

二零一六年十二月五日
討論文件

立法會財經事務委員會

就香港的持倉限額制度提出的改進建議

目的

本文件旨在向委員會簡介證券及期貨事務監察委員會（“證監會”）就期貨及期權市場的持倉限額制度提出的改進建議。

背景

2. 香港的持倉限額制度於一九九九年發生亞洲金融危機後引入。在該制度下，證監會獲賦權於《證券及期貨(合約限量及須申報的持倉量)規則》（第 571Y 章）（“《合約持倉量規則》”）內，就期貨及期權合約訂明持倉限額及大額未平倉合約的申報規定。就期貨或期權合約而言，持倉限額指任何人可以持有或控制的持倉量上限。設立持倉限額的目的，是為了防止及避免建立可能會影響本港金融市場穩定及有序運作的大額持倉。

3. 多年來，證監會一直定期檢討持倉限額，並在適當情況下作出修訂，以確保在維持金融穩定與促進市場發展之間取得適度平衡。因應本港證券及期貨市場於近期的增長和發展，證監會認為是時候檢討持倉限額制度。經考慮市場參與者的意見後，證監會建議對持倉限額制度作出多項修改，務求使該制度繼續切合本港金融市場的需要。

證監會就改進持倉限額制度提出的建議

4. 二零一六年九月二十日，證監會就建議改進持倉限額制度，以及對《合約持倉量規則》及證監會的《持倉限額及大額未平倉合約的申報規定指引》作相應修訂，發表了公眾諮詢文

件¹。回應人士獲邀請於二零一六年十一月二十一日或之前提交意見。改進建議包括以下五個範疇－

- (a) 提高利便客戶的超逾限額持倉量；
- (b) 為交易所買賣基金（“ETF”）莊家引入一項新的超逾限額持倉量；
- (c) 為指數套戥活動引入一項新的超逾限額持倉量；
- (d) 為資產管理人引入一項新的超逾限額持倉量；及
- (e) 提高股票期權合約的法定持倉限額。

有關詳情載列於下文各部分。

利便客戶的超逾限額持倉量

5. 現時，根據《合約持倉量規則》，證監會可授權交易所參與者或其聯繫人持有或控制數目超逾訂明上限最高達 50% 的指明合約，即任何恒生指數（“恒指”）及恒生中國企業指數（“恒生國企指數”）期貨及期權合約。若該公司具有“相關業務需要”²，以致必須使用恒指及／或恒生國企指數合約來對沖為向客戶提供服務而招致的風險³，證監會便可授權其持有或控制該等超逾限額持倉量。此項準則旨在確保申請及授權超逾限額持倉量的目的，只限於協助交易所參與者及其聯繫人為客戶提供更佳的服務。

6. 證監會注意到，雖然香港市場近年來迅速增長，但利便客戶的超逾限額持倉量並未獲得廣泛使用。部分市場參與者向證監會解釋，與他們的業務活動規模相比，50% 的超逾限額持倉量最高上限並不夠高，反而他們會依靠場外衍生工具市場進行對沖。他們亦表示傾向使用更多交易所買賣合約來應付其業務需要，原因是交易所市場提供較佳的價格透明度以及運作和資

¹ 諮詢文件載於：<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/openFile?refNo=16CP3>

² 現時，“相關業務需要”的定義載於《合約持倉量規則》第 4(10)條，指令到該交易所參與者或其聯繫人有必要從事對沖活動以便向其客戶提供服務的業務需要。

³ 例如，該公司可能曾向客戶出售一個場外衍生工具產品，並希望使用期貨合約來對沖場外衍生工具產品的風險。

本效益。調高超逾限額持倉量上限不僅能夠鼓勵市場參與者把其場外衍生工具持倉移至交易所市場，從而提升市場透明度，亦能夠讓證監會更佳地評估該等交易對金融市場穩定的潛在影響。

7. 鑑於上文所述，證監會建議將超逾限額持倉量上限由現行的 50%提高至 300%⁴。建議的增幅與恒生國企指數期貨及期權市場過去多年的增長大致相符。雖然恒指期貨及期權市場並沒有相同幅度的增長，但證監會仍建議就恒指期貨及期權合約採用相同上限，以維持簡單結構，亦可以靈活配合市場日後任何增長。

