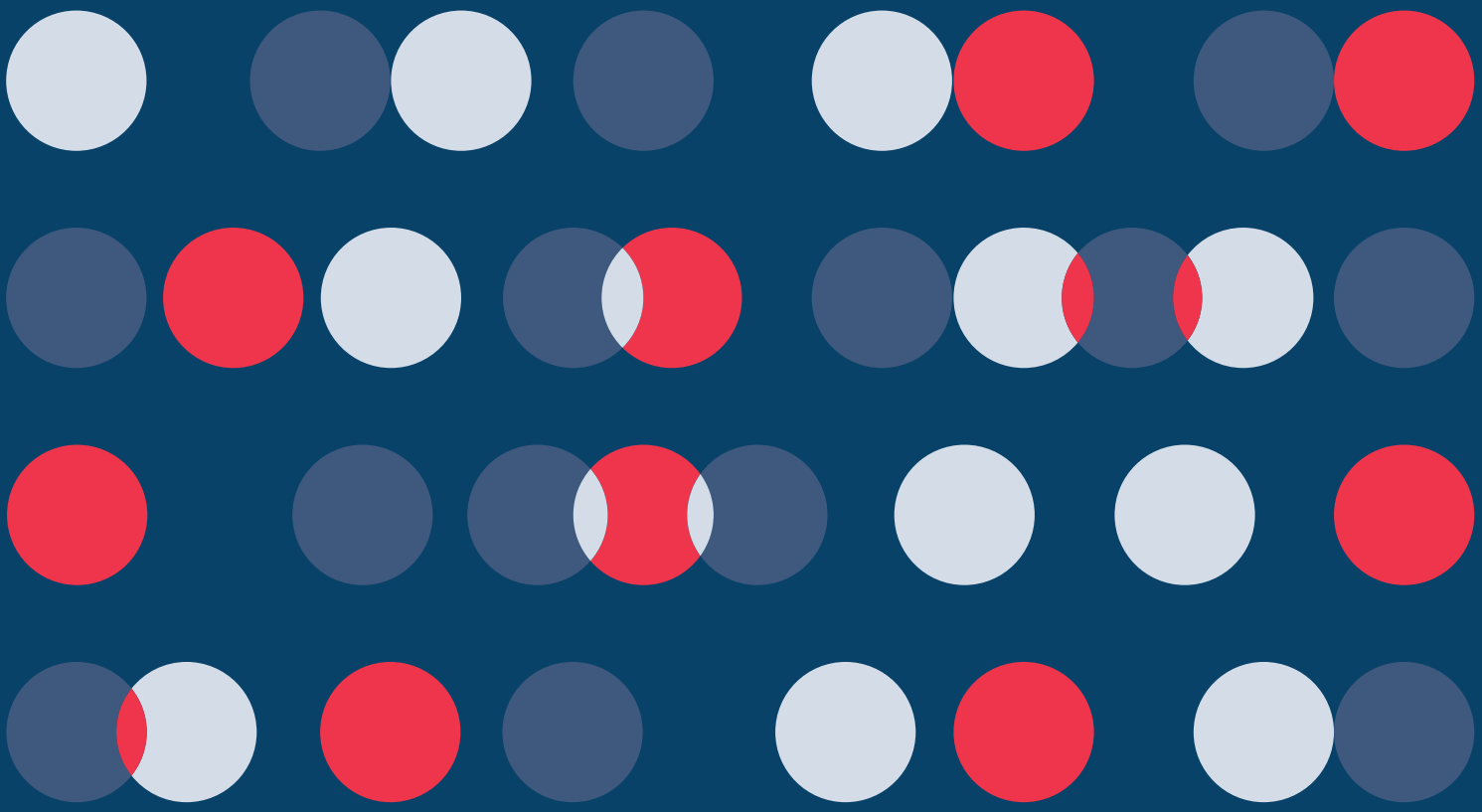
2019年10月

HKEX
香港交易所

研究報告

內地及香港證券市場對大手交易需求漸殷



目錄

頁數

摘要 1

1. 大手交易機制對股票交易的重要性 2

1.1 大手交易是什麼？ 2

1.2 全球市場對大手交易的相關需求 2

1.3 國際經驗說明大手交易能補足場內市場 5

1.4 樓上市場大手交易在環球市場的增長趨勢 6

2. 中國內地市場的大宗交易 8

2.1 中國內地 A 股的大宗交易機制 8

2.2 大宗交易活動 8

2.3 透過「滬股通」及「深股通」進行 A 股大宗交易的潛在需求 11

3. 香港市場的大手交易 14

3.1 香港市場非自動對盤交易機制 14

3.2 港股的大手交易活動 15

3.3 經「港股通」進行大手交易的潛在需求 15

4. 總結 18

附錄一：歐洲另類交易場所的近期發展 19

附錄二：內地與香港市場的大手交易安排 20

香港交易及結算所有限公司
首席中國經濟學家辦公室

2019 年 10 月 11 日

摘要

對股本證券市場而言，大手交易（又稱「大宗交易」）機制的設置有其重要性，可將大額交易所帶來的價格影響盡量減輕、亦避免向交易發出不必要的信號，有助經紀按最佳條件執行交易。這種機制能有效地讓有需要人士只需進行一次性交易來大手買賣股份，而成交價格和時間都比在競價市場交易有更高的確定性。環顧全球，大手交易機制各有不同，包括場外自行議定成交（即協議交易）後向交易所申報、獨立的場外交易平台（黑池），又或專設的場內大手交易機制。雖然大手交易機制各有不同，但各大證券交易所的協議交易的增長顯示其大手交易有增長趨勢。

資產管理行業的增長是大手交易需求的主要推手。對主動型資產管理人來說，在場內顯示買賣盤來進行大額交易的價格影響會侵蝕其主動型回報。對被動型資產管理人而言，在指數調整成份股時所需的股份交易涉及的成本也不能忽視，甚至比收取的管理費還要高許多。再者，申贖基金單位有時亦涉及在短時間內進行大額交易。其他需要大手交易的原因包括：合併收購、股份回購以及私募股權投資和大股東交易等。此外，股本證券衍生產品和結構性產品的發展或會帶動市場對大手交易的需求，以提升結算時股份交收的效率。另外，有實證研究顯示，協議交易（所謂「樓上市場」）有效地提供額外的流動性和降低價格影響，尤其是對場內競價市場流動性低的股份而言。

在內地市場，上海和深圳兩家證券交易所均專設「大宗交易」平台。但與環球主要市場不同的是，內地 A 股的大手交易以賣方驅動的交易為主導 — 大多是大股東在禁售期結束後減持名下的大額持股，較少是資產管理業務的需求而衍生的交易。這也許是為何內地市場協議交易的平均每宗成交金額一直遠高於主要股票市場相對的金額的原因。不過，「滬股通」和「深股通」的開通讓國際投資者更廣泛地參與 A 股市場，估計情況將會改變。再者，A 股獲納入國際指數，加上「滬股通」和「深股通」淨買入的每日額度擴大至四倍，預料能推動投資 A 股的離岸機構投資者的資產管理業務進一步增長。由此可見，隨着國際機構投資者提高參與度，進行 A 股大手交易的需求也將會上升。

在香港市場，透過交易所的非自動對盤交易機制，交易所參與者可向交易所申報經雙方經紀自行議定、內部兩邊客交易，又或於黑池進行的大手交易。協議交易的成交於 2018 年達到高峰。鑒於平均每宗成交金額相對偏高，香港市場的協議交易相信大都是大手交易。大手交易與日俱增，某程度上是香港的資產及財富管理業務持續增長所帶動。再者，內地投資者愈來愈偏好進行多元資產配置，包括買入投資港股的互惠基金。內地基金透過「港股通」進入香港市場將推高大手交易的潛在需求。

由於跨境大手交易機制的潛在需求日高，而內地與香港市場之間的跨境交易現時大都經「滬港通」及「深港通」進行，市場值得研究可否進一步優化內地與香港市場的互聯互通，在適當的安排和可控的環境下，引進大手交易的安排，切合投資者的需求。屆時，跨境市場的流動性將可進一步提高，投資者也可以較佳的條件執行交易。

1. 大手交易機制對股票交易的重要性

1.1 大手交易是什麼？

大手交易（又稱「大宗交易」）是指在一宗交易中大額買入或賣出證券。大手交易通常不在公開競價市場進行，以減低交易成本或價格影響（即為了預防買入時價格被推高或賣出時價格被推低，而避免向公開市場披露大額買賣盤），從而獲得「最佳執行」價。有大手交易機制的證券交易所，都對大手交易的股數或交易金額設置不同的門檻，而大手交易的模式亦不盡相同。

大手交易通常在場外執行，包括經紀之間磋商成交後向證券交易所申報交易（即協議交易），以及在其他交易場所進行的非透明交易（黑池交易）。投資者在場外進行交易的好處在於交易前隱藏身分，其他投資者不能在交易所的買賣輪候隊伍中知道有大額買賣盤，這樣就能避免大額買賣盤在執行前的價格走向對落盤者不利。此外，大額買賣盤還可在場外與一些沒有在交易所下盤的「保留」或「隱藏」流動性作配對。

常見的大手交易方式有以下兩種：

- **協議交易：**亦稱「樓上市場」，經紀自行代客戶私下商議大額買賣盤，成交後再向證券交易所申報作中央結算，以減低對手方風險。這些交易主要受流動性帶動，目的是要減低執行成本。

- **黑池大手交易：**黑池大手交易日益普及。不過，雖說投資者身份可以隱藏，也不怕交易金額龐大而發出不必要訊號影響價格，但投資者也會擔心資訊不對稱[1]而令黑池交易與場內交易的價格可能有偏差，另外也怕被黑池營運者超前交易。所以，黑池交易應有妥善監管及投資者保障的配套。

場內（又稱「樓下市場」）大手交易的價格影響通常頗高，因為在競價市場下顯示的買賣盤可能會有訊號效應，吸引市場進行更多同一方向的交易。曾有實證研究[2]估計過主要市場的場內大手交易不對稱的價格影響：在 1999 年至 2002 年間，大手買入的價格較公開市場價（沽盤報價）高約 0.16%至 0.34%，而大手賣出的價格則較公開市場價（買盤報價）低 0.32%至 0.42%。有人或會透過程式買賣，以小額交易去執行大手買賣盤（例如採用成交量加權平均價(VWAP)或時間加權平均價(TWAP)的買賣策略），但可能會令執行成本增添不確定性。若可設法避免資訊外洩問題（例如推出隱藏買賣盤類型），說不定會有更多人在場內進行大手交易。

這些大手交易執行方式有助減低價格影響和交易價格的不確定性。

1.2 全球市場對大手交易的相關需求

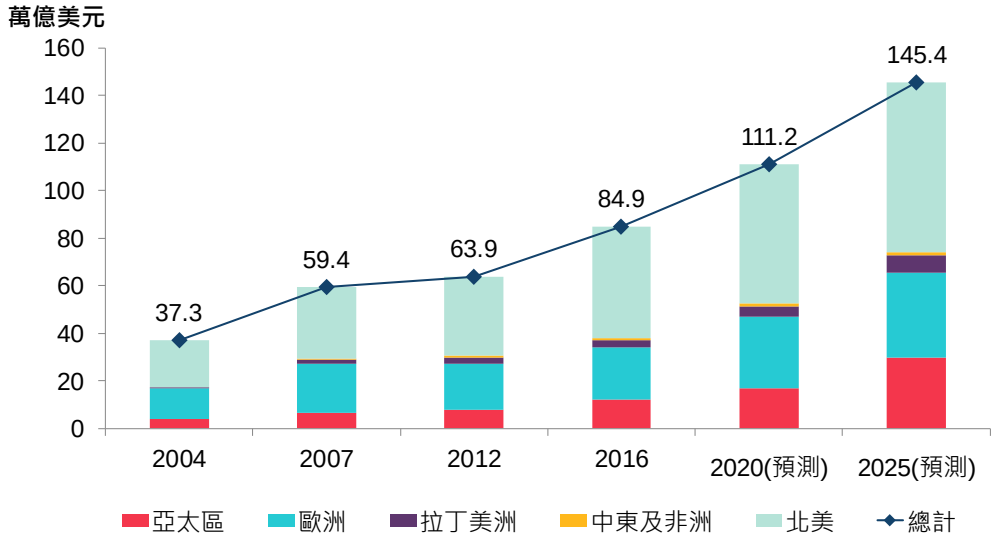
資產管理行業的增長是買方機構對大手交易有更大需求的主因之一。隨着投資基金的資產管理規模不斷增長，買賣的總交易金額亦水漲船高。根據羅兵咸永道的資料，資產及財富管理業的全球資產管理規模在 2016 年為 84.9 萬億美元，預計於所有地區都會有所增長，到 2020 年及 2025 年時將分別達至 111.2 萬億美元及 145.4 萬億美元（見圖 1）。中國內地是增長最快的市場之一，其資產管理規模由 2016 年的人民幣 48 萬億元（7.4 萬億美元），預計於 2022 年會倍

