

## 諮詢文件

建議在證券及衍生產品市場引入  
市場波動調節機制以及在證券市場引入  
收市競價交易時段

2015年1月



Hong Kong Exchanges and Clearing Limited  
香港交易及結算所有限公司

---

# 目錄

---

	頁次
摘要	3
甲部：市場波動調節機制 (VCM)	
第一章：市場波動調節機制的背景及原因	8
第二章：建議的市場波動調節機制模式	10
第三章：建議的市場波動調節機制——討論及諮詢問題	12
第四章：市場對建議可能關注的問題及香港交易所的回應	19
乙部：收市競價交易時段 (CAS)	
第五章：收市競價交易時段背景及原因	21
第六章：香港交易所舊收市競價交易時段的經驗	22
第七章：建議的收市競價交易時段模式	25
第八章：新收市競價交易時段模式——討論及諮詢問題	29
第九章：市場對新模式可能關注的問題及香港交易所的回應	36
丙部：時間表及回應本諮詢文件	
第十章：實施方法及時間表	40
第十一章：如何回應本諮詢文件	42
附錄	
附錄一：海外市場採用市場波動調節機制的做法	43
附錄二：建議市場波動調節機制的詳細特點	46
附錄三：證券市場上兩類常見的交易機制	49
附錄四：現行的收市方式（中位價方式）	52
附錄五：舊收市競價交易時段的模式	53

附錄六：	部分海外交易所收市競價模式的特點	55
附錄七：	新收市競價交易時段模式推出後香港交易所證券及衍生產品市場的交易時間表	58
附錄八：	私隱政策聲明	60
附錄九：	詞彙	64

---

## 摘要

---

1. 本諮詢文件就建議在香港證券及衍生產品市場引入市場波動調節機制以及證券市場引入收市競價交易時段，現特徵詢所有有關人士的意見和看法。
2. 兩項建議旨在改善市場微觀結構，以便藉此提升香港市場在全球的競爭力。市場波動調節機制可緩解證券及衍生產品市場在極端價格波動下引致的系統性風險，以符合國際監管指引及交易慣例，而收市競價交易時段則為切合投資者在證券市場的各種需求，便利他們以收市價執行交易。

### 市場波動調節機制

3. 有見於技術瞬息萬變對市場的持正操作及效率影響極大，國際證券事務監察委員會組織（國際證監會組織）發出關於在交易場所實施市場波動調節機制的指引，以防止如美國市場「閃崩」般的重大交易事故再次發生。許多國際交易所亦已實施不同形式的市場波動調節機制以緩解極端價格波動而引致的系統性風險。作為市場營運者，香港交易所所有法定責任因應不斷變化的市場狀況，作出相應措施保障市場持正操作。
4. 根據國際證監會組織的指引，市場波動調節機制應能防範衍生產品及證券市場相互連結而產生的系統性風險，尤其是有關指數產品的風險。此外，帶有短暫冷靜期的市場波動調節機制模式也可收效，因為市場參與者可以重新評估本身的策略、重設程式參數，藉此重建市場秩序。因此，此文件建議的市場波動調節機制模式不應與其他模式混為一談，比如某些市場實施的漲跌停板機制（暫停市場交易）或靜態每日價格限制（為證券固定一個交易範圍）。
5. 我們亦有考慮香港適合採用何種市場波動調節機制模式。根據與市場的初步討論，由於市場波動調節機制對香港而言是全新引進，參與者及投資者或會不熟悉這種機制。因此，香港最好採用較寬鬆簡易的作為初步推行模式。
6. 由此，香港交易所為證券及衍生產品市場制訂了動態價格限制的市場波動調節機制模式。在此模式下，個別證券或期貨等投資產品（產品）價格如出現劇烈波動會觸發冷靜期。選取這模式是由於其相對簡單及可將干擾市場的風險減至最低。
7. 根據國際證監會組織的指引，香港交易所會著重因衍生產品與證券市場相互連結而產生系統性風險的金融產品，尤其是有關指數產品的金融產品。因此，市場波動調節機制模式會適用於證券市場的恒指及恒生國企指數的成分股，以及衍生產品市場的恒生指數、小型恒生指數、H 股指數及小型 H 股指數（現月及下月合約月份）期貨。
8. 建議中的市場波動調節機制概述如下：

- 在持續交易時段中，每隻受市場波動調節機制限制的產品（市場波動調節機制產品）均按動態價格限制受到監測，有關價限為 5 分鐘前<sup>1</sup>最後一次交易價格 $\pm 10\%$ （證券市場）或 $\pm 5\%$ （衍生產品市場）。
- 若潛在執行交易價格超出價格限制之外，該買賣盤將被拒絕，並隨即開始 5 分鐘的冷靜期，其間有關金融產品僅可在固定價格限制（跟觸發市場波動調節機制前的價格限制相同）內買賣。在冷靜期內，超過價格上下限的高價買盤及低價沽盤（或稱進取盤）亦會立即被拒絕。
- 冷靜期後，相同的動態價格限制監測機制（即 5 分鐘前最後一次交易價格 $\pm 10\%$ （證券市場）或 $\pm 5\%$ （衍生產品市場））會重新開始應用。若冷靜期內沒有任何成交，冷靜期後的第一個交易將可在沒有任何價格限制下成交。
- 就每個市場波動調節機制產品而言，於單一交易時段（早市和午市為兩節交易時段）內最多可以觸發兩次市場波動調節；第二次冷靜期結束後，在該交易時段內的餘下時間，市場波動調節機制的監控將完全解除。
- 持續交易時段<sup>2</sup>的最後 15 分鐘將不設市場波動調節機制，以便收市時可以有效地進行價格發現，避免投資者因難以平倉而承受隔夜風險。另外，市場波動調節機制亦不適用於衍生產品市場的收市後期貨交易時段，因為該時段本身已設靜態價格限制（即日間交易時段最後成交價之 $\pm 5\%$ ）。
- 當觸發市場波動調節機制時，相關產品或其他具有相同相關資產的產品之交易將不受影響。

9. 市場波動調節機制模式的詳情載於第二章。

## 收市競價交易時段

10. 香港是一個國際市場，匯聚了世界各地的參與者及投資者。超過 500 名來自世界各地的交易所參與者為我們同時帶來國際及本地的投資者，當中約 60% 的交易金額來自機構投資者，23% 來自散戶，餘下則是交易所參與者本身的自營交易<sup>3</sup>。一些機構投資者，特別是指數追蹤基金，須按收市價執行交易。證券市場每天均有大量買賣盤來自這些市場參與者，遇上指數調整日情況尤甚。
11. 市場意見顯示，香港現行的收市方式未能支援按收市價執行交易。這一問題引致指數追蹤誤差並削弱了有關投資基金的表現，最終需要由有關基金的投資者如退休基金及散戶等承擔損失。國際上幾乎所有的證券市場均已採用收市競價有效地執行收市交易。故此，許多市場參與者多年來一直要求香港也引入收市競價交易時段。

<sup>1</sup> 即個別工具將成交之 5 分鐘前的最後成交

<sup>2</sup> 因冷靜期為時 5 分鐘，市場波動調節機制的監察會於持續交易時段完結前 20 分鐘停止

<sup>3</sup> 資料來源：現貨市場交易研究調查 2012/13

(<http://www.hkex.com.hk/eng/stat/research/Documents/cmts2013.pdf>)

12. 香港曾於 2008 年引入收市競價交易時段，但發覺某些證券於某些日子在該時段出現價格大幅波動，故在 2009 年 3 月中止了原本的收市競價交易時段，以重塑投資者信心。
13. 儘管如此，市場參與者仍然繼續要求我們設立收市競價交易時段以便執行收市買賣盤<sup>4</sup>。有見及此，我們制定了可解決舊收市競價交易時段問題的全新改良模式。
14. 在初期階段，建議中的全新收市競價交易時段模式只適用於需要執行收市買賣盤的證券，即主要指數成份股（包括恒生綜合大型股指數及恒生綜合中型股指數的成份股及其他港股通股票）及以香港股票為相關資產的交易所買賣基金（總稱為收市競價交易時段證券）。其他證券的收市機制則維持不變。視乎實施後市場意見，至第二階段時收市競價交易時段模式或將擴大至涵蓋所有股本證券及基金，惟仍不包括結構性產品、股本認股權證及債務證券。
15. 新的收市競價交易時段模式包括四個時段：
  - 第一個時段（暫停時段）：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%）。
  - 第二個時段（輸入買賣盤時段）：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。
  - 第三個時段（不可取消時段）：新輸入的競價限價盤的價格只可在買賣盤紀錄中的最低沽盤價與最高買盤價範圍之間及所有買賣盤均不可修改或取消。
  - 最後一個時段（隨機收市時段）：買賣盤規則與上一時段一樣，但市場會於 2 分鐘內隨機收市，收市後所有收市競價交易時段證券隨即對盤。
16. 建議中的新收市競價交易時段旨在便利價格發現過程可平穩進行，同時亦解決先前收市競價交易時段出現的價格波動問題。
17. 新收市競價交易時段模式的詳情載於第七章。

### 諮詢文件的時間表及回應

18. 本文件所建議之引入市場波動調節機制及收市競價交易時段，屬香港市場微觀結構的中短期主要市場改革計劃。該等建議若獲採納（並視乎市場反饋），或會連同短暫停牌機制（有關諮詢總結於 2013 年 3 月刊發）一併實施。因為衍生產品是在另一個不同的平台上買賣，該市場實施市場波動調節機制將與證券市場

---

<sup>4</sup> 收市買賣盤是目標以收市價作為交易價格的買賣盤

獨立進行。收市競價交易時段、市場波動調節機制模式及短暫停牌機制於證券市場的建議實施方法詳情載於第十章。

19. 若實施該等建議，我們將給予市場參與者足夠的時間（例如諮詢總結後一年）準備必要的系統變動。我們亦會推出市場教育項目，協助市場了解新的交易機制。香港交易所及證監會亦會共同協作，以配合任何市場監控及監督職能的新需要。
20. 我們誠邀市場參與者及投資大眾就上述兩項建議發表意見。回應人士請填妥本諮詢文件的問卷並於 2015 年 4 月 10 日或之前交回。（問卷的電子文本載於 [http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/Documents/cp201501q\\_c.doc](http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/Documents/cp201501q_c.doc)）
21. 我們將於 2015 年上半年刊發諮詢總結文件，概述回應人士主要論點及提出下一步工作。

甲部

市場波動調節機制 (VCM)



---

## 第一章：市場波動調節機制的背景及原因

---

22. 本諮詢文件第一至四章載有香港交易所建議在證券及衍生產品市場引入設於產品層面的動態價格限制模式——市場波動調節機制的理據及詳情。

### 背景

23. 過去 10 年，程式交易、信息愈趨實時及不同市場和產品之間的相互關連等多項因素已改變人們的交易方式，並為執行交易策略提供了新的機會。同時，這些新的交易方式亦增加了市場操守及秩序風險。在海外市場，市場急速上落已產生一些交易事故（如 2010 年 5 月美國「閃崩」事件），造成過度反應，影響市場持正操作。
24. 根據 20 國集團在 2010 年 11 月一項檢討及國際證監會組織在 2011 年 10 月發布的報告「Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency」，國際間已有共識，認為監管機構應設法確保交易渠道設有合適的市場波動調節機制應對波動市況。與此同時，一些交易所已不斷採取措施，力求緩和市場波動及降低市場快速變動的風險。
25. 上述在海外市場發生的問題未曾在香港市場出現。香港只有單一個市場，不會發生跨場及套利交易。此外，每邊 10 個基點的證券市場印花稅亦使邊際套利交易無利可圖。至今為止，「閃崩」類的大規模交易事故不曾在香港發生。
26. 有見於監管指引及國際慣例，香港市場也有需要檢討是否有必要設立某種形式的市場波動調節機制，保障市場免受極端價格波動影響致秩序受損。
27. 根據國際證監會組織的指引，市場波動調節機制須緩解因應交易技術如程序交易的發展，以及衍生產品和證券市場之間相互關連——特別是就指數產品而言，而導致的系統性風險。帶有短暫冷靜期的市場波動調節機制模式可以在波動市況中提供機會，讓市場參與者可以重新評估本身的策略、重設程式參數，以及重建市場秩序。
28. 這裡提出的市場波動調節機制模式不應與某些模式混為一談，比如部分市場所設的漲跌停板機制（暫停市場交易）或靜態每日價格限制（即為證券設定一個固定的每日交易價格範圍）。此外，市場波動調節機制並非主要針對防止錯誤交易，這始終是投資者和券商的責任。

### 市場波動調節機制的目的及設計原則

29. 建議的市場波動調節機制旨在應對波動市況產生的系統風險。市場波動調節機制應在極端價格波動的情況下為市場參與者和投資者提供暫時冷靜期。此類極端價格波動可能是因錯誤程式和交易錯誤等非關連基本因素的事件而起，冷靜期可以提供思考時間，將市場過度反應或恐慌的可能性減至最低。不過，極端

價格波動也可能源自基本因素相關的事件，因此，市場正常價格發現功能的干擾也應盡量減少。

30. 選擇市場波動調節機制的模式時，模式是否符合上述目標雖很重要，但香港市場的具體情況亦應加以考慮。例如香港從未有過任何形式的市場波動調節機制，引入任何市場波動調節機制將意味增加複雜性而市場參與者亦須重頭學習。此外，自由市場的原則在香港根深柢固，許多市場參與者和投資者一般不希望交易受到太大干擾甚或中斷。在這情況下，輕量及簡單的市場波動調節機制模式似乎最合適，至少直至市場汲取足夠經驗及／或明顯需要更複雜的機制之前，此模式較合適。

### 市場波動調節機制的類別

31. 根據國際證監會組織的報告，市場波動調節機制一般有三類：
- **漲跌停板機制**：此屬覆蓋整個市場的干預措施，在主要指數下跌時停止市場交易，例子是美國市場的全市場漲跌停板機制，該機制在標準普爾 500 指數大幅下降時停止所有場地的市場交易。儘管全市場漲跌停板機制具有簡單的優點，但其觸發可造成極大的市場干擾。此外，全市場漲跌停板機制僅可在整個市場出現波動時觸發，個別產品波動時不能使用。
  - **交易限制**：此屬中斷價格波動的機制，在價格極端波動時，持續交易會即時停止，轉為競價交易。此模式通常為歐洲市場採用，根據歐洲經驗，其已對多個歐洲市場造成一定程度交易干擾，而且機制通常較複雜，涉及隨機結束及多個競價延時部分。
  - **價格限制**：此為自動防止價格波動機制，在價格超出預設界線或限制而出現極端及失控的波動時，對主要股本證券產品或指數施加臨時交易限制。相比其他模式，此模式造成的市場混亂似乎最少，模式本身亦相對簡單。
32. 經考慮監管指引及市場意見後，現建議就證券及衍生產品市場的主要產品引入動態價格限制模式，因為此模式既能應對系統風險，相對上又較易為投資者理解。下章討論建議的市場波動調節機制模式的詳細內容。

## 第二章： 建議的市場波動調節機制模式

33. 本章載有諮詢市場意見市場波動調節機制模式的詳細內容。有關市場波動調節機制模式的國際常規載於附錄一以供參考，而有關理據及諮詢的主要問題則載於第三章。

### 市場波動調節機制的適用產品

34. 建議的市場波動調節機制只適用於證券及衍生產品市場下列產品：

- 證券市場：恒指及恒生國企指數成分股，其覆蓋證券市場成交額約 60%；及
- 衍生產品市場：恒指、H 股指數、小型恒指及小型 H 股指數（現月及下月合約月份）期貨，其覆蓋期貨市場交易量約 90%。

