

行業概覽

除另有指明外，本節所載資料源自行業報告，該報告受我們委託，主要是作為市場研究工具而編製，旨在反映根據公開可得資源及工會調查對市況作出的估計。對行業報告作者的提述不應視為其就任何證券的價值或投資本集團是否明智的意見。董事認為，資料及統計數據的來源為該等資料及統計數據的恰當來源。董事並無理由相信，該等資料及統計數據失實或有誤導成份，或當中遺漏任何事實致使其可能在任何重大方面失實或有誤導成份。本集團、控股股東、獨家保薦人、[編纂]、[編纂]或參與[編纂]的[編纂]或彼等各自的董事、高級職員、僱員、顧問及代理並無就本節所載的資料進行獨立核實，且不會就其準確性及完整性發表意見。因此，不應過分依賴有關資料。

資料來源

本集團已委聘獨立行業顧問灼識諮詢就自二零一二年起香港衍生工具經紀市場進行分析並提交報告。受本集團委託進行的報告或灼識諮詢報告乃由灼識諮詢在不受我們影響下編製而成。本集團就編製該報告向灼識諮詢支付費用560,000港元，而本集團認為該金額符合市場費率。

灼識諮詢的獨立研究以一手及二手研究方式進行。一手研究涉及與行業專家及領先的行業參與者進行訪談。二手研究涉及分析來自多個公開可得數據來源的數據，例如證監會、香港交易所、新加坡交易所、香港政府統計處等。

市場預測由過往數據分析及相關市場推動因素計算得出。於編製灼識諮詢報告時，灼識諮詢已採納以下主要假設：(i)香港及新加坡的經濟發展於未來十年很可能維持穩定增長趨勢；(ii)相關行業主要推動力很可能於預測期間持續推動香港及新加坡衍生工具市場增長，包括全球市場及衍生產品相關資產的波動、中國內地資本市場的限制及動盪、香港基金行業的發展、市場效率改善等；及(iii)並無可能嚴重或從根本影響市場的極端不可抗力事件或行業法規。

除另有所指外，本節的所有數據及預測均源自灼識諮詢報告。董事合理審慎地確認，自灼識諮詢報告日期以來，市場資料並無發生不利變動而可能對本節所披露資料出現保留意見、互相抵觸或造成影響。

香港衍生工具市場概覽

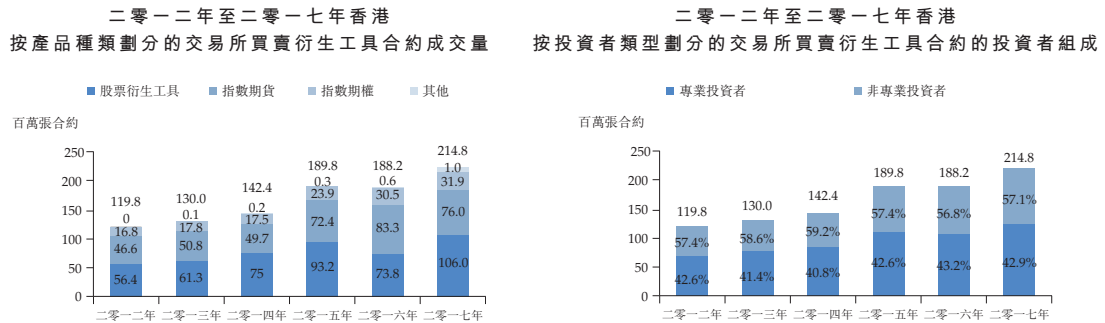
香港交易所買賣衍生工具市場

香港已成為亞洲其中一個最活躍的衍生工具市場。於香港買賣的衍生工具合約包括股票期貨及期權、利率期貨、定息期貨及商品期貨，視乎相關資產而定。股票衍生工具以成交量計組成香港大部分衍生工具市場。

行業概覽

交易所買賣衍生工具的總成交量由二零一二年的119.8百萬張合約增至二零一七年的214.8百萬張合約，複合年增長率為12.4%。自滬港通啟用以來，中國內地投資者於香港股票市場進行投資已更為便捷。於二零一五年，亞洲金融市場大幅攀升，推動香港衍生工具市場的成交量上揚。用作槓桿、對沖或套利的衍生產品於牛市開始流行。

根據證券及期貨條例，投資者可按其產品組合規模、資產總值及經審核財務報表等分為專業投資者及非專業投資者。專業投資者於交易所買賣衍生工具合約的成交量中佔較大比重。於二零一七年，該等由專業投資者買賣的衍生工具合約估計約佔57%。