[1] 為了限制黑池交易與場內交易之間的價格差異，美國監管當局在 2005 年採納了多項法規（例如 Regulation NMS Rule 611），確保買賣盤是以最佳顯示價格或更佳價格執行。

[2] Frino, A、D. Gerace 與 A. Lepone (2007)〈大手交易與連帶價格影響：兩種不對稱現象的國際例證〉("Block trades and associated price impact: International evidence on the two asysmmetries")，載於《歐洲財務管理學會 2007 年周年大會論文集》(*Papers for European Financial Management Association 2007 Annual Meetings*)。

增至約人民幣 90 萬億元（14 萬億美元）[3]。香港的資產及財富管理業的資產管理規模在 2018 年達至 23.9 萬億港元（3.1 萬億美元）[4]。

圖 1：全球資產管理規模的估算（2004 年至 2025 年）



資料來源：羅兵咸永道〈資產及財富管理革命：擁抱急速轉變〉("Asset & wealth management revolution: Embracing exponential change")，載於羅兵咸永道網站，2017 年 10 月 30 日。

無論是主動型還是被動型的資產管理，大手交易機制都是減低價格影響的重要措施。若交易所沒有大手交易機制，執行交易的成本可能會大增。

- **就主動型資產管理而言**，資產管理人會採用各式投資策略，力求跑贏基準指數，取得主動回報（「alpha」回報）。主動型投資策略的基金在 2016 年佔全球資產管理規模的 71%[5]。一項實證研究[6]以澳洲 26 名主動型股票管理人為對象，發現往返交易（一買一賣）的價格影響能對其主動回報有顯著影響（0.27%對比 0.92%）。此外，基金在市況低迷時需出售大量證券以應付贖回需要，可能會有重大贖回壓力。這說明了為何有些基金會採用「波動定價」，讓基金經理可調整基金的每股資產淨值，把估計贖回及認購所涉及的交易成本轉嫁投資者[7]。
- **就被動型資產管理而言**，資產管理人純粹追蹤基準指數的表現。被動型投資策略的基金在 2016 年佔全球資產管理規模的 17%[8]。一份研究報告[9]提到，追蹤指數的基金的市值在 2000 年佔標普 500 指數（美國大型股指數）股份市值逾 10%，同時佔羅素 2000 指數（美國小型股指數）約 6%。同一研究發現在美國市場上，與指數基金管理年費的約 10 個點子相比，被動型基金的指數調整活動的市場影響可以非常大（高達 168 個點子）（見表 1）。若沒有大手交易機制，在收市前最後數分鐘或指數調整交易日的收市競價時段期間，有關的價格影響

3 資料來源：Oliver Wyman (2018)〈中國的全球資產管理人：乘上改革浪潮〉("Global asset managers in China: Riding the waves of reform")，載於 Oliver Wyman 的網站，2018 年 3 月。

4 資料來源：證券及期貨事務監察委員會（證監會）調查報告 〈2018 年資產及財富管理活動調查〉，載於證監會網站，2019 年 7 月。（下稱「證監會 2018 年資產管理調查」。）

5 資料來源：羅兵咸永道〈資產及財富管理革命：擁抱急速轉變〉("Asset & wealth management revolution: Embracing exponential change")，載於羅兵咸永道網站，2017 年 10 月 30 日。（下稱「羅兵咸永道 2017 年文章」）。

6 Gallagher D. R.與 A. Looi (2003)〈審視澳洲主動型股票管理人的市場影響成本〉("An examination of the market impact cost of active Australian equity managers")，載於《SIRCA 研究報告》(*SIRCA Research Report*)。

7 見 Arnold and Porter Kaye Scholer LLP（2016）〈美國證券交易委員會採納新規：基金流動性、匯報與披露以及「波動定價」〉("SEC adopts new rules: Fund liquidity, reporting and disclosure and 'swing pricing'")，載於 Lexology.com，2016 年 12 月 6 日。

8 資料來源：羅兵咸永道 2017 年文章。

9 Quinn, J. 與 F. Wang (2003)〈增減對股票指數回報的影響〉("The impact of adds and deletes on the returns of stock indexes")，載於加洲大學柏克萊分校 Hass 學院金融工程碩士《應用金融項目》。（下稱「Quinn 及 Wang 2003 年論文」）。

會更大。在交易所買賣基金（ETF）申贖基金單位方面，則與互惠基金相類似，可能要在短時間內買賣大額證券作套戥，以減低 ETF 的溢價/折讓，又或變賣手上證券以應付贖回需要[10]。

表 1：美國指數調整時的市場影響估計

指數	增減涉及市值佔指數總市值的比率	增／減的異常回報	對回報率的影響
標普 500 指數	5.0%	5%	25 個點子
標普 1500 指數	3.4%	7%	25 個點子
羅素 2000 指數	16.8%	10%	168 個點子
羅素 3000 指數	1.8%	10%	18 個點子
納斯達克 100 指數	5.6%	3%	17 個點子
道瓊斯全市場指數	1.8%	0%	0 個點子

資料來源：Quinn 及 Wang 2003 年論文。

除了只持長倉的資產管理外，有些成熟的專業投資者也有興趣投資**股本結構性產品**（例如股票掛鈎票據）或衍生產品。這些產品大多透過實物交收作結算。例如，投資者投資長倉股票掛鈎票據時，若結算日當天正股股價跌低於協定行使價的氣墊水平，投資者須以協定行使價買入股份。為投資者進行結算的交易金額有時可以很高，特別是涉及只為少數高淨值人士而設的產品時。若投資者需為股票掛鈎票據的結算而在場內買入大額股份，市場可能會接收到錯誤訊息，增加股價波動。在此情況下，投資者以隱藏身份的方式進行大手交易可為結算股票掛鈎票據提高交易價的確定性，有利投資者以至整體市場。這亦能推動市場開發更多不同的結構性產品及衍生產品，應對資產管理的需求。

除資產管理外，**公司行動**亦能助長市場對大手交易機制的需求。公司可透過大手買入進行回購，以支持股價。有研究[11]提到透過私下商議回購比在場內進行回購的優勝之處：公司可在短時間內透過大手交易回購大量股份，省卻要與大量股東接觸周旋的行政開支。

另一個對大手交易機制的需求來自**公司併購**。收購人要取得目標公司大部分股份控制權，其中一個方法是經商議後大手買入，一般都是以溢價成交[12]。按一份研究報告[13]解釋，在 1987 至 2002 年間的 756 宗商議大手交易中，併購後有最高管理層變動的大手交易有較高溢價，這溢價當中包括了管理人及擁有人的得益。該報告亦指出買入大股東持股時可參考大手交易的交易價，這顯示出大手交易對機構投資者之間的價格發現十分重要。

此外，**私募股權和大股東**都會受惠於大手交易。私募股權保薦人（或財務保薦人）收購公司時，他們的目標是最終能把項目通過轉售或公開發售予潛在投資者。在買賣股份時，若買賣雙方需要成交價有較高確定性和較短的執行交易時間，大手交易正是其中一種可行的方法。根據 Dealogic 的資料，美國與保薦人相關的大手交易由 2005 年至 2010 年間的 286 億美元升至 2011 年至 2016 年間的 1,708 億美元[14]。亞太區亦有類似情況：在 2001 年當騰訊尚在創立初期，納斯帕斯（Naspers）便持有其 33%權益，其後一次過以較當時市價折讓 7.8%的價格在香港市場大

[10] 資料來源：Dickson, J. M.與 J. J. Rowley（2014）〈ETF 交易最佳典範：七大守則〉(“Best practices for ETF trading: Seven rules of the road”)，載於 Vanguard 研究，2014 年 9 月。

[11] 參見 Atkins, P.與 P. Korff (2013)〈股份回購的問題〉(“Questions surrounding share repurchases”)，載於《哈佛法學院企業管治及財務監管論壇》(*Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*)，2013 年 3 月 14 日。

[12] 參見 Bittlingmayer, G. (1999)〈為企業控制（包括收購）服務的市場〉(“The market for corporate control (including takeovers)”)，載於《法律與經濟百科全書第三冊—合約監管》(*Encyclopedia of Law and Economics, Vol. III — The Regulation of Contracts*), Boudewijn Bouckaert 及 Gerritt De Geest、Edward Elgar 以及根特大學。

[13] Hwang, J. H. (2004)〈控制權的私人利益誰屬—擁有人還是管理人？〉(“Whose private benefits of control — Owners or managers?”)，尚未發表的論文底稿，印第安納大學，布盧明頓。

[14] 資料來源：〈美國股票資本市場大手交易市佔率日高〉(“Building up US ECM a block at a time”)，載於 Dealogic 網站，2017 年 10 月 17 日。

手出售共值 98 億港元的騰訊股份（佔股權的 2%）[15]，是亞太區有史以來最大宗的大手交易[16]。回想 2015 年牛市時，騰訊部分主要股東也在香港市場大手買賣股份，折讓不過是 3%至 4%左右，少於一般約 10%的水平[17]。

總而言之，全球市場買賣雙方的機構投資者都會大手買賣股份，既可儘可能減低價格影響，亦可掌握到交易的時機及執行交易的成本，並且避免影響場內（樓下）市場的其他投資者。下一分節會詳述。

1.3 國際經驗說明大手交易能補足場內市場

一些投資者關注到公平性的問題，例如樓上市場究竟是在增加還是減少樓下市場的流動性，以及經紀會否趕在客戶前頭先自行交易（就如黑池交易一樣）。這方面國際經驗或可有點啟示。

實證顯示大手交易的樓上市場能彌補服務小額買賣盤的樓下市場的不足，而絕非其替代品。儘管有人憂慮市場分化會引致買賣盤在兩個市場的替代問題，不過也有指樓上市場能造就更多買賣盤，提高流動性及成交 — 文獻[18]指出，有些樓上市場的交易員想以較低成本大手買賣股票（受流動性帶動），但不想讓樓下市場知道其買賣盤的詳情或資料。這類交易就不會在樓下市場執行，而只能在樓上市場進行。

以泛歐交易所為例，大手交易的方式包括透過商議完成交易、使用成交量加權平均價交易及行使期權及衍生產品。一項研究[19]分析過 2007 年 1 月至 3 月的數據，發現與其他股份相比，樓上市場交易活躍的股份的流動性更高（買賣差價較小），在樓下市場的交易量也較大。研究亦發現，樓下市場若流動性不高（買賣差價大）亦不會驅使投資者轉到樓上市場落盤。

另一個例子是多倫多證券交易所。這家交易所為樓上市場的買賣盤專設獨立系統，但交易完成後立即向市場公布。樓上市場買賣盤的價格起碼要與樓下市場同一時間所提供的價格一樣優越。一項研究[20]探究了 1997 年 6 月向該所申報的 5,840 宗（約佔交易量的 55.5%）樓上交易的數據，發現樓上市場並沒有把樓下市場「吞噬或佔其便宜」。相反，樓上市場中四分之一的大手交易使樓下市場的限價盤的價格更理想。研究亦發現，當樓下市場的買賣差價較大，或與之對盤的買賣限價盤的深度較淺時，有關交易更有可能在樓上市場執行。

