

2019年8月26, 29日及  
9月2日

優化證券市場微結構諮詢文件  
簡報會

**HKEX**  
香港交易所

香港交易所 現貨交易

## 免責聲明

本簡介所載資料僅供一般信息性參考，並不構成提出要約、招攬、邀請或建議以認購或購買任何證券或其他產品，亦不構成提出任何形式的投資建議。本簡介並非針對亦不擬分派給任何其法律或法規不容許的司法權區或國家的人士或實體又或供其使用，也非針對亦不擬分派給任何會令香港交易及結算所有限公司（「香港交易所」）須受該司法權區或國家任何註冊規定所規管的人士或實體又或供其使用。

本簡介載有前瞻性陳述，該等前瞻性陳述建基於現時香港交易所對其與其附屬公司營運或期望參與運營的有關業務及市場的預期、估計、預測、信念及假設，並非是對未來表現的保證，且受制於市場風險、不明朗因素及非香港交易所所能控制的因素。因此，實際結果或回報或會與本簡介中所作假設及所含陳述大有不同。一些措施的推進將取決於多種外部因素，包括政府方針，監管審批，市場參與者行為，有競爭力的發展，以及（當相關時）與潛在商業夥伴確定協定並成功訂立協定。因此，並不保證本簡介所述措施將得以實施，亦不保證其實施方式或時間框架與本簡介所述一致。

儘管本簡介所載資料均取自認為是可靠的來源或按當中內容編備而成，香港交易所概不就有關資料或數據就任何特定用途而言的準確性、有效性、時效性或完備性作任何保證。若資料出現錯漏或其他不準確又或由此引起後果，香港交易所概不負責或承擔任何責任。本簡介所載資料乃按「現況」及「現有」的基礎提供，資料內容可能被修訂或更改。有關資料不能取代根據閣下具體情況而提供的專業意見，而本簡介概不構成任何法律意見。香港交易所對使用或依賴本簡介所提供的資料而直接或間接產生的任何損失或損害概不負責或承擔任何責任。



# 議程

1

優化開市前時段

2

優化市場波動調節機制

3

下一步及時間表



# 優化開市前時段的背景

開市前時段

市調機制

時間表

提升開市前時  
段流通量



促進價格發現

開市前時段於2002年引入，至今已超過17年，而市場環境已有巨大的變化

市場參與者指出，可將收市競價交易時段相關功能應用於開市前時段

收市競價交易時段已實施三年並廣受市場參與者接納

市場普遍支持優化開市前時段，並歡迎作市場諮詢



# 建議優化開市前時段的功能

		開市前時段				
時間	9:00	9:15	9:20	9:22	對盤後	9:30
時段	輸入買賣盤時段 (15分鐘)	不可取消時段 (5分鐘) <sup>(1)</sup>	<b>1</b> 隨機對盤時段 (0-2分鐘) <sup>(2)</sup>		暫停時段 (8-10分鐘)	
說明	<b>2</b> 價格限制: 上日收市價±15% <sup>(3)</sup>					持續交易時段  未配對的競價限價盤，將以限價盤轉入持續交易時段
	接受的買賣盤類型:	競價盤				
		<b>3</b> 競價限價盤				
	允許的操作:	✓ 輸入/取消/修改	✓ 輸入	✗ 取消/修改		

