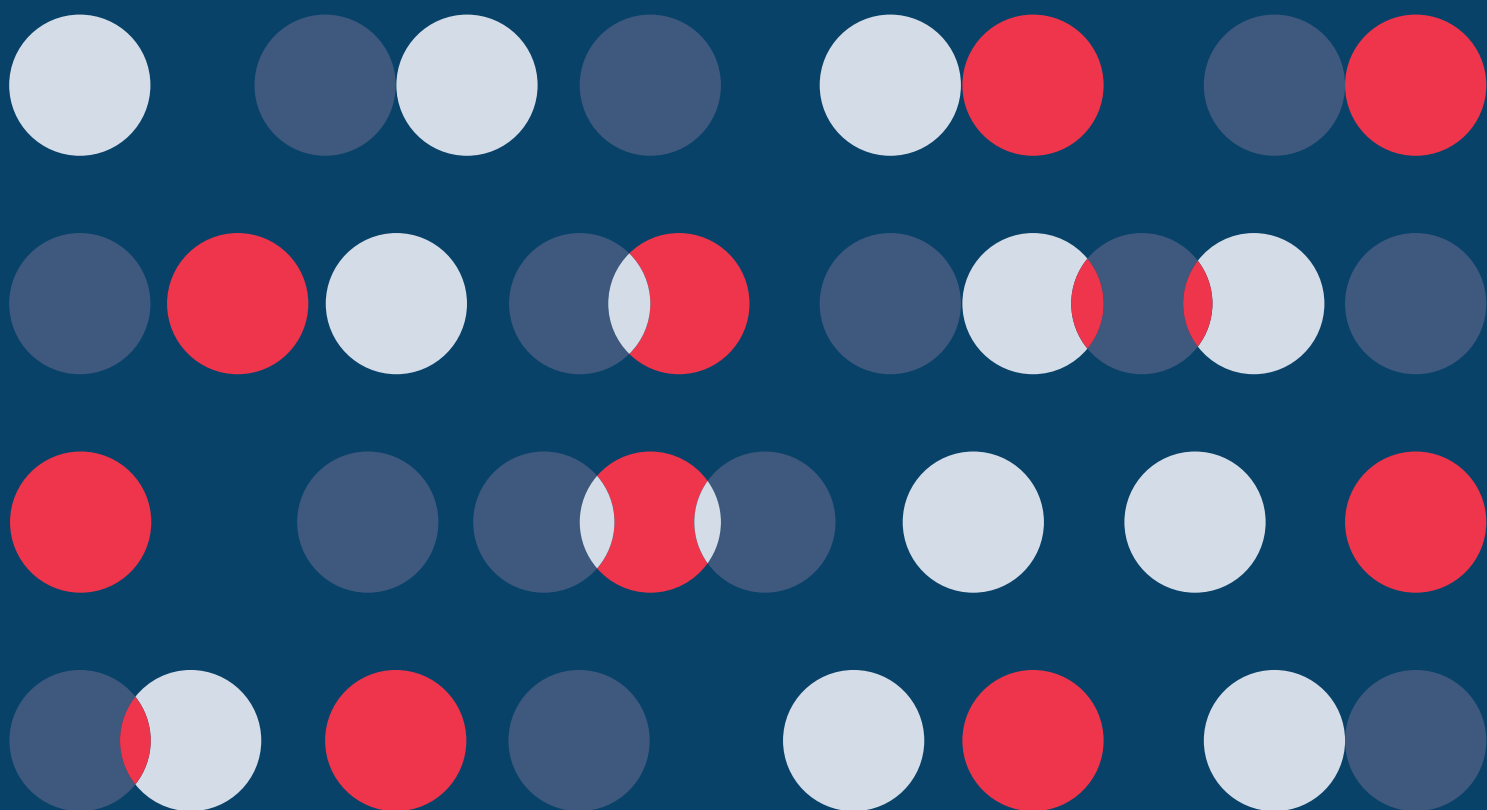


2020年3月

研究報告

香港的大宗商品市場



目錄

頁數

摘要	1
1. 香港大宗商品市場 — 根基尚淺但潛力高	2
1.1 金銀業貿易場	3
1.2 香港期貨交易所（期交所）	3
2. 現有的場內大宗商品衍生產品市場	4
2.1 貴金屬衍生產品	4
2.2 基本金屬衍生產品	5
2.3 黑色金屬衍生產品	6
2.4 市場運作	6
3. 為推進未來發展可行的多方面統合工作	9
4. 總結	10
附錄：香港交易所衍生產品市場各大宗商品期貨合約的細則	11

摘要

香港作為國際金融中心，在金融業界多個範疇均有出色成就，然而其大宗商品市場的發展則相對薄弱，與紐約及倫敦等其他大宗商品交易中心比起來顯得落後於人。要成為成功的大宗商品交易中心，關鍵元素之一是相關大宗商品交易所的市場容易進出、價格發現及對沖方面均可提供許多不同的解決方案。

現時香港唯一的受自律監管的大宗商品現貨市場由金銀業貿易場營運，金銀業貿易場為其會員提供金銀貿易的平台、設施及相關服務。另一方面，香港唯一的受監管的大宗商品衍生產品市場是由香港期貨交易所（簡稱「期交所」）營運；期交所近年積極拓展產品種類，支持及促進香港的大宗商品市場發展。

2014年至2019年間，期交所推出了貴金屬、基本金屬及黑色金屬期貨合約，以促進亞洲時區的大宗商品對沖及套戥活動。期交所貴金屬方面，黃金期貨流通量逐漸上升，2019年6月又推出六隻以美元及離岸人民幣計價的黃金期貨指數，為未來推出更多貴金屬衍生產品奠定基礎。

期交所基本金屬產品方面，2019年8月推出了六隻以美元計價的倫敦金屬期貨小型合約，分別為鋁、銅、鉛、鎳、錫及鋅，簡化了倫敦金屬交易所（LME）傳統基本金屬合約的交易機制。與此同時，香港交易所與LME正就多項共同推行「倫港通」的協作計劃進行建設性討論。

香港交易所亦開始涉足黑色金屬。期交所現以現金結算的TSI CFR中國鐵礦石62%鐵粉期貨合約（鐵礦石期貨）於2017年11月開始買賣，到2019年產品的交投已相當不俗。

香港交易所推出有關大宗商品的發展策略後，市場參與者就未來發展提出了許多意見及寶貴建議，包括在香港設立倉儲服務，以便進行基本金屬實物交收、調低現時黃金期貨的合約單位、認可由合資格本地精煉廠製造的金條等，都是需要多方面協調配合的工作。相信金銀業貿易場、期交所以及大宗商品場外交易市場之間仍有很多合作空間，以提升香港作為全球大宗商品貿易中心的國際地位。

1. 香港大宗商品市場 —— 根基尚淺但潛力高

香港向有國際金融中心的美譽，備受全球尊崇，在金融業多個方面均有出色表現，包括：全亞洲保險公司最多、保險密度最高的地區¹；擁有全球最大的離岸人民幣資金池²；近十年來新股集資額每年都躋身全球五大交易所之列³等。然而，一直以來側重發展股本證券產品，卻令定息產品及大宗商品等其他方面的發展相形見绌。須知拓展市場上資產類別的寬度和深度非常重要，可減輕香港金融市場對個別金融工具（即個別市場板塊）的依賴，令整體金融行業更具韌性，亦不會因個別市場板塊表現失色而受到拖累。

