

白皮書

評估 ETF 流動性優化措施的影響



摘要

為提升香港上市交易所買賣基金（ETF）的流動性，並繼續發展香港成為領先亞洲的ETF樞紐，香港交易及結算所有限公司（香港交易所）於2020年6月推出兩項主要措施。第一項是要求莊家持續為買賣雙邊提供金額更高、價差更窄的報價；第二項則是引入新的價位表，將上落價位（所報價格的最小增幅）減低最少50%，從而大幅收窄買賣價差。

為評估有關措施的影響，我們緊密觀察201隻香港上市ETF的買賣價差及買賣盤紀錄於上述新的莊家責任及價位表於2020年6月1日生效前後的變動。我們發現絕大部分香港上市ETF的價差均顯著收窄，其中於流動性高的ETF、港股ETF及低價美元櫃檯ETF錄得最大變化。

價差收窄及流動性提升可促進香港市場的ETF交易並吸引新的ETF發行商進入本港市場，有助豐富香港的ETF產品組合、提升投資者的交易體驗。





引言

ETF是全球發展最快的投資產品之一，為投資者帶來更多投資選擇及讓他們建立更多元化的投資組合。

投資者在評估個別ETF時，其中一項最大的考慮因素是該ETF的流動性，而流動性很大程度上決定投資者可交易的ETF單位數量及所需成本。可交易數量可以透過評估交易所場內買賣盤紀錄（可見流動性）以及場外的流動性（隱藏流動性）來估算。

流動性成本一般由莊家所設定的買賣價差反映，而莊家可透過更有效地執行買賣雙方的買賣盤，縮窄ETF價差。

證券交易所在提升交易效率方面擔當著關鍵的角色，包括訂立市場質素標準及證券報價的最小增幅。為不斷發展香港成為領先亞洲的ETF樞紐，香港交易所於2020年推出了兩項主要措施，以大幅提高ETF流動性：

- **新莊家責任。**為了提升香港ETF市場的競爭力，我們推出了一系列莊家責任，規定莊家須於每個交易日持續提供更深更闊的雙邊報價，從而提升報價標準。
- **新ETF價位表。**新的價位表將香港上市ETF的上落價位（所報價格的最小增幅）減低最少50%，有助提升價格發現的效率，並為收窄價差提供更大空間。

主要成效

新措施自2020年6月1日起生效以來，為香港上市ETF的交易價差中位數帶來了數項重大變化：

- 買賣盤紀錄深度提升，價差縮窄；超過70%的香港上市ETF的價差縮窄了至少10%。
- 不論流動性高低，所有ETF組別的價差都見收窄：交投最活躍的ETF（平均每日成交金額達1億港元（1,300萬美元）以上），價差平均縮窄54%，而交投較少的ETF（平均每日成交金額為100萬港元（13萬美元）），價差亦平均縮窄了27%。
- 股票ETF、槓桿及反向產品以及商品ETF當中，價差中位數縮窄28%至逾70%不等。
- 提供多貨幣（港元、美元及／或人民幣）交易的ETF，價差上的差異均有所減少。

提升交易效率

持續報價莊家責任

香港交易所最新的「持續報價」莊家責任取代了之前的「闊價差」制度（莊家只有於ETF進入所謂的「闊價差」狀態時才須報價及提供流動性）。在以往的報價制度中，當ETF進入「闊價差」狀態¹，其莊家須於指定期間按指定價值深度及價差闊度提供雙邊報價，以使市場「正常化」。

此外，在闊價差制度下，報價數量（買賣單位數目，即手數）及價差的量度標準（價位數目）使流動性相似的ETF之間的最低價差出現重大差異。總括而言，在較寬鬆的闊差價制度下莊家參與度較低，其報價數量較小，交易價差亦較闊，導致所提供的流動性偏低。

為提高ETF流動性，自2020年6月1日起我們以持續報價莊家責任取締闊價差制度。在新的制度下，所有莊家均須於每個交易日80%的時間內，持續按規定的報價價值深度（按金額計算）及價差闊度（按百分比計算）提供雙邊報價（見圖1）。每隻ETF的莊家責任按其流動性釐定，以確保類似產品之間的一致性。