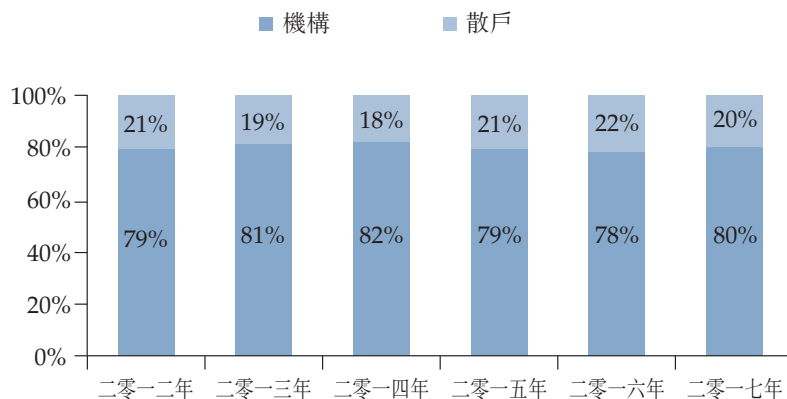


附註：其他相關資產包括貨幣、商品、利率及定息收入。

資料來源：香港交易所、灼識諮詢

機構投資者主導交易所買賣衍生工具的成交量，分佔總成交合約近80%。同時，交易所參與者(交易所參與者)進行的主要交易(包括作為造市商及交易所參與者自營交易)主導交易所買賣衍生工具市場的成交額，佔合約總額約50%。由於易受市場變動影響及交易成本較低，故此機構投資者買賣合約將於日後繼續佔大比重。

二零一二年至二零一七年香港
按投資者類型劃分的交易所買賣衍生工具合約的投資者組成



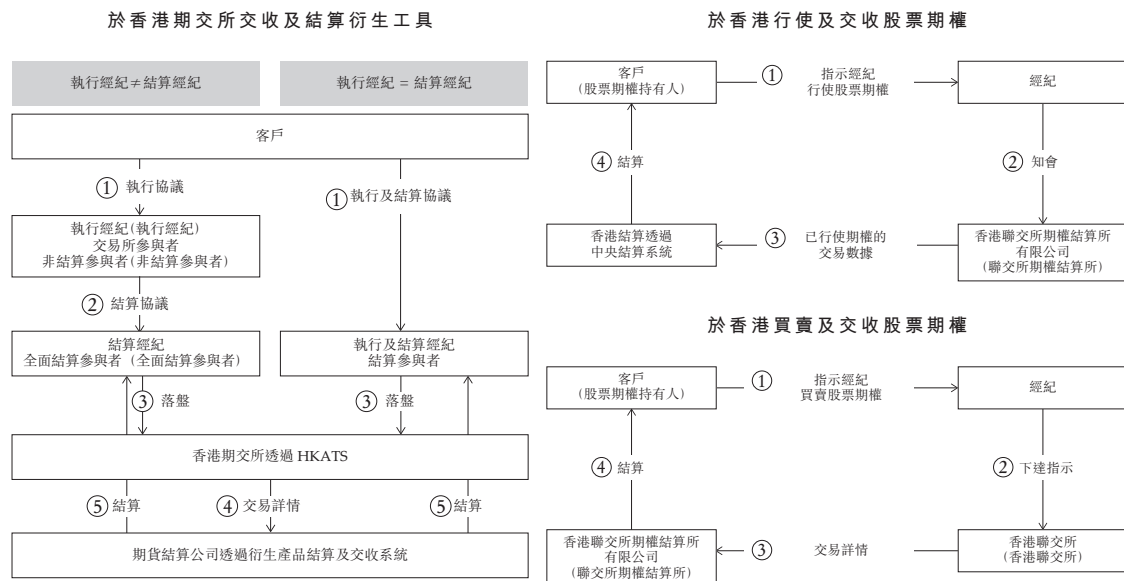
資料來源：香港交易所、灼識諮詢

行業概覽

香港上市衍生工具合約大部分於香港期交所執行及結算(單一股票期權除外)，而過程可細分為以下五個步驟：(1)客戶就執行買賣的條款與經紀簽署協議；(2)倘執行經紀(執行經紀)並非結算參與者，則彼將與結算經紀(結算經紀)簽署獨立結算協議；(3)經紀透過HKATS發出衍生工具交易指示，而交易指示根據價格及時間進行配對；(4)已執行的交易指示會傳送至期貨結算公司作登記及結算；(5)期貨結算公司透過衍生產品結算及交收系統與經紀結算交易。