### 市場波動調節機制模式的適用交易時段

35. 市場波動調節機制模式應只適用於持續交易時段（不包括最後 15 分鐘），及意味著市場波動調節機制的監察會於午市持續交易時段完結前 20 分鐘停止，因冷靜期為時 5 分鐘。此市場波動調節機制模式將適用於整個早市交易時段。

### 市場波動調節機制流程的描述

36. 建議的市場波動調節機制模式如圖 1 所示，並詳述於第 37 至 41 段。

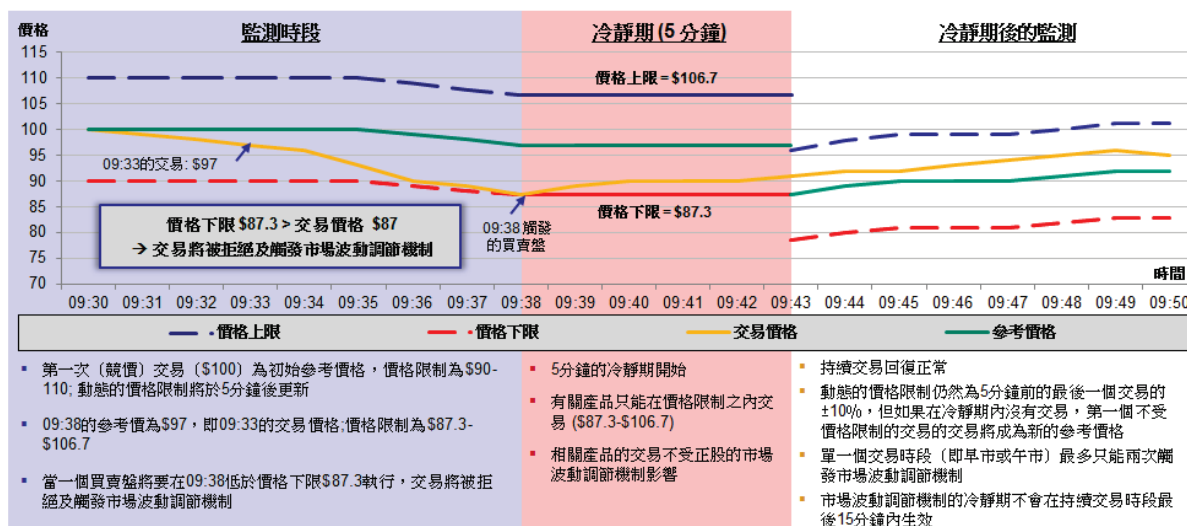


圖 1：市場波動調節機制模式的設計建議

37. 在持續交易時段中，個別適用產品的準成交價將持續對照一個動態更新的參考價（5 分鐘前的最後成交價），檢查是否符合價格限制規定（證券±10%，衍生產品±5%）。參考價的時間（即 5 分鐘前）和變動的幅度（即證券±10%和衍生產品±5%）將用以計算價格變動的幅度，從而計量價格波動的突發程度。

38. 若準執行價超出價格限制，買賣盤將會被拒絕，並即時觸發 5 分鐘的冷靜期。市場獲通知冷靜期開始後，期間可思考及檢討持倉。
39. 在冷靜期內，有關產品只能在冷靜期開始之前定下的價格限制範圍之內進行交易。輸入任何超過價格限制的進取買賣盤均被即時拒絕。價格限制以外的被動買賣盤將可繼續輸入以建立買賣盤深度。
40. 冷靜期後，相同的動態價格限制監測機制（指以證券（衍生產品）市場 5 分鐘前最後一次交易為基礎 $\pm 10\%$ （ $\pm 5\%$ ））會重新開始應用。若冷靜期內沒有任何成交，冷靜期後的第一個交易將可在沒有任何價格限制下成交。
41. 就市場波動調節機制監測的每個產品而言，單一個交易時段（即早市或午市）最多只能有兩次觸發市場波動調節機制，意指該產品的價格監測將會在第二個冷靜期後停止運作。

## 其他特點

### 買賣盤價格驗證

42. 為持續交易而設的常規買賣盤驗證規則（如證券市場的報價規則及衍生產品市場的動態價格限制）將繼續適用。

### 市場數據的發布

43. 一旦觸發市場波動調節機制，參考價、上下價格限制、交易狀態及市場波動調節機制結束／恢復時間等信息，均會透過市場數據傳送專線發布，使市場參與者可作出知情的抉擇。此外，市場數據傳送專線亦設有標識，顯示有關產品是否市場波動調節機制監測的產品。

### 市場／產品之間的互聯互通

44. 所有產品均獨立處理；相關產品和衍生產品的交易不受正股觸發的市場波動調節機制所影響。
45. 香港交易所了解到，當相關資產觸發市場價格波動調節時，市場莊家或難以履行莊家責任。有見及此，市場莊家可按照現行的政策及適當的程序要求豁免或放寬其莊家責任。
46. 建議的市場波動調節機制的主要特點概要載於附錄二的列表。

## 第三章： 建議的市場波動調節機制——討論及諮詢問題

47. 本章進一步闡釋建議的市場波動調節機制的理據，並徵求市場對建議的意見。

### 市場波動調節機制的類別

48. 在建議的模式中，設有動態的參考價及價格限制的市場波動調節機制將於產品的層面應用。建議的模式旨在緩和個別產品的極端價格波動而可能引致對市場持正操作帶來的威脅，從而減輕整體市場波動。模式不影響其他產品的正常交易，即其干擾較市場層面的管控模式為少。
49. 經研究國際市場多個市場波動調節機制模式後，結果發現歐美及亞洲市場大部分交易所均設有產品層面的市場波動調節機制。只有少數交易所另設市場層面的市場波動調節機制。

### 諮詢問題

問題 1：閣下是否支持在香港引入以動態價格限制模式為基礎的產品層面市場波動調節機制？請說明理由。

### 適用的產品類別

50. 根據國際證監會組織的指引，市場波動調節機制模式應解決證券及衍生產品之間相互關連所產生的系統風險，尤其有關指數產品的風險。現建議市場波動調節機制僅應用於主要指數相關產品，即證券市場的恒指及恒生國企指數成份股，及衍生產品市場的恒指、H 股指數、小型恒指及小型 H 股指數（現月及下月合約月份）期貨。根據下圖 2 所示，這些產品或會引致最高的系統風險。

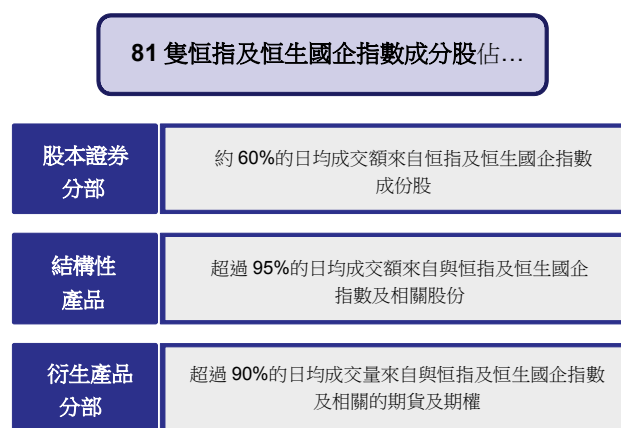


圖 2：證券及衍生產品市場成交分析

51. 根據對香港交易所 9 年交易數據進行的回溯測試統計<sup>5</sup>，建議的市場波動調節機制在證券市場每年觸發 40 次，衍生產品市場每年 3 次，但大都是在較波動的期間發生。例如，在證券市場，90% 以上的市場波動調節機制觸發事件會在 1997 / 98 年度和 2007 / 08 年度發生，而在衍生產品市場，75% 的市場波動調節機制觸發事件會在 2008 年間發生。在波動較少的期間，市場波動調節機制的觸發次數相對較少。因此，建議的市場波動調節機制預計帶來的交易干擾情況應該不多。

#### 諮詢問題

問題 2：閣下是否同意在證券市場中，建議的市場波動調節機制模式應只適用於恒指及恒生國企指數成分股？請說明理由。

問題 3：閣下是否同意在衍生產品市場中，建議的市場波動調節機制模式應只適用於恒指、H 股指數、小型恒指及小型 H 股指數（現月及下月合約月份）期貨？請說明理由。

#### 適用的交易時段

52. 建議市場波動調節機制只涵蓋持續交易時段（即不包括兩個市場的競價時段及衍生產品市場的收市後期貨交易時段）。我們認為競價時段不需要市場波動調節機制，原因是競價時段有不同的價格發現程序，競價的設計亦已包括價格波動管控。衍生產品市場的收市後期貨交易時段方面本身也設有靜態價格限制，市場波動調節機制並不必要。
53. 此外，市場波動調節機制的冷靜期不會在持續交易時段最後 15 分鐘內生效，意味著市場波動調節機制的監測在持續交易時段完結前 20 分鐘就會停止。在此建議下，持續交易時段完結前將有一個不受調節機制影響的 15 分鐘交易時段，使投資者可將即日的持倉平倉，避免隔夜風險。這一安排將適用於證券及衍生產品市場，而證券市場不論有沒有收市競價交易時段，也是這樣的安排。
54. 國際上，大部分交易所只在持續交易時段使用市場波動調節機制。

#### 諮詢問題

問題 4：閣下是否同意在最後一節的持續交易完結前須有 15 分鐘不受調節機制影響的交易時段？請說明理由。

#### 適用的交易類別

<sup>5</sup> 在完成的回溯測試中，觸發數目是指以每工具逐日為單位計算的觸發事件，即如一隻工具在同一日縱使可能會出現多次市場波動調節機制的觸發也只會被當作一次觸發事件計算，因回溯測試無法預測或模擬觸發後市場上可能出現的交易行為。

55. 香港交易所認為市場波動調節機制只適用於自動對盤交易，而不適用於場外交易，即場外完成然後向交易所匯報的非自動對盤交易。由於這些非自動對盤交易不參與在交易所平台的對盤活動，其未必影響市場的定價。

### 參考價及設定價格限制的觸發點

56. 市場波動調節機制的模式須設定一個價格限制以持續監測準成交價。設定價格限制要使用一個參考價及以此為基礎的觸發點。

### 參考價

57. 參考價可以是動態更新的價格，如最後成交價、數分鐘前的最後成交價、前數分鐘的平均成交價，又或靜態價格，如前收市價和當日開市價。

58. 建議採用 5 分鐘前的最後成交價作為參考價，這是動態價格，可捕捉個別產品突然價格變動的幅度和速度及基於以下原因<sup>6</sup>：

- 靜態參考價不可取，因其可能來自較早前的成交價，故對比當前價格不再有意義。
- 太過新近的參考價如最後成交價也不可取，原因是高流通量產品的價格通常需要大量成交方有變動，太過新近的參考價使市場波動調節機制對這些產品的價格變動並不敏感。

59. 我們利用 9 年（1997 至 1998 及 2007 至 2013）的交易數據，就不同參考價進行過回溯測試分析。結果可概括如下：

- **證券市場** – 如參考價由 5 分鐘前的最後成交價改為 3 分鐘前的最後成交價，建議模式的市場波動調節機制每年的觸發次數將由 40 次減至 30 次；又或如參考價改為 10 分鐘前的最後成交價，觸發的次數將由 40 次增至 64 次。
- **衍生產品市場** – 若使用監測時段較短的參考價，可減少每年的觸發次數 – 譬如動態價格是 5 分鐘前的最後成交價，每年有 3 次觸發事件；若是 3 分鐘前的，觸發事件會減至每年 2 次；若採用 1 秒前的，觸發事件更每年只有 1 次。為簡單起見，證券及衍生產品市場宜採用同一個參考價模式，即 5 分鐘前的最後成交價。

60. 在國際上，美國及新交所證券市場近年設立的市場波動調節機制模式亦使用類似的參考價。美國市場使用之前 5 分鐘的平均成交價，新交所則使用 5 分鐘前的最後成交價，與美國模式類似但推行上較簡易及對延時影響亦微。

---

<sup>6</sup> 請注意在特殊情況下的參考價或有不同，比如交易時段首個、及後 5 分鐘和冷靜期後的參考價。還有，競價時的交易及現貨市場午市首個交易是不會觸發市場波動調節機制的。詳情請參閱附錄二。

### 諮詢問題

問題 5：閣下是否贊同證券市場採用 5 分鐘前最後成交價作為參考價的建議？如不贊同，閣下有甚麼建議？請說明理由。

問題 6：閣下是否贊同衍生產品市場採用 5 分鐘前最後成交價作為參考價的建議？如不贊同，閣下有甚麼建議？請說明理由。

### 觸發點

61. 建議證券市場的觸發點為 10%，衍生產品市場的觸發點為 5%。衍生產品市場的建議觸發點較低是因為其適用產品是一籃子（而非如證券市場是個別股票）；故即使指數系列價格變動的百分比較低，其對市場的影響亦較個別股票為大。5% 的觸發點亦相等於指數期貨市場現行錯誤交易參數 1.5 倍左右（即 3%）。
62. 另一方法是不同產品使用不同觸發點（譬如流通量較高的產品的觸發點較低，反之亦然）或不同價格範圍使用不同觸發點（譬如價格較低的產品的觸發點較高，反之亦然）。但此法並不可取，因複雜性增加，可造成市場混亂。
63. 根據回溯測試結果，在證券市場如觸發點設定為 5%，建議模式下的市場波動調節機制觸發次數將由每年 40 次增至 542 次，又或如觸發點設定為 20%，次數將由 40 次減至 2 次。至於衍生產品市場，如觸發點分別設定為 3% 及 10%，市場波動調節機制觸發次數將分別由每年 3 次增至 24 次或減至 0 次。
64. 在國際證券市場上，新交所亦使用 10% 作為其市場波動調節機制的觸發點；其他證券交易所使用的觸發點則由 2% 至 100% 不等。在衍生產品市場，不同交易所就不同產品使用不同的觸發點，暫時未見有明確模式。

### 諮詢問題

問題 7：閣下是否贊同建議中證券市場的觸發點，即偏離市場波動調節機制涵蓋的建議產品參考價 10%？如不贊同，閣下建議哪個觸發點？請說明理由。

問題 8：閣下是否贊同建議中衍生產品市場的觸發點，即偏離市場波動調節機制涵蓋的建議產品參考價 5%？如不贊同，閣下建議哪個觸發點？請說明理由。

### 每個交易時段市場波動調節機制的最高觸發次數

65. 建議的市場波動調節機制模式限定每個產品在每個交易時段最多觸發兩次。這可確保市場仍可獲知異常波動情況，但同時每個交易時段的交易干擾時間最長只有 10 分鐘（即兩段冷靜期）。
66. 但須注意海外市場的市場波動調節機制模式一般容許多次觸發，不過這些市場在市場波動調節機制的發展上亦較成熟。由於市場波動調節機制的概念對香港



