

香港股票期權市場的概況

市場監察部研究科李兆麟、閔宇紅¹

2004年6月

摘要

- 香港的股票期權交易活動落後於美國及歐洲市場。然而，在 2003 年，香港是亞洲第三活躍的市場，僅次於澳洲及印度。股票期權的總成交量在 2003 年達到破紀錄的 422 萬張合約，佔在香港交易所買賣的衍生工具合約總數的 29%。因此，股票期權市場的增長對香港衍生工具市場的整體發展舉足輕重。
- 一直以來，股票期權的交易活動未能跟上現貨市場的發展步伐。儘管股票期權的成交量在 2000-2003 年相對穩定，但同期股票期權類別的數目卻由 18 種增至 33 種。這反映出每種股票期權類別的平均交易量有所萎縮，而股票期權在總成交量方面的增幅主要是由於新股票期權類別面世所致。
- 在 2003 年交易的股票期權的總金額為 33 億港元。按這個數字來衡量，以國際標準計算，衍生權證市場較股票期權市場更加活躍。
- 香港的股票期權市場以機構性交易為主。這主要反映在以下方面：
 - 平均交易量大 (2003 年為 34 張合約)；
 - 莊家交易的份額較高 (2003 年為 71.3%) 而代理交易的份額較低 (2003 年為 25.2%)；
 - 由 C 組經紀所處理的交易量只佔很小的份額 (2003 年為 5.0%)；及
 - 平均每日成交量對未平倉合約的比率較低 (2003 年為 3.1%)。
- 儘管股票期權的成交量在 2003 年上升，其交易金額卻低於 2002 年。除其他因素外，這可能是由於：
 - 相對於第一持倉類別股票期權，第二持倉類別股票期權所佔的份額增加；
 - 相對於大額交易，小額交易所佔的份額增加；及
 - 相對於期權金較高的股票期權，期權金較低的股票期權所佔的份額增加。
- 股票期權交易一直集中於就某幾隻股票所發行的股票期權。衍生權證市場亦有這個現象。
- 不同種類(認購及認沽)的股票期權交易相當平均，而衍生權證的交易則集中在認購衍生權證上。

¹ 本文僅作探究事實及研究之用，而無意評論任何市場／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。

² 本文僅作探究事實及研究之用，而無意評論任何市場／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。

引言

1. 交易所買賣的股票期權於 1973 年 4 月在芝加哥期權交易所面世。在 80 年代，期權市場迅速發展。在香港，股票期權於 1995 年 9 月推出，使得香港成為亞洲首個提供股票期權買賣的市場。截至 2003 年年底，在香港買賣的股票期權共有 33 個類別，其相關股份的價值佔股票市場總市值的一半以上。
2. 歐美市場的股票期權交易活動遠較亞洲市場活躍。根據全球證券交易所聯會的統計數字，香港的股票期權市場落後於全球的領先者。然而，在 2003 年，香港是亞洲第三活躍的股票期權市場，僅次於澳洲及印度。

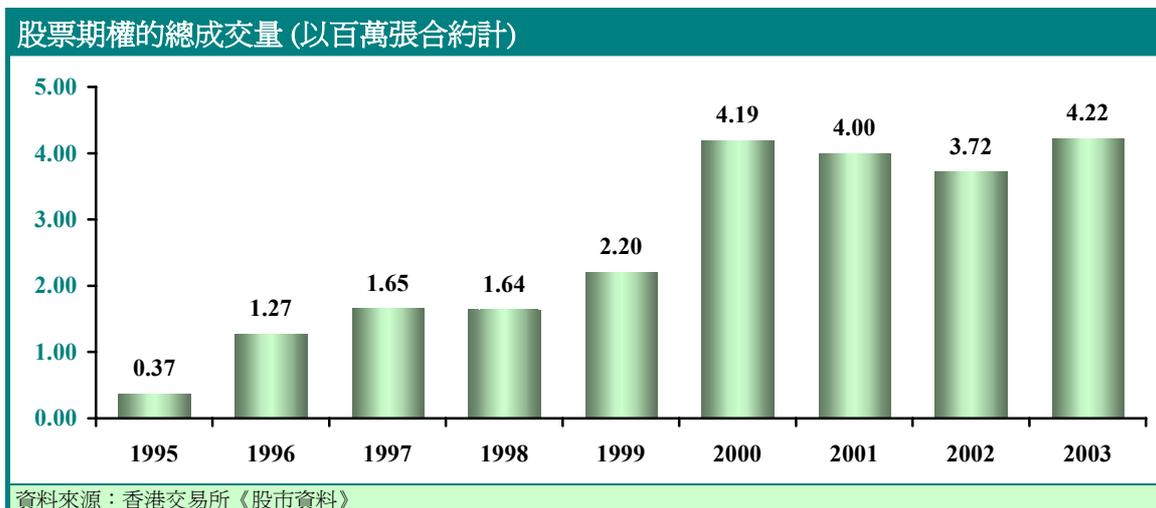
地區	交易所	2003	2002
亞洲及太平洋	澳洲交易所	15.99	15.99
	香港交易及結算所	4.22	3.72
	印度國家證券交易所	5.61	2.77
	東京交易所	0.30	0.30
	韓國交易所	0.01	0.06
北美洲	美國證券交易所	142.66	146.15
	蒙特利爾交易所	6.36	6.25
	芝加哥期權交易所	173.03	173.19
	國際證券交易所	220.99	140.62
	太平洋交易所	70.41	71.83
	費城交易所	89.46	78.43
南美洲、歐洲、 非洲及中東	歐洲期貨及期權交易所	188.24	143.30
	法比荷交易所聯盟	244.68	323.59
	意大利交易所	7.92	7.59
	南非交易所	6.88	8.10
	奧斯陸證券交易所	2.08	1.71
	RTS 證券交易所	1.80	0.46
	西班牙交易所(BME)	11.38	18.70
	斯德哥爾摩交易所	43.10	35.80

資料來源：全球證券交易所聯會

3. 本研究旨在提供有關香港股票期權市場交易活動的資料。本文從本地及國際的角度，探討股票期權市場對整個衍生工具市場發展的潛在影響和重要性；另外亦會分析最新的交易模式。

香港股票期權市場的發展和重要性

4. 股票期權自推出以來，交易持續上升。股票期權的成交在 2000 年迅速增長，總成交量達 419 萬張合約，較 1999 年高出 90%。該增幅可歸因於年度內現貨市場的活躍交易活動。不過，股票期權的成交其後輕微下跌。在 2003 年，股票期權的總成交量達到破紀錄的 422 萬張合約。