若與定息板塊相比，大宗商品板塊可能更為薄弱。大宗商品交易的經濟模式自成一格，有不少特有風險需要好好管理，還須用上特別技巧方可處理得當。所以，許多公司都專設獨立部門處理其大宗商品交易活動，凝聚了一眾擅長交易、營銷、物流和風險管理等技能的精英；而這些人才匯聚的盛況，通常都可在大宗商品交易樞紐得見。

環顧全球，稱得上大宗商品交易樞紐的有好幾個，例如芝加哥是主要的農產品中心、倫敦是金屬中心、休斯敦是能源交易中心等；亞洲方面，位處區內商品貿易路線中心點的新加坡是橡膠、鐵礦石及貴金屬等商品的交易樞紐。這些樞紐大都是已有數十年歷史的大宗商品集散地，它們之所以成為世界數一數二的大宗商品交易中心，兼且「各有所長」，背後往往離不開其接近商品運輸的貨運路線和基建配套。

要成為成功的大宗商品貿易中心，關鍵元素之一是相關大宗商品交易所的市場容易進出、價格釐定及對沖方面可提供許多不同的解決方案，例如芝加哥期貨交易所（CBOT）的大豆期貨、洲際交易所集團（ICE）的西德克薩斯中間基原油（輕質原油）期貨、新加坡商品交易所的橡膠期貨等。

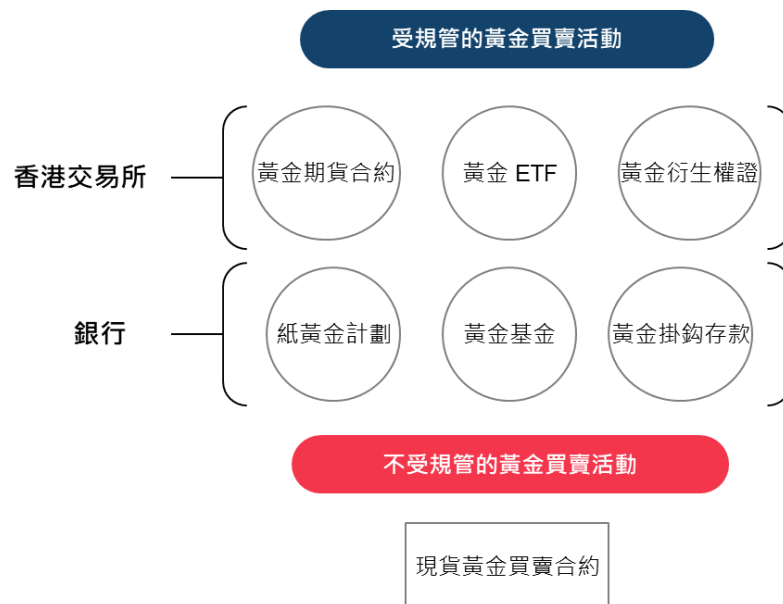
現時香港唯一受規管的現貨商品市場是由金銀業貿易場營運，而香港期貨交易所（簡稱「期交所」，為香港交易及結算所有限公司（簡稱「香港交易所」）的全資附屬公司）則營運香港唯一受規管的大宗商品衍生產品市場。顧名思義，金銀業貿易場只提供黃金和白銀的現貨買賣。另一方面，有見香港的大宗商品市場一直是相對較弱的環節，期交所近年積極拓展產品種類，擴大旗下大宗商品的衍生產品選擇。下圖1介紹香港的黃金交易概況，而以下分節則簡述金銀業貿易場和期交所的相關業務。

¹ 2019年營運中的認可公司有162家，2018年的人均保費為8,863美元。資料來源：香港金融發展局〈見賢思齊，見財思港〉，2019年9月刊。

² 2019年6月的總存款達人民幣6,278億元。資料來源：香港金融發展局〈見賢思齊，見財思港〉，2019年9月刊。

³ 參照國際證券交易所聯會網站的市場數據。

圖 1：香港的黃金交易



資料來源：投資者及理財教育委員會網站。

1.1 金銀業貿易場⁴

金銀業貿易場於 1910 年創立，是個自律監管的業界組織，職能包括提供買賣貴金屬的平台、設施及相關服務，並制定及實施業務規則，規範業界的交易行為。

金銀業貿易場採用「行員制」，行員必須以公司名義登記。行員可以使用該場的交易平台進行貴金屬買賣活動。就倫敦金買賣而言，金銀業貿易場設有一個電子交易平台，讓其認可的電子交易行員處理客戶的交易（行員可以選擇將客戶的交易在該電子交易平台與其他行員交易或與客戶直接交易後再向金銀業貿易場申報），經電子交易平台處理的交易，會有一個交易編碼，讓投資者查閱交易內容。

不過，法例上並無規定黃金交易商須加入金銀業貿易場成為行員才可做黃金現貨買賣，這意味着並非只有金銀業貿易場的行員才可以從事現貨金買賣，因此香港黃金市場會有未受規管的場外交易。

1.2 香港期貨交易所（期交所）

期交所是受香港證券及期貨事務監察委員會（簡稱「證監會」）規管的期貨交易所。期交所於 1976 年成立，2000 年與香港聯合交易所（簡稱「聯交所」）及各自聯屬的結算所合併，成為香港交易所旗下全資附屬公司。期交所提供多種期權及期貨產品，掛鈎的資產包括股票市場指數、股票、短期利率、外匯及大宗商品。對應香港由金銀業貿易場營運的實體黃金市場，期交所現時涉及大宗商品的產品組合亦包括黃金期貨合約。（有關期交所場內大宗商品市場的更多詳情見第 2 節。）

期交所作為提供標準衍生產品合約的可信中央交易平台，在許多方面都可以大展拳腳，以支援和推動香港大宗商品市場的發展。

⁴ 資料來源：載於投資者及理財教育委員會網站上的〈認識買賣黃金及其相關產品的保障〉（2018年2月14日），於2019年12月16日瀏覽。

2. 現有的場內大宗商品衍生產品市場

香港位處中國南大門，向以其優越的港口地理位置而聞名，再加上奉行自由市場和傳統轉口貿易地位，這個金融中心也是全球主要金銀市場之一，現貨金交易相當活躍。此外，香港是全球最大的離岸人民幣中心，其獨特地位有助中國推動人民幣國際化的計劃。憑藉這些固有優勢，香港交易所銳意建立一個亞洲時區大宗商品平台，在香港提供具有國際競爭力的產品，更好的服務大宗商品市場。

香港交易所早在其《戰略規劃 2016-2018》中已經提及其目標包括在定息及貨幣產品和大宗商品領域，培育新的價格發現能力、樹立基準價格並開發多種風險管理工具。為了實現這一目標，香港交易所於 2017 年下半年推出了以美元和香港離岸人民幣計價並且可在香港實物交收的黃金期貨合約（美元黃金期貨及人民幣（香港）黃金期貨），以及美元計價和現金結算的 TSI CFR 中國鐵礦石 62%鐵粉期貨（鐵礦石期貨）。

及至《戰略規劃 2019-2021》，香港交易所就持續擴展大宗商品的產品組合、大宗商品的定價和商品「通」等方面的發展定出進一步的願景。按此，香港交易所於 2019 年下半年推出了以美元計價及現金結算的倫敦金屬期貨小型合約（美元倫敦金屬期貨小型合約），與 2014 年 12 月和 2015 年 12 月先後分兩批推出的以香港離岸人民幣計價的倫敦金屬期貨小型合約（人民幣（香港）倫敦金屬期貨小型合約）形成更全面的產品組合。

