



SECURITIES AND FUTURES COMMISSION
證券及期貨事務監察委員會

研究論文 42 – 香港股市的賣空活動

2008年10月23日

香港股市的賣空活動

摘要

1. 若干海外司法管轄區最近引入臨時措施，限制或暫停賣空活動。上述大部分措施均禁止進行無擔保賣空及以金融股為對象。
2. 香港的賣空規定較上述不少海外市場在實施臨時措施前所採用的規定更為嚴格。香港只准就符合若干資格規定的證券進行“有擔保”賣空。此外，賣空受賣空價規則所規限。香港有關賣空的披露制度亦規定須保留全部審計線索，而賣空成交額會每日公布兩次。
3. 儘管市場繼 **Lehman Brothers Holdings**（雷曼兄弟控股公司）在 9 月中破產後日益波動，但香港的賣空活動仍然與這次金融風暴之前所錄得的水平相若。
4. 過往數年來，在莊家活動及內地企業來港上市等因素帶動下，香港的賣空活動顯著增加。近期並無集中於個別股份或經紀行的賣空交易活動。
5. 少數海外市場規定經紀行必須向市場披露賣空持倉數據，以提升市場透明度。在香港，市場參與者無須申報賣空持倉額。按照我們估計，截至 2008 年 8 月底，香港賣空持倉額約為 1,600 億港元，即約佔總市值的 1%（或少於 1.0%）。這百分比遠低於紐約（總市值的 4.7%），與澳洲（總市值的 1.0%）相若。市場參與者及學者同意，鑑於香港的賣空活動看來並不活躍，因此香港賣空持倉額可能只佔總市值的一小部分，比率相對於主要市場屬偏低水平。
6. 儘管香港市場賣空持倉額看來只佔香港市值的很小份額，賣空活動日後可能會隨著股市及衍生工具市場的發展而有所增加。證監會將繼續密切觀察全球市場在賣空方面的發展，在有需要時會考慮改變監管賣空措施，並會積極配合香港市場的特別需要。然而，若發現市場上有任何濫用賣空的情況，證監會準備實施更進取的監管措施。

背景

7. 賣空指賣方沽售其並未擁有的證券。儘管賣空是有助金融市場有效率地運作的必要交易工具，但卻被指為是導致近期金融市場危機進一步惡化的其中一個原因。為使股票市場回穩，部分海外監管機構已採取臨時收緊賣空規定的措施。
8. 本文旨在：
 - 闡述海外賣空規定的近期發展及對比香港的制度；
 - 分析香港的賣空交易活動有否因最近市況逆轉而出現變化；
 - 根據以往數年的成交額數據闡述香港賣空活動的趨勢及規模；及
 - 估算香港最近的賣空持倉量。



海外賣空規定的近期發展

就無擔保賣空及金融股進行賣空的臨時限制

9. 部分海外司法管轄區最近引入臨時措施，限制或暫停賣空活動。上述大部分措施均禁止進行無擔保賣空¹（例如法國及荷蘭）。此外，這些市場當中大部分（例如美國、英國及歐盟國家）亦禁止賣空金融股。美國已暫時禁止就約 1,000 家金融公司的股票進行一切賣空活動（包括無擔保及有擔保賣空）。英國金融服務管理局禁止投資者就金融公司建立新的或加大現有的賣空持倉額，而德國的金融監管機構則暫時中止就 11 家金融公司的股票的無擔保賣空活動。在亞洲，部分監管機構亦已引入不同程度的措施限制賣空活動。

海外近期有關限制賣空的臨時措施

澳洲	暫時禁止一切賣空活動，但會給予若干豁免
加拿大	禁止就所有同時在多倫多證券交易所及美國上市的股票（僅一隻股票除外）進行賣空(a)
法國	禁止就 15 家信貸機構及保險公司的股票進行無擔保賣空
德國	禁止就 11 家來自金融界別的公司的股票進行無擔保賣空
荷蘭	禁止就 8 家金融公司的股票進行無擔保賣空
英國	禁止就金融公司的股票建立新的或加大現有的賣空持倉額
美國	暫停就逾 1,000 家在美國交易所買賣的金融公司股票賣空活動(a)