市場參與者來說較新穎，故初期宜以簡單易行的方式處理，但系統亦可先預設多次觸發的機制，待日後市場準備就緒採用更複雜的方法時再行啟動。

#### 諮詢問題

問題 9：閣下是否同意每個產品在每個交易時段最多觸發兩次市場波動調節機制，以盡量減少對市場的干擾？請說明理由。

#### 冷靜及恢復程序

67. 建議的市場波動調節機制模式提供 5 分鐘冷靜期，期間可以進行價格限制範圍以內的正常交易。違反價格限制的全新進取型買賣盤（即高買入價及低賣出價）會被立即拒絕，但其他買賣盤輸入／修改／取消的操作可如常進行。冷靜期內參考價並不會更新。
68. 冷靜期後，相同的動態價格限制監測機制（指以證券（衍生產品）市場 5 分鐘前最後一次交易為基礎 $\pm 10\%$ （ $\pm 5\%$ ））會重新開始應用。若冷靜期內沒有任何成交，冷靜期後的第一個交易將可在沒有任何價格限制下成交。
69. 我們亦有考慮其它較複雜的強化功能，如冷靜期沒有交易時，可延長冷靜期或擴大觸發點等。然而，市場波動調節機制本身已令市場變得更加複雜，市場參與者需時適應。因此作為第一步，簡易模式比較合宜。

#### 諮詢問題

問題 10：閣下是否支持冷靜期內的交易須在價格限制內進行？如不支持，閣下是否屬意另一方案？請說明理由。

問題 11：閣下是否支持冷靜期過後相同的動態價格限制監測機制（指以證券（衍生產品）市場 5 分鐘前最後一次交易為基礎 $\pm 10\%$ （ $\pm 5\%$ ））重新開始應用？如不支持，閣下是否屬意另一方案？請說明理由。

問題 12：閣下對恢復程序可有其他的提升建議？

#### 冷靜期時間長短

70. 冷靜期建議為時 5 分鐘，理由是 5 分鐘應該足以使程式或人手的錯誤得以顯明，亦提供足夠時間讓市場參與者吸收信息及據此作出知情的抉擇，另一方面亦不算太長，不致過度干擾市場。5 分鐘或許也不足讓投資者消化與基本價格走勢相關的消息，但市場波動調節機制模式本不是為這些情況而設。若相關的價格波動是由基本因素帶動，交易應盡快恢復。
71. 國際上，一些證券交易所如在美國的交易所、倫敦交易所和新交所也採用 5 分鐘冷靜期，而澳洲證交所的冷靜期則較短（2 分鐘）。在國際衍生產品市場中，

使用動態價格限制的交易所都傾向採用較短的冷靜期（30 秒或更短時間），類似更新參考價的時間間距。不過，為簡單起見，現建議香港的衍生產品市場和證券市場採用同一模式，即兩個市場的冷靜期皆為 5 分鐘。

#### 諮詢問題

問題 13：閣下是否同意在證券市場及衍生產品市場的冷靜期均應為時 5 分鐘？如不同意，閣下認為應為時多久及理由？請說明理由。

#### 發布市場數據

72. 市場波動調節機制觸發後，參考價、價格限制、交易狀態及市場波動調節機制結束／恢復時間將透過市場數據傳送專線發布，使市場參與者可作出知情的決定，及提供更佳透明度。
73. 不過，在沒有觸發市場波動調節機制時，則不會發布上述的市場數據，以免造成信息過量及可能混淆市場。在建議的市場波動調節機制下，應盡可能保持最少的市場變動。

#### 諮詢問題

問題 14：閣下是否同意就建議的市場波動調節機制模式發布額外的市場數據？如不同意，閣下有甚麼建議及理由？請說明理由。

#### 相連產品之間的互聯互通

74. 香港交易所認為所有的產品均應獨立處理以盡量減少對市場的干擾。如指定產品的市場波動調節機制被觸發，其相連產品的市場波動調節機制未必亦須觸發，因後者的交易可能是正常。在任何情況下，如相連產品有系統上的重要性，其亦會受本身的市場波動調節機制規限。況且，限制或暫停相連產品的交易或有損投資者管理持倉風險的能力。
75. 據了解，如正股的交易受限，其認股權證及單一股票期權或有機會出現異常交易。考慮到在正股的市場波動調節機制被觸發期間，相連產品的莊家將或難以履行責任。有見及此，市場莊家可按照現行的政策及適當的程序要求豁免或放寬其莊家責任。

#### 諮詢問題

問題 15：如某產品的市場波動調節機制被觸發，同一正股的相關產品（例如不同合約月份的期貨合約）應否如常交易？請說明理由。

問題 16：如某產品的市場波動調節機制被觸發，該產品的相關衍生產品（單一股

票期權或認股權證) 應否如常交易? 請說明理由。

問題 17: 閣下對市場波動調節機制建議可有其他意見?

---

## 第四章：市場對建議可能關注的問題及香港交易所的回應

---

76. 本章列出市場對建議中的市場波動調節機制可能提出的關注或看法。

77. **看法：**香港交易所擬引入市場波動調節機制，是使香港與內地交易所的做法看齊。

與內地看齊並不是目的所在，主要推動力反而是國際證監會組織的監管指引和國際最佳常規做法。市場波動調節機制的目的在保障市場持正操作，不讓極端價格波動影響交易秩序，而理想模式應切合香港市場具體需要。

78. **看法：**香港是個相對來說較為安全的市場，無急切需要引入市場波動調節機制。

儘管香港市場至今沒有如「閃崩」類的重大交易事故，但不能抹殺未來發生事故的風險。萬一真的發生任何重大交易事故，那就會影響市場持正操作和投資者信心。考慮到海外交易所曾發生的事例及在這方面的國際監管指引，最佳做法似乎還是防患未然，預先採取行動降低重大交易事故發生的風險。

79. **看法：**市場波動調節機制將導致股票經常停牌，擾亂正常交易，特別是基本因素有變時。

為了防止交易失去秩序，若干程度的干擾交易將不可免。不過，市場波動調節機制的設計已內置特別措施，以盡量減少市場混亂，例如建議設立動態參考價，捕捉價格變動的速度和幅度。此外，建議中的參考價及觸發點亦務使市場波動調節機制模式在正常交易情況下不會過分敏感及煩擾。此外，市場波動調節機制不適用於持續交易時段最後 15 分鐘，使價格發現得以高效進行，另每隻市場波動調節機制證券於每個交易時段最多只能觸發兩次。

80. **問題：**正股被市場波動調節機制干擾交易時，莊家或結構性產品的流通量提供者將難以提供流通量。

香港交易所承認在冷靜期內，莊家或流通量提供者或有難度進行對沖，提供流通量的能力因而受到影響。有見及此，市場莊家可按照現行的政策及適當的程序要求豁免或放寬其莊家責任。

81. **看法：**市場波動調節機制模式很複雜，系統需要大幅改動。

香港交易所明白這些憂慮，因此提出較簡單易行的市場波動調節機制模式諮詢市場意見。如要實施價格波動調節機制，市場亦會有充分準備時間。如證券市場採納市場波動調節機制，實施時也將與其他市場計劃協調（譬如建議的新收市競價交易時段及短暫停牌機制），以減輕市場參與者的開發和測試工作量。在衍生產品市場實行該機制應也不太複雜，因為現有系統已有一些限價機制。儘管如此，香港交易所仍會提供市場教育，確保市場參與者充分理解有關模式。

## 乙部

### 收市競價交易時段 (CAS)

---

## 第五章： 收市競價交易時段背景及原因

---

82. 本諮詢文件第五至九章列出香港交易所建議引入收市競價交易時段的理據及建議詳情。如下文所述，香港交易所於 2008 年 5 月曾引入收市競價交易時段，但九個月後取消。現提出一個全新及經改良的收市競價交易時段模式諮詢市場意見。

### 推行收市競價交易時段的理據

83. 證券市場一般來說有兩大類交易機制：分別為持續交易（有時又稱為持續競價）及單一價格競價（有時又稱為集合競價）。詳情請參閱附錄三：證券市場上兩類常見的交易機制。
84. 在國際上，證券交易所的主要交易時段一般是採用持續交易（持續交易時段）。在持續交易時段，提交市場的買盤及賣盤會按價格及時間優先次序在中央限價盤紀錄中與相配的買賣盤配對成交。在配對過程中，價格發現及買賣盤的執行均持續進行。
85. 但市場一般認為持續交易方式不太適合在每個交易日開始及結束時採用，因為開市時，市場參與者要因應隔晚消息作出反應，在接近收市時又要盡力完成當日需要執行的交易，因此，使得這兩段時間的交易活動大增。有鑑於此，在開市及收市一般會採用單一價格競價機制。這機制通常包括一個集合階段，收集以單一價格進行交易的買賣意向；以及一個價格釐定及交易執行階段，透過預設的競價算式釐定最高配對值的單一價格，然後根據買賣盤優先次序按此價格配對買賣盤。
86. 透過整合許多買方及賣方的交易意向，單一價格競價得出可反映市場供求互動的共識價，這意味任何人士要影響競價結果將會很困難及昂貴。此外，該機制亦有助交易按開市價及收市價執行，這是很多市場參與者的一個重要目的。
87. 香港交易所明白這些好處，因此在 2002 年 3 月 25 日在證券市場推出以單一價格競價機制為基礎的 30 分鐘開市前時段。
88. 如第六章所述，香港交易所在 2008 年推出收市競價交易時段，只是其後於 2009 年暫停收市機制遂繼續保持原有形式，持續交易時段一直持續至收市。收市價本身是按最後一分鐘內每隔 15 秒錄取的五個按盤價的中位數計算（見附錄四）。此機制某程度上保障收市價免受投機活動影響。不過，事實是市場參與者要準確地以收市價執行買賣盤，難度很高，或近乎不可能。收市競價交易時段已為全世界幾乎所有主要證券交易所採用，香港交易所接獲市場意見指其亦應考慮增設收市競價交易時段。

---

## 第六章： 香港交易所舊收市競價交易時段的經驗

---

89. 香港交易所在2007年時曾就建議增設收市競價交易時段以促進證券市場收市時的價格發現及交易活動諮詢市場意見。諮詢文件及諮詢總結分別載於[http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/documents/c\\_auction\\_c.pdf](http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/documents/c_auction_c.pdf) 及 [http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/documents/cac\\_c.pdf](http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/documents/cac_c.pdf)
90. 從諮詢回應所見，市場強烈支持建議。香港交易所在2008年5月26日推出收市競價交易時段(舊收市競價交易時段，見附錄五)。根據諮詢期間的市場意見，舊收市競價交易時段是根據開市前時段的競價機制而設計。因為市場已熟習開市前時段，採取這設計可將推行收市競價交易時段的成本及工作減至最低。
91. 舊收市競價交易時段在運作期間一直為市場廣泛使用。逾八成交易所參與者參與舊收市競價交易時段，舊收市競價交易時段的交易平均佔股本成交5%左右，有時在指數調整日更超過20%。
92. 舊收市競價交易時段運作期間亦被認為對價格發現有所改善<sup>7</sup>。
93. 不過，雖則在收市競價交易時段證券價格整體上波幅較低，但在有些情況下個別證券價格亦有大幅波動，尤其是在指數需就這些證券作出調整的時候。
94. 由於發生了價格大幅波動的情況，香港交易所於2008年11月再次諮詢市場，建議在收市競價交易時段內增設價格管制機制從以應對價格大幅波動的相關風險，同時亦提出暫停收市競價交易時段的選擇給市場考慮。根據市場回應，香港交易所在2009年2月決定於2009年6月在收市競價交易時段實行2%的價格限制。有關諮詢文件及諮詢總結分別載於：  
[http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/documents/cp200811\\_c.pdf](http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/documents/cp200811_c.pdf) 及 [http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/documents/closing\\_c.pdf](http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/documents/closing_c.pdf)
95. 但在將實施價格管制機制之前，卻再發生另一宗收市競價交易時段內價格大幅波動的個案。2009年3月9日，滙豐控股(股份代號：5)的股價在收市競價交易時段完結前數秒內大幅下挫(約11%)。
96. 由於該事件，香港交易所決定由2009年3月23日起暫停收市競價交易時段以恢復投資者信心。上文第94段所述計劃中的價格管制機制最終沒有實行並回復舊收市機制。
97. 輸入大額賣盤而致滙控股價大跌的交易員被證券及期貨事務監察委員會(證監會)控告違反《操守準則》所載責任。不過，證券及期貨事務上訴審裁處(上

---

<sup>7</sup> 學術分析指價格發現在收市競價時段推出後有改善，在時段取消後轉差，意味取消收市競價時段導致市場質素下降。見下例：The Impact of Closing Call Auction on Liquidity and Price Discovery Process: An Analysis on the Stock Exchange of Hong Kong<sup>7</sup>, Aitken, Lepone & Chan.

訴審裁處) 批准該個案的覆核申請，最後有關交易員並未被譴責或處罰<sup>8</sup>。在其判決中，上訴審裁處指舊收市競價交易時段本身存在不穩定性：只要買賣盤嚴重不均衡，同時買賣盤紀錄內又存在極其進取及隱藏的限價盤，股價便很容易會大幅波動。

98. 這些事件清楚顯示市場提出任何新的收市競價交易模式，設計上均必須遠較舊的模式優良，特別是必須解決舊收市競價交易時段「本身不穩定性」的問題。

### 對收市競價交易時段的持續需求

99. 舊收市競價交易時段暫停後，很多市場參與者因為有需要以收市價執行交易，一再要求香港交易所某種形式重新推出收市競價交易時段。如上文所述，追蹤指數的基金有必要按收市價調整持股以盡量緊貼相關指數，他們亦須使用收市價為基金計估值。
100. 據估計在正常交易日有約 10%及在重大指數調整日有超過 30%的每日股本交易源自須按收市價執行的收市買賣盤。在 2013 年估計指數調整及收市買賣盤資金的總值超過 1.2 萬億港元，預料有關金額隨著被動／指數追蹤基金的發展而進一步增加。
101. 現行的收市制度是以五個定格截取價格的中位數作為收市價，未能配合收市買賣盤的執行。為此，參與者唯有盡其所能執行收市買賣盤。指數調整及收市買賣盤的平均失誤（或追蹤誤差）往往由數或十數個基點不等，即意味收市價上的誤差令業界每年損失數以億或 10 億港元計。此成本由追蹤指數的基金承擔，但最終承受的始終是基金的投資者（包括退休金及一般散戶）。
102. 國際慣例亦顯示增設收市競價交易時段有利交易以收市價執行。如下圖 3 顯示，所有已發展市場（香港除外）及大部分新興市場<sup>9</sup>均採用收市競價交易時段。

---

<sup>8</sup> 見：

<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=13PR51>

<sup>9</sup> 根據 MSCI 國家分類



所有已發展市場（香港除外） 均設有收市競價交易時段	大部分新興市場均設有收市競價交易時段
<b>設有收市競價交易時段(22):</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 澳洲</li> <li>✓ 奧地利</li> <li>✓ 比利時</li> <li>✓ 加拿大</li> <li>✓ 丹麥</li> <li>✓ 芬蘭</li> <li>✓ 法國</li> <li>✓ 德國</li> <li>✓ 愛爾蘭</li> <li>✓ 以色列</li> <li>✓ 意大利</li> <li>✓ 日本</li> <li>✓ 荷蘭</li> <li>✓ 新西蘭</li> <li>✓ 挪威</li> <li>✓ 葡萄牙</li> <li>✓ 新加坡</li> <li>✓ 西班牙</li> <li>✓ 瑞典</li> <li>✓ 瑞士</li> <li>✓ 英國</li> <li>✓ 美國</li> </ul>	<b>設有收市競價交易時段(20):</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 巴西</li> <li>✓ 哥倫比亞</li> <li>✓ 捷克共和國</li> <li>✓ 希臘</li> <li>✓ 匈牙利</li> <li>✓ 印尼</li> <li>✓ 韓國</li> <li>✓ 內地（深交所）</li> <li>✓ 馬來西亞</li> <li>✓ 墨西哥</li> <li>✓ 秘魯</li> <li>✓ 菲律賓</li> <li>✓ 波蘭</li> <li>✓ 卡塔爾</li> <li>✓ 俄羅斯</li> <li>✓ 南非</li> <li>✓ 台灣</li> <li>✓ 泰國</li> <li>✓ 土耳其</li> <li>✓ 阿聯酋</li> </ul>
<b>不設收市競價交易時段(1):</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✗ 香港</li> </ul>	<b>不設收市競價交易時段(4):</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✗ 智利</li> <li>✗ 內地（上交所）</li> <li>✗ 埃及</li> <li>✗ 印度</li> </ul>

