

## 立法會財經事務委員會

### 香港交易及結算所有限公司 開設收市後期貨交易時段的建議

#### 目的

本文件旨在向委員簡介香港交易及結算所有限公司(港交所)開設收市後期貨交易時段的建議。

#### 背景

2. 全球金融市場相互關連，愈趨互為影響。主要金融市場普遍設有收市後期貨交易安排。目前全球的主要期貨交易所，如美國的芝加哥交易所集團、歐洲的Eurex及紐約泛歐證交所、澳洲證券交易所、新加坡交易所及日本的大阪證券交易所等都已在多年前開始相繼提供收市後期貨交易，以便利對沖風險活動。這些交易所提供的股票指數期貨交易時間介乎14至23小時，詳情可參閱**附錄一**。而收市後時段的成交量對比當天日間交易時段內的成交量佔15%至37%之間，詳情可參閱**附錄二**。

3. 現時香港的現貨及期貨市場均不設晚間交易時段。在香港市場收市後，歐美時區若有任何重大金融消息或事件發生，影響只能在下一個交易日反映，香港投資者在下一個交易日之前不能調整其倉盤，或只能利用其他的歐美衍生產品市場，如芝加哥商品交易所、紐約泛歐證交所或其他亞洲市場(如新加坡、日本和澳洲)，作替代性對沖。據悉有部份投資者會在晚間利用海外市場的衍生產品交易進行對沖。

4. 根據港交所的調查所得，在二零一一年四月，183名香港期貨交易所(期交所)參與者中，至少有一半已在晚間為客戶提供參與海外衍生產品交易業務。當中52名是提供海外衍生產品交易的本地證券商，39名是擁有全球網絡、為不同時區客戶提供服務的國際證券商，當中亦包括中小型證券商。

## 有關建議

5. 港交所於2011年5月就開設收市後期貨交易時段的建議(下稱「有關建議」)發出諮詢文件徵詢市場意見。港交所認為收市後期貨交易有助減低翌日市場波動，亦可為期貨業界帶來新的商機。

6. 港交所於2011年12月發出諮詢總結，收到的455份回應當中有353份(即約78%)贊同建議。收到的回應當中有287份來自經紀行僱員，當中243名(即約85%)贊成有關建議。至於從機構收到的意見，在收到的103份回應當中，有89份(即約90%)支持建議。贊成的機構包括67名期交所參與者，當中三分一為大型國際性的證券期貨機構，三分二為中小型證券期貨公司。

7. 港交所因應收到的意見，就建議的運作安排作出了多項改動。下文第8至第10段將概述有關建議的要點。有關建議的詳細資料請參閱附件三。

### *交易時段及涵蓋產品*

8. 根據修訂後的建議，收市後期貨交易時段將於正常期貨交易時段收市後45分鐘(即下午5時)開始和於晚上11時結束。所涵蓋的產品為恒指期貨、H股指數期貨及黃金期貨。

### *風險管理和按金安排*

9. 在風險管理方面，參與收市後時段交易的期貨經紀，須遵守按其資本額而釐定的持倉限額。港交所亦建議參照其他主要市場的做法，於收市後時段設立5%價限機制，即賣盤價不得低於正常交易時段現貨月合約最後成交價的95%，以及買盤價不得高於正常交易時段現貨月合約最後成交價的105%。價格限制可確保價限範圍以外的交易均不得進行和減低價格過度波動，並可為一些經紀的客戶保證金提供一定程度的保障，不會因為收市後交易時段的任何價格異動而耗盡。有市場人士認為價格限制應由上下限定的5%下降至2.5%。若價格上下限定為2.5%，

預計市場活動被限制的次數將會更頻密，以二零零五年一月至二零一一年六月的數據為例，恒指期貨及H股指數期貨現貨月每日開市價與前收市價之差異超越2.5%的次數分別為每年平均14次及24次。這樣的情況有礙期貨市場的有序運作，並會嚴重削弱市場參與者於收市後透過期貨市場對沖其持倉的好處。

10. 在按金安排方面，現時期貨經紀最低按金一般為期貨合約價值的5%，而客戶最低按金一般為6%。根據港交所的建議，於收市後期貨交易時段內，港交所不會向經紀追收按金。港交所會在翌日正常交易時段內，於上午10時向期貨經紀發布變價調整及按金追收通知。港交所會根據當日在早上交易時段開始前30分鐘定價期間所得出的開市價格，計算每個期貨經紀持倉是否有虧損，和是否符合最低按金要求的規定。如不符合最低按金要求，有關的期貨經紀須於當日正午12時前補足按金。正如上述提到設立上下限5%的價格限制，客戶按金將不會於收市後交易時段因應按市價計值而耗盡。市場風險也可於收市後期貨交易時段中盡早處理，而不須留待於翌日開市。到翌日開市及銀行服務恢復後，經紀可以如常處理客戶按金。