這樣的一個場內市場能夠提供貴金屬、基本金屬和黑色金屬的期貨合約（見下文各節），有助亞洲時區的投資者進行大宗商品對沖及套戥活動。事實上，香港的場內大宗商品平台凝聚了具中國內地背景的期交所參與者，又有來自世界各地的金融市場參與者的資金，儼然成為一個將中國的大宗商品貿易與世界聯繫起來的互動網絡。

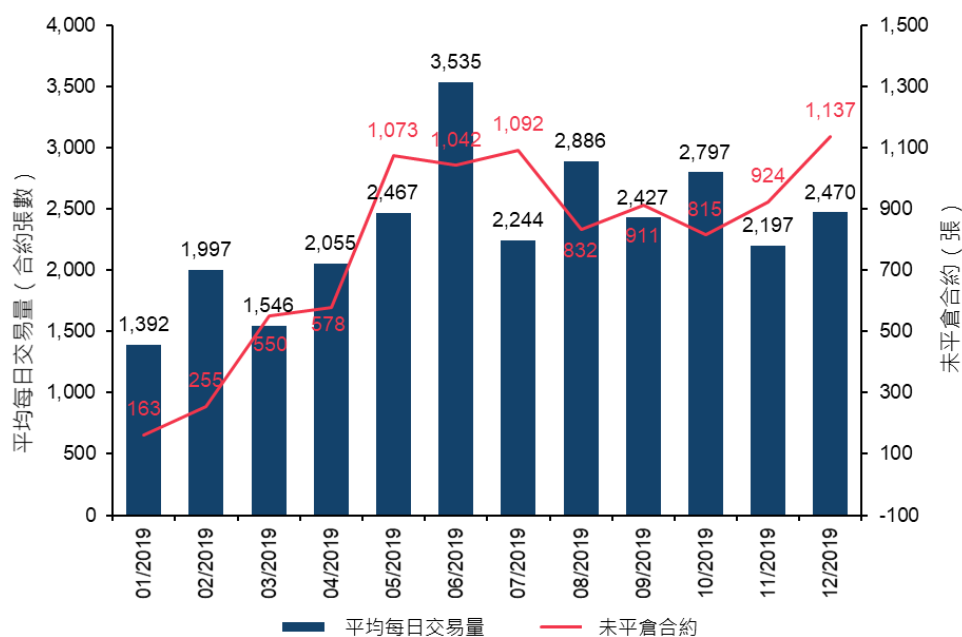
2.1 貴金屬衍生產品

美元黃金期貨及人民幣（香港）黃金期貨的主要特徵之一是實物交收，這可使期貨價格與現貨價在透明且受監管的交易平台上接軌。

香港要發展一個「新的大宗商品市場」無疑有不少挑戰，但其黃金期貨市場的流動性已漸上軌道：產品的平均每日交易量已從 2019 年初大約 1,300 張合約增長至 2019 年底超過 2,000 張合約，增幅逾 50%（見圖 2）；未平倉合約的數字更於 2019 年 12 月 27 日錄得破紀錄的 1,272 張。為使期交所向流通量提供者和自營交易商提供的優惠更加集中、提高效率，2019 年流通量提供者及自營交易商的總數分別從約 30 名減少至 20 名。另外，美元黃金期貨的買賣差價於 2019 年內四至六成的交易時間中亦收窄到一至兩個價位⁵。

⁵ 資料來源：所有相關市場數據及資料來自香港交易所。

圖 2：香港黃金期貨每月的平均每日交易量及月底末平倉合約數量（2019）



資料來源：香港交易所。

2.2 基本金屬衍生產品

香港交易所於 2014 年 12 月 1 日推出人民幣（香港）倫敦鋁 / 鋅 / 銅期貨小型合約，是香港首批以人民幣交易的商品合約。合約的設計旨在切合中國現貨市場參與者的對沖需要，助其管理以人民幣定價的商品交易的風險、幫助持有人民幣的交易商減少保證金融資需要，以及協助亞洲時區內的金屬以人民幣定價。一年之後，香港交易所於 2015 年 12 月 14 日再推出第二批同類產品，分別是以人民幣計價的人民幣（香港）倫敦鎳 / 錫 / 鉛期貨小型合約。鎳、錫、鉛與鋁、鋅、銅均是香港交易所的全資附屬公司倫敦金屬交易所（LME）市場上成交最活躍的期貨合約。由於這六種金屬在獨特性、使用及供求因素方面各有特色，香港交易所的人民幣（香港）倫敦金屬期貨小型合約可以滿足基本金屬消費者、生產商和投資者的不同需要，特別是在亞洲交易時段內需要買賣期貨合約的客戶。

除人民幣產品外，香港交易所還於 2019 年 8 月 5 日推出了美元倫敦金屬期貨小型合約，包括與相應人民幣產品相同的六種基本金屬的期貨合約，為亞洲時區內涉足相關美元計價基本金屬買賣的用戶提供更多交易機會，同時亦為想涉足標的金屬投資的個人及機構投資者提供新的投資工具，讓其受惠於該等合約的每月現金結算且規模相對較小的好處。這個系列合約的推出簡化了在 LME 買賣傳統基本金屬合約的機制。合約的最後結算價是根據 LME 的正式結算價（第二輪特定商品交易收盤時釐定）而確定⁶。

倫敦金屬期貨小型合約標誌着香港交易所朝着香港與倫敦之間建立全面聯通平台（「港倫通」）⁷的目標邁出了第一步。由於相關商品是在 LME 上買賣的相應基本金屬，香港的大宗商品交易平

⁶ 在 LME，交易活動分多輪指定環節進行，每環節五分鐘（稱為「一輪」）；在交易期間，交易員和場內經紀在六米環形交易圈中進行公開喊價交易。不同產品有不同的交易時間。LME 的第二輪交易時間為中午 12 時 30 分至下午 1 時 15 分。LME 產品的正式價格在第二輪交易期間確定，是實物合約的參考價格。LME 的正式價格是第二輪交易時間的最後買賣報價，而 LME 的正式結算價是最後的現貨賣價。

⁷ 詳見另一篇香港交易所研究報告〈香港交易所大宗商品市場——連接內地與全球的互聯互通平台〉，載於香港交易所網站，2020 年 3 月 24 日。

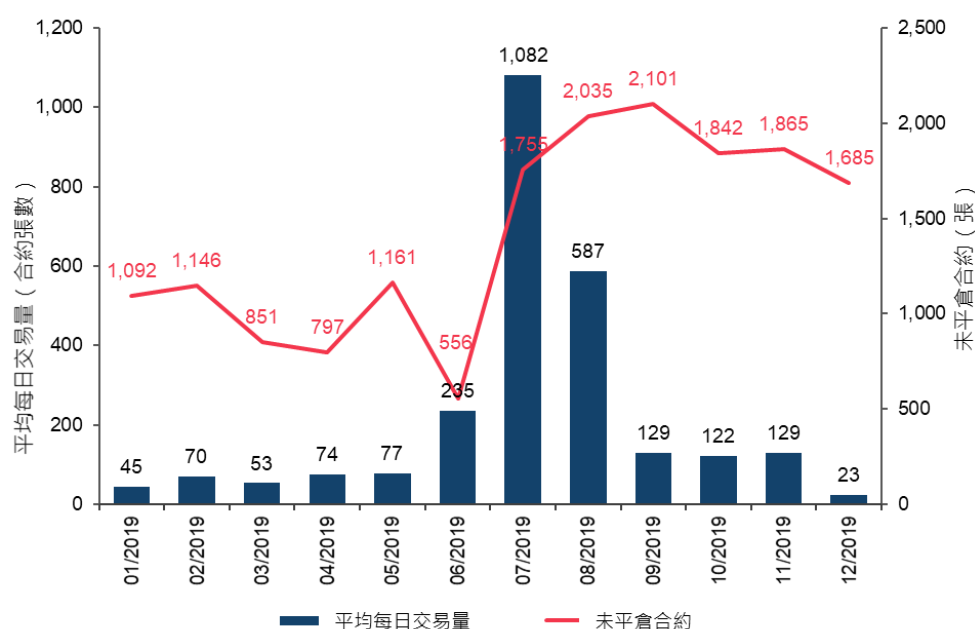
台大可聯同 LME 一起發展，將商品市場中的實物交易人士與金融交易人士都帶到同一個交易平台上來。

