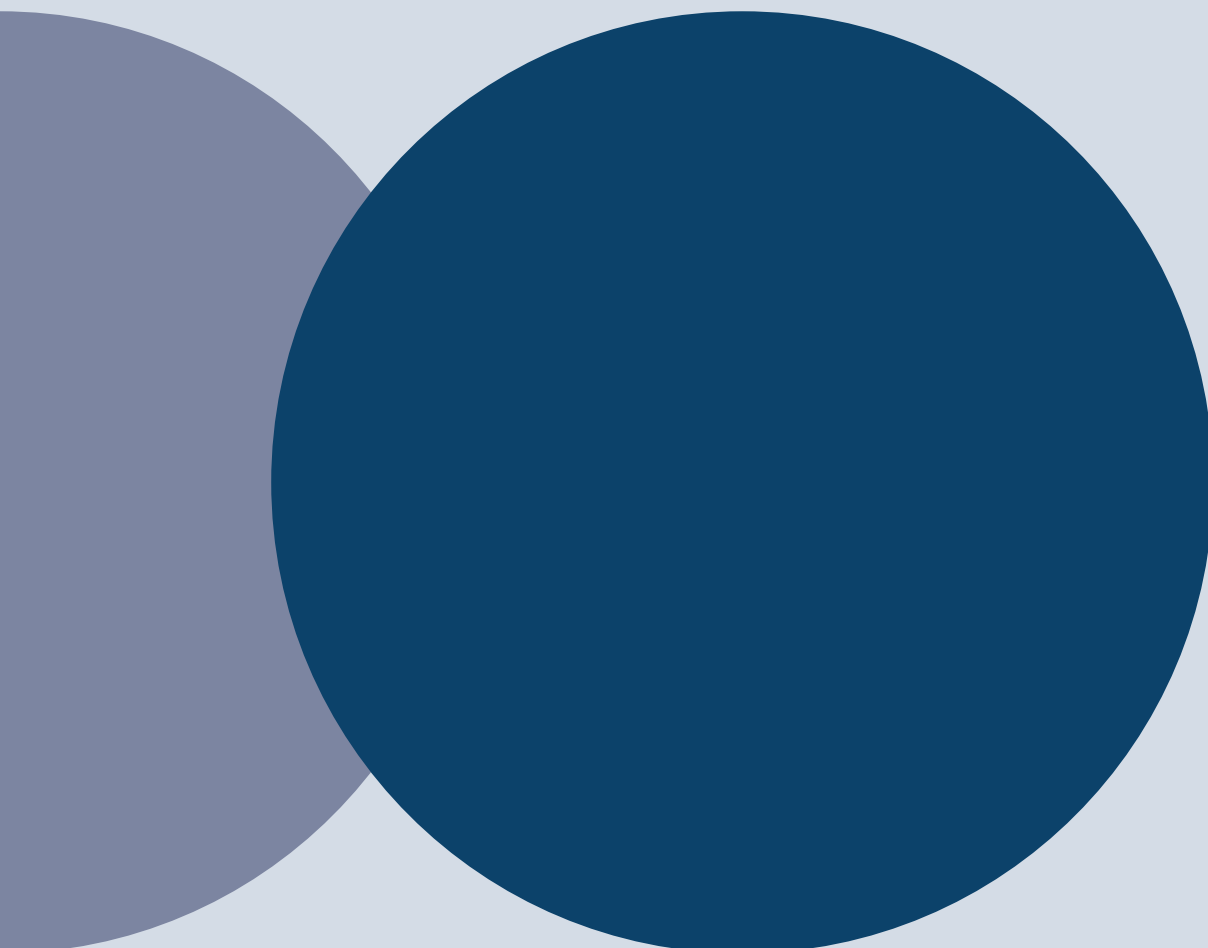


2016年6月

## 諮詢總結

### 股票期權持倉限額模式修訂建議



---

## 目錄

---

	頁次
摘要	2
第一章： 引言	4
第二章： 市場回應	5
第三章： 總結及下一步	10
附錄	
附錄一： 最後方案	12
附錄二： 回應人士名單	15

---

## 摘要

---

1. 香港交易及結算所有限公司（香港交易所）於 2016 年 4 月刊發諮詢文件（諮詢文件），建議修訂衍生產品市場的股票期權持倉限額模式。本文件載述是次市場諮詢結果。
2. 諮詢文件建議修訂現行模式，以確保個別持倉限額在未來長期適用，有利於保持香港作為國際金融中心的競爭力。建議模式旨在解決現行股票期權持倉限額機制的技術缺陷，包括實際只有單一持倉限額的制度，亦沒有定期檢討機制來確保機制能配合市場發展。
3. 香港交易所接獲 36 份來自廣泛類別的市場人士對諮詢文件的回應意見，包括 23 名交易所參與者、5 家資產管理公司、5 家專業及業界組織、一家上市公司及兩名個別人士。
4. 大部分回應人士大力支持股票期權持倉限額模式的修訂建議。34 名機構回應人士中的 32 名（94%）以及兩名個人回應人士（100%）均支持修訂現行模式，推出分成三個級別並設檢討機制的股票期權持倉限額，以應對現行機制的問題。34 名機構回應人士中的 32 名（94%）及該兩名個人回應人士（100%）均同意，實施建議模式是提升香港股票期權市場並加強其競爭力的重要舉措。雖然一些回應人士指經修訂的限額仍然偏低，但回應人士普遍同意此乃提升香港股票期權市場並加強其競爭力的舉措。
5. 有見大部分回應人士的支持，香港交易所將著手推行建議。建議中的股票期權持倉限額三級制模式特點如下。
  - a) 三級制：參照正股的合約股數、市值及流通量，就每個股票期權類別計算一個等值合約張數。根據等值合約張數，每個股票期權類別獲分配的持倉限額為 50,000 張、100,000 張及 150,000 張未平倉合約三個級別其中之一（任何一個市場方向，所有到期月份合計）。
  - b) 檢討機制：所有股票期權類別的持倉限額每年檢討一次，有需要時調整確保配合市場發展。另如有公司行動，亦可能於隨後調整受影響股票期權的合約股數，以維持期權合約名義價值。