證據顯示，在樓上市場進行的大手交易受流動性推動，可引出隱藏的流動性。一項研究[21]探討了在 1997 年 4 月至 1998 年 3 月期間的 92,170 宗法國股票的大手交易，發現其中的 67%（相對於紐約證券交易所（紐約交易所）的 20%至 30%）都在樓上市場進行。研究結果顯示，隱藏的流動性可引發買賣盤，而樓上市場的實際執行成本只是樓下市場已顯示及隱藏流動性的 35%。

---

15 資料來源：〈納斯帕斯減持　騰訊再跌 220 億元〉(“Tencent drops a further $22 billion after Naspers trims stake”)，載於彭博網站，2018 年 3 月 23 日。

16 資料來源：同上。

17 資料來源：〈DEALTALK: 香港旺市　大手交易大增；中資銀行股沽售接二連三〉(“DEALTALK: Hong Kong stock surge spurs block trade boom; China bank deals seen”)，載於路透社網站，2015 年 4 月 21 日。

18 見 Burdett, K 與 M. O'Hara (1987)〈構建模塊：大手交易入門〉(“Building blocks: An introduction to block trading”)，載於《銀行及金融期刊》(*Journal of Banking and Finance*)，第 11 期， 193-212 頁；及 Seppi, D. J. (1990)〈均衡大手交易與對稱資訊〉(“Equilibrium block trading and asymmetric information”)，載於《金融期刊》(*Journal of Finance*)，第 45 期（1990 年 3 月）， 73-94 頁。

19 見 Lefebvre, J. (2010)〈泛歐交易所的大手交易及市場流通量〉(“Block trades and market liquidity on Euronext Paris”)，載於 EUROFIDAI – AFF 2010 年 12 月巴黎金融會議工作文件 (Working Paper, Paris December 2010 Finance Meeting EUROFIDAI – AFF)。

20 Smith, B. F. 、D. A. S. Turnbull 與 R. W. White (2001)〈自營及代理交易的樓上市場：負面信息與價格影響的分析〉(“Upstairs market for principal and agency trades: Analysis of adverse information and price effects”)，載於《金融期刊》(*Journal of Finance*)，第 56 冊第 5 期， 1723-1746 頁。

21 見 Bessembiner, H. 與 K. Venkataraman (2004)〈電子證券交易所可需要樓上市場?〉(“Does an electronic stock exchange need an upstairs market?”)，載於《金融經濟期刊》(*Journal of Financial Economics*)，第 73 冊第 1 期， 3-36 頁。

而相類的另一項研究[22]分析了紐約交易所的 21,077 宗大手交易，亦佐證了在樓上市場進行的大手交易受流動性推動，這些交易並不會在沒有樓上市場的情況下出現。

樓上市場的經紀不只擔任促成大手交易的中介人，還在維持對投資者的公平性分面擔當重要角色。一項研究[23]審視了澳洲證券交易所在 1993 年至 1998 年的 69,449 宗大手交易，當中沒有證據證明樓上市場對樓下市場產生較大市場影響又或令其買賣差價擴大。此外，該研究還建議調低或取消 100 萬澳元的大手交易門檻，以推動小型股的大手交易，讓更多大手交易人士得享較低執行成本的好處。該研究還強調樓上市場的經紀在避免超前投資者交易及物色交易對手方方面可發揮重要作用。為了避免超前投資者交易，儘管樓上經紀都得悉對手方的身份，他們都願意放棄自營交易可以獲得許多短線資訊的好處，以求保住與客戶的長期關係，收取較高的代理交易費用[24]。至於物色交易對手方，一篇論文[25]引述了巴黎證券交易所限價盤市場內的大額買賣盤被轉往倫敦的交易商市場這個例子，其中部分原因便是成本較低，以及倫敦的交易商市場深度大，可相對容易地找到交易對手。

這些研究結果以實際例子證明了樓上（場外）市場有助彌補樓下（場內）市場的不足。

1.4 樓上市場大手交易在環球市場的增長趨勢

近年許多主要交易所的樓上市場協議交易的成交量都有所增長。國際證券交易所聯會（WFE）關於個別交易所的協議交易（經商議後的交易及申報的交易[26]）的數據，可作為樓上市場大手交易量的參考指標。數據顯示，歐美及亞洲主要交易所的協議交易在 2016 年至 2018 年間的每日平均成交額，比在 2013 年至 2015 年的為高（見圖 2）。按協議交易佔總成交額的比例看，歐美交易所協議交易的佔比高於亞洲。在美國，協議交易的增長主要源於每宗成交的平均金額有所上升（協議交易的平均每宗成交金額由 2013 年至 2015 年的 9,473 美元，增至 2016 年至 2018 年的 13,830 美元）。在歐洲，協議交易的增長可能源自交易所與其他交易場所之間的交易量重組。（有關歐洲場外其他交易場所在監管變動下的近期發展，見附錄一。） 至於香港市場，這兩段期間內的協議交易成交額相對平穩。值得注意的是，深圳證券交易所（深交所）的協議交易在 2016 年至 2018 年間的交易金額，比在 2013 年至 2015 年間的水平大增約 3.1 倍，而上海證券交易所（上交所）的協議交易金額在這期間亦上升了 30%。

---

22 見 Madhavan, A. 與 M. Cheng (1997)〈尋找流通量：樓上及樓下市場的大手交易〉(“In search of liquidity: Block trades in the upstairs and downstairs Markets”)，載於《金融研究評論》(*The Review of Financial Studies*)，第 10 冊第一期，175-203 頁。

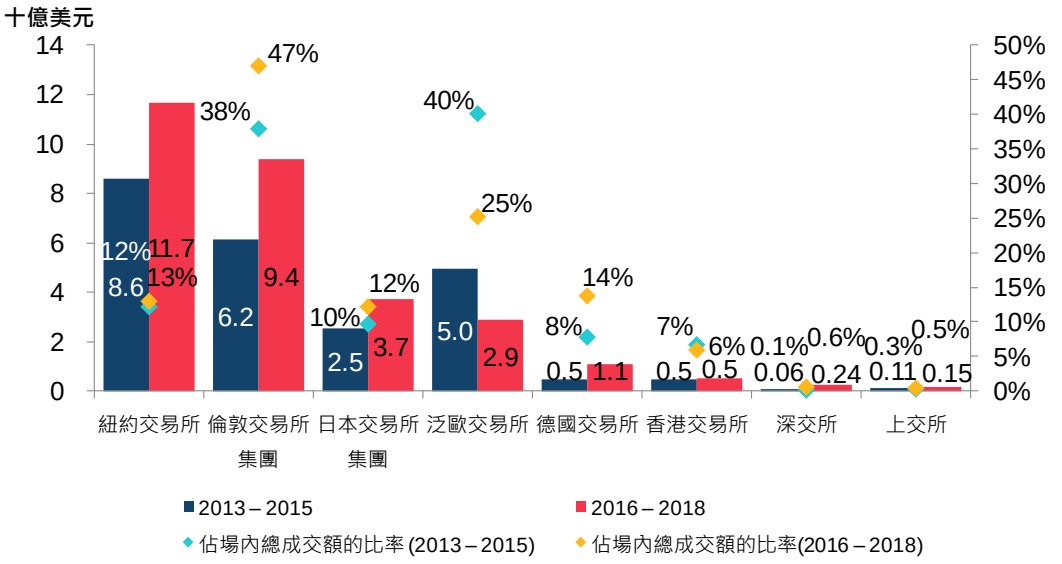
23 Fong, K. Y. L. 、A. Madhavan、P. L. Swan 與 F. D. Foster (2004)〈樓上、樓下：樓上市場有損樓下市場？〉(“Upstairs, downstairs: Does the upstairs market harm the downstairs?”)，尚未發表的論文底稿，新南威爾斯大學。

24 見 Aitken, M. J.、G. Garvey 與 P. L. Swan (1995)〈經紀如何在競爭劇烈的證券市場促成長期客戶交易〉(“How brokers facilitate trade for long-term clients in competitive securities markets”)，載於《商業期刊》(*The Journal of Business*)，第 68(1)期，1-33 頁。

25 De Jong, F.、T. Nijman 與 A. Roell (1995)〈法國股票的交易成本：巴黎證券交易所與倫敦證券交易所自動報價國際系統的比較〉(“A comparison of the cost of trading French stocks on the Paris Bourse and on SEAQ International”)，載於《歐洲經濟評論》(*European Economic Review*)，第 39 期， 1277-2301 頁。

26 經商議後的交易是指買賣雙方在協定交易的價格及數量後，經由交易所（直接或間接）管理的系統確認進行的交易。交易所的系統會自動檢查交易是否符合交易所規則，包括最常見的檢查 — 檢查交易價格是否與電子買賣盤紀錄的價格一致。申報的交易是指經交易報告系統匯報的交易，只須其中一個對手方提供交易資料，交易報告系統會應申報交易的交易員要求而提供信息發布服務。若須強制申報，另一邊的對手方亦可使用此系統。請注意：交易所有其不同的交易及申報規則，所以有關數據或不能完全直接比較。

圖 2：主要證券交易所的協議交易的日均成交額（2013 年至 2015 年及 2016 年至 2018 年）



註： 數字或不單包括配售或樓上大手交易，亦有可能包括其他類型的協議交易。因此，基於交易所各有不同的申報規則和計算方法，有關數據或不能完全直接比較。

資料來源： 按 WFE 網站的數據計算。

從表 2 可見，表內所列的主要交易所（包括香港交易及結算所有限公司（香港交易所））的協議交易的平均每宗成交金額均較場內的電子交易大。2016 年至 2018 年間，上交所與深交所的協議交易的平均每宗成交金額約為 500 萬美元至 600 萬美元，遠高於其他主要證券交易所，更是其本身場內電子交易的逾 1,800 倍。上交所與深交所的協議交易的平均每宗成交金額如此龐大，或隱含了市場對 A 股的大手交易有潛在殷切需求。然而，在內地市場進行的大手交易只佔場內交易總額的極小份額（不足 1%），相對於其他交易所，例如香港交易所的 6%、紐約交易所的 13%及倫敦證券交易所（倫敦交易所）集團的 47%等（2016 年至 2018 年數字，見圖 2）。第 2 節將分析其背後原因及內地市場大手交易活動的特徵。

表 2：主要交易所按不同方式執行的交易的平均每宗成交金額（2016 年至 2018 年）

交易所	協議交易（美元）	場內的電子交易（美元）	比率（倍）
上交所	6,105,183	3,007	2,030.4
深交所	5,262,434	2,905	1,811.6
泛歐交易所	1,582,698	8,669	182.6
倫敦交易所集團	74,354	7,241	10.3
德國交易所	64,358	11,192	5.8
香港交易所	17,400	7,634	2.3
紐約交易所	13,830	10,530	1.3

註：日本證券交易所集團因沒有相關交易宗數的數據而不包括在內。

資料來源：按 WFE 網站的數據計算。

2. 中國內地市場的大宗交易

2.1 中國內地 A 股的大宗交易機制

中國內地 A 股的大宗交易（在香港市場稱為「大手交易」）須按兩家交易所的交易規則進行[27]，交易規模及價格均有限制。A 股大宗交易的最低交易限額為 300,000 股或人民幣 200 萬元。國有 A 股的主要股東在進行大宗交易時須遵守額外規定，包括若股份銷售額超過根據持股比例計算的界線，須事先取得批准才可進行，以及成交價格須在某個最低水平（過去 30 個交易日的成交量加權平均收市價或最新經審核年報的資產淨值的較高者）[28]。

