

香港交易所
市場波動調節機制及收市競價交易時段
答 問

更新：2015 年 7 月 3 日

背景

香港交易及結算所有限公司（香港交易所）於 2015 年 1 月 16 日刊發諮詢文件，建議在證券及衍生產品市場引入市場波動調節機制（市調機制）以及在證券市場引入收市競價交易時段；諮詢期於 2015 年 4 月 10 日結束。在 2015 年 7 月 3 日，香港交易所宣布，基於市場廣泛支持，稍後將會實施市調機制及收市競價交易時段。以下是關於此兩項措施的常問問題及香港交易所的回應。

詳情請參閱[諮詢文件](#)及[諮詢總結](#)。

答問

1. 香港交易所為何引入這兩項市場結構改革措施？推行這些改革，香港交易所的目的是甚麼？

兩項建議是香港交易所在中短期內提升證券及衍生產品市場微結構的重要舉措，旨在提高香港交易所的整體競爭力。

建議中的市調機制是以 20 國集團（G20）及國際證監會組織（IOSCO）的監管指引為本，旨在緩和自動化交易引致的極端價格波動（譬如「閃崩」、程式錯誤等等）而可能對市場持正操作帶來的威脅，以及控制香港證券及衍生產品市場之間相互關連所產生的系統風險，尤其有關基準指數產品的風險。因此，幾乎全球所有主要市場均設有不同形式的市場波動調節機制以控制極端價格波動。香港交易所將要實施的市調機制屬於寬鬆簡易的動態價格限制模式。此機制不是用來限制股價上落，與某些市場就證券交易限定每日價格範圍的每日漲跌停板制有所分別。

全新的收市競價交易時段旨在切合投資者的各種需求，便利他們以證券收市價執行交易，須知現時好些基金（例如指數追蹤基金）均須按章以收市價進行投資。環顧國際，香港以外的所有其他已發展市場及大部分發展中市場（埃及、印度及上海除外）¹均設有收市競價交易機制。

¹ 根據 MSCI 市場分類。

2. 市場諮詢的回應意見是否全面？香港交易所如何分析回應意見？

香港交易所收到的回應意見很全面，分別來自證券及衍生產品市場廣泛界別的使用者：

- 41 名香港交易所的交易所參與者，分別合佔證券及衍生產品市場成交的 65% 及 74% 市場份額；
- 15 家資產管理公司，所屬集團於全球的管理資產總值合計逾 15 萬億美元。它們均是主要的國際和本地機構投資者，包括服務香港數百萬投資者的強制性公積金（強積金），以及在香港上市的交易所買賣基金的基金經理；
- 10 個業界組織及主要市場代表，其廣泛代表香港散戶及機構界別包括經紀、投資者及其他市場參與者；
- 2 間主要指數供應商、2 間交易商及 1 間於香港有業務的銀行；及
- 310 名個別回應人士，主要是本地的散戶投資者／香港交易所的交易所參與者僱員。

審閱回應意見時，香港交易所就市場意見及其理據進行詳細的分析，並已考慮所有回應意見（包括逾時遞交、未能核實身份及／或完全相同的回應），以確保香港交易所已審閱所有的市場反饋。

3. 香港交易所將實施的模式是否諮詢時提出的模式？如否，有哪些主要變動及其理由？

因應市場的回應意見，在最終實施的市調機制及收市競價交易時段作了若干優化措施：

市調機制：

- a) 每個產品在每個交易時段觸發市調機制的次數上限由兩次減至一次 —— 部分回應人士建議進一步減少觸發機制的次數，以盡量減少對市場的干擾，因為觸發一次已足以提醒市場注意可能出現的交易異常情況。待市場對市調機制熟悉之後，香港交易所可考慮採用多次觸發，作為進一步優化措施。
- b) 除了午市持續交易時段最後 15 分鐘外，市調機制亦不包括早市及午市持續交易時段的首 15 分鐘 —— 回應意見認為開市時段（包括開市前時段以及早市及午市持續交易時段開始時）對價格發現尤為重要，而且市場在經過一段沒有交易的時段，開市時的價格波動通常較大，以消化新的市場資訊並作出應對。因此，市場需不受市調機制干預、令市場可自由進行價格發現，免得市調機制造成不必要的交易干擾。

收市競價交易時段：

- a) 收市競價交易時段從第一階段起即涵蓋所有交易所買賣基金，而非只是以香港股份為相關資產的交易所買賣基金 —— 香港交易所同意收市競價交易時段全面適用於所有交易所買賣基金會較為理想，因為可以使措施劃一，有利市場溝通。

