

有關香港交易所建議引入市場波動調節機制及收市競價交易時段的 常問問題及香港交易所的回應

2015 年 1 月 16 日

背景

於 2015 年 1 月 16 日，香港交易及結算所有限公司（香港交易所）發表諮詢文件，建議在其證券及衍生產品市場引入市場波動調節機制（VCM）和在證券市場引入收市競價交易時段（CAS）。

這兩項建議旨在提升香港市場在全球的競爭力及維護市場持正操作，並將會是香港交易所香港市場微觀結構上短至中期的主要改革項目。由於該兩項建議均涉及市場結構和系統改動，並需諮詢相同的目標群組，故此一併徵詢市場意見。如建議得到市場支持，將會協調實施兩項市場微觀結構改革建議並可能分階段推出以減低任何推出風險。

有關人士及機構如欲提交意見請於 2015 年 4 月 10 日或之前提出，香港交易所將於今年第二季度末前發布諮詢總結。

市場波動調節機制 (VCM)

1. 香港的證券及衍生產品市場為何需要市場波動調節機制？

鑑於瞬息萬變的科技對市場的持正操作及效率的影響，20 國集團或 G20 及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，目的是防止類似美國市場「閃崩」般的重大交易事故再次發生。國際上大部分交易所已實施不同形式的市場波動調節機制以控制大幅價格波動引致的系統性風險。作為市場營運者，香港交易所所有法定責任保障市場持正運作。

2. 甚麼是市場波動調節機制？

根據國際證監會組織的指引，市場波動調節機制應針對因衍生產品和證券市場之間相互關連而產生的系統風險，特別是指數產品。香港交易所建議的動態市場波動調節機制設計是於市況波動時引入短暫冷靜期，透過在價格範圍內交易，使市場繼續有秩序地運作。當個別產品出現大幅價格波動時便會觸發冷靜期，而此冷靜期只適用於該產品。當觸發市場波動調節機制時，市場參與者將有機會重新評估本身的交易策略及重設交易程式參數。這裡提出的市場波動調節機制模式有別於其他市場所見的相類似機制如暫停市場交易的漲跌停板機制，及為證券固定一個價格交易範圍的靜態每日價格限制。

3. 為甚麼建議市場波動調節機制而不是漲跌停板機制或其他價格限制？

根據與市場參與者的非正式討論，由於市場波動調節機制是首次引進香港市場，市場參與者或會不熟悉，故此香港交易所認為採用較寬鬆簡易的模式對香港市場最為合適。

香港交易所建議的市場波動調節機制只應用於個別產品層面而非整個市場，因此模式相對簡單及可將市場干擾減至最低。

香港交易所歡迎市場就香港市場是否需要市場波動調節機制提出意見，如需要，應該採用甚麼形式。

4. 建議的市場波動調節機制是怎樣運作的？

建議的市場波動調節機制運作如下：

- 在持續交易時段中（早市及午市時段），每隻受市場波動調節機制限制的金融產品（市場波動調節機制產品）均按動態價格限制受到管控，有關價格限制為 5 分鐘前¹最後一次交易價格的 $\pm 10\%$ （證券市場）或 $\pm 5\%$ （衍生產品市場）。
- 若準執行交易價格超出價格限制範圍以外，該買賣盤將被拒絕，並隨即開始 5 分鐘的冷靜期，其間有關金融產品只可在固定價格限制範圍（跟觸發價格波動調節機制前的價格範圍相同）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（或稱進取買賣盤）亦會立即被拒絕。
- 冷靜期後將根據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的 $\pm 10\%$ （證券市場）或 $\pm 5\%$ （衍生產品市場））恢復正常交易。
- 就每隻市場波動調節機制產品而言，於單一交易時段內最多可以觸發兩次市場波動調節機制（即早市兩次及午市兩次）；第二次冷靜期結束後，市場波動調節機制監察在該交易時段內的餘下時間將完全解除。
- 持續交易時段²的最後 15 分鐘將不設市場波動調節機制，以便於收市時可以有效地進行價格發現及避免防礙投資者平倉而需承受隔夜風險。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，價格限於日間交易時段最後成交價 $\pm 5\%$ 。
- 當觸發市場波動調節機制時，其他具有相關資產的金融產品（如衍生權證）的交易將不受影響。

¹ 即個別金融產品的準成交在 5 分鐘前的最後成交

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

5. 建議的市場波動調節機制模式適用於甚麼產品？

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的系統性風險，尤其是對於指數產品的金融產品。由於多數在香港的證券及衍生產品市場的交易都涉及恆生指數及國企指數成份股及其相關產品，故需要特別留意。因此，建議市場波動調節機制應適用於證券市場的恆生指數及恆生國企指數（恆生 H 股指數）的成份股，以及衍生產品市場的恆生指數、小型恆生指數、H 股指數及小型 H 股指數期貨（現月及下月合約月份）。

