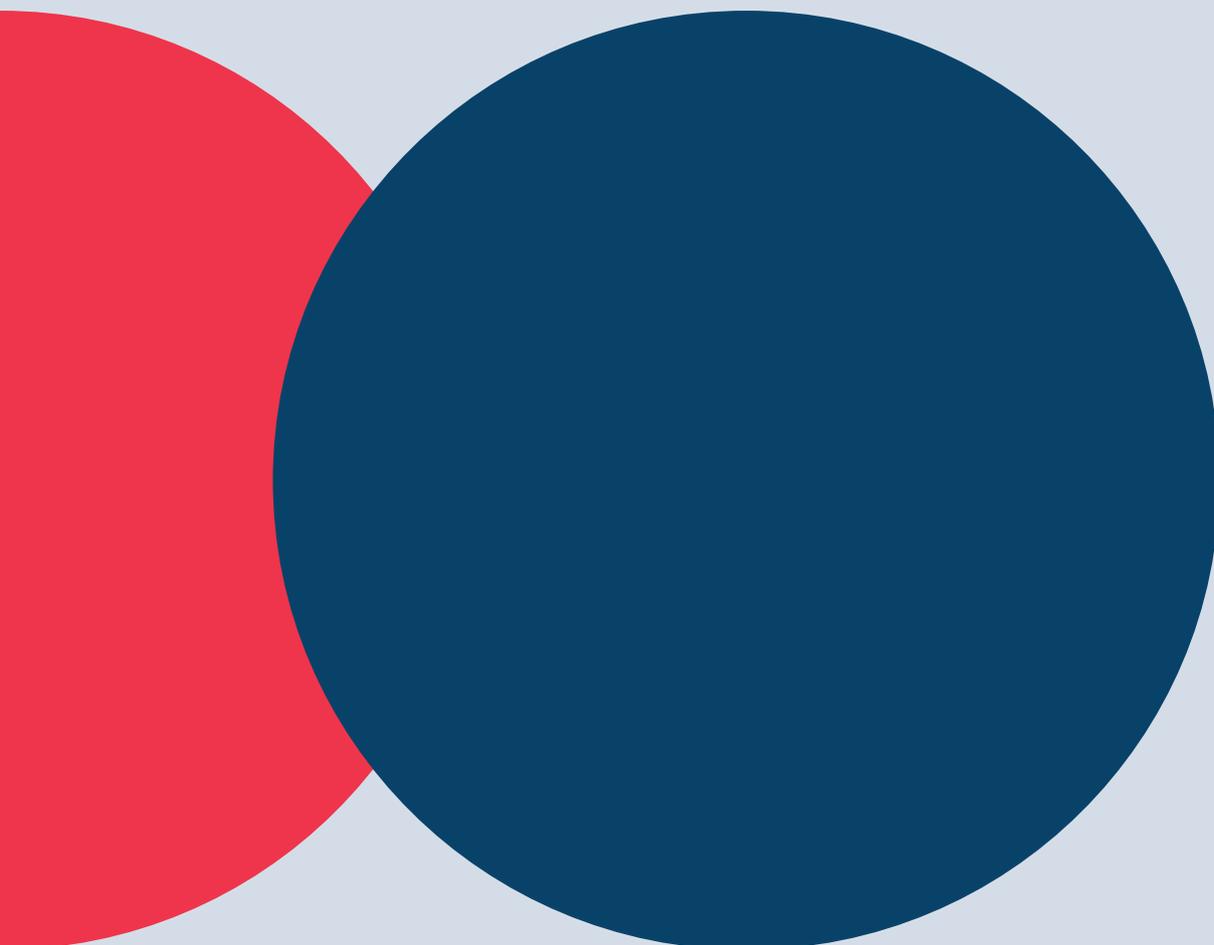


2019年8月

諮詢文件

優化證券市場微結構的建議：
開市前時段及市場波動調節機制



目錄

摘要.....	4
甲部：優化開市前時段	
第一章：優化開市前時段的背景及原因.....	8
第二章：建議的開市前時段模式.....	9
第三章：討論及諮詢問題.....	11
乙部：優化市場波動調節機制	
第四章：優化市場波動調節機制的背景及原因.....	16
第五章：市場波動調節機制優化措施建議及諮詢問題.....	17
丙部：下一步	
第六章：實施方法及時間表.....	25
附錄	
附錄一：建議優化的開市前時段模式與其現行模式及建議優化的收市競價交易時段模式的對照.....	28
附錄二：開市前時段模式的國際比較.....	30
附錄三：開市前時段優化建議的詳情.....	32
附錄四：市調機制回溯測試數據.....	37
附錄五：國際間市調機制的比較.....	40
附錄六：市調機制允許多次觸發舉例.....	42
附錄七：私隱政策聲明.....	43

摘要

- 1 本諮詢文件擬就優化香港證券市場開市前時段及市場波動調節機制(市調機制)的建議徵詢所有相關人士的意見和看法。
- 2 兩項建議旨在改善市場微結構，藉此提升香港市場的流通量及全球競爭力。優化開市前時段可改善開市前的價格發現及提升流通量，而優化市調機制則為減低個別股票的極端價格波動造成的風險，以符合國際常規及監管指引。

優化開市前時段

- 3 在 2015 年有關收市競價交易時段的公眾諮詢¹中，市場參與者表示，在證券市場上成功推出收市競價交易時段後，希望能將優化後的收市競價交易時段的部分功能應用於開市前時段，以改良開市前時段的價格發現功能及提升市場流通量。
- 4 香港證券市場已成功推出收市競價交易時段，目前涵蓋恒生綜合大型股、中型股及小型股指數成份股、所有同時在內地證券交易所所有上市公司的 H 股以及交易所買賣基金。在 2019 年 7 月，香港交易所進一步宣布於今年 10 月將收市競價交易時段擴展至所有其他的股本證券及基金。隨着收市競價交易時段的已按照 2015 年關於收市競價交易時段的諮詢總結分階段完成實施，我們認為現時是合適的時候徵詢市場優化開市前時段的建議，以促進價格發現的流程，從而吸引更多投資者及提升市場流通量。
- 5 建議的開市前時段模式擬通過以下方法進行優化：
 - 採納合適的現有收市競價交易時段模式的相關功能，包括：
 - 調整證券涵蓋範圍，納入所有股本證券及基金，但不包括結構性產品、債務證券、槓桿及反向產品、股本權證及供股權；
 - 加設隨機競價對盤；
 - 整個開市前時段內容許輸入競價限價盤；
 - 容許價格不低於參考價（上日收市價）的賣空盤；及
 - 披露更多市場數據，提升市場透明度。
 - 引入分兩個階段的價格限制：
 - 在可輸入、更改或取消買賣盤的時段，價格將限制於上日收市價±15%內，其後在僅可輸入而不得更改或取消買賣盤的時段，限制於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；

¹ 於 2015 年發出的[收市競價交易時段諮詢文件](#)及相關[總結文件](#)。

- ±15%的價格限制不適用於一些既定的情況，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，以便讓這些情形下的股票可一如現行機制下自由進行價格發現；及
 - 若個別股票因±15%的價格限制而於開市前時段沒有成交，這些股票仍然可以如常在持續交易時段時繼續進行無價格限制的買賣。
- 調整開市前時段的時間，在進行對盤前新加入最多兩分鐘的隨機對盤時段時間以隨機結束買賣盤輸入並進行對盤。
- 6 新開市前時段模式的詳情載於第二章，與現有開市前時段及收市競價交易時段的比較則載於附錄一。

優化市調機制

- 7 有鑒於技術瞬息萬變對市場完善性的影響，以及國際證券事務監察委員會組織（國際證監會組織）及證券及期貨事務監察委員會（證監會）的監管指引，香港交易所在 2015 年進行公眾諮詢後，於 2016 年引入個股層面的市調機制。
- 8 根據當時諮詢所得的意見，由於香港從未引入市調機制，投資者亦不熟悉有關制度，市場參與者傾向選擇較寬鬆及簡單易行的模式。因此，現行的市調機制僅涵蓋恒生指數（恒指）成份股及恒生中國企業指數成份股（總數為 82²），觸發點固定為 5 分鐘前最後成交價的 ±10%，而每個交易時段最多觸發一次。
- 9 在過去三年市調機制從未被觸發，除了適用市調機制的股票本身價格波動不大外，亦部分由於我們市場採納的是較為寬鬆的模式。
- 10 於 2018 年 8 月，國際證監會組織發出進一步指引³，要求受規管的市場設立合適的波動調控措施，並不時檢討修正以確保緊貼最新市場發展。
- 11 因此，香港交易所跟證監會決定就以下優化證券市場市調機制的建議徵詢市場，以進一步加強保障措施，避免因個別股票價格劇烈波動造成交投失序：
- 將市調機制所涵蓋股票範圍擴大至恒生綜合大型股、中型股及小型股指數成份股（股票總數接近 500⁴）

² 基於 2019 年 6 月 20 日數據。

³ 國際證監會組織有關「[交易所管理極端波動及維持交易秩序的機制](#)」（Mechanisms Used By Trading Venues To Manage Extreme Volatility And Preserve Orderly Trading）的總結報告（於 2018 年 8 月 1 日發出）。