香港的股票期權屬美式期權，並可於屆滿時或之前隨時予以行使，惟有關行使僅可透過實物交收而非現金交收進行。行使及交收股票期權可細分為以下四個步驟：(1)客戶需要指示經紀行使其股票期權；(2)經紀知會聯交所期權結算所有關行使決定，而聯交所期權結算所就已行使期權隨機分配未平倉短倉；(3)聯交所期權結算所向香港結算發出已行使期權的交易數據以交收相關證券；及(4)透過中央結算系統結算行使股票期權進行的股票交易。

於香港買賣及交收股票期權可細分為以下四個步驟：(1)客戶需要指示經紀買賣彼所持的股票期權；(2)經紀於香港聯交所下達指示，而香港聯交所將著手配對指示；(3)配對交易詳情將轉送至聯交所期權結算所，而聯交所期權結算所實質上擔任買賣雙方的中央交易對手；及(4)聯交所期權結算所著手結算股票期權的買賣。



資料來源：灼識諮詢

香港的場外交易衍生工具市場

場外交易衍生工具合約按慣例指訂約雙方直接買賣的雙邊衍生工具合約，不經交易所監管。然而，受到地區金融監管機構監督的推動，如今場外交易衍生工具趨向進行中央結算而非雙邊結算，並受地方金融市場監管機構所監督。立法會於二零一四年三月二十六日頒佈2014年證券及期貨(修訂)條例(修訂條例)，為

行業概覽

香港場外交易衍生工具市場設立監管框架。修訂條例正分階段實施，當中涉及若干衍生產品的強制申報及場外交易結算。因此，香港場外交易衍生工具市場日後將更趨標準化。

新加坡交易所買賣衍生工具市場概覽

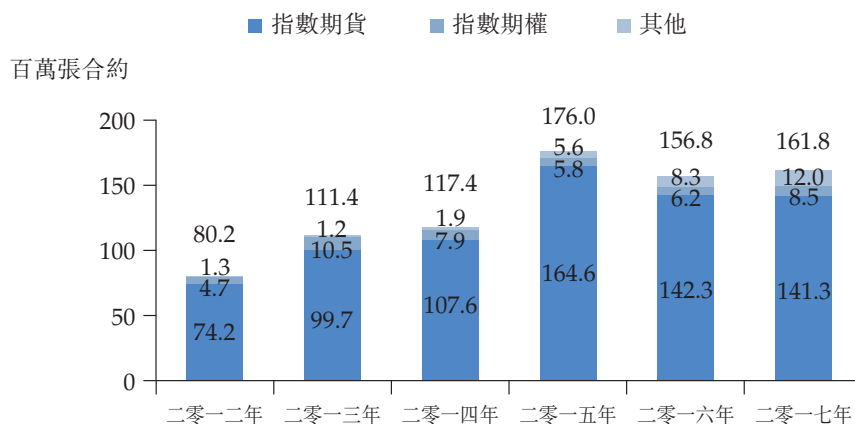
新加坡交易所買賣衍生工具市場

作為連接亞洲金融市場與國際金融市場的主要渠道，新加坡交易所(新交所)是全球最大的離岸亞洲股票期貨市場，為其客戶提供投資中國、印度及日本股票的機會。新交所提供全方位服務，包括買賣、交收及結算服務。

指數期貨主導新加坡衍生工具市場地位，佔總成交量約90%。於二零一二年至二零一七年期間，指數期貨的總成交量由74.2百萬張合約增至141.3百萬張合約，複合年增長率為13.7%，而指數期權成交量增長大幅波動，由二零一二年錄得4.7百萬張合約至二零一七年錄得8.5百萬張合約。與香港的市場表現相若，新加坡交易所買賣衍生工具的總成交量由二零一四年的117.4百萬張合約急升至二零一五年的176.0百萬張合約。

於二零一七年，指數期貨為買賣最活躍的工具，佔總成交量的87%。其他工具(如利率及貨幣)的成交量較低。於所有股票指數產品中，只有一種指數衍生產品與當地金融市場掛鈎，而其他指數衍生工具的相關資產均為外國股票。於二零一六年，中國A50指數期貨為最常買賣的產品，佔總成交量41.7%，其次為日經225指數及Nifty 50指數，分別佔13.4%及13.1%。