資料來源：不同的交易所，證監會研究科

備註：(a) 該禁令已於 2008 年 10 月 8 日屆滿。

香港的賣空制度較不少海外市場更為嚴格

10. 香港的賣空規定在 1998 年亞洲金融危機後不久即予收緊，較最近採取臨時措施限制賣空的多個海外市場的同類規例更為嚴格。在近日的措施實施前，賣空在不少主要海外市場只受到輕度監管。以英國、澳洲及新加坡為例，投資者獲准就所有股票進行無擔保賣空，而無須受價格限制或披露規定所規限。相對於這些市場，香港所實施的監管規定較為嚴格，只准就符合若干資格規定的證券進行“有擔保”賣空，而且必須透過聯交所交易系統，以不低於當時最佳賣盤價的價格進行賣空（即賣空價規則，或稱限價賣空）。

¹ 有擔保賣空規定賣方沽售股份時必須已借入股票，或獲得借方確認有股票可供借出。相反，無擔保賣空則指沒有借入股票或獲得上述確認便沽售證券。



主要市場的賣空規定（在最近推出禁止賣空的限制性措施前）

事項	香港	美國	英國	澳洲	新加坡
是否禁止進行無擔保賣空？	是	是	否	否(a)	否
有否關於賣空的合資格名單？	是	否	否	否	否
有沒有制定賣空價規則？	是	否	否	是	否
是否須就每隻股票的未平倉淡倉總持倉量作出披露？	否	是	否	是(b)	否

資料來源：Riskmetrics、國際證監會組織及不同的證券交易所

備註

(a) 澳洲准許進行無擔保賣空，但須受股票的合資格規則所規限

(b) 未平倉持倉量總淨額

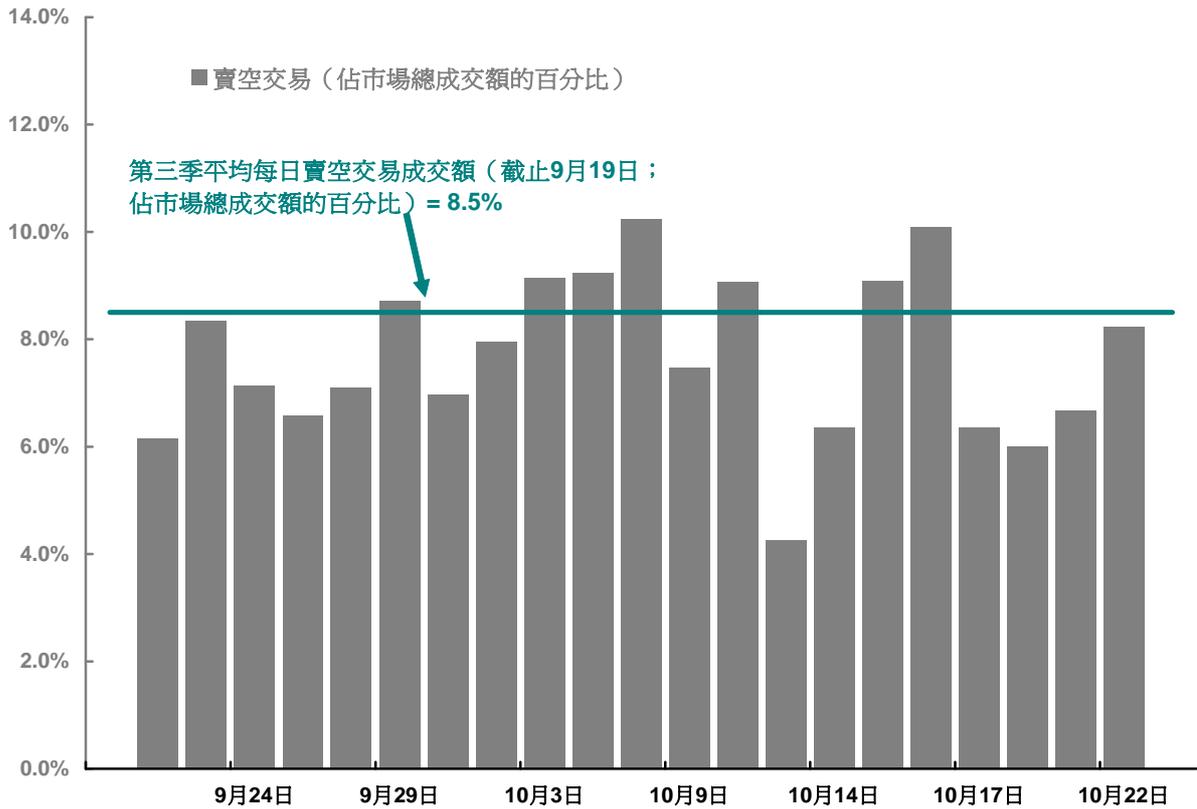
- 香港的規則要求保留有擔保賣空的全部審計線索，即客戶落盤賣空時，須向經紀行或代理人提供文件，確認交易屬有擔保賣空。美國亦制定了同類規定，但大部分其他海外市場並無這項規定。
- 儘管我們目前並無規定就賣空持倉額²作出披露，但卻規定必須就賣空交易向聯交所作出匯報，聯交所會每日兩次公布個別上市證券的賣空成交額。
- 違反香港大多數的賣空規則可能會遭受刑事檢控。這對違反規則者產生強而有力的阻嚇作用。

