

提高市場流動性的觀察報告

二零二二年 八月

目錄

行政摘要	1
背景	2
市場流動性及其重要性	2
全球市場流動性	3
ETF及莊家	7
ETF流動性外溢效應	7
ETF流動性及市場深度	12
莊家及交易生態系統	13
案例研究：基礎設施的改善措施及對流動性的影響	15
例子1：香港交易所—透過寬免ETF的印花稅改善流動性	15
例子2：東京證券交易所—透過簡化ETF的結算流程改善流動性	17
例子3：透過自成交防範機制改善交易環境	18
改善基礎設施的成本效益分析	19
提高市場流動性的潛在措施	20
ETF交易活動改善措施	20
一般交易和清算活動改善措施	22
基礎設施和系統升級	24
結語	25
附錄	26
附錄1 — 莊家的盈利來源	26
附錄2 — 自2008年起在多個交易所推出自成交防範機制的市場（按地區劃分）	27

行政摘要

香港一直是世界首屈一指的首次公開招股中心，在過去13年間，首次公開招股集資總額七度位列全球第一。¹香港有此地位，部分是由於香港與內地市場彼此相鄰，互相連接，並受惠於後者持續的經濟增長和創新。

雖然香港的首次公開招股市場表現強勁，但二級市場的活動相對較不活躍，與其他主要的國際金融中心相比尤其如是。二級市場的流動性是反映市場發展及成熟程度的重要指標。多項研究顯示，流動性較高的股票往往以溢價交易，因此價格較高。交易流動性不但對二級市場投資者重要，對提升市場對潛在發行人的吸引力也不可或缺，原因是公司估值是影響上市及交易地點的主要決定因素。

隨著全球金融領域的不確定因素增加，加上該等因素帶來的潛在機遇，香港應不斷致力改善交易機制及市場基礎設施，以滿足發行人及投資者的需求變化。

有見及此，香港金融發展局（金發局）展開研究，並編製本報告，旨在識別潛在的機制改善措施，以加強香港的市場流動性。本報告提出的建議重點為促進莊家和交易所買賣基金（ETF）更充分地發揮流動性提供者的市場作用，從而創造良性循環，惠及整個市場。該等建議總結如下：

ETF 交易活動改善措施：

1. 推出新價位表，提供更適合香港上市股票的最低上落價位；
2. 增加最大差價範圍要求至24個價位以上；
3. 擴展莊家賣空的允許時段至非自動對盤交易；以及
4. 調整ETF的結算方式。

一般交易和清算活動改善措施：

1. 推出新規則，允許莊家與多個結算參與者進行結算；
2. 評估中央對手方市場參與者的投資組合風險；以及
3. 考慮為低流動性的股票推行莊家計劃，以改善流動性。

基礎設施和系統升級：

1. 香港交易及結算所有限公司（香港交易所）採用自願性的自成交防範機制；
2. 提升所選取網關的透明度，以聯繫會員和交易所；以及
3. 升級交易系統，並加強系統的能力。

我們相信以上改善措施將能提高市場流動性，從而鞏固香港作為一流國際金融中心的地位。

¹ 香港特別行政區政府，「國家計劃讓香港受益匪淺」（2022年5月26日），https://www.news.gov.hk/eng/2022/05/20220526/20220526_182018_303.html（於2022年5月29日存取）

背景

市場流動性及其重要性

市場流動性的廣泛定義是市場能在對價格影響甚少的情況下，迅速促成大量交易的能力。²流動性的概念有多個層面，分別為：³

- 寬度 / 緊度 — 指買入價與賣出價之間的差異。寬度一般按照買賣差價作為識別及衡量。較窄的價差可令交易更活躍，因而提高流動性。
- 深度 — 指買賣差價兩邊等待執行買賣盤的數量。數量越多越能限制買賣盤對價格的影響。
- 即時性 — 指在一定成本下執行買賣盤的速度。
- 復元力 — 指價格受到短暫衝擊後恢復穩定的速度。

較高的市場流動性有助提升金融市場對不同持份者的吸引力。對投資者而言，流動性高的市場往往意味著交易成本較低、交易較有效率、價格波動較低，以及定價較佳。對發行人而言，流動性較高的市場可令集資成本降低，股價估值較準確。對交易所而言，流動性較高會提升市場對投資者、發行人及其他市場參與者的吸引力，增加交易量，並加強交易所的盈利能力。

由於流動性有助深化及鞏固金融市場，並對整個金融市場的穩定與發展帶來正面影響，全球監管機構、證券交易所和其他持份者都致力確保市場流動性維持活躍及健康。

² 國際結算銀行·《國際結算銀行季度檢討》(2000年11月)·https://www.bis.org/publ/r_qt0011e.pdf

³ 奧緯諮詢及全球證券交易所聯會·《提高新興市場交易所的流動性》(2016年10月)·<https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/2016/oct/Liquidity-in-Emerging-Markets-Exchanges-.pdf>

全球市場流動性

如上所述，交易所致力提高市場流動性，香港交易所亦不例外。儘管香港交易所與整個金融市場努力不懈，香港金融市場的流動性仍有改善空間。雖然香港交易所的日均成交量（圖1）在過去數年普遍呈上升趨勢，⁴但交易流通比率（反映市場流動性的指標，按成交額相對於整體市值計算）仍落後於全球其他主要交易所。具體而言，香港交易所於2021年的交易流通比率為76.4%，而其他主要交易所的交易流通比率頻繁遠超100%（圖2）。⁵

圖1

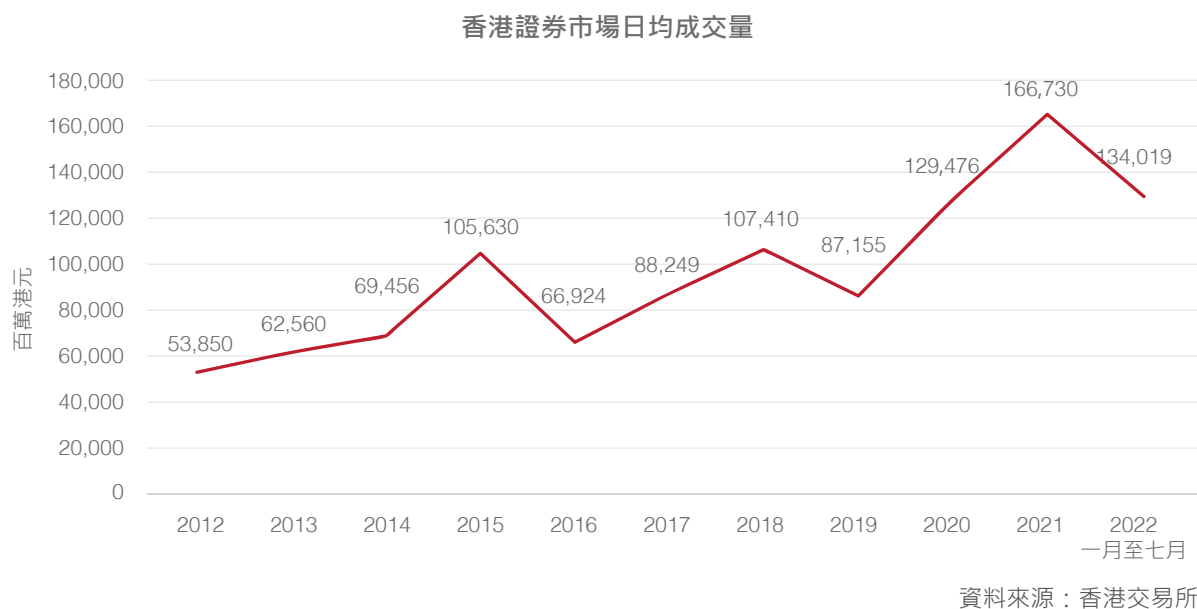
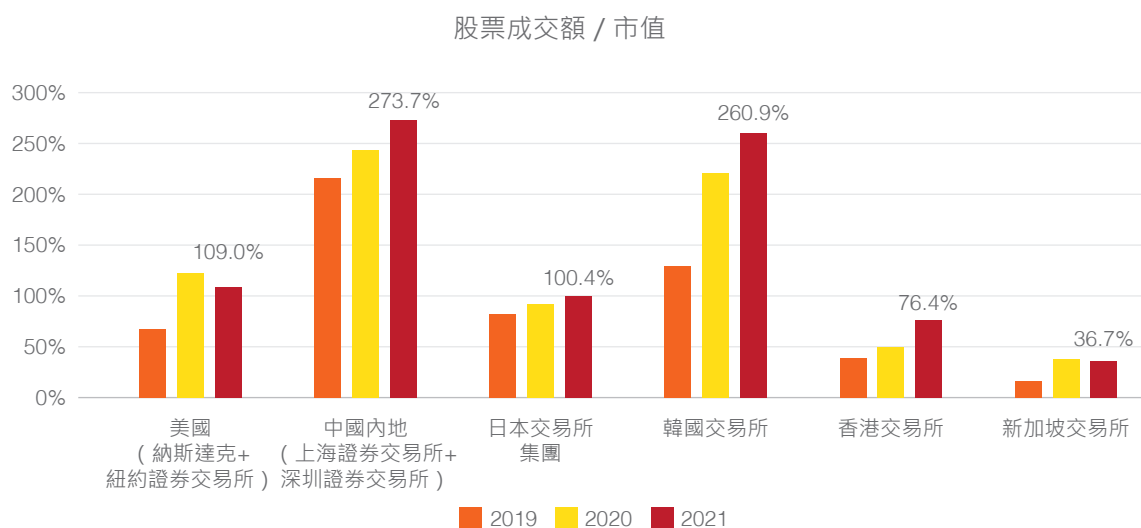


圖2



⁴ 香港交易所·年度市場數據·https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/Annual-Market-Statistics?sc_lang=en；香港交易所·香港交易所每月市場概況·https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/HKEX-Monthly-Market-Highlights?sc_lang=en (於2022年6月24日存取)

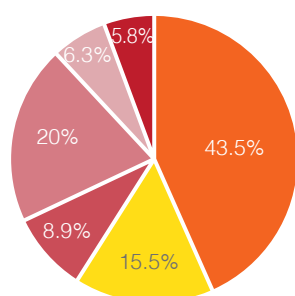
⁵ 全球證券交易所聯會·《年度數據指南》<https://www.world-exchanges.org/our-work/research/archive/statistics-focus> (於2022年6月24日存取)

以世界上流動性最高的市場之一的美國市場為例，莊家、ETF等因素對其市場流動性的影響甚大。

莊家：與香港市場的投資者類型相比，美國市場的成交金額主要源自莊家 / 高頻交易商、量化基金及對沖基金，於2020年共佔市場的67.9%和於2021年共佔65.9%。⁶這類市場參與者（大致歸類為交易所參與者）⁷於2020年僅佔香港市場總成交金額的28.1%。⁸

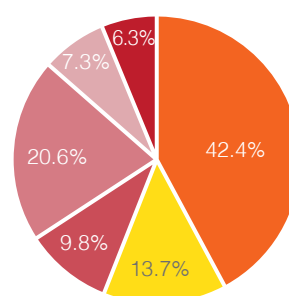
圖3

2020年美國市場成交金額額
(按投資者類別分類)



- 莊家/高頻交易商
- 量化基金
- 對沖基金
- 個人投資者
- 長倉基金
- 銀行

2021年美國市場成交金額額
(按投資者類別分類)