(1) 另一個備選方案是將不可取消時段縮短2分鐘，即上午9:15-9:18；從而使競價對盤最遲會於上午9:20開始像今天一樣。

(2) 若在開市前時段沒有算出參考平衡價格，會如今天一樣將不會進行對盤。

(3) ±15%的價格限制將不適用於某些既定情形，包括首次公開招股股份、除淨日股份（指當日正值除權日的股票）及停牌後復牌的股票。

# 開市前時段價格限制的例子

第一階段  
09:00 - 09:15

上日收市價 = \$100  
價格限制 = \$85 to \$115

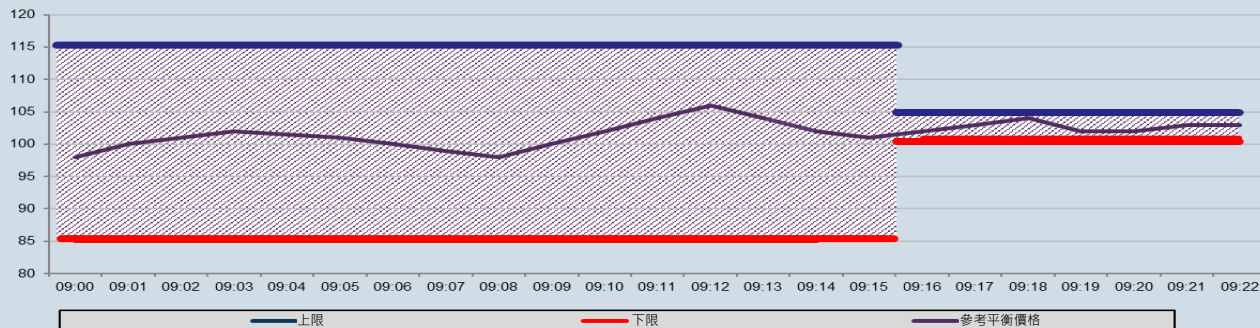
09:15 價格  
最高買入價 = \$105  
最低賣出價 = \$101

第二階段  
09:15 - 09:22

競價限價盤價格限制 = \$101 至 \$105

因為不得更改或取消，參考平衡價格範圍將維持於\$101 至 \$105 之間。

解說



## 建議優化開市前時段的功能

- 4 適用證券（開市前時段證券）：所有股本證券<sup>(1)</sup>及基金<sup>(2)</sup>
- 5 容許在可進行賣空的指定證券以不低於上日收市價的價格進行賣空
- 6 額外市場數據：開市前時段適用證券標記、兩個階段的價格上下限範圍以及買賣盤差額（方向及數量）



(1) 包括預託證券、投資公司、優先股及合訂證券。  
(2) 包括交易所買賣基金及房地產投資信託基金。

# 建議優化開市前時段模式的考慮因素

## 市場熟悉

- 參照收市競價交易時段機制的適用設計
- 交易時間和時段跟現行開市前時段大致一樣

## 預防大波幅價格變動

- 上日收市價 $\pm 15\%$  的價格限制
- 國際常規在開市前時段都有價格波動控制措施 (1)



(1) 於美國·英國·歐洲·日本等交易所在開市時段也有實施控制措施如價格限制或競價延時。



# 議程

1

優化開市前時段

2

優化市場波動調節機制

3

下一步及時間表



# 優化市調機制的背景

## 市調機制

- 緩解極端價格波動對市場有序運行帶來的衝擊
- 於個別股票層面應用動態價格限制模式
- 在持續交易時段<sup>(1)</sup>，若適用證券的潛在交易價格較五分鐘前最後交易價偏離逾±10%，便會啟動五分鐘的冷靜期
- 國際證監會組織（IOSCO）發出進一步指引，要求受規管的市場設立合適的波動調控措施，並不時檢討修正



(1) 市調機制監控不包括開始的15分鐘及最後20分鐘



# 建議優化市調機制

開市前時段

市調機制

時間表

## 1 證券涵蓋範圍

主要基準指數

恒生指數及恒生中國  
企業指數成份股  
(82 隻股票)

恒生綜合大型股、中型  
股及小型股指數成份股  
(486 隻股票)

市值指數

## 2 觸發門檻

五分鐘前最後交  
易價的  $\pm 10\%$

劃一門檻

分層式門檻  
基於市值/流動性

大型:  $\pm 10\%$   
中型:  $\pm 15\%$   
小型:  $\pm 20\%$

## 3 觸發次數 上限

每個交易時段只  
限觸發一次

每個交易時段觸  
發一次

觸發多次

每個交易時段可觸  
發多次

可能會有多次被觸發



# 建議優化市調機制

## 1 擴大證券涵蓋範圍

恒生指數及恒生中國企業指數成份股  
(82 隻股票)