## 對市場的影響

11. 收市後交易時段安掛，有助投資者和經紀行減低風險和促進市場穩定。正如前文所述，現時歐美市場若發生任何重大金融消息或事件，香港投資者若持有港交所的指數期貨倉盤，只能等待下一個交易日再管理其倉盤，或利用其他的海外衍生產品市場如芝加哥商品交易所、紐約泛歐證交所，或其他亞洲市場(如新加坡、日本和澳洲)，作替代性對沖。如港交所增設收市後期貨交易時段，投資者便能直接於晚間因應歐美市場發生任何重大金融消息或波動，即時管理其倉盤。

12. 收市後期貨交易亦有助減低期貨市場的開市價格波動。即使香港市場已收市，也會受到晚上海外市場事件的影響。有關的價格影響只會在香港市場在翌日開市時反映。增設收市後期貨交易時段後，一些因應夜間消息及事件而產生的期貨交易及對沖活動將得以於收市後期貨交易時段中進行。因此，夜間累積帶來期貨市場的買賣壓力將不再集中於翌日早上期貨市場開市時間，開市時市價波動的波幅及幅度亦將得以減低。收市後期貨交易的好處是能讓投資者盡早及漸進地管理其市場風險。

13. 由於收市後期貨交易時段獲得市場參與者支持，很多參與者都會參與收市後期貨交易，提供足夠的流通量。市場參與者爲了捕捉交易或對沖機會，會在收市後期貨交易時段監察市價。這樣的交易參與將有助防止市場受到操控。假若價格一旦偏離正常水平，這些市場參與者即會視之爲獲利機會而進行交易，催使價格回復正常。不少海外股市指數期貨市場的名義成交額都比港交所小，而仍然能成功地推行收市後期貨交易。儘管有關交易所於收市後期貨交易時段的市場流通量低於日間時段，但仍足夠維持正常買賣。

14. 此外，提供收市後交易時段是港交所提供不同環球資產類別交易（包括商品及外匯）的先決條件。開設收市後交易時段將有助香港發展成爲人民幣離岸中心，並透過讓港交所向國際投資者提供人民幣產品買賣，推動人民幣產品交易國際化。

## 未來路向

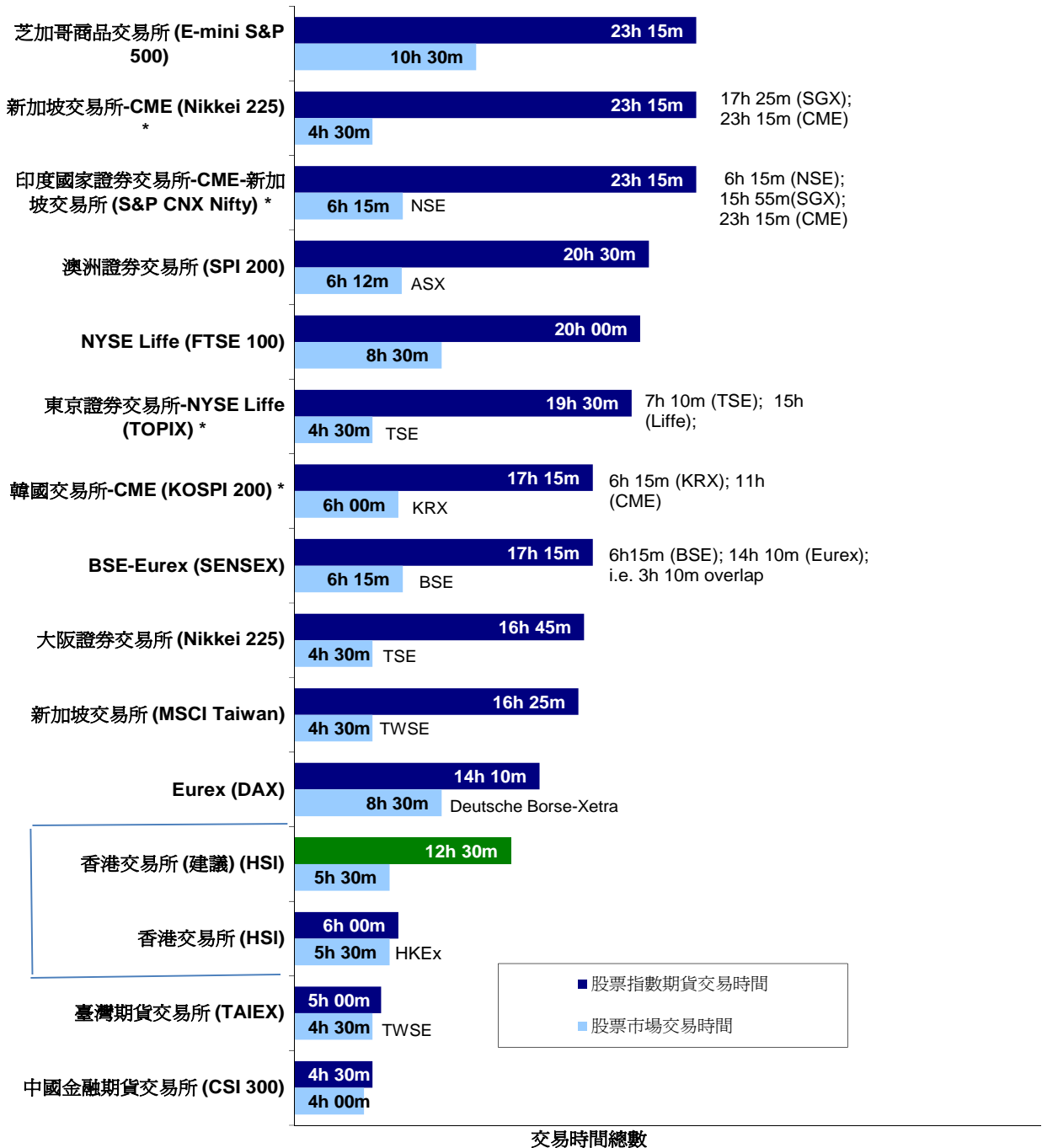
15. 港交所就收市後交易時段的交易和結算規則修訂將於二零一二年下半年提交證監會審批。證監會在收到港交所的建議後，將會考慮所有市場人士的意見及香港金融市場發展的需要。