**圖 3：所有已發展市場（香港除外）及大部分新興市場  
均設收市競價交易時段**

103. 有見市場對收市競價交易時段的需求及國際市場幾乎全部採用這制度，香港交易所現建議在香港證券市場推行全新的收市競價交易時段。在第七章載有此全新收市競價交易時段的詳細資料。

---

## 第七章： 建議的收市競價交易時段模式

---

104. 借鑒舊收市競價交易時段的經驗，新的收市競價交易時段模式必須有充分及完善的措施應對舊收市競價交易時段本身存在的不穩定性，特別是在收市競價交易時段臨近結束時。
105. 研究國際慣例（有關摘要見附錄六）的結果顯示，交易所一般都採用不同措施應對價格潛在的不穩定性。我們遂對這類措施進行研究並適當地加進建議中的模式。
106. 根據對國際做法的研究及與市場從業員的初步討論，現建議推行新的收市競價機制。新模式保留收市競價交易時段的基本概念，即以單一競價時段，不但可以計算出收市價，還可以按該價格執行交易。

### 收市競價交易時段的適用證券

107. 建議分階段推行收市競價交易時段。在首階段，須按收市價執行交易或涉及指數調整的證券方有收市競價交易時段。
108. 因此，在首階段的收市競價交易時段證券將包括(a)主要的指數成分股及(b)以香港股票為相關證券的交易所買賣基金 (ETF)。
109. 為簡單起見，恒生綜合大型股指數、恒生綜合中型股指數的成分股以及其他港股通股票將被視為主要指數成分股<sup>10</sup>，這些證券相信可包括大部分須按收市價執行交易或須作指數調整的股票。
110. 根據此方法，首階段的收市競價交易時段適用證券名單將暫時約有 320 隻證券。名單涵蓋約 80% 的證券市場<sup>11</sup>股本成交總額及總市值。
111. 如市場贊同，第二階段收市競價交易時段證券名單<sup>12</sup>將再擴大至所有股本證券及基金，但尚不包括結構性產品、股本認股權證及債券以及香港交易所認為不宜包括在內的其他證券。擴大後的證券名單不論以成交額計還是以市值計，將涵蓋約 100% 的股本證券市場。
112. 所有不設收市競價交易時段的證券將會繼續按現行收市機制於現行收市時間於 16:00 收市。

---

<sup>10</sup> 這些主要指數股票包括恒生指數系列、富時指數系列和 MSCI 指數系列的香港上市成分股。

<sup>11</sup> 基於 2014 年 9 月交易統計數據。

<sup>12</sup> 這些證券包括股本證券、預託證券、單位信託／互惠基金、供股權及優先股以及合訂證券。

## 設計特色

113. 新收市競價交易時段的設計保留舊收市競價交易時段模式大部分特徵，但也增設具體措施應對潛在的不穩定性、改良價格形成過程及執行效率。新的特色有以下多項：

- 收市競價交易時段輸入的競價限價盤設有價格限制，最初為參考價±5%，其後為最佳買盤價與最佳沽盤價之間；
- 收市競價交易時段完結前最後數分鐘不得修改及取消買賣盤；
- 收市競價交易時段整段期間均可輸入競價限價盤；
- 收市競價交易時段隨機結束；
- 收市競價交易時段可進行賣空，惟設有賣空價規則；及
- 在缺乏最終參考平衡價格<sup>13</sup>的情況下，會採用參考價執行交易，以盡量增加配對機會。

114. 圖 4 及下文第 115 至 122 段載有建議中的新收市競價交易時段的詳情。

時間	9:30-12:00; 13:00-16:00	16:00	16:01	16:08	16:10	16:12	
時段	持續交易時段 (CTS)	暫停時段 (1分鐘)	收市競價交易時段				
			輸入買賣盤時段 (7分鐘)	不可取消時段 (2分鐘)	隨後收市時段 (2分鐘)		
詳情	參考價按持續交易時段最後一分鐘錄取的五個按盤價的中位數而定	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 計算及公布參考價</li> <li>• 不得輸入、取消及修改</li> <li>• 拒絕帶入超過價格限制的買賣盤</li> </ul>	價格限制： 參考價的5%	最低沽盤價與最高買盤價之間			
			獲准的買賣盤類別：	競價盤			
			競價限價盤	競價限價盤			
			輸入、取消及更改買賣盤：	可輸入、取消及更改		可輸入，但不得取消及更改	
<b>其他新措施：</b>							
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 通過顯示參考平衡價格限制、16:00持續交易時段的收市和餘額訊息（方向和數量）以提供更好的市場透明度</li> <li>2. 允許賣空盤，但設賣空價規則（參考價）</li> <li>3. 如無參考平衡價格，可按參考價配對競價盤</li> </ol>							

圖 4：新收市競價交易時段的建議設計

<sup>13</sup> 參考平衡價格(IEP)是指在競價過程中的任何時候，如立即進行對盤而所得出的競價價格。參考平衡價格是介於最低沽盤價與最高買盤價之間，並在進行對盤時可以達成有關證券最高交易股數的價格。

#### 115. 暫停時段（16：00 至 16：01）

- 持續交易時段於 16：00 結束後即設一分鐘的暫停時段，屆時會釐定及公布各收市競價交易時段證券的參考價。
- 參考價將使用現行收市價的計算方法釐定，即 15：59 起每隔 15 秒攝取的五個按盤價的中位數（見附錄四）。此參考價將用作釐定在輸入買賣盤時段輸入競價限價盤的價格限制（見下一段）。我們會向市場發布參考價及價格限制。
- 釐定參考價後，持續交易時段的未完成買賣盤將以競價限價盤形式帶進收市競價交易時段。但在暫停時段，價格超出所容許的±5%價格限制的進取買賣盤（指價格超出上限的買盤及價格低於下限的沽盤）會被取消。

#### 116. 輸入買賣盤時段（16：01 至 16：08）

- 16：01 起設 7 分鐘的輸入買賣盤時段。交易所參與者可向系統輸入競價盤及競價限價盤，建議價格限制為參考價±5%而該價格限制將適用於所有收市競價交易時段證券。
- 此時段輸入的買賣盤可以取消或更改。

#### 117. 不可取消時段（16：08 至 16：10）

- 16：08 起的 2 分鐘不可取消時段內，交易所參與者仍可輸入競價盤及競價限價盤。
- 然而，此時段的所有競價限價盤的輸入價必須介乎買賣盤紀錄<sup>14</sup>的最低沽盤價與最高買盤價之間。超出此價格限制的買賣盤將被拒絕。一般而言，此價格限制應較輸入買賣盤時段的±5%價格限制為窄。關於此時段的競價限價盤的新價格限制，我們會透過市場數據傳送專線向市場發布。
- 在此時段不得取消或更改所有買賣盤。

#### 118. 隨機收市時段（16：10 至 16：12 的隨機時間）

- 我們將引入由 16：10 起歷時 2 分鐘的隨機收市時段。在此時段內，買賣盤輸入及其他相關規則將依循不可取消時段的規則。然而，所有收市競價交易時段證券的收市競價交易時段將於此 2 分鐘期間隨機結束，並隨即開始對盤。屆時，當日的證券市場交易即告結束，我們會發布所有收市競價交易時段證券的收市價。

---

<sup>14</sup> 在最佳沽盤>最佳買盤價的情況下(市場不會有參考平衡價格)，買賣盤只可輸入價格等同參考價的競價限價盤。

- 香港交易所證券及衍生產品市場在推出新的收市競價交易時段模式後的交易時間表載於附錄七。一如舊收市競價交易時段，在衍生產品市場的恒生指數、恒生中國企業指數相關期貨及期權、股息期貨、恒指波幅指數期貨及中華交易服務中國 120 指數期貨的交易活動將延長 15 分鐘至 16:30，而其他產品的交易時間則維持不變。因此，視乎市場意見，收市後期貨交易時段的開市時間可能會相應地延遲 15 分鐘。

### **設有賣空價規則的賣空盤**

119. 建議在收市競價交易時段允許價格不低於參考價的賣空盤。賣空盤的優先次序及功能與所有競價限價沽盤相同，只是必須註明「賣空」，以及須遵照參考價賣空價規則。

### **倘無最終參考平衡價格，則按參考價執行交易，以盡量增加配對機會**

120. 按舊收市競價交易時段，若買賣盤紀錄中沒有競價限價買盤或賣盤或兩者皆沒有，或最低賣盤價及最高買盤價並不重疊，將會沒有參考平衡價格。在此等情況下，收市價將用作參考價，買賣盤包括競價盤則不會進行競價配對。
121. 為盡量增加收市競價交易時段的配對機會，建議改善配對計算方法如下：沒有最終參考平衡價格的證券，其競價盤及價格定於或優於參考價的競價限價盤，亦將可按當時的收市價亦即是參考價配對。

### **發布市場數據**

122. 根據新的收市競價交易時段模式，競價時段發布的市場數據將會跟現時開市前時段提供的市場數據一樣（包括參考平衡價格、參考平衡成交量及 10 條價格輪候隊伍），以及一些利便價格發現及成交所需的新市場數據，包括：參考價、價格上限、價格下限、交易狀況、在參考平衡價格上的不平衡資料（方向及數量）以及顯示證券是否屬收市競價交易時段證券的旗號。我們亦會發布所有收市競價交易時段證券及非收市競價交易時段證券於 16:00 的價格（即持續交易時段結束時五個按盤價的中位數）。

---

## 第八章： 新收市競價交易時段模式——討論及諮詢問題

---

123. 本章討論建議模式特點的背後理據，並提出主要的諮詢問題給市場回應。

### 收市競價交易時段的目的是

124. 新收市競價交易時段旨在滿足市場對接收市價執行交易的需求以及改善釐定收市價的機制，同時解決舊收市競價交易時段的不穩定因素。

#### 諮詢問題

問題 18：閣下是否支持在香港證券市場引入新的收市競價交易時段模式？請說明理由。

### 收市競價交易時段的適用證券類別及推出方案

125. 建議僅對需要設收市競價交易時段的證券實施新的收市競價交易時段模式，以將市場影響減至最低及確保新模式順利推出。

126. 建議新收市競價交易時段模式將不適用於結構性產品、股本認股權證及債務證券，因為此等產品並無執行收市買賣盤的需要。或有人會認為開市前時段也有此等產品，收市競價交易時段亦應將之包括在內。然而，開市前時段的目的是較著重價格發現而非執行交易，所以不應一概而論。就像在德國交易所與倫敦證券交易所（倫敦交易所），認股權證也設開市競價交易時段，但收市競價交易亦不包括認股權證。

127. 另建議新模式僅涵蓋主要指數成分股（視作恒生綜合大型股指數及恒生綜合中型股指數的成分股及其他港股通股票）及以香港股票為相關證券的交易所買賣基金。

128. 待市場熟習及適應新機制後，涵蓋的證券範圍可進一步拓展至全部股本證券及基金，但仍不包括結構性產品、股本認股權證及債務證券。

#### 諮詢問題

問題 19：閣下是否同意新收市競價交易時段模式應只適用於主要指數的成分股（即恒生綜合大型股指數及恒生綜合中型股指數的成分股以及其他港股通股票）？請說明理由。

問題 20：閣下是否同意新收市競價交易時段模式應適用於交易所買賣基金？如同意，應適用於哪些交易所買賣基金？

(i) 所有交易所買賣基金

(ii) 只有以香港股票為相關資產的交易所買賣基金

請說明理由。

問題 21：閣下是否同意新收市競價交易時段模式後期應擴展至其他股本證券及基金？如同意，應在何時向此等證券及基金推出收市競價交易時段？請說明理由。

問題 22：閣下是否同意新收市競價交易時段模式不應包括結構性產品、股本認股權證及債務證券？請說明理由。

### 對收市競價交易時段的競價限價盤實施價格限制

129. 建議收市競價交易時段模式對限價盤實施價格限制，包括由持續交易時段結束後帶至競價時段的限價盤以及新輸入的競價限價盤。輸入買賣盤時段的價限是參考價 $\pm 5\%$ ，其後時段的價限則為最佳買盤價及最佳沽盤價之間。實施價格限制旨在防止收市競價交易時段內出現大幅價格波動。

#### 輸入買賣盤時段內的參考價 $\pm 5\%$ 價格限制

130. 實施舊收市競價交易時段時，香港交易所曾諮詢市場應否引入價格管制機制以防止價格大幅波動。當時市場傾向採納 5% 價格限制，取其可在收市競價交易時段保障市場可面對合理的價格波動而不致限制流通量，但鑑於舊收市競價交易時段並無其他市場波動調節機制，最後決定採用的是較高限制性的 2% 價限——儘管最後舊收市競價交易時段還是要暫停，有關價格限制根本不曾實施。

131. 相比舊收市競價交易時段，新的收市競價交易時段模式加入了其他的價格管制措施，譬如兩個時段進一步收緊價格限制、允許整個收市競價交易時段均可輸入競價限價盤、引入隨機收市機制以及更佳的競價透明度。因此，新的收市競價交易時段模式的價格限制毋須過於嚴緊。

132. 香港交易所認為 5% 的價格限制較為合適，因為可在市場波幅增加時防止價格大幅波動，又不致對指數調整日造成過大掣肘。根據過往的統計數據<sup>15</sup>，正常交易日最後 10 分鐘內超過 99% 的價格波幅均在 5% 價限內成交，指數調整日則是超過 95% 的價格波幅在 5% 價限內成交。

133. 至於價格限制機制（倘獲採納）應否應用至所有價格範疇的收市競價交易時段證券，也許有人會說：

- 高價股票的價格限制百分比應較低而低價股票的價格限制百分比則應較高；及／或

<sup>15</sup> 有關分析乃按 2014 年 4 月至 6 月的交易統計數據計算。

- 應視乎產品類別及流通量實施不同百分比的價格限制。

134. 然而，對不同證券採用不同的百分比限制會令此模式變得複雜，或會引致市場混亂。

135. 因此，建議在輸入買賣盤時段對所有收市競價交易時段證券實施 5% 價格限制，即上次進行諮詢時市場所回應的百分比選擇，而非當時決定的 2% 價格限制。

不可取消及隨機收市時段的價格限於最低沽盤價與最高買盤價之間

136. 為避免收市競價交易時段將近結束時因輸入進取的競價限價盤而引致不合理價格波動，進一步建議在不可取消及隨機收市兩個時段輸入的買賣盤的價格幅度限於最低沽盤價與最高買盤價之間。此安排令透過競價限價盤的價格發現更有效率，同時將輸入買賣盤時段內可成交的價格維持在最大範圍。

