

白皮书

# 评估 ETF 流动性优化措施的影响



## 摘要

---

为提升香港上市交易所买卖基金（ETF）的流动性，并继续发展香港成为领先亚洲的ETF枢纽，香港交易及结算所有限公司（香港交易所）于2020年6月推出两项主要措施。第一项是要求庄家持续为买卖双边提供金额更高、价差更窄的报价；第二项则是引入新的价位表，将上落价位（所报价格的最小增幅）减低最少50%，从而大幅收窄买卖价差。

为评估有关措施的影响，我们紧密观察201只香港上市ETF的买卖价差及买卖盘纪录于上述新的庄家责任及价位表于2020年6月1日生效前后的变动。我们发现绝大部分香港上市ETF的价差均显著收窄，其中于流动性高的ETF、港股ETF及低价美元柜台ETF录得最大变化。

价差收窄及流动性提升可促进香港市场的ETF交易并吸引新的ETF发行商进入本港市场，有助丰富香港的ETF产品组合、提升投资者的交易体验。





## 引言

ETF是全球发展最快的投资产品之一，为投资者带来更多投资选择及让他们建立更多元化的投资组合。

投资者在评估个别ETF时，其中一项最大的考虑因素是该ETF的流动性，而流动性很大程度上决定投资者可交易的ETF单位数量及所需成本。可交易数量可以透过评估交易所场内买卖盘纪录（可见流动性）以及场外的流动性（隐藏流动性）来估算。

流动性成本一般由庄家所设定的买卖价差反映，而庄家可透过更有效地执行买卖双方的买卖盘，缩窄ETF价差。

证券交易所在提升交易效率方面担当著关键的角色，包括订立市场质素标准及证券报价的最小增幅。为不断发展香港成为领先亚洲的ETF枢纽，香港交易所于2020年推出了两项主要措施，以大幅提高ETF流动性：

- **新庄家责任。**为了提升香港ETF市场的竞争力，我们推出了一系列庄家责任，规定庄家须于每个交易日持续提供更深更阔的双边报价，从而提升报价标准。
- **新ETF价位表。**新的价位表将香港上市ETF的上落价位（所报价格的最小增幅）减低最少50%，有助提升价格发现的效率，并为收窄价差提供更大空间。

### 主要成效

新措施自2020年6月1日起生效以来，为香港上市ETF的交易价差中位数带来了数项重大变化：

- 买卖盘纪录深度提升，价差缩窄；超过70%的香港上市ETF的价差缩窄了至少10%。
- 不论流动性高低，所有ETF组别的价差都见收窄：交投最活跃的ETF（平均每日成交金额达1亿港元（1,300万美元）以上），价差平均缩窄54%，而交投较少的ETF（平均每日成交金额为100万港元（13万美元）），价差亦平均缩窄了27%。
- 股票ETF、杠杆及反向产品以及商品ETF当中，价差中位数缩窄28%至逾70%不等。
- 提供多货币（港元、美元及/或人民币）交易的ETF，价差上的差异均有所减少。

# 提升交易效率

## 持续报价庄家责任

香港交易所最新的「持续报价」庄家责任取代了之前的「阔价差」制度（庄家只有于ETF进入所谓的「阔价差」状态时才须报价及提供流动性）。在以往的报价制度中，当ETF进入「阔价差」状态<sup>1</sup>，其庄家须于指定期间按指定价值深度及价差阔度提供双边报价，以使市场「正常化」。

此外，在阔价差制度下，报价数量（买卖单位数目，即手数）及价差的量度标准（价位数目）使流动性相似的ETF之间的最低价差出现重大差异。总括而言，在较宽松的阔差价制度下庄家参与度较低，其报价数量较小，交易价差亦较阔，导致所提供的流动性偏低。

为提高ETF流动性，自2020年6月1日起我们以持续报价庄家责任取缔阔价差制度。在新的制度下，所有庄家均须于每个交易日80%的时间内，持续按规定的报价价值深度（按金额计算）及价差阔度（按百分比计算）提供双边报价（见图1）。每只ETF的庄家责任按其流动性厘定，以确保类似产品之间的一致性。

