b) 客戶帳戶類別

個人客戶佔匯報商號的活躍客戶總數超過 90%。三家匯報商號表示它們只有個人客戶。其他客戶帳戶類別包括公司帳戶及綜合帳戶。



(c) 與聯屬公司的共同客戶

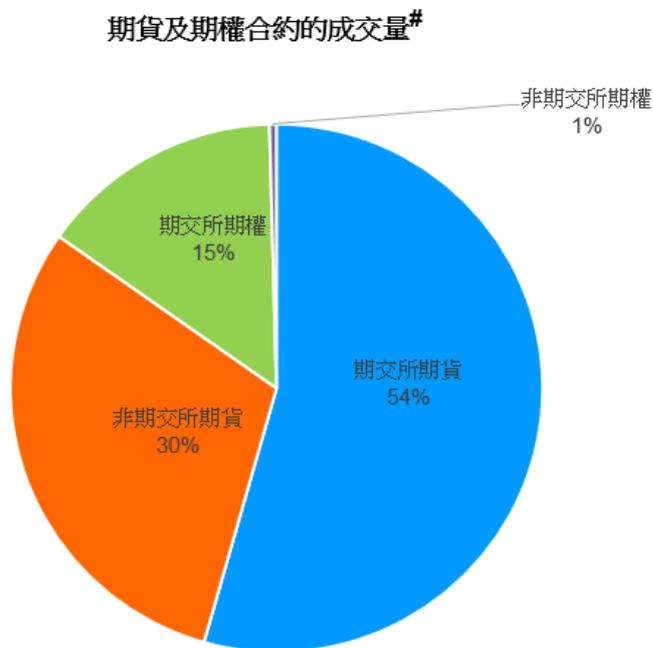
匯報商號超過一半的活躍客戶同時是其聯屬公司（例如：其集團的證券公司）的活躍客戶。少數匯報商號有超過 90% 的活躍客戶同時在其聯屬公司持有帳戶。

(d) 主要客戶來源

匯報商號主要透過其客戶主任的轉介及客戶自行到訪而獲得新客源。

2. 期貨及期權合約的成交量

在匯報期間，匯報商號有 84% 及 16% 的成交量分別來自期貨合約交易和期權合約交易。期交所期貨及期權合約佔匯報商號總成交量的 69%；而非期交所期貨及期權合約則佔餘下的 31%。



[#] 按客戶買賣的合約數量計算。

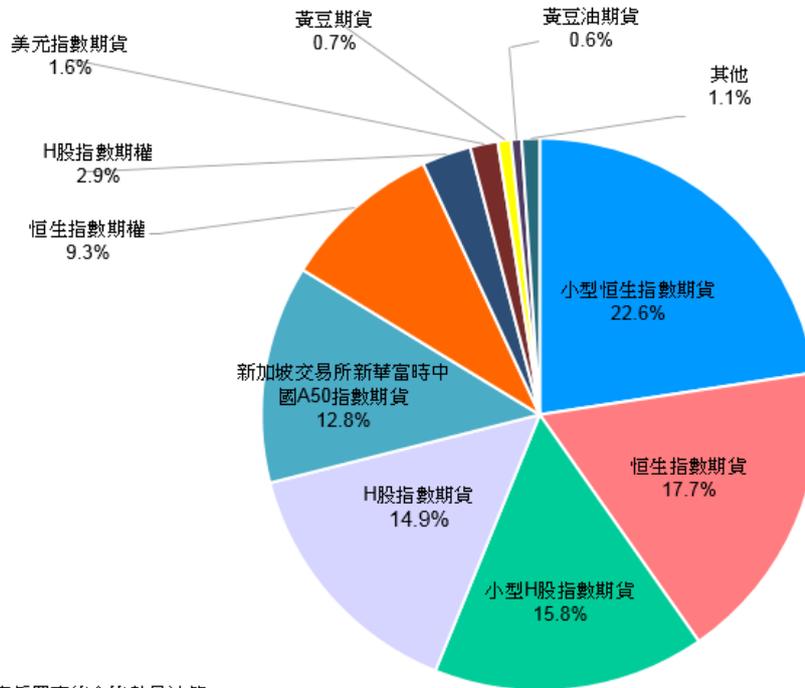
3. 客戶最常買賣的五種期貨及期權合約

匯報商號透露其客戶在匯報期間最常買賣的五種期貨及期權合約。這些資料顯示大部分客戶均只集中買賣幾種合約。最常買賣的五種期貨及期權合約已佔匯報商號的總成交量的一大部分，介乎 44% 至 100% 不等。