二零一二年至二零一七年新加坡
按產品種類劃分的交易所買賣衍生工具合約成交量



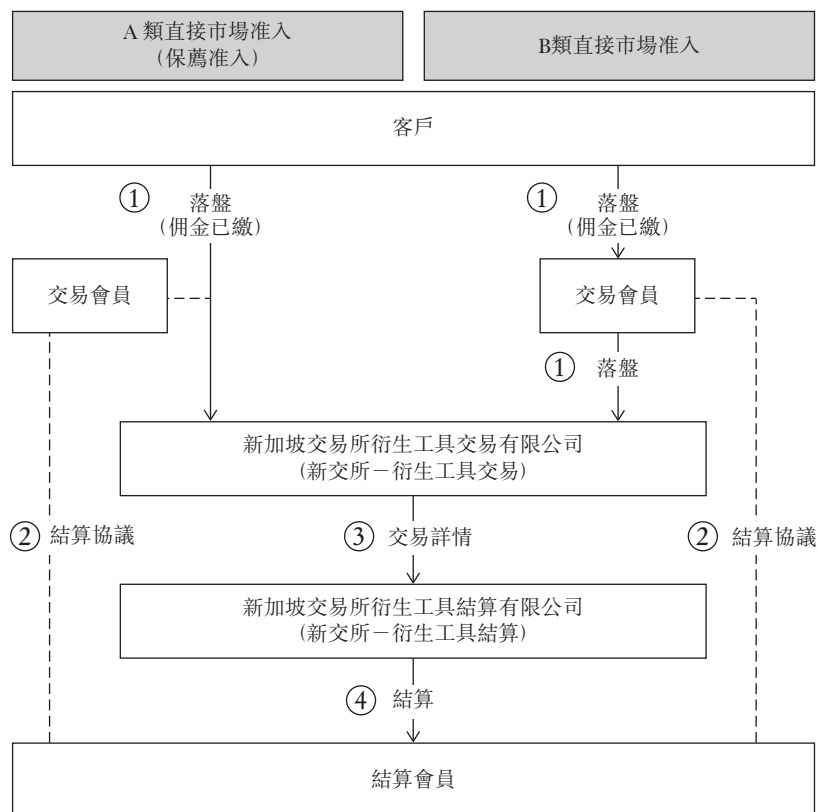
附註：其他相關資產包括貨幣、商品及利率。

資料來源：新交所

行業概覽

於新加坡交易所衍生工具交易有限公司(新交所-衍生工具交易)進行的衍生工具交易及結算可細分為以下四個步驟：首先，客戶就執行買賣的條款與經紀簽署協議。交易會員(交易會員)可以是一般交易會員或銀行交易會員。客戶可透過兩類直接市場准入平台進入新交所-衍生工具交易。在A類(亦稱為保薦准入)下，交易會員准許其客戶使用其本身會員號碼向新交所-衍生工具交易發出交易提示，而毋須使用交易會員的基礎設施。在B類下，客戶將以電子方式向交易會員的系統提交交易提示，而交易會員將就執行交易向新交所-衍生工具交易發出指示。第二，交易會員按結算規則規定與獲結算所授予結算特權的結算會員(結算會員)簽署結算協議。第三，新交所-衍生工具交易向新加坡交易所衍生工具結算有限公司(新交所-衍生工具結算)轉發交易詳情以進行交收。第四，新交所-衍生工具結算會結算交易並向新交所-衍生工具結算的交收銀行傳送貸項/借項指示以指示其就按市價核算溢利/虧損及追繳保證金於結算會員的賬戶作貸記/借記。結算會員須使用倉盤變更表(「PCS」)就每張合約向新交所-衍生工具結算報告其未平倉盤。

在新交所-衍生工具交易交收及結算衍生工具



資料來源：灼識諮詢

新加坡場外交易衍生工具市場

與香港場外交易衍生工具相似，新加坡金融管理局(新加坡金管局)已採取一系列措施以規管新加坡的場外交易衍生工具活動，例如強制中央結算及申報場外交易衍生工具，推行一項交易資料儲存庫的新監管制度等。

行業概覽

衍生工具經紀市場概覽

概覽

衍生工具經紀市場分為客戶市場及交易商市場兩部分。客戶為對沖基金、公司、機構投資者及散戶投資者等最終用戶。彼等通常透過交易商執行合約，其中大部分為擁有資金及資源的大型金融機構，可安排複雜的大額交易。交易商經紀於推動定價發現及交易商之間的交易執行方面發揮重要作用。交易商經紀不會以彼等本身的賬戶進行交易或參與造市活動。對沖基金等客戶有時候亦會聯絡交易商經紀以更快捷地買賣合約。