6. 按諮詢文件所述，採納建議三級制模式牽涉到修訂《證券及期貨條例》及香港交易所的規則，須經證券及期貨事務監察委員會（證監會）批准。此外，採納建議模式前，《證券及期貨條例》的相關修訂須通過立法會的先訂立後審議程序。

---

## 第一章：引言

---

7. 香港交易所於 2016 年 4 月 29 日刊發諮詢文件（諮詢文件），就建議修訂衍生產品市場股票期權持倉限額模式諮詢市場意見。
8. 香港交易所在諮詢文件中建議（其中包括）：
  - 參照正股的市值及流通量，按三級制架構就每個股票期權類別計算持倉限額。股票期權持倉限額建議定為 50,000 張、100,000 張及 150,000 張合約三級；每個股票期權類別的持倉限額級別根據等值合約張數釐定。
  - 每個股票期權類別的持倉限額每年檢討一次，確保配合市場發展。
  - 如有影響正股的公司行動，調整股票期權類別的合約股數。

諮詢文件詳情請參閱：

[http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/Documents/cp201604\\_c.pdf](http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/Documents/cp201604_c.pdf)

9. 諮詢期已於 2016 年 6 月 3 日結束。香港交易所接獲 36 份來自交易所參與者、專業及業界組織、資產管理公司、上市公司及個別人士對諮詢文件的回應意見。回應人士名單載於附錄二。所有回應意見均登載於香港交易所網站：  
[http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/responses/cp201604r\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/responses/cp201604r_c.htm)
10. 第二章概述有關諮詢文件的數據及主要回應意見，當中亦載有香港交易所對主要回應意見的回應。有關內容應與諮詢文件一併閱讀。
11. 第三章載有香港交易所的總結和下一步。
12. 香港交易所藉此機會感謝諮詢過程中所有提出意見及建議的人士。