16. 爲了加強市場準備，港交所透過和業界組織的經常性活動及爲市場參與者舉行了多場簡報會及與業界組織會面，詳細解釋收市後期貨交易、結算和風險管理的運作安排。港交所會繼續與業界保持溝通。港交所會確保業界已完成準備工作，例如交易和後勤部門系統的更新和員工培訓，才正式推行收市後期貨交易。

17. 港交所會於取得證監會批准，及市場系統準備就緒後，宣布收市後交易時段的實施日期。

財經事務及庫務局  
證券及期貨事務監察委員會  
二零一二年六月

附錄一：全球衍生產品交易所的股票指數期貨交易時間



註：交易時間為標準時間，包括交易所的持續交易時段／收市競價交易時段但不包括開市前時段。

\* 收市後的交易涉及下述夥伴安排：

- 相互抵銷交易：新加坡交易所與 CME：日經 225 及 Nifty 期貨
- 相互上市：印度國家證券交易所與 CME：Nifty 期貨；孟買證券交易所與 Eurex：SENSEX 期貨
- 持倉過戶：東京證券交易所與 NYSE Liffe：TOPIX 期貨
- 買賣盤傳遞：韓國交易所與 CME：KOSPI 200 期貨

主要衍生產品交易所  
收市後交易時段與正常交易時段的每日成交合約張數比照  
(2010年10月至2011年2月)

衍生產品交易所	股票指數期貨	收市後交易時段推出日期	正常交易時段平均每日成交合約張數	收市後交易時段平均每日成交合約張數	收市後交易時段平均每日成交合約張數佔正常交易時段百分比
新加坡交易所	日經 225 期貨	1996 年 3 月	70,524	26,461	<b>37%</b>
芝加哥交易所集團	E-mini S&P 500 期貨	2000 年前	約 1,500,000	291,735	<b>20%</b>
紐約泛歐證交所	FTSE 100 期貨	2008 年 6 月	83,058	16,581	<b>20%</b>
大阪證券交易所	日經 225 期貨	2007 年 9 月	47,138	8,358	<b>18%</b>
澳洲證券交易所	ASX SPI 200 期貨	2000 年 5 月	22,945	3,872	<b>17%</b>
Eurex	DAX 期貨	2005 年 11 月	108,400	16,336	<b>15%</b>

資料來源：彭博

## 修改後的建議

開設收市後期貨交易時段在產品、交易、結算及風險管理四方面的建議將如下實行：

### a) 產品

首階段將增設恒指期貨、H 股指數期貨及黃金期貨的收市後交易。若主要股票指數期貨合約的交易流量發展良好，下一階段將推出小型恒指期貨及小型H 股指數期貨的收市後交易。股票市場的交易安排將不受影響。若市況需要，香港交易所日後亦可能考慮推出其他衍生產品甚至新衍生產品的收市後交易。

### b) 交易

#### i. 建議交易時間

期貨市場將開設全新交易時段（T+1 時段）。T+1 時段將於正常交易時段（T 時段）收市後45分鐘開市，即下午5 時（股票指數期貨及黃金期貨）。於T+1 時段執行的交易（T+1 交易）將登記為下一日的交易。