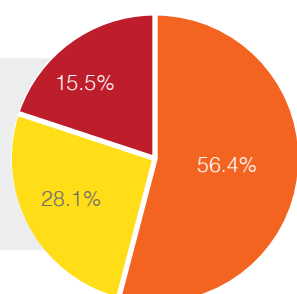
- 莊家/高頻交易商
- 量化基金
- 對沖基金
- 個人投資者
- 長倉基金
- 銀行

2020年，來自莊家 / 高頻交易商、量化基金及對沖基金的成交量佔總市場份額的67.9%，而2021年佔65.9%

資料來源：彭博行業研究

圖4

2020年香港交易所現貨市場成交金額
(按投資者類別分類)



- 機構投資者
- 交易所參與者
- 個人投資者

2020年，交易所參與者的自營交易成交量只佔總市場份額的28.1%。

資料來源：香港交易所

⁶ 彭博行業研究（於2022年7月20日存取）

⁷ 交易所參與者是指有權在或經交易所進行買賣及已根據《證券及期貨條例》獲發牌經營證券 / 期貨 / 期權交易活動之公司。請參閱香港交易所的交易所參與者統計資料。 https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Statistics/Participant/Exchange-Participant-Data?sc_lang=en（於2022年5月31日存取）

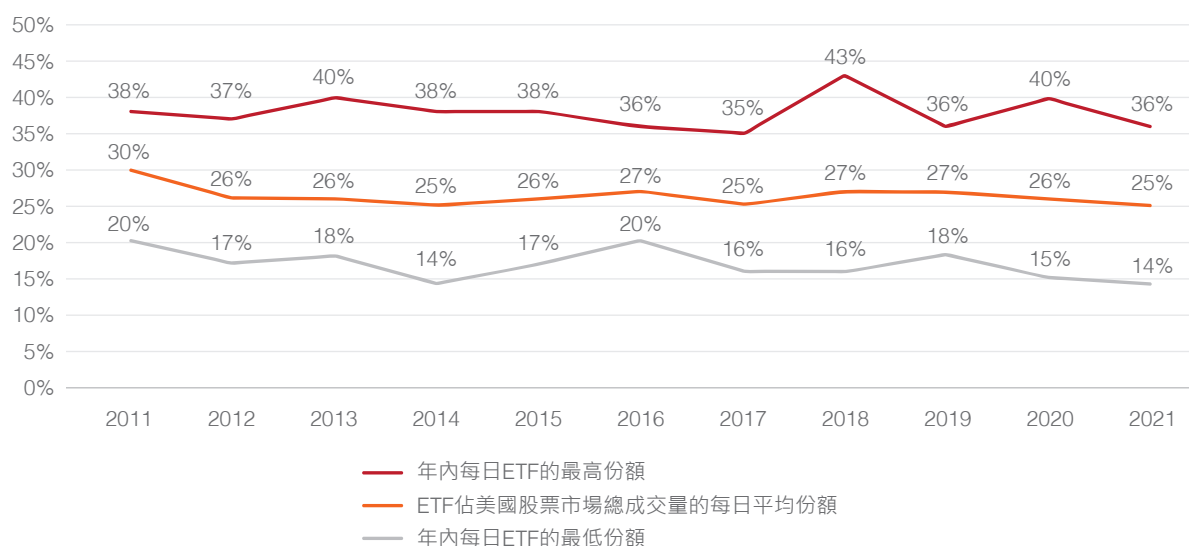
⁸ 香港交易所，《現貨市場交易研究調查》（2022年4月）。 https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Surveys/Cash-Market-Transaction-Survey-2020/CMTS2020_e.pdf

深入研究莊家在不同主要交易所的作用時，可見截至2022年7月，紐約證券交易所的上市證券有逾140個流動性提供者。⁹此外，根據美國證券交易委員會的數據，為納斯達克上市股票提供流動性的莊家公司超過260間。¹⁰相比之下，截至2022年6月，為香港交易所的交易所買賣產品提供市場流動性的莊家（統稱為證券莊家及特許證券商）僅30多個。¹¹

ETF：一般而言，投資者都視ETF為具吸引力的投資工具，部分由於ETF擁有流動性高的特點。¹²2021年，ETF約佔美國股票成交總量的25%，在促進市場的整體流動性方面直接及間接地發揮重要作用。¹³截至2022年5月27日，美國ETF的日均成交額為2,379.8億美元。¹⁴

圖5

2021年ETF二級市場成交量佔美國股票日均成交量的25%

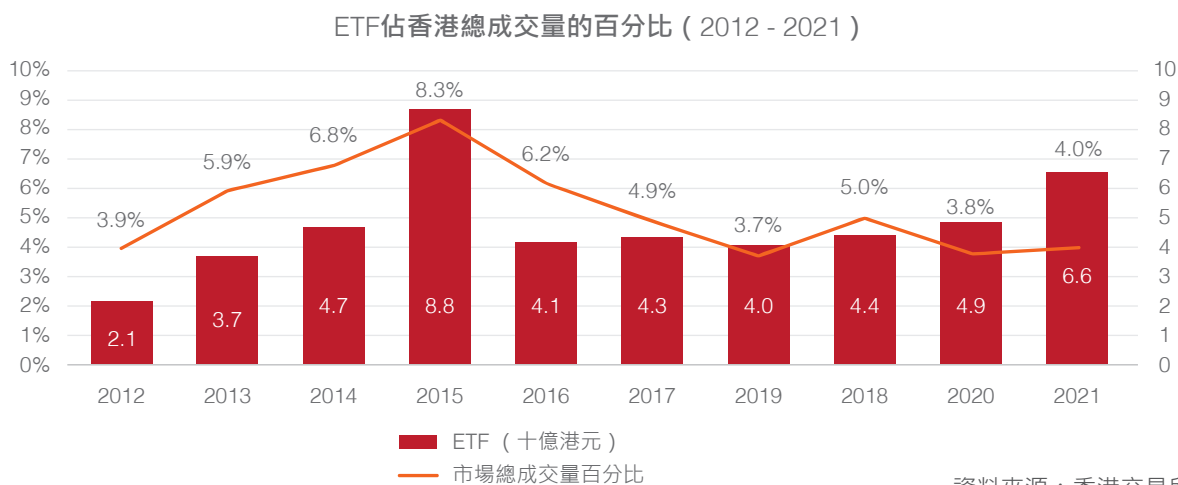


資料來源：彭博，芝加哥期權交易所，美國投資公司協會

反之，香港過去10年的ETF日均成交量佔總市場成交量不足10%。¹⁵雖然2015年香港的ETF市場成交量明顯上升，但此趨勢並沒持續，2021年，日均成交量維持在市場總額約4%。¹⁶與美國（約25%）相比，ETF在香港市場仍有巨大的增長潛力。¹⁷因此，我們樂見ETF於2022年7月4日納入互聯互通標的（一般稱為「ETF通」）¹⁸，相信新納入的ETF將創造更多商機，有助促進ETF市場的健康發展，從而進一步加強二級市場的流動性。

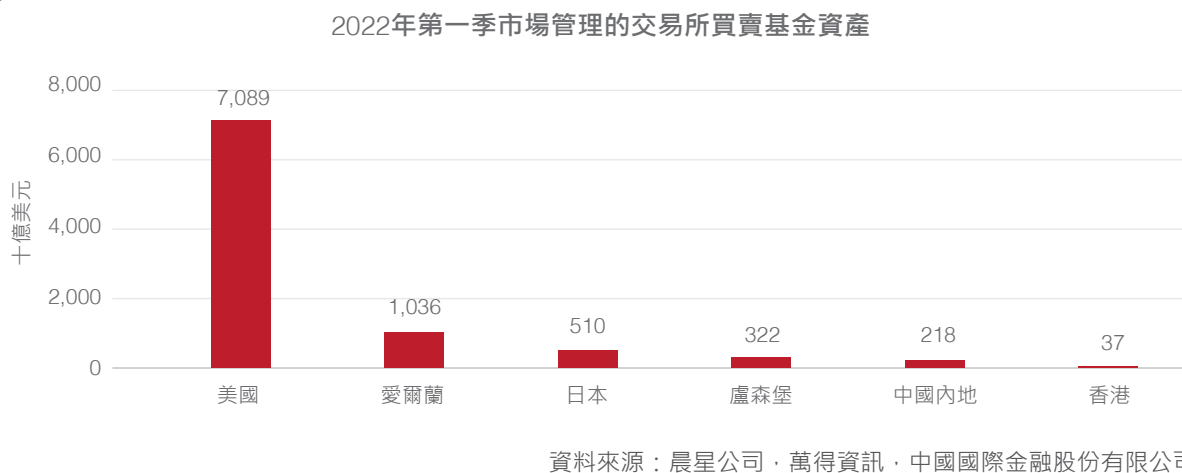
⁹ 紐約證券交易所，會員，<https://www.nyse.com/markets/nyse/membership>（於2022年7月14日存取）
¹⁰ 美國證券交易委員會，納斯達克市場中央系統簡介，https://www.sec.gov/rules/other/nasdaqllc1a4_5/e_sysdesc.pdf（於2022年6月26日存取）
¹¹ 香港交易所，證券莊家的交易所買賣產品名單，[https://www.hkex.com.hk/Products/Securities/Exchange-Traded-Products/Market-Makers/List-of-Market-Makers?sc_lang=en#:~:text=There%20are%20over%2030%20Securities,Products%20\(ETPs\)%20on%20HKEX.](https://www.hkex.com.hk/Products/Securities/Exchange-Traded-Products/Market-Makers/List-of-Market-Makers?sc_lang=en#:~:text=There%20are%20over%2030%20Securities,Products%20(ETPs)%20on%20HKEX.)（於2022年6月26日存取）
¹² 摩根大通，「交易所買賣基金流動性：在市場波動時進行交易」，<https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/adv/investment-strategies/etf-investing/education/true-etf-liquidity/>（於2022年6月29日存取）
¹³ 美國投資公司協會，「2022年投資公司市場資料」（2022年），https://www.icifactbook.org/pdf/2022_factbook.pdf
¹⁴ 紐約證券交易所，《紐約證券交易所Arca交易所買賣基金季度報告》，<https://www.nyse.com/etf/exchange-traded-funds-quarterly-report>（於2022年5月27日存取）
¹⁵ 香港交易所，主要市場資料，https://www.hkexgroup.com/Investor-Relations/Business-Analysis/Key-Market-Data?sc_lang=en（於2022年5月31日存取）
¹⁶ 香港交易所，香港交易所每月市場概況，https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/HKEX-Monthly-Market-Highlights?sc_lang=en&select={40F215EC-D057-4C61-9293-114240C470CD}（於2022年5月27日存取）
¹⁷ 美國投資公司協會，「2022年投資公司市場資料」（2022年），https://www.icifactbook.org/pdf/2022_factbook.pdf（於2022年6月28日存取）
¹⁸ 香港交易所，「香港交易所擬於7月4日推出ETF納入互聯互通標的」（2022年6月28日），https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/2022/220628news?sc_lang=en（於2022年6月28日存取）

圖6



在各個市場管理的ETF資產規模方面，香港的ETF市場也有很大的進步空間。截至2022年第一季，香港的ETF市場規模不大（370億美元），而美國的市場規模為7.1萬億美元，¹⁹是全球其他主要市場的七倍多。由於ETF可為投資者創造優勢，對市場結構也甚為重要，因此，香港應考慮促進ETF生態環境的進一步發展。

圖7



¹⁹ 中國國際金融股份有限公司，「全球ETF市場發展分析：被忽視的ETF『試驗場』——加拿大篇」（2022年5月17日）<https://finance.sina.com.cn/stock/stockzmt/2022-05-17/doc-imcwipik0265590.shtml>（於2022年6月23日存取）

