

《適用於從事期貨合約交易的持牌人的風險管理指引》 諮詢檔的反饋意見

(香港中資期貨業協會 正式反饋意見)

2023 年 2 月 20 日

問題 1 你是否贊同應就期貨業務所涉及的每項重大風險而指定一名負責人員或一名核心職能主管管理該風險？

反饋：反對。

理由：

1. MIC 已經做了功能區分，有專門管理風險的負責人，一名 MIC 可以承擔多項風險管理的職責，不需要再就每項風險指定一名負責人員。主管風險的 MIC 或者 RO，已經相當於 CRO 角色。
2. 建議顯著增加 FCM 運營成本，且因為管理的職能分割，反而不能起到良好的統籌管理。

問題 2 你是否贊同期貨經紀行在瞭解商品期貨產品的相關商品市場的性質及風險時，應考慮上述因素？如否，請加以說明。

反饋：反對。

理由：

1. 期貨交易交易的是期貨合約，不是標的資產本身。我們不是大宗商品現貨商，不可能對每個商品的性質或者特性有完全的把握。建議所提及的這些資訊（有關商品的物理特性，供求的影響因素，商品市場的結構、組織及運作情況及可能影響該商品市場運作的政治、宏觀經濟和其他相關因素）是輔助資訊，不能作為核心要求。
2. 目前大多數公司本來就有可交易品種的清單，但對於增加新品種不應設置門檻，其次期貨公司是經紀商，核心職能是控制風險，而主觀判斷行情不是期貨公司應做的事情，也不具備這個能力，比如商品市場的運作情況，實物交割，這會增加大量人力物力，且並不會起到好的作用，可能適得其反。
3. 基於 FCM 期貨合約金融（交易）屬性的風險管理責任，包括交易流動風險、交割交收管理是 FCM 管理商品期貨合約的風險管理核心，關聯資產的商品屬性為從屬屬性，建議經紀業務主導機構可以參考但不必須將期貨合約商品屬性風險納入其風險管理範疇；

不論是商品期貨或金融期貨，所交易的標的均屬於期貨合約，而並非標的資產本身。對於商品期貨而言，其期貨合約的金融屬性已經成為核心屬性，而

商品屬性則成為研究商品期貨價格走勢的輔助屬性。雖然決定商品供給的因素同樣決定商品期貨的價格，但其性質與金融期貨底層資產價格決定金融期貨價格一樣，這是期貨是價格發現工具屬性決定的，期貨的價格最終會回歸現貨的價格。但同時應看到，期貨價格在期貨合約生命週期內對現貨價格的背離，而這種背離是其金融屬性決定的，同時這種背離反而會成為商品期貨波幅的重大決定因素，例如在 2022 年 3 月 8 日的現貨價格波動遠低於期貨價格波動，這正是商品期貨的金融屬性決定的，並不能通過列明商品因素而防範相關風險。

從現時香港期貨經營機構而言，能夠提供商品期貨交割服務的經紀商仍屬於少數，大多數的商品經紀商在提供經紀服務時均會要求客戶在商品期貨到期前強制平倉了結，這使得商品期貨合約的金融屬性進一步突出，使商品期貨的金融屬性成為核心要素。

從整體上看，瞭解有關產品和相關商品市場的性質和風險（商品物理性質、供求影響因素、政治、宏觀經濟）並於可交易的商品期貨產品清單內記錄”就風險管理有利但受益有限。

綜上，僅就經紀業務而言，在商品期貨交易服務提供時，並無必要就商品期貨交易必須列明商品屬性等輔助諮詢，亦不應將列明商品屬性作為開展經紀業務的監管指引。

問題 3 你是否贊同將客戶風險限額納入期貨經紀行的風險管理系統、交易指示管理系統或交易平臺之內，能令期貨經紀行得以更妥善地管理其因客戶交易而承擔的風險？

反饋：同意。

問題 4 你是否贊同適用於期貨經紀行的聯屬客戶（即本身是被香港或某訂明國家的金融監管機構規管或監督的集團實體）的替代規定，將有助期貨經紀行管理其就該等客戶的交易活動而承擔的風險？如否，請提供理據及替代方案。