香港股票期權市場的主要統計數字

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
股票期權類別數目	9	13	15	17	17	18	31	33	33
合約總數 (以百萬張合約計)	0.37	1.27	1.65	1.64	2.20	4.19	4.00	3.72	4.22
合約總值 (以 10 億港元計)	0.6	1.9	4.0	4.3	5.3	13.9	7.9	4.7	3.3
交易總數	23,605	69,111	43,544	49,882	69,807	88,088	88,848	95,468	124,064
未平倉合約 (年度結束時)	44,578	50,981	214,353	62,080	209,210	462,494	231,657	370,891	553,896
平均交易金額 (即每宗交易的平均期權金) (以港元計)	25,275	28,080	92,710	85,994	76,137	157,851	88,879	49,219	26,703
每張合約的平均期權金 (以港元計)	1,604	1,528	2,449	2,620	2,418	3,320	1,974	1,232	784
每宗交易的平均合約數目 (以合約計)	16	18	38	33	31	48	45	39	34
平均每日合約數目 / 未平倉合約	10.7%	10.0%	3.1%	10.7%	4.3%	3.7%	7.2%	4.1%	3.1%
期權成交量 / 相關股份成交量	14.8%	5.5%	3.6%	3.4%	6.4%	8.5%	4.4%	3.4%	2.7%

資料來源：香港交易所各期《股市資料》

5. 422 萬張合約的成交量佔香港交易所買賣的衍生工具合約總數的 29%。而恒指期貨合約的比例為 47%，恒指期權合約佔 14.6%，及小型恒指期貨合約佔 8.6%。股票期權在香港是第二重要的衍生金融產品。因此，股票期權市場的增長對香港衍生工具市場的整體發展舉足輕重。

6. 股票期權的成交量在 2000-2003 年間相對穩定。不過值得注意的是，股票期權類別的數目在同期持續增加。例如，截至 2000 年年底，股票期權只有 18 個類別，但到了 2003 年年底時卻已增至 33 個類別。因此，每種股票期權類別的平均交易量有所萎縮，而股票期權在總成交量方面的增幅主要是由於新股票期權類別面世所致。下表列出了 2000 年交投最活躍的 5 個股票期權類別，以及其在 2003 年合計成交量的下降。

按相關股份劃分的股票期權交易					
	2000		2003		成交量的變化 %
	成交量 (以百萬張合約計)	佔總數的%	成交量 (以百萬張合約計)	佔總數的%	
在 2000 年最活躍的 5 種股票期權類別	5.80	69.2%	3.88	45.9%	-33.1%
在 2001-2003 年間推出的新股票期權類別	---	---	1.54	18.2%	n.a.
其他股份	2.58	30.8%	3.03	35.9%	17.4%
總計	8.38	100.0%	8.45	100.0%	0.8%

註：買入及賣出交易均已計算在內。
資料來源：證監會研究科根據市場監察系統作出的估計；有關數據可能會與香港交易所的數據有輕微出入

7. 此外，股票期權的成交量對相關股份的成交量的比率亦由 2000 年的 8.5% 下跌至 2003 年的 2.7%。在 2003 年，雖然現貨市場的成交額上升了 57%，但股票期權的成交量卻僅增加了 13%。股票期權的交易活動並沒有與現貨市場同步增長。

衍生權證市場較股票期權市場活躍

8. 在 2003 年，股票期權的成交金額為 33 億港元。以金額計，這個數字只佔年內香港交易所現貨市場總成交額的 0.13% 或股票市場總市值的 0.06%。按照國際標準，這些比例都偏低。根據全球證券交易所聯會的統計，股票期權的成交額佔市場總成交額的百分比在澳洲為 1.6%、在德國為 1.8% 及在法比荷交易所聯盟為 1.1%。而股票期權的成交額對股市市值的比率則分別是澳洲 1.0%、德國 1.9% 及法比荷交易所聯盟 1.1%。

股票期權／衍生權證的總成交額佔股票市場總成交額及市值的百分比 (2003 年，以 % 計算)					
地區	交易所	股票期權		衍生權證	
		佔市場總成交額的 %	佔市值的 %	佔市場總成交額的 %	佔市值的 %
亞洲及太平洋	澳洲	1.6%	1.0%	0.4%	0.3%
	香港交易所	0.13%	0.06%	10.2%	4.8%
歐洲	德國	1.8%	1.9%	3.6%	4.3%
	法比荷交易所聯盟	1.1%	1.1%	0.5%	0.5%

資料來源：全球證券交易所聯會

9. 相反，香港的衍生權證市場卻發展迅速。根據香港交易所的統計，以成交額計算，在 2003 年，該交易所是全球第二活躍的衍生權證市場。香港交易所衍生權證的成交額在 2003 年達 2,640 億港元，約佔香港交易所該年總市場成交額的 10.2% 或該年年底時總市值的 4.8%。以國際標準來看，這些比率都比較高。根據香港交易所³ 及全球證券交易所聯會的統計數據，衍生權證成交額佔市場總成交額的百分比在澳洲為 0.4%、在德國為 3.6% 及在法比荷交易所聯盟為 0.5%；而衍生權證成交額對市場總市值的比率則分別為澳洲 0.3%、德國 4.3% 及法比荷交易所聯盟 0.5%。
10. 除其他因素外，衍生權證的交易情況相對活躍可歸因於衍生權證的交易較為方便及該市場較易參與。買賣衍生權證跟買賣股票相若，投資者可以使用一般的投資者帳戶進行買賣。但要買賣股票期權，投資者必須經期權買賣交易所參與者另行開設有相關的帳戶。
11. 此外，經過多年的發展，香港的衍生權證市場已廣為散戶投資者所熟悉。這個市場本身的高流通性亦吸引了愈來愈多的投資者。衍生權證市場的產品特色已加以改良，以便更好地滿足投資者的需要。除了不斷擴大權證的數目和種類外，該市場亦推出了回報更為獨特的權證供投資者買賣。目前，特種認股證約佔衍生權證總成交額的三分之一。
12. 衍生權證的交投較為活躍，可能是由於多項原因所致。對此或許需要進行更多的研究。

³ 香港交易所《交易所》2004 年 4 月號，第 40-58 頁。

股票期權市場以機構性交易為主

13. 股票期權市場的交易活動在很大程度上是以機構性交易為主。這可以從以下方面反映出來：

- 平均交易量大；
- 莊家交易所佔的比例較高而代理交易所佔的比例較低；
- 由 C 組經紀所處理的成交量只佔很小的份額；及
- 平均每日成交量對未平倉合約的比率較低。

此外，香港交易所的《衍生產品市場交易研究調查 2002/2003》顯示，在截至 2003 年 6 月止的 12 個月內，機構性交易(包括自營交易)佔股票期權交易的份額為 88%。

平均交易量大

14. 在 2003 年，股票期權最常見的交易規模是 21 至 50 張合約，其次是 51 至 100 張合約。與此相對應，恒指期貨及小型恒指期貨大部分交易規模均為 1 張合約。在 2003 年，76%的恒指期貨合約及 84%的小型恒指期貨合約的交易都僅為 1 張合約。

15. 雖然涉及 300 張合約以上的交易在 2003 年減少了 43.7%，但仍佔總成交量超過 10.9%。同時，涉及 20 張或以下合約的交易只佔總成交量的 12.4%。市場仍以大額交易為主，顯示其在很大程度上仍然屬於機構性市場。