⁴ 基於 2019 年 6 月 20 日數據。

- 觸發界線分三層，上述三條恒生綜合指數的成份股其觸發界線分別設定為 5 分鐘前最後成交價的±10%、±15%和±20%；及
- 容許每隻市調機制股票於每個交易時段可被多次觸發。

12 市調機制優化的建議詳情載於第五章。

13 除了提議的市調機制優化措施外，香港交易所亦藉此機會就香港市場應否考慮引入市場層面的波動調控措施（例如停市機制）徵求市場意見。

諮詢文件時間表及回應方法

14 我們邀請市場參與者及投資大眾就上述兩項優化建議發表意見，以協助香港交易所決定規劃方向。諮詢為期六週，回應人士須於 2019 年 9 月 27 日或之前填交諮詢文件的問卷（電子版本可於[香港交易所網站](#)下載）。諮詢文件的總結將會在綜合回應人士提出的要點之後暫定於 2019 年底前發出，若決定實行上述任何建議，將會說明規劃方向，包括實施計劃及時間表。相應的規則稍後亦將因應最終落實的建議而作出修訂。

甲部

優化開市前時段

第一章：優化開市前時段的背景及原因

- 15 現時證券市場的開市前時段於 2002 年 3 月引入，旨在為各證券釐定公平的開市價，同時減輕持續交易時段開始時交易系統的負荷。開市前時段的競價機制自推行以來大致沒變，但十多年來市場的交易環境已有巨大的變化，其他交易所在不斷優化開市前競價機制⁵。穩健的開市前時段可增加市場整體競爭力，因為開市時順暢的價格發現及高流通量都會增加投資者信心，有利於吸引更多資金和流通量。
- 16 在 2015 年收市競價交易時段諮詢中，市場參與者明確指出，他們希望香港證券市場在推出收市競價交易時段後，可將其中部分優化功能應用於提升開市前時段的競價機制。現在收市競價交易時段已實施三年並廣受市場參與者接納，故香港交易所認為，當前正是借鑒收市競價交易時段的有關功能優化開市前時段的合適時機，以進一步提升開市前時段的價格發現及交易流通量。
- 17 由於市場已熟悉收市競價交易時段的機制，開市競價模式採用與收市競價大致相似的模式將能有助市場參與者容易了解機制。另一方面，開市前競價機制應有其不同的交易時間及價格限制等，以迎合不同的交易目的。國際上，開市及收市競價機制採用近似模式是慣常做法（國際對比見附錄二）。
- 18 第二章載列了建議優化開市前時段的模式。徵求市場人士回應的諮詢問題則載於第三章。最後，第六章載有關於落實細節及時間表的問題，藉此協助我們就市場準備就緒的程度，再根據市場回應而制定切實可行的實施計劃。

⁵ 例如：納斯達克在 2012 年 Facebook 首次公開招股後改善其開市機制及新加坡交易所在 2011 年引入隨機對盤時段。資料來源：香港交易所資料分析。

第二章：建議的開市前時段模式

- 19 香港交易所認為，優化開市前時段將與成功推出收市競價交易時段類似，令市場參與者獲益。根據觀察過去三年收市競價交易時段的交易及市場意見，利好包括改善價格發現、增強市場透明度、提升流動性及交易效率、市場透明度及交易流通量，同時亦減少投機行為。
- 20 建議的開市前時段設計將採用大部分收市競價交易時段行之有效的競價機制，同時基於開市前與收市競價交易時段的本質差異作出個別調整。詳情如下：
- a) 相對於現時涵蓋全部證券，建議優化後的開市前時段將僅覆蓋所有股本證券（包括預託證券、投資公司、優先股及合訂證券）及基金（包括交易所買賣基金及房地產投資信託基金）。債務證券、結構性產品、槓桿及反向產品、認股權證及供股權將不會被包括在內。國際上，開市前時段及收市競價交易時段一般都是採取一致的安排；
- b) 依循收市競價交易時段採用的競價程序，包括：
- 開市前時段將會隨機進行競價對盤，以防止競價過程接近結束時可能出現的投機行為，並鼓勵盡早輸入買賣盤；為此，在現行對盤前時段之後將加設最長兩分鐘的隨機對盤時段（對盤前時段將易名為「不可取消時段」，與收市競價交易時段統一）；
 - 在整個開市前時段內均可輸入競價限價盤，以提高流通量及優化價格發現，同時降低價格波幅；
 - 實施適用於所有競價限價盤的兩階段價格限制：
 - 於輸入買賣盤時段，價格限制於上日收市價 $\pm 15\%$ 內；於不可取消時段及隨機對盤時段，加入第二階段的價格限制，價格限於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；
 - $\pm 15\%$ 的固定價格限制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，以使此情形下的股票可一如在現行機制下自由進行價格發現；

- 若個別股票因±15%的價格限制而於開市前時段沒有成交，這些股票仍然可以如常在持續交易時段時繼續進行無價格限制的買賣。
 - 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，以提高流通量及改善價格發現；及
 - 發佈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）以提高競價透明度。
- c) 開市前時段將繼續為 30 分鐘（上午 9 時至 9 時 30 分），但將加設最長兩分鐘的隨機對盤時段，取代現行的對盤時段，並將競價對盤時間隨機化。現行的對盤前時段也將改名為不可取消時段，與收市競價交易時段統一。

21 以下是建議的開市前時段模式的主要機制一覽圖。

適用證券：股本證券（包括預託證券、投資公司、優先股及合訂證券）及基金（包括交易所買賣基金及房地產投資信託基金）
 不包括：債務證券、結構性產品、槓桿及反向產品、認股權證及供股權

時間	9:00	9:15	9:20	9:22	對盤後	9:30後
時段	開市前時段				對盤後	持續交易時段
	輸入買賣盤時段（15分鐘）	不可取消時段（5分鐘）	① 隨機對盤時段（0-2分鐘）	暫停時段（8-10分鐘）		
說明	價格限制： ② 較上日收市價±15%	最低賣出價與最高買入價之間				
	接受的買賣盤	競價盤			未配對的競價限價盤，將以限價盤轉入持續交易時段	上午交易時段開始
	輸入、取消及修改買賣盤	競價限價盤 ③				
	可輸入/取消/修改	可輸入，不可取消/修改				

其他新措施

④ 可參考上日收市價，在不低於上日收市價下進行賣空

⑤ 提供更多市場資料：開市前證券標記、兩個階段的價格上下限及不平衡資料（方向及數量）

22 有關優化後開市前時段的四階段時間各自的詳情（包括開始及結束時間、買賣盤處理規則以及所提供的功能）載於附錄三。

第三章：討論及諮詢問題

23 本章討論建議的開市前時段模式的各種機制，以及邀請市場回應的諮詢問題。

採用收市競價交易時段的競價模式

24 在 2015 年收市競價交易時段諮詢中，我們得悉市場廣泛認為收市競價交易時段的某些優化機制對開市前時段亦有幫助，在香港成功推出收市競價交易時段後，亦應應用於開市前時段。根據當時的反饋意見，這些機制應包括整個競價時段內均容許輸入競價限價盤、隨機對盤以及提高市場透明度。

25 因此，我們優化開市前時段的設計原則為在適當情況下盡可能多採用收市競價交易時段的功能，同時基於開市前時段與收市競價交易時段的性質及交易目的的差異而作出調整。開市前時段採用與收市競價交易時段類似及一貫的模式亦有助於市場參與者了解其交易機制。

26 值得注意的是差不多所有交易所的開市及收市競價均採用完全一致或大體相似的機制。

諮詢問題

問題 1: 您是否同意在開市前時段使用下列類似收市競價交易時段的競價功能：

- 隨機競價對盤；
- 於整個開市前時段內容許輸入競價限價盤；
- 容許輸入價格不低於上日收市價的賣空盤；及
- 提升市場透明度。

請說明理由。

問題 2: 您是否同意與收市競價交易時段相同，優化後的開市前時段亦應只涵蓋所有股本證券及基金，詳情如下：

- 涵蓋股本證券（包括預託證券、投資公司、優先股及合訂證券）及基金（包括交易所買賣基金及房地產投資信託基金）
- 不包括債務證券、結構性產品、槓桿及反向產品、認股權證及供股權。

請說明理由。

開市前時段競價限價盤的價格限制

- 27 與收市競價交易時段類似，建議的開市前時段模式將對該時段輸入的競價限價盤實施兩階段價格限制，但價格限制則因兩個時段交易目的上的差異有所不同。

	適用時段	時間	價格限制
第一階段	輸入買賣盤時段	9:00 - 9:15	上日收市價 $\pm 15\%$
第二階段	不可取消時段	9:15 - 9:20	輸入買賣盤時段在上午 9 時 15 分結束時錄得的最低賣出價與最高買入價之間
	隨機對盤時段	9:20 - 9:22	