反饋：同意。

問題 5 你是否贊同如某客戶曾在過去 30 個曆日內兩次未能於清繳限期或之前清繳追繳保證金而無合理辯解，便不應就適用於該客戶的追繳保證金或強制平倉安排作出寬免？如否，你會提議哪些不同的門檻？

反饋：反對。不应实行。

理由：

1. 由於香港與歐美的時間差，以及客戶國際電匯的困難，客戶並不能保證在一天內補足保證金，業界通常做法是通融客戶最遲在 T+2 補足保證金或者自行平倉，到 T+3 資金未到賬或者客戶未能主動減倉才會做出強平。

2. 特別地，由於人民幣的匯款經常受到中間行效率影響，最遲可能需要 5 天的時間才會到賬。對於已經付出款項卻被中間行延誤而引起的強平對固有客戶而

言是極難接受的。因為資金在途其實已經是資金支付的憑證。而由於第三方原因導致的延誤卻需要固有客戶來承擔結果只會把所有期貨經紀業務都趕離香港。國際慣例都是認可資金在途的。

3. 原則上，可以將 30 個日曆日內兩次未能滿足保證金要求作為是否向客戶提供再次保證金追繳寬免的酌情考量因素，但不能作為禁止做出追繳保證金或強制平倉寬免的唯一前提，以增加經紀商採取風險控制措施的彈性，由期貨經紀商自行訂明政策是否採納該指引，及如不採納該指引的情況下應維持的替代措施。理由如下：

主動減倉與追繳保證金，均是滿足維持倉位降低投資賬戶槓桿的有效手法，在極端市場行情下，主動減倉反而是更有效的風險控制手法；客戶主動減倉有利於減低經紀商的整體持倉，降低經紀商整體的風險；而追加保證金並不能降低經紀商整體持倉，在客戶資金枯竭時反而會迎來更大的衝擊；

應將客戶“積極主動履行保證金追繳義務的行動”列為客戶是否兩次滿足保證金的考量因素，由經紀商自行決定；在考慮是否給予客戶保證金寬免通常是基於客戶的財政狀況與市場行情因素決定，單獨將 30 個日曆日兩次未能清繳保證金列為強制性考量因素並不適當；

最後，如果監管機構將過去 30 個日曆日兩次未能清繳保證金列為監管指引，將會使部分投資者認為香港經紀商不能提供與其他司法管轄區對等服務，而轉投其他司法管轄區經紀商，降低香港經紀商的競爭力。

問題 6 你是否贊同將期貨經紀行就優惠保證金待遇而承擔的風險限於速動資金盈餘或可用資金當中較高者的 10%，是適當做法？如否，你對有關限額有何提議？請說明理由。

反饋：反對。不应实行。

理由：

1. 因為 $10\%ELC \geq 2\%RLC$ ，所以本條實際上就是要求客戶保證金不足部分 $\leq 2\%RLC$ 。本建議無法實施的原因：一是 RLC 每天不一樣，十分動態；二是門檻太低，如果按照這個標準，FCM 隨時可能違規，操作起來不現實。FRR 規則已經對 margin call 的處理做了詳細規定，經紀商遵照該規定執行即可。

2. 當前業內做法除了給與客戶一個固定的授信金額以外，也會採用保證金比例優惠的模式，此模式下盤中很難控制客戶具體實際使用了多少的保證金優惠額度，且 FCM 仍然會在盤中對此類保證金優惠的客戶進行即時風控，當其出現較高的風險的時候，仍然會進行強平等操作。

3. 我們認為，經紀商為客戶提供優惠保證金待遇應設定集中度上限並執行監控，但我們認為，將速動資金盈餘或可用資金當中的較高者的 10% 訂明為上限，因該上限過於嚴苛，將會有損香港期貨經紀行為專業客戶提供服務的可能性，使得中小型經紀行業務受阻；