ETF及莊家

如上所述，參考美國市場的經驗，ETF和莊家是兩個重要的市場參與者，為市場流動性的主要貢獻者。鑒於ETF與莊家分別擔當被動投資管理者和流動性提供者的角色，若他們能更妥善發揮此類的市場功能，將對促進交易發揮重要作用，從而提高市場流動性。本節將進一步分析莊家及ETF的發展趨勢和市場功能。

ETF流動性外溢效應

根據香港交易所的定義，ETF：

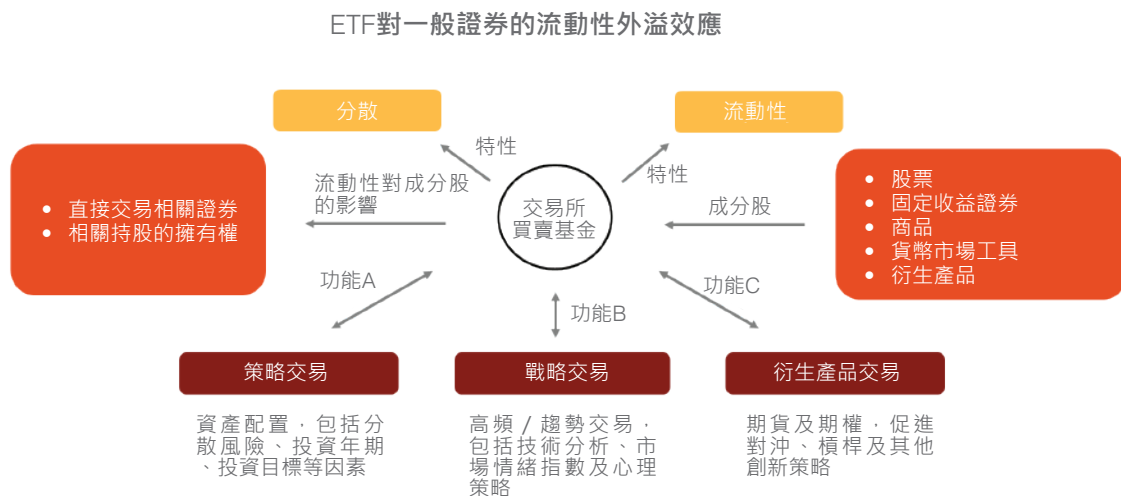
“集互惠基金及股票的特點於一身。與互惠基金一樣，ETF是一種開放式基金，根據其投資目標及策略由一籃子的證券組合而成。同時，ETF與上市公司的股票無異，可於交易時段在交易所隨時進行買賣。而互惠基金或單位信託投資每天只可作有限次數的買賣（通常一天只限一次）。”²⁰

由於互相連繫的關係，ETF的交易可提升一般證券、期貨及期權的流動性；也就是說，由於流動性的外溢效應，一個市場的轉變會導致另一個市場出現變化。²¹外溢效應也會令需求受到直接衝擊，導致相關證券及主要成分出現波動，從而改變流動性的狀況，反之亦然。

對一般證券的影響

ETF的投資具有多項優勢，例如交易成本低、容易接觸多個類別的資產等，可鼓勵投資者擴大ETF的用途。ETF可用作策略交易（例如資產配置、流動性管理及完整投資組合），亦有技術用途（例如戰術調整、現金股本化和槓桿及反向投資）。因此，如ETF的交易活動增加，亦會提高一般證券的流動性。

圖8



²⁰ 香港交易所，「ETF手冊」，<https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Products/Securities/Exchange-Traded-Products/Launch/HKEX ETF-Handbook.pdf> (於2022年5月5日存取)

²¹ Pham, Son D., Ben R. Marshall, Nhut H. Nguyen及Nuttawat Visaltanachoti，交易所買賣基金及其成分之間的流動性外溢效應 (2021年)，https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3806140 (於2022年5月5日存取)

對相關證券的影響

ETF的交易會影響其他資產類別的流動性，包括個別股票、期貨、期權及衍生產品。舉例而言，在美國，大量個股由ETF持有（圖9）。當申購/贖回或重整的情況發生時，ETF將買賣相關證券。隨著ETF的資產管理規模及交易活動繼續增長，相關證券的流動性及價格亦將會改善。

圖9

美國ETF部分個股市值的擁有權百分比
(截至2022年3月)

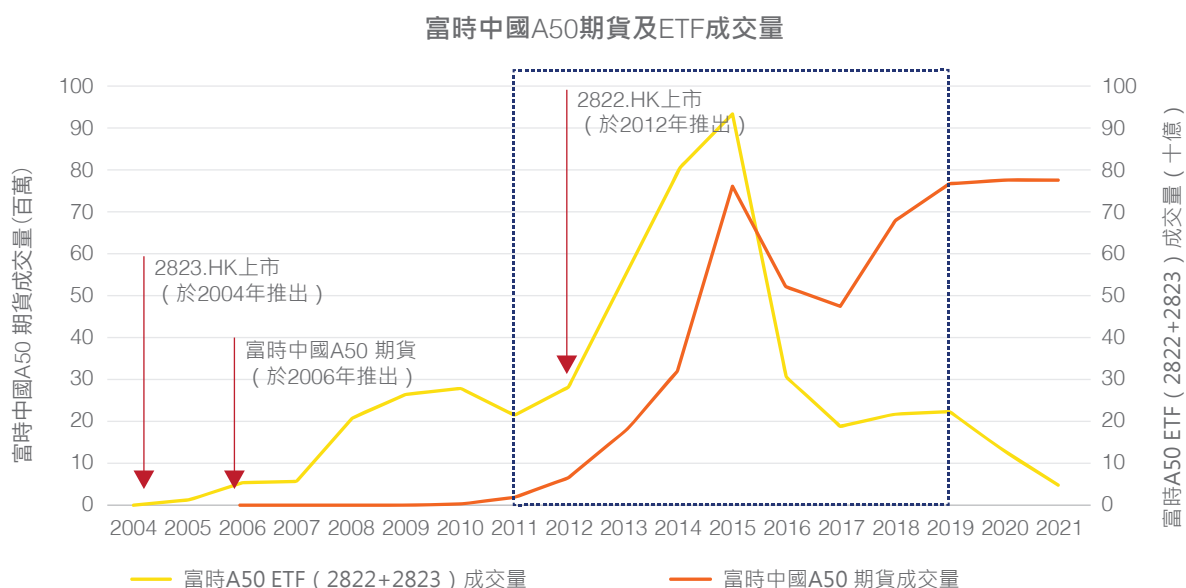
名稱	領域	市值 (百萬美元)	所有ETF持重 百分比
American States Water Co.	公用事業	3,093	33.9
Universal Corp/VA	食品、飲品及煙草製品業	1,496	31.9
South Jersey Industries	公用事業	4,181	31.6
California Water Service Group	公用事業	3,065	31.1
Helix Energy Solutions Group	能源	476	30.0
Coeur Mining Inc	物料	862	29.9
Badger Meter Inc	科技硬件及設備	2,359	29.3
New Jersey Resources Corporation	公用事業	4,374	29.3
Armour Residential Reit Inc	多元化金融	746	28.9
Brady Corporation Class A	商業及專業服務	2,370	28.9
Avista Corporation	公用事業	3,245	28.0
LTC Properties, Inc.	房地產	1,532	28.0
Petmed Express Inc	零售	1,417	27.8
Aerovironment Inc	資本貨品	2,143	27.5
Abm Industries Inc	商業及專業服務	2,885	27.2
Itron Inc	科技硬件及設備	2,178	27.2
Industrial Logistics Properties Trust	房地產	930	27.1
Global Net Lease Inc	房地產	1,490	26.6
Carpenter Technology Corporation	物料	1,323	26.5
Black Hills Corp	公用事業	4,901	26.2

資料來源：彭博

對期貨市場的影響

過往數據顯示，ETF對期貨市場的流動性產生正面的外溢效應。2006年推出的富時中國A50期貨的交易十分普遍。以此為例，當它在2000年代初於市場推出時，交易活動相當有限，但隨著iShares 安碩富時中國A50 ETF (2823.HK) 的交易活動增加²²，加上南方富時中國A50 ETF (2822.HK) 在2012年推出，令情況明顯改善。如圖10所示，兩項富時中國A50 ETF的成交量與相關期貨成交量的增長成正比。

圖10



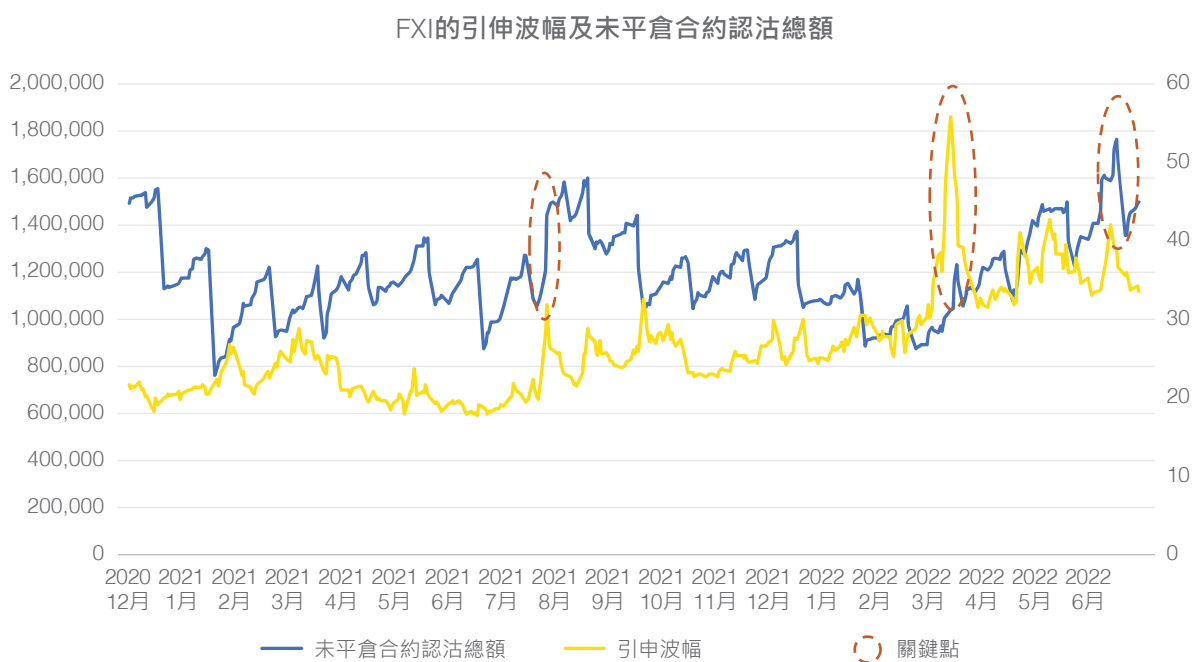
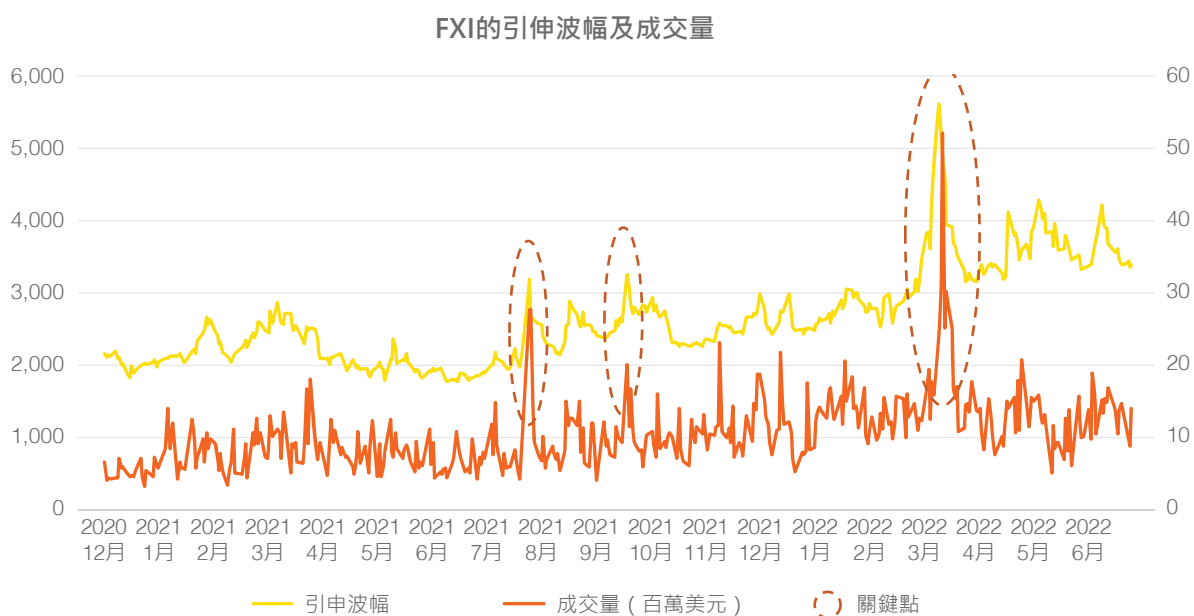
資料來源：彭博