新增持续报价庄家责任提升了市场作价买卖的标准，从而提高庄家参与度，令市场报价价位更窄、报价价值更深。

图1：持续报价庄家责任

	组别		
	A	B	C
庄家输入系统的双边庄家盘之最大买卖盘价差（百分比）	0.40%	1.00%	2.00%
不超出最大买卖盘价差要求的庄家盘须满足的最小报价价值（每边）	港元	\$200,000	\$100,000
	人民币	\$170,000	\$85,000
	美元	\$25,000	\$12,500
证券庄家于每个交易日的最低参与比率（百分比）	80%	80%	80%

1 证券在以下情况会进入「阔价差」状态：  
(i) 买卖价差超过香港交易所不时规定的限额；  
(ii) 只有单边报价；或  
(iii) 买盘及沽盘轮候队伍均没有报价。

## 新ETF价位表

在推出新价位表之前，香港市场中交投最活跃的ETF受到价位限制，即有关ETF本身已一直以最窄的上落价位买卖，若价位范围缩小，有关ETF就可按更窄的价位买卖（见图2）。

若对比于香港交易所多货币（港元、美元及/或人民币）买卖的ETF最低可实现价差，价位限制就更明显。我们发现之前的价位表会使个别ETF的港元柜台与美元柜台之间出现重大分歧——后者的价差远高于前者（见图3）。

图2：首20只交投最活跃ETF的价位中位数（基点）与ETF价格中位数的比较，2020年5月25至29日（实施持续报价及新价位表前）

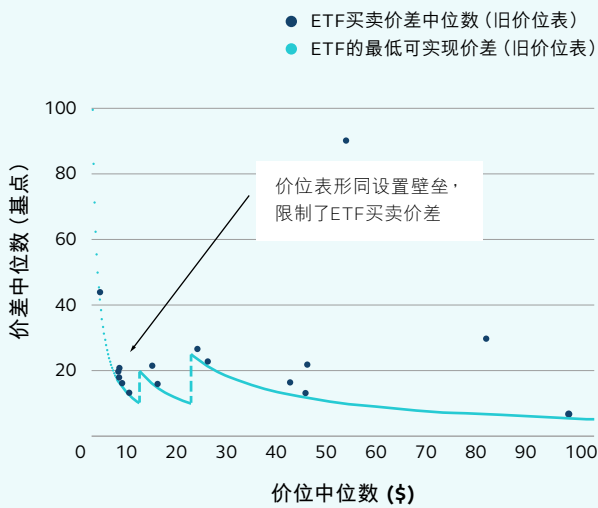
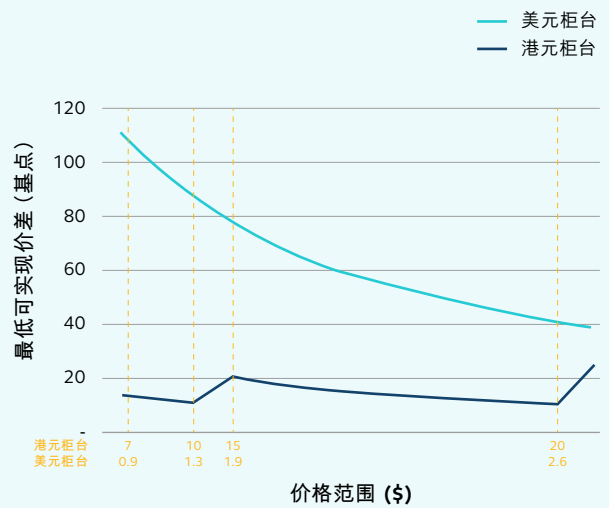
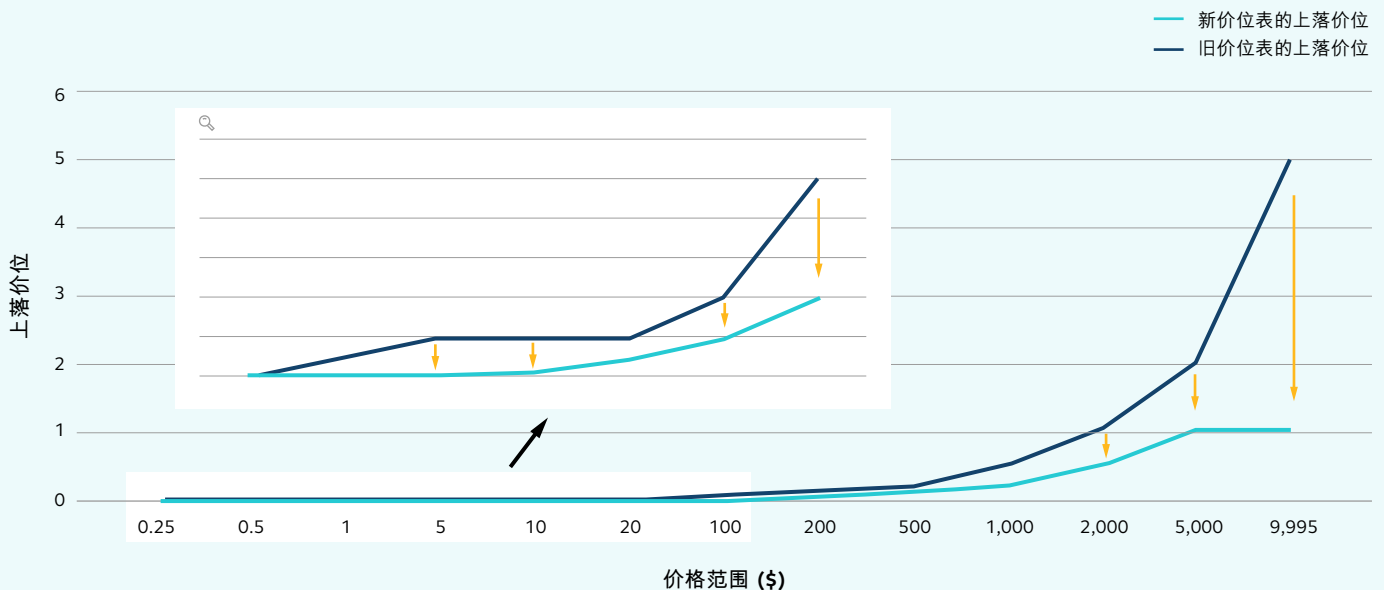