- 28 根據非正式的市場反饋意見，上日收市價 $\pm 15\%$ 為合適的價限範圍，不但可以防止價格過度波動亦能夠顧及公平有序的開市價格發現功能。唯開市前時段 $\pm 15\%$ 的價格限制不適用於某些既定情況⁶，以使該情形下的股票可一如現行機制自由進行價格發現。
- 29 國際上實施類似的控制措施也非常普遍⁷。
- 30 根據以往數據，每日於開市前時段中甚少股份波動超過其上日收市價 $\pm 15\%$ ，且僅佔市場成交極小部分。根據 2018 年 1 月至 2019 年 4 月的交易數據，平均每日有一隻股本證券於開始前時段價格波動超出上日收市價 $\pm 15\%$ 。這些股份在開市前時段錄得的總成交佔全日成交約 0.003%，因此，建議的價格限制幅度對交易的潛在影響甚微。無論如何，這些股份在持續交易時段仍可如常買賣而不受價格限制。
- 31 有市場意見問及應否採用一些領先交易所的類似做法，對不同流通量或不同價格範圍的證券在開市前時段施行不同水平的價格限制。然而，這與我們現行的收市競價交易時段的設計不符，亦會令模式更複雜，或會引起市場混亂。故這項諮詢建議在此不予考慮。

諮詢問題

問題 3: 您是否贊成在開市前時段應用類似收市競價交易時段的兩階段價格限制？請說明理由。

⁶ 既定的情況包括首次公開招股股份、除淨日股份（指當日正值除權日）及停牌後復牌的股票。

⁷ 包括美國、日本及中國內地。有關國際異同的進一步詳情，請見附錄二。

問題 4: 您是否贊成首先將價格限制於上日收市價±15%的水平，隨後調整至於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？請說明理由。

開市前交易時間及時段

- 32 優化後的開市前時段將維持 30 分鐘 (上午 9 時至 9 時 30 分)，並加設最長兩分鐘的隨機對盤時段，取代現行的對盤時段，亦將競價對盤時間隨機化。其他時段的長度及功能則大致不變 (詳情見附錄三 B 節)。
- 33 另一個開市前時段的備選方案則是將不可取消時段縮短至 3 分鐘，即上午 9 : 15-9 : 18 (3 分鐘) 為不可取消時段；上午 9 : 18-9 : 20 (0-2 分鐘) 為隨機對盤時段，故競價對盤最遲會於上午 9:20 開始。

諮詢問題

問題 5: 您是否贊成建議的各個開市前時段？或支持備選方案，將不可取消時段縮短 2 分鐘，使最遲在上午 9 時 20 分對盤，跟今天一樣？請說明理由。

開市前時段的其他優化選項

- 34 跟據現行開市前時段競價的價格釐定方法，若買賣盤紀錄中任何一邊沒有競價限價盤，又或最高買入價低於最低賣出價，則不會產生任何參考平衡價格 (IEP)，亦不會進行對盤。為盡可能進行對盤，現行收市競價交易時段已設定在上述情況下仍會將可對盤的競價盤按參考價格進行競價對盤。依循收市競價交易時段模式，開市前時段的買賣盤或可採用上日收市價進行競價對盤。然而，與市場參與者討論後，基於以下理由，我們建議開市前時段不採用有關機制：
- 與收市競價交易時段不同，收市競價交易時段的參考價會在緊接收市競價交易時段開始前才確定，對於開市前時段，由於前一晚有可能發生嚴重影響股價的事件，會導致上日收市價在開市前時段失去代表性；及
 - 投資者很少需要在開市前時段完成全部交易 (因仍然有一整天可以繼續交易)，而不像臨近收市，尤其是遇上指數調整時，許多投資者 (包括被動式基金經理) 都急於在收市前完成交易。

諮詢問題

問題 6: 您是否贊成在無法形成參考平衡價格時，開市前時段的競價盤也不會按上日收市價對盤？請說明理由。

- 35 香港交易所注意到，其他領先的交易所有採取例如因應波幅延長競價時段、差額買賣盤類型、容許市價盤設定競價價格以及容許整個競價時段取消落盤等特徵。雖知這些特徵都各有其優勢，但為兼顧交易效率與投資者慣用程度及其系統複雜性，最終決定現階段暫不與採用。在任何情況下，我們歡迎市場對其他可行的優化選項提供意見，供我們日後時機合適時再作考慮。

諮詢問題

問題 7: 您對開市前時段的優化是否還有其他建議？

對短暫停牌的影響

- 36 在 2012/13 年短暫停牌的市場諮詢⁸計劃在證券市場優化微結構，以便在短暫停牌後採用盤中競價時段恢復交易。鑑於建議的優化開市前時段對設計短暫停牌的盤中競價時段之影響，我們建議暫時不實施短暫停牌，以便有足夠時間讓市場熟習優化的開市前時段，並讓香港交易所在決定短暫停牌的下一步前先觀察優化開市前時段對交易活動的影響。

⁸ [短暫停牌的諮詢文件](#)及[諮詢總結](#)可於香港交易所網站下載。正如諮詢總結所述，短暫停牌的盤中競價時段會按照開市前時段的競價機制。

乙部

優化市場波動調節機制

第四章：優化市場波動調節機制的背景及原因

- 37 基於電子及程式交易的盛行及其引發的相關風險（例如程式交易錯誤），香港交易所於 2016 年 8 月在證券市場推出市調機制，緩解極端價格波動對市場有序運行帶來的衝擊。
- 38 根據公眾諮詢的反饋，現行市調機制較為寬鬆及簡單易行，以便在市場保障和交易干預之間取得平衡。就證券市場而言，此模式應用於恒生指數（恒指）及恒生中國企業指數（恒生國企指數）成份股（合共 82 隻⁹），這些股票涉及龐大的程式交易及對我們整體市場系統尤其重要。在持續交易時段（不包括開始的 15 分鐘及最後 20 分鐘）期間，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%，即啟動五分鐘的冷靜期；而每隻市調機制適用股票在每個交易時段最多只可觸發冷靜期一次。衍生產品市場也有相類似的市調機制，適用於相關的恒生指數及 H 股指數期貨合約，觸發價格門檻為±5%。自推出以來市調機制從未被觸發，除因為期內市調機制適用證券本身的價格波動不大外，亦部分由於市場採納的是較為寬鬆的模式。
- 39 市調機制推出後，國際證監會組織於 2018 年 8 月刊發報告¹⁰建議交易所建立和維持適當的波動管控，以應對極端波動及保持有序交易。報告亦建議交易所適當調校及定期檢視其波動管控措施，確保這些措施一如預定運作，並在需要時重新調校。
- 40 基於國際證監會組織的該項指引，香港交易所聯同證監會檢視了現行的市調機制模式，包括參考國際常規及監管指引，以及與不同市場參與者商討可行的優化措施。現在香港交易所提出多項優化市調機制的措施建議，以進一步加強市場持正操作及其競爭力。

⁹ 基於 2019 年 6 月 17 日數字

¹⁰ 國際證監會組織於 2018 年 8 月 1 日發布的「[交易場所用於管理極端波動及保持有序交易的機制\(Mechanisms Used By Trading Venues To Manage Extreme Volatility And Preserve Orderly Trading\)](#)」報告（最終定稿）。

第五章：市場波動調節機制優化措施建議及諮詢問題

- 41 香港交易所相信優化後的市調機制可加強我們市場的保障，緩解因極端價格波動對市場有序運行帶來的威脅，以及令香港交易所與其他領先的交易所看齊。
- 42 我們提出了優化市調機制的三大措施。以下是各項優化措施的詳情、理念及邀請市場回應的諮詢問題。

擴大市調機制涵蓋範圍

- 43 香港交易所建議擴大市調機制涵蓋的證券範圍至所有恒生綜合指數成份股(總數:486隻;相對於現時只涵蓋 82 隻股份¹¹)，以更妥善控制因應用先進交易技術可能引致交易失衡帶來的系統性風險。這是由於不僅大型股可能會有極端價格波動，其他中小型股亦然，且可能產生波及整體市場的外溢效應。
- 44 根據我們的回溯測試數據(見附錄四)，若觸發點訂於所建議的水平，三條恒生綜合指數的成份股每月觸發次數少於 1 次。
- 45 雖則環顧國際實踐(見附錄五)，歐美及亞洲主要市場的波動控制通常涵蓋各自市場的所有股票，部分市場參與者或會將市調機制視為一項保護，故涵蓋證券應越多越好。但香港交易所認為未必適合將約 1,900 隻非恒生綜合指數股票均包括在內。相較於其他已發展市場，我們現行的市場微結構較為簡單，主要是散戶參與買賣這類非恒生綜合指數股票。此外，這類非恒生綜合指數股票的流通量普遍很低：每日成交平均僅 300 萬港元，平均每 3 分鐘才錄得一宗交易。市調機制若包括這些股票可能會對其交易造成負面影響，削弱投資意欲。從數據上來看，這類非恒生綜合指數股票會頻繁地觸發機制(若將門檻訂於五分鐘前最後成交價 10%至 20%，每日會觸發約 2 至 30 次，只有將觸發門檻提高至 30%，每日觸發次數才會減少至少於 1 次)。
- 46 鑑於目前的市調機制從未被觸發，對市場參與者來說冷靜期仍然是較為陌生，擴大覆蓋範圍的建議為逐步優化市調機制過程中有意義的一步。市調機制股份所佔的市值及成交量覆蓋率亦將進一步分別由 61%及 66%增加至 90%及 96%。