A 股市價並不包括大宗交易的成交價。大宗交易價格不會用於計算指數及衍生產品（如指數期貨）的結算價，但日終收市計算的成交數字會包括大宗交易的成交數字。

上交所及深交所提供大宗交易的專設平台。上交所及深交所的大宗交易平台僅供在岸機構（交易所會員或合格投資者[29]）使用。合格境外機構投資者(QFII)及人民幣合格境外機構投資者(RQFII)可透過有交易所會員身分的在岸經紀參與大宗交易[30]。參與機構可通過大宗交易平台提交買賣盤或申報交易。大宗交易的資料（包括股份代號及名稱、交易的價格及成交量以及買賣雙方的名稱）將於交易日結束時在相關證券交易所的網站上公布。

上交所/深交所允許的買賣盤/交易申報類型為：

- **意向申報**顯示大手購入或售出的意向。此類買賣盤在上交所的提交時間為上午 9 時 30 分至 11 時 30 分及下午 1 時至 3 時 30 分及深交所的提交時間為上午 9 時 15 分至 11 時 30 分及下午 1 時至 3 時 30 分。
- **定價申報**為將價格定為收市價或成交量加權平均成交價[31]的買賣盤。此類買賣盤的提交時間為上交所的下午 3 時至 3 時 30 分，以及深交所的下午 3 時 05 分至 3 時 30 分。買賣盤會按時間優先作配對。
- **成交申報**為協議大宗交易的申報。買賣雙方均須申報大宗交易。上交所及深交所的股票成交申報可於下午 3 時至 3 時 30 分輸入[32]。

2.2 大宗交易活動

儘管 A 股的大宗交易可扣減 30%的交易所證券交易經手費[33]，2012 年至 2018 年協議交易（大部分為大宗交易）的年度成交總額僅佔市場總額的 0.1%至 0.6%（見圖 2）。當中成因包括機構投資者參與度相對偏低，加上流動性受到大宗交易機制及相關法規的限制等。

首先，儘管內地市場基本上允許所有在岸機構投資者直接使用大宗交易平台，而 QFII 及 RQFII 亦可間接使用該平台，但大部分離岸機構投資者都沒有 QFII / RQFII 的資格，投資 A 股只能透

---

27 有關內地市場大宗交易機制的資料來自以下版本的交易規則：《上海證券交易所交易規則》，上交所發布，2018 年 8 月 6 日；《深圳證券交易所交易規則》，深交所發布，2016 年 9 月 30 日。

28 資料來源：《上市公司國有股權監督管理辦法》，國務院國有資產監督管理委員會發布，2018 年 5 月 16 日。

29 合格投資者包括社會保障基金、退休基金及慈善基金、向中國證券投資基金業協會登記備案的投資計劃、私募基金經理及符合中國證監會規定的合格投資者資格的投資者。詳情請參閱《私募投資基金監督管理暫行辦法》，中國證券監督管理委員會（中國證監會）發布，2014 年 8 月 21 日。

30 見《上海證券交易所合格境外機構投資者和人民幣合格境外機構投資者證券交易實施細則》，上交所發布，2014 年 3 月 19 日；《深圳證券交易所合格境外機構投資者和人民幣合格境外機構投資者證券交易實施細則》，深交所發布，2014 年 4 月 25 日。

31 深交所接受成交量加權平均成交價的定價申報，但上交所目前暫不接受（見《關於修訂《上海證券交易所交易規則》的通知》，上交所發布，2018 年 8 月 6 日）。

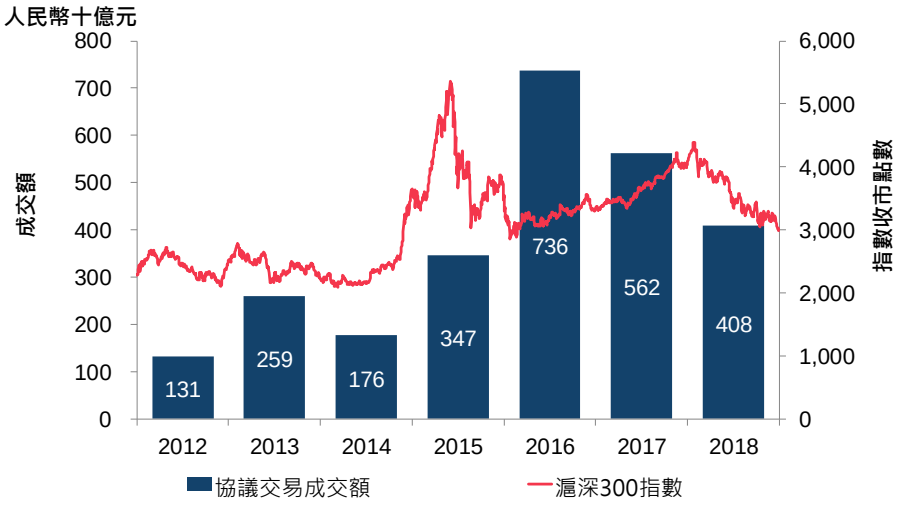
32 上交所接受輸入成交申報的時間（上午 9 時 30 分至 11 時 30 分、下午 1 時至 3 時及下午 4 時至 5 時）目前暫不可使用。見《關於修訂《上海證券交易所交易規則》的通知》，上交所發布，2018 年 8 月 6 日。

33 見上交所及深交所網站有關交易費的詳情。

過「滬股通」及「深股通」進行。此外，在岸的機構投資者數目還少，機構投資者的交易總額僅佔市場交易總額約 10%至 20%[34]，低於其他主要市場（例如香港市場的數字是 55%）[35]，所以，來自這些在岸機構投資者按資產管理需求而進行的大宗交易成交量會相對較低，更遑論是 QFII / RQFII。由於很多離岸機構未能使用大宗交易平台，進一步限制了在平台上的交易對手數量，繼而影響到大宗交易的時間性及定價。第二，據離岸市場參與者反映，平台上的流動性受限制是亦因為大宗交易在申報及獲披露前，其相關的款項及股份都鎖定在大宗交易平台上。第三，國有股份的大宗交易所受的限制更多（見上文第 2.1 節）。這些都是導致中國內地大宗交易市場佔比相對不高的原因。

儘管如此，在內地證券交易所進行的大宗交易近年有上升的趨勢。在 2015 年股票指數創下新高後，2016 年的協議交易成交額亦升至人民幣 7,360 億元的高位（見圖 3）。

圖 3：中國內地市場協議交易全年成交額與滬深 300 指數每日收市點數（2012 年至 2018 年）



資料來源：協議交易成交額來自 WFE；股指資料來自彭博。

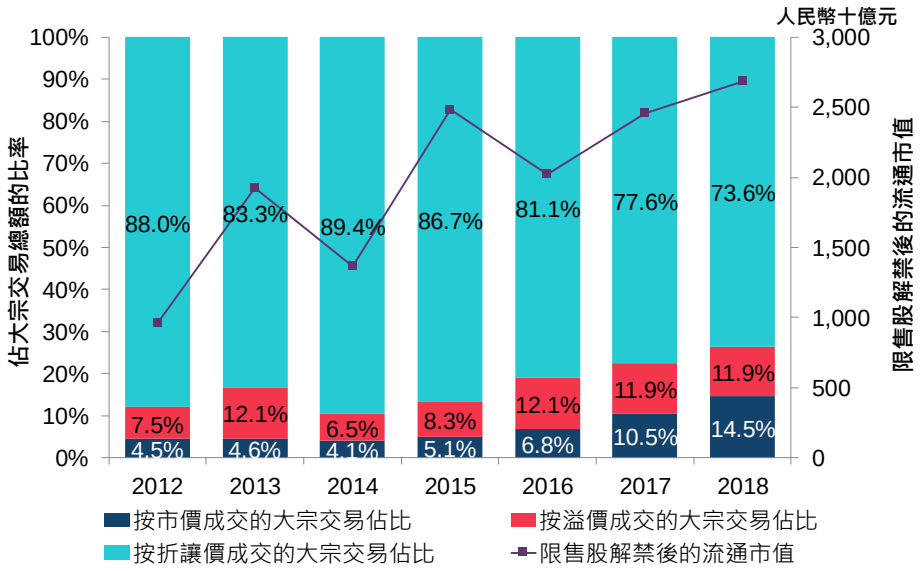
大宗交易是限售股解禁後進行買賣的主要方式之一[36]。這些股份變為流通股後，大股東即可於市場上向投資者出售持股。因此，A 股的大宗交易大部分由賣方驅動，因而可能會對價格波動造成壓力。這些由賣方驅動的大宗交易，成交價格通常低於市價。據觀察，以折讓價成交的大宗交易股份，近年佔大宗交易總成交額約 74%至 89%（見圖 4）。

[34] 資料來源：〈A 股與美股對比：投資者結構及交易特徵〉，載於《新浪網》，2019 年 6 月 9 日。

[35] 資料來源：香港交易所調查報告〈現貨市場交易研究調查 2018 〉，載於香港交易所網站，2019 年 7 月。

[36] 資料來源：〈減持新規限售股解禁期至　私募積極介入大宗交易業務〉，載於《中國基金報》，2018 年 6 月 4 日。

圖 4：中國內地市場大宗交易的分布與限售股解禁後的流通市值（2012 年至 2018 年）



資料來源：eastmoney.com。

為鼓勵較平衡的交易行為及透明市場，中國證券監督管理委員會（簡稱「中國證監會」）於 2015 年 7 月、2016 年 1 月及 2017 年 5 月向上市公司大股東及高級管理層，以及「定增基金」[37]發布減持股份的指引[38]。根據 2017 年的最新指引，上述權益人大手減持股份須受若干限制。持有上市公司百分之五以上權益或當初透過私人配售購入股份者，在限售股解禁後 12 個月內沽售的股數不得超過其持股的 50%。同時，在任意連續 90 日內透過大宗交易轉移的股份不得超過公司總股本數目的百分之二，而買方購入股份後六個月內亦不得賣出[39]。鑒於以上種種限制，按折讓價成交的大宗交易（作為賣方驅動的大宗交易的指標）的佔比自 2016 年起逐漸減少至 2018 年的 74%，是 2012 年以來的最低。

此外，某些股票互惠基金是靠大宗交易機制來應付贖回要求。這當中包括 2015 年 2 月推出的定增基金[40]。定向增發的股票通常由上市公司以低於市價出售，並有一年或三年的禁售期[41]。禁售期屆滿後，基金可透過公開市場或大宗交易出售其持股[42]。於 2018 年底，內地市場共有 53 隻定增基金，涉及管理資產人民幣 280 億元（見圖 5）。

37 「定增基金」是指專門購買定向增發股份的互惠基金。

38 分別為《中證監公告[2015]18 號 — 上市公司大股東及董事、監事、高級管理人員 6 個月內不得減持》、《中證監公告[2016]1 號 — 上市公司大股東、董監高減持股份的若干規定》與《中證監公告[2017]9 號 — 上市公司大股東、董監高減持股份的若干規定》，中國證監會發布。

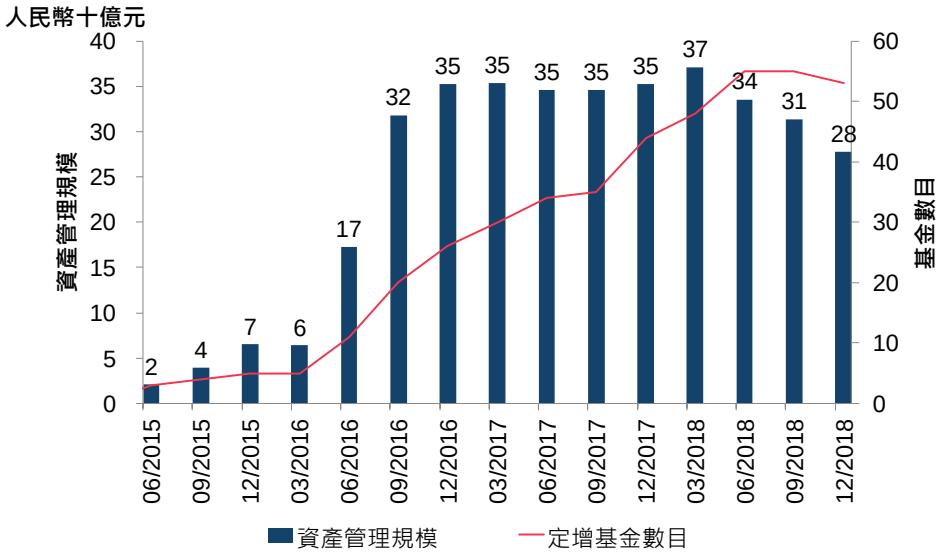
39 《上海證券交易所上市公司股東及董事、監事、高級管理人員減持股份實施細則》，上交所發布，2017 年 5 月 27 日；《深圳證券交易所上市公司股東及董事、監事、高級管理人員減持股份實施細則》，深交所發布，2017 年 5 月 27 日。