图3：追踪香港相关证券的ETF的买卖价差



由于价差较大使投资者的交易成本亦较高，解决价位限制的问题以缩窄价差，可减低有关成本。因此，我们引入了新的ETF价位表，将所有ETF的价位缩小50%至90%（如图4所示），从而降低投资者买卖香港上市ETF的最低可实现价差。

图4：缩窄上落价位



# 评估影响

## 新措施提高流动性

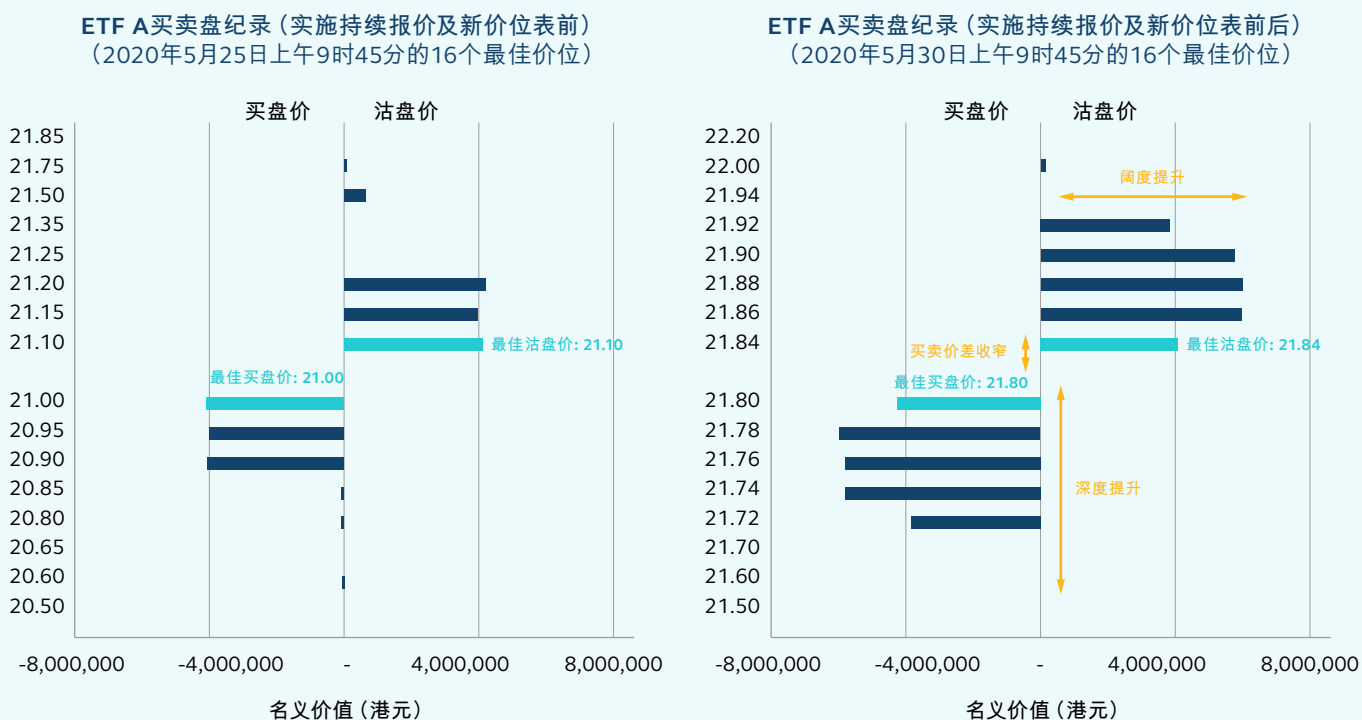
引入新的ETF庄家制度及价位表的影响主要有二。于作出有关变更后的数个月，买卖盘纪录可见深度及阔度均有所提升—意即价格水平增多、每个水平的报价价值均有所提升，同时买卖价差收窄。

为解说有关影响，我们以一只交投较低的ETF – ETF A为例子，研究其买卖盘纪录（见图5）。在推出新的制度及价位表前，ETF A的买卖盘纪录显示其流动性深度仅有三个层级，每边的报价名义总值约1,300万港元。加权平均差价为0.23港元，价位为0.05港元，最佳买卖价差0.10港元。

实施新的制度及价位表后，ETF A的买卖盘纪录深度提升至五个层级，每边的总价值为2,900万港元。加权平均差价为0.12港元，价位为0.02港元，最佳买卖价差0.04港元。因此，在新的制度及价位表下，投资者买卖ETF A时可交易价值是之前的120%，涉及成本更降低接近50%。