8. 現時，如要申請超逾限額持倉量，交易所參與者或其聯繫人或它們的控權公司必須具有“充足財政能力”，即按其最近期的經審計的財務報表所列，擁有不少於 20 億元淨資產值，或具有合資格信貸評級⁵。為確保申請人有足夠財政能力管理因為較高持倉限額所承擔的風險，證監會建議收緊財政要求，將淨資產值要求調高至不少於 50 億元的水平。此外，證監會將會繼續採用現行準則，即申請人必須設有有效的內部監控程序及風險管理系統，以管理超逾限額持倉量所產生的潛在風險。

交易所買賣基金莊家的超逾限額持倉量

9. 現時，根據《合約持倉量規則》，若干莊家或流通量提供者可獲香港聯合交易所（“聯交所”）或香港期貨交易所（“期交所”）授權持有或控制數目超逾訂明上限的期貨或股票期權合約，以進行莊家活動或流通量供應活動，或對沖相關的風險⁶。

⁴ 與 50%的超逾限額持倉量最高上限一樣，建議的 300%上限是最高上限持倉量。證監會將會在考慮不同因素（包括申請人的需要及當時市況）後，按個別情況釐定授權予申請人持有或控制的超逾限額持倉量的數目。

⁵ 按《證券及期貨條例》附表 1 所界定，合資格信貸評級指(1) 就長期債項而言，經穆迪投資者服務公司評定為 A3 級或以上，或就短期債項而言，經穆迪投資者服務公司評定為優質-3 級或以上的評級；或(2) 就長期債項而言，經標準普爾公司評定為 A 級或以上，或就短期債項而言，經標準普爾公司評定為 A-3 級或以上的評級。

⁶ 該等人士為(a) 獲聯交所註冊的股票期權合約莊家及流通量提供者；(b) 獲期交所註冊的期貨合約莊家或流通量提供者；及(c) 根據《上市規則》上市的結構性產品的發行人及由其有連繫法團就該類上市證券擔當的流通量提供者（例如衍生權證或牛熊證的流通量提供者）。

然而，該等條文並無涵蓋可能需要使用期貨及期權合約來對沖其 ETF 莊家持倉的 ETF 莊家。假如 ETF 莊家所持有的期貨持倉量接近持倉限額，他們便可能無法有效地對沖任何額外 ETF 持倉的風險。這可能會妨礙他們發揮莊家的作用，並對有意買賣相關 ETF 的投資者造成不利影響⁷。

10. 鑑於上文所述，證監會建議擴大在《合約持倉量規則》下的訂明人士的類別，使聯交所或期交所得以授權 ETF 莊家持有或控制超逾訂明上限的期貨或期權合約以對沖進行莊家活動時所產生的風險。這將有助 ETF 莊家履行其職能及管理有關風險。

指數套戥活動的超逾限額持倉量

11. 指數套戥是一項交易策略，旨在捕捉某項指數的成分股的價值與以該指數作為相關資產的衍生工具產品（例如股票指數期貨）的價格之間的價差所產生的利潤。指數套戥活動有助糾正兩個市場之間的任何價格偏差，令價格重新處於合理的水平。這個價格調整過程十分重要，因為股票指數衍生工具的價格愈緊貼指數成分股的價值，便愈能成為更有效的對沖工具。相反，假如股票指數衍生工具的價格與相關指數的成分股的價值不一致，投資者在使用股票指數衍生工具來對沖風險時，便需面對更高成本。

12. 鑑於指數套戥活動對市場有利，以及預期市場需要超逾限額持倉量以利便相關活動，故證監會建議交易所參與者及其聯繫人可以有資格向證監會申請授權，以持有或控制超逾其訂明上限的恒指及恒生國企指數期貨及期權合約。可授予的超逾限額持倉量的上限，會設定為訂明上限的 300%。

13. 與利便客戶的超逾限額持倉量一樣，上述授權將只會授予符合以下條件的交易所參與者或其聯繫人－

(a) 該超逾限額持倉量必須用於真正的指數套戥活動；

⁷ 過去十年來，香港的 ETF 市場大幅增長。於二零零五年至二零一五年期間，追蹤恒指及恒生國企指數的 ETF 的平均每日成交量分別按年上升 44%及 67%。

- (b) 交易所參與者或其聯繫人應具備穩健的財政能力，以應付因該超逾限額持倉量而產生的潛在風險。在這方面，證監會建議採用就利便客戶的超逾限額持倉量所制訂的新財政能力要求，即交易所參與者或其聯繫人或它們的控權公司須擁有不少於 50 億元淨資產值，或具有合資格信貸評級；及
- (c) 交易所參與者須設有有效的內部監控程序及風險管理制度，以管理因指數套戥活動而產生的潛在風險。