- b) **第一階段不設賣空盤；第二階段（第一階段開始後六個月或以上並完成檢討第一階段之後）才考慮** —— 大部分市場回應意見支持收市競價交易時段應允許符合賣空價規則的賣空盤。同時，部分回應者認為應於第二階段當市場熟習新收市競價交易時段後才實施賣空盤，而非於第一階段即時實施。香港交易所認同回應意見，寧可審慎一點，賣空盤將於第二階段待市場已熟習新收市競價交易時段時才實施。
- c) **輸入買賣盤時段應減至 5 分鐘，收市競價交易時段於下午 4 時 10 分結束** —— 為數不少的回應人士希望縮短輸入買賣盤時段，令收市競價交易時段可於下午 4 時 10 分結束。香港交易所認為較短的 5 分鐘輸入買賣盤時段也可以採納，應不會對市場交易造成不利影響。

4. 為何某隻證券／合約觸發市調機制並處於「冷靜期」時，其相關或相連產品仍可繼續交易？這樣的決定，背後理據是甚麼？

由於證券／合約在冷靜期時仍可於價格限制範圍內進行交易，其相連產品亦應仍允許交易。香港交易所也曾考慮是否亦應為這類相連產品定立一個可進行交易的價格限制範圍，但鑑於這類產品通常都是槓桿產品又或具有不同的產品特點，為它們訂立交易範圍幾近不可行。此外，暫停相連產品／衍生產品的交易會產生重大市場影響，並導致過度的市場干擾，結果同樣有欠理想。根據收到的市場意見，許多回應者都贊同市調機制對香港而言是全新引進，故按現時模式在香港市場推出較為適合。待市調機制推出後，香港交易所將繼續尋求市場意見，並在將來市場日漸熟習此機制後再作檢討。

5. 部分市場人士要求在收市競價交易時段實施 2% 的價格限制。香港交易所的建議卻是 5%，理據何在？香港交易所審視所收到的意見後可有考慮作出改變？

香港交易所認同市場對收市競價交易時段價格波動的憂慮，故建議設價格限制。大家需要留意的是，大多數市場的收市競價交易不設價格限制，但在收市競價交易時段設有價格限制的市場當中，5% 已經是最窄的價限。

當香港交易所在 2008 年設立舊收市競價交易時段時，也一度公佈在當中實施 2% 的價格限制，只是其後在實施前已暫停收市競價交易時段，有關價格限制從未實施。當其時該價格限制是防止價格波動的唯一建議措施，因此儘管當時不少市場參與者均認為會對交易造成很大限制，最後仍是建議將價限訂於 2%。香港交易所在全新的收市競價交易時段設有多項其他價格控制措施，故價格限制無須與當年一般嚴格的 2% 價格限制。

根據交易統計數據，將價格限制設定為 2% 會對交易造成過大限制，使不論是正常交易日或是指數重整日，收市時許多股份的買賣盤均難以完成。屆時，市場參與者可能會輸入價格更進取的買賣盤，或在收市前進行交易，反而減少收市競價交易時段的效

用。另外香港交易所注意到即使在今日，許多股份在數分鐘內的波幅隨時超過 5%，對這些股份而言，5%的價限仍然不夠空間。

衡量過散戶與機構投資者的回應與及強烈要求解決價格波動問題兩方面，香港交易所決定按原來的建議實施，即首先在買賣盤輸入時段設 5%的價格限制。推出之後可再作進一步檢討 5%的價格限制。