每宗交易的合約數目	2002		2003		交易量的變化%
	交易量 (以百萬張合約計)	佔總數的 %	交易量 (以百萬張合約計)	佔總數的 %	
1 至 20 張	0.74	9.8%	1.04	12.4%	40.9%
21 至 50 張	2.11	27.8%	2.88	34.0%	36.5%
51 至 100 張	2.24	29.6%	2.26	26.8%	0.9%
101 至 300 張	0.86	11.4%	1.35	16.0%	56.2%
300 張以上	1.63	21.5%	0.92	10.9%	-43.7%
總計	7.58	100.0%	8.45	100.0%	11.4%

註：買入及賣出交易均已計算在內。
資料來源：證監會研究科根據市場監察系統作出的估計；有關數據可能會與香港交易所的數據有輕微出入

莊家交易比例較高，而代理交易比例較低

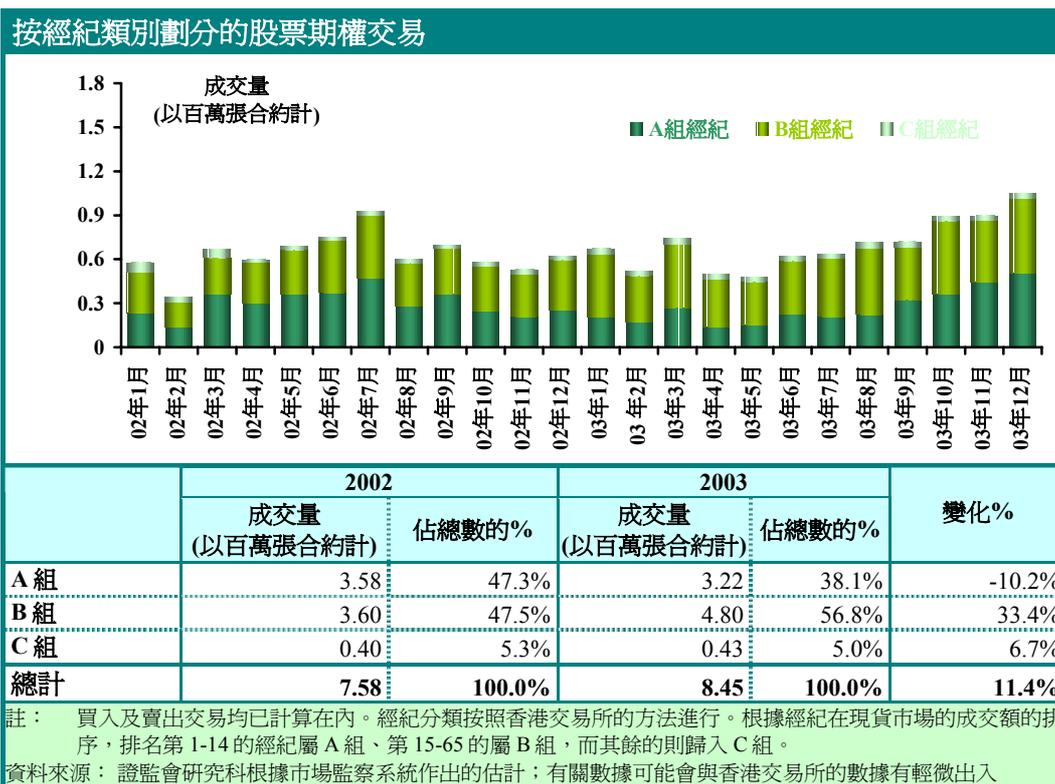
16. 為促進流通性，香港交易所在股票期權市場實施莊家制度。若干期權買賣交易所參與者被指定為莊家。他們受到香港交易所的規則所規限，必須應要求就某特定系列的最少合約張數，在最大的買賣差價範圍內提供確切的報價。
17. 香港交易所的統計數字(只限於成交量)顯示，在 2003 年，莊家交易佔交易總量的 71.3%。這個比例遠高於衍生權證市場的相應數字。在衍生權證市場，流通量提供者的交易活動佔總成交額(當中包括衍生權證市場的莊家活動及代理交易在內)約 30%。與衍生權證的交易相比，莊家在股票期權市場上擔當著更為重要的角色。
18. 此外，根據香港交易所的統計數據，莊家在股票期權市場所佔的份額實際上已高於 2000 年的 61.6%，顯示出莊家對股票期權交易的重要性日益增加。
19. 相對於莊家交易的份額上升，自營交易的份額在同期由 24.6% 下跌至 3.4%。在 2003 年，代理交易的成交量在股票期權市場所佔的份額由 2000 年的 13.8% 增加至 25.2%。

按經紀的交易目的劃分的股票期權交易 (%)				
	2000	2001	2002	2003
莊家數目	6	6	11	13
按帳戶類別劃分的合約量所佔的百分率				
- 莊家	61.6%	60.6%	66.7%	71.3%
- 代理交易	13.8%	23.2%	22.0%	25.2%
- 自營交易	24.6%	16.3%	11.3%	3.4%

資料來源：香港交易所各期《股市資料》

由 C 組經紀所處理的交易只佔很小的份額

20. 截至 2003 年年底，期權買賣交易所參與者共有 47 名。所有的期權買賣交易所參與者均為聯交所參與者，並可根據香港交易所的分類方式劃分為 A 組、B 組及 C 組。在該 47 名期權買賣交易所參與者中，12 名為 A 組經紀，20 名為 B 組經紀，而其餘 15 名則為 C 組經紀。在 2003 年，由 C 組經紀所處理的股票期權交易僅佔總交易量的一個很小份額，顯示出散戶交易所佔的份額很小及機構性交易所佔的份額很高。
 - 在 2003 年，由 A 組經紀所處理的股票期權成交量佔 38.1%。
 - 由 B 組經紀所處理的股票期權成交量佔 56.8%。
 - 由 C 組經紀所處理的股票期權成交量佔 5.0%。



21. 相反，衍生權證的買賣卻主要由 B 組及 C 組的經紀處理(在 2003 年分別佔 44.6%及 33.9%)。除其他因素外，這可歸因於散戶投資者對衍生權證的興趣較大及很多 B 組經紀均獲委任為衍生權證的流通量提供者所致。