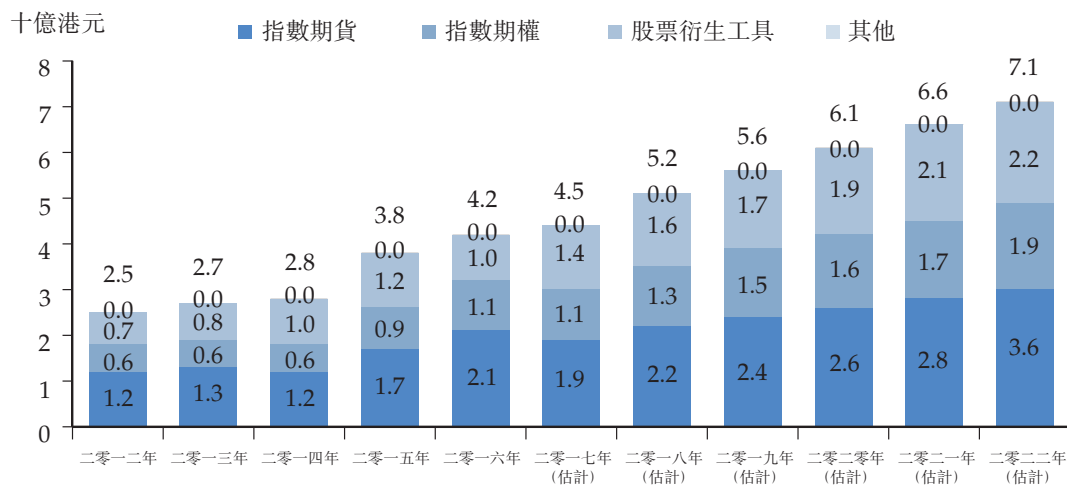
香港衍生工具經紀行業的市場規模

於二零一二年至二零一七年期間，就經紀佣金收入而言，香港衍生工具經紀行業的市場規模由25億港元增至45億港元，複合年增長率為12.1%。

經紀佣金來自衍生工具的成交量。於二零一四年至二零一五年期間市場大幅擴展，主要由於總成交量於同期增加所致。此外，儘管交易所買賣衍生工具的總成交量於二零一六年因股票期權市場衰退而輕微下跌，惟經紀行業的持續增長並未受阻，此乃由於股票指數衍生工具市場交投暢旺所致。因此，於二零一二年至二零一七年，指數期貨及期權分部的市場規模分別以複合年增長率10.3%及13.5%增長。

由於相關資產波動、中國內地資本市場的限制及動盪、香港基金行業的發展及市場效率提高，預測衍生工具經紀行業的總市場規模將於二零二二年達至71億港元，自二零一七年起複合年增長率為9.8%。

二零一二年至二零二二年(估計)
香港衍生工具經紀活動所得經紀佣金收入總額



附註：

1. 其他相關資產包括貨幣、商品、利率及定息收入。
2. 由於部分交易所參與者主要交易的佣金乃根據業內水平估算得出，而實際數值可能低於有關數據，故衍生工具經紀活動所得經紀佣金收入總額可能獲高估。

資料來源：灼識諮詢

行業概覽

香港衍生工具經紀市場的推動因素

1. 相關資產的波動

由於期貨及期權普遍用作對沖風險的金融工具，故全球資本市場日增的波動驅使衍生工具市場交投活躍。與貨幣政策、匯率及地緣政治關係有關的事件(例如美國政府的貨幣政策、英國脫歐公投後的善後問題、人民幣貶值及韓國終端高空區域防禦(薩德)系統觸發的潛在衝突)皆屬引起全球金融市場波動的常見因素。相關資產波動增加將刺激風險對沖及投機活動的需求，從而推高相關衍生工具的成交量。

2. 中國內地資本市場的限制及動盪

中國內地資本市場存在許多限制及動盪，例如股票指數衍生工具合約的每日成交量限制、房地產投資的低流通量、證券市場波動及撤銷管制私募融資等。愈來愈多內地投資者透過開發多元化組合尋求離岸資本市場的其他投資機遇以分散風險。由於中國內地與香港經濟進一步融合，加上落實開放雙邊資本市場，故香港愈來愈受許多內地投資者歡迎。

3. 香港基金管理行業的發展

作為國際資產及理財中心，香港基金管理業務的合併資產管理規模由二零一二年的125,870億港元增加至二零一六年的182,930億港元，複合年增長率為9.8%。有關增加因市場表現樂觀及淨資本流入所致。香港投資經理透過增加替代性投資、衍生工具及其他投資工具比重，使投資組合多元化。於二零一六年，在香港管理的資產中，合共3,970億港元投資於替代性投資及衍生工具，較去年增加145.1%。