6. 在關於諮詢過程中，市場提出哪些收市競價交易時段的主要疑慮？你們如何回應？

回應人士提出的主要疑慮有：(1) 可能出現市場操縱；及 (2) 覺得收市競價交易時段不利於散戶投資者。香港交易所的回應是：

- 作為較晚引入收市競價交易時段的市場，香港能夠吸取其他市場在處理收市競價交易的經驗。香港交易所最終的收市競價交易時段模式加入了數項其他市場用作防止市場操縱的強化功能，譬如，競價限價買賣盤設 5%的價格限制、整個收市競價交易時段均可輸入競價限價買賣盤、提升市場透明度及引入隨機收市等等。此外，收市競價交易時段將採用分階段實施的方法，先讓市場逐漸熟習機制，才進一步加入其他股份。香港交易所會先行檢討推出收市競價交易時段後的成果及成效，才再實施第二階段。香港交易所及證券及期貨事務監察委員會（證監會）也會進一步提升其共同電子市場監控平台，以改進跨市場監管功能。香港交易所已預留額外費用在設立監控市場可疑活動的實時警報。此外，香港交易所會協助證監會進行全面的檢視，並在察覺有任何交易違規情況下實施必要的執法行動。
- 參與收市競價交易時段並非強制性，投資者仍可只選擇參與持續交易時段。在香港交易所上次推行收市競價時，市場並沒有出現大量買賣盤由持續交易時段轉移至收市競價交易時段，所以收市競價交易時段對這些不參與的投資者影響不大。對有意參與收市競價交易時段的投資者來說，香港交易所也提升了功能，譬如允許在整個收市競價交易時段均可輸入競價限價買賣盤，為所有投資者提供價格保護以及讓他們取得更佳價格。凡此種種，香港交易所應可締造公平競爭環境及鼓勵個人及機構投資者參與。香港交易所亦將會與證監會的投資者教育中心及其他相關機構合作，舉辦市場及投資者教育活動，確保所有市場參與者均瞭解收市競價交易時段的功能及機制。

7. 這兩項機制將如何實施？市調機制及收市競價交易機制涵蓋的證券範圍會否擴大？若會，預計時間表是怎樣？

實施方法及時間表

在證券市場方面，回應人士主要認為，收市競價交易時段及市調機制應較香港交易所計劃實施讓發行人於交易時間內適時發布內幕消息的短暫停牌優先推行。因此，交易所會於 AMS/3.8 交易系統平台上一併開發及測試市調機制及收市競價交易時段，然後再逐一推出機制（先推出首階段的收市競價交易時段，然後再推出市調機制）以減低遷移風險。

市場將有 12 個月的充裕準備時間；香港交易所暫定由 2016 年第三季度起在證券市場首先推出收市競價交易時段，然後是市調機制，而衍生產品市場的市調機制則會於 2016 年第四季推出。所有這些計劃均要視乎證監會批准相關規則修訂及市場準備情況方面的配合作實。開發及實施市調機制及收市競價交易時段的相關規格說明文件將另行公布。

適用產品

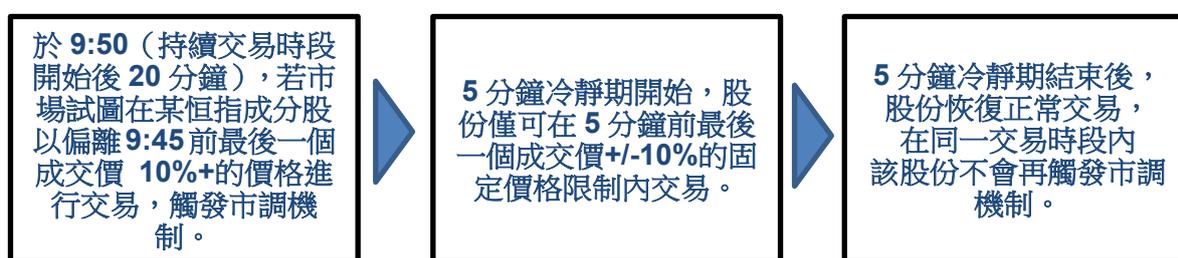
香港交易所現時並無計劃增加證券或衍生產品市場市調機制所涵蓋的產品。

收市競價交易時段將分兩階段推出，第二階段所涵蓋的證券範圍將進一步擴大。首階段將暫時包括所有恒生綜合大型股及中型股指數的成份股、有相應 A 股在中國內地交易所上市的 H 股及所有交易所買賣基金。股份名單將於首階段推出前確定並公布。第二階段將於檢討後推出，暫定在首階段半年後，屆時將包括所有不被納入首階段的股本證券及基金。

附錄：

1. 香港交易所的市調機制如何運作

市調機制適用於持續交易時段，但不包括上午及下午持續交易時段的首 15 分鐘，及下午持續交易時段的最後 15 分鐘。市調機制亦只適用於 81 隻恒指及恒生國企指數成分股以及 8 種相關指數期貨合約。若市場試圖在這些股份（合約）以偏離 5 分鐘前最後一個成交價超過 10%/5% 的價格進行交易，便會觸發 5 分鐘的冷靜期。冷靜期內，受影響的產品僅可在固定價格限制內進行交易。5 分鐘冷靜期過後將恢復正常的持續交易，同一股份（合約）在同一交易時段內不會再次觸發市調機制。



