

# 香港的衍生權證市場與時並進 — 緊貼亞洲其他權證市場迅速發展的步伐

市場監察部研究科<sup>1</sup>

2006年4月

## 摘要

- 香港的衍生權證市場一直迅速發展。然而，增長迅速的權證市場並非只在香港出現，這情況同時見於亞洲多個市場。是項研究旨在了解該等市場的最新發展，以及其對香港的啓示。
- 本文論證區內市場迅速增長的趨勢。香港須緊貼區內市場的最新發展，這是非常重要的。儘管香港仍然是全球最活躍的權證市場，但卻不能因此而自滿。在3月31日，證監會發表了題為《香港衍生權證市場 — 未來路向；證監會六點方案的諮詢結果》的報告(“該報告”)。該報告列出證監會有關進一步加強衍生權證市場的監管制度及提升投資者教育的建議，從而確保市場的穩健發展。這對於市場的持續增長及長遠成就來說是必不可少的。
- 在2005年8月，內地重新恢復權證買賣。權證市場的交投非常活躍，而實際上，內地在2005年12月更成為全球最活躍的權證市場。然而，自2006年1月後，交投水平便因市場氣氛改變及市場措施的引入而下降。
- 新加坡的衍生權證市場亦正迅速發展。值得一提的是，當若干證券在香港上市時，該等證券的衍生權證便在新加坡交易所(“新交所”)上市。有關發行在時間上領先香港一步。儘管如此，當類似的衍生權證在香港交易及結算所有限公司(“香港交易所”)上市後，有關交易便迅速回流香港。這意味著流通量傾向朝著相關股票上市及交易的市場流動。
- 韓國的衍生權證市場在2005年11月底推出。該市場在三個月之內便已成為亞洲第三個最活躍的權證市場(僅次於香港和內地，但領先澳洲和新加坡)。

---

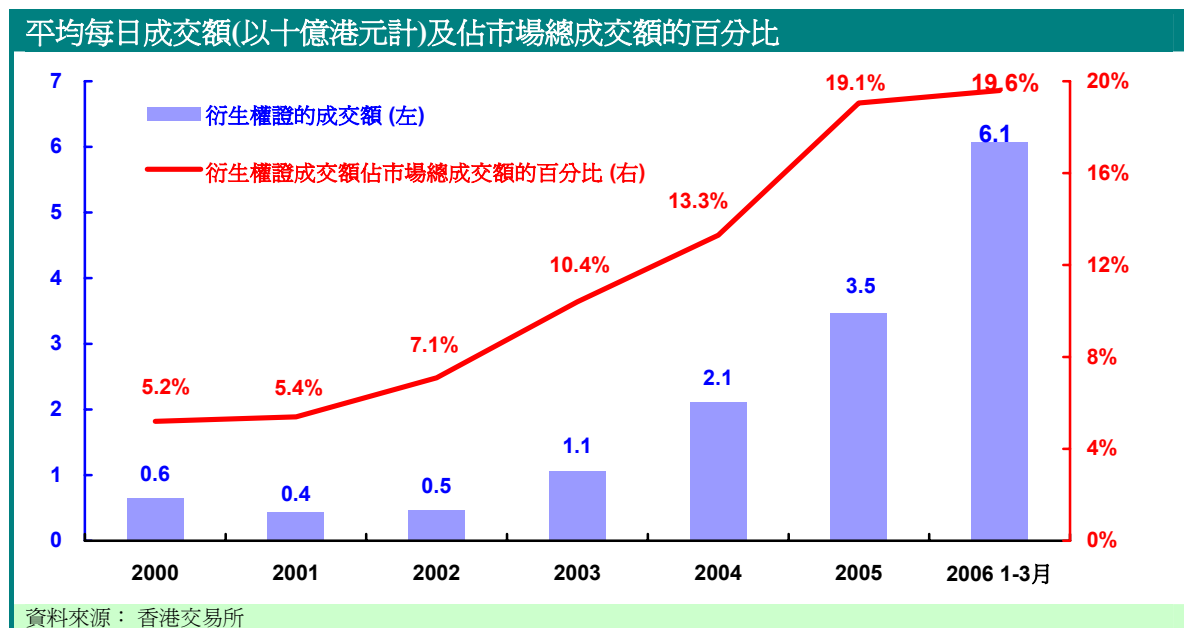
<sup>1</sup> 本文僅作探究事實及研究之用，並非意圖評論任何市場/公司的發展或詮釋有關的政策。本文所表達的意見並不代表證監會的觀點。