40 資料來源：〈轉型 LOF，國投瑞利告別定增，該走還是留？〉，載於《每日經濟新聞》，2016 年 8 月 8 日。

41 資料來源：〈定增市場的投資方法及收益來源解析〉，載於《格隆匯》網站，2017 年 11 月 30 日。

42 資料來源：〈定增基金真會玩：大宗交易成減持新「梯子」〉，載於《經濟觀察報》，2017 年 9 月 16 日。

圖 5：中國內地市場定增基金季末資產管理規模及數目（2015 年第二季至 2018 年第四季）

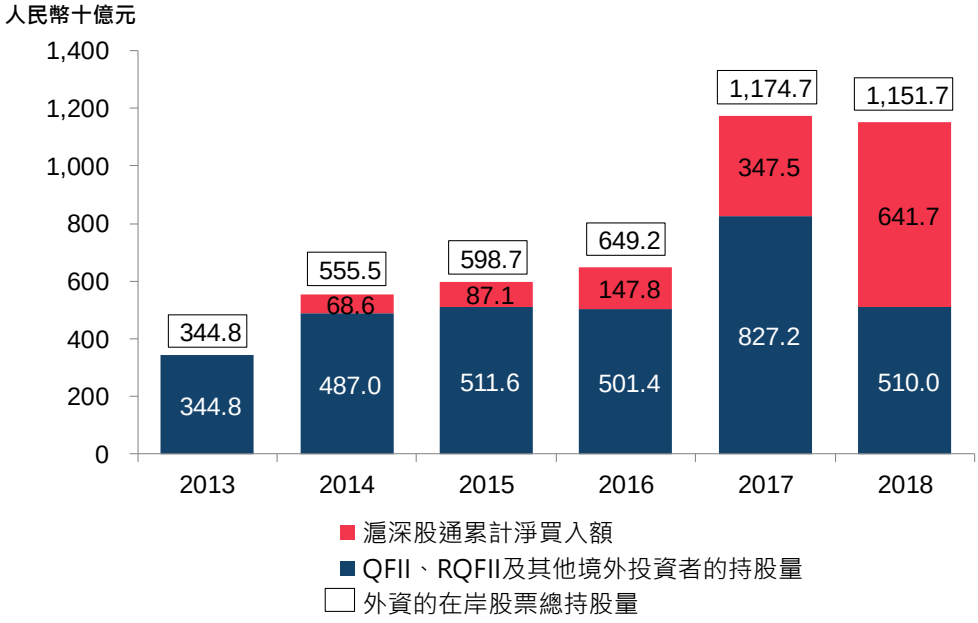


資料來源：Wind。

2.3 透過「滬股通」及「深股通」進行 A 股大宗交易的潛在需求

透過「滬股通」及「深股通」（合稱「滬深股通」），A 股的投資者基礎擴闊至包括比 QFII 和 RQFII 更廣泛的全球機構（與個人）投資者。滬深股通於 2018 年成為最受歡迎的 A 股交易渠道（見圖 7）。這些投資者對 A 股大宗交易或潛藏着很大的需求。

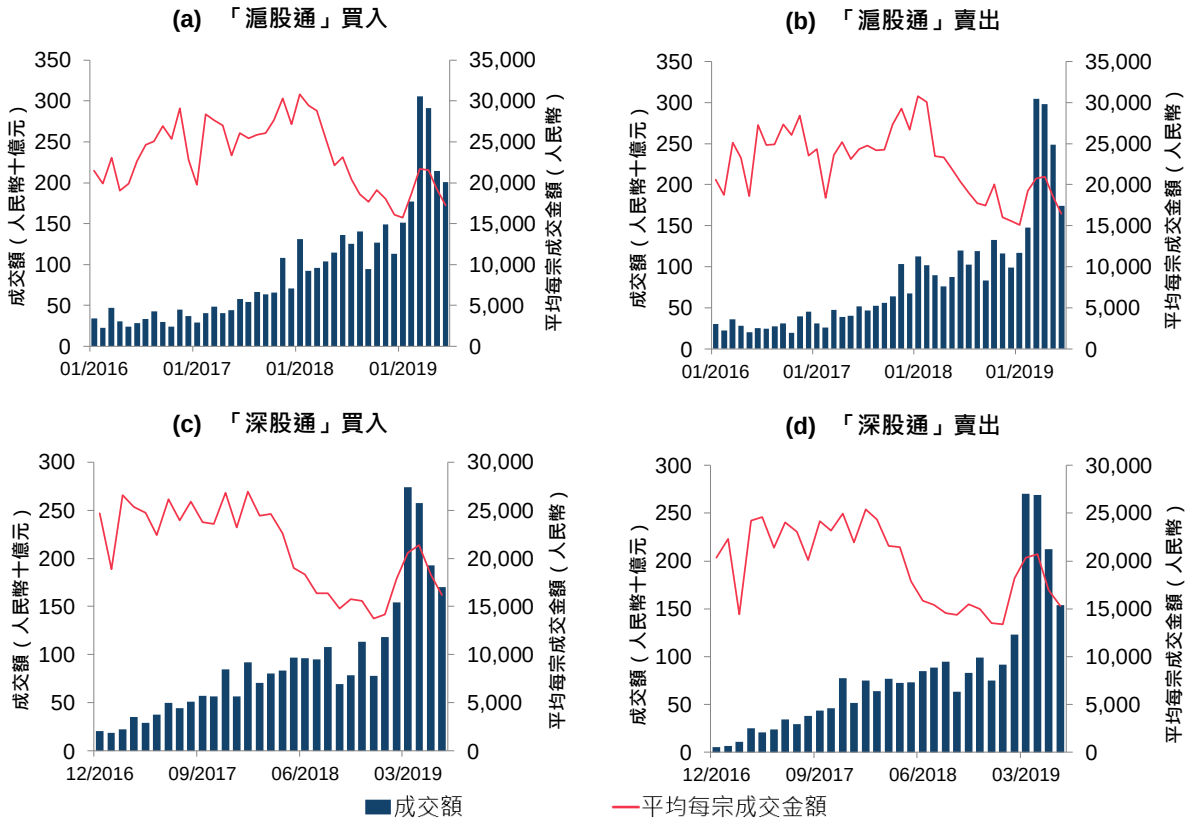
圖 6：年末外資於內地市場在岸股票的投資總額（2013 年至 2018 年）



註：QFII、RQFII 及其他境外投資者的持股量為估算數字，按外資的在岸股票總持股量減去滬深股通的累計淨買入額計算。
資料來源：「滬深股通」累計淨買入額源自香港交易所；外資的在岸股票總持股量源自 Wind。

統計數據顯示越來越多機構投資者參與「滬深股通」 — 特別獨立户口(SPSA)[43]的數目由 2017 年 6 月的約 1,700 個增至 2018 年 9 月的 6,363 個[44]，更在 2019 年 7 月增至逾 8,200 個[45]。其中的原因包括「滬深股通」每日淨買入的額度，自 2018 年 5 月由 130 億元人民幣增至四倍的 520 億元人民幣，隨後是 A 股獲納入各主要全球指數。目前，透過「滬深股通」進行的大宗交易安排僅適用於某些非交易過戶[46]。機構投資者若因其他目的需要在「滬深股通」執行大宗買賣盤，唯有將之拆分為較小的買賣盤，才可在交易所買賣。這可從「滬深股通」的交易與內地交易所場內電子交易的數據看出 — 兩者有相若的平均每宗成交金額（約人民幣 20,000 元）（分別見圖 7 與表 2）。

圖 7：「滬深股通」每月成交額及平均每宗成交金額（2016 年 1 月至 2019 年 6 月）



註：深港通於 2016 年 12 月推出。
資料來源：香港交易所。

隨著 A 股獲納入全球股票指數，帶動更多離岸被動型投資基金投資於 A 股，預期透過「滬深股通」買賣的 A 股成交額將進一步增長。A 股獲納入各全球指數的成份股籃子中的比重預期會進一步擴張，以及相關的 ETF 會有所增長，那麼全球投資者對 A 股大宗交易的需求在指數重整或申贖基金單位時將會增加：

- **MSCI** 自 2018 年 6 月開始至 2018 年 8 月分兩個階段將 A 股納入其全球指數系列（包括新興市場指數），最初的部分納入因子為 5%（按 2018 年 5 月權重計約 0.8%)。納入因子將逐步

[43] 特別獨立户口是機構投資者（以投資者號碼）開設的戶口，以符合透過滬深股通進行交易的前端監控規定。一個特別獨立戶口可執行最多 20 個交易所參與者的買賣盤。交易所參與者應事先確認其基金經理客戶有權將不同特別獨立戶口的買賣盤併合計算及決定於個別戶口的股份分配，並須確定其符合適用法律、規則及規例，且並無不當挪用客戶資產。（請參閱於《常問問題》（問題 1.48.1），載於香港交易所網站，2018 年 9 月 3 日。）

[44] 請參閱〈有關進一步增加 MSCI 指數 A 股權重的諮詢總結〉(“Conclusion of consultation on further weight increase of China A shares in the MSCI indexes”)，MSCI 網站指數諮詢，2018 年 12 月。

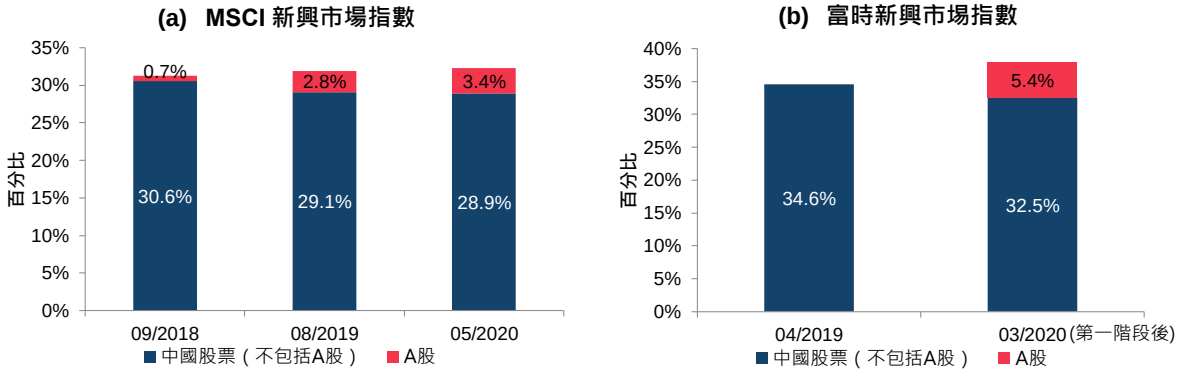
[45] 資料來源：香港交易所。

[46] 這包括股票借貸、糾正錯誤交易、交易後由基金經理將股份併合買賣盤分配至不同戶口的基金或子基金等。請參閱滬深股通的《市場參與者資料文件》第 3.37 節「非交易過戶」(Non-trade Transfer)，載於香港交易所網站，2019 年 2 月 15 日。

