

立法會財經事務委員會
香港交易及結算所有限公司討論文件
有關開設收市後期貨交易時段的建議

目的

1. 本文件旨在向委員和業界解釋就香港交易及結算所有限公司(香港交易所)開設收市後期貨交易時段的建議所提出的關注問題。其最終建議載於附錄。

背景

2. 香港交易所於2011年5月就開設收市後期貨交易時段的建議發出諮詢文件徵詢市場意見。2011年12月，香港交易所發表諮詢總結並公佈開設收市後期貨交易時段的計劃。在收到的455份回應中，有353份(即約78%)贊同建議。收到的回應中有287份來自經紀行僱員，其中243名(即約85%)贊成有關建議。至於從機構收到的103份回應當中，89份(即約86%)支持建議。贊成的機構包括67名期交所參與者，其中三分二為中小型證券期貨公司。
3. 2012年6月，王國興議員向委員提出有關建議對經紀有潛在風險，可能影響金融市場穩定。有關建議在2012年7月舉行的財經事務委員會會議中已給委員作介紹。關於最終建議安排的資料文件亦在2012年12月提供給委員以回應王國興議員的查詢。
4. 在2013年1月7日財經事務委員會會議上，王國興議員提出業界仍然關注有關建議的潛在風險，尤其是建議的價限機制及夜間缺乏正常的銀行服務的情況。王國興議員提議邀請業界人士出席財經事務委員會會議討論有關問題。

5. 本文件向委員提供更多有關香港交易所開設收市後期貨交易時段的戰略意義，建議風險管理措施及市場意見的回應，以作討論。

開設收市後期貨交易時段的戰略意義

6. 香港交易所認為，開設收市後期貨交易時段對香港期貨業的發展十分重要，並可支持香港作為主要國際金融中心的地位。開設收市後期貨交易以涵蓋歐洲和美洲時區的戰略原因如下：
 - a. 讓投資者在全球化的市場環境下，能在晚間管理其期貨持倉的風險，為期貨業帶來新的業務。
 - b. 支持香港發展成為人民幣離岸交易中心，向國際投資者提供人民幣債券及貨幣產品，從而推動人民幣國際化。
 - c. 讓香港可以提供需要較長交易時間的環球性資產類別的產品（例如商品交易）。
7. 能否開設收市後期貨交易時段對於香港交易所與其他海外衍生產品交易所競爭是十分重要的。這些交易所已提供同類產品的夜間交易：
 - a. 芝加哥商品交易所目前提供23小時不交收人民幣貨幣期貨交易，並計劃在2013年第一季度推出與香港交易所最近推出的人民幣貨幣期貨產品相約的一個可交收離岸人民幣貨幣期貨產品。
 - b. 香港交易所計劃推出由中華證券交易服務有限公司（由香港交易所／上海證券交易所和深圳證券交易所合資組成的新公司）編制的內地相關指數的期貨及期權產品。開設收市後期貨交易時段有助香港交易所與其他亞洲交易所競爭，如新加坡已在亞洲日間和晚間（至凌晨2點）提供A股指數期貨。若不開設收市後期貨交易，香港交易所的產品將相對遜色。

香港交易所現時的主要風險管理措施

8. 香港交易所按結算參與者的流動資本額釐定持倉限額 (CBPL)，並每日監察結算參與者的CBPL水平。監察CBPL旨在確保結算參與者承擔的風險水平與其財務實力相稱。
9. 此外，香港交易所每日按市場價格計算損失及按金，以管理結算參與者的風險。亦會在市場波動時，不定時地按實時市場價格及結算參與者的持倉量即日追收按金。客戶買賣恒生指數(恒指)期貨或H股指數期貨的最低按金目前為期貨合約價值的6%。按金要求將會不時調整及隨市場波動而增加。

香港交易所建議收市後期貨交易的安排

10. 香港交易所在考慮市場參與者的諮詢意見，評估交易所參與者的技術和運營方面的可行性，並與證券及期貨事務監察委員會（證監會）行政人員討論後，建議收市後期貨交易的安排如下：
 - a. 收市後期貨交易時段（T+1 時段）將於下午5 時開始，晚上11時結束。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通量發展良好，下一階段將推出小型恒指期貨、小型H股指數期貨、人民幣貨幣期貨及金磚市場期貨的收市後交易。
 - b. 於T+1時段執行的交易（T+1交易）會登記為下一日的交易，這些交易將會於下一日進行標準結算程序。
 - c. 香港交易所將通過適當的定期、隨時和/或在T+1時段期間的實時監察，以管理收市後期貨交易的風險。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；於收市後期貨交易時段違反CBPL的結算參與者，可能會被要求減少他們的風險以重新建立符合CBPL有關要求或會被中斷與香港交易所交易系統的連接。