2.3 黑色金屬衍生產品

香港交易所於 2017 年 11 月 13 日推出其首隻黑色金屬產品——現金結算的 TSI CFR 中國鐵礦石 62% 鐵粉期貨（簡稱「鐵礦石期貨」）。新產品旨在提供極高的價格透明度，並讓所有市場參與者公平進出市場。有關產品提升鐵礦石衍生品市場的價格發現，亦有助降低交易成本。合約的最終結算價是在該合約月份公布的所有 TSI CFR 中國鐵礦石 62% 鐵粉指數的算術平均值，而最後交易日是每個曆月非新加坡公眾假期的最後一個香港營業日。產品同時提供月度合約及季度合約，令合約覆蓋範圍更廣。

對於鐵礦石期貨而言，2019 年是生機煥發的一年。經推出優惠計劃再加上市場營銷努力，產品的市場參與度有所提升。每日交易量和未平倉合約張數均在這一年創出新高（見圖 3）。

圖 3：鐵礦石期貨每月的平均每日交易量及月底未平倉合約數量（2019）



資料來源：香港交易所。

2.4 市場運作

要在期交所買賣大宗商品相當容易。

(1) 開立期貨戶口

投資者要先找期貨經紀開戶，此經紀須是期交所的參與者，可處理期交所產品的交易。期貨經紀將根據投資者的經驗、收入和淨資產，確定其允許投資者承擔多少風險（即向其收取多少保證金並設定持倉上限）。至於投資者透過經紀買賣期貨合約的渠道，不同經紀或有不同做法，有些提供網上交易系統，有些可能是期貨交易熱線。

(2) 存入初始保證金

落盤之前，投資者必須將足夠的資金存入戶口以支付初始保證金，金額相等於合約價值的一小部分。期交所根據市場波動風險去確定並設定期貨保證金比率。視乎合約類型的價格

波動性，經紀可能要求在此最低要求之外另再支付額外的初始保證金。初始保證金一般因產品而異，並會不時改動。

(3) 投資者資格及相關風險

由於可以透過存放抵押品而為交易取得融資，買賣大宗商品期貨的損失風險可以很大。投資者所蒙受的虧蝕可能會超過存放於期貨經紀作為抵押品的初始保證金、現金及任何其他資產，而且如果錯估合約價格升跌走向，投資者可能會在短時間內被要求存入額外的保證金款額或繳付利息。假如未能在指定的時間內支付所需的保證金款額或利息，有關合約或抵押品可能會在未經客戶同意下就出售套現。此外，投資者將要為期貨戶口內因此而出現的任何短欠數額及需繳付的利息負責。因此，投資者應根據本身的財政狀況及投資目標，仔細考慮這類交易是否適合自己。投資者還須留意幾個風險因素，包括地緣政治風險、投機風險、交付風險和企業管治風險。

(4) 向期貨經紀落盤

投資者向期貨經紀落盤時，應說明以下資料：

- 交易方向 — 買 / 賣；
- 數量 — 合約數量；
- 合約資料 — 哪隻產品及哪個到期日；
- 買賣盤類型 — 給指示經紀人該如何處理買 / 賣盤（常見類型為「市價盤」⁸、「限價盤」⁹和「止蝕盤」¹⁰）
- 價格 — 執行買 / 賣盤的價格；
- 有效時間 — 買 / 賣盤的有效期（常見的包括「即日」¹¹和「取消前有效」¹²）
- 賬號 — 投資者在經紀的追蹤系統中的戶口識別號碼。

買賣盤會被傳送至經紀所控制並連接到期交所的買賣盤管理系統。買賣盤提交期交所之前，經紀會先進行交易前風險檢查，以確保買賣盤符合批准的數量監控限制。成功通過檢查的買賣盤將發送到期交所的交易系統，未能通過的將不獲買賣盤管理系統受理。

(5) 交易過程

HKATS 為香港交易所旗下衍生產品市場的電子交易系統，系統中的買賣盤會即時按價格及時間的優先次序進行配對。這是指買賣盤會以最佳價格進行配對；若價格相同，則較先掛入公開掛盤冊的會比較後掛入的先作對盤交易，意即在每個價格實行「先進先出」。落盤都放在中央掛盤冊。一旦成交，交易的資料即透過買賣盤管理系統通知期交所參與者，另一邊亦同時傳送到香港期貨結算有限公司（簡稱「期貨結算公司」）作登記及結算。

(6) 按市值計價

按市值計價是結算所每天執行的程序，用以確定每張期貨合約所涉及資產的價值，然後在長短倉之間進行損益結算。結算所收取按金，是其用以減輕日後面對結算對手的信貸風險的主要手段。具體的按金要求，是透過評估個別期貨或期權合約又或期貨期權合約組合在

⁸ 市價盤：以當時市價買 / 賣合約。

⁹ 限價盤：以指定或更佳的价格買 / 賣合約。

¹⁰ 止蝕盤：以高於指定價位的價格買入或以低於指定價位的價格賣出合約。

¹¹ 即日盤：有效時間是直至輸入買 / 賣盤的交易日結束時 — 有關交易日結束時，系統會自動把買 / 賣盤清除。

¹² 取消前有效的買賣盤：有效時間是直至買 / 賣盤被取消之時，不會被系統自動取消。這類買賣盤如果沒有成交，交易員必須主動取消方可將其從系統中刪除。

16 個不同的模擬情況下的單日最高潛在虧損，再加上所設定置信水平計算所得。結算所每日監察按金水平，確保有足夠按金。

期貨結算公司的組合風險按金系統（PRIME）是衍生產品結算及交收系統（DCASS）用以計算期貨及期權產品按金要求的按金計算方法。期交所參與者可使用香港交易所發布的結算所風險系數檔案計算結算所按金。如果保證金戶口中的資金降至所要求的水平以下，經紀即會要求投資者補充資金至初始保證金水平。此過程稱為「保證金追收」。

(7) 持倉限額

期交所參與者為本身或為客戶持有的持倉若超出指定的申報水平，須於開設或累積該等持倉後的下一個營業日中午 12 時或之前向期交所遞交報告（「大額未平倉合約報告」），並須於持倉超出申報水平期間繼續遞交該等報告。證監會的《持倉限額及大額未平倉合約的申報規定指引》說明了對合計不同人士所持有或控制的持倉和分別在多間公司所持有或控制的持倉所設的規定，以及綜合賬戶的申報規定。