6. 引入市場波動調節機制預期對市場有甚麼影響？可會導致交易經常受干擾？

市場波動調節機制的設計是盡可能減少干擾市場，例如，建議設立動態參考價而非靜態參考價，而建議的觸發點亦不會過於敏感或干擾正常交易情況。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，而每隻市場波動調節機制產品於每個交易時段最多只能觸發兩次，以避免交易經常受干擾。香港交易所歡迎市場就最多的觸發次數問題上提出意見（例如，少過或多過四次或不需限制）。

收市競價交易時段 (CAS)

7. 收市競價交易時段是如何運作？有哪些市場是使用跟我們建議的收市競價交易時段相似？

收市競價容許交易以收市價執行，是國際證券市場上常用的交易機制。在收市競價交易時段內，有需要以收市價進行交易的市場參與者可在此時段輸入買賣盤，這些買賣盤會互動從而令每隻證券得出一個共識的收市價，並按此收市價執行。

在國際上，在 23 個已發展市場³中，除香港以外及在 24 個新興市場中，除埃及、智利、上海和印度以外均採用收市競價交易時段。

8. 為甚麼需要收市競價交易時段？證券市場現在的下午交易時段收市安排是怎樣？

收市競價交易時段的主要用家為機構投資者，包括被動式基金和退休基金，其須按收市價執行交易。例如，香港第一隻交易所買賣基金——盈富基金是須按收市價執行交易，因其基金估值是以收市價計算。每當有基金單位增設及/或贖回，或每當其相關基準指數（即恆生指數），進行其一年四次的指數重整時，盈富基金的基金經理便需要在指數成份股按收市價執行交易。若沒有收市競價交易時段，或會有追蹤誤差並有損基金回報，損失承受的會是一般散戶。

儘管收市競價主要用家為追蹤相關基準指數的投資者，但根據國際經驗，其他投資者如散戶和不追蹤指數的傳統（買入持有）基金亦會參與收市競價。這是因為收市競價的流通量很可能是全日之最，投資者可於一個好價或一個他們期望的交投量完成交易。因此，就算在一些以散戶比重較高的市場如韓國和泰國（散戶約佔該等市

³ 根據 MSCI 分類

場成交額的一半），其散戶仍活躍參與收市競價，而該時段的成交額佔每日成交額接近 10%。

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⁴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。

9. 建議的收市競價交易時段模式是怎樣？

建議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，16:00 – 16:01）：計算每隻參與收市競價交易時段證券的參考價格，以便定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，16:01 – 16:08）：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。
- 第三個時段起（不可取消時段，16:08 – 16:10）：新輸入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，16:10 – 16:12）：買賣盤規則與不可取消時段一樣，市場會於兩分鐘內隨機收市，收市後所有收市競價交易時段證券隨即對盤。

建議中的收市競價交易時段模式旨在便利價格發現的進行，亦兼顧香港交易所在舊收市競價交易時段出現的價格波動問題。

10. 建議的收市競價交易時段跟舊的收市競價交易時段有甚麼分別？

新收市競價交易時段增設數個具體措施應對潛在的不穩定性，以及改良價格形成過程及執行效率。新的特點有以下多項：

- 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 $\pm 5\%$ ，其後為最佳買盤價與最佳沽盤價之間；
- 收市競價交易時段會隨機結束（隨機收市）；

⁴ 持續交易時段內的按盤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。

- 通過提供參考平衡價格⁵的可能範圍、於 16:00 持續交易時段的收市價和不平衡資料（方向及數量）以便達致更好的競價透明度；
- 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的情況下，會採用參考價執行交易，以盡量增加配對機會。

11. 如何制定收市競價交易時段的價格限制？

建議的收市競價交易時段模式將對持續交易時段轉至收市競價交易時段的限價盤，以及於收市競價交易時段內輸入的新競價限價盤實施價格限制。輸入買賣盤時段的價格限制是參考價±5%及於其後時段的價格限制則為最佳買盤及最佳沽盤價之間。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±5%價格限制

舊收市競價交易時段實施後，香港交易所曾諮詢市場應否引入價格管控機制防止價格大幅波動。當時市場傾向採納 5%的價格限制，取其可在收市競價交易時段保障市場面對極端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，最後決定採用的是限制較高的 2%價限，但是最後舊收市競價交易時段還是要暫停，有關價格限制從未實施。

新的收市競價交易時段模式除了在輸入買賣盤時段加入了價格限制措施，亦在不可取消及隨機收市兩個時段進一步收緊價格限制、更佳的競價透明度、允許整個收市競價交易時段均可輸入競價限價買賣盤以及引入隨機收市機制。因此，建議的收市競價交易時段的價格限制毋須更低。