## 香港的衍生權證市場與時並進 — 緊貼亞洲其他權證市場迅速發展的步伐

### 亞洲的權證市場

#### 香港

- 在 2004 及 2005 年，香港的衍生權證市場是全球最活躍的衍生權證市場。權證市場近年來一直迅速增長。在 2002 至 2005 年期間，平均每日成交額上升六倍。在 2006 年首個季度內，衍生權證的平均每日成交額為 61 億港元 (7 億 8,000 萬美元)，較 2005 年高出 75%。由於股票市場的整體交易活動在期內亦急升，衍生權證佔市場總成交額的份額維持在約 19% 的穩定水平。



- 交易活動的增長是尤為與內地股票相關的衍生權證的交易所帶動。例如，在 2006 年首季內，與三大內地股票 (即中國人壽保險、中國建設銀行及中國移動) 相關的衍生權證的交易比 2005 年下半年上升約 90% (同期，整個衍生權證市場的增長約為 50%)。投資者對內地相關證券的濃厚興趣亦在 H 股交易飆升了 83% 一事中反映出來，而市場總成交額在同期則增加了 58%。

3. 目前，香港約有 18 家活躍的衍生權證發行商，而當中大部分均是國際投資銀行。它們提供了關鍵數量的專業人才，能夠提供各式各樣的衍生權證來配合不同投資者的不同風險承受能力。
4. 即使具備國內的因素及所需的專業人才，香港市場也需要有穩健的監管制度和精明的投資者來維持衍生權證市場的增長。證監會在 3 月 31 日發表的該報告旨在進一步加強衍生權證市場的監管制度及提升投資者教育。畢竟，衍生權證市場的穩健發展對香港市場來說十分重要，因為此舉可透過為相關股票市場產生額外流通量而擴闊產品的範圍及加深市場的深度。此舉有助加強我們作為業務樞紐的角色、保證我們採取的作業方式符合國際標準，以及最終保障我們的投資者。

### 內地

5. 在 2005 年 8 月，內地重新恢復權證買賣。截至 2006 年 3 月底，內地有 12 隻權證上市（八隻在上海證券交易所及四隻在深圳證券交易所上市）。首隻權證於 2005 年 8 月在上海證券交易所上市，而六隻權證則於 2005 年 11 至 12 月期間上市，另外三隻權證在 2006 年 3 月初上市及兩隻權證於 3 月 31 日上市。值得注意的是，所有 12 隻權證均是公司權證<sup>2</sup>，因此不能直接與香港的衍生權證作比較。內地的權證發行是實行股權分置改革的結果<sup>3</sup>。

已上市的權證數目(截至期末)					
	2004	2005	2006 年 2 月	2005 / 2004	2006 年 2 月 / 2005
香港	863	1,304	1,391	+51%	+7%
內地*	不適用	7	7	不適用	+0%
新加坡	146	455	492	+212%	+8%
韓國#	不適用	72	203	不適用	+182%
澳洲	1,771	2,447	2,915	+38%	+19%
台灣	191	540	485	+183%	-10%
馬來西亞	10	12	12	+20%	+0%

\*內地於 2005 年 8 月 22 日重新恢復權證的買賣，而當日有一隻權證上市。其後，再有六隻權證在 2005 年 11 至 12 月期間上市，另有五隻權證在 2006 年 3 月上市。

#韓國衍生權證市場於 2005 年 11 月 28 日推出。

資料來源：彭博資訊、國際證券交易所聯會及各交易所網站

<sup>2</sup> 公司權證指由公司發行的權證。這與由第三者(通常是投資銀行)發行的衍生權證有所不同。然而，近數月，內地的若干經紀行獲准發行與現有權證相同的權證，以解決供應短缺的問題。

<sup>3</sup> 基於歷史因素，內地上市公司的股份大致上可分為兩類：流通股及非流通股。股權分置改革的目的是將內地上市公司的非流通股上市。

6. 在 2005 年 12 月，權證市場的平均每日成交額約為 7 億 8,200 萬美元，佔市場總成交額<sup>4</sup>的 38%。內地的權證市場在該月份實際上是全球最活躍的權證市場。