¹¹ 基於 2019 年 6 月 17 日數字。

諮詢問題

問題 8 您是否支持將證券市場的市調機制涵蓋的股票擴大至所有恒生綜合指數成份股，以妥善管控因應用先進交易技術可能引致交易失衡的風險？請說明原因。

問題 9 若您選擇其他擴大選項提議，請在下文說明：

- (i) 替代選項 1：擴大至只包含恒生大型股指數成份股
- (ii) 替代選項 2：擴大至只進一步包含恒生大型股及中型股指數的所有成份股
- (iii) 替代選項 3：擴大至所有股票，而較高的觸發界線將適用於非恒生綜合指數成份股
- (iv) 其他（請註明）

請說明原因。

觸發門檻

47 我們審視過有關觸發門檻的國際常規，發現較小型及波動較大的股份觸發門檻通常更闊。若香港交易所按照前文建議的擴大市調機制股票範圍，經考慮回溯測試等多個相關因素後，建議的觸發點如下：

股份組別：	觸發點	冷靜期內的價格限制
恒生綜合大型股指數成份股	10%	10%
恒生綜合中型股指數成份股 ¹²	15%	15%
恒生綜合小型股指數成份股	20%	20%

48 根據回溯測試的結果（見附錄四），若將恒生綜合大型股、中型股及小型股指數成份股的觸發點分別訂於 10%、15%及 20%，每月觸發市調機制的次數將在可應付範圍（每個股份組別股票的觸發次數少於 1 次）。這對預期很少被觸發的現行模式來說將是個頗大的改變，因為現有市調機制不預期常有觸發，但往後證券市場將會不時觸發市調機制。建議中的門檻旨在於加強市場保障及減少干預市場之間取得平衡。

¹² 值得注意的是，現有市調機制證券如果同時為國企指數和恒生綜合中型股指數成份股票，根據建議的分類，觸發水平將由目前的 10%變為 15%。

- 49 反之，若為求簡單易明而劃一採用 10% 門檻，恒生綜合中型股及小型股指數成份股觸發市調機制的次數將分別增至每月三次和近乎每兩日一次，而且觸發背後大都是受基本因素影響。
- 50 根據建議，恒生綜合大型股、中型股及小型股指數成份股的觸發點分別訂於 ±10%、±15% 及 ±20%，而冷靜期內的價格限制亦會分別是有關股份組別內個別股份 5 分鐘前的最後成交價（即參考價）的 ±10%、±15% 及 ±20%。

諮詢問題

問題 10： 您是否支持建議中將恒生綜合大型股、中型股及小型股指數成份股的觸發門檻分別訂於 10%、15% 及 20%？請說明原因。

每節觸發次數上限

- 51 現行市調機制將每個交易時段的觸發次數限於一次以盡量減少干預，但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。此外，對投資者而言，於同一交易時段因再次觸發市調機制而重複提醒投資者應小心買賣該股票是有幫助的。
- 52 在建議的模式下（見段落 55），市調機制監測會在冷靜期結束後恢復，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。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。
- 53 根據回溯測試結果（見附錄四），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。

諮詢問題

問題 11： 您是否支持同一交易時段內可多次觸發市調機制的建議？請說明原因。

其他市調機制措施

54 本章列出了三個優化市調機制的建議措施，雖則技術上都不是很複雜，卻都標誌着現行市調機制向前邁進的重要一步。首先，市調機制會不時被觸發，市場參與者需熟悉一旦觸發後的買賣盤及交易處理。此外，涵蓋的股票覆蓋率按市場成交量及市值計算將會大幅提升近 50%。基於香港市場的微結構相對簡單，以及散戶投資者眾多，許多更透過滬深港通進行交易，在是次諮詢未有提出一些可能會令設計及交易行為更趨複雜的優化措施(例如擴展市調機制至持續交易時段中臨近收市時間)。然而，香港交易所仍然希望聽取市場參與者對其他優化措施的建議，即使現時不宜推行，仍值得中長期進一步研究或考慮。

55 下表總結了證券市場現行市調機制的模式及建議的優化市調機制的措施：

	現行模式與優化措施建議 (改動以下劃綫及 / 或中劃線標示)
市調機制類型	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 恒指及恒生國企指數成份股 <u>所有恒生綜合大型股、中型股及小型股指數的成份股</u>
適用的交易時段	<ul style="list-style-type: none"> 只適用於持續交易時段，不適用於競價時段 不包括早市及午市持續交易時段首 15 分鐘，以便持續交易時段開市時可自由地進行價格發現 不包括持續交易時段最後 15 分鐘，以便收市時可自由進行價格發現
參考價及觸發點	<ul style="list-style-type: none"> 參考價：5 分鐘前最後成交價 觸發點：±10% <u>觸發點：恒生綜合大型股指數成份股、恒生綜合中型及小型股指數成份股分別為±10%、±15%及±20%</u>
觸發次數	<ul style="list-style-type: none"> 每個持續交易時段最多觸發 1 次 <u>每個持續交易時段的觸發次數不設上限</u> <u>持續交易時段的市調機制監控，在冷靜期結束後恢復，冷</u>

	現行模式與優化措施建議 (改動以下劃綫及 / 或中劃綫標示)
	<p><u>靜期內的第一筆交易¹³將成為恢復監控後的參考價格。</u></p> <p><u>在特殊情況下，如在冷靜期間沒有對盤交易，參考價格便不會形成，因此便沒有動態價格範圍來監測股票的交易。</u></p> <p><u>當股票有對盤交易時，參考價格將是冷靜期後的第一筆交易¹⁴，市調機制監測便會恢復。</u></p> <p><u>見附錄六的例子說明如何在同一交易時段多次觸發。</u></p>
冷靜期及恢復程序	<ul style="list-style-type: none"> • 5 分鐘冷靜期內在限定範圍內交易 • <u>恢復交易後但在同一持續交易時段內不再有市調機制監控</u>
發布市場數據	<ul style="list-style-type: none"> • 當觸發市調機制時發發佈額外市場數據
市場／產品之間的互聯	<ul style="list-style-type: none"> • 當正股觸發市調機制時，相關產品的交易將不受影響

56 在同一交易時段可多次觸發的市調機制亦會被考慮加入至衍生產品市場，但會另行與其市場參與者及投資者進行相關討論，因此是次諮詢中不作進一步討論。

諮詢問題

問題 12： 您對證券市場的市調機制優化措施可有其他建議或意見？

問題 13： 如果問題 12 的答案是「是」，您是否支持可先推出相對較快實行的三個提升措施建議，然後才研究或推出其他更複雜的措施？

¹³ 與目前的安排相同，非自動對盤交易將不計算在內。

¹⁴ 與目前的安排相同，非自動對盤交易將不計算在內。

額外的市場層面波動調控措施

- 57 除了上文提到的優化市調機制措施能加強對個別股票的波動控制及適度緩解個別股份的極端價格波動，亦有考慮應否引入一些市場層面的波動調節措施如停市機制，以便進一步在更廣泛和嚴重的市場震盪時提供保障。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，實施停市機制亦可增加確定性及提高透明度讓投資者預先了解可能出現的市場暫停安排。
- 58 國際上，市場層面的停市機制尚未在歐洲市場實施，這些市場通常採用較為全面的個股層面波動調控來保障市場交易。至於其他主要已發展的市場，只有美國及加拿大市場實施了停市機制¹⁵。然而，值得注意的是，即使在指數下降時段，美國市場層面的波動調控機制僅在 20 年前的 1997 年被觸發過一次。美國證券交易委員會 (SEC) 事後審視事件，結果顯示，第一次觸發 (道瓊斯工業平均指數下跌 350 點或 4.54%) 以及第二次觸發 (下跌 550 點或 7.18%) 而導致的市場停止交易均是不必要的。相反，第二次的觸發更加速了價格下跌¹⁶。隨後，停市機制已經被修改，但之後從未被觸發過。因此其在新電子交易時代的有效性尚未經過測試或驗證。至於其他市場的停市機制也有不同的設計。最近的實施顯示，視乎各市場停市機制的具體機制，觸發停市機制可能導致意料之外的結果。例如，停市機制可能會增加市場恐慌，並在機制被觸發或接近觸發時加劇下跌。
- 59 雖然以規則為基礎和自動觸發的機制可讓市場在極端波動情況下對停市有明確清晰的了解，但這也意味著在某些情況下，將失去採取可能更適合當下情況之替代方案的靈活性。對於投資者而言，他們在最需要交易流動性的時候無法交易，也可能出現其他連鎖效應如被追加保證金。
- 60 由於引入停市機制的影響很大，我們認為在做出決定之前應仔細評估其利弊，因此歡迎市場的討論和反饋。

¹⁵ 美國市場的停市機制在 1987 年股市崩盤及經過數輪修改後實施。機制根據標準普爾 500 指數規定了三個觸發水平。交易日下跌 7% 和 13% 將導致市場交易暫停 15 分鐘，而下跌 20% 將暫停當天剩餘時間的市場交易。