(8) 期貨合約的現金結算

如合約以現金結算，結算將於合約到期時按合約價值以貸記或借記形式進行。期交所現金結算的大宗商品包括美元及人民幣（香港）倫敦金屬期貨小型合約，以及月度及季度美元 TSI 鐵礦石期貨。這些期貨合約的買賣雙方，如持倉直至最後結算時間，而初始價與最終結算價之間的現金差額顯示錄得利潤，利潤將以現金存入其戶口；如錄得虧損，相關金額將以現金從其戶口扣賬。結算所和經紀將確保各個交易者的賬戶按此存入或扣除相應款項，並且及時準確地進行現金結算。

(9) 期貨合約的實物交收

期交所的美元及人民幣（香港）黃金期貨合約在結算時以實物交收，交收時賣方將金條交予買方，買方則支付全額款項。計劃實物交收黃金期貨合約的經紀須於期貨結算公司所指定的所有核准交收倉庫設有賬戶作實物黃金交收之用，或與另一名於所有核准交收倉庫設有賬戶的期貨結算所參與者（稱為「實物交收參與者」）訂立黃金期貨合約實物交收安排。在最後結算的時候，進行交收的黃金將在最後交易日之後的營業日被標記，並將在最後結算日當天，從賣方的期貨結算所參與者的倉庫戶口劃轉至買方的期貨結算所參與者的倉庫戶口內。關於最後結算的詳細安排，請參考期交所的相關市場運作文件——《衍生產品交收服務》、《認可交收倉庫、認可精煉廠、認可運輸公司及認可檢測機構名單》及《提供實物交收服務的期交所參與者名錄》。

(10) 風險管理程序

期貨結算公司擁有若干權力以助其執行風險管理程序，並確保交收及交付順暢。如有需要，期貨結算公司可要求其參與者存入額外款額或補充已用資金；期貨結算公司可要求參與者提供證據，證明其持有履行其結算責任可能需要的相關商品或工具。期貨結算公司亦有權不時要求「非實物交收期貨結算所參與者」於期貨結算公司不時指定的時間內將任何未平倉合約平倉及 / 或轉移。風險管理程序受《期貨結算所規則及程序》規管。

(11) 流通量提供者 / 自營交易商制度

期交所商品期貨設有莊家制度。註冊莊家會按請求以連續報價的方式提供報價，為市場提供流通量，故亦稱為流通量提供者。自營交易商是以其公司戶口進行買賣的交易所參與者，也可以是由交易所參與者作其代表、透過其個人客戶戶口進行合資格產品買賣的客戶，該客戶須承諾滿足交易所指定合資格產品的每月最低交易結算合約張數的要求。期交所的大宗商品類產品都設有「流通量提供者 / 自營交易商計劃」，那是由期交所委任流通量提供者為新產品提供流通量的商業安排，涉及的要求及獎勵可以較具彈性，而不一定是交易所

規則及程序內所載者。大宗商品衍生產品的流通量提供者 / 自營交易商若滿足若干相關的莊家責任並提供市場流動性，會獲得財務和非財務利益。

3. 為推進未來發展可行的多方面統合工作

香港投資者極少參與大宗商品交易、相關金融產品發展貧乏，一般都被認為是香港商品交易基建不足所致。香港欠缺物流和倉儲安排等可便利大宗商品實物交易的相應配套。事實上，香港的大宗商品期貨合約原是為協助相關實物資產使用者對沖價格波動而設的。

以基本金屬為例，香港的經紀表示內地金屬用戶都要求實物交收，因為他們要用金屬作生產用途。市場參與者亦曾提及香港需要倉儲設施方可提供實物交收¹³。換言之，在香港買賣的金屬衍生產品需要有相關實物交收機制配合，方可吸引中國內地用戶在香港交易。然而，提供實物交收意味着要設立金屬貨倉，而那並非易事。在某意義上，大宗商品直通車計劃可能有所幫助，但要達到殊不容易。捨難取易，可以研究與內地交易所訂立授權協議，安排內地大宗商品產品在香港上市，又或與內地交易所攜手開發新產品，可在香港售予國際市場參與者及獲認可的內地實體。另外，香港交易所亦可計劃安排，讓期交所市場與 LME 市場加深融合，並且進一步利用 LME 平台與內地商品交易所協作，以及開發不可或缺的物流和倉儲基建，便利大宗商品的實物交易。

至於香港的黃金市場，由於中國內地從歐洲及其他地方入口的黃金大都取道香港，香港是全球最活躍的實物黃金交易市場之一¹⁴。而作為中國這個全球最大黃金進口國的門戶，香港在這方面便顯出其戰略重要性。國際儲金銀行（bullion banks）、煉鑄商、金庫和運輸供應商在香港都有營運業務，再加上其黃金貿易轉口港的角色，香港在本質上有潛力成為亞洲區的黃金定價者，與西方成熟市場如紐約和倫敦看齊，有助中國以至亞洲突破只能做承價者的界限。金銀業貿易場、期交所與場外黃金市場之間大可探討進一步合作的空間，好好利用香港既有的貴金屬網絡。

有些參與者亦表示歡迎期交所的黃金期貨提供實物交收，只是現時最低交收單位為 1 公斤的水平，對個人客戶來說未免太高。他們建議期交所考慮調低合約金額和最低交收單位。

金銀業貿易場設有「認可煉鑄商名單」，列明其各種可交收黃金合約的認可香港煉鑄商，當中大都是港資公司，可生產 999.9 千足黃金。金銀業貿易場亦全資擁有和營運「香港貴金屬驗證中心」。過去亦有交易所參與者和金銀業貿易場行員向期交所建議，指其可考慮認可由這些本地煉鑄商製造的金條，接受其作為期交所黃金期貨合約的交收金條，並認可「香港貴金屬驗證中心」為其檢測機構，協助本地大宗商品公司衝出國際，繼而招徠區內大宗商品同業。這對場內市場而言意味著場內黃金合約的流通量會增加，黃金買賣的參與者也會更多元化。而對實物市場的參與者而言，有較佳的風險對沖工具等同交易成本可以降低，供應也更加穩定。這個雙贏的局面會令市場每一方都可以受惠。

黃金市場就如匯市一樣，都是全天候進行買賣。市場每有重要政治事件或其他突發新聞（例如美國加息），金價都會即時反映。期交所大可研究延長黃金期貨的交易時間，始終最常聽到市場參與者說的，便是指中國內地和國際投資者都可能需要 24 小時服務。期交所亦可考慮擴大現有金屬產品的組合，進一步開發和加入一些以區內及內地定價為根據又別具特色的產品，逐步建立一個提供更全面產品的大宗商品平台。

¹³ 〈香港「尚未準備好成為商品交易中心」〉（“Hong Kong ‘not ready to be a commodities trading centre’”），《南華早報》，2013年6月26日。

¹⁴ 2018年，香港的人均消費者需求為7.0克，屬全球最高。資料來源：世界黃金協會〈黃金需求走向（2019年第三季的統計數據）〉（“Gold Demand Trends Q3 2019 Statistics”），2019年11月5日。