4. 市場效率的提升

衍生工具按相關資產釐定，而該等資產於低效市場易獲錯定價格，於此情況下，將嚴重影響衍生工具的估值及成交量。高效市場指較高水平資本化、大量參與者、高透明度的完善規管監督等。該等因素均可減低資訊不對稱、提升市場效率、減少衍生產品內在價值與市價之間的差距及吸引更多投資者。故此，市場愈成熟，當地政府的資本愈雄厚，則金融市場將愈高效，而衍生工具交易愈活躍。香港等地方的資本市場成熟，多年來一直運作暢順，非常適合發展衍生工具市場。

新加坡衍生工具經紀市場的市場規模

由於新交所衍生工具市場包括相關外國資產(如富時中國A50、日經225及Nifty系列等)的多種指數期貨及期權，故新交所衍生工具市場被視為亞洲最國際化的金融市場之一。與香港市場相比，經紀可收取更高佣金。就經紀佣金收入而言，新加坡衍生工具經紀行業的市場規模由二零一二年的54億港元增加至二零一七年的107億港元，複合年增長率為14.8%。

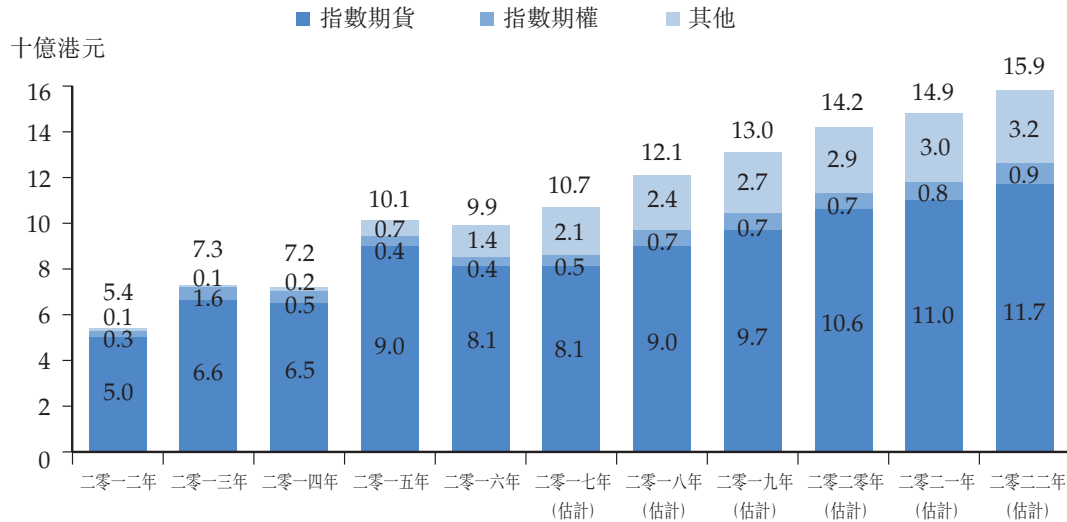
於二零一五年亞洲的區域牛市中，新加坡因其接觸各種外國資產而備受投

行業概覽

資者青睞。例如，富時中國A50已成為外國投資者對中國股票市場進行投機活動的主要指數之一，為新加坡衍生工具經紀市場大幅增長作出最大貢獻。

由於新加坡提供不同種類的產品，預期新加坡衍生工具經紀行業的市場規模於二零二二年將達159億港元，未來五年的複合年增長率為8.1%。

二零一二年至二零二二年(估計)
新加坡衍生工具經紀活動所得經紀佣金收入總額



附註：

1. 交易所買賣衍生產品的其他相關資產包括外匯、商品及利率。
2. 由於部分交易所參與者主要交易的佣金乃根據業內水平估算得出，而實際數值可能低於有關數據，故衍生工具活動所得經紀佣金收入總額可能獲高估。

資料來源：灼識諮詢

新加坡衍生工具經紀市場的推動因素

1. 於新交所上市的多種衍生工具

新交所迄今擁有多種上市衍生工具追蹤指數(包括中國A50、日經、Nifty、MSCI台灣及MSCI泰國等)，使投資者可接觸東南亞(特別是對外資實施限制的該等國家)的金融資產。於二零一六年十一月，新交所宣佈就MSCI新興市場(新興市場)及MSCI新興市場亞洲指數推出總回報及價格回報淨額期貨，從而令其成為亞洲首間及唯一一間向投資者提供接觸該等快速增長市場分部的交易所。因此，預計新加坡衍生工具市場廣泛而日益增加的產品範疇將吸引愈來愈多投資者。