¹⁶ 資料來源：美國證券交易委員會 [1997 年 10 月 27 及 28 日的交易分析](#)。

諮詢問題

問題 14：除了提議的優化市調機制外，我們是否還應該考慮一個針對香港市場層面的波動控制（例如停市機制）？請說明原因。

問題 15：如果問題 14 的答案是「是」，那什麼的類型才是合適的以及應該何時考慮它？請說明原因。

丙部

下一步

第六章：實施方法及時間表

- 61 本諮詢文件的諮詢期為期 6 週，於 2019 年 9 月 27 日完結。香港交易所其後會在諮詢總結中概述收到的意見，並在適當的情況下闡明最終落實的開市前時段及市調機制優化模式。
- 62 視乎市場意見，優化後的開市前時段及市調機制將在可行情況下盡快在現行交易平台(證券市場的 OTP-C) 實施。在推出優化後的開市前時段後，香港交易所會在決定短暫停牌的下一步前先觀察優化開市前時段對交易活動的影響。
- 63 建議的開市前時段及市調機制的技術改動安排相對獨立，一同實施的協同效應可能有限。舉例而言，市調機制優化建議所涉及的技术改動並不多，但另一方面，開市前時段優化措施在交易系統及市場數據系統上均需作相應提升，儘管收市競價時段實施類似措施時市場已有相關經驗。
- 64 基於以上所述，且為了盡量降低對市場的影響及更快推出市場，我們建議將優化後的開市前時段及市調機制分階段推出。例如，在開市前時段優化措施牽涉的技術改動經香港交易所及市場參與者開發及測試之前，可先行推出建議的市調機制優化措施。
- 65 優化措施的實施詳情及時間將於諮詢總結文件發布時公布。

諮詢問題

問題 16： 您需要多少時間就建議的開市前時段優化措施作準備？

- (i) 少於 3 個月；
- (ii) 4 至 6 個月；
- (iii) 7 至 12 個月；
- (iv) 其他，請註明。

請說明理由。

問題 17： 您需要多少時間就建議中的市調機制優化措施作好準備？

- (i) 少於 3 個月；
- (ii) 4 至 6 個月；
- (iii) 其他，請註明。

請說明理由。

附錄

附錄一：建議優化的開市前時段模式與其現行模式及收市競價交易時段模式的對照

	現行開市前時段	建議的開市前時段	現行收市競價交易時段																																													
涵蓋證券範圍	所有證券	股本證券及基金																																														
時段	共 30 分鐘	共 30 分鐘	共 8-10 分鐘																																													
	<table border="1"> <thead> <tr> <th>時段</th> <th>時間</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>輸入買賣盤</td> <td>9:00 – 9:15 (15 分鐘)</td> </tr> <tr> <td>對盤前</td> <td>9:15 – 9:20 (5 分鐘)</td> </tr> <tr> <td>對盤¹⁷</td> <td>9:20 – 9:28 (8 分鐘)</td> </tr> <tr> <td>暫停</td> <td>9:28 – 9:30 (2 分鐘)</td> </tr> </tbody> </table>	時段	時間	輸入買賣盤	9:00 – 9:15 (15 分鐘)	對盤前	9:15 – 9:20 (5 分鐘)	對盤 ¹⁷	9:20 – 9:28 (8 分鐘)	暫停	9:28 – 9:30 (2 分鐘)	<table border="1"> <thead> <tr> <th>時段</th> <th>時間</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>輸入買賣盤</td> <td>9:00 – 9:15 (15 分鐘)</td> </tr> <tr> <td>不可取消</td> <td>9:15 – 9:20 (5 分鐘)</td> </tr> <tr> <td>隨機對盤¹⁸</td> <td>9:20 – 9:22 (0-2 分鐘)</td> </tr> <tr> <td>暫停</td> <td>對盤後 – 9:30 (8-10 分鐘)</td> </tr> </tbody> </table>	時段	時間	輸入買賣盤	9:00 – 9:15 (15 分鐘)	不可取消	9:15 – 9:20 (5 分鐘)	隨機對盤 ¹⁸	9:20 – 9:22 (0-2 分鐘)	暫停	對盤後 – 9:30 (8-10 分鐘)	<table border="1"> <thead> <tr> <th>時段</th> <th>時間</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>參考價定價</td> <td>16:00 – 16:01 (1 分鐘)</td> </tr> <tr> <td>輸入買賣盤</td> <td>16:01 – 16:06 (5 分鐘)</td> </tr> <tr> <td>不可取消</td> <td>16:06 – 16:08 (2 分鐘)</td> </tr> <tr> <td>隨機收市</td> <td>16:08 – 16:10 (0-2 分鐘)</td> </tr> </tbody> </table>	時段	時間	參考價定價	16:00 – 16:01 (1 分鐘)	輸入買賣盤	16:01 – 16:06 (5 分鐘)	不可取消	16:06 – 16:08 (2 分鐘)	隨機收市	16:08 – 16:10 (0-2 分鐘)															
時段	時間																																															
輸入買賣盤	9:00 – 9:15 (15 分鐘)																																															
對盤前	9:15 – 9:20 (5 分鐘)																																															
對盤 ¹⁷	9:20 – 9:28 (8 分鐘)																																															
暫停	9:28 – 9:30 (2 分鐘)																																															
時段	時間																																															
輸入買賣盤	9:00 – 9:15 (15 分鐘)																																															
不可取消	9:15 – 9:20 (5 分鐘)																																															
隨機對盤 ¹⁸	9:20 – 9:22 (0-2 分鐘)																																															
暫停	對盤後 – 9:30 (8-10 分鐘)																																															
時段	時間																																															
參考價定價	16:00 – 16:01 (1 分鐘)																																															
輸入買賣盤	16:01 – 16:06 (5 分鐘)																																															
不可取消	16:06 – 16:08 (2 分鐘)																																															
隨機收市	16:08 – 16:10 (0-2 分鐘)																																															
可輸入的買賣盤類型	<table border="1"> <thead> <tr> <th>時段</th> <th>競價盤</th> <th>競價限價盤</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>輸入買賣盤</td> <td>✓</td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>對盤前</td> <td>✓</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>對盤</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>暫停</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> </tbody> </table>	時段	競價盤	競價限價盤	輸入買賣盤	✓	✓	對盤前	✓	-	對盤	-	-	暫停	-	-	<table border="1"> <thead> <tr> <th>時段</th> <th>競價盤</th> <th>競價限價盤</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>輸入買賣盤</td> <td>✓</td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>不可取消</td> <td>✓</td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>隨機對盤</td> <td>✓</td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>暫停</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> </tbody> </table>	時段	競價盤	競價限價盤	輸入買賣盤	✓	✓	不可取消	✓	✓	隨機對盤	✓	✓	暫停	-	-	<table border="1"> <thead> <tr> <th>時段</th> <th>競價盤</th> <th>競價限價盤</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>參考價定價</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>輸入買賣盤</td> <td>✓</td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>不可取消</td> <td>✓</td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>隨機收市</td> <td>✓</td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>	時段	競價盤	競價限價盤	參考價定價	-	-	輸入買賣盤	✓	✓	不可取消	✓	✓	隨機收市	✓	✓
	時段	競價盤	競價限價盤																																													
輸入買賣盤	✓	✓																																														
對盤前	✓	-																																														
對盤	-	-																																														
暫停	-	-																																														
時段	競價盤	競價限價盤																																														
輸入買賣盤	✓	✓																																														
不可取消	✓	✓																																														
隨機對盤	✓	✓																																														
暫停	-	-																																														
時段	競價盤	競價限價盤																																														
參考價定價	-	-																																														
輸入買賣盤	✓	✓																																														
不可取消	✓	✓																																														
隨機收市	✓	✓																																														

¹⁷ 不得輸入新買賣盤。

¹⁸ 2 分鐘內可輸入買賣盤直至開始隨機對盤。

	現行開市前時段	建議開市前時段	現行收市競價交易時段
價格限制	無固定價格範圍 (9倍規則除外)	競價限價盤設有分兩個階段的價格限制： <ul style="list-style-type: none"> - 第一階段： <ul style="list-style-type: none"> 輸入買賣盤時段參考價格的 <ul style="list-style-type: none"> • ±15% (開市前時段) • ±5% (收市競價交易時段) - 第二階段： 在不可取消或更改買賣盤的時段介乎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 	
賣空	不可賣空	可賣空，但價格不得低於相應時段的參考價格	
發布市場數據	<ul style="list-style-type: none"> • 參考平衡價格 • 參考平衡成交量 	<ul style="list-style-type: none"> • 參考平衡價格 • 參考平衡成交量 • 開市前時段股份標記 / 收市競價時段股份標記 • 買賣盤差額信息 (方向及數量) • 參考價格 • 第一及第二階段價格限制 	
參考價格	不適用	上日收市價	由 15:59:00 開始每隔 15 秒擷取的五個按盤價的中位數
未能確定最終參考平衡價格時的處理方法	不進行競價對盤		可配對的競價買賣盤仍可按參考價格進行配對