## 第二章：市場回應

13. 下表按類別概述 36 名回應人士的意見：

類別	問 1. 香港交易所修訂現行模式，推出分成三個級別並設檢討機制的股票期權持倉限額，以應對現行機制的問題		問 2. 實施建議中的模式是提升香港股票期權市場並加強其競爭力的重要舉措	
	支持	不支持	支持	不支持
<b>機構</b>	<b>32 (94%)</b>	<b>2 (6%)</b>	<b>32 (94%)</b>	<b>2 (6%)</b>
交易所參與者	22	1	22	1
資產管理公司	4	1	4	1
專業及業界組織	5	0	5	0
上市公司	1	0	1	0
<b>個別人士</b>	<b>2 (100%)</b>	<b>0 (0%)</b>	<b>2 (100%)</b>	<b>0 (0%)</b>

14. 在接獲的 36 份回應中，34 名機構回應人士中的 32 名 ( 94% ) 及兩名個人回應人士 ( 100% ) 均支持修訂現行模式，推出分成三個級別並設檢討機制的股票期權持倉限額，以應對現行機制的問題。

15. 在接獲的 36 份回應中，34 名機構回應人士中的 32 名 ( 94% ) 及兩名個人回應人士 ( 100% ) 均同意，實施建議中的模式是提升香港股票期權市場並加強其競爭力的重要舉措。

16. 按類別劃分的回應意見概要：

a. **交易所參與者**：共有 23 名交易所參與者提交意見，22 名 ( 佔市場份額 67%<sup>1</sup> ) 支持修訂股票期權持倉限額模式，1 名 ( 佔市場份額 1% ) 不支持。

b. **資產管理公司**：共有 5 家資產管理公司提交意見，4 家 ( 80% ) 支持修訂股票期權持倉限額模式，1 家 ( 20% ) 不支持。

c. **上市公司**：有一家上市公司提交意見，支持修訂股票期權持倉限額模式。

<sup>1</sup> 按 2015 年股票期權市場成交額統計數據計算

- d. 專業及業界組織：**共有 5 家專業及業界組織提交意見，當中大致代表投資業界不同權益人，其成員包括交易公司、投資者及其他市場人士。所有組織均支持修訂股票期權持倉限額模式。
- e. 個別人士：**有兩名個別人士提交意見，兩人 ( 100% ) 均支持修訂股票期權持倉限額模式。
17. 我們很高興看到股票期權持倉限額模式的修訂建議獲得大多數市場人士的支持。大部分回應人士同意，建議模式可應對現行機制的問題並提升香港股票期權市場。
18. 兩個對問題 1 及 2 提出的負面回應意見來自一名交易所參與者及一家資產管理公司，其理據如下：
- a) 一名屬於交易所參與者的回應人士指，基於近期市場流量及成交額雙雙下跌，毋須急於修訂持倉限額。不過，該回應人士同意推出檢討機制可提高股票期權市場的效益。

香港交易所的回應：建議修訂股票期權持倉限額機制是為了股票期權市場的長遠利益。現行持倉限額機制過去 10 年並無作出檢討。香港交易所相信，實施建議可使香港股票期權持倉限額機制與國際常規接軌，確保個別持倉限額在未來長期適用。諮詢過程中，大部分回應人士均支持建議，並贊成在合理可行情況下盡早實施該等修訂。

- b) 一名屬於資產管理公司的回應人士指，雖然設定較高及分級較為合理的持倉限額是正面舉措，但由於其須要監察多一個限額，憂慮增設第三級機制或增加持倉限額違規風險。

香港交易所的回應：香港交易所建議推行三級制，使持倉限額更能反映正股特點。在三級制下，各級的股票期權分布較為分散及有意義。我們注意到，芝加哥期權交易所 ( CBOE ) 等部分海外交易所設有較高持倉限額，但實施更多級別 ( CBOE 應用五級制 )。香港交易所建議根據目前市況設定三級制，嘗試在行政管理之便與顧及正股多樣化之間取得平衡。大部分回應人士支持建議模式。

## 回應人士的意見

19. 大部分回應人士均支持建議。以下段落載列回應人士對諮詢的意見及香港交易所的回應。

### **現行模式的不足**

20. 回應人士的意見：有些回應人士表示，鑑於現有的限額過低，現時有部分股票期權業務乃在透明度較低的場外市場進行。這樣減低了上市期權市場的流通量，削弱了上市股票期權作為市場人士有效對沖工具的效果。
21. 香港交易所的回應：股票期權持倉限額模式的修訂建議容許將股票期權分為不同持倉限額級別，包括超過現今最高限額的較大限額的級別。若建議獲得採納，香港交易所相信市場人士透過上市股票期權市場管理風險及承擔的效率會更高，因為屆時當有更多的場外交易轉至上市市場。