#### 諮詢問題

問題 23：閣下是否支持在收市競價交易時段引入價格限制？請說明理由。

問題 24：閣下是否支持在輸入買賣盤時段對所有收市競價交易時段證券的價格限制劃一為 5%？請說明理由。

問題 25：閣下是否同意在不可取消及隨機收市時段內進一步限制價格——即介於最佳買盤價與最佳沽盤價之間？請說明理由。

#### 允許在整個收市競價交易時段輸入競價限價盤

137. 在舊收市競價交易時段，輸入買賣盤時段之後僅可輸入競價盤（非競價限價盤），以免在收市競價交易時段結束或將要結束時，因為輸入非常進取的競價限價盤而導致成交價格範圍擴闊及價格波動。然而，這也代表競價最後時段投資者僅可輸入競價盤，或對流通量產生不利影響。

138. 新的收市競價交易時段模式建議將競價限價盤的價格進一步限制於買賣盤紀錄中的最低沽盤價與最高買盤價之間。相應地，交易所參與者在整個收市競價交易時段均可輸入競價限價盤，以便達到更佳的价格發現及在輸入買賣盤時段後輸入的競價限價盤便不會影響參考平衡價格範圍<sup>16</sup>。

#### 諮詢問題

問題 26：閣下是否同意整個收市競價交易時段均可輸入競價限價盤？請說明理由。

<sup>16</sup> 雖然參考平衡價格限制於買賣盤紀錄的最低沽盤價與最高買盤價之間，但買賣盤紀錄的進一步變動仍可改變最終參考平衡價格。



## 允許符合賣空價規則的賣空活動

139. 建議收市競價交易時段允許輸入價格不低於參考價的賣空盤，以達到更佳的价格發現。
140. 在海外市場，若持續交易時段可以輸入賣空盤，收市競價交易時段也一般允許輸入賣空盤。部分市場參與者認為賣空盤可在買盤較多時抵銷買賣盤差額，有助減少價格波動。

### 諮詢問題

問題 27：閣下是否認為收市競價交易時段應允許符合賣空價規則的賣空盤？請說明理由。

問題 28：如允許賣空盤，其價格應等同還是高於參考價？請說明理由。

## 收市競價交易時段臨近結束時不得更改及取消買賣盤

141. 舊收市競價交易時段設有2分鐘的對盤前時段，此時段不得更改及取消買賣盤。引入該時段旨在防止買賣盤紀錄在收市競價交易時段快要結束時，因最後一刻突然更改或取消買賣盤而出現變動。此功能亦鼓勵交易所參與者在對盤前時段之前輸入買賣盤。
142. 新的收市競價交易時段也將設有這項功能。輸入買賣盤時段後不得更改或取消買賣盤，以便防止收市競價交易時段結束或將近結束時發生博弈行為。

### 諮詢問題

問題 29：閣下是否同意在不可取消及隨機收市時段不得更改及取消買賣盤？請說明理由。

## 以隨機收市方式結束收市競價交易時段

143. 在之前就收市競價交易時段進行諮詢時，有市場參與者建議收市競價交易時應隨時隨機完結（隨機結束或隨機收市）而非定時結束，以防止博弈活動。倫敦證券交易所（倫敦交易所）、德國交易所及澳洲證券交易所（澳洲證交所）等海外交易所均採用這功能。
144. 在此方案下，競價配對會於 16：10 至 16：12 止 2 分鐘期間隨時開始，收市競價交易時段的確切收市時間由系統隨機釐定。這可防止依據市場收市時間進行的博弈活動，也鼓勵市場早一點輸入買賣盤。

145. 部分市場參與者擔憂隨機收市可能令市場混淆確實收市時間而增加實施此計劃的複雜程度。然而，實施舊收市競價交易時段的經驗已顯示出固定收市時間的弊端。因此，香港交易所認為，推行隨機收市時間及訂定價格限制是避免博弈行為的關鍵。市場對措施是否清晰及複雜的疑慮是可透過市場教育釋除。

#### 諮詢問題

問題 30：閣下是否同意收市競價交易時段應採用隨機收市機制，以防止博弈活動？請說明理由。

問題 31：如採用隨機收市機制，該機制最多應為 2 分鐘，還是其他？請說明理由。

#### 沒有最終參考平衡價格的證券可按參考價配對

146. 在舊的收市競價交易時段，如買賣盤紀錄的買方或賣方沒有任何競價限價盤，又或最高買盤價低於最低沽盤價，即使買方或賣方又或雙方均有競價盤，亦不會有參考平衡價格，因而沒有競價配對。收市價將取持續交易時段最後一分鐘撮取的五個價格的中位數。
147. 在競價時段接納競價盤與競價限價盤的海外證券交易所均會設有機制，在最高買入價與最低沽盤價不重疊時盡量增加配對；一般是採用一個參考價（譬如最後成交價）執行交易。
148. 因此，建議增設額外配對規則，以便增加競價盤及價格等同或優於參考價的競價限價盤的配對機會。如收市競價交易時段並無最終參考平衡價格，將取參考價作為收市價。此價格亦將用作按配對優先次序（即分別按買賣盤類別、價格及時間排序）配對競價買賣盤。

#### 諮詢問題

問題 32：閣下是否同意在沒有最終參考平衡價格時，應以參考價作為收市價及採用參考價配對交易？請說明理由。

#### 收市競價交易時段持續時間

149. 我們與市場參與者初步討論時，有意見提出收市競價交易時段的時間可以縮短，譬如減少輸入買賣盤時段的 7 分鐘時間至 5 分鐘，令市場可於 16:10 收市。

#### 諮詢問題

問題 33：收市競價交易時段持續時間應為多久？

- (i) 跟建議的模式一樣，即 7 分鐘的輸入買賣盤時段，令收市競價交易時段可於 16:12 結束；或

(ii) 5分鐘的輸入買賣盤時段，令收市競價交易時段可於 16:10 結束；或

(iii) 其他，請註明。

請說明理由。

### 對開市前時段及短暫停牌的影響

150. 部分市場參與者指出，新模式的功能中，有數項可能也有利現時的開市前時段及建議中的短暫停牌計劃<sup>17</sup>。
151. 然而，為簡化實施過程及讓市場適應建議變動，建議暫時不考慮是否可以提升現行開市前時段及短暫停牌計劃。我們只會在稍後完成市場檢討後，譬如香港交易所在市場準備就緒後推出計劃中的新一代交易系統（領航星交易平台——現貨（OTP-C））時，方再於開市前時段及計劃中的短暫停牌制度加入這些新功能（如適用）。

### 諮詢問題

問題 34：閣下是否同意新收市競價交易時段模式的部分功能亦可能有利開市前時段及／或短暫停牌？如是，是哪些功能？請說明理由。

問題 35：閣下是否同意任何優化開市前時段及／或短暫停牌的措施應留待稍後實施，而非在重新引入收市競價交易時段之際進行？請說明理由。

### 延遲收市時間的影響

#### 現貨市場

152. 新收市競價交易時段下，市場收市時間將延長至 16:12，比今天遲 12 分鐘（比上次推行遲 2 分鐘）。因此，市場參與者會少了時間處理收市後的程序，包括追加保證金等。

#### 衍生產品市場

153. 衍生產品市場的股票指數期貨、股票指數期權、股息期貨、恒指波幅指數期貨及中華交易服務中國 120 指數期貨的午市交易時段現於 16:15 收市，即證券市

<sup>17</sup> 短暫停牌的諮詢文件及諮詢總結見

[http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/Documents/cp201207\\_c.pdf](http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/Documents/cp201207_c.pdf) 及

[http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/Documents/cp201207cc\\_c.pdf](http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/Documents/cp201207cc_c.pdf)。正如諮詢總結所述，短暫停牌的盤中競價時段會按照開市前時段的競價機制。

場收市時間 15 分鐘後。當引入收市競價交易時段，如有需要，為了讓投資者可於同一時段調整其持倉，建議新的市場收市時間為 16：30。

154. 在衍生產品市場的收市後期貨交易時段 17：00 開始之前，現有 45 分鐘休息時段。根據市場參與者意見，此時段對成交數據核對很重要，及對正常運行和應急情況是必要的。或許有些意想不到的人手工作需要市場收市後及收市後期貨交易時段開始之前處理，縮減此休息時段的時間不可取的。因此，香港交易所認為收市後期貨交易時段的開始時間應從 17：00 改為 17：15。

#### 諮詢問題

問題 36：閣下會否預期因為現貨市場延長了 12 分鐘交易時間，而在處理收市後的程序，包括追加保證金等遇到任何問題？如是，可以怎樣解決問題？請說明理由。

問題 37：為了於收市後期貨交易時段開始之前保留 45 分鐘休息時段，閣下是否同意收市後期貨交易時段的開始時間應該從 17：00 改為 17：15？如不，閣下建議甚麼時間？請說明理由。

---

## 第九章：市場對新模式可能關注的問題及香港交易所的回應

---

155. 本章嘗試列出市場可能對新收市競價交易時段模式提出的關注或看法，並作出回應。

156. 看法：現行收市價計算方式（即 5 次攝取報價的中位數）已運作良好，毋須改變。

現行的收市機制只在持續交易時段最後一分鐘攝取 5 個報價去釐定收市價，計算出來的收市價並無計及交易量及市場供求等因素。結果，交易所參與者多待至持續交易時段的最後時刻方輸入收市買賣盤，因而增加持續交易時段最後一刻的價格波動，在指數調整日尤其是如此。再者，一如第 101 段所討論，那樣的嘗試執行買賣盤也不能準確地以收市價對盤，每年產生數以億港元的追蹤誤差。

新收市競價交易時段模式將有助於按收市價執行收市買賣盤，同時可解決上述價格波動問題。

157. 看法：新收市競價交易時段模式將惠及機構投資者及交易所參與者，因為規模較小的交易所參與者和散戶鮮有使用收市競價交易時段。

因要執行收市買賣盤之故，一些機構投資者會在臨近收市時執行交易，與散戶通常在開市時交投最活躍有所不同。然而，這並不意味著散戶不受惠於新收市競價交易時段模式。若設有收市競價交易時段，在更多機構參與者參與的情況下，散戶的買賣盤將有更多的機會獲得執行，持續交易時段中未執行的散戶訂單將自動轉往收市競價交易時段作為競價限價盤，最後或可按比散戶原來指定更佳的價格執行。事實上，舊收市競價交易時段的經驗顯示，逾 80% 的交易所參與者（包括大部分經營散戶業務的交易所參與者）都參與其中。此外，許多散戶本身就是指數追蹤基金的最終投資者，若能實行收市競價交易時段而減少這些基金的追蹤誤差，他們亦可受惠。

158. 看法：新收市競價交易時段模式容易受市場操控影響。

新收市競價交易時段模式設有新的特點以針對可能潛在的市場操控，例如，該模式將在競價限價盤實施 5% 的漲跌幅限制並容許在整個收市競價交易時段輸入競價限價盤，提供更好的市場透明度及引入隨機收市。此外，香港交易所並會協助證監會密切監察交易活動和進行全面的審查，並對任何違規交易行為採取必要的執法行動。

159. 看法：散戶在參與收市競價交易時段方面處於劣勢。

舊收市競價交易時段經驗顯示，散戶多愛輸入指定價格類型的限價盤。因此，在收市競價交易時段執行的散戶買賣盤均按所輸入的限價盤價格或更佳的價格執行。換言之，舊收市競價交易時段為散戶提供了多一個執行買賣盤的渠道以

及改善價格的空間。除此以外，投資者可在整個新的收市競價交易時段輸入競價限價盤，使到投資者（尤其散戶）能受惠於其提供價格保護的功能。

**160. 看法：新收市競價交易時段模式的價格較易波動。**

根據國際的經驗，收市競價交易時段可減低整體市場波動，而這在舊收市競價交易時段中亦見發揮作用。就個別證券而言，新收市競價交易時段模式亦有功能可於買盤賣盤嚴重不平衡時減低價格波動。這些功能可解決舊收市競價交易時段在某些特定情況所見的價格波動問題。

**161. 看法：在持續交易時段結束時會因流通量轉到收市競價交易時段而出現波動。**

我們相信，即使設置收市競價交易時段，散戶及機構投資者仍會在持續交易時段結束前繼續活躍地進行交易，所以此時段的流通量將不至於偏低。其中一個主要原因在於，凡想得到買賣優先次序較前的交易所參與者自會在收市競價交易時段前輸入買賣盤，因為未成交的買賣盤將轉入收市競價交易時段，時間上會比後來才輸入的新的競價限價盤優先。根據舊收市競價交易時段的數據顯示，整個持續交易時段的交投高峰往往就是在最後幾分鐘，持續交易時段流通量的流失並不嚴重。

**162. 看法：新收市競價交易時段模式將導致對參考價的潛在投機活動。**

經過舊收市競價交易時段一役，香港交易所特別留意新收市競價交易時段模式的設計需能防止潛在投機行為。在新收市競價交易時段模式中，參考價的釐定方法其實就是採用現時的收市價計算機制，即使用 5 個撮取報價的中位數作為參考價。價格的釐定在一定程度上具有隨機性及持續交易時段臨近結束時的流通量普遍較高（見上一段），難以進行投機活動。此外，香港交易所會密切監控交易活動，如發現任何可疑的投機行為，亦會通知證監會跟進。

**163. 看法：限價範圍過於寬鬆或狹窄。**

建議劃一實施的 5% 限價，應當適合建議中的收市競價交易時段證券。香港交易所認為，狹窄的定價範圍有礙價格發現及執行交易，而限價範圍寬鬆則可能導致價格過於波動。根據在建議適用證券的過往數據，在正常日子，5% 的限價已可涵蓋交易最後 10 分鐘超過 99% 的價格波動，在指數調整日則可涵蓋逾 95% 的價格波動。再者，5% 的限價並不會太寬鬆，因為即使在今日仍有部分股票在交易最後幾分鐘的波動大於 5%。

**164. 問題：新收市競價交易時段模式可能較難明白。**

經紀及投資者的確需要了解並適應新收市競價交易時段模式的一些新特點。香港交易所將在推出前後舉辦經紀及投資者講座之類的市場教育活動。此外，我們亦會提供更多的市場數據及報告，增進市場對該模式的理解。

165. **問題：新收市競價交易時段模式的一些功能應納入在現有的開市前時段和建議中的短暫停牌的盤中競價時段計劃。**

新收市競價交易時段模式建議的一些功能的確也對現有的開市前時段和建議中的短暫停牌的盤中競價時段計劃有利，然而，為了簡化實施，對開市前時段及計劃中的短暫停牌的改進空間暫不予以考慮。這些新功能，在適當情況下，將只會在後一階段的市場審核後實施。

166. **問題：結構產品不包括在收市競價交易時段內，但其相關資產可於收市競價交易時段買賣，可能產生價格不對稱，以及結構產品持有人無法在收市競價交易時段調整其持倉。**

結構產品及其相關資產的收市時間並不相同。然而，在若干其他市場（如倫敦交易所、德國交易所及瑞士證券交易所），結構產品的收市時間亦較其相關產品的收市時間為早。這是因為結構產品並無執行收市買賣盤需要，故也不需設收市競價交易時段。