平均每日成交量對未平倉合約的比率較低

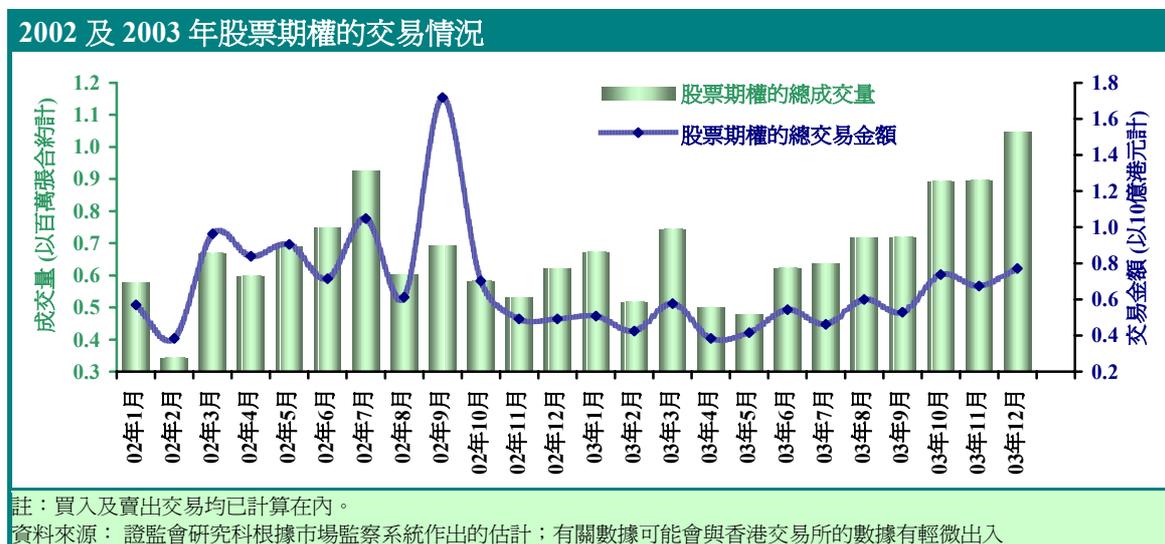
22. 在 2003 年，股票期權的平均每日成交量對未平倉合約的比率為 3.1%。相對於其他期權產品而言，這個比率屬於偏低：
- 恒指期權 12%；及
 - 小型恒指期權 39%。
23. 成交量佔未平倉合約的比率偏低，顯示出股票期權交易往往涉及較長線的投資，而這亦可能與就機構性交易而進行的對沖活動有關。

總結

24. 機構性交易似乎在股票期權市場發揮著重要的作用。較大的交易規模應屬於機構性交易。莊家活動較高份額亦說明了同一點。由 C 組經紀所處理的股票期權交易份額較低，亦顯示出股票期權市場是以機構性交易為主。最後，成交量對未平倉合約的比率偏低，顯示股票期權交易往往涉及較長線的投資，而這亦可能與就機構性交易而進行的對沖活動有關。這與香港交易所的《衍生產品市場交易研究調查》的結果互相呼應。該項調查顯示，在截至 2003 年 6 月止的 12 個月內，機構性交易(包括自營交易)佔股票期權交易的 88%。相比之下，散戶交易的份額只有 12%。

2003 年股票期權的交易情況 – 成交量增加但交易金額下降

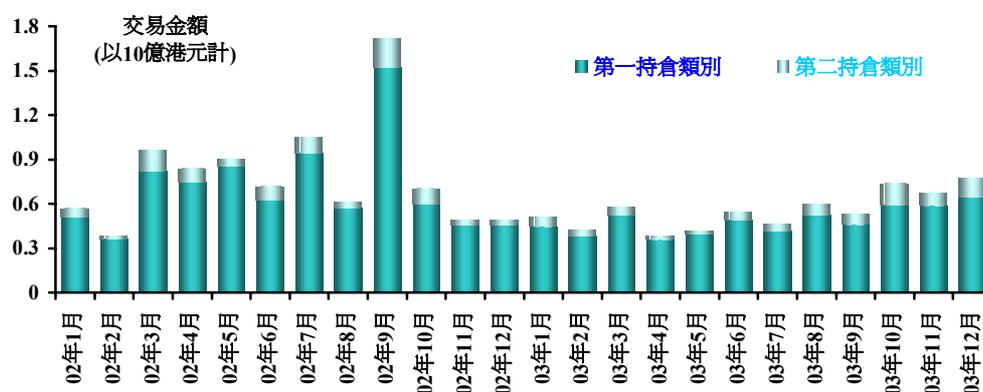
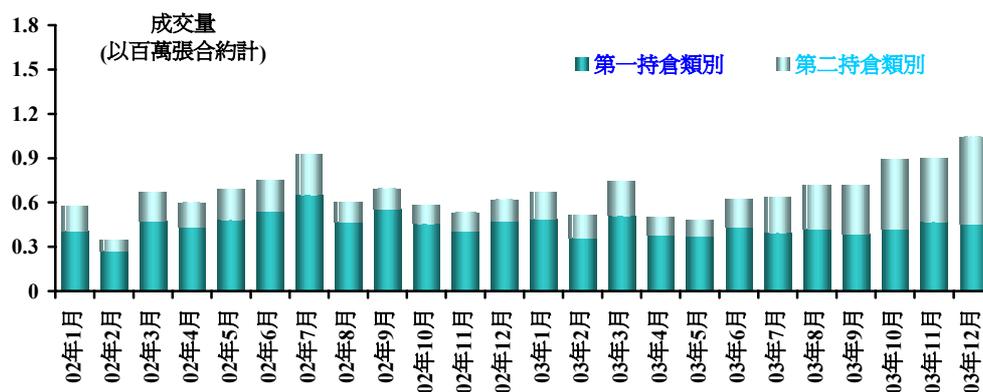
25. 儘管股票期權的成交量在 2003 年有所增加，但其交易金額卻仍低於 2002 年的水平。除其他因素外，這可能是由於：
- 相對於第一持倉類別股票期權，第二持倉類別股票期權所佔的份額增加；
 - 相對於大額交易，小額交易所佔的份額增加；及
 - 相對於期權金較高的股票期權，期權金較低的股票期權所佔的份額增加。



第一持倉類別股票期權的交易減少

26. 為申報持倉狀況，股票期權分為 2 種持倉類別，即第一持倉類別及第二持倉類別。這個分類是根據有關股票期權在推出時一手相關股份的市值而劃分的。凡一手相關股份的市值超逾 20,000 港元的，其股票期權即被劃分為第一持倉類別，而其餘的則屬於第二持倉類別。
27. 截至 2003 年年底，共有 19 種股票期權屬於第一持倉類別，另有 14 種屬於第二持倉類別。由於第一持倉類別期權的期權金一般高於第二持倉類別期權 (至少就面世時而言)，即使成交量相同，第一持倉類別期權的交易金額通常也會較高。
- 在 2003 年，第一持倉類別期權的每張合約平均期權金為 1,143 港元(較 2002 年的 1,509 港元下跌 24%)。
 - 在 2003 年，第二持倉類別期權的每張合約平均期權金為 246 港元(較 2002 年的 498 港元下跌 51%)。
28. 在 2003 年，第二持倉類別期權的每張合約平均期權金僅為第一持倉類別期權的 22%(在 2003 年時為 33%)。雖然兩個持倉類別的每張合約平均期權金均有所下跌，第二持倉類別期權的跌幅卻較大。換句話說，第二持倉類別期權的期權金不僅較低，而且下跌速度較快。
29. 由於股票期權的成交量在 2003 年錄得的升幅主要是由於第二持倉類別期權的成交量飆升所致(而第二持倉類別期權的期權金較低及迅速下跌)，股票期權的交易金額在 2003 年仍持續萎縮。
- 第二持倉類別期權的成交量急升 70.6%，所佔份額由 2002 年的 26.1% 升至 2003 年的 40.0%。
 - 相反，第一持倉類別期權的成交量卻下滑 9.5%，所佔份額由 2002 年的 73.9% 萎縮至 2003 年的 60.0%。
30. 雖然兩種持倉類別股票期權的交易金額在 2003 年都有所減少，但整體交易金額下跌卻主要是由於第一持倉類別股票期權所致，原因是其交易額的下跌幅度較大，而且所佔比重較高。
- 第一持倉類別期權的交易金額下跌 31.5%，由 2002 年的 85 億港元跌至 2003 年的 58 億港元。
 - 第二持倉類別期權的交易金額下跌 15.6%，由 2002 年的 10 億港元跌至 2003 年的 8 億港元。第二持倉類別期權在 2003 年錄得較高的成交量，主要是由於交易趨向集中於：
 - 小額交易；及
 - 期權金較低的股票期權。