香港近期的賣空交易活動

賣空活動仍然與這次金融風暴之前所錄得的水平相若

- 儘管市場繼 Lehman Brothers Holdings（雷曼兄弟控股公司）在 9 月中破產後日益波動，但賣空活動仍然與這次金融風暴之前所錄得的水平相若。由於部分主要市場已自 9 月 22 日起限制或禁止賣空活動，因此令人關注到香港市場可能會被利用作賣空交易。證監會已就賣空交易活動有否出現任何重大變動作出分析。在 9 月 22 日至 10 月 22 日期間，香港市場的賣空交易成交額，與較早前第三季及整個第二季所錄得的水平相若：
 - 9 月 22 日至 10 月 22 日的平均每日賣空交易成交額為 48 億港元（佔市場總成交額 7.6%），而第二季則錄得 57 億港元（佔市場總成交額 7.4%），截至 9 月 19 日為止的第三季則為 54 億港元（佔 8.5%）。
 - 至於恒指成分股，平均每日賣空交易成交額為 36 億港元（佔成分股本身成交額 10.4%），而第二季則錄得 37 億港元（佔 11%），截至 9 月 19 日為止的第三季則為 38 億港元（佔 12%）。
 - 至於在 9 月 22 日至 10 月 22 日期間的十大賣空股票，平均每日賣空交易成交額為 22 億港元（佔賣空股票本身成交額 10.5%），而第二季錄得的數字為 20 億港元（佔 10.9%），截至 9 月 19 日為止的第三季則為 22 億港元（佔 11.7%）。