我們相信這一問題可藉由加強市場教育及改善市場透明度而得到解決。除舉辦市場教育活動外，香港交易所亦會提供收市競價交易時段證券於 16:00 的價格及正式收市價，方便投資者了解該機制。結構產品的投資者亦須留意不在持續交易時段結束前平倉可能產生的隔夜風險。事實上，牛熊證是有機會在收市競價交易時段出現強制收回事宜，因為收市競價交易時段內相關股票的價格或相關指數仍可能會波動。

167. **問題：實施新收市競價交易時段模式需對系統作出重大變動，市場需要額外投資。**

預期最主要的系統變動均由香港交易所集中實行，交易所參與者的系統變動相對較少。實行新收市競價交易時段方面，許多交易所參與者及其系統供應商曾參與舊收市競價交易時段，應該有助減少所需投入的資源。此外，我們建議連同其他主要提升的舉措一併實施（譬如建議的市場波動調節機制及短暫停牌機制），這將可為交易所參與者帶來協同開發的好處並減省測試成本。無論如何，我們會提供充足的準備時間予市場實施有關系統。

## 丙部

### 時間表及回應本諮詢文件



## 第十章： 實施方法及時間表

168. 本諮詢文件的諮詢期為期 12 周，將於 2015 年 4 月 10 日完結。香港交易所然後會在諮詢總結中概述收到的意見，如適當的話，並會列出有關新收市競價交易時段及市場波動調節機制的最後模式。
169. 如市場同意，新收市競價交易時段及市場波動調節機制模式將在可行情況下盡快在現行交易平台（即證券市場的 AMS/3.8 及衍生產品市場的 HKATS）實施。
170. 為了盡量減少市場的開發和測試工作，建議證券市場的收市競價交易時段、市場波動調節機制及可能推出的短暫停牌三項計劃的開發及測試工作集合起來一同進行，但會分階段推出以減少市場影響。
171. 如短暫停牌諮詢總結中所述，短暫停牌功能將跟隨其他即將推出的主要市場基礎設施計劃一併推出，一個可能的考慮是在香港交易所的新領航星交易平台引入短暫停牌功能。
172. 至於衍生產品市場的市場波動調節機制的開發和實行工作將獨立處理，因其涉及的交易平台有別於證券市場的平台。
173. 三項計劃（即市場波動調節機制、收市競價交易時段及短暫停牌計劃）的實施詳情將於諮詢總結文件發布時公布。

### 諮詢問題

問題 38：閣下認為證券市場應該採用哪個實施方法？

- (i) 市場波動調節機制、收市競價交易時段及短暫停牌三項功能集合起來一同在 AMS/3.8 平台開發及測試，然後再逐項功能推出； 或
- (ii) (1) 市場波動調節機制及收市競價交易時段集合起來一同在 AMS/3.8 平台開發及測試及推出，和 (2) 引入短暫停牌功能的建議作為香港交易所的新一代交易系統（領航星交易平台——現貨）的一部分； 或
- (iii) 其他，請註明。

請說明理由。

問題 39：三項計劃（市場波動調節機制、收市競價交易時段及短暫停牌）在證券市場實施的優先次序如何？請說明理由。

問題 40：在發布計劃的規格說明起計算，閣下需要多久時間為該計劃的推出作準備？

- (i) 市場波動調節機制：

a). 少於 3 個月; b). 4 至 6 個月; c). 7 至 12 個月; d). 多於 12 個月  
請說明理由。

(ii) 收市競價交易時段：

a). 少於 3 個月; b). 4 至 6 個月; c). 7 至 12 個月; d). 多於 12 個月

請說明理由。

---

## 第十一章：如何回應本諮詢文件

---

174. 香港交易所誠邀公眾在 2015 年 4 月 10 日或之前就本文件所提出的建議提交書面意見。
175. 提交書面意見時，請使用本諮詢文件的問卷（問卷的文字格式電子檔案登載在 [http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/Documents/cp201501q\\_c.doc](http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/Documents/cp201501q_c.doc)）；填妥問卷後，請以下列任何一種方式交回：

郵寄或由專人遞交： 香港中環  
港景街 1 號  
國際金融中心一期 12 樓  
香港交易及結算所有限公司  
企業傳訊部

傳真： (852) 2524-0149

電郵： [response@hkex.com.hk](mailto:response@hkex.com.hk)

請在回應時寫上主題：**有關：建議在證券及衍生產品市場引入市場波動調節機制以及證券市場引入收市競價交易時段的諮詢文件**

176. 有關提交意見方面的查詢，請致電香港交易所：(852) 2840-3844。
177. 香港交易所誠邀公眾就有關建議提供意見，並在適當情況下附以理據。回應者須注意，除非閣下另行提出要求，香港交易所日後刊發的諮詢總結將具名公開回應意見。
178. 有關香港交易所處理個人資料的政策載於本文件附錄八。

---

## 附錄一： 海外市場採用市場波動調節機制的做法

---

1. 我們已盡力編撰所呈列的資料，有關資料僅為說明背景及作參考用途。我們亦已盡力確保有關資料準確無誤，但因市場常規變化不斷，當中部分資料仍有可能未及更新或有欠完備。如有需要，讀者務請諮詢相關交易所，以了解更多詳情或進一步更新資料。
2. 我們檢視過主要海外交易所（包括澳洲、上海、深圳、新加坡、日本、美國及英國）在證券及衍生產品市場採用的市場波動調節機制模式，其主要特點概述如下。

### 證券市場

3. 除香港外，大部分主要市場均設有若干形式的市場波動調節機制。
4. 所有交易所的市場波動調節機制均可於個別產品層面操作應用，意指個別產品的價格波動超出若干範圍時，即可暫停、干預或限制該產品的買賣。除產品層面操作的市場波動調節機制外，美國及韓國市場亦設有市場層面的市場波動調節機制，在主要市場指數跌至低於某個水平時，便暫停或限制整個市場的交易活動。
5. 關於計算市場波動調節機制的價格限制所用的參考價，大部分市場（新加坡、日本、澳洲、美國及英國）均使用動態參考價，即根據最新的市場數據（例如五分鐘前的最後成交價）計算參考價，只有美國、內地及韓國市場採用靜態參考價，即整日的參考價維持不變（譬如上一個收市價）。
6. 對於價格限制，我們所檢視的市場中，大部分定於偏離參考價少於 20%，但澳洲、英國及美國市場則較寬。另外，約半數採用劃一價格限制而不論相關產品及價格，其餘則按相關產品及參考價而設定不同的價格限制。
7. 觸發市場波動調節機制後，大部分交易所會設一段其間只可在若干價格限制內進行交易活動的時間，其後才恢復持續交易活動。然而，澳洲、英國及美國市場則使用競價方式恢復交易。
8. 我們所檢視的海外市場在證券市場設立市場波動調節機制的做法概述於下表一。

表一 個別海外證券市場的市場波動調節機制的主要特點					
交易所／地區	市場波動調節機制層面	參考價	價格限制	冷靜期	冷靜期安排
香港交易所（建議）	個別產品	5 分鐘前最後成交價	10%	5 分鐘	價格限制內交易
美國	個別產品	最後 5 分鐘平均成交價	指數及交易所買賣基金：5% 其他：10% ≤ 3 美元的股票：20+%	5 分鐘	先按價格限制交易，其後暫停買賣；競價後重新開市
	市場	前一日收市價	第一級：7% 第二級：13% 第三級：20%	第一及第二級：15 分鐘 第三級：當日餘下時間	第一及第二級：市場暫停交易 15 分鐘；競價後重新開市 第三級：當日餘下時間休市
倫敦交易所	個別產品	最後成交及最後競價交易成交價	3-25%（視乎證券流通量）	5 分鐘	暫停買賣；競價後重新開市
內地	個別產品	前一日收市價	10%	不適用	按價格限制交易
新交所	個別產品	5 分鐘前最後成交價	10%	5 分鐘	按價格限制交易
韓交所	個別產品	前一日收市價	15%	不適用	按價格限制交易
	市場	KOSPI 最後收市指數	10%跌幅	20 分鐘	暫停買賣；競價後重新開市
東京證交所	個別產品	最後成交及前一日收市價	參考價 1-4%及前一日收市價 15%至 50%	5 分鐘	按價格限制交易
澳洲證交所	個別產品	每 3 分鐘的最後成交價	參考價 20-50%	2 分鐘	暫停買賣；競價後重新開市

## 衍生產品市場

9. 大部分市場均設有若干形式的市場波動調節機制。大部分交易所採納動態市場波動調節機制模式，但新交所及東京商品交易所則採納靜態的市場波動調節機制模式。
10. 動態的市場波動調節機制模式而言，交易所一般做法是參考前幾秒的成交。儘管每個產品系列的市場波動調節機制均為個別處理，但若有主要合約月份處於市場波動調節機制狀況，或有機制連帶所有合約月份的交易一併暫停。
11. 有關交易所在價格限制方面倒看不見有何共同模式。

12. 觸發市場波動調節機制後，大部分交易所會暫停交易，其後再進行競價，然而，芝商所（實施靜態市場波動調節機制下）、洲際交易所及新交所則容許在價格限制內進行交易。

13. 海外市場在衍生產品市場設立市場波動調節機制的做法概述於下表二。

表二 個別海外衍生產品市場的市場波動調節機制的主要特點				
交易所	參考價	價格限制	冷靜期	冷靜期安排
香港交易所 (建議)	動態 (5分鐘前最後成交價)	5% (約為指數期貨的錯價交易參數的1.5倍)	5分鐘	按價格限制內交易
芝商所	靜態 (結算價)	股市指數期貨： 7%、13%及20%	10分鐘	按價格限制交易
	動態 (最後幾秒的成交價)	錯價交易參數的1-3倍	幾秒	暫停買賣，其後競價
洲際交易所	動態 (每5至15秒更新的最後成交價)	視產品而定，例如 Russell 100 & 2000 Index Mini：20指數點	5至30秒	按價格限制交易
歐洲期貨交易所	動態 (觸發機制前的所有成交價)	無資料	視市況而定	暫停買賣，其後競價
韓交所	動態 (前一日收市價及理論價格)	前一日收市價5至6%及理論價格3%	15分鐘	暫停買賣，其後競價
大阪交易所/ 東京證交所	靜態 (結算價)	視產品而定， 例如當地股市指數期貨：8%、12%及16%	10分鐘	暫停買賣，其後競價
	動態 (最後成交價)	視產品而定， 例如當地股市指數期貨：0.8%	15至30秒	暫停買賣，其後競價
新交所	靜態 (結算價)	視產品而定，7%至15%不等	5至15分鐘	按價格限制進行交易
東京商品交易所	靜態 (結算價)	視產品而定， 例如黃金為150日圓	5分鐘	暫停買賣

## 附錄二： 建議市場波動調節機制的詳細特點

### 1. 一般：

項目	證券市場	衍生產品市場
市場波動調節機制類別	證券層面	系列層面
適用交易時段	<p><b>包括：</b> 持續交易時段，但不包括該時段最後 20 分鐘（即持續交易時段最後 15 分鐘不設市場波動調節機制）</p> <p><b>註：</b>按本諮詢文件第五至第九章，證券市場建議實施新的收市競價交易時段。不論實施收市競價交易時段與否，市場波動調節機制的設計也是一樣。</p>	<p><b>包括：</b> 上午交易時段 下午交易時段，但不包括該時段最後 20 分鐘</p> <p><b>不包括：</b> 收市後期貨交易時段</p>
適用證券類別	<p><b>股本證券：</b> 恒指及恒生國企指數成份股</p>	<p><b>股市指數期貨：</b> 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</p> <p><b>不包括：</b> 遠期月份的合約、期權及所有其他衍生產品</p>
適用交易種類	僅適用於自動對盤交易；即市場波動調節機制不適用於非自動對盤交易	

### 2. 參考價的釐定：

情況	參考價
a. 早市的第一個參考價	a. 開市前以競價模式釐定的參考平衡價格／擬定開市價格；如未能釐定有關價格，則取早市的第一個自動對盤成交價
b. 午市的第一個參考價	<p>b. 下午開市前以競價模式釐定的參考平衡價格／擬定開市價格（如適用），或午市的第一個自動對盤成交價</p> <p><b>註：</b>如早市 11：58 時觸發市場波動調節機制，冷靜期將於中午 12：00 結束。午市時重新開始。</p>

c. 從短暫停牌或停牌，恢復交易後的第一個參考價格	c. 第一次競價價格（如適用）或第一個自動配對的價格將成為考價格。
觸發市場波動調節機制前	5 分鐘前最後成交價
冷靜期內	冷靜期開始之前定下的參考價在整個冷靜期內將不被更新。
冷靜期後的交易時段	<p>如在冷靜期內有成交： 5 分鐘前的最後成交價</p> <p>如在冷靜期內沒有成交： 冷靜期後的第一個自動對盤成交價，及不受任何價格限制；這個價格將維持 5 分鐘，之後便以 5 分鐘前的最後成交價</p> <p>注意：如個別證券或期貨等投資產品在同一個交易時段已經觸發兩次，市場波動調節機制監控將不再適用，亦不會設有參考價格</p>
午市時段的最後 15 分鐘	市場波動調節機制不會於此期間生效，即市場波動調節機制監控措施於持續交易時段結束前 20 分鐘即停止

### 3. 其他特點：

項目	特點描述
按參考價設定的價格限制	<p>冷靜期前：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\pm 10\%</math>（所有適用證券）</li> <li>• <math>\pm 5\%</math>（所有適用衍生品期貨合約）</li> </ul>
市場波動調節機制觸發前後的買賣盤處理	<p>觸發市場波動調節機制後，觸發機制的買賣盤及所有違反價格限制的進取型買賣盤（即出價高或叫價低）均被拒絕，但觸發機制的買賣盤可按價格限制範圍內的價格執行其中部分。</p> <p>市場波動調節機制的冷靜期內，所有超出價格限制的進取型買賣盤均被系統拒絕輸入，但會接納超出價格限制的被動買賣盤。</p>
冷靜期時間	每次 5 分鐘
所需市場數據	<p>市場波動調節機制觸發前後：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 與現時一樣</li> </ul> <p>市場波動調節機制的冷靜期內：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 參考價</li> <li>• 價格限制的上限及下限</li> <li>• 交易狀況</li> </ul>



	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場波動調節機制結束／恢復的時間</li> </ul> <p><b>其他：</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>在個別產品層面顯示市場波動調節機制是否適用於證券市場</li> </ul>
<b>系統訊息發布</b>	拒絕接受買賣盤的理由
<b>股本衍生產品與相關資產的關聯</b>	<p><b>獨立：</b></p> <p>如有產品正處於市場波動調節機制規管中，其於證券市場及衍生產品市場的相關或掛鈎產品（例如以受影響產品為相關資產的衍生認股權證、牛熊證及單一股票期權）亦繼續如常買賣。</p>

## 附錄三：證券市場上兩類常見的交易機制

1. 證券交易所一般有兩類交易機制：

- **持續交易**（有時亦稱為持續競價）：價格發現和買賣盤執行在中央限價買賣盤紀錄中持續進行；持續交易普遍用於主要交易時段。
- **單一價格競價**：買盤及賣盤在集合競價階段內匯集起來，然後按可成交最多數量的單一價格執行；一般在開市、收市又或一段長時間沒有交易後使用。

### 持續交易

2. 在持續交易中，買賣盤一是在輸入中央限價買賣盤紀錄時立即執行，或是根據價格時間先後次序在買賣盤紀錄中輪候執行（即較低（高）沽（買）盤價的買賣盤的執行次序先於其他賣（買）盤，價格相同的買賣盤則以較早輸入的優先執行）。
3. 舉例說明：每有買賣盤輸入買賣盤紀錄，對盤系統即嘗試按價格時間優先，將之與另一方輪候隊伍中的現有買賣盤配對。倘輸入的為賣盤，系統將嘗試將其與現有最佳買盤（最高買入價）配對。倘為買盤，系統將其與最佳賣盤（最低賣出價）配對。此外，倘有兩個或以上最佳買盤或賣盤，較早時間輸入系統的買賣盤必須要完全執行，才可處理同一價格但較遲輸入的買賣盤。
4. 買賣盤一經輸入買賣盤紀錄，就會或與買賣盤紀錄中已有的買賣盤配對執行（若對盤成功），或在買賣盤紀錄中輪候（若無法對盤）等待執行。此過程不斷重複，直至持續交易結束。
5. 請參閱下文有關持續交易時段對盤的例子：

a.