按持倉類別劃分的股票期權交易



	2002		2003		成交量的變化%
	成交量 (以百萬張合約計)	佔總數的 %	成交量 (以百萬張合約計)	佔總數的 %	
第一持倉類別	5.60	73.9%	5.07	60.0%	-9.5%
第二持倉類別	1.98	26.1%	3.37	40.0%	70.6%
總計	7.58	100.0%	8.45	100.0%	11.4%
	2002		2003		交易金額的變化%
	交易金額 (以10億港元計)	佔總數的 %	交易金額 (以10億港元計)	佔總數的 %	
第一持倉類別	8.46	89.6%	5.80	87.5%	-31.5%
第二持倉類別	0.98	10.4%	0.83	12.5%	-15.6%
總計	9.44	100.0%	6.63	100.0%	-29.8%

註：買入及賣出交易均已計算在內。

資料來源：證監會研究科根據市場監察系統作出的估計；有關數據可能會與香港交易所的數據有輕微出入

成交量的增長主要由小額交易支持

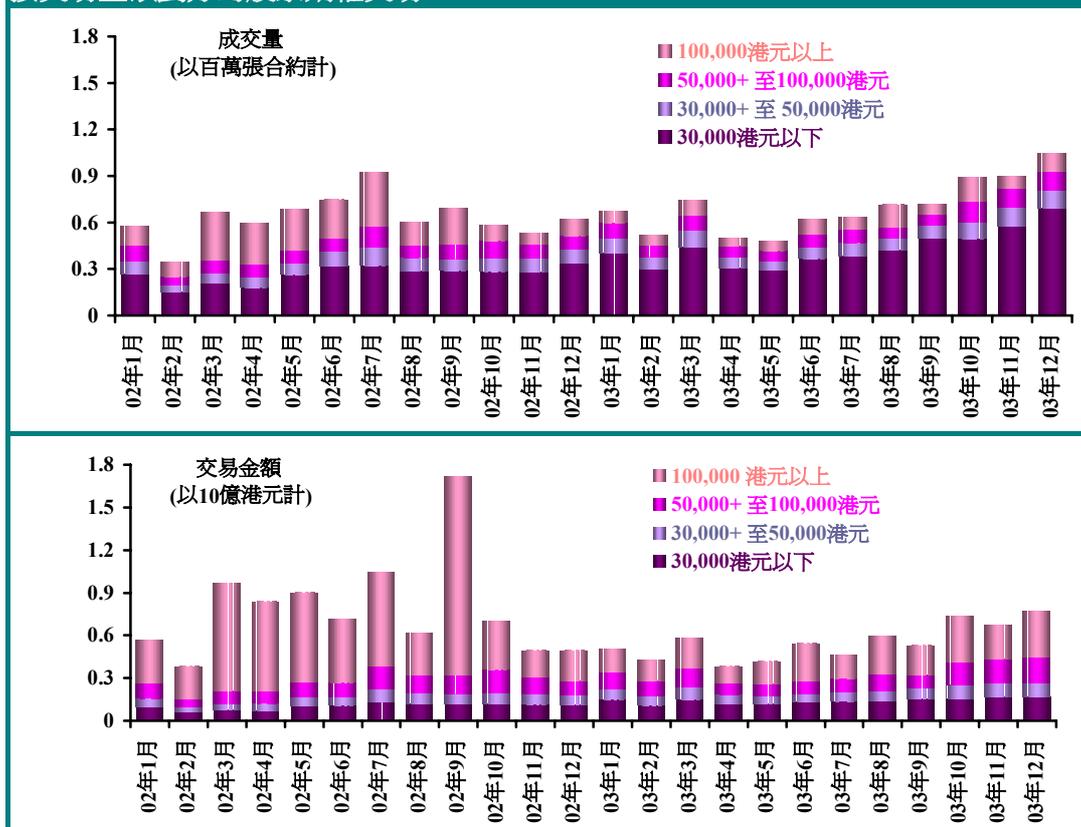
31. 與普通股票及衍生權證相比，股票期權的平均交易金額較低。
- 在 2003 年，股票期權的平均交易金額為 26,703 港元，遠低於普通股票的平均交易金額 99,264 港元及衍生權證的平均交易金額 48,916 港元。
 - 股票期權的平均交易金額在 2003 年顯著降低，僅略高於其 2002 年平均交易金額的一半。

股票期權相對於普通股份及衍生權證的交易數目及交易金額						
	2002			2003		
	股票期權	衍生權證	普通股份	股票期權	衍生權證	普通股份
總成交額 (以 10 億港元計)	4.7	112.5	1,535.5*	3.3	264.0	2,323.4*
交易總數 (以百萬計)	0.096	3.6	16.9*	0.124	5.4	23.4*
平均交易金額 (以港元計)	49,219	31,084	90,692	26,703	48,916	99,264

* 普通股份的成交金額及交易宗數包括交易所買賣基金、股票掛鉤投資工具及其他例如納斯達克股份等的成交。
資料來源：證監會研究科根據市場監察系統作出的估計；有關數據可能會與香港交易所的數據有輕微出入

32. 小額交易亦是導致股票期權的成交量在 2003 年上升的原因。相反，大額交易的成交量卻有所減少。
- 在 2003 年，30,000 港元以下的交易的成交量上升了 62.0%。
 - 相反，100,000 港元以上的交易的成交量卻下跌了 52.5%。
33. 以金額計算，小額交易的交易金額在 2003 年有所增加。相反，大額交易的交易金額卻有所減少。
- 在 2003 年，30,000 港元以下的交易的交易金額上升了 36.8%。
 - 100,000 港元以上的交易的交易金額卻下跌了 57.4%。雖然所有其他金額的交易的成交額都有所增加，該跌幅卻導致整體交易金額在 2003 年下跌。
34. 由於股票期權的成交量在 2003 年增加主要歸因於小額交易的成交量飆升，因此，股票期權在 2003 年的交易金額仍然下跌。