#### 亞洲權證市場的交易活動

	平均每日成交額 (以百萬美元計)						佔市場總成交額的份額			
	2004	2005	2005 年 12 月	2006 年 1 至 2 月	2005 / 2004	2006 年 1 至 2 月 / 2005 年	2004	2005	2005 年 12 月	2006 年 1 至 2 月
香港	270.0	444.6	510.0	783.2	+65%	+76%	13.3%	19.1%	21.0%	19.4%
內地	不適用	801.8*	781.9	348.3	不適用	-55%	不適用	38.0%^	38.0%	11.4%
新加坡	3.4	26.0	20.0	32.9	+655%	+27%	0.8%	5.6%	5.5%	4.7%
韓國	不適用	26.3*	26.3	85.0	不適用	+223%	不適用	0.4%^	0.4%	0.9%
澳洲	11.0	19.8	17.8	28.1	+80%	+42%	0.5%	0.7%	0.7%	0.9%
台灣	25.0	17.8	28.4	25.2	-29%	+42%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
馬來西亞	2.5	1.1	0.4	0.2	-56%	-82%	1.0%	0.5%	0.3%	0.1%

\*內地及韓國市場的平均數是按每隻權證的有效交易期間計算。

^內地及韓國市場的市場份額只以 2005 年 12 月的交易為基準。

資料來源：彭博資訊、國際證券交易所聯會及各交易所網站

7. 從剛掛牌上市的權證的強勁表現及活躍交投顯示，投資者對該產品有濃厚的興趣。首七隻權證均在剛掛牌上市的期間內錄得強勁的表現。該等權證一推出後，其價格便在首個交易日急升至交易所訂明的價格波動上限<sup>5</sup>。
8. 但自 2006 年 1 月後，權證市場因市場氣氛改變及多項市場措施的引入（例如允許經紀為應付供應短缺的問題而發行相同的權證）而略為轉淡。在 2006 年 3 月，儘管推出了五隻新權證，權證的平均每日成交額為 1 億 5,200 萬美元（佔市場總成交額的 7%）。這較 2005 年 12 月的水平低 80%。儘管如此，市場人士相信這情況有助促進市場的長遠持續發展。而且，由於將會有愈來愈多上市公司進行股權分置改革，該等公司可能會在其補償計劃中發行權證，內地市場的權證數目將會持續增加。與此同時，隨著內地股票市場的發展，市場上將需要更多不同類型的金融產品（包括權證），以應付不同投資者的不同需要。

<sup>4</sup> 這包括上海證券交易所及深圳證券交易所的買賣。

<sup>5</sup> 價格上限會因不同權證而有所不同，視乎權證的價格及相關股票的價格而定。

## 新加坡

9. 就已上市的衍生權證數目及交易活動而言，新加坡的衍生權證市場在 2005 年迅速增長。在 2006 年 1 至 2 月期間<sup>6</sup>，已上市的衍生權證數目及交易活動再進一步增加。
10. 值得一提的是，當若干證券在香港上市時，新交所已批准該等證券的衍生權證在當地上市。此等發行在時間上領先香港一步，因為香港交易所規定新證券必須在香港交易所上市了若干期間後才符合資格成為衍生權證的相關資產。
11. 儘管如此，該等衍生權證的交易並非如在香港的交易般活躍，而當類似的衍生權證在香港交易所上市後，有關交易似乎迅速地回流香港。這意味著流通量傾向朝著相關股票上市及交易的市場流動。
12. 例如，就中國建設銀行(“建行”)的情況而言，當該股票於 2005 年 10 月 27 日在香港交易所上市，其衍生權證便於同日在新交所上市。而在香港交易所，與建行的股票相關的首批衍生權證需待 2005 年 12 月 5 日才上市。當該等權證在香港交易所上市前，建行的衍生權證在新交所的平均每日成交額為 100 萬美元。然而，當建行的衍生權證在香港交易所上市後，該等權證在新交所的交易便下跌 71.3%至平均每日 30 萬美元 (而在香港的成交額則為 7,960 萬美元)。與領匯基金相關的衍生權證亦出現類似現象。

與香港股票相關的衍生權證在新加坡和香港的買賣

相關股票 (在港交所的上市日期)	首隻衍生權證 的上市日期		衍生權證數目		在新交所的平均每日成交額 (以百萬美元計)			在港交所的 平均每日成交額 (以 百萬美元計)
	新交所	港交所	新交所	港交所	衍生權證在 港交所上市 前	衍生權證在 港交所上市 後	百分率 變動	自上市後
建行 (於 05 年 10 月 27 日 上市)	05 年 10 月 27 日	05 年 12 月 5 日	4	56	1.0	0.3	-71.3%	79.6
領匯基金 (於 05 年 11 月 25 日 上市)	05 年 11 月 25 日	06 年 1 月 23 日	8	11	3.1	0.6	-81.4%	5.7