附錄二：開市前時段模式的國際比較

1. 下文所載資料僅為說明背景及作參考用途，並已盡力確保當中內容準確無誤，但由於市場變化不斷，不排除有部分資料可能未及更新或有欠完備。如有需要，務請諮詢各有關交易所了解進一步詳情或最新資料。
2. 國際上，交易所的開市及收市競價機制一般都採用類近模式，對價格限制的處理亦多一致。以下的簡化示例是不同交易所比較。

交易所	開市及收市的價格限制/延時界線	相似與不同之處
納斯達克 ¹⁹	<ul style="list-style-type: none"> • 納斯達克最佳買入價與賣出價中間價的 10% (最低 0.50 美元) • 通過其中一項 Opening Cross Price Tests²⁰ 	<ul style="list-style-type: none"> • 開市及收市時段機制相似，均有規定的對盤時間 • 在開市及收市時段對盤前兩分鐘，可按買賣盤差額輸入買賣盤，但不可更新或取消
倫敦證券交易所 ²¹	<ul style="list-style-type: none"> • 兩個競價時段的價格限制：均為 90% • 開市價格監控延時界線 (初始): 2%-5%²² • 收市價格監控延時界線：2%-15% 	<ul style="list-style-type: none"> • 開市及收市競價機制相似，兩者均可隨機結束，並可觸發市場買賣盤延時或價格監控延時 • 價格監控延時次數上限不同：開市競價為 1 至 5 次 (視乎類別)，收市競價則只限 1 次
德國交易所 ²³	<ul style="list-style-type: none"> • 競價延時適用於開市及收市時段 (界線未有公佈) 	<ul style="list-style-type: none"> • 開市及收市時段都採用類似的隨機收市及延時機制 • 開市時段，隨機開市適用於不同組別的證券，但不適用於收市時段

¹⁹ 資料來源：納斯達克網站 ([Opening/Close Quick Reference Guide, FAQ](#))

²⁰ 三項價格測試的詳情載於 [Equity Trader Alert #2016 - 16](#)。

²¹ 經參考該所的 SETS (主要指數成份股及交易所買賣基金等等的電子掛盤冊。資料來源：倫敦證券交易所網站 ([Guide to the Trading System, Millennium Exchange and TRADEcho Business Parameters](#)))

²² 僅顯示初始的價格監控界線。請注意，隨後的價格監控延時將有不同界線。此外，不同行業的監控界線也有不同。

²³ 資料來源：德國交易所網站 ([T7 7.1 版 - 交易場所 Xetra 的市場模式, Trading Parameters Xetra](#))

交易所	開市及收市的價格限制/延時界線	相似與不同之處
日本交易所 ²⁴	<ul style="list-style-type: none"> 開市及收市：以上日收市價按照價格分層劃分進行每日價格限制 	<ul style="list-style-type: none"> 開市及收市都採用了 Itayose 方法 應用“特別報價”（見附錄五），以避免價格突然波動 當正常 Itayose 方法下無法執行買賣盤訂單時，收市時段會採用特別機制
澳洲證券交易所 ²⁵	<ul style="list-style-type: none"> 開市：無 收市：無 	<ul style="list-style-type: none"> 開市前及收市前時段的機制也大致相同，開盤和收盤均是隨機開始對盤 證券根據其代碼首字母分為五組隨機開市，但不適用於收市
新加坡交易所 ²⁶	<ul style="list-style-type: none"> 開市：無（現時）；30%（建議） 收市：無（現時）；10%（建議） 	<ul style="list-style-type: none"> 現時開市及收市的做法大致相同，兩個時段均是隨機開始對盤²⁷
香港交易所	<ul style="list-style-type: none"> 開市：無（現時）；15%（建議） 收市：5% 	<ul style="list-style-type: none"> 見附錄一

²⁴ 資料來源：日本交易所網站（[Guide to TSE Trading Methodology](#)）

²⁵ 資料來源：澳洲證券交易所（[ASX Operating Rules](#)）

²⁶ 新加坡交易所已就提升其競價時段的建議向市場展開諮詢，建議方案有三：1. 實施價格限制；2. 延長時間；3. 推行混合模式
資料來源：[新加坡交易所網站](#)

²⁷ 經參考《新加坡交易所證券上市規則》應用指引第 8.2.1 項

附錄三：開市前時段優化建議的詳情

以下章節概述建議的開市前時段機制詳情：

A. 開市前時段涵蓋產品類別及新開市前時段股份標記

1. 建議的開市前時段只會**包括**股本證券（包括預託證券、投資公司、優先股及合訂證券）及基金（包括交易所買賣基金及房地產投資信託基金）（開市前時段證券），而非涵蓋全部證券。
2. 以下證券產品類別將**不包括**在開市前時段（非開市前時段證券）。若於開市前時段在非開市前時段證券輸入買賣盤將會被拒絕，非開市前時段證券只會於持續交易時段才能開始買賣。
 - 債務證券
 - 結構性產品
 - 槓桿及反向產品
 - 股本權證
 - 供股權
3. 每隻適用於開市前時段證券的相關標記資料將會發布。

B. 開市前時段交易時間及時段

4. 建議的開市前時段的競價模式及相關時段通過以下圖文列示說明。

適用證券：股本證券（包括預託證券、投資公司、優先股及合訂證券）及基金（包括交易所買賣基金及房地產投資信託基金）
 不包括：債務證券、結構性產品、槓桿及反向產品、認股權證及供股權

時間	9:00	9:15	9:20	9:22	對盤後	9:30後	
時段	開市前時段					暫停時段（8-10分鐘）	持續交易時段
	輸入買賣盤時段（15分鐘）	不可取消時段（5分鐘）	① 隨機對盤時段（0-2分鐘）				
說明	價格限制： ② 較上日收市價±15%	最低賣出價與最高買入價之間			未配對的競價限價盤，將以限價盤轉入持續交易時段	上午交易時段開始	
	接受的買賣盤	競價盤					
		③ 競價限價盤					
輸入、取消及修改買賣盤	可輸入/取消/修改	可輸入，不可取消/修改					

其他新措施

- ④ 可參考上日收市價，在不低於上日收市價下進行賣空
- ⑤ 提供更多市場資料：開市前證券標記、兩個階段的價格上下限及不平衡資料（方向及數量）

5. 開市前時段的總持續時間仍為 30 分鐘（上午 9 時至 9 時 30 分）。現行開市前時段模式與建議中的優化模式的異同對照如下：

現行模式		建議模式	
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 (不得輸入新買賣盤)	9:20 – 9:28 (8 分鐘)	隨機對盤 (對盤會於 2 分鐘內隨機開始，開始前仍可輸入新買賣盤)	9:20 – 9:22 (0-2 分鐘)
暫停	9:28 – 9:30 (2 分鐘)	暫停	對盤開始後 – 9:30 (8-10 分鐘)

建議開市前時段的買賣盤處理及功能概述如下：

開市前時段開始前

6. 在開市前時段開始前，使用開市前時段證券的上日收市價設定其上下限價格 $\pm 15\%$ 並向市場發布。在某些情況下（例如首次公開招股股份）， $\pm 15\%$ 的價格限制將不適用。

輸入買賣盤時段

7. 在輸入買賣盤時段，可以就開市前時段證券輸入競價盤及 $\pm 15\%$ 價格限制範圍內的競價限價盤，並可修改或取消。

不可取消時段

8. 由不可取消時段開始，可輸入競價盤及競價限價盤，但不得更改或取消。新輸入的競價限價盤的價格必須介於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。

隨機對盤時段

9. 在隨機對盤時段，適用於不可取消時段的買賣盤規則仍然適用，直至對盤開始（亦即隨機對盤時段結束）為止，時間將會在上午 9 時 20 分至上午 9 時 22 分之間，隨機決定。當對盤開始後，輸入買賣盤會被拒絕。所有可配對的買賣盤會根據現行的參考平衡價格計算方式，按最終參考平衡價格進行配對。買賣盤對盤的優先次序仍是按照買賣盤類別（競價盤優先於競價限價盤）、價格及時間等優先次序對盤。
10. 若開市前時段內未能確定最終參考平衡價格，則不會進行對盤²⁸，這一點有別於現時的收市競價交易時段（可按參考價進行競價對盤）²⁹。

暫停時段

11. 暫停時段於隨機對盤時段結束後即時開始，並於上午 9 時 30 分結束，其間不得輸入、修改或取消買賣盤。

²⁸ 類似於現時的開市前時段模式，若因買賣盤紀錄冊中其中一邊或兩邊均沒有競價限價盤又或最低賣出價與最高買入價不重疊而沒有參考平衡價格，買賣盤（包括競價盤）不會進行競價配對。

²⁹ 即價格等於或優於參考價格的競價盤或競價限價盤，而有關參考價格是按持續交易時段最後一分鐘五個時間的按盤價的中位數決定。

12. 現行開市前時段及建議的優化模式下各時段買賣盤處理規則的異同對照如下：

現行 開市前時段	輸入買賣盤 時段	對盤前時段	對盤時段	暫停時段
競價盤	✓	✓	-	-
競價限價盤	✓	-	-	-
建議的 開市前時段	輸入買賣盤 時段	不可取消時段	隨機對盤時段	暫停時段
競價盤	✓	✓	✓	-
競價限價盤	✓	✓	✓	-