如下圖所示，最多客戶買賣的合約包括小型恒生指數期貨、恒生指數期貨及小型 H 股指數期貨。

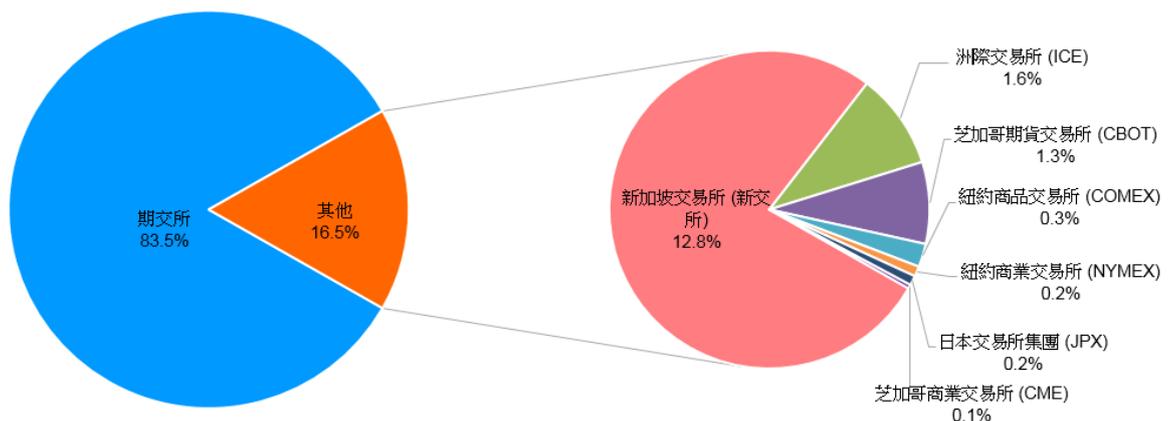
客戶最常買賣的五大合約#



按客戶買賣的合約數量計算。

在客戶最常買賣的五種期貨及期權合約中，大部分均在期交所進行買賣，佔這些匯報商號的成交量超過 80%，其次為在新加坡交易所(12.8%)及洲際交易所(1.6%)進行的合約買賣。

客戶進行買賣的主要交易所#



按上述客戶最常買賣的五大合約數量計算。



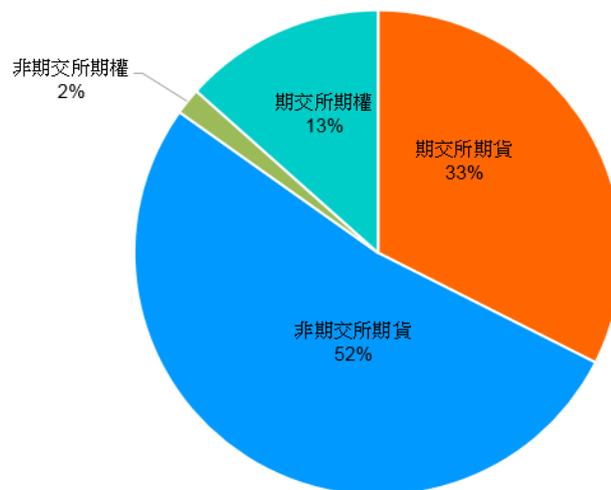
4. 海外交易所參與者資格

七家匯報商號從事海外期貨及期權合約交易。儘管當中數家商號持有海外交易所的買賣參與者資格，可直接在有關交易所進行買賣，但所有商號均透過其他經紀行在海外交易所進行交易結算。

5. 佣金收入

雖然在期交所進行的買賣約佔匯報商號的總成交量的 70%，但該等買賣僅佔這些商號少於 50%的佣金收入。本會注意到，匯報商號對買賣期交所合約收取的佣金比率一般較對非期交所合約收取的佣金比率為低。