事實上，亞洲佔全球大宗商品生產和消耗的比重不斷上升，在亞洲時區進行買賣的商品愈來愈多¹⁵。區內主要金融中心如新加坡和上海等紛紛進行戰略檢討，為保競爭力和領先地位而想出各式各樣的舉措。香港既有世界級營商基建、健全的監管環境，又有其獨一無二的互聯互通平台，將中國內地與世界聯通起來，理應可充分利用這些優勢、把握市場機遇，發展成為亞洲的大宗商品交易中心。香港務必要對大宗商品市場的發展定下全盤策略，才有望維持其作為全球最重要國際金融中心之一的地位。

要實現上述願景、盡握箇中市場機遇，政府、業界、監管當局和社會都必須通力合作，為香港的長遠利益努力。政府與政府之間相信亦要加大工作力度。

4. 總結

香港不論在集資、離岸人民幣定價或風險管理方面都是世界公認的領先金融中心，但若論大宗商品，香港相較其他全球金融市場仍處於弱勢。

為將香港打造成全球大宗商品交易中心，香港交易所作為本地唯一期貨交易所——期交所——的母公司，積極採取了許多不同舉措。近十年來，香港交易所先後推出了 16 隻場內大宗商品期貨合約，涉及貴金屬、黑色金屬及基本金屬等領域，以及六個非供交易的黃金指數，此外還收購了 LME 及成立了前海聯合交易中心。在這基礎之上，香港的大宗商品衍生產品市場已漸呈穩定升勢，只是潛力尚未完全發揮。究其原因，香港大宗商品業界主要面對兩大挑戰：按區域性定價及中國定價分別提供高度區分不同產品，以及建立高效的配對交易機制。

鑒於香港的實物交收能力相對較弱，因此未來研發新產品時，大可著力於與內地交易所建立跨境產品上市及發牌等相關安排，然後再建立交易機制，將香港與內地市場互聯互通的範疇擴大至包括大宗商品在內，讓兩邊市場參與者可跨境進行大宗商品交易。這樣的措施需要香港交易所與香港及內地兩邊監管機構密切協作，一同在新政策的執行及合規方面探究可行方案，並廣泛諮詢市場參與者，釐定推出哪些能帶來高流通量的合適產品及交易路徑。

期交所參與者的意見亦反映市場期望現有產品可進一步優化，包括收窄黃金合約的價位及在產品合約年期上提供更多選擇。同樣地，交易機制改革（例如延長交易時段、加快實物交收流程以及認可本地精煉廠及檢測機構等）亦可提升香港作為大宗商品衍生產品市場的吸引力及競爭力。香港交易所亦會繼續積極研究新的掛鈎產品及合約種類，以應對瞬息萬變的工業發展及香港市場不斷增長的需求。

香港的大宗商品市場無論在流通量或產品及服務覆蓋面上均相對遜色於其他全球交易中心，但其背靠中國內地這個全球數一數二的大宗商品消費國，憑藉這樣的特殊地位，香港可說仍具備成為亞洲大宗商品定價中心的條件。若能着意在產品發展及市場基礎設施方面進一步優化，不僅有助香港轉型為真正提供多種資產類別的全方位金融中心，更可為投資者接通中國以至全球市場的流動性。

¹⁵ 2018年，亞洲國家消費者對黃金的需求為 2,176.3 噸（2010年：1,942.9 噸），佔全球總需求逾 65%（2010年：少於 60%）。資料來源：世界黃金協會〈黃金需求走向（2019年第三季的統計數據）〉（“Gold Demand Trends Q3 2019 Statistics”），2019年11月5日。

附錄：香港交易所衍生產品市場各大宗商品期貨合約的細則

(a) 美元黃金期貨

特性	詳情
合約標的	金含量不小於 99.99%的、帶有認可精煉廠標籤及其序列號的 1 公斤黃金
交易代號	GDU
合約單位	1 千克
交易貨幣	美元
合約月份	現貨月及後續 11 個月
最低波幅	每克 0.01 美元
最後交易日	合約月份的第三個星期一 如該日並非香港營業日，則以緊接的下一個香港營業日作為最後交易日
交易時間 ⁽¹⁾ (香港時間) (最後交易日除外)	日間交易時段：上午 8 時 30 分至下午 4 時 30 分 收市後期貨交易時段：下午 5 時 15 分至翌日凌晨 3 時
最後交易日的交易時間 ⁽²⁾ (香港時間)	上午 8 時 30 分至下午 4 時 30 分
最後結算日	最後交易日後第二個香港營業日
結算方式	實物交收
結算貨幣	美元
最終結算價	於最後交易日最後 30 分鐘交易時間所有到期合約月份交易的成交量加權平均成交價 ⁽³⁾
交收地點	核准交收倉庫
最低交收單位	1 千克
假期	與期交所假期表相同
交易費 ⁽⁴⁾ (每邊每張合約計算)	1.00 美元
結算費 ⁽⁴⁾ (每邊每張合約計算)	2.00 美元
證監會徵費 ⁽⁵⁾ (每邊每張合約計算)	0.07 美元
佣金	可商議

註：

- (1) 聖誕前夕、新年前夕及農曆新年前夕的交易時段將不會超過正午 12 時 30 分。該三天的交易時間為上午 8 時 30 分至正午 12 時 30 分。英國、美國及中華人民共和國的銀行假期當天不設收市後期貨交易時段。
- (2) 聖誕前夕、新年前夕及農曆新年前夕的交易時段將不會超過正午 12 時 30 分。該三天的交易時間為上午 8 時 30 分至正午 12 時 30 分。
- (3) 於最後交易日最後 30 分鐘交易時間成交，並由(i)個別市場系列的兩個買賣盤；或(ii)標準組合買賣盤與個別市場系列買賣盤在 HKATS 配對而產生的所有到期合約月份交易（大手交易除外）。
- (4) 所示金額期交所可不時作更改。
- (5) 金額為每張合約收取港幣 0.54 元的美元等值，按期交所釐定的匯率換算。

(b) 人民幣(香港)黃金期貨

合約項目	詳情
合約標的	金含量不小於 99.99%的、帶有認可精煉廠標籤及其序列號的 1 公斤黃金
交易代號	GDR
合約單位	1 千克
交易貨幣	人民幣
合約月份	現貨月及後續 11 個月
最低波幅	每克人民幣 0.05 元
最後交易日	合約月份的第三個星期一 如該日並非香港營業日，則以緊接的下一個香港營業日作為最後交易日
交易時間 ⁽¹⁾ (香港時間) (最後交易日除外)	日間交易時段：上午 8 時 30 分至下午 4 時 30 分 收市後期貨交易時段：下午 5 時 15 分至翌日凌晨 3 時
最後交易日的交易時間 ⁽²⁾ (香港時間)	上午 8 時 30 分至下午 4 時 30 分
最後結算日	最後交易日後第二個香港營業日
結算方式	實物交收
結算貨幣	人民幣
最終結算價	於最後交易日最後 30 分鐘交易時間所有到期合約月份交易的成交量加權平均成交價 ⁽³⁾
交收地點	核准交收倉庫
最低交收單位	1 千克
假期	與期交所假期表相同
交易費 ⁽⁴⁾ (以每邊每張合約計算)	人民幣 6.00 元
結算費 ⁽⁴⁾ (以每邊每張合約計算)	人民幣 12.00 元
證監會徵費 ⁽⁵⁾ (以每邊每張合約計算)	人民幣 0.50 元
佣金	可商議