賣盤	價格	買盤
	103	1000
4000	102	
8000	100	
	99	3000
	98	4000
	97	4500

當前最佳買盤為每股 99 元買 3000 股，當前最佳賣盤為每股 100 元賣 8000 股。  
現在買賣盤紀錄出現新的限價買盤：每股 103 元買 1000 股。

b.

賣盤	價格	買盤
	103	1000
4000	102	
8000	100	
	99	3000
	98	4000
	97	4500

這個新的 1000 股限價買盤，跟次序最優先的最佳賣盤（最低賣盤價每股 100 元賣 8000 股）配對，因此有 1000 股按 100 元成交。

c.

賣盤	價格	買盤
	103	-
4000	102	
7000	100	
	99	3000
	98	4000
5000	97	4500

出現另一新的限價賣盤——每股 97 元賣 5000 股。

此新沽盤跟次序最優先的最佳買盤（每股 99 元買 3000 股）配對。

d.

賣盤	價格	買盤
	103	-
4000	102	
7000	100	
	99	-
	98	4000
2000	97	4500

其餘 2000 股與餘下來最佳買盤（每股 98 元）配對。

e.

賣盤	價格	買盤
	103	-
4000	102	
7000	100	
	99	-
	98	2000
	97	4500

左表所示為上述交易執行後的買賣盤紀錄。

## 單一價格競價

6. 證券交易所普遍使用單一價格競價機制釐定價格及執行交易。單一價格競價一般分為三個階段：

- **集合競價階段**：市場參與者在此階段輸入買賣盤，預備按單一價格（即收市價）執行交易。
- **價格釐定階段**：證券的收市價根據競價程式釐定，可促成最多成交數量。

- **交易執行階段：**買賣盤以收市價進行配對，配對先後按買賣盤類別、價格及時間排序。

7. 下為單一價格競價一例：

a. 競價階段

賣盤	價格	買盤
100k	>24.05 元	--
1000	競價	2000
800	24.05 元	200
600	24.00 元	1000
400	23.95 元	400
--	<23.95 元	50k

市場參與者在集合競價階段輸入競價及競價限價盤。然而，只有重疊範圍內的買賣盤才可獲執行（在此例中，指的是介乎 23.95 元至 24.05 元的競價及競價限價盤）。

b. 價格釐定階段

總賣盤	價格	總買盤
2800	24.05 元	2200
2000	24.00 元	3200
1400	23.95 元	3600

24.05 元定為正式收市價及執行價格，因為此價可成交股數最多（2200 股）。

註：可成交股數指各價格總沽盤或總買盤的數量（取較低者）。

c. 交易執行階段

賣盤	價格	買盤
100k	> 24.05 元	-
-	競價	-
600	24.05 元	-
-	24.00 元	1000
-	23.95 元	400
-	< 23.95 元	50k

按買賣盤類別（競價盤優先）、價格及時間優先次序，成交股數為 2200。

左表所示為上述交易執行後的買賣盤紀錄。

---

## 附錄四：現行的收市方式（中位價方式）

---

1. 現時，香港交易所旗下證券市場的股份收市價是按持續交易時段最後一分鐘內五個按盤價<sup>18</sup>的中位數而定。系統由下午 3:59:00 開始每隔 15 秒錄取股份按盤價一次，一共攝取五個按盤價。該五個時間的按盤價由低至高順序排列後，再取中位數作為收市價。
2. 以下舉例說明釐定的方法：

攝取	時間	買盤價	賣盤價	最後錄得價	按盤價
第一次	下午3:59:00	39.40元	39.50元	39.50元	<b>39.50元</b>
第二次	下午3:59:15	39.40元	39.50元	39.50元	<b>39.50元</b>
第三次	下午3:59:30	39.30元	39.40元	39.50元	<b>39.40元</b>
第四次	下午3:59:45	39.30元	39.40元	39.40元	<b>39.40元</b>
第五次	下午4:00:00	39.20元	39.30元	39.30元	<b>39.30元</b>

3. 五個時間的按盤價由低至高順序排列後（即 39.30 元、39.40 元、39.40 元、39.50 元、39.50 元），就取中位數（即 39.40 元）為收市價。選五個時間的按盤價再取其中位數可確保收市價不會受某個時間某一宗成交所左右。
4. 現時的收市價釐定機制制定已久，起初只攝取三個按盤價。到 1993 年自動對盤系統啟用後增加至攝取五個按盤價。系統一般於數秒鐘內完成計算市場所有的收市價。

---

<sup>18</sup> 持續交易時段內的按價盤是在比較了當時買盤價、當時沽盤價及最後成交價／上日收市價（視適用情況）後而定出來。詳情請參閱《交易所規則》第一章。

---

## 附錄五： 舊收市競價交易時段的模式

---

1. 舊收市競價交易時段仿倣了開市前時段以減低執行的成本及時間。有關設計的決定遵循市場的意見，當時市場大多傾向採納該方式。
2. 舊收市競價交易時段有以下三個時段：
  - 輸入買賣盤時段：16：00 – 16：08（8分鐘）
  - 對盤前時段：16：08 – 16：10（2分鐘）
  - 對盤時段：16：10起（一般數秒內完成）
3. 按著開市前時段的設計，所有證券均可於收市競價交易時段交易。證券莊家及流動量提供者不可參與其中，收市競價交易時段亦不允許賣空盤。

### 舊收市競價交易時段限制極端價格變動的措施

4. 如上文說明，舊收市競價交易時段設有對盤前時段以期減少博奕行為。
5. 此期間僅接受競價盤（競價時段中沒有設定價格的市價盤）而禁止競價限價盤（競價時段中設定價格的限價盤）。由於參考平衡價格的可能範圍是由設有價格的買賣盤釐定，此期間內僅接受沒有設定價格的買賣盤的目的在防止參考平衡價格再有進一步波動。
6. 另一限制極端價格變動的措施是在對盤前時段禁止修改及取消買賣盤，免得最後一刻出現影響參考平衡價格可能範圍的變動。
7. 在舊收市競價交易時段模式，對盤前時段以外的時間再無任何其他針對博奕行為的特點以限制極端價格波動。儘管香港交易所在 2007 年刊發的諮詢文件中探討過另一項防止潛在博奕的特點（亦即隨機收市），惟最終並無實施。當時的市場回應顯示市場傾向於選擇較為簡單的设计，將所需變動減至最低。

### 舊收市競價交易時段設計解決不了買賣盤嚴重失衡所致的價格波動

8. 舊收市競價交易時段中的對盤前時段在大多數情況下似乎可有效限制大幅的價格波動，但若收市競價交易時段即將結束時有大量競價盤輸入而導致買賣盤嚴重失衡，則只要出現一個價格極其進取的競價限價盤，就可以令參考平衡價格在非常短的時間內改變至可執行交易範圍的極限水平。由於舊收市競價交易時段在固定時間結束，市場並無足夠時間對收市競價交易時段最後一刻的突然變動作出反應。
9. 2009 年 3 月 9 日，滙豐控股的參考平衡價格在收市競價交易時段結束前幾秒內由 37 元急跌至 33 元，跌幅逾 11%。究其原因，除了是輸入買賣盤時段輸入了

一個超低定價（33 元）的競價限價沽盤外，還因為 16：10 競價結束前最後幾秒輸入了多個龐大的競價沽盤，由此產生的賣方買賣盤失衡將參考平衡價格及收市價拖低至 33 元。這事導致上訴審裁處裁定有關競價設計具「內在不穩定性」（見上文第 6 章第 97 段）。

10. 綜合以上所述，舊收市競價交易時段缺乏針對買賣盤嚴重失衡所致的極端價格波動問題的有效措施。收市時間固定於 16：10 可使市場確定何時收市，但也令收市競價交易臨近結束時有機可乘，惹來博弈活動。

---

## 附錄六： 部分海外交易所收市競價模式的特點

---

1. 本附錄載列若干海外交易所採用的收市競價模式的主要特點。本附錄所載資料僅為說明背景及作參考用途，並已盡力確保當中所有資料準確無誤，但因市場常規變化不斷，當中部分資料仍有可能未及更新或有欠完備。如有需要，務請諮詢各有關交易所以了解更多詳情或最新資料。
2. 國際交易所的收市競價交易時段慣例大致可概述如下並進一步闡述於隨後列表：
  - **買賣盤類別**——大部分交易所同時允許競價盤（市價盤）及競價限價盤（限價盤），包括紐約交易所、納斯達克、倫敦交易所、新交所及許多其他交易所。
  - **證券類別**——大部分交易所為股本證券及單位信託提供收市競價交易時段。一些交易所為債務證券提供收市競價交易時段，如美國的交易所及德國交易所。也有數家交易所為結構產品提供收市競價交易時段，例如韓交所。
  - **價格限制**——許多交易所的收市競價交易時段設有價格限制，如紐約交易所、納斯達克、韓交所、東京證交所、台交所及深交所。
  - **隨機收市**——許多交易所的收市競價交易時段設有隨機收市，如倫敦交易所、德國交易所、新交所、澳洲證交所及韓交所。
  - **整個收市競價交易時段均允許限價盤**——所有交易所均在整個收市競價交易時段允許限價盤。
  - **不可取消時段**——有些交易所的收市競價交易時段結束前不准取消買賣盤，如納斯達克及紐約交易所。
  - **賣空**——大部分交易所的收市競價交易時段均允許賣空。
  - **延長收市競價交易時段**——有些交易所的收市競價交易時段設有延長時段，可在市場買賣盤不平衡或超過了某個價格限制時延長收市競價交易時段，例如倫敦交易所。



表三. 部分海外交易所收市競價交易時段的主要特點

交易所	買賣盤類別	證券類別	價格限制	隨機收市	整個收市競價交易時段允許競價盤	不可取消時段	賣空	延長收市競價交易時段
納斯達克 OMX	市價盤、限價盤、差額盤	股本證券、單位信託及債務證券	是 (偏離參考價格 - 最佳買盤價或沽盤價等) 不超過 10%)	否	是	是 (競價對盤前 10 分鐘)	是	否
紐約泛歐交易所集團 (美國)	市價盤、限價盤	股本證券、單位信託及債務證券	是 (收市價不可為 1 元或偏離綜合最後交易資料 (CLS) 10%)	否	是	是 (競價對盤前 15 分鐘)	是	否
倫敦證券交易所	市價盤、限價盤	股本證券及單位信託	否	是	是	否	是	是 (最多延長三次)
德國交易所	市價盤、限價盤	股本證券、單位信託及債務證券	否	是	是	否	是	是 (最短 2 分鐘, 直至人手操作終止)
紐約泛歐交易所集團 (巴黎)	市價盤、限價盤	股本證券及單位信託	否	否	是	否	是	是 (根據價格上下限 - 10%)
澳洲證券交易所	限價盤	股本證券、單位信託、債務證券及結構性產品	否	是 (股份為 15 秒)	是	否	是	否

表三. 部分海外交易所收市競價交易時段的主要特點

交易所	買賣盤類別	證券類別	價格限制	隨機收市	整個收市競價交易時段允許競價盤	不可取消時段	賣空	延長收市競價交易時段
韓國交易所	市價盤、限價盤	股本證券、單位信託、債務證券及結構性產品	是 (股本證券上日收市價±15%)	是 (過去五分鐘價格波動幅度>最後公布最高/最低價格5%時)	是	否	是	是 (若價格超過, 即隨機終止延長)
深圳證券交易所	限價盤	股本證券、單位信託及債務證券	是 (最後成交價的10%; 另全日價格限於上日收市價±5%至10%)	否	是	是	是	否
新加坡交易所	市價盤、限價盤	股本證券、單位信託及結構性產品	否	是	是	否	是	否
台灣證券交易所	限價盤	股本證券、單位信託、債務證券及結構性產品	是 (上日收市價±7%)	否	是	否	是	是 (某些股票過去一分鐘內波動>3.5%時)
東京證券交易所	市價盤、限價盤	股本證券、單位信託及債務證券	是 (根據上日收市價並按級調整)	否	是	否	是	是

## 附錄七： 新收市競價交易時段模式推出後香港交易所證券及衍生產品市場的交易時間表

### 證券市場

1. 證券市場於新收市競價交易時段模式推出後的交易時間載於下表四。

表四 新收市競價交易時段模式的證券市場交易時間		
交易時段	現行交易時間	設收市競價交易時段後交易時間
開市前時段	9：00 – 9：30	相同
早市	9：30 – 12：00	相同
延續早市	12：00 – 13：00	相同
午市	13：00 – 16：00	相同；注意：所有非收市競價交易時段證券於午市結束時收市
收市競價交易時段（適用於所有收市競價交易時段證券）		
暫停		16：00 – 16：01
輸入買賣盤		16：01 – 16：08
不可取消		16：08 – 16：10
隨機收市		16：10 – 16：12

註：半日市亦設收市競價交易時段，所以收市競價交易時段證券的交易時間將會相應延長。

### 衍生產品市場

2. 於一般交易日及半日市，恒指及 H 股指數、股息期貨、恒指波幅指數期貨及中華交易服務中國 120 指數期貨的股票指數期貨及期權市場的收市時間將分別延長至 16：30 及 12：30（視情況而定），但合約的最後交易日則除外。交易時間載於下表五。

表五 新收市競價交易時段模式的衍生產品市場交易時間

產品	現行交易時間	設收市競價交易時段的交易時間
1. 股票指數期貨： <ul style="list-style-type: none"> <li>• 恒生指數期貨</li> <li>• H 股指數期貨</li> <li>• 小型恒生指數期貨</li> <li>• 小型 H 股指數期貨</li> </ul>	09：15-12：00 及 13：00- <b>16：15</b>  收市後期貨交易時段 17：00-23：45  最後交易日（即月合約）： 09：15-12：00 及 13：00-16：00	09：15-12：00 及 13：00- <b>16：30</b>  收市後期貨交易時段 <b>17：15</b> -23：45  最後交易日（即月合約）： 09：15-12：00 及 13：00-16：00
2. 股票指數期權： <ul style="list-style-type: none"> <li>• 恒生指數期權（包括自訂條款指數期權）</li> <li>• H 股指數期權（包括自訂條款指數期權）</li> <li>• 小型恒生指數期權</li> </ul>	09：15-12：00 及 13：00- <b>16：15</b>  最後交易日（即月合約）： 09：15-12：00 及 13：00-16：00	09：15-12：00 及 13：00- <b>16：30</b>  最後交易日（即月合約）： 09：15-12：00 及 13：00-16：00
3. 股息期貨	09：15-12：00 及 13：00- <b>16：15</b>  最後交易日（即月合約）： 09：15-12：00 及 13：00- <b>16：15</b>	09：15-12：00 及 13：00- <b>16：30</b>  最後交易日（即月合約）： 09：15-12：00 及 13：00- <b>16：30</b>
4. 恒指波幅指數期貨	09：30-12：00 及 13：00- <b>16：15</b>  最後交易日（即月合約）： 09：30-12：00 及 13：00-16：00	09：30-12：00 及 13：00- <b>16：30</b>  最後交易日（即月合約）： 09：15-12：00 及 13：00-16：00
5. 中華交易服務中國 120 指數期貨	09：15-12：00 及 13：00- <b>16：15</b>  最後交易日（即月合約）： 09：15-12：00 及 13：00-15：00	09：15-12：00 及 13：00- <b>16：30</b>  最後交易日（即月合約）： 09：15-12：00 及 13：00-15：00
6. 所有其他產品	各異  收市後期貨交易於時段由 17：00 開始	早市及午市不變  收市後期貨交易時段由 <b>17：15</b> 開始