ETF對期權的外溢效應

當市場波動時，ETF及相關期權的成交量往往同時增加，原因是它們被視為重要的戰略交易工具。如圖11所示，當FXI (中國大型股ETF) 的引伸波幅上升時，ETF的成交量及期權的未平倉合約 (圖12) 亦隨之上升，顯示對沖活動較為活躍。

²² iShares 安碩富時中國A50 ETF於2004年推出。

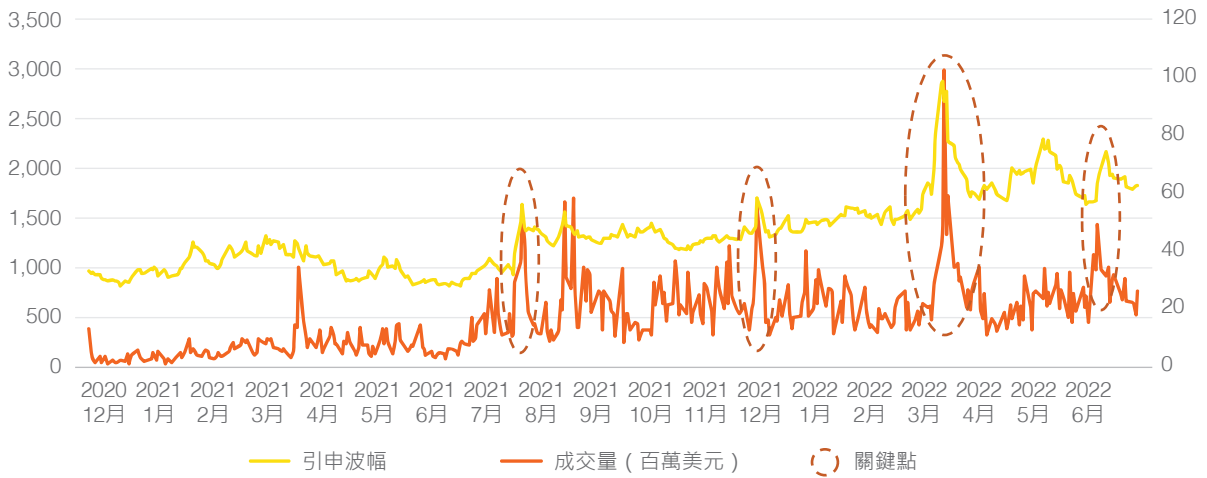
圖11



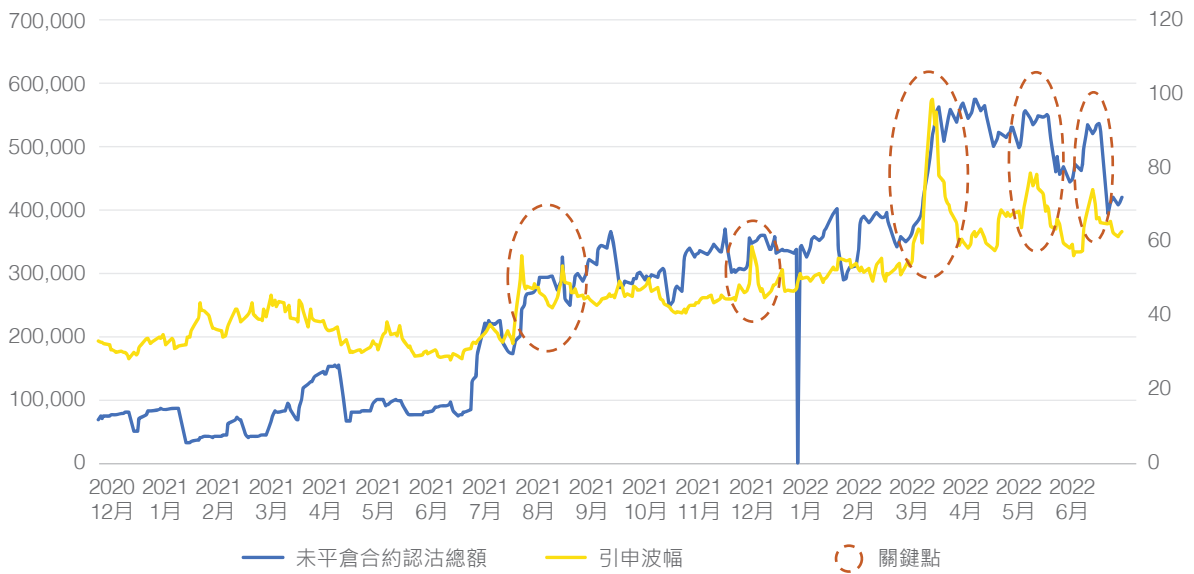
資料來源：彭博

圖12

KWEB的引伸波幅及成交量



KWEB 的引伸波幅及未平倉合約認沽總額



資料來源：彭博

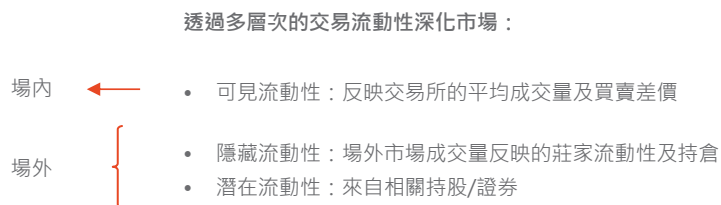
ETF流動性及市場深度

ETF的交易改善市場深度及流動性。一般而言，ETF由多種相關資產組成，而且沒有申購及贖回股份數量的限制，因而被歸類為開放式基金。與個股不同的是，這種性質令ETF的日均成交量無法完全反映其流動性。因此，在探討ETF的流動性時，需要考慮下列多個範疇^{23,24}：

- 1) 可見流動性 — 最明顯的流動性來源，指一般投資者在二級市場進行的一般交易買賣盤，並且可以透過ETF的平均成交量及買賣差價評估。然而，「表面」上的資料只反映ETF流動性的一小部分。
- 2) 隱藏流動性 — 指場外交易，一般來說，除了公開的最高買入價及最低賣出價，在經紀 / 莊家的協助下投資者亦可以獲得額外的報價。隱藏流動性反映「莊家未投入市場的存貨，以及透過場外交易市場和證券借貸市場買賣的存貨」。²⁵
- 3) 潛在流動性 — 對市場參與者而言，此為ETF流動性最重要及最深厚的來源，可透過一級市場內申購及贖回股份買賣。潛在流通量來自其相關持股 / 證券，因此潛在流通量與其相關持股 / 證券成正比。

考慮到上述情況，ETF的流動性可能比表面上高，亦說明為甚麼交易所平台的日均成交量未必等於或反映ETF的實際流動性。以極端但不罕見的情況為例，如果ETF的成交量低，但相關持股之流動性高，則該ETF亦可被視為流動性高。如上所述，相關流動性與相關持股 / 證券的流動性成正比。因此，只要相關持股流動性高（例如持股的買賣差價偏窄，而買賣盤的金額相當大），該ETF的流動性便可以反映出相關證券 / 持股的流動性。²⁶

圖13



資料來源：香港交易所

²³ 香港交易所，「ETF手冊」，<https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Products/Securities/Exchange-Traded-Products/Launch/HKEX ETF-Handbook.pdf> (於2022年5月5日存取)

²⁴ 美国世纪投资公司，「交易所買賣基金：接觸更多市場的流動性三大層次」(2021年3月24日)，<https://www.americancentury.com/insights/understanding-etf-liquidity/> (於2022年6月29日存取)

²⁵ 香港交易所，「評估ETF流動性優化措施的影響」(2022年12月)，https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Products/Securities/Exchange-Traded-Products/Attachment/HKEX--Assessing-the-impact-of-HKEX-s-ETF-liquidity-enhancements_whitepaper_en.pdf (於2022年6月23日存取)

²⁶ 愛爾蘭中央銀行，「就愛爾蘭中央銀行交易所買賣基金討論文件作出的回應」(2017年8月11日)，<https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/discussion-papers/discussion-paper-6/vanguard-group-response-etf-discussion-paper.pdf?sfvrsn=0> (於2022年6月27日存取)

莊家及交易生態系統

「莊家」的主要作用為隨時在市場以公開報價買入及賣出證券，藉此創造流動性²⁷，因此他們對流動性高的市場是不可或缺的。根據香港交易所的定義，莊家「透過提高流通量及價格效益，讓投資者能夠適時買賣、降低交易成本，有助提升本港金融市場的質素」。²⁸他們被視為多種金融產品（例如ETF、股票、期權及期貨）流動性的重要來源。以ETF為例，根據我們與ETF營運機構及管理機構的交流，莊家積極向市場參與者提供買賣報價，因此有助提升市場效率。在某些市場，例如美國，莊家創造了近16%的市場流動性。²⁹

莊家在大多數的已發展國家普遍存在，在其他新興市場的交易所也逐漸普及。³⁰在這些計劃下，莊家一般需要履行各自交易所規定的若干責任，同時獲得某些獎勵（例如費用回贈）作為回報。交易所規定的莊家責任一般涉及多種證券的積極買賣，此舉會：

- 縮窄買賣價位，從而加快制定公平價格；
- 提高報價數量，從而提升市場流動性的穩健程度；
- 提升流動性，提升市場可見及隱藏的流動性。

莊家在產品周期中的功能：

下圖14顯示莊家如何作為流動性提供者，在整個產品生命周期發揮作用。

在新產品的整個生命周期中，從開始到成熟的多個階段都涉及不同的市場參與者，而莊家則在聯繫不同參與者方面發揮關鍵作用。他們參與了整個過程中的每個步驟，有助產品的推出及實施。

²⁷ 紐約證券交易所，「金融市場中的莊家：他們的角色、功用、重要性，以及指定莊家的分別」（2021年9月），https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/-NYSE_Paper_on_Market_Making_Sept_2021.pdf（於2022年6月26日存取）