- d. 通過新的強制變價調整及保證金要求在翌日T時段的中午12時前繳付。
- e. 並於T+1 時段設立 $\pm 5\%$ 價限機制。

11. 詳細建議載於附錄。

回應市場意見

- 12. 部分市場人士關注收市後期貨交易時段的市場流通量可能偏低，令市場容易受到操控。香港交易所的觀點是，雖然收市後期貨交易時段的交易量未必及得上正常交易時段的交易量，但根據諮詢回應及我們的評估，投資者因應歐美市場的消息及事件在晚間管理持倉的需求確實存在。香港交易所認為很多投資者將參考歐洲和美國股市指數變動，監察香港交易所的收市後期貨的市場價格及參與交易，並應用交易科技捕捉交易或對沖機會。這樣的交易參與將有助防止市場受到操控。此外，香港交易所亦將於該交易時段進行市場監察。香港交易所沒有發現在海外市場如日本、澳洲和新加坡的收市後期貨交易存在操縱活動。
- 13. 部分市場人士關注在收市後期貨交易時段，市場可能會過份波動。香港交易所建議參考其他主要市場設立 $\pm 5\%$ 價限機制。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。
- 14. 部分市場人士關注市場可能會過份波動，並提議減低價限機制的上下限由 $\pm 5\%$ 到 $\pm 2.5\%$ 。參照國際標準，5%價限機制已是於收市後時段最窄的上下限（芝加哥商品交易所的標普500指數期貨於非正常交易時段亦設立5%價限機制）。若價格上下限過低，市場活動被限制的次數將會很頻密。這樣將有礙期貨市場的正常運作，並嚴重削弱市場參與者於收市後透過期貨市場對沖其持倉風險的好處。以下是2005年至2011年恒指期貨及H股指數期貨現貨月合約每日開市價與前收市價差幅的次數統計：

平均每年次數	超越5%差幅的次數	超越2.5%差幅的次數
恒指期貨	1	14
H股指數期貨	4	24

因應有關關注，香港交易所已作詳細考慮及與市場人士討論。香港交易所相信所建議的 $\pm 5\%$ 價限能適當地達到其目的，因此未有計劃作出調整。在實施收市後交易時段後，香港交易所將不斷監察 $\pm 5\%$ 價限的效益，如認為有任何調整需要，香港交易所將會諮詢證監會。

15. 部分市場參與者認為收市後期貨交易將增加翌日開市價格波動。現時，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。

16. 部分市場參與者關注經紀公司如何在收市後期貨交易時段，銀行正常營業時間外，管理客戶的交易風險。目前已有經紀公司在晚上為客戶提供海外期貨買賣的服務，他們有一定經驗和措施處理銀行營業時間外客戶的交易和風險管理。他們的措施包括：為參與T+1時段的客戶訂定較高的客戶按金水平，亦可能按客戶的財力制定交易限制。如認為有需要，部分經紀公司更可能要求客戶在T+1時段內透過網上銀行，銀行櫃員機及繳費靈等轉賬設施繳付額外按金以保障持倉。一旦客戶在T+1時段內達到預設的交易／持倉限制的警告水平，經紀公司將按正常程序即時通知客戶。倘若經紀公司未能收到額外按金時，他們有權為客戶平倉。此外，由於客戶最低按金一般為期貨合約價值的6%而價限制設為上/下5%，客戶保證金將不會在T+1時段內完全耗盡。

17. 部分經紀公司關注開設收市後期貨交易時段涉及額外營運成本及需要作出商業上的考慮。從國際經驗，如新加坡證券交易所及大阪證券交易所，新交所自1996年推出日經225指數期貨的收市後期貨交易，夜間交投量在2012年10月高達日間交投量的40%。大阪證券交易所自2007年推出日經225指數期貨的收市後期貨交易，夜間交投量在2007年至2012年之間增加了近5倍。夜間交投量在截至2012年9月的年度交投量高達日間交投量的37%。香港交易所預計，收市後期貨交易會為整體期貨行業帶來業務增長。然而，個別經紀公司是否於收市後期貨交易中受益，將取決於它如何捕捉新的業務機會。我們注意到，一些經紀公司為沒有在夜間營業的經紀公司提供夜間交易的執行及結算服務，這可能是一個替代方案以解決經紀公司的運作問題。至於經紀公司是否會選擇使用其他經紀公司的交易執行服務，這將是經紀公司的一個商業決定。

實施計劃

18. 在整個系統開發和提升的過程中，香港交易所一直與經紀和他們的系統供應商保持緊密聯絡。許多經紀公司一直積極準備他們的系統以支接收市後期貨交易時段的業務。
19. 香港交易所的軟件開發和內部測試已經完成。92名交易所參與者（佔總期貨交易量約61%）和61名結算參與者（約54%的結算量）成功通過2012年12月1日的模擬測試。2013年1月19日將讓餘下的交易所參與者/結算參與者進行最後的模擬測試。
20. 待證監會審批後，香港交易所計劃於2013年3月或4月推行收市後期貨交易時段。

香港交易所
2013年1月

附錄：收市後期貨交易時段的最終建議

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或美國及倫敦的銀行假期，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以上或黑色暴雨警告，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

價格上下限的建議為5%。香港交易所將根據實行價限機制後的經驗及市場被限制的次數，作出檢討及可能調整有關的上下限比率。

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30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¹），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。

¹如沒有擬定開市價格，則會使用緊隨開市後的市場價格

以下是建議的風險管理措施及海外交易所的的風險管理作比較：

風險管理措施	芝加哥商品交易所	NYSE Liffe	Eurex	新加坡交易所	香港交易所(建議)
收市後期貨交易時段的風險管理措施	持倉限額 監察	即日按金追收 (至當地時間9:00pm)	即日按金追收 (至當地時間10:30pm)	資料不詳	定時監察 結算者按 其本額的 持倉限額 (CBPL)
收市後期貨交易時段的風險管理措施	強制性按市價計值* 及按金追收	強制性按市價計值* 及按金追收	強制性按市價計值* 及按金追收	強制性按市價計值* 及按金追收	強制性變價調整及 按金追收
最後交收時間	翌日 1:40pm	翌日 9:00am	翌日 10:00am	翌日 7:00am	翌日 12:00noon

*按市價計值相等於香港交易所的變價調整

資料來源: 相關交易所/結算所網頁.