新增持續報價莊家責任提升了市場作價買賣的標準，從而提高莊家參與度，令市場報價價位更窄、報價價值更深。

圖1：持續報價莊家責任

		組別		
		A	B	C
莊家輸入系統的雙邊莊家盤之最大買賣盤價差（百分比）		0.40%	1.00%	2.00%
不超出最大買賣盤價差要求的莊家盤須滿足的最小報價價值（每邊）	港元	\$200,000	\$200,000	\$100,000
	人民幣	\$170,000	\$170,000	\$85,000
	美元	\$25,000	\$25,000	\$12,500
證券莊家於每個交易日的最低參與比率（百分比）		80%	80%	80%

1 證券在以下情況會進入「闊價差」狀態：
(i) 買賣價差超過香港交易所不時規定的限額；
(ii) 只有單邊報價；或
(iii) 買盤及沽盤輪候隊伍均沒有報價。

新ETF價位表

在推出新價位表之前，香港市場中交投最活躍的ETF受到價位限制，即有關ETF本身已一直以最窄的上落價位買賣，若價位範圍縮小，有關ETF就可按更窄的價位買賣（見圖2）。

若對比於香港交易所以多貨幣（港元、美元及／或人民幣）買賣的ETF最低可實現價差，價位限制就更明顯。我們發現之前的價位表會使個別ETF的港元櫃檯與美元櫃檯之間出現重大分歧——後者的價差遠高於前者（見圖3）。