²⁸ 香港交易所，交易所買賣產品證券莊家概覽，https://www.hkex.com.hk/Products/Securities/Exchange-Traded-Products/Market-Makers/Overview?sc_lang=en（於2022年5月24日存取）

²⁹ 納斯達克，「誰在美國市場上進行交易？」（2021年1月28日），<https://www.nasdaq.com/articles/who-is-trading-on-u.s.-markets-2021-01-28>（於2022年7月20日存取）

³⁰ 奧緯諮詢及全球證券交易所聯會，《提高新興市場交易所的流動性》（2016年10月），<https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/2016/oct/Liquidity-in-Emerging-Markets-Exchanges-.pdf>（於2022年5月5日存取）

圖14



1. 發展階段 — 推出產品前需要大量支持，而莊家的支持更是不可或缺。莊家自第一天起已為產品提供初期的流動性，與此同時，投資者在投資前會參考莊家對新產品的定價。
2. 早期採用者 — 莊家透過大量申購及贖回股份，積極促進個人投資者及專業投資者等早期採用者的市場需求。³¹他們的規模隨著更多投資者的參與而增加，可有助縮窄買賣差價。
3. 加速階段 — 莊家制定交易策略及提供合適的產品，以鼓勵更多參與者投入市場。「炒家」看到足夠的產品成交量，便較傾向進入市場，從而進一步提升流動性。
4. 成熟階段 — 各種便利調整措施令市場變得更有效率和有活力，吸引更多擁有「真金白銀」的長線投資者按投資的全部價值出資。這個階段預計有更多類型的交易，包括衍生產品 / ETF之間的套利，量化交易策略、長倉 / 短倉策略等。

如上所顯示，莊家在產品周期中發揮聯繫持份者的作用。他們透過(i)提供流動性，同時增加市場深度，(ii)促進買賣差價縮窄，以降低交易成本，以及(iii)允許直接交易，以減少市場影響，從而滿足不同層面的需求。考慮到上述情況，金發局認為，香港約30個證券莊家及特許證券商（包括全球領先的莊家）有助提高流動性，改善定價效率，從而推動香港資本市場的發展。

³¹ 香港交易所，「ETF手冊」，<https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Products/Securities/Exchange-Traded-Products/Launch/HKEX ETF Handbook.pdf>（於2022年5月5日存取）

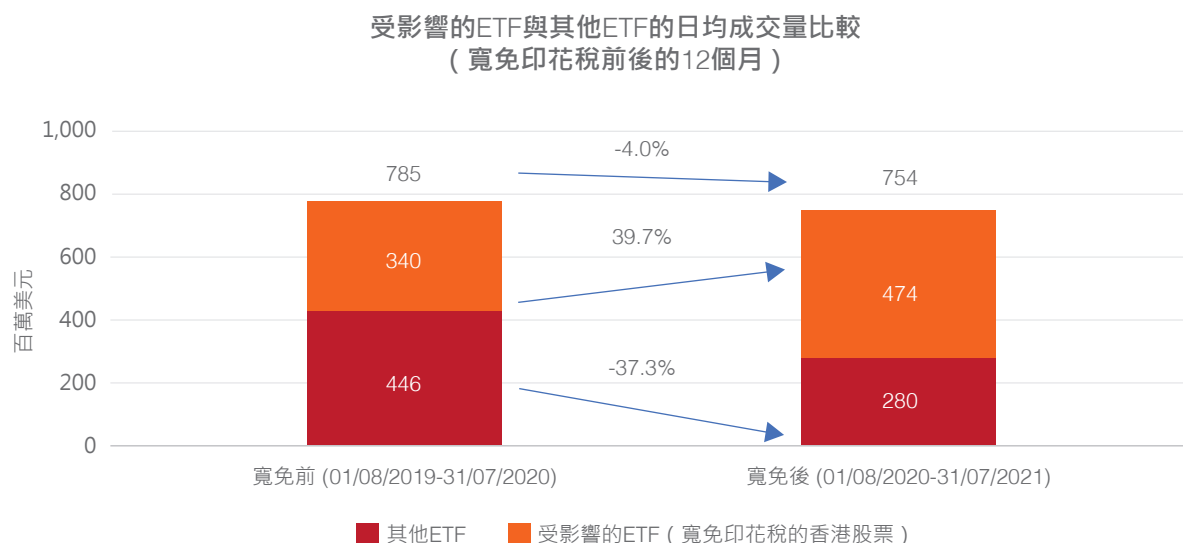
案例研究： 基礎設施的改善措施及對流動性的影響

儘管ETF和莊家對市場流動性作出貢獻，他們仍需要適當的市場機制及支援基礎設施配合，以更充分地發揮作用。為了增加市場流動性，香港與世界各地的其他市場多年來推出一系列有效的基礎設施改善措施，其中包括若干旨在促進ETF交易和 / 或莊家活動的措施。討論香港機制的潛在改善措施前，可先借鑒香港及其他全球市場以往推出的改善措施。

例子1：香港交易所—透過寬免ETF的印花稅改善流動性

2020年8月1日，印花稅署推出印花稅寬免措施，「豁免在分配及贖回在香港上市的ETF股份或單位的過程中，該基金的莊家就售賣及購買香港證券應付的印花稅」。³²這項舉措加上其他有關市場微結構的改善措施降低了在香港上市的ETF的交易成本。這項有利因素令相關ETF的交易較為活躍。³³因此，受影響的ETF的日均成交量在隨後一年增加39.7%，而同期香港市場的日均總成交量則下降4.0%。

圖15



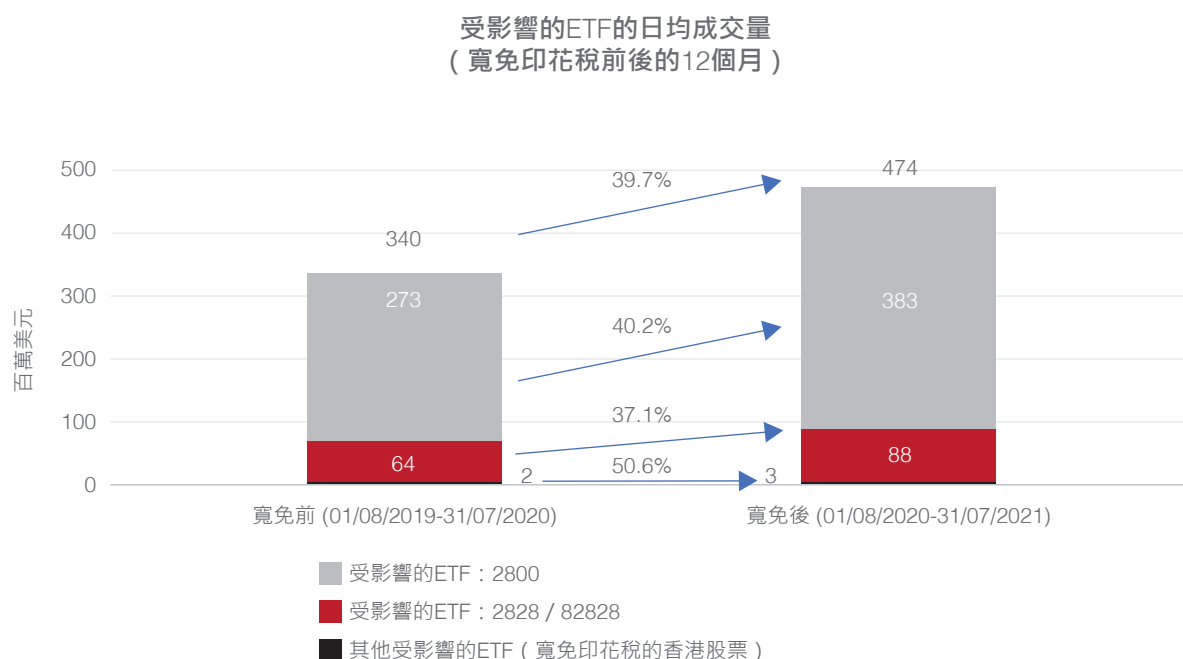
資料來源：彭博

³² 稅務局印花稅署，印花通告第03 / 2020號，(2020年8月)，https://www.ird.gov.hk/eng/pdf/sdo/ext_cir/so_ext_cir_03_2020_e.pdf (於2022年5月27日存取)

³³ 財經事務及庫務局，立法會參考資料摘要，《印花稅條例》(第117章)，《2020年印花稅條例(修訂附表8)規例》(2020年5月13日)，https://www.fstb.gov.hk/fsb/en/legco/docs/b200513_e.pdf (於2022年6月25日存取)

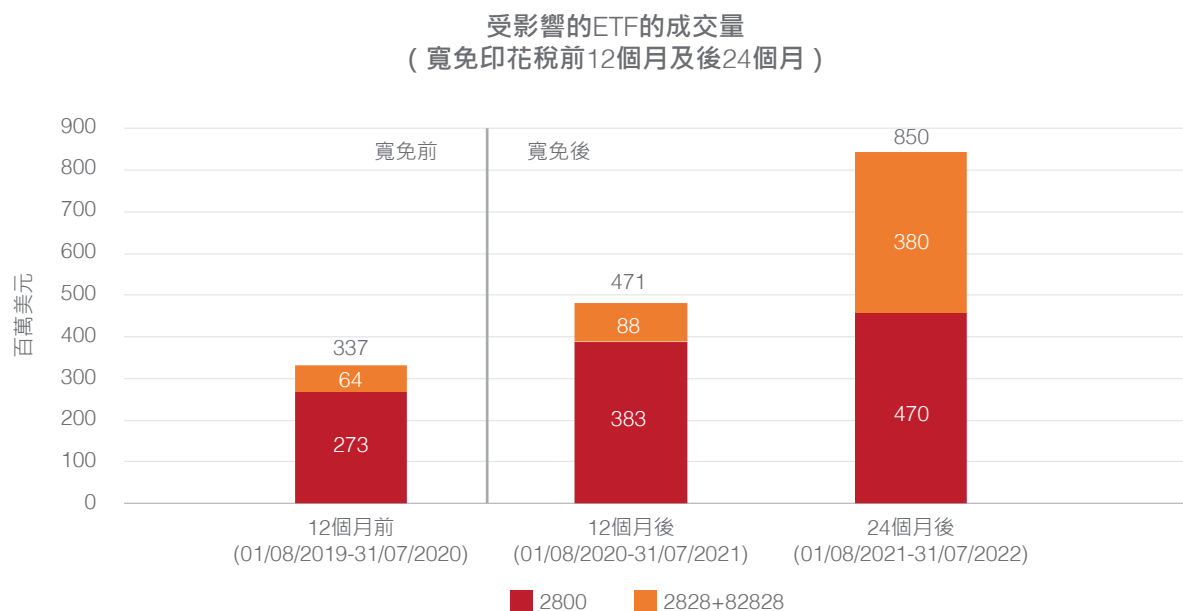
深入觀察特定ETF的表現，盈富基金（2800.HK）的流動性上升40.2%，恒生中國企業指數上市基金（2828.HK）的流動性增加37.1%，而寬免印花稅的其他香港股票ETF的流動性與前12個月（即2019年8月至2020年7月）相比則增加50.6%。

圖16



深入觀察寬免印花稅對盈富基金（2800.HK）及恒生中國企業指數上市基金（2828.HK 和 82828.HK）的長期影響，可見自2020年8月推出寬免印花稅措施以來，兩者的整體成交量均持續上升。