資產管理人的超逾限額持倉量

14. 根據《合約持倉量規則》，如資產管理人獲授權為受其管理的基金買賣期貨及期權合約，在遵守訂明上限時，須把每隻基金的所有期貨及期權持倉合併計算。因此，一些資產管理人曾反映現有的訂明上限過於嚴格。

15. 證監會預計資產管理人或會有真正使用股票指數期貨及期權合約的業務需要，以利便其管理投資組合。因此，證監會建議引入新的超逾限額持倉量，據此證監會可授權資產管理人持有或控制超逾訂明上限的恒指及恒生國企指數期貨及期權合約。可授予的超逾限額持倉量的上限，會設定為訂明上限的 300%。此舉將會讓資產管理人在管理他們所控制的不同基金時更為靈活，從而協助進一步推動香港成為資產管理中心。

16. 由於建立大量的持倉或會對金融市場穩定構成重大影響，故證監會亦建議制訂一些保障措施，以將任何不利影響減至最低。資產管理人如要符合資格持有或控制超逾限額持倉量，必須具備以下條件－

- (a) 是根據《證券及期貨條例》就第 9 類受規管活動獲發牌或獲註冊（即資產管理人）的中介人，而其管理資產的總值不少於 1,000 億元；
- (b) 必須證明其有真正使用恒指及恒生國企指數期貨及期權合約的業務需要，以利便其資產管理活動；及

- (c) 設有有效的內部監控程序及風險管理系統，以管理因超逾限額持倉量而產生的潛在風險。

股票期權合約持倉限額

17. 香港交易及結算所有限公司（“香港交易所”）於二零一六年四月就其修訂股票期權持倉限額模式的建議發表了諮詢文件⁸。香港交易所的建議的一個主要範疇是提高股票期權持倉限額。香港交易所建議用三級制模式取代現行的兩級制持倉限額模式（即 30 000 份及 50 000 份合約）。三級制將設有較高的持倉限額水平（50 000 份、100 000 份及 150 000 份合約），香港交易所將採用以股票期權合約的相關股票的市值及流通量為基礎的方法，為每種股票期權合約編配持倉限額級別。獲編配的持倉限額級別將每年或按需要進行檢討。諮詢總結⁹已於二零一六年六月發表，大多數回應者均贊成有關建議。

18. 現時，所有股票期權合約在《合約持倉量規則》下的訂明上限均為 50 000 份合約。此持倉限額水平自二零零六年起設定。另一方面，股票期權市場自此經歷了顯著增長，相關股票的數目由二零零六年的 42 隻升至二零一五年的 84 隻，同期的平均每日成交合約張數亦由 73 390 份增至 374 346 份。

19. 根據證監會的分析及其與市場參與者的討論，證監會同意有需要全面提高股票期權持倉限額，而提高股票期權持倉限額的建議將不會為香港股票市場帶來重大風險。

20. 為利便香港交易所實施其建議，證監會建議修訂《合約持倉量規則》，將股票期權合約的訂明上限由 50 000 份合約增加至 150 000 份合約。建議的 150 000 份合約限額將適用於所有股票期權合約，包括由香港交易所設定較低持倉限額的股票期權合約。

⁸ 諮詢文件載於：

https://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/Documents/cp201604_c.pdf

⁹ 諮詢總結載於：

https://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/Documents/co201604cc_c.pdf

有關建議的好處

21. 證監會認為就現行的持倉限額制度提出的改進建議將為香港市場帶來好處，以及鼓勵市場參與者在交易所的買賣市場建立持倉，從而提高市場的透明度。有關建議亦將有助促進香港成為風險管理及資產管理中心。有關建議已納入多項措施，以盡量減低對香港市場造成相關風險或對市場穩定產生任何潛在不利影響。

公眾意見

22. 諮詢文件的回應者普遍支持就持倉限額制度提出的改進建議。證監會現正研究所收到的意見，並將會於二零一七年第一季發表諮詢總結。

未來路向

23. 證監會將會考慮接獲的所有意見，以落實有關建議。證監會計劃在二零一七年第一季將建議的修訂規則提交立法會進行先訂立後審議的程序。

徵詢意見

24. 謹請委員會察悉上述就香港的持倉限額制度提出的改進建議。

財經事務及庫務局
證券及期貨事務監察委員會
二零一六年十一月二十五日