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，又不致對指數重整日造成過大掣肘。根據過往的統計數據⁶，5%的價格限制已可涵蓋在正常交易日最後 10 分鐘內超過 99%的價格波幅以及在指數重整日超過 95%的價格波幅。若採用 2%價格限制，則可迎合的正常交易日價格波幅降至 95%的以及指數重整日價格波幅將降至 90%。

不可取消及隨機收市時時段的價格限於最低沽盤價與最高買盤價之間

為避免收市競價交易時段將近結束時有進取的競價限價盤輸入而引致異常價格波動，在輸入買賣盤時段後的價格幅度限於最低沽盤價與最高買盤價之間。此安排將提高透明度和使到競價交易更有效率。

⁵ 參考平衡價格(IEP)是指如當時進行對盤，系統根據競價程式所得出的價格，通常是最低沽盤價與最高買盤價之間，並在進行對盤時可以達成最高交易股數的價格。

⁶ 有關分析乃按 2014 年 4 月至 6 月的交易統計數據計算。

12. 哪些證券適用於收市競價交易時段？為甚麼要分階段推行？

為了減低對市場的影響及確保新模式順利推出，建議收市競價交易時段涵蓋主要指數的成分股（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。

待市場熟習及適應新機制後，包括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。

無論是在首階段或之後，建議的新收市競價交易時段模式均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。或有人會說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，不應一概而論。像在德國交易所與倫敦證券交易所（倫敦交易所），認股權證也適用於開市競價時段，但收市競價交易卻不包括認股權證。

13. 收市競價交易時段如何惠及散戶？散戶是否可以不參加收市競價交易時段？

在建議的收市競價交易時段中，於午市交易時段未完成及在價格限制範圍內的限價盤將自動轉往收市競價交易時段。再者，散戶可在整個收市競價交易時段輸入競價限價盤，這會為他們提供價格保護以及潛在的價格改善，因為執行的價格只會是所輸入的限價或更佳的价格。新的市場數據（持續交易時段收市/參考價、最佳買盤/沽盤價、不平衡數據）將有助他們在收市競價交易時段進行交易決定。

在建議的模式中，不想參加收市競價交易時段的散戶可於競價交易時段首 7 分鐘（輸入買賣盤時段）取消其買賣盤。

14. 價格大幅波動會否仍會出現在收市競價交易時段裡？

在建議的收市競價交易時段中，為了避免極端價格不穩定，價格波動將被限制於持續交易時段價格的 5% 內。不過，在收市競價交易時段內因供求轉變而引致的價格波動其實是正常價格發現的過程。其實，在收市競價交易時段內由於供求不平衡引致的證券價格大幅波動在國際上並非罕見的，但這情況跟在其他交易時段內的證券價格大幅波動是一樣的。事實上，在香港的證券市場的持續交易時段裡，每日有平均超過 100 隻證券在短時間內經歷超過 5% 的價格波動。因此，市場參與者對於建議的收市競價交易時段的機制的理解更為重要，即價格發現過程是有序、公平和透明地進行，並且符合投資者對於執行交易的需要。

15. 因為有了收市競價交易時段，流通量會否在持續交易時段尾段大大減少引致非故意的價格波動？

從國際上的收市競價交易時段佔每日成交量 5%至 20%來看，這情況沒有出現。除此之外，香港幾年前的收市競價交易時段亦顯示流通量並沒有受到實質影響。為了回應有關問題，香港交易所將會分階段推行建議。首階段的收市競價交易時段適用證券包括 320 隻最流通的股份。當市場已經熟悉新的機制，香港交易所將會推行第二階段並將適用證券再擴大至其他股本證券。

16. 滬港通會否受到影響？

收市競價交易時段若實施將適用於港股通的經紀及投資者和適用於現在的港股通股票。

暫定的時間表（以諮詢總結為準）

17. 如果通過建議，會於甚麼時候實施？

本諮詢文件的諮詢期為期 12 週，將於 2015 年 4 月 10 日完結。香港交易所會在諮詢總結中概述收到的意見，如適用的話，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。

視乎市場意見，市場波動調節機制模式及收市競價交易時段將在可行情況下盡快在現行交易平台（證券市場的 AMS/3.8 及衍生產品市場的 HKATS）實施。

18. 實施市場波動調節機制及收市競價交易時段模式是否需對系統作出重大變動、大量測試及大額投資嗎？

香港交易所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。此外，兩項新的市場微觀結構提升可一併實施，這將可為參與者減省開發和測試成本。無論如何，香港交易所會提供充足的準備時間予市場準備和實施有關係統。