### **最高的持倉上限**

22. 回應人士的意見：部分回應人士建議提高最高的持倉上限。另外，有些回應人士希望當場內掛牌上市及場外的市場全面透明以後，最終可以移除持倉限額。
23. 香港交易所的回應：香港交易所同意，持倉限額機制應不時檢討。香港交易所將建議中 150,000 張合約的最高上限視為保守的開始，以免持倉限額機制突然大變。150,000 張合約的最高上限已是現行機制 50,000 張合約上限的三倍之多。

### **莊家的持倉限額**

24. 回應人士的意見：部分回應人士問到，現時容許股票期權莊家申請額外持倉限額的做法會否更改。
25. 香港交易所的回應：如修訂現行機制，現時莊家申請額外持倉限額的程序將不會改變。

### **其他衍生產品的持倉限額**

26. 回應人士的意見：部分回應人士指，持倉限額模式的修訂應包括股票指數期貨等其他衍生產品。



27. 香港交易所的回應：據香港交易所過往的研究，股票期權持倉限額並不符合國際標準，而市場人士已提出現行股票期權持倉限額妨礙市場全面迎合其交易及對沖需要。
28. 股票指數衍生產品方面，有關持倉限額的做法各有不同。然而，在海外市場，若設有持倉限額，一般都有對沖豁免，以便對沖需要高於預設限額的合資格用戶進行風險管理。從非正式市場諮詢的意見所得，部分市場人士強烈希望股票指數衍生產品設立全面對沖豁免機制。香港交易所正就此與監管機構及市場人士進行磋商，並計劃作進一步討論。

### 年度檢討後調整持倉的準備時間

29. 回應人士的意見：部分回應人士指，年度檢討後應為持倉調整預留準備時間，特別是流通量傾向較低的較長期期權的持倉。
30. 香港交易所的回應：根據建議，年度檢討將於每年 11 月底進行，結果將於緊接的 12 月公布，修訂則於下一年 4 月 1 日生效。許多回應人士支持推行檢討機制，使限額的規模可更配合市場發展，他們對於預留的準備時間並無意見。香港交易所相信，公布檢討結果與生效日期之間，已為市場參與者預留足夠時間調整持倉。再者，對不同年期的期權實施同一準備時間可減低行政負擔，特別是在建議實施初期。然而，香港交易所同意，持倉限額模式須不時因應市場發展而進行檢討。

### 股票期權持倉限額的計量單位

31. 回應人士的意見：有些回應人士指，股票指數產品持倉限額的計量單位（「持倉對沖值」）與股票期權持倉限額的計量單位（合約張數）不同，應予檢討。
32. 香港交易所的回應：在非正式諮詢中，大部分市場人士大力支持保留合約張數為股票期權持倉限額的計量單位。及至諮詢收到的回應意見中，大部分回應人士也是支持採用合約張數為股票期權持倉限額的計量單位又或沒有提出疑慮。國際市場上合約張數是股票期權持倉限額最常見的計量單位。股票期權及股票指數期貨持倉限額的計量單位不同，可以是由於產品特點的差異（股票期權為實物交收而股票指數產品為現金結算）。考慮到以上各點，香港交易所相信，現時保留合約張數為股票期權持倉限額的計量單位乃合適之舉。

## 香港股票期權的其他事宜

33. 回應人士的意見：有些回應人士指持倉限額機制並非香港股票期權市場的唯一問題，但都同意香港交易所的建議是邁步向前的重要舉措。其他問題包括透過跨市場按金制度提升成本效益、擴大股票期權種類、發行歐式股票期權及提高大額未平倉合約的匯報水平等等。
34. 香港交易所的回應：香港交易所明白或尚有其他地方可進一步提升股票期權市場。香港交易所將審視回應人士提出的各項事宜，並考慮更廣泛徵詢市場意見。香港交易所將與監管機構保持積極溝通，因為部分事宜可能需要監管機構的批准。