資料來源：彭博資訊及證監會研究科

<sup>6</sup> 新加坡及其他亞洲市場的數字計至 2006 年 2 月。



## 韓國

13. 韓國的衍生權證市場雖然在 2005 年 11 月底才推出，但至今已大幅增長。截至 2006 年 2 月底，共有 203 隻上市衍生權證。而其交投已超越新加坡和澳洲，並成爲區內第三個最活躍的權證市場。
14. 廣泛的投資者是支持其衍生權證市場強勁增長的基礎。韓國的散戶投資者似乎有興趣投資及熟悉買賣如期權等的槓桿產品，而其在 2005 年爲數 25 億張指數期權合約的高成交量足以證明這點。由於期權和衍生權證都是十分類似的產品，因此部分投資者亦開始買賣衍生權證。
15. 此外，有關當局亦鼓勵當地經紀行與投資銀行合作發展衍生權證市場<sup>7</sup>。目前，大部分衍生權證發行商均爲當地經紀行，而部分流通量提供者則爲國際投資銀行。該等合作讓當地經紀行能夠在採納國際標準及慣例之餘，亦可擴大接觸面及提升競爭能力。這對於證券市場的整體發展亦極爲重要。有關經驗對於區內其餘市場在發展其當地的經紀行業方面甚爲寶貴。

## 澳洲

16. 澳洲權證市場的上市衍生權證數目爲亞洲之冠。截至 2006 年 2 月底，共有 2,915 隻上市權證。更重要的是，澳洲證券交易所(“澳交所”)擁有更多不同種類的衍生權證。大致而言，衍生權證可分類爲投資式權證及交易式權證；前者大約佔 60%。投資式權證的期限普遍較長，交投偏低，而風險／回報率亦較低。部分權證較爲複雜，因爲該等權證有權獲得股息及／或會提供若干稅務優惠，而其他權證則可以較長期間進行滾存。擁有更多不同類別的衍生權證對於市場的發展來說相當重要，原因是這樣有助支持更廣濶的投資者基礎。

---

<sup>7</sup> “韓國開放股票掛鉤權證市場”，Korea IT Times，2005 年 12 月 2 日。

17. 衍生權證的交易活動亦迅速增長。在 2005 年，衍生權證的平均每日成交額為 1,980 萬美元，佔市場總成交額的 0.7%。2006 年首兩個月的相應數字分別為 2,810 萬美元及 0.9%。

### 台灣、馬來西亞及日本

18. 在台灣，衍生權證的數目於 2005 年內增加，但交易活動則減少。在 2005 年年底，共有 540 隻衍生權證(在 2004 年年底則有 191 隻)。但衍生權證於 2005 年的平均每日成交額為 1,780 萬美元，卻低於 2004 年的 2,500 萬美元。然而，交易活動下跌似乎與主板市場的情況大致上一致。
19. 馬來西亞的衍生權證市場規模相對較細，交投亦較少。截至 2005 年年底，有 12 隻上市衍生權證。在 2005 年，衍生權證的平均每日成交額下跌 56%至 110 萬美元。股票市場的交易活動在去年亦下跌。
20. 日本的衍生權證市場規模更小。東京證券交易所(“東京交易所”)只有數隻權證上市。然而，值得注意的是，日本的投資者未必太感興趣投資於衍生權證，因為東京交易所及大阪證券交易所許多其他交投活躍的衍生產品。

### 結論

21. 衍生權證市場不僅在香港迅速擴展，該高增長的情況同時見於亞洲多個市場。香港須緊貼市場的最新發展及與時並進，這是非常重要的。證監會在 3 月 31 日發表的該報告旨在進一步加強監管制度及提升投資者教育。畢竟，衍生權證市場的穩健發展對香港來說十分重要，因為此舉可透過為相關股票市場產生額外流通量而擴闊產品的範圍及加深市場的發展。此舉有助加強我們作為業務樞紐的角色、保證我們採取的作業方式符合國際標準，以及最終保障我們的投資者。具備穩健的衍生權證市場對於香港的長遠增長及成功來說是必不可少的。