² 本文最後一節將進一步討論賣空持倉額。

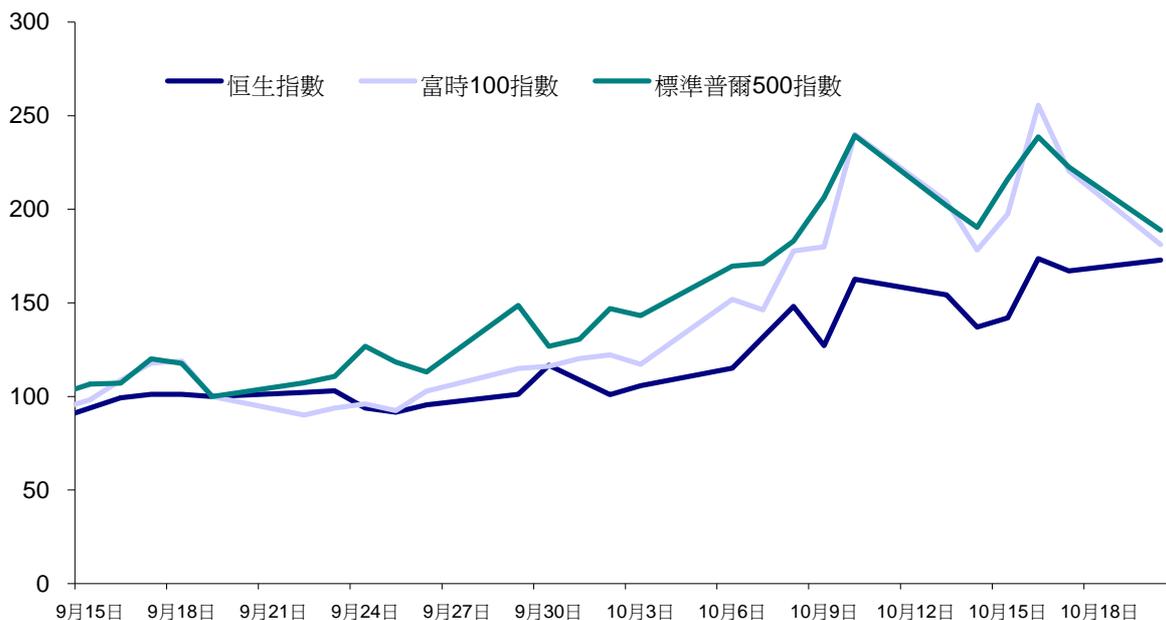


賣空交易額 （佔市場總成交額的百分比）

資料來源：證監會研究科

備註：部分主要海外市場自9月22日起禁止或限制賣空。

15. 雖然美國及英國市場已自9月22日起收緊賣空規例，但當地市場幅波仍持續擴大。香港股市的引伸波幅升勢似乎已沒有那麼厲害。賣空活動與市場波幅之間看來並無明顯關係。



美國、英國及香港市場的引伸波幅

資料來源：證監會研究科

備註：

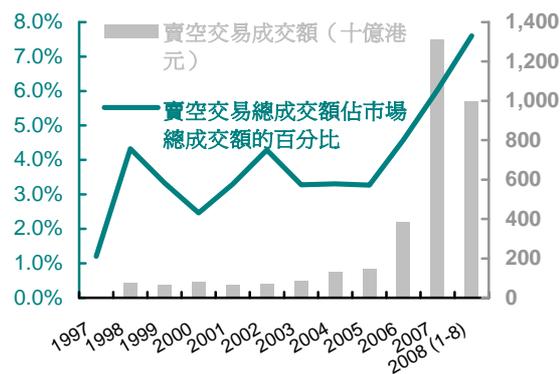
(a) 9月15日至19日的平均波幅經正常化後為100。

(b) 部分主要海外市場自9月22日起禁止或限制賣空。

近年的賣空交易趨勢

莊家活動及內地股票的賣空交易是令致賣空活動增加的主要原因

16. 過往數年來，香港的賣空活動持續顯著增加。2007年的賣空交易成交額達到1.3萬億港元，是2004年的十倍，而在市場成交額中所佔的比例亦上升超過6%，較2004年增加一倍。除其他因素外，賣空活動增加主要是由於莊家活動及H股上市和伴隨而來的賣空交易所致。在2004年至2007年，在香港新上市的H股有57隻。這57隻股票的賣空金額由2004年佔市場賣空成交額的1.6%增加至2007年的24.4%。這些股票在2007年的賣空成交額是相關股票成交額的8.2%，而在2004年，這個比例是3.4%。