4. 在向客戶提供優惠保證金待遇的監管體系中，《財政資源規則》已經訂明隱性的上限，即持牌法團在速動資金達到 120%時需向監管機構報告，及在速動資金達到 100%時應暫停開展業務。

5. 我們建議 SFC 參考港交所固有客戶的風險管理政策，要求 FCM 對此來客戶做好事前的評估，並對此類客戶做好日內監控和事後評估，比如若客戶出現盤後多次追保違約，則考慮暫停或者取消此類客戶的保證金優惠水準等內控政策。

問題 7 你是否贊同在計算客戶保證金短欠數額總和時，應排除在某期貨市場跨越午夜的交易時段內所進行的期貨合約買賣？如否，請說明理由。

反饋：部分同意。

理由：同意設定在香港結算的期貨合約。但海外的 T+1 方式公司會按個別持牌基金需要製訂結算模式（在符合當地交易所的規則下），我們建議 SFC 可以讓期貨公司在符合當地監管機構的規則下自行決定計算客戶保證金的截數時間（以只計算 T 時間或以交易日計算）來計算追保金額，前題是在符合合規情況下。

問題 8 你是否贊同期貨經紀行應對執行或結算代理人進行盡職審查覆核，並設立一名後備代理人？如否，請說明理由。

反饋：同意。

問題 9 你是否贊同，期貨經紀行應將其自身的資金存入在執行或結算代理人或結算所開立的綜合帳戶或指定的信託銀行帳戶內，以彌補因以其他客戶的資產抵銷某些客戶的超蝕款項而產生的客戶資產短欠數額？

反饋：同意。

建議明確：考慮到夜盤時間，客戶不能及時追保入金，建議按照 T+1 的模式，也就是客戶在 T+1 後仍然出現短欠資金，FCM 再轉入自有資金。此外，在 T+1 後，如果客戶出現追保，再影響 FCM 的速動資金。

問題 10 你是否贊同在某單一海外執行或結算代理人持有的客戶保證金溢差的金額不應超逾期貨經紀行在其最近期的每月財務申報表中申報的速動資金盈餘？如否，你對有關限額有何提議？

反饋：反對。不应实行。

理由：

1. 本條違反了財政資源規則。財政資源規則允許經紀商在符合該規則的情況下，持有客戶資產。財政資源規則給予經紀商 20 倍的經營杠杆，這一建議要求在單

一清算商的保證金盈餘不得高於 FCM 的 ELC，大大壓縮了條例所允許的經營杠杆。

6. 不具有可操作性。市場交易到香港時間 T+1 日 5-6 點，結算完成要到香港時間早上 10 點以後，海外市場（包括銀行）早已關閉，即便有海外銀行帳戶（如建議所提及），也無法調撥。前一交易日完結（day-end），才能算出保證金盈餘和 ELC，結算單要到次日中午前後才有，保證金溢差此時才有確定的數額。時間滯後，導致無法即時計算該數額。

2.關於清算商資金的安排，由於大多期貨交易涉及 TWAP 和 POV 策略單的需求，若期貨公司將保證金分散至多個清算商，將極大可能發生在單一清算商保證金不足而導致 TWAP 策略單中途終止而無法完全執行的情況，若由於資金不足在交易途中臨時切換清算商，這將影響客戶的交易指令有效執行，導致客戶投訴從而對行業產生更多法律風險。

3.保證金盈餘在海外清算商並為給予交易額度時代理客戶開倉的前提條件，因客戶開倉數量預期具有不確定性，以及 ELC 數額的不確定性，如以 ELC 數額來衡量海外清算商保證金盈餘，將會為經紀代理業務帶來不確定性，亦會存在於持牌法團的客戶資金足夠的情況下持牌法團無法通過海外清算商代理客戶訂單，會對客戶交易產生重大影響，亦可能引發大量客戶投訴。