佣金收入（按合約計）



即使是同一款合約，匯報商號收取的佣金比率都不盡相同。一般而言，就即日買賣及網上買賣所收取的佣金較低。

大部分匯報商號表示它們向客戶主任提供回佣。只有少數匯報商號向其交易量較大的客戶提供回佣。部分匯報商號也會在非經常性的推廣活動進行期間向客戶提供佣金折扣。

6. 客戶落盤的主要途徑

大部分匯報商號透過電子交易平台（例如：網上或流動交易平台）接收客戶買賣指示。就此而言，大部分商號表示改善電子交易平台的效率，是它們其中一項工作重點。

考慮到網絡保安風險持續上升，部分匯報商號表示會加強其網絡保安監管措施，以保障客戶及自身免受黑客惡意攻擊及財務損失。



C. 風險管理

1. 保證金政策

(a) 接納的抵押品

所有匯報商號均表示，它們接納幣值等同於客戶的有關投資（主要以港元、美元及日圓計值）的現金抵押品，並不接納非現金抵押品。

(b) 保證金要求

就僅有期貨持倉的客戶而言，所有匯報商號均會按照固定比率計算所需的保證金（以總額基礎計算）。就同時持有期貨及期權持倉的客戶而言，所有匯報商號均採用標準組合風險分析法（SPAN）²來計算所需的保證金（以組合形式計算）。

就期交所合約而言，所有匯報商號均表示會向客戶收取與期交所規定相同的保證金，但會對部分風險較高的合約（例如長期認沽期權及人民幣貨幣期貨）收取介乎 5% 至 20% 不等的額外保證金。就非期交所合約而言，除有關交易所收取的保證金外，匯報商號可能會收取介乎 5% 至 50% 不等的額外保證金。

部分匯報商號指出，在市場顯著波動時，它們通常會向客戶收取介乎 10% 至 25% 不等的額外保證金。如所買賣合約的市場流通量偏低，或客戶持有過多的未平倉合約，部分商號亦可能會向客戶收取額外的保證金。

(c) 就保證金存款不足採取的監控措施

所有匯報商號均表示，它們已設立自動化的監控措施，當客戶（固有客戶除外）的帳戶內的保證金存款不足時，會禁止他們建立新持倉。

(d) 期交所與非期交所交易帳戶之間的互相抵銷

所有從事海外期貨及期權合約交易的匯報商號均表示，如客戶在他們的非期交所交易帳戶（或期交所交易帳戶）持有額外權益，並於其交易帳戶之間轉撥保證金付款的話，便會容許他們進行期交所合約（或非期交所合約）交易。

在決定是否就客戶以某種貨幣計值的持倉發出追收保證金通知時，大部分匯報商號亦會把客戶以其他貨幣計值的持倉權益考慮在內。

2. 追收保證金政策

(a) 追收保證金政策的披露

所有匯報商號均表示，它們已於客戶協議內披露其追收保證金政策。半數商號亦已於公司網站或在客戶登入交易系統後以彈出視窗的方式，披露有關政策。

² SPAN 是一套以風險為本的組合分析法，由芝加哥商業交易所（CME）開發以計算每日的保證金要求。



(b) 執行及暫緩追收保證金

大部分匯報商號表示已指派信貸部門檢視每日的保證金追收報告，以識別追收保證金的對象。一般而言，客戶主任會負責發出追收保證金通知，並於保證金追收報告中記錄有關詳情。部分匯報商號會指派信貸部門或交易部門發出追收保證金通知。

匯報商號會以各種形式（例如電話、電郵及短訊）發出追收保證金通知。保證金追收報告及紀錄通常會由匯報商號的負責人員或信貸部門審閱。大部分匯報商號並無行使暫緩追收保證金的酌情權。

(c) 追收保證金通知的類型

匯報商號的追收保證金通知通常分為以下三類：

追收初始保證金

追收初始保證金一般適用於建立新持倉的固有客戶³。有關追收初始保證金的詳情，請參閱本報告 D 部“《期交所規則》第 617(b)條下的固有客戶”一節。

即日追收保證金

匯報商號表示有實時監察客戶的保證金狀況。為管理風險，每當客戶的權益淨額結餘低於若干水平（通常為低於維持保證金的水平）時，匯報商號便會向客戶發出即日追收保證金通知，而客戶通常須於同日清繳短欠的保證金。