註：

- (1) 聖誕前夕、新年前夕及農曆新年前夕的交易時段將不會超過正午 12 時 30 分。該三天的交易時間為上午 8 時 30 分至正午 12 時 30 分。英國、美國及中華人民共和國銀行的假期當天不設收市後期貨交易時段。
- (2) 聖誕前夕、新年前夕及農曆新年前夕的交易時段將不會超過正午 12 時 30 分。該三天的交易時間為上午 8 時 30 分至正午 12 時 30 分。
- (3) 於最後交易日最後 30 分鐘交易時間成交，並由(i)個別市場系列的兩個買賣盤；或(ii)標準組合買賣盤與個別市場系列買賣盤在 HKATS 配對而產生的所有到期合約月份交易（大手交易除外）。
- (4) 所示金額期交所可不時作更改。
- (5) 金額為每張合約收取港幣 0.54 元的人民幣等值，按期交所釐定的匯率換算。

(c) 美元倫敦鋁/鋅/銅/鉛/鎳/錫期貨小型合約

合約項目	詳情					
	美元倫敦鋁期貨 小型合約	美元倫敦鋅期貨 小型合約	美元倫敦銅期貨 小型合約	美元倫敦鉛期貨 小型合約	美元倫敦鎳期貨 小型合約	美元倫敦錫期貨 小型合約
標的商品	電解鋁 (定義按 LME 規則及規例不時界定)	電解鋅 (定義按 LME 規則及規例不時界定)	電解銅 (定義按 LME 規則及規例不時界定)	標準鉛 (定義按 LME 規則及規例不時界定)	原鎳 (定義按 LME 規則及規例不時界定)	錫 (定義按 LME 規則及規例不時界定)
交易代碼	LUA	LUZ	LUC	LUP	LUN	LUS
合約單位	每張合約 5 噸			每張合約 1 噸		
交易貨幣	美元					
結算貨幣	美元					
合約月份	即月及後續 11 個曆月					
交易費 ⁽¹⁾	每邊每張合約 0.50 美元					
結算費 ⁽¹⁾	每手 0.20 美元					
證監會徵費 ⁽²⁾	每邊每張合約 0.07 美元					
最後交易日	LME 就鋁/鋅/銅/鉛/鎳/錫期貨合約釐定的最後交易日 (為即月第三個星期三的前兩個營業日)。如該日並非香港營業日,則以緊貼的前一個香港營業日作為最後交易日。					
交易時間 (香港時間) (最後交易日除外)	日間交易時段: 上午 9 時至下午 4 時 30 分 收市後期貨交易時段: 下午 5 時 15 分至翌日凌晨 3 時 聖誕前夕、新年前夕及農曆新年前夕的交易時段至正午 12 時 30 分止。該三天的交易時間為上午 9 時至正午 12 時 30 分。 英國、美國及中華人民共和國的銀行假期當天不設收市後期貨交易時段。					
最後交易日的交易時間	日間交易時段: 上午 9 時至下午 4 時 30 分; 收市後期貨交易時段: 下午 5 時 15 分至晚上 8 時 (英國夏令時間)/ 晚上 9 時 (非英國夏令時間)	日間交易時段: 上午 9 時至下午 4 時 30 分; 收市後期貨交易時段: 下午 5 時 15 分至晚上 7 時 55 分 (英國夏令時間)/ 晚上 8 時 55 分 (非英國夏令時間)	日間交易時段: 上午 9 時至下午 4 時 30 分; 收市後期貨交易時段: 下午 5 時 15 分至晚上 7 時 35 分 (英國夏令時間)/ 晚上 8 時 35 分 (非英國夏令時間)	日間交易時段: 上午 9 時至下午 4 時 30 分; 收市後期貨交易時段: 下午 5 時 15 分至晚上 7 時 50 分 (英國夏令時間)/ 晚上 8 時 50 分 (非英國夏令時間)	日間交易時段: 上午 9 時至下午 4 時 30 分; 收市後期貨交易時段: 下午 5 時 15 分至晚上 8 時 05 分 (英國夏令時間)/ 晚上 9 時 05 分 (非英國夏令時間)	日間交易時段: 上午 9 時至下午 4 時 30 分; 收市後期貨交易時段: 下午 5 時 15 分至晚上 7 時 45 分 (英國夏令時間)/ 晚上 8 時 45 分 (非英國夏令時間)
最低波幅	每噸 0.5 美元			每噸 1 美元		
最終結算日	最後交易日後的第二個香港營業日					
最終結算價	由結算所釐定,應為 LME 在即月第三個星期三的前兩個倫敦營業日所釐定及公布的正式結算價					
結算方式	現金結算					
假期	與期交所假期表相同					

合約項目	詳情					
	美元倫敦鋁期貨 小型合約	美元倫敦鋅期貨 小型合約	美元倫敦銅期貨 小型合約	美元倫敦鉛期貨 小型合約	美元倫敦鎳期貨 小型合約	美元倫敦錫期貨 小型合約
合共持倉限額 (美元及人民幣 (香港) 合約張數)	25,000	25,000	50,000	25,000	50,000	15,000

註：

- (1) 所示金額期交所可不時作更改。
- (2) 金額為每張合約收取港幣 0.54 元的美元等值，按期交所釐定的匯率換算。

(d) 人民幣 (香港) 倫敦鋁/鋅/銅/鉛/鎳/錫期貨小型合約

合約項目	詳情					
	人民幣 (香港) 倫敦鋁期貨 小型合約	人民幣 (香港) 倫敦鋅期貨 小型合約	人民幣 (香港) 倫敦銅期貨 小型合約	人民幣 (香港) 倫敦鉛期貨 小型合約	人民幣 (香港) 倫敦鎳期貨 小型合約	人民幣 (香港) 倫敦錫期貨 小型合約
標的商品	電解鋁 (定義按 LME 規則及規例不時界定)	電解鋅 (定義按 LME 規則及規例不時界定)	電解銅 (定義按 LME 規則及規例不時界定)	標準鉛 (定義按 LME 規則及規例不時界定)	原鎳 (定義按 LME 規則及規例不時界定)	錫 (定義按 LME 規則及規例不時界定)
交易代碼	LRA	LRZ	LRC	LRP	LRN	LRS
合約單位	每張合約 5 噸			每張合約 1 噸		
交易貨幣	人民幣					
結算貨幣	人民幣					
合約月份	即月及後續 11 個曆月					
交易費 ⁽¹⁾	每邊每張合約人民幣 3.00 元					
結算費 ⁽¹⁾	每手人民幣 1.20 元					
證監會徵費 ⁽²⁾	每邊每張合約人民幣 0.44 元					
最後交易日	LME 就鋁/鋅/銅/鉛/鎳/錫期貨合約釐定的最後交易日 (為即月第三個星期三的前兩個營業日)。如該日並非香港營業日,則以緊貼的前一個香港營業日作為最後交易日。					
交易時間 (香港時間) (最後交易日除外)	日間交易時段: 上午 9 時至下午 4 時 30 分 收市後期貨交易時段: 下午 5 時 15 分至翌日凌晨 3 時 聖誕前夕、新年前夕及農曆新年前夕的交易時段至正午 12 時 30 分止。該三天的交易時間為上午 9 時至正午 12 時 30 分。 英國、美國及中華人民共和國銀行的假期當天不設收市後期貨交易時段。					
最後交易日的交易時間	日間交易時段: 上午 9 時至下午 4 時 30 分; 收市後期貨交易時段: 下午 5 時 15 分至晚上 8 時 (英國夏令時間)/ 晚上 9 時 (非英國夏令時間)	日間交易時段: 上午 9 時至下午 4 時 30 分; 收市後期貨交易時段: 下午 5 時 15 分至晚上 7 時 55 分 (英國夏令時間)/ 晚上 8 時 55 分 (非英國夏令時間)	日間交易時段: 上午 9 時至下午 4 時 30 分; 收市後期貨交易時段: 下午 5 時 15 分至晚上 7 時 35 分 (英國夏令時間)/ 晚上 8 時 35 分 (非英國夏令時間)	日間交易時段: 上午 9 時至下午 4 時 30 分; 收市後期貨交易時段: 下午 5 時 15 分至晚上 7 時 50 分 (英國夏令時間)/ 晚上 8 時 50 分 (非英國夏令時間)	日間交易時段: 上午 9 時至下午 4 時 30 分; 收市後期貨交易時段: 下午 5 時 15 分至晚上 8 時 05 分 (英國夏令時間)/ 晚上 9 時 05 分 (非英國夏令時間)	日間交易時段: 上午 9 時至下午 4 時 30 分; 收市後期貨交易時段: 下午 5 時 15 分至晚上 7 時 45 分 (英國夏令時間)/ 晚上 8 時 45 分 (非英國夏令時間)
最低波幅	每噸人民幣 5 元		每噸人民幣 10 元	每噸人民幣 5 元	每噸人民幣 10 元	
最終結算日	最後交易日後的第二個香港營業日					
最終結算價	由結算所釐定的整數,以 LME 就鋁/鋅/銅/鉛/鎳/錫期貨合約釐定及公布的正式結算價,按香港財資市場公會在最後交易日上午 11 時 30 分左右 (香港時間) 公布的美元兌人民幣 (香港) 即期匯率換算為人民幣等價金額,並按金額第一個小數位四捨五入為整數。					