- 總市值 : 61%
- 股票成交量: 66%



- 恒生綜合大型股指數成份股
- 恒生綜合中型股指數成份股
- 恒生綜合小型股指數成份股  
(486 隻股票)

- 總市值 : 90%
- 股票成交量: 96%

### 考慮因素

- 更好的保護市場
- 恒生綜合大型股，中型股及小型股指數成份股的觸發次數：每月少於一次 (1)
- 為何不涵蓋所有證券？
  - 相對較為簡單的市場微結構，主要是散戶參與買賣這類非恒生綜合指數股票
  - 這類非恒生綜合指數股票的流通量普遍很低 (2)
  - 非恒生綜合指數股票會頻繁地觸發市調機制並可能會對其交易產生不利影響，進一步降低投資者的興趣

(1) 若觸發點訂於所建議的水平  
(2) 每日成交平均僅300萬港元，平均每3分鐘才錄得一宗交易。



# 建議優化市調機制

## 2 觸發門檻

### 劃一門檻

	觸發點	冷靜期內的價格限制
恒生指數及恒生中國企業指數成份股	±10%	±10%



### 分層式門檻

恒生綜合指數成份股	觸發點	冷靜期內的價格限制
大型股	±10%	±10%
中型股	±15%	±15%
小型股	±20%	±20%

### 考慮因素

- 國際常規通常都是採用較闊的門檻於低流動性股份或者不包括這些股份
- 若劃一採用±10%門檻，觸發市調機制的次數會顯著增多



# 建議優化市調機制

## 3 觸發次數

每個交易時段的觸發次數限於一次  
(即每日最多可觸發2次)

- 恢復後在同一持續交易時段內不再有市調機制監測



沒有設定觸發次數上限

- 市調機制監測會在冷靜期結束後即時恢復
- 首單在冷靜期內達成的成交會用作恢復市調機制監測的參考價<sup>(1)</sup>

### 考慮因素

- 國際上其他交易所的波動管控措施都沒有設定觸發次數上限
- 如按照建議的涵蓋範圍及相應觸發門檻，容許多次觸發市調機制並不會顯著增加觸發次數

(1) 倘若在冷靜期內沒有交易，市調機制監測只會在錄得成交後才恢復。



# 2011年1月至2018年12月的歷史數據回溯測試分析 (每時段可多次觸發)

市調機制在不同類別股票及不同觸發界線下的每月觸發次數

觸發界線	±10%	±15%	±20%	±30%
股票類別				
1. 恒生綜合大型股指數	~0			
2. 恒生綜合中型股指數	~4	~1	~0	~0
3. 恒生綜合小型股指數	~12	~1	~0	~0
4. 非恒生綜合指數股份	~757	~108	~37	~9



# 建議優化市調機制模式的考慮因素

## 市場熟悉

- 技術上不是很複雜
- 香港市場的微結構相對簡單，以及散戶投資者眾多
- 建議的模式相對簡單，容易讓市場熟習一旦觸發後的交易處理

## 額外的市場層面波動調控措施？

- 美國: 最後一次於1997年被觸發。隨後，停市機制已經被修改
- 歐洲: 依賴個股層面的波動調控
- 隨著擴大市調機制證券的涵蓋範圍，香港市場是否還應該考慮一個針對市場層面的波動控制，如停市機制<sup>(1)</sup>？



(1) 停市機制是部份海外交易所採用的市場層面波動控制機制，在嚴重跌市期間，短暫停止或於整個交易日停止市場交易，目的是在市場震盪時提供臨時冷靜期，讓市場參與者重新建立有序的交易。