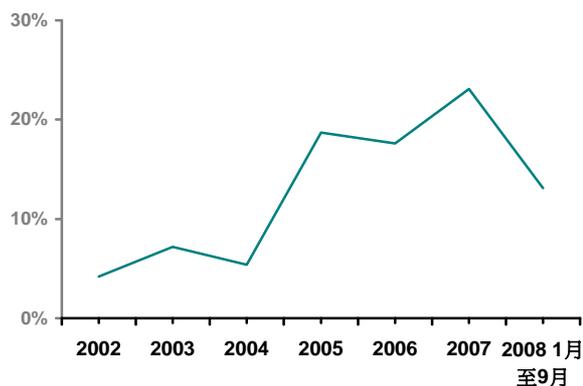
香港的賣空交易

資料來源：證監會研究科



莊家活動在賣空交易所佔的比例較高

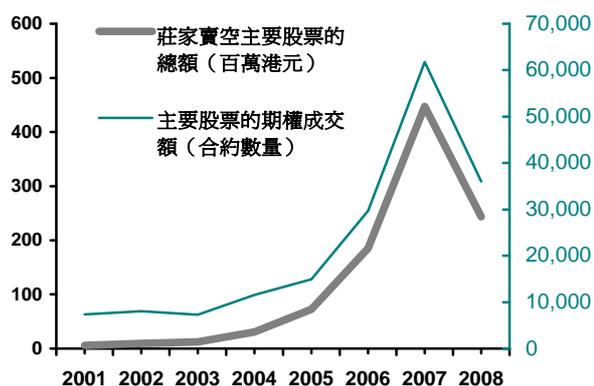
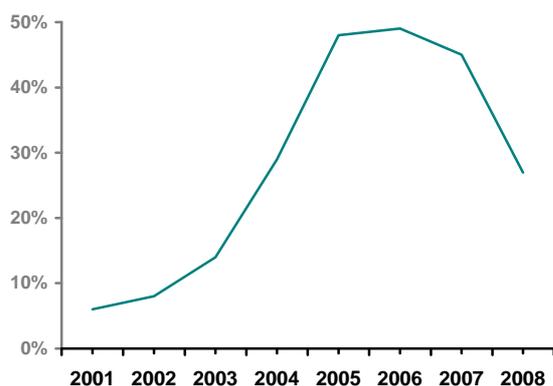
17. 股票期權及股票期貨市場的莊家或需以期權及期貨的相關股票對沖其莊家持倉，因而可能會賣空相關股票。莊家在所有股票的賣空交易成交額中所佔的比例，從 2002 年的 4% 增至 2007 年的 23%。（在這段期間內，股票期權的平均每日成交額由 15,131 張合約增至 186,923 張。）



莊家在賣空交易成交額中所佔的比例

資料來源：證監會研究科

18. 莊家在主要股票（即中國移動、匯豐及和黃）的賣空交易成交額中所佔的比例，一直以來都有較大的比重。有關比例已從 2001 年約 5%，增至 2005 年至 2007 年期間的 40% 以上。在 2008 年首八個月，隨著該等股票的股票期權成交額下跌 12%，莊家的賣空交易成交額亦減少了 46%。



莊家交易佔主要股票賣空成交額的比率

主要股票的平均每日賣空成交額及平均每日股票期權成交額

資料來源：證監會研究科及香港交易所

備註：主要股票指中國移動、匯豐及和黃

賣空活動並無集中於個別股票或經紀行

19. 近期並無賣空集中的情況。2008 年 1 月至 8 月期間五大最活躍賣空股票（匯豐、中國移動、香港交易所、中國人壽及中國建設銀行）佔賣空交易成交總額的 25%（2007 年：32%）。進行賣空交易的五大經紀行佔 2008 年 1 月至 8 月期間市場賣空交易成交總額的 45%（2007 年：53%）。



香港的賣空佔市場成交總額的比率較紐約及倫敦的為低

20. 賣空交易成交總額佔 2007 年香港市場總成交額約 6%，2008 年首八個月的比率則為 7.6%。據報道，紐約及倫敦在 2007 年的相應比率為 25 至 30%。分析員認為，在亞洲，賣空活動遠不及美國普遍，部分是由於區內市場流通性較低導致賣空活動難以活躍起來所致。嚴格的賣空規定亦可能會窒礙賣空活動。