增至 100%（按權重計約為 16.2%）[47]。2019 年 2 月，MSCI 決定由 2019 年至 2020 年分階段將大型及中型股的納入因子由 5%增至 20%[48]（見圖 8a）。按照 2018 年 6 月追蹤 MSCI 新興市場指數的基金資產管理規模約 18,000 億美元[49]計算，A 股在完全獲納入後所吸引的投資額將由一開始約 200 億美元躍升至約 3,000 億美元。

- **富時羅素**於 2019 年 6 月開始了將 A 股納入富時全球股票指數系列（包括新興市場指數）的第一階段，分三期進行，直至 2020 年 3 月（見圖 8b），預期一開始可吸引指數追蹤基金投資於 A 股的金額會達到約 100 億美元[50]。
- **標普道瓊斯**自 2019 年 9 月開始以 25%的加權因子將 A 股納入其全球基準指數[51]。

圖 8：MSCI 新興市場指數及富時新興市場指數（納入 A 股後）的中國股票權重推算



註： MSCI 新興市場指數的權重按 2019 年 1 月 22 日的股價計算。富時新興市場（大型及中型股）指數 2020 年 3 月第一階段三期結束後的權重按 2019 年 6 月 21 日的股價計算。

資料來源：〈有關進一步增加 MSCI 指數 A 股權重的諮詢總結〉("Conclusion of consultation on further weight increase of China A shares in the MSCI indexes")，載於 MSCI 網站的指數諮詢版頁，2019 年 2 月；〈納入中國 A 股——七大要點〉("China A shares inclusion — Seven key points")，載於富時羅素網站的網誌，2019 年 6 月 24 日。

結構性產品的普及化亦會使對「滬深股通」大宗交易的需求增加。一項研究[52]指出，儘管監管規定在 2007 年至 2008 年的全球金融危機後已有所收緊，但亞洲零售結構性產品的銷售額仍逐漸上升。該研究指出，主要亞洲市場（包括中國內地、中國香港、日本、南韓及新加坡）的零售結構性產品銷售額截至 2015 年年底已超過 7,500 億美元，與 2012 年數字比較的複合年增長率為 4%。以 A 股為掛鈎資產的離岸股票結構性產品及衍生產品的預期增長，會帶動大宗交易的需求增加，用以提升有關產品的結算效率（見第 1.2 節）。

總括而言，隨著透過「滬深股通」買賣 A 股的機構投資者及其 A 股所佔的資產配置增加，預期 A 股大宗交易的潛在需求亦會增加。

47 資料來源：Chia, C. P.〈中國的時代來臨〉("The world comes to China")，載於 MSCI 網站的網誌，2018 年 5 月 23 日。

48 資料來源：〈有關進一步增加 MSCI 指數 A 股權重的諮詢總結〉("Conclusion of consultation on further weight increase of China A shares in the MSCI indexes")，MSCI 網站的指數諮詢版頁，2019 年 2 月。

49 資料來源：〈MSCI——股票指數領袖〉("MSCI – A leader In equity indexes")，MSCI 網站，2019 年。

50 資料來源：〈富時羅素將中國 A 股提升至新興市場級別〉("FTSE Russell promotes China A shares to emerging market status")，富時羅素新聞稿，2018 年 9 月 26 日。

51 資料來源：〈標普道瓊斯指數 2018 年國家分類諮詢結果〉("S&P Dow Jones Indices' 2018 country classification consultation results")，載於標普道瓊斯指數網站的公告，2018 年 12 月 5 日。

52 Wu, A. 與 C. Pitts（2017）〈亞洲結構性產品〉("Asian structured products")，載於《研究基金會簡介》(*Research Foundation Briefs*)，第 3 冊第 6 期，2017 年 8 月。

3. 香港市場的大手交易

3.1 香港市場非自動對盤交易機制

香港市場設有「非自動對盤交易」機制，可切合港股大手交易的需要。非自動對盤交易是指交易所參與者自行協議達成的交易，而不用經過香港交易所旗下營運證券市場的附屬公司 — 香港聯合交易所有限公司（聯交所） — 的「領航星交易平台—證券市場」（OTP-C）的公開競價及對盤環節。非自動對盤交易須向聯交所申報交易細節。非自動對盤交易分為兩類：一類是非兩邊客交易（標記為「M」），另一類是兩邊客交易（標記為「X」，有時亦稱「交叉盤買賣」）。M 類交易是經兩名不同交易所參與者執行的交易，X 類交易則是同一名交易所參與者代表不同投資者進行的交易。兩邊客交易亦涵蓋在香港市場進行的黑池交易或另類平台交易。在香港市場，大手交易可按 M 類或 X 類交易的形式進行。

香港市場的非自動對盤交易對每筆交易的金額及交易時間的安排均甚靈活，但對交叉盤買賣的價格有所限制。非自動對盤交易對單筆交易並無明確的最低數量或金額的要求（例如買賣一股也可）。不過，於開市前時段及持續交易時段，如單筆大手交易涉及股數超過 3,000 手[53]，就會因為超過了 OTP-C 自動對盤機制能接受的買賣盤的最大股份數量，而只可按非自動對盤交易形式進行。非自動對盤交易可以隨時進行，包括開市前時段、持續交易時段、收市競價時段以及收市後交易時段，但須遵守有關非自動對盤交易申報時間的交易所規則（見下段）。在持續交易時段內，屬交叉盤買賣的非自動對盤交易須遵守價格上下限（24 個價位）。換言之，價格必須處於上日收市價、當日截至交易時最低買入價及最低賣出價之下的 24 個價位、與上日收市價、當日截至交易時最高買入價與最高賣出價之上的 24 個價位之間[54]。

在交易透明度方面，於香港市場進行非自動對盤交易要及時申報交易。如非自動對盤交易並非在黑池進行，交易所參與者須在交易日（T 日）進行交易後 15 分鐘內申報，如交易是於收市後進行的，則須在下一個交易日（T+1 日）上午 9 時 45 分或之前申報。在黑池進行的非自動對盤交易[55]，交易所參與者則須在執行交易後 1 分鐘內申報。若為兩邊客的非自動對盤交易（即交叉盤買賣），包括在黑池進行的交易，交易所參與者須申報及檢視交易詳情。若為非兩邊客的非自動對盤交易，只須賣方交易所參與者進行申報，而買方交易所參與者須在申報日的交易時段內檢視所申報交易的資料。每名交易所參與者均須於交易日結束後檢視其買賣兩邊的交易日誌。

個別股票的市價及指數在計算時均不會包括非自動對盤交易的價格，但計算成交數字時則計及非自動對盤交易的成交。就恒生綜合大型股、中型股及小型股指數的成份股，以及有 A 股在內地交易所上市的 H 股而言，收市價於收市競價時段透過競價機制釐定。其他股票的收市價[56]則按持續交易時段最後一分鐘內五個按盤價（每個相隔 15 秒）的中位數計算，直至 2019 年 10 月 8 日起，有關股票也會被納入收市競價機制為止。

上交所、深交所與香港交易所各自對於大手交易的交易安排載於附錄二。

---

53 「手」指每隻股票的買賣單位，為固定的股數。各個股票可有不同的每手股數。

54 見聯交所的《交易所規則》第五章〈交易〉。

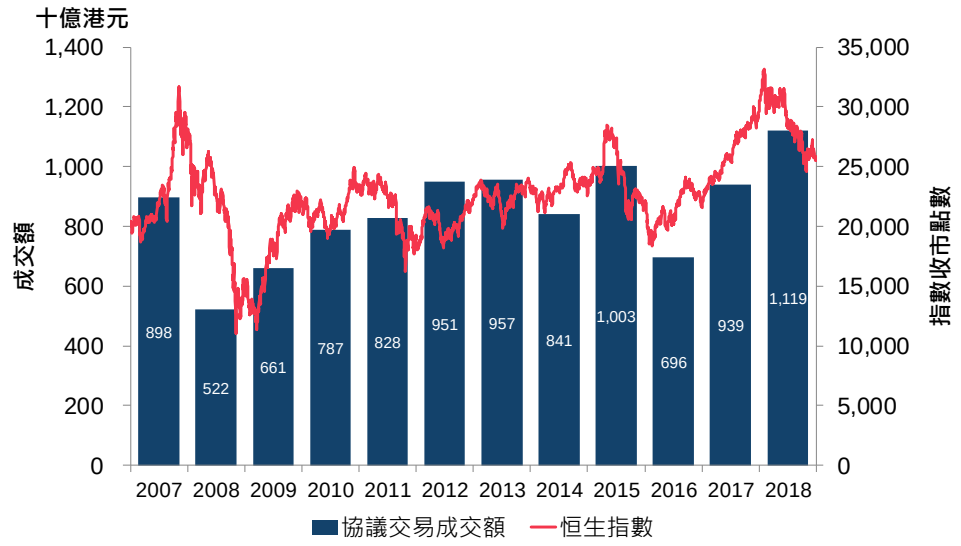
55 根據證監會報告（《關於香港另類交易平台的主題檢視報告》，2019 年 4 月 9 日發布），在香港營運的黑池共有 16 個，主要是經紀行或銀行的內部交易系統。黑池內同一交易所參與者的買盤和賣盤會作內部配對（即內部化），之後才傳送至交易所市場。香港交易所的數據顯示，2016 年 10 月至 2017 年 9 月期間，交易所參與者營運的黑池成交量約在 150 億港元至 250 億港元之間（佔市場總成交的 1.0%至 1.7%）。監管機構意識到黑池交易牽涉到投資者保障問題，2015 年 12 月起禁止散戶於黑池交易。

56 由 2019 年 10 月 8 日起，收市競價交易時段覆蓋的證券將擴大至所有股本證券（包括預託證券、投資公司、優先股及合訂證券）和基金（包括 ETF 及房地產投資信託基金）。資料來源：《香港交易所將擴大收市競價交易時段產品覆蓋範圍至所有股本證券及基金》，香港交易所新聞稿，2019 年 7 月 5 日。

3.2 港股的大手交易活動

WFE 有關協議交易的數據可用作在香港市場進行的大手交易的參考指標。有關數據所反映的非自動對盤交易中[57]，大部分是大手交易。恒生指數（恒指）在 2018 年創新高時，該年的協議交易成交額亦創出歷史新高（見圖 9）。協議交易的成交量與恒指的表現趨勢似乎很相似，也在某程度上反映了在香港市場進行的大手交易一般在股市上揚時更為活躍，而在股市下挫時則較不活躍。這有別於內地市場的大宗交易以賣方驅動的交易佔大多數。

圖 9：香港市場協議交易的全年成交額與恒生指數每日收市點數 (2007 年至 2018 年)



資料來源：協議交易成交額來自 WFE；指數數據來自彭博。

為了如上文第 1 節所討論的目的，香港市場股票大手交易的需求隨著香港資產及財富管理業務的逐步增長（資產規模在 2018 年年底攀至 239,550 億港元[58]）而大幅提升。這些業務包括資產管理以及資金管理顧問業務，資產規模在 2018 年達到 164,470 億港元。當中的機構投資者包括主動型及被動型資產管理人，他們會按上文 1.2 節所述的目的而進行股票的大手交易。涉及大手交易的香港市場上市股票包括 H 股，而「H 股全流通」試點計劃將會增加其流動性。中國證監會於 2017 年 12 月宣布推行試點計劃[59]，通過將入選 H 股公司的內地股東所持有的非流通股轉換為 H 股，實現 H 股的「全面流通」。隨後，三家中國公司於 2018 年獲批參與 H 股全流通計劃。進行「H 股全流通」後，H 股公司大股東及高級管理層持有的非流通股即可在香港市場買賣。鑒於試點計劃運行順暢，中國證監會與相關部門正計劃擴大「H 股全流通」的範圍[60]。此舉或會增加市場對原本由內地大股東持有的 H 股作大手買入或賣出的需求。