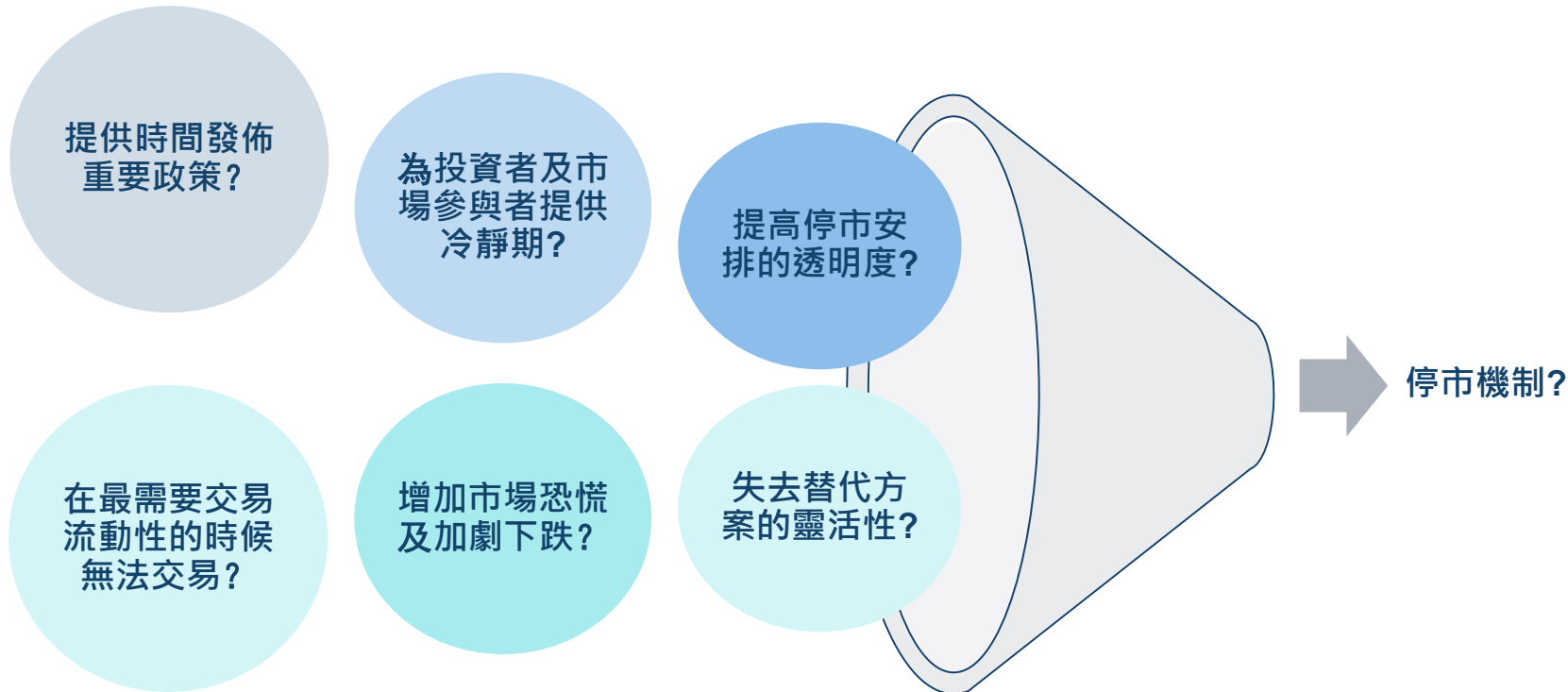


# 自動停市機制的考慮因素

開市前時段

市調機制

時間表



# 議程

1

優化開市前時段

2

優化市場波動調節機制

3

下一步及時間表



# 時間表

- 市場諮詢時間表
  - **2019年8月16日**: 發佈諮詢文件
  - (香港交易所網站: 新聞\市場諮詢\2016年或以後\2019年8月-優化證券市場微結構諮詢文件
  - **2019年9月27日**: 遞交回應最後日期  
(電郵: [response@hkex.com.hk](mailto:response@hkex.com.hk) ; 或郵寄/親自遞交)
- 諮詢文件的總結
  - 暫定**2019年底**前