4.另外，在小型經紀商發展初期，如遵守上述限制，亦會極大阻礙小型經紀商發展。因此，如設定以 ELC 衡量單一海外清算商保證金盈餘的話，將會極大的損害行業發展的潛力及客戶的利益，有機會使香港經紀商需要頻繁調動資金，甚至會被執行或結算代理人頻繁追加保證金。。此外如 SFC 擬推出該規則，建議 SFC 衡量主要認可市場所在司法管轄區的監管規則，就不同認可市場司法管轄區對客戶資金的管理方案進行評估，並就客戶資產保護力度不低於香港的國家或地區推出對應的認可司法管轄區規則，以便就該方面的管理推出相應的豁免規則。最後，在 FRR 上本來就已經體現了海外清算商的保證金盈餘的影響。

提議：不應做數量限制。建議經紀商在切實可行的情況下，減少在清算商的富餘保證金。

問題 11 你是否贊同期貨經紀行在提供優惠保證金待遇予任何客戶的情況下至少每日進行一次壓力測試，並在其他情況下至少每週進行一次，以及在市況波動時都應該進行壓力測試？

反饋：反對。

理由：對於優惠保證金客戶，期貨公司會設定比普通客戶更加嚴格的風險閾值，對於隔夜頭寸有嚴格的資金管理，每日做壓力測試會耗費大量人力物力和時間，這個頻率實行不現實，也沒有必要。建議月度做測試，最多兩周做一次壓力測試，或者 FCM 覺得有必要的時候（比如在市況波動時），主動做測試。

問題 12 你是否贊同上文第 65 段提議有關用來估算客戶及自營帳戶的預計虧損的替代方法？ 如否，請提供理據及任何替代提議。

反饋：反對。

理由：以 2 倍保證金要求（margin requirement）作為變化因數，測算的要求過高。FCM 普遍設有自動強平機制，客戶一般在風險率為 50%左右進行強平。客戶在全部資金進行開倉的情況下，權益變為負數，也就是損失達到保證金要求的 100%才能達到。諮詢建議的壓測模型為單一基於交易所邏輯，欠缺多樣性及合理性，應基於經紀商自身採取的更為適應其業務特點的壓測模型，及如公司採取對客戶持倉類別進行單一壓力測試。

建議：採用持倉保證金要求的 100%作為替代的壓力測試方法。

問題 13 你是否贊同上文第 68(b)段所載為釐定就個別客戶或關連客戶組別所承擔的集中風險是否過高而設立的門檻？ 如否，請提供理據及任何替代提議。

反饋：反對。不应实行。

理由：

1.客戶集中度界定門檻太低。因為 $ELC \geq 0.2RLC$ ，也就是說只要單一客戶保證金高於 RLC 的 6%，就視為集中度客戶了，這個門檻太低了。其次，ELC 和 RLC 每天都是動態的。

2.客戶的集中度風險並不能只單純的用保證金來體現，還要具體看該客戶的持倉分散度以及持倉內部的多空對沖情況，建議採用客戶單個品種類別的單邊方向進行集中度的計算；而且客戶的性質及本身的風險承受能力也有不同，不能一概而論，應讓期貨公司按照內控規則自行評估控制。

問題 14 你是否贊同第 68(c)段所載列的壓力情境，藉此評估期貨經紀行對客戶帳戶的預計超蝕款項和自營買賣的預計虧損的承受能力？ 如否，請提供理據及任何替代提議。

反饋：反對。不应实行。

理由：FCM 可以就此做評估，但不能作為評估風險敞口的判定標準。壓力測試是靜態的，風險管理是動態的。期貨本來就是槓桿業務，用靜態的極端壓力測試來評估對 ELC 的影響，只能作為決策參考。大多數情況下，流動性較為充足的產品可以通過減倉來降低客戶風險，極端壓力測試僅是對於小部分流動性不足的產品適用。另外對於經紀業務而言，需要疊加衡量客戶資金的充足性、追保資金補足的及時性及市場的流動性，單純的前兩大最大客戶損失預測衡量對 ELC 的影響並不具備實際的參考價值。