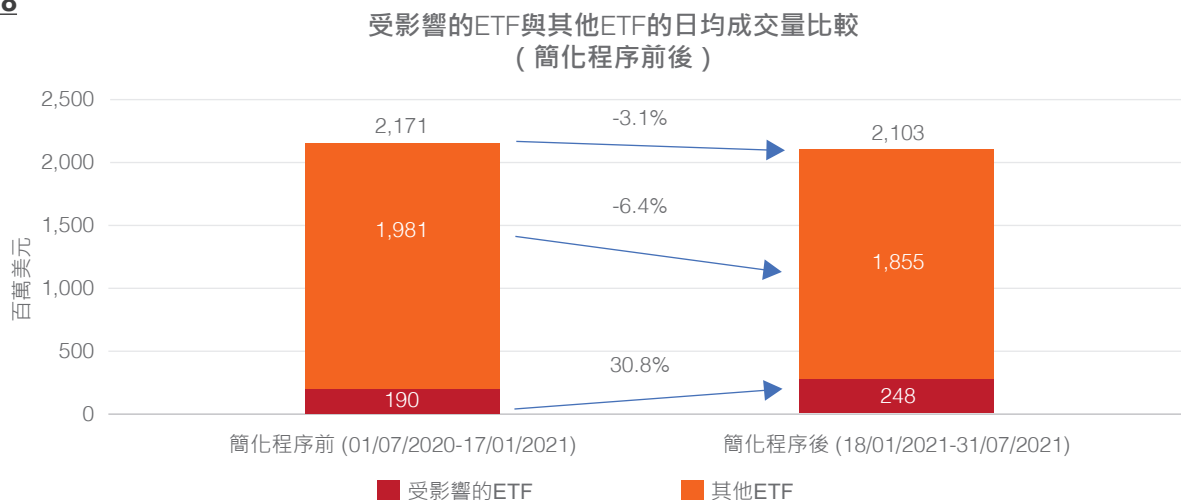
圖17



例子2：東京證券交易所— 透過簡化ETF的結算流程改善流動性

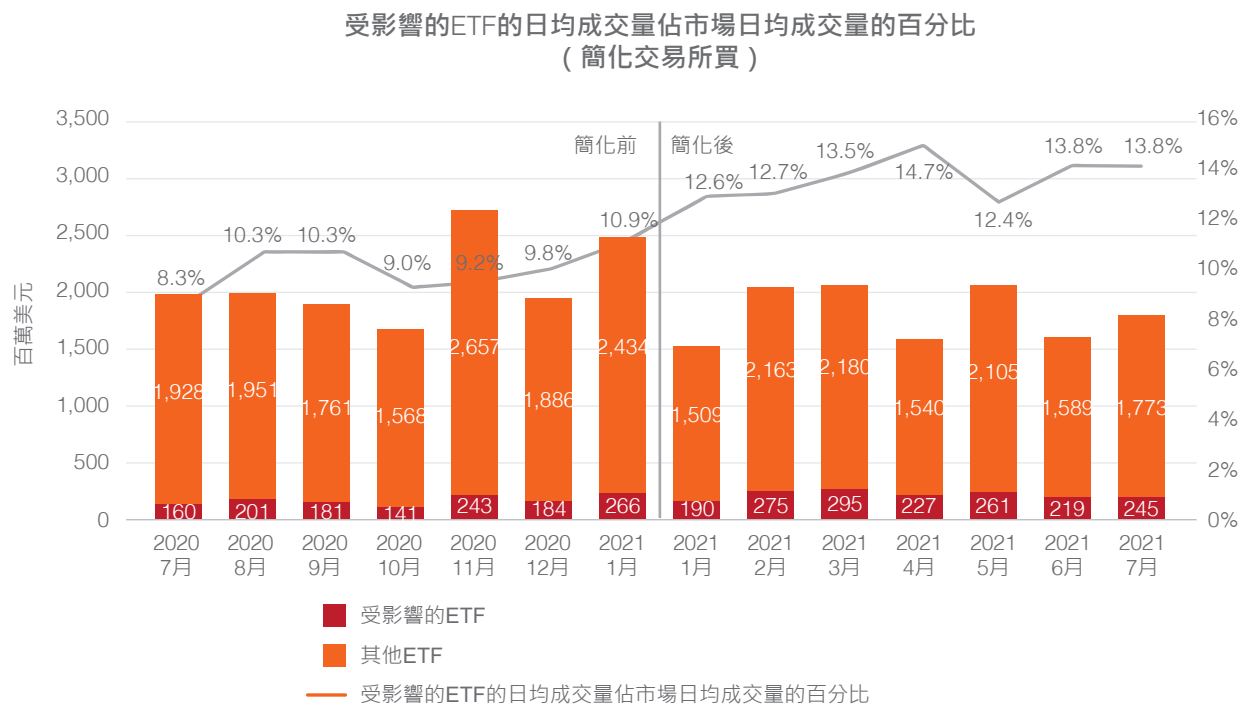
實施更高效率的結算流程可帶動有利的市場反應。以日本的經驗為例，東京證券交易所在2021年簡化ETF的結算流程，方法是令申購 / 贖回的結算流程更為順暢，並允許指定的證券公司就有關ETF申購 / 贖回的交易使用淨額結算及清算機制。透過回應市場的建議，這項調整措施讓交易各方以淨額方式結算多項轉賬。³⁴此改善措施令受影響的ETF的日均成交量增加30.8%，而同期ETF市場的日均總成交量則下降3.1%。

圖18



實施該項改善機制後約六個月，受影響的ETF的日均成交量佔市場日均成交量的百分比從9.7%升至13.4%。

圖19



³⁴ 國際結算銀行·支付及結算系統委員會·「支付及結算系統常用詞彙」(2003年)·https://www.bis.org/cpmi/glossary_030301.pdf (於2022年6月22日存取)

³⁵ 僅包括在彭博社上使用 JT 代碼的日本上市交易所買賣基金 (於2022年8月8日)

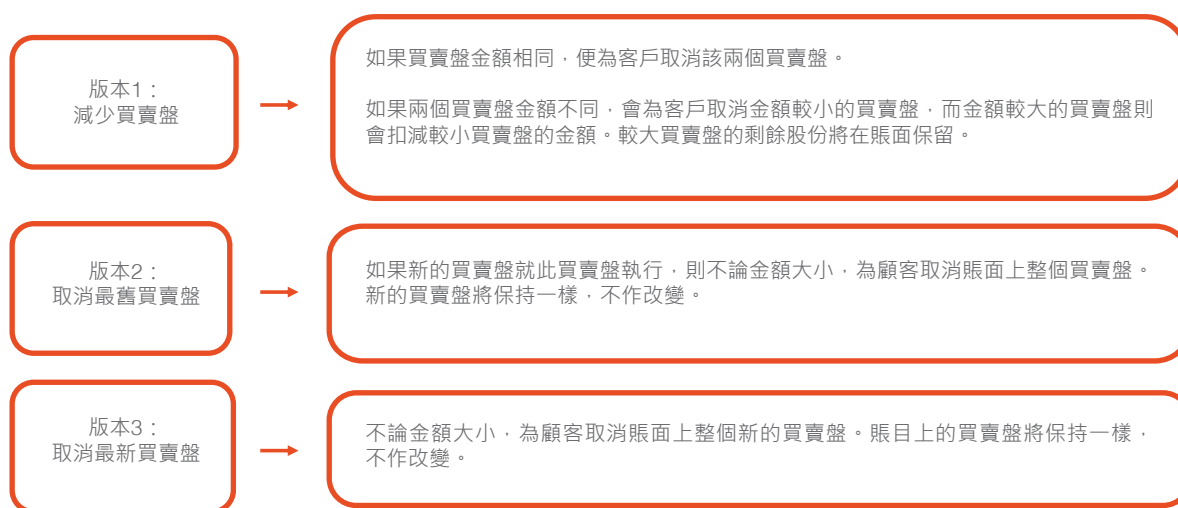
³⁶ 僅包括在彭博社上使用 JT 代碼的日本上市交易所買賣基金 (於2022年8月8日)

例子3：透過自成交防範機制改善交易環境

市場參與者同時執行多項交易指令的情況十分常見，因此，市場的配對平台有可能配對同一公司的買賣盤。³⁷在實益擁有權沒有改變時，此配對情況並非有意，應加以避免。

推出自成交防範機制對改善市場復元力、促進風險管理及維持市場完整性至關重要。³⁸為了保障交易所參與者，以免他們無意中進行自我交易，世界各地的交易所均採用自成交防範機制，其中的自選功能可防止兩個具有相同市場參與者識別碼的買賣盤同時執行。³⁹舉例而言，納斯達克股票市場、納斯達克BX及納斯達克PSX均向市場參與者免費提供這項自選功能。⁴⁰納斯達克提供三個版本的功能，讓市場參與者在自我配對的情況下選擇如何處理買賣盤。⁴¹

圖20



資料來源：納斯達克

先進的自成交防範機制促進更有效率的交易、更高質素的交易量、更低的營運成本，以及更多元化的交易策略，從而建立更穩固的生態環境。因此，世界各地許多交易所已採用自成交防範機制。詳情請參閱附件一。

³⁷ 期貨業協會，「到底甚麼是自我交易？」（2015年10月），<https://www.fia.org/ptg/resources/what-self-trade-anyway>（於2022年6月22日存取）

³⁸ 香港交易所，「香港交易所投資者簡報」（2022年5月），https://www.hkexgroup.com/-/media/HKEX-Group-Site/IR-Pack/2022-May_HKEX-IR-Pack_vF.pdf（於2022年6月20日存取）；香港交易所，「建立有活力的交易市場」，https://www.hkexgroup.com/-/media/HKEX-Group-Site/IR-Pack/2022-May_HKEX-IR-Pack_vF.pdf（於2022年6月20日存取）

³⁹ 納斯達克，「預防自我配對」（2018年），<https://www.nasdaqtrader.com/content/productsservices/trading/selfmatchprevention.pdf>

⁴⁰ 納斯達克股票市場、納斯達克BX及納斯達克PSX為納斯達克擁有的三個交易所。按成交量計算，納斯達克股票市場是最大的美國股票交易場所，並接受客戶多種買賣盤，以執行不同的交易策略。納斯達克BX採用反向定價模式，並向流動性去除者提供回贈，以執行交易。納斯達克PSX採用按比例的定價分配，鼓勵市場參與者進取地進行價格競爭。請參閱納斯達克，「美國股票」，<https://www.nasdaq.com/solutions/u.s.-equities>；納斯達克交易員，「納斯達克股票市場（納斯達克）」，<https://nasdaqtrader.com/Trader.aspx?id=TradingUSEquities>；納斯達克，「交易常談：納斯達克PSX是最獨特的股票交易所」（2017年4月19日），<https://www.nasdaq.com/articles/tradetails-nasdaq-psx-is-the-most-unique-equity-exchange-2017-04-19>（全部於2022年6月29日存取）

⁴¹ 納斯達克，「預防自我配對」（2018年），<https://www.nasdaqtrader.com/content/productsservices/trading/selfmatchprevention.pdf>（於2022年6月24日存取）

圖21

	取消 被動	配對 不要列印	減少及取消	兩項取消	取消 主動
全球使用量	非常高	低	中	低	低
能否提升 流動性?	✓	✓	✓	✗	✗
能否鼓勵 多元化的策略?	✓	✓	✓	✗	✗
減少營運成本	✓	✓	✓	✗	✗
降低複雜性	✓	✓	✓	✗	✗
降低營運風險	✓	✓	✓	✗	✗