圖2：首20隻交投最活躍ETF的價位中位數（基點）與ETF價格中位數的比較，2020年5月25至29日（實施持續報價及新價位表前）

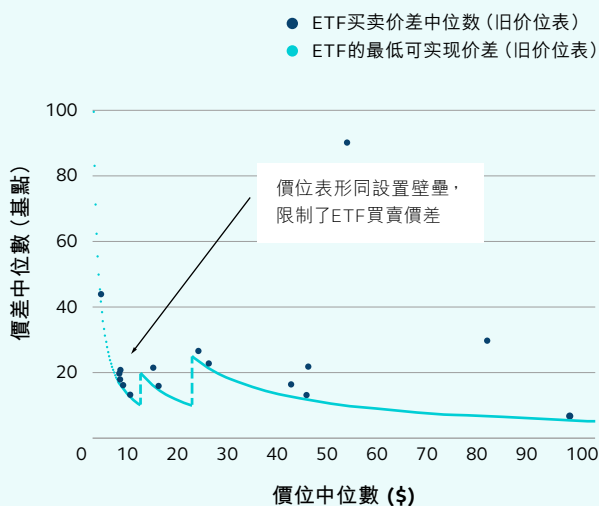
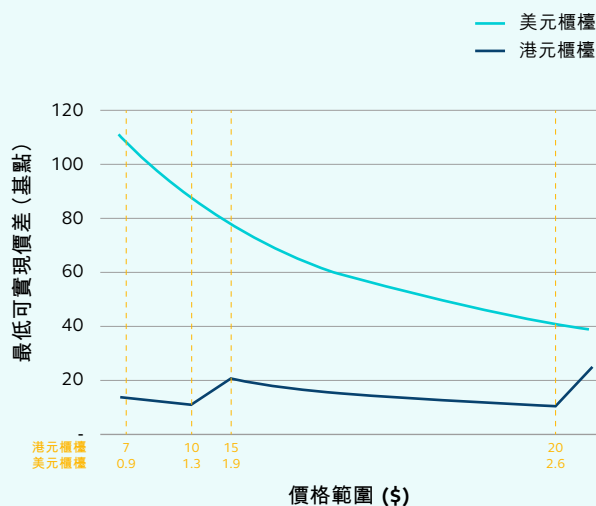
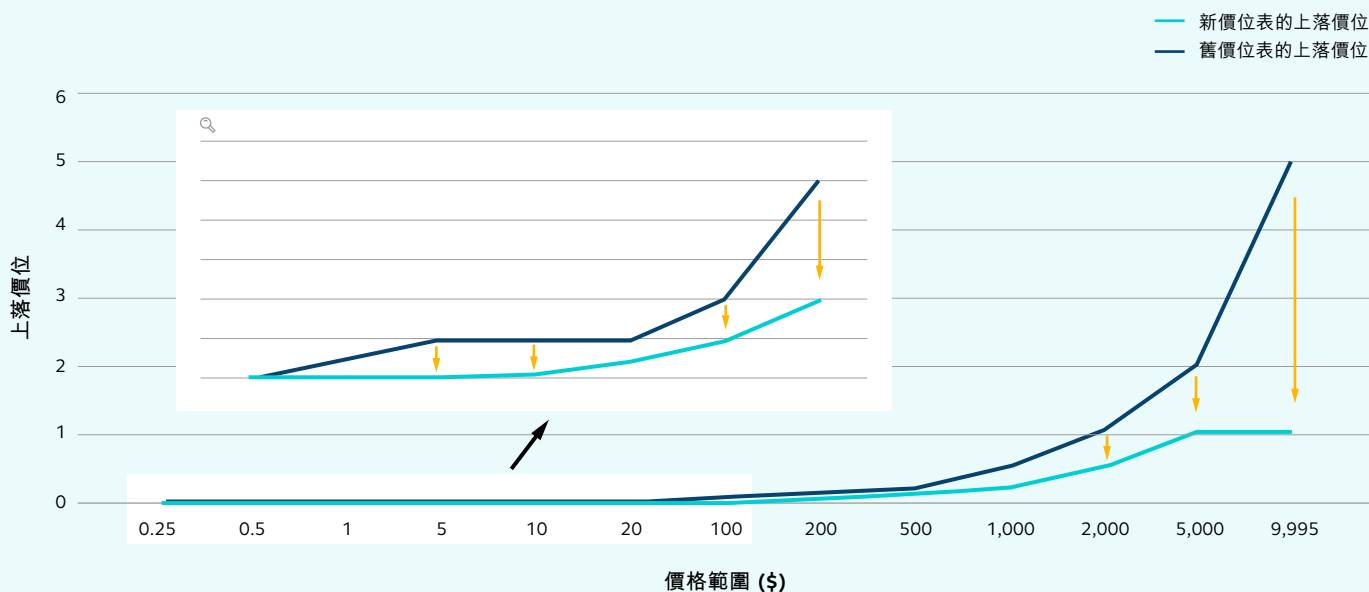


圖3：追蹤香港相關證券的ETF的買賣價差



由於價差較大使投資者的交易成本亦較高，解決價位限制的問題以縮窄價差，可減低有關成本。因此，我們引入了新的ETF價位表，將所有ETF的價位縮小50%至90%（如圖4所示），從而降低投資者買賣香港上市ETF的最低可實現價差。