---

## 附錄八： 私隱政策聲明

---

### 私隱政策聲明

香港交易及結算所有限公司以及其不時的附屬公司、受其控制或與其受共同控制的聯屬公司及其合資公司（在本私隱政策聲明中，各此等實體不時稱為「香港交易所」、「我們」或「聯屬公司」，視適用情況而定）明白根據香港法例第486章《個人資料（私隱）條例》（「《條例》」）其在收集、持有、處理、使用及／或轉移個人資料方面的責任。個人資料的收集只限作合法且相關的用途，並會採取一切實際可行方法去確保香港交易所持有的個人資料準確無誤。香港交易所將會根據本私隱政策聲明使用閣下的個人資料。

我們定期檢討這項私隱政策聲明，並可能不時加以修訂或加入具體指示、政策及條款。本私隱政策聲明如有任何重要修訂，我們會通過閣下提供給我們的聯絡方式通知閣下，也會按該《條例》的規定，讓閣下可以透過屆時通知閣下的途徑選擇拒絕接收此類修訂通知。此外，關於通過香港交易所網站而提供給我們的個人資料，閣下繼續使用香港交易所網站即被視為同意並接受此項私隱政策聲明。

如對這項私隱政策聲明或我們如何使用閣下的個人資料有任何疑問，請通過以下任何一個通訊渠道與我們聯繫。

香港交易所會採取一切實際可行方法確保個人資料的安全，以及避免個人資料在未經授權或意外的情況下被取用、刪除或作其他用途。這包括在實物具體上、技術上及程序上的適當安全措施，確保只有經授權人士才能取用個人資料。

請注意：如閣下沒有向我們提供個人資料（或有關閣下代理人的個人資料），我們可能無法提供閣下要求的資訊、產品或服務又或無法處理閣下的要求。

### 目的

我們或會為了以下目的而不時收集閣下的個人資料（如姓名、郵寄地址、電話號碼、電郵地址和登入名稱）：

1. 處理閣下的申請、訂購及登記使用我們的產品及服務；
2. 履行香港交易所以及任何由其作為認可控制人（定義見香港法例第 571章《證券及期貨條例》）的職能；
3. 提供我們的產品和服務，以及與此相關的賬戶管理；
4. 進行研究和統計分析；及

5. 與上列任何一項有直接關聯的其他目的。

## 直接營銷

除非閣下已經拒絕或將會拒絕，否則我們也可能會使用閣下的姓名、郵寄地址、電話號碼和電郵地址，用以寄送宣傳資料，就我們以及各聯屬公司的金融和資訊服務進行直接營銷活動。

如不希望收到香港交易所的宣傳和直接營銷資料，或不希望收到某類宣傳和直接營銷資料，又或不希望在某種途徑收到此類材料，請通過下述其中一種渠道聯絡我們。

## 身份證號碼

我們也可能會根據適用法律或規例又或任何對我們有管轄權限的監管者的規定而收集並處理閣下的身份證號碼，另外亦可能因為需要識別閣下的身份而（在不抵觸該《條例》的前提下）收集並處理閣下的身份證號碼。

## 轉移個人資料作直接營銷

除非閣下已經拒絕或將會拒絕，否則我們可能會將閣下的姓名、郵寄地址、電話號碼和電郵地址轉交各聯屬公司，使其可向閣下寄送宣傳資料，就其金融和資訊服務進行直接營銷活動。

## 轉移個人資料作其他用途

為了以下一個或多於一個目的，個人資料可能：

1. 會轉交我們各聯屬公司，而使我們（在香港或其他地方）的聯屬公司的相關人員獲得有關個人資料；就此，閣下同意將閣下的個人資料移交香港以外的地方；及
2. 會提供予任何向香港交易所及/或我們在香港或其他地方的聯屬公司提供行政或其他服務的代理、承判商或第三方。

## 我們如何使用 cookies

閣下通過香港交易所網站查閱我們的資訊時，應當留意到網站有使用cookies。Cookies是指儲存在閣下瀏覽器內的資料檔。閣下進入香港交易所網站時，網站即在閣下瀏覽器內自動安裝並使用 cookies。香港交易所的網站使用兩種cookies：

**Session Cookies**：一種只在閣下瀏覽香港交易所網站期間留存於瀏覽器內的短暫性質 Cookies，用處在於取得並儲存配置資訊及管理網站，包括「攜帶」資訊以隨閣下瀏覽網站的不同版頁，譬如以免閣下每到一個版頁也要重新輸入資訊。Session cookies也會用來編備關於香港交易所網站使用的匿名統計資料。

**Persistent Cookies**：一種留存於瀏覽器內較長時間的 cookies，用以收集關於香港交易所網站使用的匿名統計資料，或追蹤和記錄使用者的習慣偏好。

香港交易所網站所用的 cookies 不包含個人資料。閣下也可以更改瀏覽器或網路安全軟件中的設定，拒絕接受瀏覽器內的cookies。不過，這樣或會令閣下不能使用或啟動香港交易所網站中的某些功能。

## 法律與法規的遵守

閣下同意香港交易所及其聯屬公司或要為了遵守適用法律及規例，或遵守法院指令、傳票或其他法定程序，又或遵從政府機關、執法機構或類似機構（無論位於香港或其他地方）提出的要求，而必須保留、處理及/或披露閣下的個人資料。閣下也同意香港交易所及其聯屬公司或須披露閣下的個人資料，以履行與閣下的協議，或保護我們或我們聯屬公司及僱員的權利、財產或安全。

## 公司重組

隨著香港交易所持續發展業務，我們可能會重組集團架構或出現控制權易手或業務合併。在這些情況下，閣下的個人資料或會按這份私隱政策聲明或另一份將會通知閣下的私隱政策聲明而移交繼續運營我們業務或類似服務的第三方。此等第三方或在香港以外的地方，就此等收購或重組而使用閣下個人資料的地點也可能不在香港。

## 查閱及更正個人資料

根據該《條例》，閣下有權查明香港交易所是否持有閣下的個人資料、取得資料的備份及更正任何不確資料，也可以要求香港交易所通知閣下其持有資料的種類。如欲查閱有關資料，須使用個人資料私隱專員（「私隱專員」）指定的表格提出；表格可於私隱專員公署的官方網站下載。

如欲查閱和更正個人資料，或查閱有關政策與常規以及香港交易所所持有資料種類，應以書面及郵遞形式提出要求（見以下聯繫方式）。

我們或會因應閣下查閱資料要求對香港交易所產生的行政及實際成本而收取合理的費用。

## 終止或取消

任何時候如果閣下在我們的賬戶被取消或終止，我們會隨即在合理情況下盡快終止處理閣下的個人資料，但也可按合理需要而保留有關資料，合理的需要包括：資料歸檔；解決實際或潛在的爭議；遵守適用法律及規例；履行與閣下的任何協議；保障我們或各聯屬公司或僱員的權利、財產或安全等。

## 聯繫我們

郵寄：

香港中環港景街1號

國際金融中心一期12樓

香港交易及結算所有限公司

個人資料私隱主任

電郵：

[pdpo@hkex.com.hk](mailto:pdpo@hkex.com.hk)



---

## 附錄九： 詞彙

---

詞彙	釋義
AMS/3.8	香港交易所 2011 年 12 月推出的第三代自動對盤及成交系統升級版。
澳洲證交所 (ASX)	澳洲證券交易所，為澳洲的官方證券交易所。
競價限價盤 (At-auction Limit Order)	競價時段內可按指定價格或更佳價格成交的買賣盤類別。
競價盤 (At-auction Order)	競價時段內沒有設定價格的買賣盤。
暫停時段 (Blocking Period)	建議收市競價交易時段模式內由 16:00 至 16:01 止期間。此期間內，每隻收市競價交易時段證券均釐定及發布一個參考價，用以釐定各收市競價交易時段證券的價格幅度限制；超出執行價格幅度限制以外的活躍買賣盤，系統將予拒絕。所有其他從持續交易時段留下來的買賣盤將自動結轉往收市競價交易時段。
收市競價交易時段 (CAS)	交易日結束時進行單一價格競價，以便釐定收市價並按此價格執行交易。
牛熊證 (CBBCs)	槓桿結構性產品的一種，能追蹤相關資產的表現而不用投資者支付購入實際資產的全數金額。有牛證和熊證之分，均設固定到期日及收回機制，投資者可以看好或看淡相關資產而選擇買入牛證或熊證。
芝商所 (CME)	芝加哥商品交易所
持續交易 (Continuous Trading)	亦稱連續競價的交易機制；據此，中央的限價掛盤冊持續進行價格發現及對盤。買賣盤一般按價格及時間優先次序進行配對。
持續交易時段 (Continuous Trading)	證券市場的持續交易時段指每交易日 09:30 至 12:00 及 13:00 至 16:00 的交易時段。衍生產品市場則指正常交易日 09:

Session 或 CTS)	15 至 12:00 及 13:00 至 16:15 的交易時段，或最後交易日 09:15 至 12:00 及 13:00 至 16:00 的交易時段。
冷靜期 (Cooling-off Period)	持續交易時段內，正常價格發現及交易執行干擾的短暫期間。冷靜期內，受影響的產品只可按冷靜期前訂定的價格限制範圍內價格成交。價格限制以外的買賣盤將即時遭拒絕。
德國交易所 (DB)	德國證券交易所 Deutsche Börse
衍生權證 (DWs)	槓桿結構性產品的一種，投資者有權在指定到期日前按預定價格「購入」或「出售」相關資產。
交易所參與者 (EPs)	有權在聯交所或經聯交所進行買賣，及已根據《證券及期貨條例》獲發牌經營證券／期貨／期權交易活動的公司。
交易所買賣基金 (ETFs)	被動型管理的開放式基金，緊貼相關基準（例如指數及商品如黃金）的表現，讓投資者可投資於不同類型的市場而又符合成本效益。
歐洲期貨交易所 (Eurex)	歐洲期貨交易所，總部設在德國的衍生產品交易所。
20 國集團 (G20)	由全球 20 大經濟體組成的 20 國集團，包括 19 個獨立經濟體及歐盟。
H 股指數 (HHI)	恒生 H 股指數
香港交易所 (HKEx)	香港交易及結算所有限公司
恒生國企指數 (HSCEI)	恒生中國企業指數
恒指 (HSI)	恒生指數
洲際交易所 (ICE)	美國洲際交易所
參考平衡價格 (IEP)	競價期間假設競價於當其時結束的對盤指示價格。
參考平衡成交量 (IEV)	競價期間假設競價於當其時結束的對盤指示成交量。

國際證監會組織 (IOSCO)	國際證券事務監察委員會組織，是世界各地證券及期貨市場監管機構的聯會組織。
韓交所 (KRX)	韓國證券交易所，為韓國的官方證券交易所。
倫敦交易所 (LSE)	倫敦證券交易所，是英國的官方證券交易所。
小型 H 股指數期貨 (MCH)	小型 H 股指數期貨的香港交易所代號，其相關指數為恒生中國企業指數。
小型恒生指數期貨 (MHI)	小型恒生指數期貨的香港交易所代號，其相關指數為恒生指數。
收市買賣盤 (MOC Order)	沒有設定價格而接收市價執行的買賣盤。
摩根士丹利資本國際 (MSCI)	摩根士丹利資本國際，為美國公司，提供不同資產類別的指數。
不可取消時段 (No-Cancellation Period)	建議收市競價交易時段模式內由 16:08 至 16:10 止的競價時段。此期間內，交易所參與者可輸入最佳買盤與沽盤價之間價格的競價盤及競價限價盤。已輸入的買賣盤不得取消或修改。
輸入買賣盤時段 (Order Input Period)	建議收市競價交易時段模式內由 16:01 至 16:08 止的競價時段。此期間內，交易所參與者可輸入與建議參考價相差不超過 5% 的價格的競價盤及競價限價盤。此期間輸入的買賣盤可取消或修改。
大阪交易所 (OSE)	大阪證券交易所
領航星交易平台 (OTP-C)	領航星交易平台——現貨，香港交易所將於證券市場實施的新一代交易平台。
開市前時段 (POS)	香港證券市場於 09:30 開市前的 30 分鐘交易時段。該時段定出證券的開市價及容許按該價格執行交易。
價格限制 (Price Limits)	自動防止價格波動機制；按此，若主要股本產品或指數出現極度且失控的價格波動，以致價格超出預設價限以外時，即

對有關交易實施臨時買賣限制。

隨機收市時段 (Random Closing Period)	建議收市競價交易時段模式內由 16:10 起至 16:12 前任何隨機時間止的時段。此期間內，買賣盤輸入及其他相關規則將依循不可取消時段的規則。所有收市競價交易時段證券的收市競價交易時段將於此兩分鐘期間隨機結束，並隨即開始對盤。
房地產投資信託基金 (REIT)	集體投資計劃的一種，透過集中投資於可帶來收入的房地產項目，例如購物中心、寫字樓、酒店及服務式公寓，為投資者提供定期收入。
上訴審裁處 (SFAT)	證券及期貨事務上訴審裁處，屬覆檢機構，可應申請而覆檢由證券及期貨事務監察委員會 (證監會)、香港金融管理局以及一家獲證監會認可的投資者賠償公司按《證券及期貨條例》作出的一系列監管決定，以及就覆檢所產生或與之有關的問題或事宜進行聆訊及裁決。
證監會 (SFC)	證券及期貨事務監察委員會，規管香港證券及期貨市場的獨立法定機構。
新交所 (SGX)	新加坡證券交易所
單一價格競價 (Single-Price Auction)	亦稱集合競價的交易機制，具體做法是將買賣盤彙集起來，定出可達成最大成交數量的單一價格，然後按此價格執行交易。
滬港通股票 (Stock Connect Securities) (further update may be needed)	於香港聯交所掛牌買賣及獲納入在交易及結算互聯互通機制試點交易的股票。
東京商品交易所 (TOCOM)	東京商品交易所
短暫停牌 (Trading Halts)	短暫停止證券買賣，通常在預計將會刊發股價敏感消息的公布前。

東京證交所（TSE）

東京證券交易所

市場波動調節機制  
（VCM）

一自動機制；按此，若價格突然極度反覆波動，以致極短時間內已超出預設價限以外，有關產品甚或整體市場即暫停交易或進入冷靜期。