2. 經濟發達且機構專業

新加坡具有高度發達和成功的自由市場經濟，擁有極度開放及廉潔的環境，價格穩定，且人均國內生產總值高於大部分發達國家。穩定的經濟，輔以全面且完備的規例，為其金融市場的繁榮奠定基礎。高度透明的金融市場對全球投資者而言極具吸引力。

3. 重要策略位置

新加坡地處東南亞馬來半島南端，居印度洋與中國南海之間，位於東南亞重要航線上。新加坡海岸線長達190公里，擁有天然深水良港，商貿發達。新加坡

行業概覽

亦受惠於該等條件，佔據商品貿易(包括原油及燃油)重要地位，成為東南亞石油貿易中心。商品貿易的繁榮刺激相關商品期貨成交量上漲。

4. 與芝加哥商品交易所(CME)的合作關係

新交所及芝加哥商品交易所透過相互沖銷機制(MOS)實現策略夥伴關係。該協議使於一間參與交易所開立的期貨倉盤可於另一間交易所清算，使兩間交易所之間創建全天候單一市場。該等流通性及便利促進其衍生工具市場的蓬勃發展。

香港衍生工具經紀行業的未來前景

1. 市場整合

全球衍生工具經紀行業近年來併購活動頻仍。由於不少全球經紀商於香港設立附屬公司，故全球範圍的交易將對香港帶來地區性的影響。例如，Tullet Prebon(其香港辦事處為非結算參與者(非結算參與者))於二零一六年十二月收購ICAP Brokers(其香港分支機構為非結算參與者)的電話經紀業務。BGC Partners(其香港分支機構並非香港期交所參與者)於同月收購非結算參與者Sunrise Brokers。市場整合出於策略考慮。由於市場參與者漸傾向於交易所買賣或電子買賣的標準化產品，故經紀商為求生存，須努力擴大規模。與此同時，香港期交所交易所參與者的數目由二零一二年的185間減少至二零一八年中的191間。估計併購活動於不久將來繼續在衍生工具經紀行業發生。

2. 電子化

電子化為衍生工具經紀行業帶來重大轉變，傳統電話經紀不再大行其道，電話交易商的數目亦逐漸下降。電子化提高交易報價及執行的效率，亦可作為安全的文件記錄方法。隨著電子化進程繼續展開，更多平台可能會湧現，並具有負載更多資產類別的能力。

3. 收緊監管

自二零零八年發生全球金融風暴以來，全球監管機構在金融服務行業一直實施更加嚴格的規則及法例。衍生證券作為一類較複雜的金融產品，受到全球及地區監督機構嚴密監察。政策及準則紛紛出台，以確保衍生工具市場運作完善及健康，該等政策及準則不僅包括衍生證券的直接處理，還包括參與的各方。例如，世界各地一直推動進一步規管場外交易衍生工具，包括中央結算機制及抵押規則等。於香港本地市場，證監會已建議一項新發牌制度，加入第11類及第12類牌照，旨在監察場外交易衍生工具活動，該等活動為香港金融市場一大未受規管範疇。預期不久將來將會頒佈更多衍生工具經紀行業規例。

香港衍生工具經紀行業的競爭格局

為投身香港衍生工具經紀行業，公司須取得第2類牌照，讓持牌人獲得期貨交易權，可買賣指數及商品期貨並就此提供經紀服務，並為客戶買賣期貨合約。

行業概覽

截至二零一八年六月，香港期交所共有9名全面結算參與者、160名結算參與者及22名持有證監會頒發的第2類牌照的非結算參與者，其中15名就衍生工具合約對外提供經紀服務。其餘法團僅從事自營交易或已不再提供經紀服務。

倘任何人士有意為持牌法團進行證券及期貨條例項下受規管活動，則彼須成為持牌代表。持牌代表可申請成為負責人員，從而有權為持牌法團監察受規管活動。持牌法團的持牌代表及負責人員總人數為衡量該實體買賣衍生工具的潛在能力的有力指標。

香港的非結算參與者衍生工具經紀市場競爭激烈。五大參與者的收益總額超過100百萬港元，其中本集團於二零一六年所得收益超過60百萬港元，位列前十名以內。

二零一六年按佣金收益總額計的非結算參與者排名

排名		二零一六年的佣金收益 (百萬港元)
1	競爭者A	~160
2	競爭者B	~145
3	競爭者C	~125
4	競爭者D	~110
5	競爭者E	~105
6	競爭者F	~75
7	本集團	~60
8	競爭者G	~60