圖4：縮窄上落價位



評估影響

新措施提高流動性

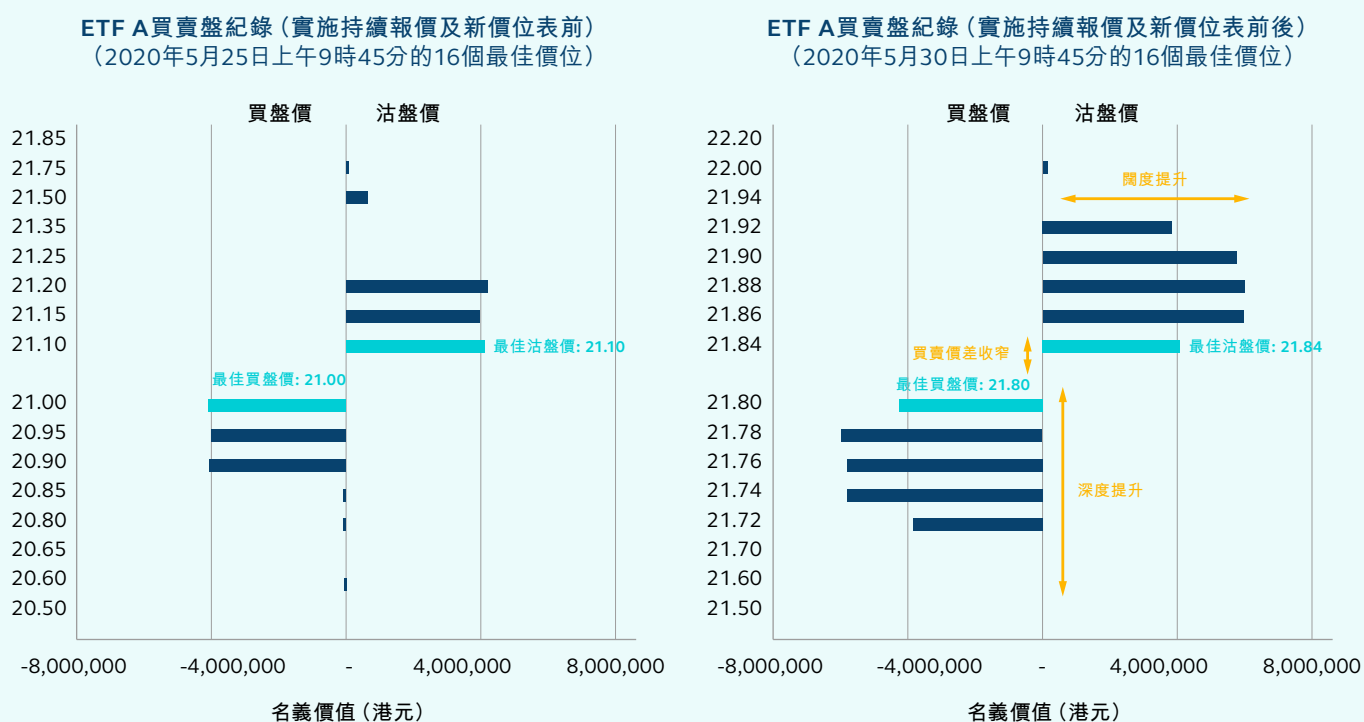
引入新的ETF莊家制度及價位表的影響主要有二。於作出有關變更後的數個月，買賣盤紀錄可見深度及闊度均有所提升——意即價格水平增多、每個水平的報價價值均有所提升，同時買賣價差收窄。

為解說有關影響，我們以一隻交投較低的ETF – ETF A為例子，研究其買賣盤紀錄（見圖5）。在推出新的制度及價位表前，ETF A的買賣盤紀錄顯示其流動性深度僅有三個層級，每邊的報價名義總值約1,300萬港元。加權平均差價為0.23港元，價位為0.05港元，最佳買賣價差0.10港元。

實施新的制度及價位表後，ETF A的買賣盤紀錄深度提升至五個層級，每邊的總價值為2,900萬港元。加權平均差價為0.12港元，價位為0.02港元，最佳買賣價差0.04港元。因此，在新的制度及價位表下，投資者買賣ETF A時可交易價值是之前的120%，涉及成本更降低接近50%。