按交易金額劃分的股票期權交易



	2002		2003		成交量的變化%
	成交量 (以百萬張合約計)	佔總數的 %	成交量 (以百萬張合約計)	佔總數的 %	
30,000 港元以下	3.19	42.0%	5.16	61.1%	62.0%
30,000+ 至 50,000 港元	0.97	12.8%	1.09	12.9%	11.7%
50,000 至 100,000 港元	1.10	14.5%	1.09	13.0%	-0.2%
100,000 港元以上	2.33	30.7%	1.10	13.1%	-52.5%
總計	7.58	100.0%	8.45	100.0%	11.4%
	交易金額 (以 10 億港元計)	佔總數的 %	交易金額 (以 10 億港元計)	佔總數的 %	交易金額的變化%
30,000 港元以下	1.23	13.0%	1.68	25.4%	36.8%
30,000+ 至 50,000 港元	0.78	8.2%	0.92	13.9%	18.6%
50,000 至 100,000 港元	1.35	14.3%	1.43	21.6%	5.8%
100,000 港元以上	6.08	64.4%	2.59	39.1%	-57.4%
總計	9.44	100.0%	6.63	100.0%	-29.8%

註：買入及賣出交易均已計算在內。

資料來源：證監會研究科根據市場監察系統作出的估計；有關數據可能會與香港交易所的數據有輕微出入

35. 第一及第二持倉類別股票期權的小額交易在成交量方面均錄得增長，但兩者的大額交易的成交量則有所減少。
- 就第一持倉類別股票期權而言，30,000 港元以下的交易的成交量在 2003 年上升了 26.7%。相反，100,000 港元以上的交易的成交量卻下跌了 57.8%。

- 就第二持倉類別股票期權而言，30,000 港元以下的交易的成交量在 2003 年飆升 140.4%，而 100,000 港元以上的交易的成交量卻下跌了 37.7%。

按交易金額及持倉類別劃分的股票期權交易					
	2002		2003		成交量的變化 %
	成交量 (以百萬張合約計)	佔總數的 %	成交量 (以百萬張合約計)	佔總數的 %	
第一持倉類別股票期權					
30,000 港元以下	2.20	39.2%	2.78	54.9%	26.7%
30,000+ 至 50,000 港元	0.78	13.9%	0.77	15.2%	-1.3%
50,000 至 100,000 港元	0.91	16.3%	0.79	15.7%	-13.1%
100,000 港元以上	1.71	30.5%	0.72	14.2%	-57.8%
總計	5.60	100.0%	5.07	100.0%	-9.5%
第二持倉類別股票期權					
30,000 港元以下	0.99	49.9%	2.38	70.4%	140.4%
30,000+ 至 50,000 港元	0.19	9.8%	0.32	9.4%	64.3%
50,000 至 100,000 港元	0.18	9.2%	0.30	8.9%	64.0%
100,000 港元以上	0.61	31.1%	0.38	11.3%	-37.7%
總計	1.98	100.0%	3.37	100.0%	70.6%

註：買入及賣出交易均已計算在內。
資料來源：證監會研究科根據市場監察系統作出的估計；有關數據可能會與香港交易所的數據有輕微出入

價內期權的交易減少

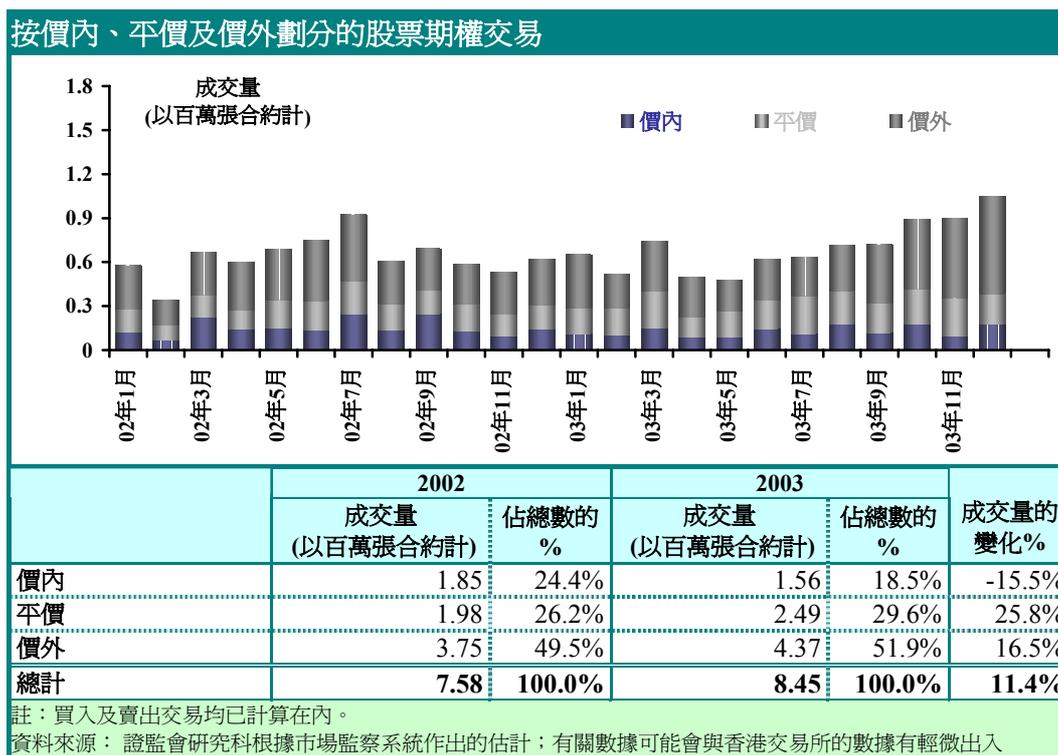
36. 以合約數量計，在 2003 年，價內⁴股票期權的交易減少，而價外股票期權的交易卻有所增加。在其他因素相同的情況下，價內期權的期權金會高於價外期權。因此，相對於價內期權，價外期權的份額上升意味著相對於期權金較高的期權而言，期權金較低的期權所佔的份額有所增加。這亦可解釋為甚麼儘管股票期權的成交量在 2003 年有所增加，但交易金額卻下降。
- 在 2003 年，價內股票期權的成交量下跌了 15.5%。
 - 相反，平價股票期權的成交量卻攀升了 25.8%。
 - 價外股票期權的成交量上升了 16.5%。

⁴ 就認購期權而言：

- 若行使價 ≤ 0.975 *股價，即屬價內；
- 若 0.975 *股價 $<$ 行使價 ≤ 1.025 *股價，即屬平價；及
- 若行使價 > 1.025 *股價，即屬價外。

就認沽期權而言：

- 若行使價 > 1.025 *股價，即屬價內；
- 若 0.975 *股價 $<$ 行使價 ≤ 1.025 *股價，即屬平價；及
- 若行使價 ≤ 0.975 *股價，即屬價外。