C. 開市前時段價格限制

13. 與收市競價交易時段類似，建議的開市前時段模式亦將設有兩階段價格限制，用以控制在開市前時段輸入的競價限價盤價格。

	適用時段	時間	價格限制
第一階段	輸入買賣盤時段	9:00 - 9:15	上日收市價的±15%
第二階段	不可取消時段	9:15 - 9:20	上午 9 時 15 分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
	隨機對盤時段	9:20 - 9:22	

14. 以下進一步說明適用於開市前時段的價格規則詳情：

- 第一階段的價格限制將不適用於：
 - 剛開始買賣的首次公開招股股份；
 - 已到除淨日（如現金股息、紅股派送、供股等）的股份；及
 - 停牌後復牌的股份。
- 若開市前時段證券於輸入買賣盤時段結束時沒有最低賣出價及 / 或最高買入價（例如只有買盤或只有沽盤，或兩者皆無），則第一階段的價格限制將維持不變並適用於第二階段。
- 9 倍規則仍然適用，但 24 個價位規則不適用。

- 現行的價格提示仍然適用，即新買賣盤價格偏離按盤價 20 個價位以上時，可選擇顯示提示訊息，要求經紀再次確認。

競價盤

15. 競價盤是沒有指定價格的買賣盤，按競價交易時段結束時所釐定的競價價格進行對盤。競價盤的對盤次序優先於競價限價盤，根據時間優次在開市前時段按最終參考平衡價順序對盤。

競價限價盤

16. 競價限價盤是有指定價格的買賣盤，可按等同或優於指定價格的價格（買盤：指定價格等同或高於最終參考平衡價；賣盤：指定價格等同或低於最終參考平衡價）進行對盤。競價限價盤的配對次序在競價盤之後，亦會跟從價格及時間上的優次處理。競價限價盤不會以差於指定價格的價格進行配對。

D. 賣空盤

17. 若開市前時段證券同時亦是可進行賣空的指定證券，在開市前時段內可輸入競價限價賣空盤。然而，除開市前時段其他價格規則外，賣空盤於開市前時段的價格亦不得低於參考價格（即上日收市價）。此外，輸入時必須加上「賣空」的標籤。這些賣空盤的優先次序及其他功能均與所有其他競價限價沽盤相同。開市前時段賣空不可輸入競價盤。
18. 開市前時段證券若無開市前時段參考價格（即無上日收市價的股份），不得賣空。

E. 提供更多市場資料

19. 優化後的開市前時段，競價的透明度也會提升，除現有的參考平衡價格及參考平衡成交量外，市場參與者還將會得到其他的市場資料，包括：開市前時段股份標記、買賣盤差額資料（方向及數量）、參考價格（即上日收市價）、第一階段及第二階段價格限制（上限及下限價）。

F. 參考平衡價格(IEP)及參考平衡成交量(IEV)

20. 參考平衡價格及參考平衡成交量的釐定及發放方法將維持不變。

附錄四：市調機制回溯測試數據

1. 為優化現行市調機制模式，我們以 2011 年 1 月至 2018 年 12 月的歷史數據進行回溯測試，以模擬各類股票在下述四個不同的觸發界線下，當同一交易時段內只允許觸發一次及可多次觸發時，所觸發市調機制的次數。

回溯測試期	2011年1月至2018年12月 (總共8年)
適用證券	類別 1: 恒生綜合大型指數成份股 類別 2: 恒生綜合中型指數成份股 類別 3: 恒生綜合小型指數成份股 類別 4: 非恒生綜合指數成份股
參考價格	<u>適用於只觸發一次及多次觸發</u> - 5分鐘前的最後成交價 <u>適用於多次觸發 (冷靜期隨後)</u> - 冷靜期期間的第一筆交易 - 如冷靜期期間沒有錄得交易，則無參考價格；冷靜期後的第一筆交易會成為之後的參考價格
觸發界線 (適用於以上所有證券類別)	情況 1: 超出參考價格 $\pm 10\%$ 情況 2: 超出參考價格 $\pm 15\%$ 情況 3: 超出參考價格 $\pm 20\%$ 情況 4: 超出參考價格 $\pm 30\%$
監控時段	9:45 – 12:00 及 13:15 – 15:40
最多觸發次數	每個交易時段只觸發一次：每個交易時段觸發次數上限為一次 (早上及下午) 多次觸發：無觸發次數上限

2. 為模擬市調機制的監控，採用了以下的回溯測試方法：

數據來源：回測採用了持續交易時段的歷史交易數據 (不包括上午和下午時段的前 15 分鐘以及下午時段的最後 20 分鐘)。

計算方法：如果股票最後交易價格偏離 5 分鐘前的交易價格超過預定的觸發點 (即 $\pm 10\%$ 、 $\pm 15\%$ 、 $\pm 20\%$ 或 $\pm 30\%$)，市調機制則會被觸發。

- 在同一個交易時段只允許觸發一次的情況下，若市調機制已被觸發，則市調機制不會於同一個交易時段中進行後續監控。
- 在同一個交易時段允許觸發多次的情況下，若股票最後交易價格偏離 5 分鐘前的交易價格超過±10%、±15%、±20%或±30%，市調機制則會被觸發。為了模擬冷靜期，在市調機制被觸發後，不會對觸發隨後 5 分鐘的交易記錄進行監控(即冷靜期)。冷靜期結束後便恢復市調機制監控，每筆交易的交易價格會與 5 分鐘前的最後交易價格比較。讀者應注意，這跟建議的市調機制(冷靜期期間的第一筆交易將成為新的參考價格)稍有不同。此外，在市調機制觸發後，交易行為可能會被影響，而在回溯測試中無法模仿這種情況。

3. 每時段只可觸發一次：

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				
股票類別 \ 觸發界線	10%	15%	20%	30%
1. 恒生綜合指數大型股	~ 0			
2. 恒生綜合指數中型股	~ 3	~ 0	~ 0	~ 0
3. 恒生綜合指數小型股	~ 9	~ 1	~ 0	~ 0
4. 非恒生綜合指數股份	~ 541	~ 86	~ 30	~ 7

4. 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				
股票類別 \ 觸發界線	10%	15%	20%	30%
1. 恒生綜合指數大型股	~ 0			
2. 恒生綜合指數中型股	~ 4	~ 1	~ 0	~ 0
3. 恒生綜合指數小型股	~ 12	~ 1	~ 0	~ 0
4. 非恒生綜合指數股份	~ 757	~ 108	~ 37	~ 9

附錄五：國際間市調機制的比較

1. **證券涵蓋範圍**：如下表所示，大部分證券交易所的市調機制均包括所有股票，少數排除了一些低流通量的股票及細價股，而香港現行模式則僅包括恒生指數及恒生國企指數的成份股。

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國企指數成份股 ✗ 不包括其餘 2,100 多隻股本證券及 160 多隻交易所買賣基金

2. 觸發界線及最多可允許的觸發次數：下表列出不同證券交易所的觸發界線及最多可允許觸發次數，可見大部分的交易所採用基於流動性 / 價格的分層架構，並且沒有限制每個交易時段的觸發次數。

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：前五分鐘平均成交價	分層架構(按產品類別及價格劃分)： 指數成份股 / 指數：5%； 其他：>=3 元：10%； <3 元：20%-75%+	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：上一次交易 (以防錯價交易) 靜態：上一次競價交易 (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 - 3%-25%；上一次競價交易：8% - 25% • 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：上一次交易 靜態：按上日收市價的每日價格限制	• 用於緩和間斷交易的「特殊報價」(距上一次交易約 1.4%-2.5%) • 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：前兩分鐘加權平均價格； 靜態：上一競價價格	動態價格範圍(動態參考價格±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：五分鐘前成交價	>0.5 新加坡元股份：10%，其他不適用		每月多次
香港交易所	動態：五分鐘前成交價	恒指 / 恒生國企指數成份股：10%		過去兩年不曾觸發

附錄六：市調機制允許多次觸發舉例

1. 以下例子闡述了冷靜期觸發後不同情形。

a) 當冷靜期內有達成交易，在冷靜期內達成的第一筆交易會作為恢復市調機制監察的參考價。

時間		10:00	10:01	10:02	10:03	10:04	10:05	10:06	10:07	10:08	
		冷靜期					←-----市調機制監察-----→				
交易			交易 #1	交易 #2	交易 #3						
不同時間的 參考價	10:00 - 10:04	買賣盤價格需要在固定價格範圍內									
	10:05						交易 #1 的價格	(參考價會是冷靜期內第一筆的自動對盤交易的價格)			
	10:06						交易 #1 的價格				
	10:07								交易 #1 的價格		
	10:08									交易 #2 的價格	