2. 香港交易所的收市競價交易時段如何運作

最後決定的收市競價交易時段模式維持 8 至 10 分鐘，運作如下：

- 在第一個時段（暫停時段：下午 4 時至下午 4 時 1 分）：計算每隻參與收市競價交易時段證券的參考價格，訂出收市競價交易時段內的允許價格限制範圍（參考價格 \pm 5%）。
- 在第二個時段（輸入買賣盤時段：下午 4 時 1 分至下午 4 時 6 分）：可以輸入、修改或取消在 \pm 5%價格限制範圍內的競價盤及競價限價盤。
- 在第三個時段（不可取消時段：下午 4 時 6 分至下午 4 時 8 分）：新輸入的競價限價盤的價格必須在買賣盤紀錄中的最低沽盤價與最高買盤價之間，所有買賣盤均不可修改或取消。
- 在最後一個時段（隨機收市時段：下午 4 時 8 分至下午 4 時 10 分）：不可取消時段的買賣盤規則適用，市場於 2 分鐘內隨機收市。所有收市競價交易時段證券於此時段結束後對盤。

時間	9:30-12:00; 13:00-16:00	16:00	16:01	16:06	16:08	16:10
時段	持續交易時段 (CTS)	暫停時段 (1分鐘)	收市競價交易時段			
詳情	參考價按持續交易時段最後一分鐘5個按盤價的中位數計算	<ul style="list-style-type: none"> 計算及發布參考價 不得輸入、取消及更改 價格限制以內的買賣盤將自動轉至下一時段 	輸入買賣盤時段 (5分鐘) 價格限制： <ul style="list-style-type: none"> a 參考價的15% 批准的買賣盤類別： <ul style="list-style-type: none"> 競價盤 競價限價盤 買賣盤輸入、取消及更改： <ul style="list-style-type: none"> 可輸入、取消及更改 	不可取消時段 (2分鐘) 價格限制： <ul style="list-style-type: none"> b 最低沽盤價與最高買盤價之間 批准的買賣盤類別： <ul style="list-style-type: none"> 競價盤 競價限價盤 買賣盤輸入、取消及更改： <ul style="list-style-type: none"> 可輸入，但不可取消及更改 	隨機收市時段 (2分鐘)	
其他新措施：						
1. 透明度更高，因顯示最終參考平衡價格的價限、持續交易時段16:00的收市及不平衡資料（方向及數量） 2. 在第二階段容許符合賣空價規則的賣空盤（參考價） 3. 在不能確定競價時，容許以參考價為競價盤對盤						

3. 各市場界別回應人士與回應統計

市場界別	回應數目	比重	市調機制		收市競價交易	
			支持	反對	支持	反對
1. 香港交易所的交易所參與者	41	分別佔證券及衍生產品市場交易的 65% 及 74% 份額	34	7	35	4
2. 資產管理公司	15	* 包括服務香港數百萬個投資者的強積金經理及交易所買賣基金經理 * 全球管理資產總值 > 15 萬億美元	13	0	15	0
3. 業界組織及主要市場代表	10	成員總數 > 10,000	9	1	7	2
4. 其他企業實體	5	2 家主要指數公司、2 家交易公司及一家香港銀行	5	0	5	0
5. 個別人士	310	個人身份	20	285	15	293

4. 市調機制及收市競價交易時段的推行時間表及所涵蓋證券

暫定時間表	2016 年第三季	2016 年第四季	2017 年上半年
推出	收市競價交易時段 – 首階段	市調機制 – 證券 市調機制 – 衍生產品	收市競價交易時段 – 第二階段 (視乎檢討結果)
涵蓋的證券/ 衍生產品	<p>(證券名單有待推出前確認)</p> <ul style="list-style-type: none"> • 恒生綜合大型股指數及恒生綜合中型股指數的成份股 • 有相應 A 股在內地證券交易所上市的 H 股 • 所有交易所買賣基金 	<p><u>證券</u>： 恒指及恒生國企指數成份股 (現有 81 隻)</p> <p><u>衍生產品</u>： 恒生指數期貨 (恒指)、小型恒生指數期貨 (MHI)、H 股指數期貨 (H 股指數) 及小型 H 股指數期貨 (MCH) 現月及下月合約月份的合約 (現有 8 種合約)</p> <p><u>不包括</u>： 遠期月份的合約、期權及所有其他衍生產品</p>	<p>所有股本證券及基金</p> <p>注意： 其他收市競價功能將同第一階段一樣，除只會在第二階段才考慮允許符合賣空價規則的賣空 (在第一階段將沒有賣空)</p>