以上是我們的新措施如何為投資者全面提高ETF流動性的眾多例子之一。

圖5：持續報價莊家制度及新價位表對樣本ETF買賣盤紀錄的影響

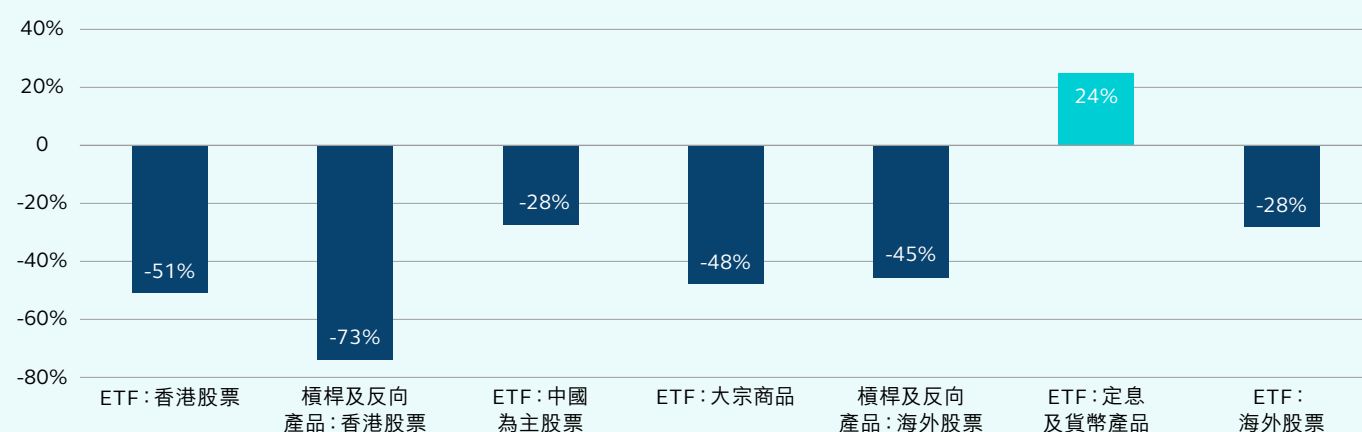


對價差的影響

整體而言，超過80%香港上市ETF²錄得價差收窄，縮窄幅度逾10%的產品亦佔整體超過70%。此外，從不同類型ETF的價差變化（如圖6所示）可見，各類ETF的買賣盤價差均有所縮窄，只有定息ETF例外。

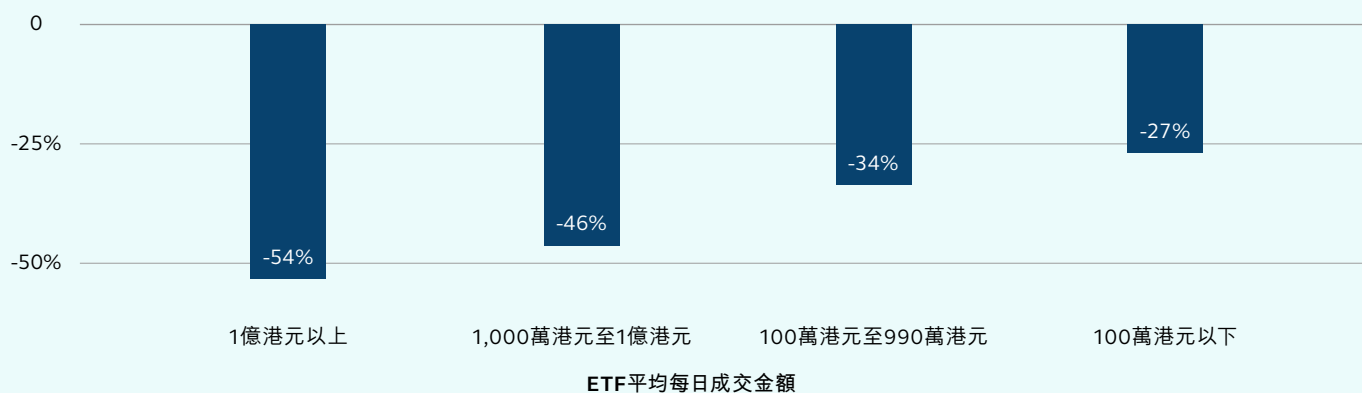
這是由於提升市場效率的過程中帶來了更多機遇，價格發現的靈活性亦有所提升。由於大部分香港交易所上市定息ETF的定價相對較高，之前闊價差制度下的最大買賣盤價差規定變相將買賣價差壓低，與其流動性狀況不符。此人為收窄價差導致莊家難以有效維持定息ETF的價格。然而，在持續報價制度下，買賣價差得以擴闊，更能反映定息ETF的流動性狀況。

圖6：買賣價差變化（按ETF涉及市場類型）



實施持續報價制度後，所有ETF（不論流動性高低）的平均價差全面縮窄，其中以流動性最高的產品的減幅最大（見圖7）。平均每日成交逾1億港元的ETF，價差平均縮窄54%。即使是交投較低的ETF（平均每日成交不足100萬港元），其買賣價差平均亦縮窄27%。