問題 15 如期貨經紀行依賴在集團層面進行的壓力測試，你預期它們在遵守建議指引第 60 及 61 段（包括應證監會要求提交壓力測試報告）時會否有任何困難？如有，請解釋有什麼困難及提出替代提議。

反饋：無意見。

問題 16 你認為就上文第 70(a) 及 (b) 段所載列的規定提供九個月的過渡期是否適當？如否，適當的過渡期應為多久？請說明理由。

反饋：反對。

理由：關於建議指引第 21(d) 段所載有關應對客戶風險限額實施系統監控措施的規定；及建議指引第 42 及 43 段所載有關應對執行或結算代理人進行盡職審查覆核和與執行或結算代理人確立後備安排的規定，9 個月的過渡期時間太短。業界評估影響、計畫實施、升級系統、投入人力物力資源，以便遵守相關規則，都需要足夠的時間。

建議：過渡期兩年。我們諮詢了主流期貨系統供應商，以上系統開發及測試，預計至少需要 18 個月，FCM 還需要做定制化處理，累計沒有兩年時間，根本無法實現。

問題 17 你認為就建議指引的所有其他規定提供三個月的過渡期是否適當？如否，適當的過渡期應為多久？請說明理由。

反饋：反對。

理由：除以上幾個方面的事項，其他所建議的各項指引對業界發展影響深遠。業界除了上述的評估影響、計畫實施、升級系統、投入人力物力資源等，增加資本金或者關閉期貨業務，都需要足夠的時間。尤其中資背景公司的增資，CSRC 至少需要 1 年以上才會批准還申請，還需要走內部股東大會決議跟外管溝通。

建議：過渡期為諮詢期後兩年才實行新指引，這樣才能保障香港期貨業務從業主體平穩過渡，不然可能帶來的及其負面的行業及市場影響。

對其他對建議指引的反饋：

額外問題 1：建議指引第 53 條(a)(i)，期貨經紀行如在香港以外地方的期貨市場為客戶提供服務，便應：在切實可行的範圍內盡量採取下列措施以保障客戶權益及客戶資產：(i) 在受該期貨市場所在司法管轄區的主管當局規管的銀行或保管人 開立和維持一個獨立或信託帳戶；

反饋：反對。

理由：FCM 在本地維持託管銀行賬戶，證明是安全和行之有效的做法。海外清算商有部分在香港也持有託管賬戶，為什麼要捨近求遠，讓 FCM 去海外開立託管戶。歐美交易一直做到香港 T+1 的凌晨 5-6 點，行業通行做法都是 T+1 補資金。去海外開幾個託管戶，難道財務人員要晚上轉賬嗎？市場收盤結算出來，已經香港時間 T+1 日上午了，連市場最大的美國市場，銀行都已經關門了，根本無法轉賬。開立海外託管銀行賬戶應為可選項，而不是必選項。