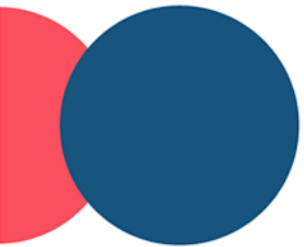


# 專題網頁

香港交易所網站: 服務\交易\證券\概覽\交易機制\優化開市前時段及市調機制計劃

The screenshot displays the HKEX website interface. At the top, the HKEX logo and '香港交易所' are on the left, and utility links for font size, location, and related sites are on the right. A search bar is also present. Below the header is a navigation menu with categories like '市場數據', '產品', '服務', '上市', '新聞', and '互聯互通市場'. The main content area features a large banner with the title '優化開市前時段及市調機制計劃' and a breadcrumb trail '服務 \ 交易 \ 證券 \ 概覽 \ 交易機制'. A left-hand sidebar contains a '概覽' section with sub-links: '交易機制', '優化開市前時段及市調機制計劃' (highlighted in red), '受監管的真空活動', and '人證港幣交易通的匯率'. The main content area lists '優化開市前時段及市調機制計劃' with sub-sections: '市場諮詢' (including '諮詢文件及問卷'), '常問問題' (including '常問問題 (於2019年8月16日更新)'), '通告' (including '優化證券市場微結構建議的諮詢文件及簡報會'), and '其他參考資料' (including '新聞稿: 香港交易所就改善證券市場微結構的建議諮詢市場意見').





# 問答

## 附錄：現行開市前時段模式及其建議模式的對照

	現行開市前時段				建議的開市前時段			
涵蓋證券範圍	所有證券				股本證券及基金			
時段及可輸入的買賣盤類型	時段	時間	競價盤	競價限價盤	時段	時間	競價盤	競價限價盤
	輸入買賣盤	9:00 – 9:15 (15分鐘)	✓	✓	輸入買賣盤	9:00 – 9:15 (15分鐘)	✓	✓
	對盤前	9:15 – 9:20 (5分鐘)	✓	✗	不可取消	9:15 – 9:20 (5分鐘)	✓	✓
	對盤	9:20 – 9:28 (8分鐘)	✗	✗	隨機對盤 <sup>(1)</sup>	9:20 – 9:22 (0-2分鐘)	✓	✓
	暫停	9:28 – 9:30 (2分鐘)	✗	✗	暫停	對盤後– 9:30 (8-10分鐘)	✗	✗
	參考價格	不適用				上日收市價		

(1) 建議開市前時段的隨機對盤時段: 2分鐘內可輸入買賣盤直至開始隨機對盤為止。



## 附錄：現行開市前時段模式及其建議模式的對照

	現行開市前時段	建議的開市前時段
價格限制	無固定價格範圍 <sup>(1)</sup>	<p>競價限價盤設有分兩個階段的價格限制：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 第一階段：上日收市價的±15%</li> <li>• 第二階段：輸入買賣盤時段結束時錄得的最低賣出價與最高買入價之間</li> <li>• 9 倍規則仍然適用</li> </ul>
賣空	不可賣空	<p><b>可賣空</b> (即價格不得低於上日收市價)</p>
發布市場數據	<p>參考平衡價格 (IEP) 參考平衡成交量 (IEV)</p>	<p>參考平衡價格 (IEP) 參考平衡成交量 (IEV) 開市前時段股份標記 買賣盤差額信息 參考價格 (即上日收市價) 第一及第二階段價格限制</p>