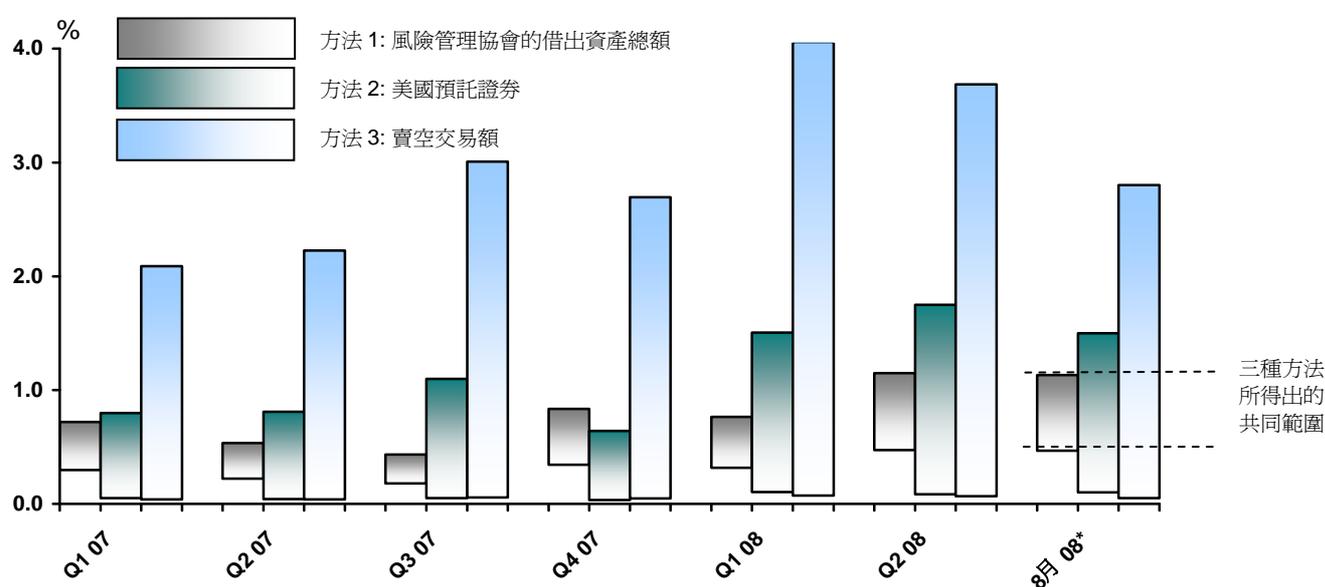
指數套戩在香港並不普遍，因此相對於海外市場，淡倉在香港市場的持倉時間可能會較長

21. 我們相信，市場參與者及學者亦同意，相對於其他市場，香港市場淡倉的持倉時間可能會較長。這看法與以上分析，即相對於海外市場，香港市場賣空成交總額佔市場成交總額的比率較小的結論相符。與美國及英國市場比較，指數套戩³這種通常涉及淡倉的交易策略，在香港並不及在這些市場普遍。這可能是由於股份交易的印花稅削減套戩機會，加上賣空價規則影響交易及時執行所致。期貨市場實施的持倉限額亦可能令香港指數套戩活動受到掣肘。

對賣空持倉額的估算

22. 賣空持倉量指仍未平倉的賣空股份總數。少數市場如澳洲及美國規定經紀行必須向市場披露賣空持倉量，以提升市場透明度。在香港，市場參與者無須申報淡倉的持倉量及總金額（即賣空持倉額）。缺乏這類信息可能局限了我們對香港賣空活動的分析。因此，我們現嘗試按照以下方法估計賣空持倉額：

- (a) 方法 1：來自風險管理協會（Risk Management Association）有關借出股份的數據；
- (b) 方法 2：香港上市公司在美國的預託證券（ADR）的賣空持倉額；及
- (c) 方法 3：賣空交易額。



估計賣空持倉額與市場總市值比率

資料來源：風險管理協會、彭博及證監會研究科

* 基於風險管理協會提供的 2008 年第二季借出資產總值所作的估算

³ 若干市場參與者可能會進行賣空交易，作為其部分指數套戩交易。在套戩活動中，套戩者會在某個市場購買估值偏低的一項產品，同時又在相關市場沽售一項估值偏高的產品。上述買賣活動可能會令兩項相似產品的價格趨向一致。例如，假如恒生指數期貨（恒指期貨）的現價低於現貨市場，套戩者可能會賣空恒指成分股，同時買入恒指期貨。



23. 上述三種方法得出的幅度相若，顯示截至 2008 年 8 月底，賣空持倉額約為 1,600 億港元，約佔或少於總市值的 1%。⁴ 這比率不但遠低於紐約（總市值的 4.7%），與澳洲的比率（總市值的 1.0%）相若，並且在先前幾個季度一直偏低。市場參與者及學者同意上述估算方法屬適當，而香港賣空持倉額可能只佔總市值的一小部分。相對於海外市場，香港的賣空持倉額所佔的比例偏低。
24. 然而，值得注意的是，上述數據基本上屬按照不同假設及過往趨勢所得出的粗略估計，因此存在限制。附錄闡述上述三種估算方法。

總結

25. 賣空活動一直被指為導致近期全球市場日益波動的原因之一。因此，海外監管當局紛紛暫時加緊對賣空的限制，主要針對無擔保賣空及金融股的賣空活動。值得注意的是，香港在不少海外市場近期推出有關措施前，已經實施較這些市場更為嚴格的監管賣空制度。
26. 迄今為止，香港的賣空活動看來仍然與這次金融風暴之前所錄得的水平相若。儘管市場大幅波動，加上近期海外賣空規定有所變更，但我們並無發現任何不尋常的賣空活動。
27. 過往數年來，除其他因素外，在包括莊家活動及內地企業來港上市在內的因素帶動下，香港的賣空活動顯著增加。近期並無集中於個別股票或經紀行的賣空交易活動。
28. 證監會持續監察賣空活動，並會留意任何不尋常的活動。我們的估算反映出，最新的賣空持倉量很可能只佔香港市值的很小份額，且與海外市場比較屬偏低水平。賣空活動日後可能會隨著股市及衍生工具市場的發展而有所增加。證監會將繼續密切觀察全球市場在賣空方面的發展，在有需要時會考慮改變監管賣空措施，並會積極配合香港市場的特別需要。然而，若發現市場上有任何濫用賣空的情況，證監會準備實施更進取的監管措施。