日終追收保證金

客戶須就每個交易日結束時的每份未平倉合約備存維持保證金。所有匯報商號均表示，當客戶帳戶於日終時的權益淨額結餘低於維持保證金的水平，它們便會向客戶發出日終追收保證金通知，知會他們把權益淨額結餘提升至初始保證金的水平。半數匯報商號會於交易日收市後發出日終追收保證金通知，而其餘商號則會於交易後翌日早上發出該通知。客戶通常須於交易後翌日清繳短欠的保證金。

(d) 就無法履行連續發出的追收保證金通知作出報告

大部分匯報商號表示，甚少會出現客戶無法履行連續兩次或以上的追收保證金通知或變價調整（即按市價調整）的要求，而涉及金額合共超過 150,000 元的情況，原因是商號一早便已把客戶的持倉平倉。然而，若出現上述情況，它們會根據《期交所規則》第 619(b)條向期交所報告有關事宜。

如客戶的保證金出現短欠及未能履行追收保證金通知，大部分匯報商號會進行影響分析，以管理其流動資金。

3. 期交所的收市後期貨交易

所有匯報商號均表示有在期交所從事收市後期貨交易，但有關交易僅佔它們的期貨及期權合約總成交量約 10%。部分商號表示，除了期交所實施的+/- 5%價格限制外，它們亦

³ 其他客戶應於建立新持倉前履行初始保證金要求，故此追收初始保證金並不適用於他們。



有實施進一步的風險管理措施，包括額外的保證金要求、即日追收保證金，以及嚴格進行強制平倉。

4. 強制平倉

(a) 強制平倉政策的披露

所有匯報商號均表示已於客戶協議內披露其強制平倉政策。半數商號亦已於公司網站或在客戶登入交易系統後以彈出視窗的方式，披露有關政策。

(b) 強制平倉的執行

一般而言，匯報商號於客戶的權益淨額結餘較初始保證金規定低 20% 至 60% 時，便會把客戶的持倉平倉。除非市況波動，大部分商號都會在把客戶的持倉平倉前，先以電話、電郵或短訊通知他們。客戶通常會有數小時的時間去清繳其帳戶內的保證金短欠。

視乎當時的市況而定，匯報商號普遍會以市價盤執行強制平倉，而在執行強制平倉時，一般會以足夠填補保證金的短欠為限。

5. 其他風險管理措施

(a) 設立限額

為監察所承受的風險，大部分匯報商號會對客戶設定限額，例如交易、買賣指示及信貸限額⁴。部分匯報商號亦在商號層面上對特定合約實施持倉限額，或在客戶主任層面上實施買賣指示限額。

在設定限額時，匯報商號表示會考慮多項因素，包括客戶的財政背景、交易及交收紀錄、整體持倉量及商號的成交量，以及有關交易所設定的持倉限額。

(b) 壓力測試

除設定限額外，部分匯報商號亦按照客戶的投資組合（以客戶或商號作為基準）進行壓力測試。

D. 監管事宜

1. 《期交所規則》第 617(b) 條下的固有客戶

(a) 概覽

八家匯報商號指出，它們在截至匯報日期為止擁有固有客戶。固有客戶約佔那些商號活躍客戶總數的 23%。當中兩家匯報商號表示其一半以上的活躍客戶為固有客戶。

⁴ 信貸限額通常適用於固有客戶，以在未存入足夠的預付保證金前建立持倉。



(b) 對固有客戶的評估準則

各匯報商號採用不同的準則以評估《期交所規則》第 617(b)條下的固有客戶。主要的觀察結果概述如下。

接受新客戶為固有客戶

部分匯報商號表示會考慮將新客戶視為固有客戶，而其他匯報商號則表示只會考慮將現有客戶視為固有客戶。特別是，有些匯報商號規定客戶與該等商號有至少三個月的交易紀錄，才能被視為固有客戶。

對客戶財務狀況及交易紀錄的評估

匯報商號在評估客戶是否有貫徹履行保證金責任並維持穩健的財務狀況時，通常會參考客戶的開戶文件（例如職業、每年收入及資產淨值）及銀行結單內的資料。商號亦可能考慮客戶的追收保證金通知紀錄和交收紀錄，以及在商號或其聯屬公司持有的證券交易帳戶（如有）的狀況⁵。