(1) 9 倍規則除外



## 附錄：現行市調機制模式及其建議模式的對照

	現行市調機制	建議的市調機制
市調機制類型	於個別股票層面應用動態價格限制模式以捕捉快速價格變動	
涵蓋的證券市場產品	恒生指數及恒生中國企業指數成份股	所有恒生綜合大型股、中型股及小型股指數的成份股
適用的交易時段	只適用於持續交易時段，不適用於競價時段 <sup>(1)</sup>	
參考價	5 分鐘前最後成交價	
觸發點	±10%	±10%: 恒生綜合大型股 ±15%: 恒生綜合中型股 ±20%: 恒生綜合小型股
觸發次數	每個持續交易時段最多觸發 1 次	每個持續交易時段的觸發次數不設上限
冷靜期及恢復程序	5 分鐘冷靜期內在限定範圍內交易	
發布市場數據	當觸發市調機制時發佈額外市場數據	
市場/產品之間的互聯	當正股觸發市調機制時，相關產品的交易將不受影響	

(1) 市調機制監測不包括早市及午市持續交易時段首15分鐘，及不包括持續交易時段最後的20分鐘。





## 附錄：國際間市調機制的比較 - 證券涵蓋範圍

證券交易所	股本證券
紐約證券交易所 / 納斯達克	✓ 所有股本證券
倫敦證券交易所	✓ 所有指數股 + 部分其他流通量較高的股份 ✗ 不包括若干低流通量的股份 ( 例如部分SETSqx 買賣的股份及AIM 買賣的股份 )
德國交易所	✓ 所有在Xetra買賣的股份
日本交易所	✓ 所有國內股份
澳洲證券交易所	✓ 所有股本證券
新加坡交易所	✓ 大部分國內股份 ✗ 不包括股價低於0.5 新加坡元的股份
香港交易所	✓ 僅包括80 多隻恒生指數及恒生中國企業指數成份股 ✗ 不包括其餘2,100 多隻股本證券及160 多隻交易所買賣基金

## 附錄：國際間市調機制的比較 - 觸發界線

證券交易所	參考價格 (動態 / 靜態)	觸發水平		過去觸發頻率
紐約證券交易所 / 納斯達克	動態: <b>前五分鐘平均成交價</b>	分層架構(按產品類別及價格劃分): 指數成份股/指數: <b>5%</b> ; 其他: $\geq 3$ 元: <b>10%</b> ; $< 3$ 元: <b>20%-75%+</b>	首15分鐘及最後15分鐘: 價格限制會擴大兩倍	每日多次
倫敦證券交易所 (德國交易所: 類似, 但未有披露具體界線)	動態: <b>上一次交易</b> (以防錯價交易) 靜態: <b>上一次競價交易</b> (以防價格大幅變動)	分層架構(按流通量劃分): • 主要指數(富時)成份股: 上一次交易 - <b>3%-25%</b> ; 上一次競價交易: <b>8% - 25%</b> • 其他股本證券 - 界線範圍較大, 或不適用		每月多次
日本交易所	動態: <b>上一次交易</b> 靜態: 按上日收市價的 <b>每日價格限制</b>	• 用於緩和間斷交易的「特殊報價」(距上一次交易約 <b>1.4%-2.5%</b> ) • 按上日收市價的每日價格限制(按價格等級劃分)		不適用
澳洲證券交易所	動態: <b>前兩分鐘加權平均價格</b> ; 靜態: <b>上一競價價格</b>	動態價格範圍(動態參考價格 $\pm 10\%$ )達到極端交易價格範圍(股價距上一競價價格 $>20\%$ 至 $>50\%$ )時觸發為時兩分鐘的競價		每月多次
新加坡交易所	動態: <b>五分鐘前成交價</b>	$>0.5$ 新加坡元股份: <b>10%</b> , 其他不適用		每月多次
香港交易所	動態: <b>五分鐘前成交價</b>	恒生指數/恒生中國企業指數成份股: <b>10%</b>		過去兩年不曾觸發