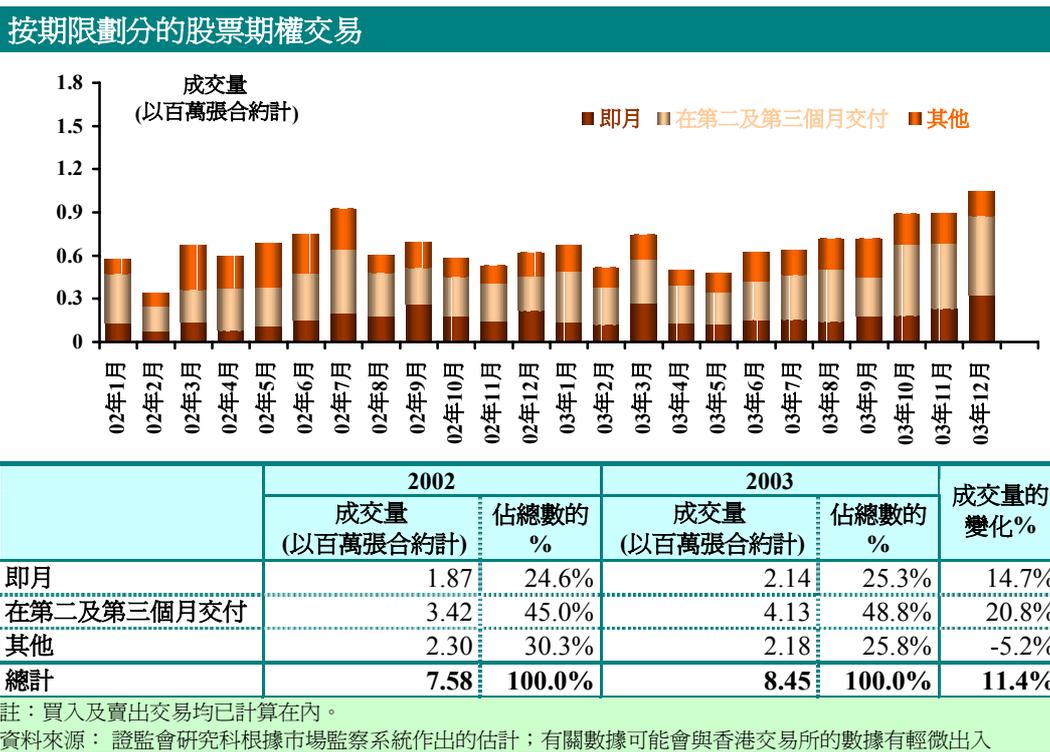
37. 在 2003 年，價外期權相對於價內期權的份額上升，主要歸因於第二持倉類別股票期權。
- 第二持倉類別的價外股票期權的成交量急升 105.1%。
 - 第二持倉類別的平價股票期權的成交量上升了 75.7%。
 - 相反，第二持倉類別的價內股票期權的成交量減少了 1.6%。
38. 就第一持倉類別股票期權而言，期內價內及價外期權的成交量均有所減少，但平價期權的成交量卻輕微上升了 7.9%。
39. 由於股票期權的成交量在 2003 年錄得的升幅主要歸因於第二持倉類別期權的成交量飆升，而第二持倉類別期權的成交量飆升主要是由於價外及平價期權大幅增加所致，所以股票期權在 2003 年的交易金額仍然下跌。

按價內、平價及價外以及持倉類別劃分的股票期權交易					
	2002		2003		成交量的 變化%
	成交量 (以百萬張合約計)	佔總數的 %	成交量 (以百萬張合約計)	佔總數的 %	
第一持倉類別股票期權					
價內	1.33	23.7%	1.05	20.7%	-20.9%
平價	1.46	26.0%	1.57	31.1%	7.9%
價外	2.81	50.2%	2.44	48.2%	-13.1%
總計	5.60	100.0%	5.07	100.0%	-9.5%
第二持倉類別股票期權					
價內	0.52	26.1%	0.51	15.1%	-1.6%
平價	0.52	26.4%	0.92	27.4%	75.7%
價外	0.94	47.5%	1.93	57.4%	105.1%
總計	1.98	100.0%	3.37	100.0%	70.6%

註：買入及賣出交易均已計算在內。
資料來源：證監會研究科根據市場監察系統作出的估計；有關數據可能會與香港交易所的數據有輕微出入

期限較長的股票期權的交易減少

40. 以合約數量計，期限超過 3 個月的股票期權的交易在 2003 年有所減少。在其他因素相同的情況下，期限較長的股票期權由於時間價值較高，其期權金往往也比較高。因此，相對於期限較長的期權，期限較短的期權所佔的份額增加，意味著相對於期權金較高的期權，期權金較低的期權所佔的份額增加。這可能是導致儘管股票期權的成交量增加，但交易金額卻下降的原因。
- 即月股票期權的成交量增加了 14.7%。
 - 在第 2 及第 3 個月交付的股票期權的成交量增加了 20.8%。
 - 相反，期限超過 3 個月的股票期權的成交量減少了 5.2%。
41. 第二持倉類別股票期權是導致相對於期限較長的股票期權，期限較短的股票期權的份額上升的主要原因。在 2003 年，就第二持倉類別而言，各種期限的股票期權的成交量均有所上升，而當中以即月期權錄得最強勁的升幅。
- 第二持倉類別的即月股票期權的成交量飆升 131.4%。
 - 在第二及第三個月交付的第二持倉類別股票期權的成交量急升 106.3%。
 - 期限在三個月以上的第二持倉類別股票期權的成交量增加了 17.5%。



42. 相反，各種期限的第一持倉類別股票期權的成交量均有所下跌，當中以期限較長的跌幅最大。
- 第一持倉類別的即月股票期權的成交量下跌了 7.3%。
 - 在第二及第三個月交付的第一持倉類別股票期權的成交量下跌了 5.5%。
 - 期限在三個月以上的第一持倉類別股票期權的成交量下跌了 19.3%。

按期限及持倉類別劃分的股票期權交易

	2002		2003		成交量的變化%
	成交量 (以百萬張合約計)	佔總數的 %	成交量 (以百萬張合約計)	佔總數的 %	
第一持倉類別期權					
即月	1.57	28.0%	1.45	28.7%	-7.3%
在第二及第三個月交付	2.61	46.6%	2.47	48.7%	-5.5%
其他	1.42	25.4%	1.15	22.6%	-19.3%
總計	5.60	100.0%	5.07	100.0%	-9.5%
第二持倉類別期權					
即月	0.30	15.0%	0.68	20.3%	131.4%
在第二及第三個月交付	0.80	40.6%	1.66	49.1%	106.3%
其他	0.88	44.4%	1.03	30.6%	17.5%
總計	1.98	100.0%	3.37	100.0%	70.6%