額外問題 2：建議指引之 53 (b) 要求披露執行或結算代理名稱的處理方式

反饋：反對。

理由：FCM 公佈海外上手資訊不甚合理，因需尊重經紀行的商業安排及相關保密需要。

HKCFA对风险管理咨询的反馈概要

咨询	指引	内容概述	HKCFA反馈
问题1	8	你是否贊同應就期貨業務所涉及的每項重大風險而指定一名負責人員或一名核心職能主管管理該風險？	无必要，MIC已经足够
问题2	18	你是否贊同期貨經紀行在了解商品期貨產品的相關商品市場的性質及風險時，應考慮上述因素？如否，請加以說明。	无必要，FCM不是现货商，交易的是金融合约，不是底层资产
问题3	20-24	你是否贊同將客戶風險限額納入期貨經紀行的風險管理系統、交易指示管理系統或交易平台之內，能令期貨經紀行得以更妥善地管理其因客戶交易而承擔的風險？	同意
问题4	20-24	你是否贊同適用於期貨經紀行的聯屬客戶（即本身是被香港或某訂明國家的金融監管機構規管或監督的集團實體）的替代規定，將有助期貨經紀行管理其就該等客戶的交易活動而承擔的風險？如否，請提供理據及替代方案。	同意
问题5	35	如某客戶曾在過去 30 個曆日內兩次未能於清繳限期或之前清繳追繳保證金而無合理辯解，便不應就適用於該客戶的追繳保證金或強制平倉安排作出寬免？如否，你會提議哪些不同的門檻？	不应实行
问题6	40	你是否贊同將期貨經紀行就優惠保證金待遇而承擔的風險限於速動資金盈餘或可用資金當中較高者的 10%，是適當做法？如否，你對有關限額有何提議？請說明理由。	不应实行
问题7	39	你是否贊同在計算客戶保證金短欠數額總和時，應排除在某期貨市場跨越午夜的交易時段內所進行的期貨合約買賣？如否，請說明理由。	部分同意
问题8	43C	你是否贊同期貨經紀行應對執行或結算代理人進行盡職審查覆核，並設立一名後備代理人？如否，請說明理由。	同意
问题9	49-51	你是否贊同，期貨經紀行應將其自身的資金存入在執行或結算代理人或結算所開立的綜合帳戶或指定的信託銀行帳戶內，以彌補因以其他客戶的資產抵銷某些客戶的超蝕款項而產生的客戶資產短欠數額？	同意
问题10	53a	你是否贊同在某單一海外執行或結算代理人持有的客戶保證金溢差的金額不應超逾期貨經紀行在其最近期的每月財務申報表中申報的速動資金盈餘？如否，你對有關限額有何提議？	不应实行
问题11	55	你是否贊同期貨經紀行在提供優惠保證金待遇予任何客戶的情況下至少每日進行一次壓力測試，並在其他情況下至少每周進行一次，以及在市況波動時都應該進行壓力測試？	每月及有需要時做压力测试
问题12	58	你是否贊同上文第 65 段提議有關用來估算客戶及自營帳戶的預計虧損的替代方法？如否，請提供理據及任何替代提議。	持仓要求的100%
问题13	62	你是否贊同上文第 68(b)段所載為釐定就個別客戶或關連客戶組別所承擔的集中風險是否過高而設立的門檻？如否，請提供理據及任何替代提議。	不应实行
问题14	62	你是否贊同第 68(c)段所載列的壓力情境，藉此評估期貨經紀行對客戶帳戶的預計超蝕款項和自營買賣的預計虧損的承受能力？如否，請提供理據及任何替代提議。	不应实行
问题15	60-61	如期貨經紀行依賴在集團層面進行的壓力測試，你預期它們在遵守建議指引第 60 及 61 段（包括應證監會要求提交壓力測試報告）時會否有任何困難？如有，請解釋有什麼困難及提出替代提議。	无意见
问题16	NA	你認為就上文第 70(a)及(b)段所載列的規定提供九個月的過渡期是否適當？如否，適當的過渡期應為多久？請說明理由。	建议过渡期24个月
问题17	NA	你認為就建議指引的所有其他規定提供三個月的過渡期是否適當？如否，適當的過渡期應為多久？請說明理由。	建议过渡期24个月
額外1	53 (a)(i)	期貨經紀行如在香港以外地方的期貨市場為客戶提供服務，便應：在切實可行的範圍內盡量採取下列措施以保障客戶權益及客戶資產：(i) 在受該期貨市場所在司法管轄區的主管當局規管的銀行或保管人開立和維持一個獨立或信託帳戶；	没有必要，不可操作。
額外2	53 (b)	要求披露執行或結算代理名稱	反对。泄露商业机密