以上是我们的新措施如何为投资者全面提高ETF流动性的众多例子之一。

图5：持续报价庄家制度及新价位表对样本ETF买卖盘纪录的影响

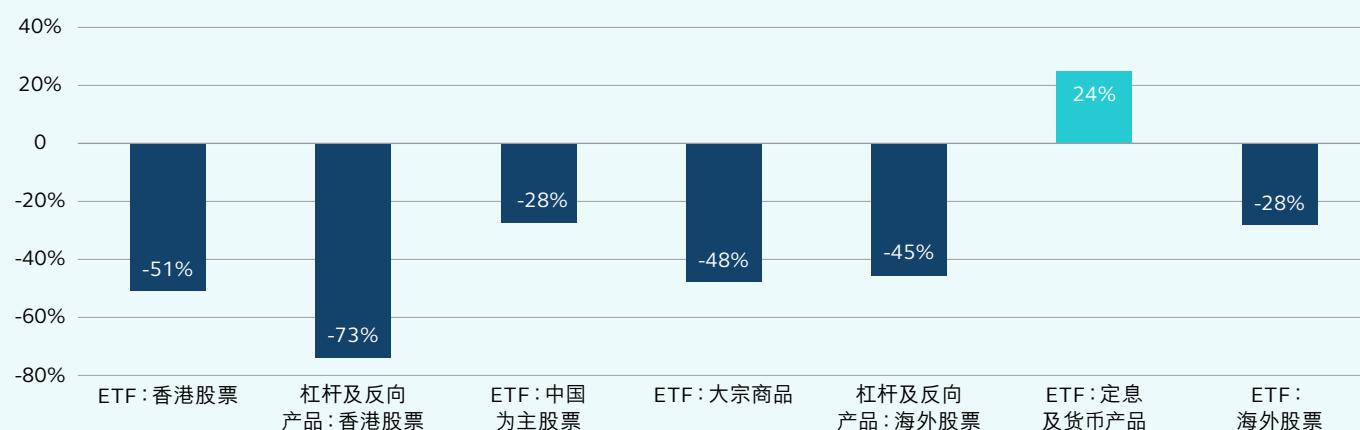


## 对价差的影响

整体而言，超过80%香港上市ETF<sup>2</sup>录得价差收窄，缩窄幅度逾10%的产品亦占整体超过70%。此外，从不同类型ETF的价差变化（如图6所示）可见，各类ETF的买卖盘价差均有所缩窄，只有定息ETF例外。

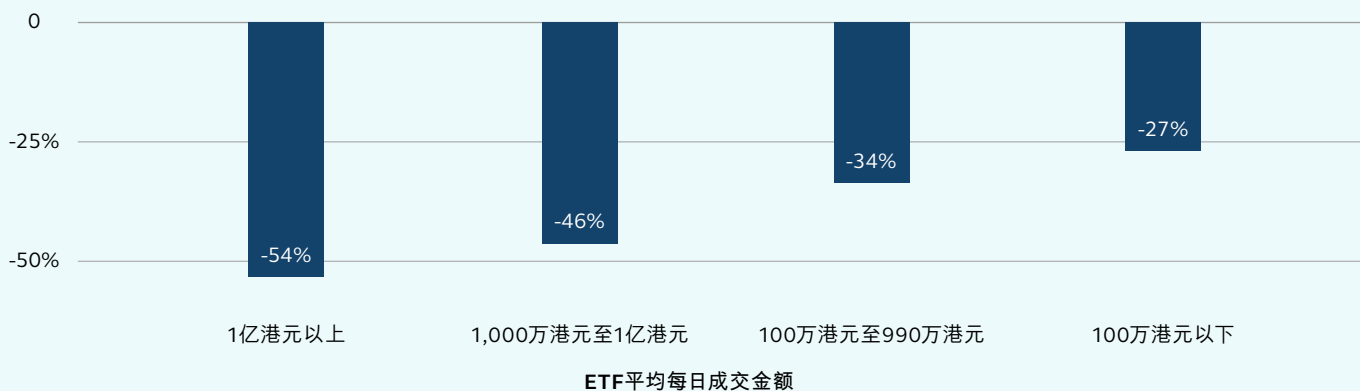
这是由于提升市场效率的过程中带来了更多机遇，价格发现的灵活性亦有所提升。由于大部分香港交易所上市定息ETF的定价相对较高，之前阔价差制度下的最大买卖盘价差规定变相将买卖价差压低，与其流动性状况不符。此人为收窄价差导致庄家难以有效维持定息ETF的价格。然而，在持续报价制度下，买卖价差得以扩阔，更能反映定息ETF的流动性状况。

图6：买卖价差变化（按ETF涉及市场类型）



实施持续报价制度后，所有ETF（不论流动性高低）的平均价差全面缩窄，其中以流动性最高的产品的减幅最大（见图7）。平均每日成交逾1亿港元的ETF，价差平均缩窄54%。即使是交投较低的ETF（平均每日成交不足100万港元），其买卖价差平均亦缩窄27%。