資料來源：Citadel

改善基礎設施的成本效益分析

雖然建立新機制有一定的成本，但需意識到改善基礎設施可帶來長期效益。本報告為推行該等改善措施的成本及效益作出評估。

誠如其他投資方法，潛在的花費主要和開發或升級的基礎設施（例如系統及網絡）有關。此外，過程的不同階段可能產生若干費用，其中包括與試驗、解難、維護等相關的開支。由於發展過程中需要制定新的流程和規則，因此員工的培訓支援亦十分重要。然而，這些投資的花費可在數年間逐漸攤銷，並產生重大的有利影響。

這些改善措施將為投資者提升交易效率，並減少結算過程可能產生的風險。我們預料，將市場發展為更先進的交易場所將帶來多方面的好處。舉例而言，改善措施將促進更多、更廣泛的市場參與者使用我們的平台，進而營造更穩健、更多元化的投資環境，創造更多就業機會，並加快經濟增長。長遠來看，這些改善措施將提升整個市場的活力及交易質素，改善流動性，並進一步加強香港市場在全球市場中的競爭力。

提高市場流動性的潛在措施

市場流動性是投資者、發行人及其他參與者考慮參與金融市場活動地點時的關鍵決定因素。通過研究，我們觀察到ETF投資在發達市場越來越受歡迎，部分原因在於其具有成本效益的特點和多元化優勢。隨著投資者對ETF的興趣增加，其相關資產的流動性亦獲得提升。而在莊家的推動和支持下，可以進一步加強這種積極的影響。旨在提高香港市場的流動性，本報告提出一系列建議，多管齊下促進ETF交易活動，改善目前的交易及結算的相關規則和獎勵計劃，以及升級交易基礎設施。

本報告的建議以增加ETF的活動及引入莊家為參考點，目的是解決ETF營運機構及莊家面對的具體問題。這些改善措施亦正好配合新推出的「ETF通」的發展。我們認為，這些建議有助ETF及莊家更妥善履行作為流動性提供者的市場功能，同時建立良性循環，提高市場流動性，並鞏固香港作為國際金融中心的競爭力。

ETF交易活動改善措施

香港交易所於過去數年推出多個機制，透過協助市場參與者、莊家及ETF充分發揮作用，推動市場的發展。金發局建議香港交易所該等成功的舉措為基礎，進一步推出為ETF交易活動市場帶來正面影響的改善措施，進而改善市場的流動性。該等建議措施包括：

1. 推出新價位表，提供更適合香港上市股票的最低上落價位

推出價位表，列出證券在不同價格範圍交易的最小價格變動（最低價格變動範圍）。⁴²最低上落價位越小，彈性越大，價格效益也越高，同時可降低交易成本。⁴³2020年2月，香港交易所推出新價位表，為ETF及槓桿及反向產品提供較小的最低價格變動，為投資者提供更大的交易彈性。⁴⁴雖然市場對這項調整措施的反應熱烈，但值得注意的是，單一股票仍然按照舊價位表進行交易，不但令投資者以較高差價買賣單一股票，更導致ETF的莊家調高ETF的報價，以彌補較高的股票差價。

在這種情況下，香港交易所應研究推出新的價位表，提供更適合香港上市股票在不同價格的最低價格變動，以符合最新的市場發展。這亦可在莊家向投資者提供ETF定價時降低差價，降低市場參與者的交易成本，提高投資者面對各種突發市場情況時的彈性及價格效益，最終提高ETF的市場流動性。調整措施應根據價格範圍制定，以確保新差價適用於不同價格範圍的股票。

2. 增加最大差價範圍要求至24個價位以上

ETF有兩個價格，一為按資產淨值（代表相關證券的估計「公允價值」）計算的價格，二為投資者在交易時段中買入或賣出該基金的交易所市價。⁴⁵這兩個價格可能會因市場情況而有所不同（例如當市場及情緒波動時，價格差異往往較大）。當ETF以溢價（即需求高於供應）或折現率（即供應高於需求）交易時，莊家會根據ETF的日內資產淨值制定買入價及賣出價，對ETF回復至其公允價值方面發揮重要作用。

⁴² 香港交易所，交易所買賣產品投資者，https://www.hkex.com.hk/Products/Securities/Exchange-Traded-Products/Investors?sc_lang=en（於2022年6月20日存取）

⁴³ 香港交易所，「交易所買賣基金縮窄最低上落價位」，<https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Products/Securities/Exchange-Traded-Products/Launch/HKEX-Exchange-Traded-Product-Introducing-Smaller-Tick-Size-to-Hong-Kong-ETFs-infosheet.pdf>（於2022年6月20日存取）

⁴⁴ 香港交易所，「通告：就交易所買賣基金和槓桿及反向產品推出新的價位表及連續報價證券莊家責任-更新」（2020年2月27日），https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Services/Circulars-and-Notices/Participant-and-Members-Circulars/SEHK/2020/ETP_00220_e.pdf（於2022年5月5日存取）

⁴⁵ 香港交易所，「ETF手冊」，<https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Products/Securities/Exchange-Traded-Products/Launch/HKEX ETF-Handbook.pdf>（於2022年5月5日存取）

根據目前香港交易所的交易規則，股票及ETF的表面交易最大差價範圍為24個價位。⁴⁶然而在若干市場情況下，尤其是當市場過於波動時，該差價未必足以應付市場交易。舉例而言，如果進取的投資者想賣出大批ETF，則該投資者將有能力降低價格。而根據目前的規則，莊家只能在24個差價內為ETF設定售價，因此未必足以讓莊家對沖所有潛在風險以及為持有存貨提供緩衝。具體而言，如果ETF的日均成交量為100,000個單位，而賣家想賣出該10,000,000個單位，莊家便可能需要數月的時間透過表面交易平倉，定價方面也需要更多緩衝以對沖風險。

香港交易所可考慮在某些情況下酌情將最高溢價 / 折現率的要求提高至24個差價以上，同時可採取其他措施禁止若干有意干擾市場秩序的行為。舉例而言，當市場波動或面對大量不確定因素時，ETF的正式莊家可在波動的市場中以更大的價差協助執行大量交易，進而提升二級市場的交易效益，提高整體金融市場的流動性。

3. 擴展莊家賣空的允許時段至非自動對盤交易

在香港，莊家無法透過賣空、限價賣空、印花稅等寬免於持續交易時段外提供流動性，這種安排局限了他們作為莊家的功能。舉例而言，若客戶在下午五時香港交易所休市時間向莊家提出買入特定的ETF，則莊家除非擁有足夠的存貨，否則無法配對該項交易。在美國等其他市場，全日（即每日24小時）都允許賣空寬免。

允許賣空將鼓勵市場參與者成為莊家。賣空除了是莊家的基本功能，亦為參與者提供更多彈性，同時提供其他盈利渠道。香港交易所可考慮將莊家的賣空許可擴展至非自動對盤交易（收市後的場外市場交易），以發揮莊家重要的功能，讓他們在非持續交易時段提供更多ETF的流動性，並改善該等基金往後數天的流動性。

4. 調整ETF的結算方式

結算方式可影響莊家創造流動性的成效。在ETF一級市場上，如果莊家以證券和 / 或現金申購或贖回ETF單位，必須：i)在T日或T+1日以「毋須付款」方式⁴⁷結算申購的買賣盤，及ii)在T+2日透過四批結算程序（即上午10:30、中午12:00、下午2:00及下午3:45）之一獲取ETF單位。

在實際情況中，由於可能不清楚甚至不知道ETF單位會透過哪個批次進行結算，全面結算參與者及對手方一般要求莊家在T+1日預先支付及轉賬。這個做法雖然並非必要，但會對莊家使用及調配資金產生不利影響，令成本（例如資金成本、機會成本等）及風險（例如流動性風險、市場風險等）上升。此連鎖反應將導致成本轉移到投資者上，降低投資者在香港交易的意欲。

如果ETF能夠透過「貨銀對付」方式進行結算，將比使用「毋須付款」方式提供更多流動性。「貨銀對付」方式是「連接證券轉移及資金轉賬的證券結算機制，確保當且僅當相應付款完成時，交付才會完成」。⁴⁸透過「貨銀對付」方式進行結算，將減輕證券轉移時沒有收到付款的風險，反之亦然，因為付款及證券是同時結算。⁴⁹

考慮到上述情況，建議香港交易所制定更明確的指引，讓ETF在T+2日透過「貨銀對付」方式進行結算，或在T+2日下午以一個批次結算。

⁴⁶ 香港交易所，證券市場交易須知，https://www.hkex.com.hk/Global/Exchange/FAQ/Securities-Market/Trading/Securities-Market-Operations?sc_lang=en#collapse-8（於2022年5月27日存取）

⁴⁷ 「毋須付款」方式指「沒有相應資金轉賬的證券轉移」。請參閱國際結算銀行，<https://www.bis.org/cpmi/publ/d00b.htm?&selection=128&scope=CPMI&c=a&base=term>（於2022年5月29日存取）

⁴⁸ 國際結算銀行，<https://www.bis.org/cpmi/publ/d00b.htm?&selection=26&scope=CPMI&c=a&base=term>（於2022年5月29日存取）

⁴⁹ 國際結算銀行，支付及結算系統委員會，國際證券事務監察委員會組織技術委員會，「證券結算系統建議」（2001年11月），<https://www.bis.org/cpmi-publ/d46.pdf>（於2022年6月21日存取）

一般交易和清算活動改善措施

中期（例如未來三至五年）而言，我們建議香港交易所評估目前有關交易及結算的規則是否合適，並在必要時作出調整。參考全球最佳做法，可確保香港市場為參與者提供具競爭力的便利，盡量發揮整體市場的發展潛力。相關建議如下：

1. 推出新規則，允許莊家透過多個結算參與者進行結算

建立彈性及有效的結算安排，將確保莊家以安全及有效的方式進行交易。根據香港交易所制定的規則，香港每個莊家只能透過一個結算參與者（亦稱全面結算參與者）⁵⁰進行交易結算，這可能會導致集中風險偏高。此做法與對沖基金的做法不同。對沖基金的交易同樣頻繁，但允許擁有多個主要經紀以分散風險。該做法亦允許對沖基金根據當時的市場環境管理風險，在主要經紀之間轉移所持資產。

由於市場上只有少數符合條件的全面結算參與者，莊家的全面結算參與者選擇有限，因此相關風險相當集中。如果發生極端的市場情況，例如全球金融危機期間發生的情況，莊家可能大受影響。這對莊家在香港提供流動性的能力產生不利影響，因為即使沒有規則及規例的要求，內部的風險管理程序一般會限制全面結算參與者可處理的交易數量。

香港交易所可考慮允許莊家透過多個結算參與者進行結算（即允許在交易所層面建立多個全面結算參與者系統），並由每個結算參與者作出所需報告。允許擁有多個全面結算參與者有助莊家降低集中風險，同時為莊家提供選擇結算參與者的彈性。這種安排將促進全面結算參與者之間的競爭，令市場更開放，從而進一步提升整體市場的競爭力。

2. 評估中央對手方市場參與者的投資組合風險

三個中央對手方向香港交易所轄下兩個交易所（即聯交所及期交所）的活動提供支持，分別為：香港中央結算有限公司、香港期貨結算有限公司及香港聯合交易所期權結算所有限公司。儘管不少投資者在該三個中央對手方持有投資組合，但按金以三個中央對手方持有的每個投資組合分別計算，而不考慮投資者的整體持倉。