二零一六年按佣金收益總額計持有第2類牌照的交易所參與者排名

排名		二零一六年的佣金收益 (百萬港元)
1	競爭者H	330~350
2	競爭者I	260~280
3	競爭者J	220~250
4	競爭者K	200~210
5	競爭者L	190~210
6	競爭者M	180~200
7	競爭者N	170~200
8	競爭者O	160~170
9	競爭者A	~160
10	競爭者B	~145

資料來源：證監會、灼識諮詢

香港衍生工具經紀行業的進入門檻

1. 監管規定

期貨合約交易為證券及期貨條例項下受規管活動。根據第116條，公司須獲證監會發出第2類牌照方可進行受規管活動。同時，擬於香港期交所及透過香港期交所進行交易的公司須取得交易權及交易所參與者資格。未能取得牌照、交易權及參與者資格的新加入者不可進行期貨合約交易。

行業概覽

2. 資本要求

持有第2類牌照並尋求進行期貨合約交易的公司受證券及期貨條例進一步規管，須擁有至少5百萬港元或30百萬港元的實繳資本，取決於有關公司是否根據第571N章證券及期貨(財政資源)規則附表1財政資源規定為核准介紹代理人。有關公司亦須遵守規定速動資金規則，即公司須分別維持最少500,000港元或3百萬港元的速動資金。根據第571AI章證券及期貨(保險)規則，第2類持牌人須維持投保額不少於15百萬港元的單一份保險單。於香港開展衍生工具經紀業務需要大量資本開支，新加入者如無充足資金難以進入市場。

3. 專業知識

衍生工具為較複雜的金融產品，處理時須具備較高專業知識。人力資源為經紀行最重要的資產，而業內經驗豐富的專業人才稀少。現有市場參與者傾向於盡力留聘經驗豐富的僱員。因此，新加入者難以招攬合適人選加入。

4. 資訊科技基礎設施

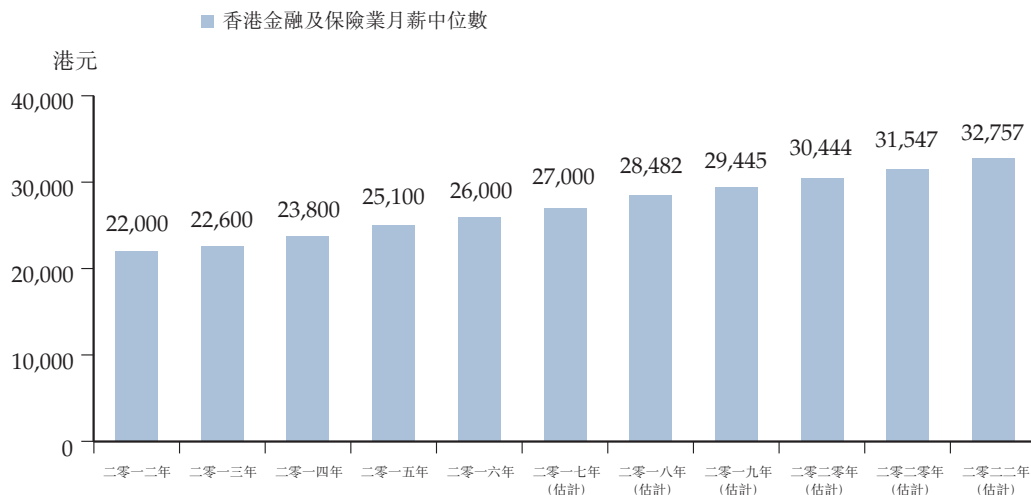
衍生工具經紀行業極度依賴資訊科技以經營其業務。設立高效的資訊科技系統，確保連接至多個交易系統(包括HKATS、衍生產品結算及交收系統、OTC Clear (OCASS)等)及於業務過程中確保網絡安全，對經紀商而言至關重要。建立此類資訊科技基礎設施需要大量資金、人力及時間。新加入者通常缺乏此類基礎設施，因而未能成功進入該行業。

成本分析

香港衍生工具經紀市場的人力資源成本

於二零一二年至二零一七年期間，香港金融及保險業月薪中位數由22,000港元增加至27,000港元，複合年增長率為4.2%。月薪中位數預期將於二零二二年達32,757港元。

二零一二年至二零二二年(估計)香港
金融及保險業月薪中位數



資料來源：香港政府統計處、灼識諮詢
由於公開資料有限，此處的月薪中位數指香港整個金融及保險業的月薪中位數。