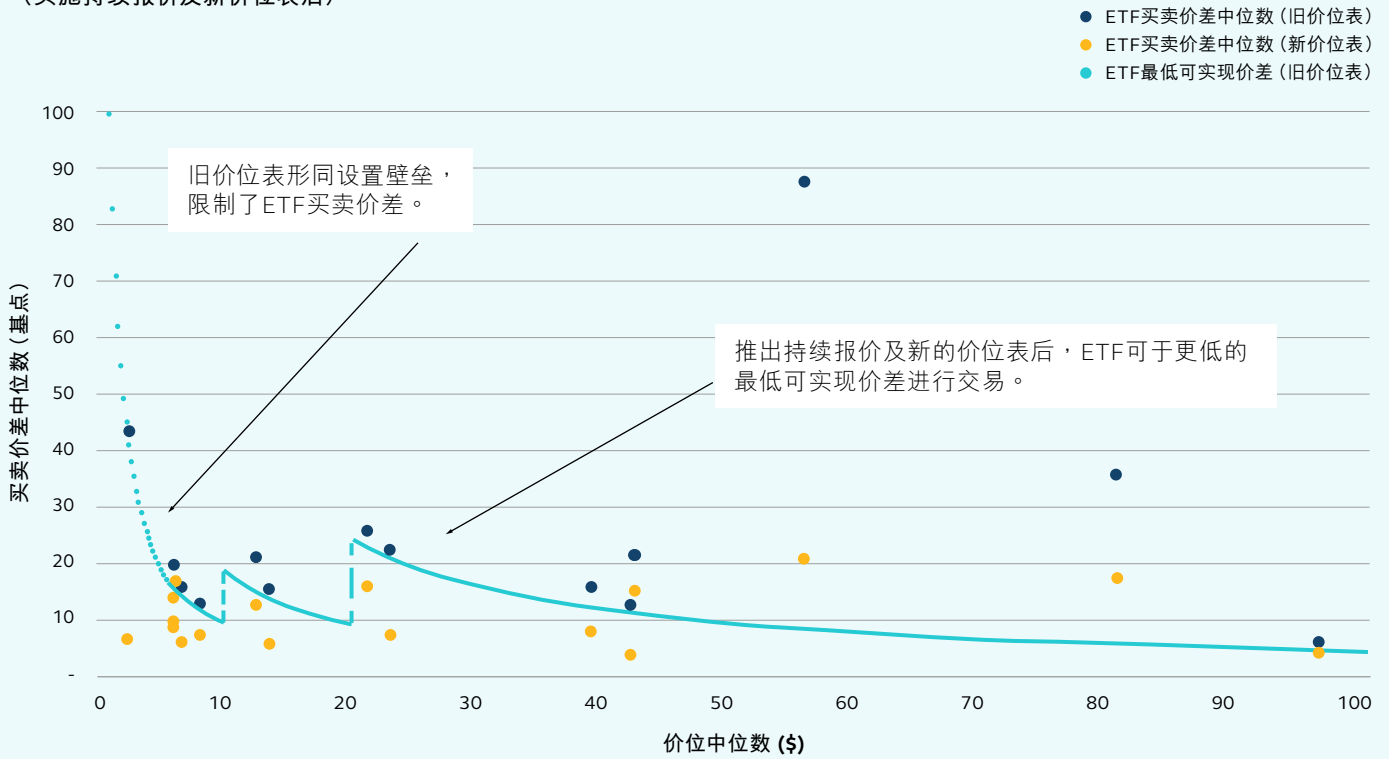
图7：买卖价差变化（按ETF平均每日成交金额）



<sup>2</sup> 2020年至5月25日至2020年8月31日期间（即分析期间），于香港交易所上市及买卖的ETF共201只。

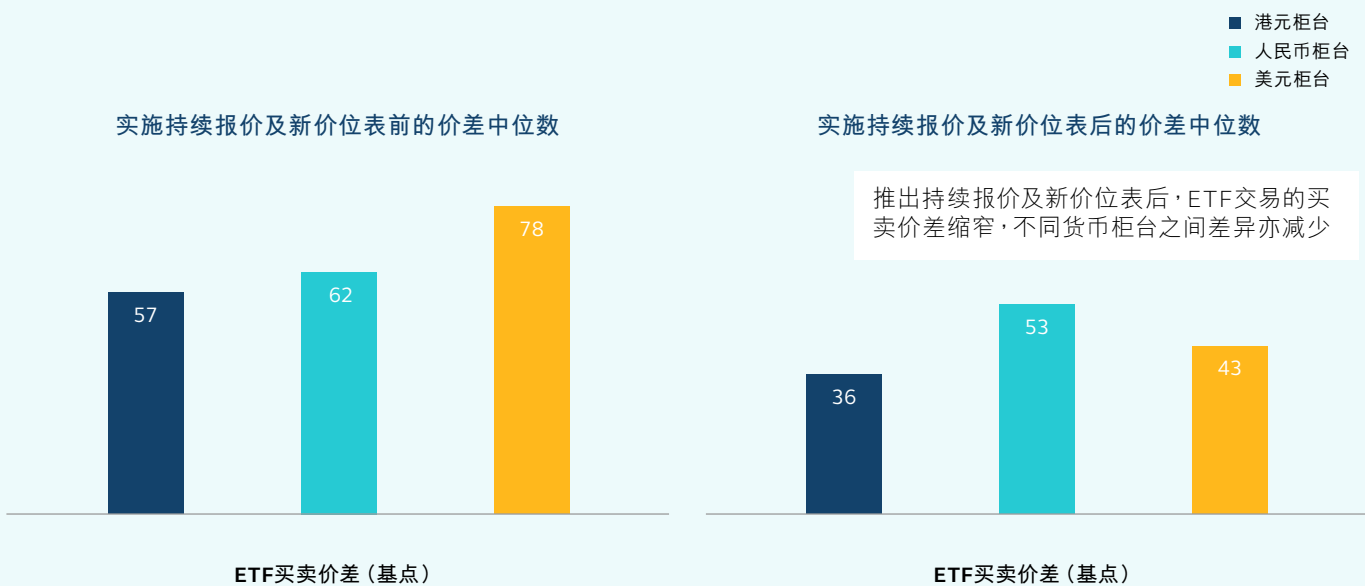
如图2所示，首20只交投最活跃的ETF当中，有90%曾受价位限制。变更价位表并缩窄价位后，交投最活跃的ETF的交易价差即见收窄（见图8）。

图8：首20只交投最活跃的ETF买卖价差中位数（基点）与ETF价格中位数的比较，2020年6月1日至8月31日（实施持续报价及新价位表后）



由于低价ETF的价差普遍减幅（按百分比计算）最大，低价ETF为采用新价位表的最大受惠者（见图9），例如美元柜台，这有助提升美元柜台的流动性，鼓励更多美元ETF来香港上市，并推动本港ETF市场进一步国际化。