### 第三章：總結及下一步

35. 諮詢文件的回應意見大力支持有關香港股票期權持倉限額模式的修訂建議。36 份回應中，34 名機構回應人士中的 32 名 (94%) 以及兩名個人回應人士 (100%) 均支持建議模式。來自交易所參與者的回應意見共有 23 份，當中 22 份 (佔市場份額 67%) 均支持該模式。
36. 支持建議中的股票期權持倉限額模式的回應人士認同該建議可提升香港衍生產品市場的效率。該等人士亦認同建議的三級制可改善實際只有單一持倉限額的情況，更可多加利用香港交易所的股票期權市場作風險管理用途。此外，持支持意見的回應人士相信定期檢討可確保個別股票期權持倉限額在未來長期適用。
37. 基於大多數回應人士均支持有關建議，香港交易所將著手推行建議中的股票期權持倉限額模式。現行模式與建議模式的區別概述如下。

	現行模式	建議模式
持倉限額級別 (張合約)	<ul style="list-style-type: none"><li>• 50,000</li><li>• 30,000</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 150,000</li><li>• 100,000</li><li>• 50,000</li></ul>
等值合約張數 計算方法	(a)或(b)的較高者： (a) (i)或(ii)的較低者 i) 流通股數的 2.5% ii) 正股過去六個月成交量的 10% (b) 正股過去六個月成交量的 7.5%	<ul style="list-style-type: none"><li>• 流通股數的 5%，惟不能超出下述範圍：(i) 下限：不低於正股過去六個月成交量的 25%；(ii) 上限：不高於正股過去六個月成交量的 33%<sup>2</sup></li><li>• 另設門檻<sup>3</sup>：正股過去六個月成交量的 6.7%</li></ul>
定期檢討機制	不適用	每年檢討各股票期權的持倉限額級別
根據公司行動 調整	不適用	或會調整合約股數以維持持倉限額的名義金額

<sup>2</sup> 如流通股份的 5% 低於 25% 限額，等值合約張數設定在正股過去六個月成交量的 25%；若流通股份的 5% 高於 33% 限額，等值合約張數設定在正股過去六個月成交量的 33%。

<sup>3</sup> 香港交易所可在其認為適當的情況下不時調整此流通量限額。

38. 有關香港交易所建議的股票期權持倉限額模式的最後方案，詳情請參閱附錄一。
39. 香港交易所將就推行該建議與證監會討論。有關下一步工作、推行計劃及時間詳情等容後公布。

---

## 附錄一：最後方案

---

40. 待與證監會進一步討論並獲得證監會批准後，香港交易所就股票期權持倉限額模式的建議將實施如下：

### 三級制

41. 香港交易所將推行三級制的股票期權持倉限額。持倉限額將參照正股的市值及流通量而定。計算方法詳情如下。
42. 三個持倉限額分別為 50,000 張、100,000 張及 150,000 張合約。若等值合約張數相等於或高於 150,000 張，持倉限額定為 150,000 張。如等值合約張數相等於或高於 100,000 張但少於 150,000 張，持倉限額定於 100,000 張。如等值合約張數低於 100,000 張，持倉限額為 50,000 張。下表說明三個級別。

級別	等值合約張數 (X)	建議持倉限額*
1	150,000張合約 $\leq X$	150,000張合約
2	100,000張合約 $\leq X < 150,000$ 張合約	100,000張合約
3	$X < 100,000$ 張合約	50,000張合約

\* 按照現行做法：所有到期月份每個期權類別任何單一市場方向的未平倉合約張數合計

43. 等值合約張數<sup>4</sup>乃按正股的流通股數及成交量計算，方法如下：

流通股數的 5%，惟不能超出下述範圍：

- 下限：不低於正股過去六個月成交量的 25%；
- 上限：不高於正股過去六個月成交量的 33%。

---

<sup>4</sup> 等值合約張數指從上述方程式所得股份數目，然後除以合約股數。大部分股票期權的合約股數為 1 手。

若流通股份的 5% 低於 25% 限額，等值合約張數設定在正股過去六個月成交量的 25%；若流通股份的 5% 高於 33% 限額，等值合約張數設定在正股過去六個月成交量的 33%。