3.3 經「港股通」進行大手交易的潛在需求

隨着內地與香港市場互聯互通的程度加深，涉及香港市場上市股票的跨境資產管理業務預期將持續增長。就如「滬深股通」，「港股通」淨買入的每日額度在 2018 年 5 月由人民幣 105 億元大增三倍至 420 億元（「滬港通」及「深港通」的額度相同）。經「港股通」淨買入香港市場股票的累計金額一直保持增長 — 截至 2019 年 6 月底，「滬港通」下的「港股通」淨買入達 6,571 億港元，「深港通」下的「港股通」淨買入達 2,231 億港元（見圖 10）。「滬港通」及

[57] 由於並無成交額限制，香港的非自動對盤交易不僅涵蓋增發以及樓上大宗交易，亦包括涉及數額非常小的交易 — 碎股交易（交易數量不足一手）及特別買賣單位的交易（交易量不等於一手的倍數）。香港交易所的數據表示，股份增發（大手交易的主要類型）約佔市場總成交額的 4%，而所有協議交易約佔市場總成交額的 6%。

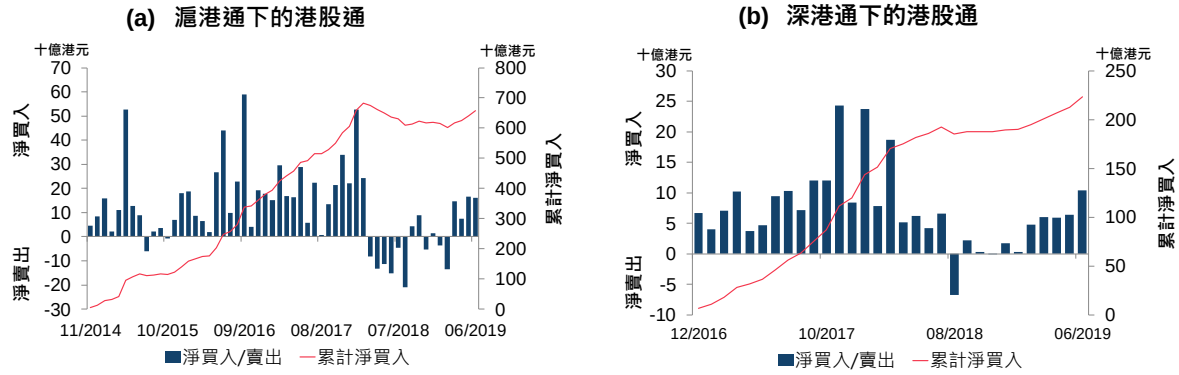
[58] 資料來源：證監會 2018 年資產管理調查。

[59] 〈中國證監會深化境外上市制度改革〉，中國證監會新聞稿，2017 年 12 月 29 日。

[60] 資料來源：〈證監會有關負責人就進一步擴大資本市場對外開放答記者問〉，載於中國證監會網站，2019 年 6 月 14 日。

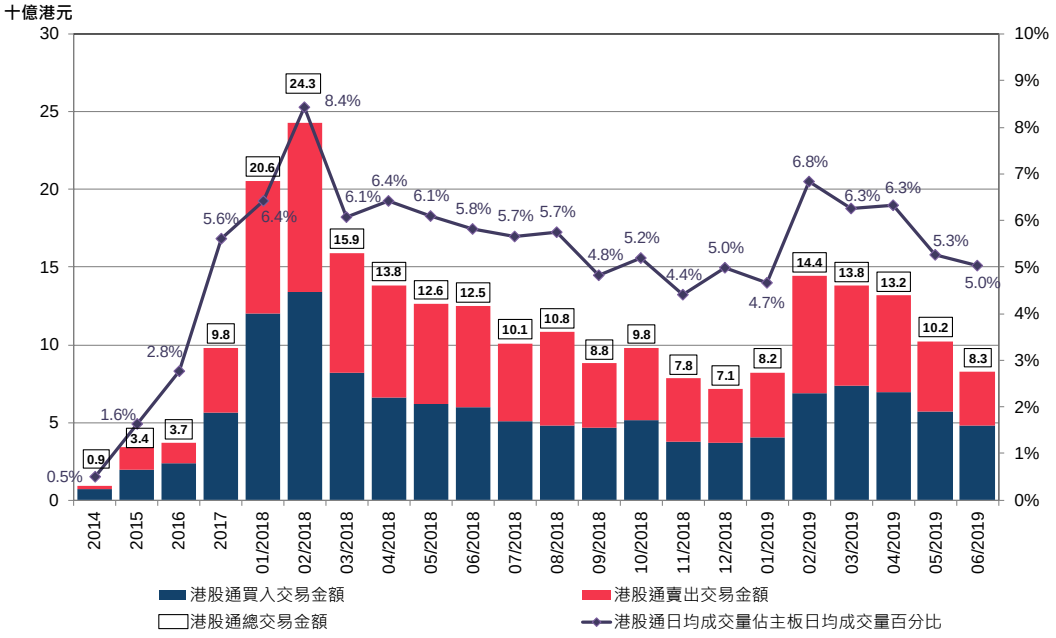
「深港通」下的「港股通」的日均成交額（包括買入及賣出交易）於 2019 年上半年分別約為 71 億港元及 40 億港元。這佔香港股市總成交額（單邊計）約 5%-6%（見圖 11）。

圖 10：經「港股通」進行的港股淨買入/賣出 (2014 年 11 月至 2019 年 6 月)



資料來源：香港交易所。

圖 11：「港股通」日均成交額 (2014 年至 2019 年 6 月)



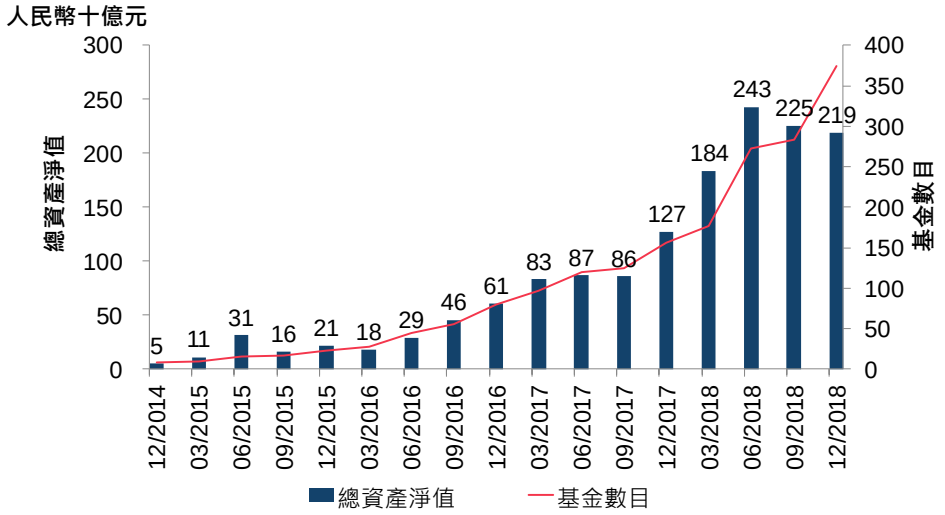
註：由 2014 年 11 月 17 日「滬港通」開通起計。深港通於 2016 年 12 月 5 日開通後亦計算在內。

資料來源：香港交易所。

「港股通」交投的增長，部分歸因於內地互惠基金的參與度日高，其中包括合格境內機構投資者（QDII）基金以及通過「港股通」投資港股的基金（下稱「內地通基金」）[61]。這些內地通基金數目於 2018 年年底錄得 375 個的新高，投資於港股的總資產淨值為人民幣 2,190 億元（見圖 12）。主動型管理模式以及申贖基金單位都可能涉及短時間內進行大額交易，增加對大手交易的需求（見 1.2 節）。由於現時「港股通」無法進行大手交易，這些互惠基金會透過程式交易的方法進行多筆小額交易來完成大額買賣盤。這可從「港股通」的平均交易與香港交易所場內電子交易的數據中可見一斑 — 兩者的平均每宗成交金額相若（約 60,000 港元）（分別見圖 13 及見 1.4 節表 2）。

61 見〈滬港深基金業績報告：QDII 基金發展受限　滬港深基金崛起〉，載於《金融界》網站，2018 年 1 月 19 日。

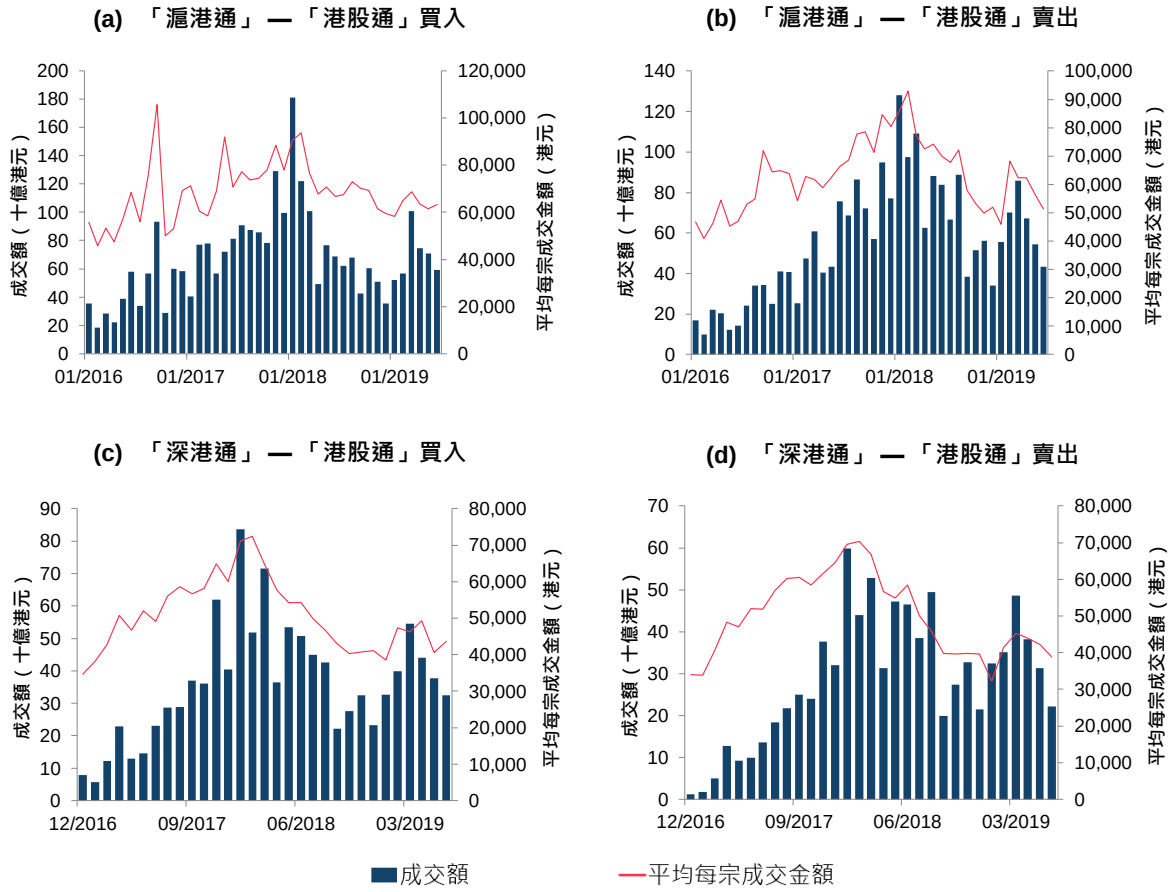
圖 12：內地通基金 — 季末總資產淨值及基金數目（2014 年第四季至 2018 年第四季）



註：僅包括有匯報季度總資產淨值的基金。有部分基金發行量不止一批。

資料來源：Wind。

圖 13：「港股通」每月成交額及平均每宗成交金額（2016 年 1 月至 2019 年 6 月）



註：「深港通」於 2016 年 12 月推出。

資料來源：香港交易所。

4. 總結

股本證券市場設置大手交易機制可盡量減輕大額交易所帶來的價格影響、避免向市場發出不必要的信號。這可令需要買入或沽出大手股份的人士，可以進行一次性交易就完成所需買賣，而成交價格和時間的確定性都比在競價市場交易更高。環球資產管理行業的增長亦不斷推動市場對大手交易的需求，這主要是來自指數調整和申贖基金單位時所涉及的股份買賣；另外，為配合結構性產品和股本證券衍生產品的發展而要提高交收效率等的因素，亦推動進行大手交易的需求。