從莊家的角度而言，這種做法令使用資本欠缺效率，令成本增加，限制了莊家在市場上提供流動性的能力，並增加存貨風險（在市場波動時尤其如是）。為了解決這些問題，並提供更多獎勵吸引市場參與者，香港交易所可考慮評估參與者在各中央對手方的組合風險，從而提升結算及交易參與者的資本效益。

⁵⁰ 全面結算參與者「可為本身及客戶的賬戶，以及非結算參與者的賬戶登記及結算的參與者。」請參閱香港交易所，期貨結算公司參與者，[https://www.hkex.com.hk/Services/Clearing/Listed-Derivatives/Getting-Started/Becoming-a-HKCC-Participant?sc_lang=en#:~:text=General%20Clearing%20Participant%20\(%22GCP%22,behalf%20of%20Non%2DClearing%20Participants](https://www.hkex.com.hk/Services/Clearing/Listed-Derivatives/Getting-Started/Becoming-a-HKCC-Participant?sc_lang=en#:~:text=General%20Clearing%20Participant%20(%22GCP%22,behalf%20of%20Non%2DClearing%20Participants)（於2022年5月29日存取）

3. 考慮為低流動性的股票推行莊家計劃，以改善流動性

如上所述，莊家是主要的流動性提供者。他們責任之一就是就多種證券，包括ETF，進行大量交易以提供流動性，並透過費用回贈等獎勵措施獲得回報。這種做法在發達市場被廣泛採用，而香港交易所亦採用這種方法。儘管香港交易所目前已為莊家提供獎勵計劃，⁵¹例如交易費折扣和100%交易費豁免或回贈，市場上仍有大量流動性較低的證券。

以ETF交易為參考，為了解決低流動性股票需求不足的問題，香港交易所可根據香港的市場特點，按實際情況推出針對低流動性證券的莊家獎勵措施。舉例而言，日本市場的交易所推行獎勵措施，如果莊家就特定名單上流動性最低的證券進行交易，可比買賣流動性最高的證券享有較豐厚的現金回贈。⁵²

⁵¹ 香港交易所，莊家的責任及獎勵，https://www.hkex.com.hk/Products/Listed-Derivatives/Market-Maker-Program/Market-Maker-Obligations-and-Incentives?sc_lang=en（於2022年5月27日存取）

⁵² 東京證券交易所，「處理交易所買賣基金莊家獎勵計劃」（2022年6月），<https://www.jpix.co.jp/english/equities/products/etfs/market-making/b5b4pj000001zbcx-att/b5b4pj0000020mqm.pdf>（於2022年7月20日存取）

基礎設施和系統升級

香港作為世界級的上市市場和主要交易市場，要鞏固競爭力，建立各方面的優勢，為此香港交易所應繼續將科技發展視為長期策略的一部分，致力改善交易系統及增加市場透明度。具備活力、有充足流動性的二級市場將為香港的一級市場提供更有力的支持，從而提升一級市場的水平。相關建議如下：

1. 香港交易所採用自願性的自成交防範機制

正如本報告前一節所述，許多已發展及新興市場的交易所均已採用自成交防範機制，以減少無意、分歧及其他交易的成本。自成交防範機制對交易所的穩健發展至關重要，有助促進高質素的交易量，鼓勵多元化的交易策略，從而建立更穩健的生態環境。目前，香港交易所並沒有就股票設立自成交防範機制。

考慮到國際慣例及香港的基本市場結構，香港交易所應考慮參考其他交易所（例如美國及其他市場等），推出自願性的自成交防範機制。若干自成交防範規則可參考納斯達克的做法，詳情請參閱第18頁。

2. 提升所選取網關的透明度，以聯繫會員和交易所

香港目前與交易期間透過配對引擎⁵³分配網關相關的資訊尚不透明。其他市場（如美國）會披露網關一般數量、各市場每項交易所選擇的網關連接，以及網關傳送數據的規則等資訊，方便市場參與者索取。

香港交易所可考慮在三個主要領域推行改革並實行其他措施：

- a) 披露更多技術基礎設施的設計細節，其中包括網絡 / 網關 / 配對引擎 / 資料伺服器等資訊；
- b) 維持單一先入先出網關，並採用先進的時間標記技術，以減少時間上的博弈；以及
- c) 為每個客戶的標記與網關開關提供單一時段，以減少變數，並防止經驗豐富的參與者就基礎設施開支進行競爭。

3. 升級交易系統，並加強系統的能力

科技發展日新月異，定期更新系統是滿足客戶不斷變化的需求並保持國際競爭力為必然因素，因此與全球其他主要交易所相比，應採取更積極的行動。

為了提升服務的競爭力，香港交易所應繼續開發及提升交易系統，採用最先進的科技，以支持良好的電子機制及基礎設施。在升級實施後，香港交易所應為市場參與者及持份者制定全面而詳細的性能加強計劃，協助他們作出知情的選擇，並在陌生的領域把握先機。

⁵³ 根據納斯達克交易配對系統，此技術將出價及報價配對以執行交易，<https://www.nasdaq.com/solutions/trading-and-matching-technology>（於2022年5月31日）

結語

香港是亞洲時區主要的國際金融中心不容置疑，其金融市場的集資能力有明顯的優勢。這項研究旨在加強生態環境，探討如何進一步提高市場流動性，同時促進二級市場的交易活動。交易能否以具效率、符合成本效益的方式執行，取決於流動性與其他市場因素。流動性也是投資者考慮經營地點的關鍵因素，因此，香港能否不斷提高市場流動性，對市場的可持續發展可謂至關重要。

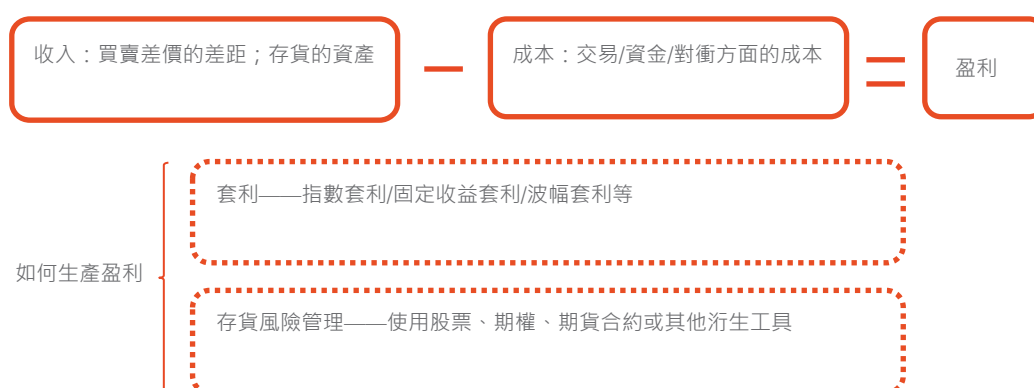
金發局為此諮詢相關專家，就提高整體市場的流動性提出實用建議。我們認為，該等改善建議，將有助ETF及莊家繼續擔任成熟市場的主要市場參與者及流動性提供者，在改善流動性及營造更有利的交易生態環境方面發揮更大作用。

附錄

附錄1 — 莊家的盈利來源

一般來說，莊家收入來源有二：(i)交易（賣出及買入）和(ii)持有特定資產。莊家透過買賣證券為市場注入流動性，同時從交易的買入價及賣出價之間的套利產生收入。另一個收入來源是存貨資產價值的變動淨額和應累算利息。⁵⁴將該等收入相加，並扣除交易、資金、對沖等方面的成本後，便可得出莊家的盈利。此外，莊家應注意因所持資產的價格波動而產生的存貨風險。

圖 22



資料來源：國際結算銀行

⁵⁴ 國際結算銀行，《國際結算銀行季度檢討》，《趨勢轉變—市場流動性及固定收益工具中的莊家活動》（2015年3月），https://www.bis.org/publ/qtrpd-f/r_qt1503i.pdf（於2022年6月23日存取）

附錄2 – 自2008年起在多個交易所推出自成交防範機制的市場（按地區劃分）

美國	
交易所	自成交防範機制實施日期
Cboe BZX Equities	2008年
Nasdaq Options	2009年
Nasdaq BX	2009年
NYSE Arca (CA,CP, CD, CB)	2009年
Cboe BZX Options	2010年
Cboe BYX Equities	2010年
EDGA Equities	2010年
EDGX Equities	2010年
Cboe Options	2011年
Cboe C2 Options	2011年
MIAX Options	2012年
NYSE (CA, CP)	2013年
NYSE American (CA,CP)	2013年
CME (CA)	2013年
ICE	2013年
Cboe Futures (CFE)	2014年
CME (CA, CP)	2014年
Nasdaq PHLX	2014年
Cboe EDGX Options	2015年
MIAX Pearl	2017年
NYSE American (CA, CP, CD, CB)	2017年
NYSE Chicago	2017年
NYSE National	2018年
Nasdaq ISE	2018年
Nasdaq MRX	2018年
Nasdaq GEMX	2018年
MIAX Emerald	2019年
NYSE (CD)	2021年

亞太區

交易所	自成交防範機制實施日期
Cboe Australia (CA, CP, DC, CB)	2011年
ASX	2013年
JNX	2013年
Cboe Japan	2014年
NSE	2015年
BSE	2015年
SGX-DT	2016年
OSE	2019年
HKFE	2019年
TSE	2021年
NZX	2021年
SGX-ST (即將啟用)	定於2022年6月實施
SET (即將啟用)	於2023年進行平台升級
KRX (即將啟用)	於2023年進行平台升級

歐洲

交易所	自成交防範機制實施日期
Cboe Europe	2009年
Turquoise	2013年
LSE	2013年
Borsa Italiana	2013年
Euronext Cash	2014年
Nasdaq OMX Cash	2014年
SIX	2015年
Xetra	2015年
Eurex	2015年
Nasdaq OMX Derivatives	2015年
IDEM	2016年
BME	2020年

*CA = Cancel Aggressive (Incoming) 取消主動 (新買賣盤)

CP = Cancel Passive (Resting) 取消被動 (舊買賣盤)

CB = Cancel Both (兩項都取消)

CD = Cancel & Decrement (取消及減少)

資料來源：相關交易所

致謝

金發局感謝以下公司和組織的行政人員的寶貴意見：

另類投資管理協會

南方東英資產管理有限公司

Citadel證券

Euroclear Bank香港分行

Flow Traders Hong Kong Ltd

Optiver Trading Hong Kong Ltd

瑞銀香港分行

金發局亦謹感謝和弦女士和舒露露女士對本報告的貢獻。

金發局的運作由行政總監領導：

區景麟博士
行政總監

此報告由金發局的政策研究團隊妥為準備：

董一岳博士
總監、政策研究主管

陸浩賢女士
高級經理

陳晴臻女士
經理

李恩如女士
經理

梁雋邦先生
經理

何俊文先生
助理經理

施凱凝女士
分析師



本報告的連結
本報告pdf版的連結



金發局網頁連結
香港金融發展局

關於香港金融發展局

香港金融發展局於二零一三年一月由特區政府宣布成立，為高層和跨界別的平台，就如何推動香港金融業的更大發展及金融產業策略性發展路向，徵詢業界並向政府提出建議。金融發展局會集中研究如何進一步發展香港金融業，促進金融業多元化，提升香港國際金融中心在國家和地區中的地位和作用，並背靠國家優勢、把握環球機遇，以鞏固本港的競爭力。

聯絡我們

電郵：enquiry@fsdc.org.hk

電話：(852) 2493 1313

網頁：www.fsdc.org.hk