T+1 時段將於晚上11 時結束。

#### ii. 假期安排

倘當日為香港公眾假期或香港交易所旗下證券市場半日市的日子，則不設T+1 時段。

#### iii. 颱風或黑色暴雨期間的安排

倘當日懸掛八號颱風訊號或黑色暴雨警告且至中午12 時正仍未解除，則不設T+1 時段。

#### iv. 買賣盤類別

所有「當日有效盤」、「直至到期盤」及「特定日期盤」均預設為只於T時段生效，未配對的買賣盤會結轉至下一個T時段，直至全部配對為止。

參與收市後交易時段的交易所參與者及其客戶在輸入「當日有效盤」、「直至到期盤」及「特定日期盤」時，須就於T時段及T+1時段均適用的買賣盤選擇「T+1」的選項。未配對而標有「T+1」的買賣盤會由T+1時段結束後轉回T時段，直至全部配對為止。

至於須即時執行（否則全告取消）的「全額或取消盤」及「成交及取消盤」，「T+1」買賣盤選項並不適用，可以略去。

#### v. 上/下限價機制

- 價格上下限的建議比率為5%，將按市況檢討調整
- 賣盤價不得低於T時段現貨月合約最後成交價的95%，買盤價不得高於T時段現貨月合約最後成交價的105%
- T+1時段只可在限價範圍內進行交易（適用於所有合約月份）

註：T時段的交易將毋須受制於此上/下限價機制。

#### vi. 處理錯價交易

現行錯價交易規則將適用於T+1 時段。

#### vii. 大手交易機制並不適用

首階段的T+1 時段不設大手交易機制。香港交易所會於增設期權產品的T+1 時段時再考慮推出大手交易機制。



### c) 結算

#### i. 於T+1 時段執行交易的結算

於T+1 時段執行的交易（T+1 交易）會登記為下一日的交易。連同下一日T時段所執行的交易，這些交易會於標準結算時段（T 結算時段）進行標準結算程序。T 結算時段將會提前於各期貨產品T 時段開市前1小時開始。T 結算時段於下午6 時45 分結束，即現行系統輸入截止時間。

另外，新的一個結算時段（T+1 結算時段）將會引入以支援T+1 時段。T+1結算時段將與T+1 時段同步開始，並於T+1 時段結束後45 分鐘（即下午11時45 分）結束。

現行與建議中的結算時段對照如下：

產品	結算時段	T 結算時段	T+1 結算時段
恒指／H 股指數期貨	現行時段	上午8 時45 分 – 下午 6 時 45 分	不適用
	建議時段	上午7 時45 分 – 下午6 時45 分	下午5 時 – 下午11 時45 分
黃金期貨	現行時段	上午8 時30 分 – 下午 6 時 45 分	不適用
	建議時段	上午7 時30 分 – 下午6 時45 分	下午5 時 – 下午11 時45 分

此雙結算時段安排令T+1 時段可以進行交易（所執行的交易登記為T+1 交易），同時亦讓T 交易的日終處理工作同步進行。當T+1 時段進行交易之際，結算參與者仍可於T 結算時段照常處理T 交易的後交易活動。

#### ii. 持倉記錄

持倉記錄會按結算日期劃分，於任何時候，T 日持倉及T+1 日持倉均分開記錄。T 日持倉的總數於T 結算時段結束後，即下午6 時45 分後確定，並用作日終按金計算。T+1 日持倉的總數於T+1 日結算時段結束後，即下午11 時45分後確定。該等T+1 日持倉會成為下一個T 日的

開市持倉，即下一日的持倉乃當日於T 時段產生的持倉，加上前一日的T+1 時段所執行的交易／後交易。

#### d) 風險管理

有別於T 時段，T+1 時段內並無銀行支援即日追收，因此額外採取以下風險管理措施，以減低收市後期貨交易時段涉及的對手方風險。

- i. 於T+1 時段內，根據當時市價及持倉定時監察結算參與者按其資本額釐定的持倉限額(CBPL)，同時亦會隨時監察結算參與者的CBPL 水平。違反CBPL的結算參與者或被要求減低風險以重新符合其CBPL 水平；若結算參與者未能達到有關要求或進一步增加其風險，該參與者或會被中斷與香港交易所交易系統的連接及被平倉。
- ii. 設有T+1 時段的市場將於每個T 時段開市後新增強制變價調整及按金追收（根據早上的擬定開市價格<sup>1</sup>），於正午12 時正前收回所有持倉（包括於T+1時段內交易的持倉）的按市價計值虧損及按金。擬定開市價格是在早上交易時段開始前的30 分鐘定價期間所得出的平衡市場價格。
- iii. T+1 時段並無即日變價調整或按金追收。

-完-

---

<sup>1</sup>如沒有擬定開市價格，則會使用緊隨開市後的市場價格