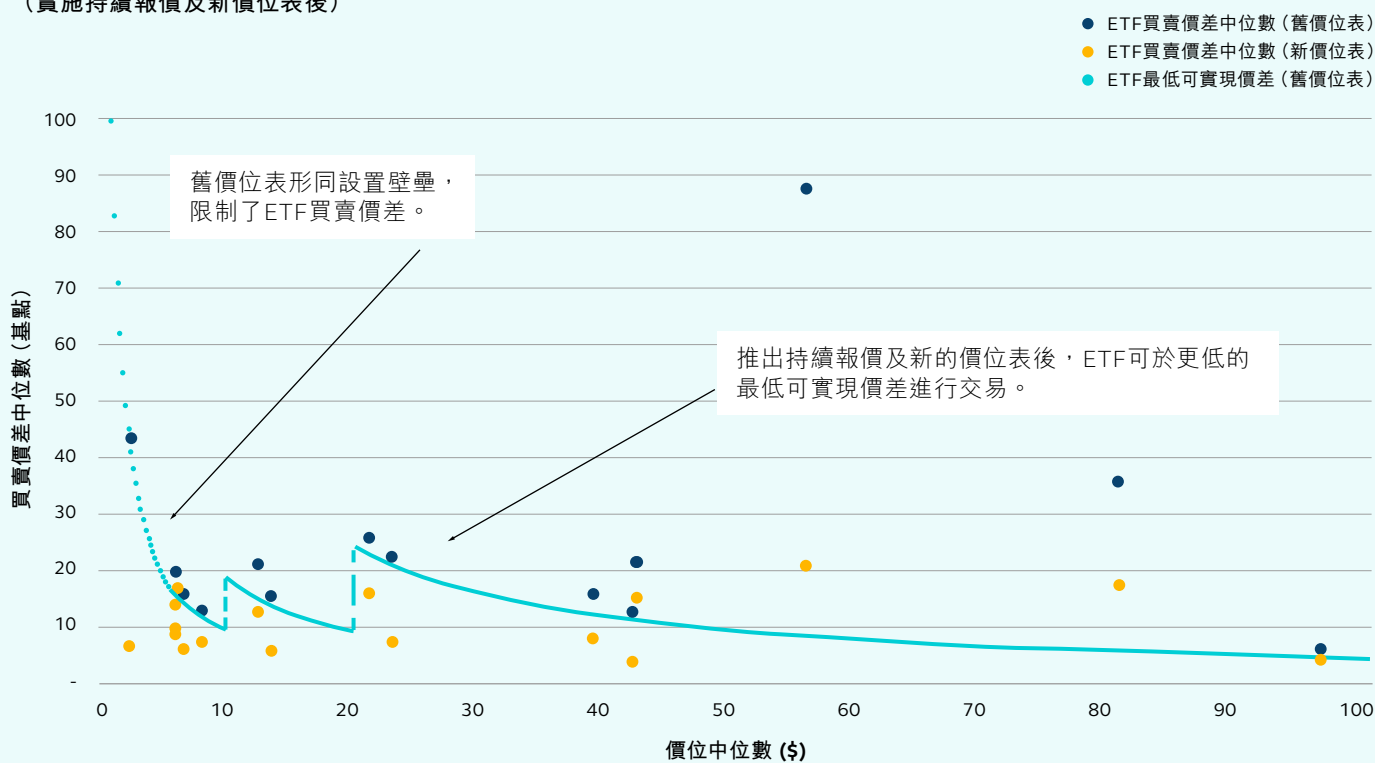
圖7：買賣價差變化（按ETF平均每日成交金額）



² 2020年至5月25日至2020年8月31日期間（即分析期間），於香港交易所上市及買賣的ETF共201隻。

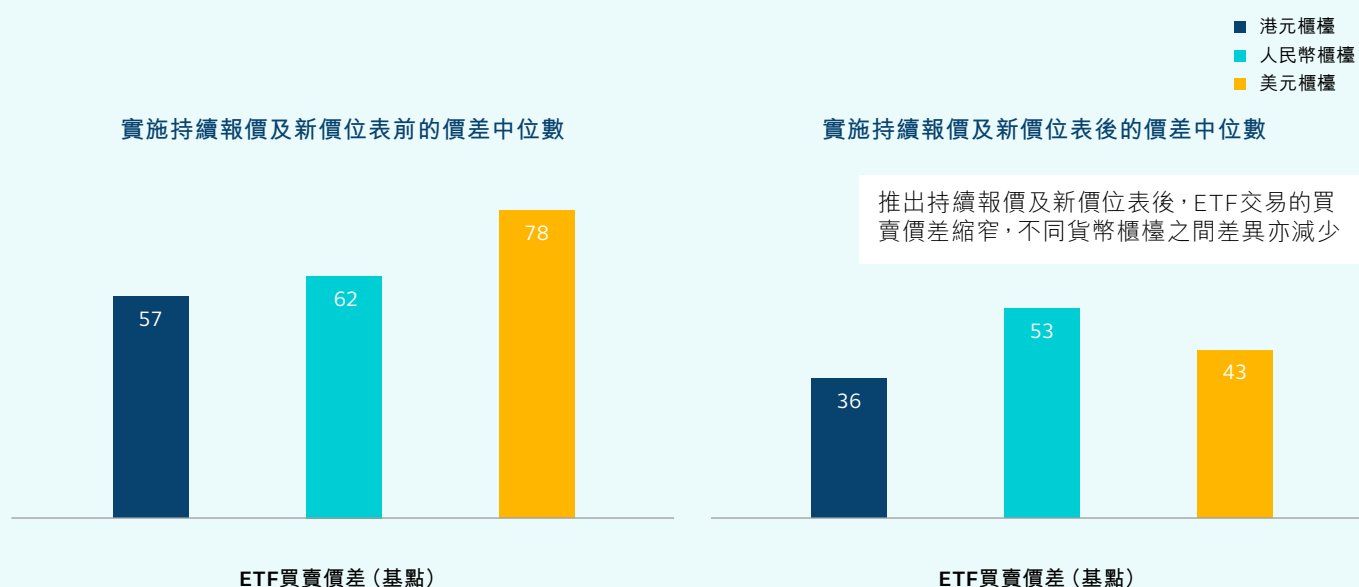
如圖2所示，首20隻交投最活躍的ETF當中，有90%曾受價位限制。變更價位表並縮窄價位後，交投最活躍的ETF的交易價差即見收窄（見圖8）。

圖8：首20隻交投最活躍的ETF買賣價差中位數（基點）與ETF價格中位數的比較，2020年6月1日至8月31日（實施持續報價及新價位表後）



由於低價ETF的價差普遍減幅（按百分比計算）最大，低價ETF為採用新價位表的最大受惠者（見圖9），例如美元櫃檯，這有助提升美元櫃檯的流動性，鼓勵更多美元ETF來香港上市，並推動本港ETF市場進一步國際化。