## 審慎措施

44. 如採納有關模式，計算等值合約張數時另設流通量門檻——正股過去六個月的流通量的 6.7%。這是要確保順利過渡，避免投機倉位集中在任何單一到期月份而對流通量造成影響。香港交易所可在其認為適當的情況下不時調整此流通量限額。
45. 根據建議模式計算股票期權持倉限額的示例載於下表。

正股 (股份代號)	流通股份* (千張合約)	正股 六個月成交量* (千張合約)		預期 等值合約 張數 (千張 合約)	持倉限額 流通量門檻	設流通量 門檻下的 預期等值 合約張數 (千張合約)	建議 持倉限額 (千張 合約)
	5%	33%	25%		六個月 成交量*的 6.7% (千張 合約)		
中國銀行 (3988)	4,181	15,169	11,492	11,492	3,064	3,064	150
中國農業銀行 (1288)	154	722	547	547	146	146	100
長江實業地產 (1113)	558	480	364	480	97	97	50

資料來源：香港交易所，2015年12月31日數字

\* 數字以股份數目除以合約股數計算。中國銀行 (3988)、中國農業銀行 (1288) 及長江實業地產 (1113) 的合約股數分別為 1,000 股、10,000 股及 1,000 股。

## 檢討機制

### 定期檢討

46. 建議模式會引入定期檢討，將於每年 11 月底進行，並隨即於 12 月公布結果。如須作修訂，有關修訂將於下一年 4 月 1 日生效，預留時間讓投資者將任何超額倉位平倉。

## 公司行動

47. 建議模式亦包括按公司行動進行檢討的機制。可影響正股的公司行動(譬如股份拆細)進行後，香港交易所或會考慮調整受影響股票期權的合約股數，以維持期權合約的名義金額。有關調整將於公司行動生效日期即時生效。

### 現行機制下及建議模式中的持倉限額

48. 根據建議模式，持倉限額分為三個級別。應用這模式將對持倉限額產生的變動概述如下：

#### 現行機制

持倉限額	期權類別數目
50,000 張合約	80
30,000 張合約	4

#### 建議模式

持倉限額	期權類別數目
150,000 張合約	41
100,000 張合約	16
50,000 張合約	27

\* 基於2015年7月至12月的數據

\*\* 按照現行做法：所有到期月份每個期權類別任何單一市場方向的未平倉合約張數合計

---

## 附錄二：回應人士名單

---

### 交易所參與者 (共 23 名)

- 1 ABN AMRO Clearing Hong Kong Limited
- 2 法國巴黎證券 (亞洲) 有限公司
- 3 Credit Suisse Securities (Hong Kong) Limited
- 4 Eclipse Options (HK) Limited
- 5 滙豐證券經紀 (亞洲) 有限公司
- 6 華金期貨 (國際) 有限公司
- 7 一通投資者有限公司
- 8 Vantage Capital Markets HK Limited
- 9-23 15 名交易所參與者要求不公開名稱

### 資產管理公司 (共 5 家)

- 24 凱思博投資管理 (香港) 有限公司
- 25 Oasis Management Company Ltd.
- 26-28 3 家資產管理公司要求不公開名稱

### 上市公司 (共 1 家)

- 29 Korea Investment & Securities Co., Ltd.

### 專業及業界組織 (共 5 家)

- 30 香港投資基金公會
- 31 FIA
- 32 香港財經分析師學會
- 33 The Alternative Investment Management Association Limited
- 34 Asia Securities Industry & Financial Markets Association

### 個別人士 (共 2 名)

- 35 Alejandro Chuy
- 36 Jin, Hyun-Tae



Hong Kong Exchanges and Clearing Limited  
12/F, One International Finance Centre  
1 Harbour View Street, Central, Hong Kong

[info@hkex.com.hk](mailto:info@hkex.com.hk)  
t: +852 2522 1122 f: +852 2295 3106  
[hkexgroup.com](http://hkexgroup.com) | [hkex.com.hk](http://hkex.com.hk)