- 在上述的例子，冷靜期於上午 10:00 至上午 10:04 被觸發。
- 在冷靜期期間，輸入的買賣盤需要接受固定價格範圍驗證，冷靜期內的第一筆自動對盤交易 (交易#1) 於上午 10:01 達成。
- 在冷靜期結束後，市調機制監察於上午 10:05 恢復。參考價會設定為交易#1 的成交價，之後 5 分鐘前最後成交價將作為參考價用於市調機制的監察。

b) 若冷靜期內未達成交易，則無參考價及股份將沒有動態價格限制。直至當錄得自動對盤交易時，便會恢復市調機制監察，而第一筆自動對盤交易的價格將會作為參考價。

時間		10:00	10:01	10:02	10:03	10:04	10:05	10:06	10:07	10:08	10:09	
		冷靜期					←-----市調機制監察-----→					
交易								交易 #1	交易 #2	交易 #3		
不同時間的 參考價	10:00 - 10:04	買賣盤價格需要在固定價格範圍內										
	10:05						(沒有市調 機制監察)					
	10:06							交易 #1 的價格	(參考價會是冷靜期後第一筆的自動對盤交易的價格)			
	10:07								交易 #1 的價格			
	10:08									交易 #1 的價格		
	10:09										交易 #1 的價格	

- 在上述的例子，冷靜期於上午 10:00 至上午 10:04 被觸發。冷靜期內未達成交易。
- 在冷靜期結束後，因為沒有參考價，上午 10:05 股份將無市調機制監察。
- 第一筆自動對盤交易 (交易#1) 在冷靜期結束後於上午 10:06 達成，其成交價會設定為參考價並恢復市調機制監察。之後 5 分鐘前最後成交價將作為參考價如常用於市調機制的監察。

附錄七：私隱政策聲明

香港交易及結算所有限公司及其不時的附屬公司（統稱「本集團」）（在本私隱政策聲明中，各自稱為「香港交易所」、「我們」或「本集團成員公司」，視適用情況而定）明白根據香港法例第486章《個人資料（私隱）條例》（該「《條例》」）其在收集、持有、處理、使用及／或轉移個人資料方面的責任。個人資料的收集只限作合法且相關的用途，並會採取一切實際可行方法去確保我們持有的個人資料準確無誤。我們將會根據本私隱政策聲明使用我們不時所收集閣下的個人資料。

我們定期檢討這項私隱政策聲明，並可能不時加以修訂或加入具體指示、政策及條款。本私隱政策聲明如有任何重要修訂，我們會通過閣下提供給我們的聯絡方式通知閣下，也會按該《條例》的規定，讓閣下可以透過屆時通知閣下的途徑選擇拒絕接收此類修訂通知。否則，關於通過香港交易所網站或其他方式而提供給我們的個人資料，閣下繼續使用香港交易所網站或繼續維持與我們的關係即被視為同意並接受此項私隱政策聲明（不時修訂）。

如對這項私隱政策聲明或我們如何使用閣下的個人資料有任何疑問，請通過下文「聯繫我們」所載的任何一個通訊渠道與我們聯繫。

我們會採取一切實際可行方法確保個人資料的安全，以及避免個人資料在未經授權或意外的情況下被取用、刪除或作其他用途。這包括在實物具體上、技術上及程序上的適當安全措施，確保只有經授權人士才能取用個人資料。

請注意：如閣下沒有向我們提供個人資料（或有關閣下代理人的個人資料），我們可能無法提供閣下要求的資訊、產品或服務又或無法處理閣下的要求、申請、訂購或登記，亦可能無法執行或履行監管職能（定義見下文）。

目的

我們或會為了以下目的而不時收集閣下的個人資料（包括但不限於閣下的姓名、郵寄地址、電話號碼、電郵地址、出生日期和登入名稱）：

1. 處理閣下的申請、訂購及登記使用我們的產品及服務；
2. 執行或履行香港交易所以及任何由其作為認可控制人的公司（定義見香港法例第571章《證券及期貨條例》）的職能（「監管職能」）；
3. 向閣下提供我們的產品和服務，以及與此相關的賬戶管理；
4. 進行研究和統計分析；
5. 處理閣下應聘香港交易所職位或工作的申請，以評估閣下是否為適合人選，並向閣下的前僱主進行相關的背景查證；及
6. 與上列任何一項有直接關聯的其他目的。

直接營銷

如閣下已經給予同意而其後並無撤回，我們也可能會使用閣下的姓名、郵寄地址、電話號碼和電郵地址，用以寄送宣傳資料，就香港交易所以及本集團其他成員公司的金融和資訊服務進行直接營銷活動。

如不希望收到我們的宣傳和直接營銷資料，或不希望收到某類宣傳和直接營銷資料，又不希望在某種途徑收到此類材料，請通過下文「聯繫我們」所載的其中一種通訊渠道聯絡我們。為確保可以迅速處理閣下的要求，請提供閣下的全名、電郵地址、登入名稱及所訂閱產品及/或服務的詳情。

身份證號碼

我們也可能會根據適用法律或規例又或任何對我們有管轄權限的監管者的要求而收集並處理閣下的身份證號碼，另外亦可能因為需要識別閣下的身份而（在不抵觸該《條例》的前提下）收集並處理閣下的身份證號碼。

轉移 閣下的個人資料作直接營銷

除非閣下已經拒絕，否則我們可能會將閣下的姓名、郵寄地址、電話號碼和電郵地址轉交本集團其他成員公司，使其可向閣下寄送宣傳資料，就其金融和資訊服務進行直接營銷活動。其他轉移個人資料的情況

為了以上一個或多於一個目的，閣下的個人資料可能會被：

1. 轉交予本集團其他成員公司，而使本集團（在香港或其他地方）的相關人員獲得閣下的個人資料；就此，閣下同意將閣下的個人資料轉離香港；
2. 提供予任何向香港交易所及/或本集團在香港或其他地方的其他成員提供行政、電訊、電腦、付款、追收欠款、資料處理或其他服務的代理、承判商或第三方；及
3. 轉交予其他人士（收集資料時會通知閣下）。

我們如何使用cookies

閣下通過香港交易所網站查閱我們的資訊或服務時，應當留意到網站有使用cookies。Cookies是指儲存在閣下瀏覽器內的資料檔。閣下進入香港交易所網站時，網站即在閣下瀏覽器內自動安裝並使用cookies。香港交易所網站使用兩種cookies：

Session Cookies：一種只在閣下瀏覽香港交易所網站期間留存於瀏覽器內的短暫性質cookies，用處在於取得並儲存配置資訊及管理網站，包括「攜帶」資訊以隨閣下瀏覽網站的不同版頁，譬如以免閣下每到一個版頁也要重新輸入資訊。Session cookies也會用來編備關於香港交易所網站使用的匿名統計資料。

Persistent Cookies：一種留存於瀏覽器內較長時間的cookies，用以編備關於香港交易所網站使用的匿名統計資料，或追蹤和記錄使用者的習慣偏好。

香港交易所網站所用的cookies不包含個人資料。閣下可以更改瀏覽器或網路安全軟件中的設定，拒絕接受瀏覽器內的cookies。不過，這樣或會令閣下不能使用或啟動香港交易所網站中的某些功能。

法律與法規的遵守

香港交易所及本集團其他成員公司或要為了遵守適用法律及規例，或遵守法院指令、傳票或其他法定程序（無論於香港或其他地方），或遵從政府機關、執法機構或類似機構（無論位於香港或其他地方）提出的要求，又或執行或履行監管職能，而必須保留、處理及/或披露閣下的個人資料。香港交易所及本集團其他成員公司或須披露閣下的個人資料，以履行與閣下的協議，或保護我們或我們僱員的權利、財產或安全，又或執行或履行監管職能。

公司重組

隨著我們持續發展業務，我們可能會重組集團架構或出現控制權易手或業務合併。在這些情況下，閣下的個人資料或會按這份私隱政策聲明或另一份將會通知閣下的私隱政策聲明而移交繼續運營我們業務或類似服務的第三方。此等第三方或在香港以外的地方，就此等收購或重組而使用閣下個人資料的地點也可能不在香港。

查閱及更正個人資料

根據該《條例》，閣下有權查明我們是否持有閣下的個人資料、取得資料的備份及更正任何不準確資料，也可以要求我們通知閣下其持有資料的種類。如欲查閱有關資料，須使用個人資料私隱專員（「私隱專員」）指定的表格（可於私隱專員公署的官方網站下載）或經此連接提出：

<https://www.pcpd.org.hk/english/publications/files/Dforme.pdf>

如欲查閱和更正個人資料，或查閱有關政策與常規以及我們所持有資料種類，應以書面及郵遞形式提出要求（見以下「聯繫我們」）。

我們或會因應閣下查閱資料要求而產生的行政及實際成本而收取合理的費用。

終止或取消

任何時候如果閣下在我們的賬戶或與我們的關係被取消或終止，我們會隨即在合理情況下盡快終止處理閣下的個人資料，但也可按合理需要而保留有關資料，合理的需要包括：資料歸檔；解決實際或潛在的爭議；遵守適用法律及規例；履行與閣下的任何協議；保障我們及我們僱員的權利、財產或安全；以及執行或履行我們的職能、義務及責任等。

一般資料

本私隱政策聲明中英文本如有差異，概以英文版為準。

聯繫我們

郵寄：

香港中環康樂廣場8號

交易廣場二期8樓

香港交易及結算所有限公司

個人資料隱私主任

電郵：

DataPrivacy@HKEX.COM.HK

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2期8樓

info@hkex.com.hk
電話：+852 2522 1122 傳真：+852 2295 3106
hkexgroup.com | hkex.com.hk