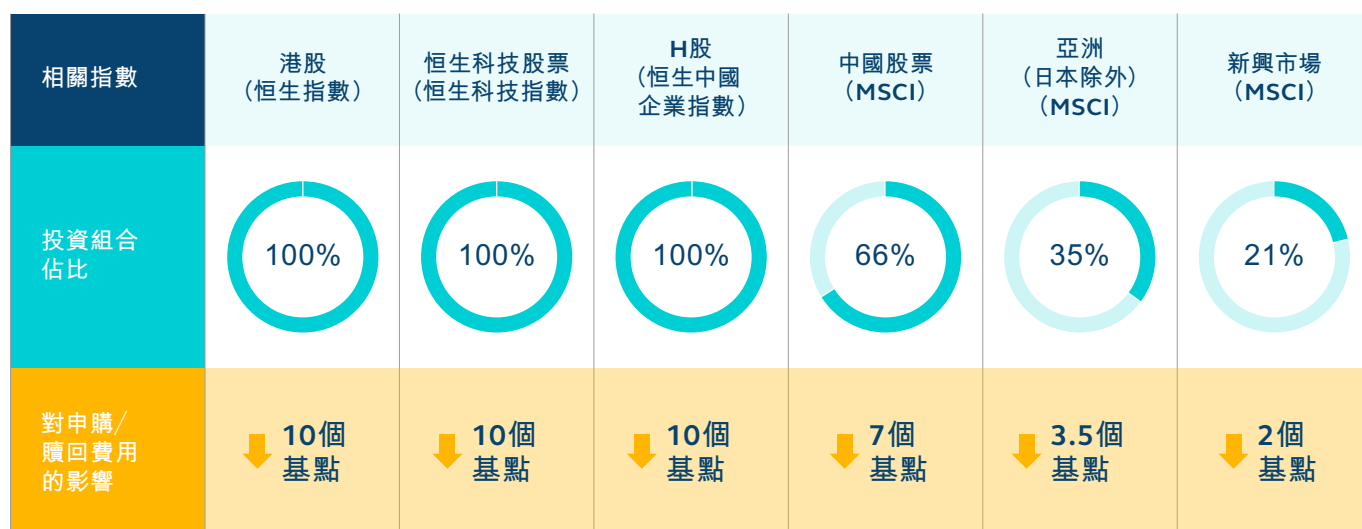
圖9：同一ETF不同櫃檯的買賣價差



下一步

香港交易所一向銳意提升市場效率、減少投資者買賣ETF的交易成本。2020年8月，香港政府豁免莊家在ETF申購及贖回過程中買賣港股的印花稅。圖10顯示投資熱門港股指數可節省的相應成本。投資者與莊家配合便可兼享印花稅豁免方面的優惠，可減省達10個基點的交易成本。

圖10：印花稅豁免對申購及贖回費用的影響



總結

實施新的持續報價莊家責任及ETF價位表後，香港上市ETF的價差大幅收窄，流動性高的ETF、港股ETF及低價美元櫃檯ETF尤其明顯。價差收窄兼流動性提高有利大部分香港上市ETF，可讓投資者買賣更多不同種類的ETF，有助鞏固香港作為亞洲ETF樞紐的地位。

新價位表及新莊家責任帶來的好處

提升市場質量



1

提高參與比率及流動性提供者的責任，
提升市場作價交易標準

增加靈活性



2

給投資者更大靈活性應對市場變化

提升價格效率



3

讓市場價格更迅速地應對新信息，更能
反映當前市況

有助降低成本



4

為進一步收窄買賣價差提供基礎，達至
更低的交易成本

聯絡

請瀏覽香港交易所網站：www.hkex.com.hk/etp_c 或透過此電郵與我們聯繫：ETFs@hkex.com.hk

免責聲明

本文件所載資料僅供一般信息性參考，並不構成提出要約、招攬、邀請或建議以購買或出售任何證券或其他產品，亦不構成提出任何投資建議或任何形式的服務。本文件僅擬向專業投資者分派並僅供其使用。本文件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有限公司、香港聯合交易所有限公司（「聯交所」）（統稱「該等實體」，各稱「實體」）或其任何聯屬公司又或此等公司所營運的任何公司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。

本文件概無任何章節或條款可視為對任何該等實體帶來任何責任。任何在聯交所執行的證券，其有關交易、結算和交收的權利與責任將完全取決於聯交所及其相關結算所的適用規則以及香港的適用法律、規則及規例。

盡管本文件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，該等實體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，該等實體及其營運的公司概不負責或承擔任何責任。本文件所載資料乃按「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，而本文件概不構成任何法律意見。該等實體對使用或依賴本文件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。

針對臺灣地區人士的附加信息

為免疑問，本文件所載為事實性和描述性的資料。無論直接或間接，本文件並不旨在推廣或誘導使用本文件所述的任何服務，亦不推廣或誘導購買或銷售本文件所述的任何產品。

香港交易及結算所有限公司

香港中環康樂廣場 8 號
交易廣場二期 8 樓

hkexgroup.com | hkex.com.hk

info@hkex.com.hk
T +852 2522 1122
F +852 2295 3106