匯報商號按不同的審查期（由三個月以下至一年以上不等）來評估客戶的財務穩健性及交易模式。

就允許新客戶被視為固有客戶的匯報商號而言，有些在評估客戶的財務狀況及交易紀錄時會檢視其他經紀行發出的客戶帳戶結單。

僅進行即日平倉交易

匯報商號通常評估客戶在一段時間內的交易模式和持倉，以決定他們過往是否只進行即日平倉交易。部分匯報商號表示，如客戶於指定期間內至少持有一項隔夜持倉的話，便不會將該客戶視為“僅進行即日平倉交易的交易者”。該指定期間介乎一個月至開戶日期後的整段期間不等。

持續進行的檢視

大多數匯報商號表示，他們定期（由每月至每年不等）檢視客戶是否符合資格被視為固有客戶。

(c) 向固有客戶收取初始保證金⁶

預付初始保證金

即使期交所的交易所參與者尚未從固有客戶收取到足以涵蓋其最低保證金要求的抵押品，也可以與他們進行期貨及期權交易。部分匯報商號要求固有客戶在開立新持倉時需預付部分的初始保證金。如有關持倉在交易日結束時仍未平倉，這些客戶便須在交易日或交易後翌日清繳餘下的初始保證金。

⁵ 匯報商號在評估中採用的準則包括沒有遭退票、未履行追收保證金通知或強制平倉的紀錄。

⁶ 固有客戶的最低保證金要求的相關規定載於《期交所規則》第 617(b)條。



追收初始保證金的通知

如固有客戶的權益淨額結餘低於所需的初始保證金水平，匯報商號通常會在交易日營業時間結束之前向該等客戶發出追收初始保證金的通知，以就其新倉盤收取相關保證金。客戶通常須在交易後翌日或之前清繳短欠的保證金。

上述調查結果顯示，各匯報商號採用不同的準則評估固有客戶。我們對於沒有良好財務狀況或信用的客戶被視為固有客戶，並獲准在未存入足夠的預付保證金前進行期貨及期權合約交易，感到關注。這可能會令期貨經紀行在客戶未能及時清繳帳戶內短欠數額的情況下，面臨不適當的信貸及財務風險，特別是在市場較為波動的時期。

鑑於上述情況，我們正與期交所合作，就為《期交所規則》第 617(b)條下的固有客戶而設的評估準則，向業界發出進一步指引。

2. 抵銷安排

所有匯報商號均表示它們具有將客戶的期貨交易帳戶內的借方結餘，與客戶的其他交易帳戶（例如在匯報商號或其聯屬公司持有的證券交易帳戶）內的貸方結餘進行抵銷的安排。這些安排由客戶透過客戶協議、常設授權及／或書面指示的方式授權進行。

抵銷安排通常在客戶的期貨交易帳戶內的保證金出現短欠，或客戶沒有足夠保證金存款而又希望開立新持倉時，而其於經紀行或其聯屬公司持有的其他交易帳戶內仍有額外現金結餘的情況下發生。資金會被轉入客戶的期貨交易帳戶，以便符合保證金要求。

有些匯報商號表示，交叉付款乃由客戶單方面提出，而其他匯報商號則表示，這類安排可以由商號或客戶提出。提出交叉付款的商號即使已獲授權，通常也會在每筆資金轉移之前取得客戶的同意或通知客戶。

所有匯報商號均表示，他們會在客戶的交易帳戶之間實際以資金進行轉移，最低金額為客戶的保證金短欠。有些商號會根據客戶的指示，轉帳較高的金額。

雖然交叉付款是根據客戶授權而安排，但商號未必會訂明或向客戶提供適用於交叉付款的具體條款以及交叉付款所涉的風險等相關資料。當資金被轉移用作補足短欠的保證金數額，以避免強制平倉的時候，客戶未必有機會決定是否繼續持有他們未平倉的期貨合約而承受市場風險，還是把其持倉平掉以止蝕。

證監會將會就此發表一份通函，就監控交叉付款安排方面應達到的標準，向業界提供指引。