图9：同一ETF不同柜台的买卖价差

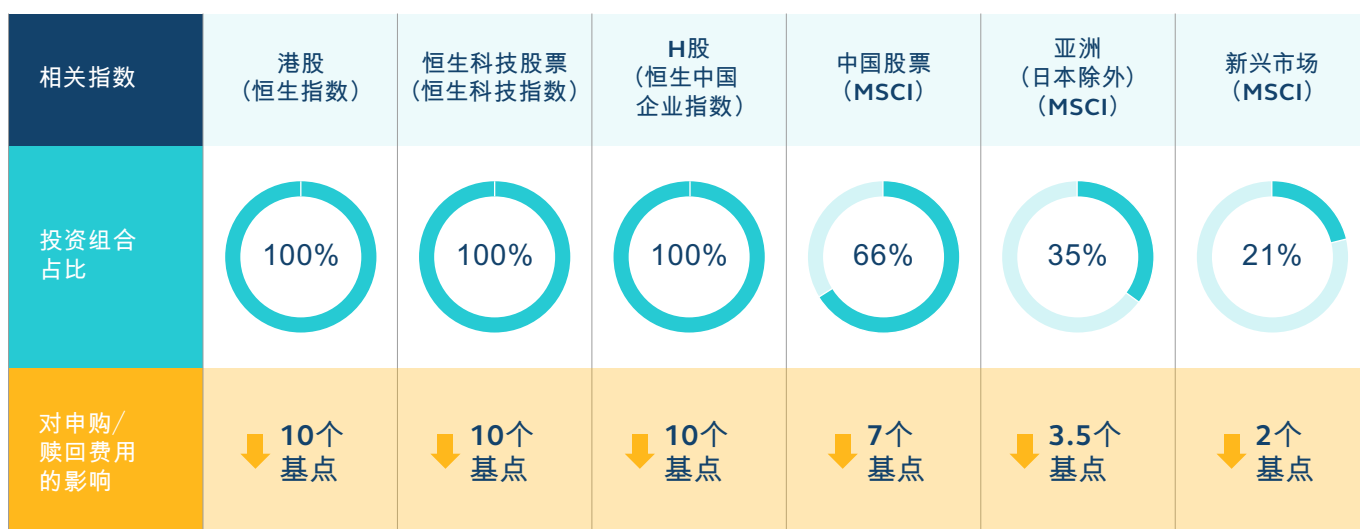




## 下一步

香港交易所一向锐意提升市场效率、减少投资者买卖ETF的交易成本。2020年8月，香港政府豁免庄家在ETF申购及赎回过程中买卖港股的印花税。图10显示投资热门港股指数可节省的相应成本。投资者与庄家配合便可兼享印花税豁免方面的优惠，可减省达10个基点的交易成本。

图10：印花税豁免对申购及赎回费用的影响



## 总结

实施新的持续报价庄家责任及ETF价位表后，香港上市ETF的价差大幅收窄，流动性高的ETF、港股ETF及低价美元柜台ETF尤其明显。价差收窄兼流动性提高有利大部分香港上市ETF，可让投资者买卖更多不同种类的ETF，有助巩固香港作为亚洲ETF枢纽的地位。

新价位表及新庄家责任带来的好处

### 提升市场质量



1

提高参与比率及流动性提供者的责任，提升市场作价交易标准

### 增加灵活性



2

给投资者更大灵活性应对市场变化

### 提升价格效率



3

让市场价格更迅速地应对新信息，更能反映当前市况

### 有助降低成本



4

为进一步收窄买卖价差提供基础，达至更低的交易成本

# 联络

---

请浏览香港交易所网站：[www.hkex.com.hk/etp\\_sc](http://www.hkex.com.hk/etp_sc) 或透过此电邮与我们联系：[ETFs@hkex.com.hk](mailto:ETFs@hkex.com.hk)

## 免责声明

本文件所载资料仅供一般信息性参考，并不构成提出要约、招揽、邀请或建议以购买或出售任何证券或其他产品，亦不构成提出任何投资建议或任何形式的服务。本文件仅拟向专业投资者分派并仅供其使用。本文件并非针对亦不拟分派给任何其法律或法规不容许的司法权区或国家的人士或实体又或供其使用，也非针对亦不拟分派给任何会令香港交易及结算有限公司、香港联合交易所有限公司（「联交所」）（统称「该等实体」，各称「实体」）或其任何附属公司又或此等公司所运营的任何公司须受该司法权区或国家任何注册规定所规管的人士或实体又或供其使用。

本文件概无任何章节或条款可视为对任何该等实体带来任何责任。任何在联交所执行的证券，其有关交易、结算和交收的权利与责任将完全取决于联交所及其相关结算所的适用规则以及香港的适用法律、规则及规例。

尽管本文件所载资料均取自认为是可靠的来源或按当中内容编备而成，该等实体概不就有关资料或数据就任何特定用途而言的准确性、有效性、时效性或完备性作任何保证。若资料出现错漏或其他不准确又或由此引起后果，该等实体及其营运的公司概不负责或承担任何责任。本文件所载资料乃按「现况」及「现有」的基础提供，资料内容可能被修订或更改。有关资料不能取代根据阁下具体情况而提供的专业意见，而本文件概不构成任何法律意见。该等实体对使用或依赖本文件所提供的资料而直接或间接产生的任何损失或损害概不负责或承担任何责任。

## 香港交易及结算所有限公司

---

香港中环康乐广场 8 号  
交易广场二期 8 楼

[hkexgroup.com](http://hkexgroup.com) | [hkex.com.hk](http://hkex.com.hk)

[info@hkex.com.hk](mailto:info@hkex.com.hk)  
T +852 2522 1122  
F +852 2295 3106