⁴

我們估計，賣空持倉額佔總市值介乎 0.1%至 2.8%。即使將上述幅度的上游與其他主要市場比較，香港看來亦與其他市場的水平相若。事實上，較準確的說法是，三種方法得出的幅度相若，顯示賣空持倉額僅佔或少於總市值的 1%，遠低於其他主要市場的水平，而在先前幾個季度錄得的比率一直偏低。

對賣空持倉額的估算

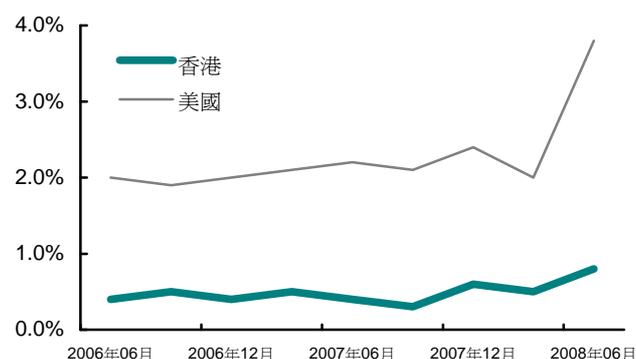
方法 1：來自風險管理協會有關借出股票的季度數據

1. 風險管理協會 (RMA) 是一家國際性的專業機構，擁有包括銀行及其他金融機構等 3,000 名機構會員。RMA 定期向股票借出人調查借出予全球主要市場的資產的情況，並會於每個季度發布借出股票的數據。
2. 借出資產的數據可用作估算實際的賣空持倉額。根據紐約證券交易所的資料，在美國，借出資產量與市場總值的比率（2008 年第 2 季為 3.8%；2007 年第 4 季為 2.4%）和實際的賣空持倉量與已發行股份的比率（2008 年第 2 季為 4.7%；2007 年第 4 季為 3.4%）相若。
3. 因此，RMA 的調查所得的數據，似乎可以用作推算香港股票市場整體賣空持倉額的趨勢和規模。2008 年第 2 季的借出有關香港股票資產總額達到 1,330 億港元（170 億美元），約佔香港市場總值的 0.8%，是主要市場中有關比率最低的市場之一，並在過去多個季度都一直遠低於美國的比率。

借出資產總額與市場總市值的比率

市場：	2008 年第 2 季	2007 年第 4 季
美國	3.8%	2.4%
德國	3.6%	0.9%
澳洲	2.8%	2.2%
英國	1.3%	1.6%
日本	1.0%	0.7%
加拿大	0.9%	0.4%
香港	0.8%	0.6%

資料來源：風險管理協會



香港：借出資產總額與市場總值的比率

資料來源：風險管理協會

方法 2：主要香港上市公司的美國預託證券

4. 根據主要香港上市公司的美國預託證券 (ADR) 的賣空持倉量，估算香港市場的賣空持倉量。紐約證券交易所每兩星期公布一次個別股票的賣空持倉量，當中包括美國預託證券的賣空持倉量。
5. 賣空持倉量相對於香港上市股票的主要美國預託證券已發行單位總數的比率於 8 月底介乎 0.1 至 1.5%。近期似乎並無集中於個別股份的賣空持倉。我們估算香港市場的賣空持倉時將會應用這個百分比幅度。



方法 3：賣空交易額

6. 證監會最近就 2006 年 4 月至 10 月期間 30 家交易所參與者的賣空持倉額⁵進行了一項內部桌面調查，這批交易所參與者合共佔香港賣空交易成交額的 99%。該項調查發現並無集中於個別股份的賣空持倉，而個別交易所參與者的每月賣空交易成交額與賣空持倉額的比率為 0.2 至 11 倍。按照上述比率幅度，便可估算出 2008 年 8 月的賣空持倉總額為 84 億港元至 4,628 億港元，佔市場總值的 0.05 至 2.8%。

⁵ 賣空持倉額指賣空持倉量乘以股份於某一日的價格所得的港元金額。