註：買入及賣出交易均已計算在內。
資料來源：證監會研究科根據市場監察系統作出的估計；有關數據可能會與香港交易所的數據有輕微出入

43. 由於股票期權的成交量在 2003 年錄得的升幅主要是由於第二持倉類別期權的成交量飆升，而第二持倉類別期權的成交量飆升主要是因為短期期權大幅增加所致，所以股票期權在 2003 年的成交金額仍然下跌。

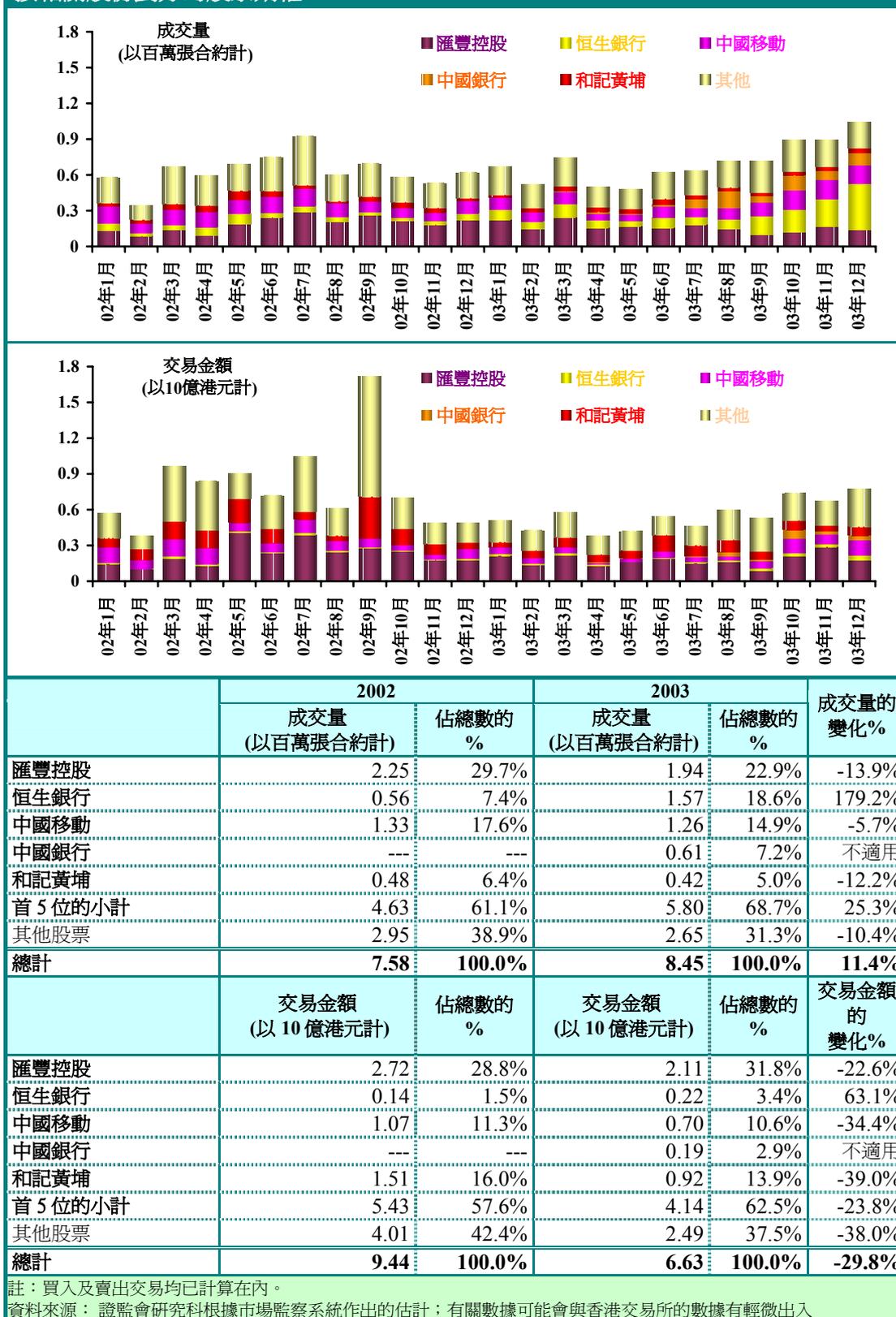
總結

44. 因此，股票期權的交易已趨向集中於期權金較低的期權。這主要反映在以下方面：
- 第二持倉類別股票期權的份額增加；
 - 小額交易的份額增加；
 - 價外期權的份額增加；及
 - 期限短的期權的份額增加。
45. 由於股票期權的成交量在 2003 年上升主要是由於第二持倉類別期權的成交量飆升，而第二持倉類別期權的期權金較低並持續下滑，因此儘管股票期權的成交量有所增加，其交易金額仍然下跌。同時，對第二持倉類別期權的交易活動亦由期權金較高的期權(即價內期權或期限較長的期權)趨向集中於期權金較低的期權(即價外期權或期限較短的期權)。換句話說，成交量的升幅並未能抵銷股票期權在交易金額方面所受到的雙重壓力，即交易趨向集中於第二持倉類別期權及對第二持倉類別期權的交易趨向集中於期權金較低的期權。

股票期權的交易集中於某幾隻股票

46. 就成交量而言，股票期權的交易集中於就某幾隻股票所發行的期權。在 2003 年，就匯豐控股所發行的股票期權的成交量佔股票期權總成交量的 22.9%，而就 5 隻最活躍的股份所發行的股票期權的成交量佔股票期權總成交量的 68.7%。股票期權的成交量在 2003 年上升主要是由於就恒生銀行及中國銀行所發行的期權的交易增加所致，而就該兩隻股票發行的均為第二持倉類別期權。
47. 以金額計算，在 2003 年，就 5 隻最活躍的股票所發行的股票期權的成交額佔市場總值的 62.5%。
48. 衍生權證的交易亦集中於幾隻股份。按相關股票劃分，在 2003 年，就 5 隻最活躍的股票所發行的衍生權證的交易佔總股本衍生權證的 70.6%。衍生權證的 5 隻最活躍相關股票為匯豐控股、和記黃埔、中國移動、長江及新鴻基。

按相關股份劃分的股票期權



按種類劃分，股票期權的交易較衍生權證平衡

49. 按種類劃分，認購及認沽股票期權的成交量在 2003 年均有增加。認購期權及認沽期權的交易活動依然保持相當平衡。
- 認購期權的成交量在 2003 年攀升 7.9%，在 2003 年所佔的市場份額為 49.3% (2002 年為 50.9%)。
 - 認沽期權的成交量增加了 15.1%，在 2003 年所佔的市場份額為 50.7% (2002 年為 49.1%)。
50. 相反，衍生權證的交易集中於認購權證。例如，在 2003 年，認購權證佔股本衍生權證總交易金額的 82% (2002 年為 73%)。這或許反映出散戶投資者(從 B 組及 C 組經紀所佔的較大份額來看，我們相信衍生權證市場的參與者大多數為散戶投資者)：
- 對認購權證的興趣大於對認沽權證的興趣；及／或
 - 並不習慣利用認沽權。