不論在中國內地或香港市場，證券交易所都有特別機制，利便大手交易又或申報協議交易（當中包括大手交易）。在內地市場，大手交易以賣盤驅動的交易為主導，當中主要是大股東在禁售期結束後減持名下的大額持股。這與在包括香港在內的成熟市場進行的大手交易多由資產管理活動為誘因的情況有所不同。不過，內地市場逐漸開放，從國際投資者能通過「滬股通」和「深股通」進一步參與 A 股市場，「滬股通」和「深股通」淨買入的每日額度的提高，以及環球被動式的 A 股投資隨着 A 股成功納入國際指數而不斷增長等，就能看出。這些進展全都會促進內地市場為資產管理的目的而對大手交易有更大的需求，就如其他國際市場一樣。

與此同時，在香港市場進行大手交易的需求也愈來愈大，這受多方面因素所支持，包括：香港資產管理業的增長，投資港股的內地基金數目與金額不斷上升，以及 H 股全流通或會促成更多原本由內地 H 股公司的大股東持有的股份的大手買賣等。

由於跨境大手交易機制的潛在需求日高，而內地與香港市場之間的跨境交易現時大都經「滬深港通」進行，市場值得研究可否進一步優化內地與香港兩邊市場的互聯互通，在適當的安排及可控的環境下，引進大手交易的安排，切合投資者的需求。屆時跨境市場流動性將可進一步提高，投資者也可以較佳的條件執行交易。

附錄一：歐洲另類交易場所的近期發展

歐洲的證券交易所都有推出大手交易配套設施，以爭取黑池流動性。在這類設施進行的交易活動增幅顯著，主要是受監管規則的發展所影響 — 當局推出了第二版的金融工具市場指令(MiFID II)。在歐洲，黑池交易只要符合四大豁免條件[62]其中一項（包括屬協議交易、參考價交易、在買賣盤管理設施進行的交易以及大額交易），即可豁免遵守交易前透明度的規定（見表 A1）。

表 A1：MiFID 就交易場所的交易前透明度豁免規定

豁免類型	說明
協議交易豁免(NTW)	這豁免讓交易雙方可在掛賬冊以外自行議定交易，前提是交易價格是處於成交價加權平均價(VWAP)的範圍內（即不超出交易 VWAP 的上下限），又或交易價格須符合現行市價以外的條件。
參考價豁免(RPW)	這豁免讓於外部參照的買賣盤可按(例如)主要交易場所的買入及賣出價的中間點對盤。
買賣盤管理設施豁免(OMF)	這豁免讓有關買賣盤（例如冰山指令或止蝕指令等）在成交及向市場披露前，可在交易場所的買賣盤管理系統內繼續保留而毋須披露。
大額交易(LIS)	這豁免讓按任何價格或機制進行的大手交易都不用遵守交易前透明度規定。交易金額須超過一定規模（按股份規模而異，最高為大型股的 500,000 歐元）。

資料來源：歐洲證券及市場管理局。

自 2018 年起，MiFID II 禁止使用經紀交叉網絡系統（佔歐洲股本證券交易的 4%至 5%）[63]，同時引進成交量雙重上限(DVC)[64]，以限制按參考價豁免(RPW)及協議交易豁免(NTW)進行的黑池交易 — 佔有關股份在每個交易場所的總成交量不多於 4%，以及佔該股份於所有歐盟交易場所的總成交量不多於 8%。一旦超越上限，相關交易場所必須停止該股份的黑池交易六個月。大額交易豁免(LIS)對黑池交易而言愈顯重要，而隨著證券日均成交量與日俱增，大額買賣盤交易門檻（最低交易金額）亦逐步提高。

眼見部分銀行設立系統化的內部撮合器(SI)填補市場的空隙[65]，歐洲的證券交易所也紛紛推出大額交易的黑池配套設施，當中包括 2016 年 9 月倫敦交易所與 Plato Partnership 合作推出的 Turquoise Plato（適用於歐洲及美國股票），以及 2017 年 7 月 Euronext 夥拍 AX Trading 推出的 Euronext Block（適用於歐洲股票）。經這些設施進行的大手交易，近兩年的單日成交都先後刷新紀錄 — Turquoise Plato Block Discovery（Turquoise Plato 用於配對大手交易指示或附條件指令的平台）於 2019 年 1 月 31 日錄得 6.53 億歐元[66]，Euronext Block 於 2018 年 8 月 1 日錄得 2,400 萬歐元[67]。

[62] 資料來源：〈交易前透明度規定的豁免〉("Waivers from Pre-trade Transparency")，載於歐洲證券及市場管理局（European Securities and Markets Authority，簡稱 ESMA）網站，2016 年 6 月 20 日。

[63] 資料來源：Puaar, A.、J. Schack 與 A. Kemmsies〈讓那裏有光：Rosenblatt 每月黑池流動性報告—歐洲版〉("Let there be light: Rosenblatt's Monthly Dark Liquidity Tracker – European Edition")，Rosenblatt 證券市場的架構分析，2018 年 9 月 21 日。

[64] 見〈Double volume cap mechanism〉版頁，載於 ESMA 網站，於 2019 年 8 月 2 日瀏覽資料。

[65] 見 Hadfield, W.〈交易員在歐洲新規實行時會留意的兩個字〉("These are the two words traders will be paying attention when Europe's New Rules kick in")，載於彭博網站，2017 年 12 月 18 日。

[66] 資料來源：〈Turquoise Plato Block Discovery〉版頁，載於倫敦交易所集團網站，於 2019 年 7 月 31 日瀏覽資料。

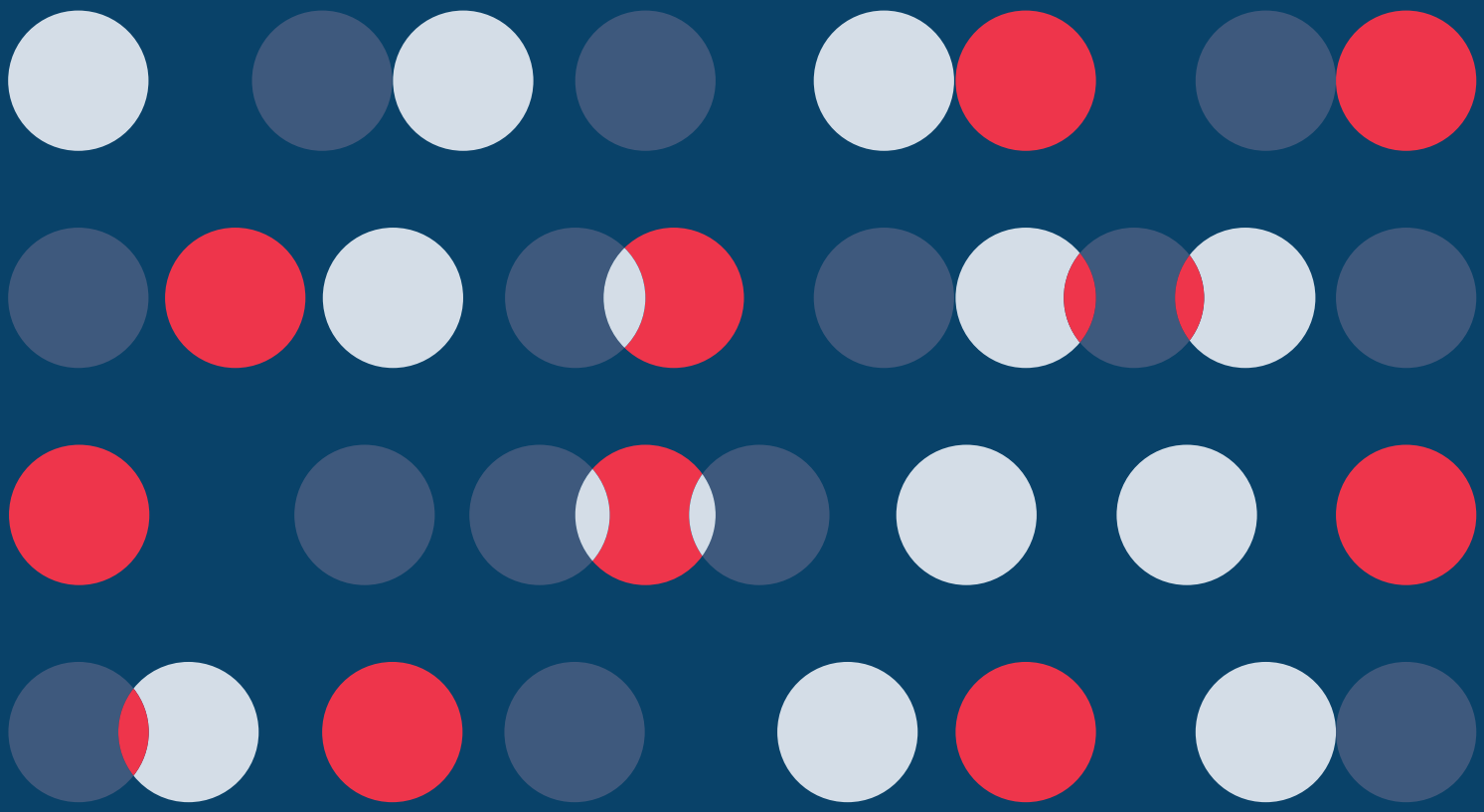
[67] 資料來源：Taylor, V.〈Euronext Block 繼續增長：記錄新高交易和改善計劃〉("Euronext Block continues to grow: Record trades and planned improvements")，載於 Linkedin 網站的貼文，2018 年 9 月 4 日。

附錄二：內地與香港市場的大手交易安排

特徵	上海證券交易所	深圳證券交易所	香港交易所
執行方式	專設平台處理 交易意向申報、自行商議 及固定價格競價		自行商議 （無專設平台）
數量限制	300,000 股或人民幣 200 萬元		無
交易時段	意向申報： 09:30-11:30; 13:00-15:30 成交申報： 15:00-15:30 固定價格申報: 15:00-15:30	協議大宗交易(意向申報)： 09:15-11:30; 13:00-15:30 協議大宗交易確認(成交申報)： 15:00-15:30 盤後定價大宗交易： 15:05-15:30	隨時
交易價格限制	上日收市價的 ±10% (ST 及*ST 股票： 不超過上日收市價的 ±5%； 若 A 股上日收市價 低於人民幣 0.1 元， 則限為人民幣 0.01 元)	上日收市價的±10% (ST 及*ST 股票： 不超過上日收市價的 ±5%)	該交易日持續交易時段 (截至執行交易時) 全日高位之上 24 個價位 與全日低位之下 24 個價位 之間
對指數計算及衍生產品結算的影響	計算股票指數價格或股本衍生產品結算價時不予計算大手交易的價格， 但大手交易會計入證券成交內		
申報規定	協議大手交易：買賣雙方均須申報交易 (按上列交易時段提交指令完成申報)		協議交易： 僅賣方需要申報交易 （交叉盤買賣則由該 交易所參與者申報） 屬非黑池交易：須於 T 日 交易後 15 分鐘內申報 （收市後交易時段的交易 須在 T+1 日上午 9 時 45 分或之前申報） 屬黑池交易：須於 T 日交 易後 1 分鐘內申報

註：附有 ST 或 ST*標記的股票為需要「特別處理」的股票，是對投資者的風險警示。

資料來源：香港交易所網站及聯交所的《交易所規則》第五章；《上海證券交易所交易規則》，上交所發布，2018 年 8 月 6 日以及《深圳證券交易所交易規則》，深交所發布，2016 年 9 月 30 日。

免責聲明

本文中的意見不一定代表香港交易所的立場。本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。過往表現並非未來表現的指標。本文的資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。