合約項目	詳情					
	人民幣(香港)倫敦鋁期貨 小型合約	人民幣(香港)倫敦鋅期貨 小型合約	人民幣(香港)倫敦銅期貨 小型合約	人民幣(香港)倫敦鉛期貨 小型合約	人民幣(香港)倫敦鎳期貨 小型合約	人民幣(香港)倫敦錫期貨 小型合約
結算方式	現金結算					
假期	與期交所假期表相同					
合共持倉限額(美元及人民幣(香港)合約張數)	25,000	25,000	50,000	25,000	50,000	15,000

註：

- (1) 所示金額期交所可不時作更改。
- (2) 金額為每張合約收取港幣 0.54 元的人民幣等值，按期交所釐定的匯率換算。

(e) 鐵礦石月度期貨合約

特性	詳情
交易代碼	FEM
標的	TSI CFR 中國鐵礦石 62%鐵粉指數
合約單位	100 噸
交易貨幣	美元
報價	每噸美元及美仙
合約月份	現貨月及後續 23 個曆月
最低波幅	每噸 0.01 美元
最高波幅	無
最後交易日	每個曆月非新加坡公眾假期的最後一個香港營業日
交易時間 ⁽¹⁾ (香港時間) (最後交易日除外)	日間交易時段：上午 9 時至下午 4 時 30 分 收市後期貨交易時段：下午 5 時 15 分至翌日凌晨 3 時
最後交易日的交易時間 ⁽²⁾ (香港時間)	日間交易時段：上午 9 時至下午 4 時 30 分 收市後期貨交易時段：下午 5 時 15 分至下午 6 時 30 分
最後結算日	最後交易日後第二個香港營業日。除非：(i) 最後交易日為新年或農曆新年前最後一個香港營業日，(ii) 現貨月合約及現貨季合約的交易時間於下午 12 時 30 分結束，及 (iii) 其他合約月份の日間交易時段於下午 4 時 30 分結束，則最後結算日為最後交易日後首個香港營業日
最後結算價	該合約月份公布的所有 TSI CFR 中國鐵礦石 62%鐵粉指數的算術平均值，並四捨五入至小數後兩位數字
結算方式	現金結算
假期	與期交所假期表相同
交易費 ⁽³⁾ (以每邊每張合約計算)	1.00 美元
結算費 ⁽³⁾ (以每邊每張合約計算)	1.00 美元
證監會徵費 ⁽⁴⁾ (以每邊每張合約計算)	0.07 美元
佣金	可商議

註：

- (1) 聖誕前夕、新年前夕及農曆新年前夕的交易時段將不會超過下午 12 時 30 分。該三天的交易時間為上午 9 時正至下午 12 時 30 分。
- (2) 如最後交易日為新年或農曆新年前最後一個香港營業日，並為新年或農曆新年前 TSI CFR 中國鐵礦石 62%鐵粉指數最後一次公布的日子，該日交易時段將不會超過下午 12 時 30 分。該兩天的交易時間為上午 9 時至下午 12 時 30 分。
- (3) 所示金額期交所可不時作更改。
- (4) 金額為每張合約收取港幣 0.54 元的美元等值，按期交所釐定的匯率換算。

(f) 鐵礦石季度期貨合約

特性	詳情
交易代碼	FEQ
標的	TSI CFR 中國鐵礦石 62%鐵粉指數
合約單位	100 噸
交易貨幣	美元
報價	每噸美元及美仙
合約月份	現貨季及後續 7 個曆季 (曆季指 1 月至 3 月、4 月至 6 月、7 月至 9 月及 10 月至 12 月)
最低波幅	每噸 0.01 美元
最高波幅	無
最後交易日	每個曆季中最後一個月度合約的最後交易日
交易時間 ⁽¹⁾ (香港時間) (最後交易日除外)	日間交易時段：上午 9 時至下午 4 時 30 分 收市後期貨交易時段：下午 5 時 15 分至翌日凌晨 3 時
最後交易日的交易時間 ⁽²⁾ (香港時間)	日間交易時段：上午 9 時至下午 4 時 30 分 收市後期貨交易時段：下午 5 時 15 分至下午 6 時 30 分
最後結算日	最後交易日後第二個香港營業日。除非：(i) 最後交易日為新年或農曆新年前最後一個香港營業日，(ii) 現貨月合約及現貨季合約的交易時間於下午 12 時 30 分結束，及 (iii) 其他合約月份的日間交易時段於下午 4 時 30 分結束，則最後結算日為最後交易日後首個香港營業日
最後結算價	該合約季度相應的三個月度合約的最後結算價的算術平均值，並四捨五入至小數後兩位數字
結算方式	現金結算
假期	與期交所假期表相同
交易費 ⁽³⁾ (以每邊每張合約計算)	1.00 美元
結算費 ⁽³⁾ (以每邊每張合約計算)	1.00 美元
證監會徵費 ⁽⁴⁾ (以每邊每張合約計算)	0.07 美元
佣金	可商議

註：

- (1) 聖誕前夕、新年前夕及農曆新年前夕交易時段將不會超過下午 12 時 30 分。該三天的交易時間為上午 9 時正至下午 12 時 30 分。
- (2) 如最後交易日為新年或農曆新年前最後一個香港營業日，並為新年或農曆新年前 TSI CFR 中國鐵礦石 62%鐵粉指數最後一次公布的日子，該日交易時段將不會超過下午 12 時 30 分。該兩天的交易時間為上午 9 時至下午 12 時 30 分。
- (3) 所示金額期交所可不時作更改。
- (4) 金額為每張合約收取港幣 0.54 元的美元等值，按期交所釐定的匯率換算。

免責聲明

本文中的意見不一定代表香港交易所的立場。本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。過往表現並非未來表現的指標。本文的資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

