

香港指數期貨市場的概況

市場監察部研究科李兆麟、潘嘉怡¹

2004年9月

摘要

- 香港的衍生工具市場²高度集中於指數期貨。在2003年，指數期貨佔本地衍生工具整體成交量的56%，是亞洲之冠。
- 在恒生指數期貨(恒指期貨)交易中，機構交易與散戶交易所佔的比重相若。大小規模的交易均對指數期貨成交量在2003年錄得的增幅有重要促成作用。成交量在現貨月合約結算前大幅飆升。有關情況似乎與機構交易者的轉倉活動相關連。由於流通量集中於現貨月合約，投資者較喜歡買賣現貨月合約及在結算前轉倉至下一個月份的合約。鑑於機構交易所佔的巨大份額，大部分交易均由隸屬於A組聯交所參與者的期貨經紀商處理。
- 小型恒指期貨是仿照恒指期貨的產品，不過面值較小，而且旨在為散戶投資者而設。小型恒指期貨以散戶交易為主，大規模交易相當罕有。由於機構交易所佔的份額極少，轉倉活動並不明顯。成交量在現貨月合約結算前並沒有出現大幅飆升的情況。最後，由於散戶交易所佔的比例極高，大部分交易均由隸屬於C組聯交所參與者的期貨經紀商處理。

香港衍生工具市場

1. 香港期貨交易所(期交所)在1986年5月推出首張金融期貨合約，即恒指期貨合約。該類合約在1986及1987年錄得可觀的增長。其後，市場在1987年10月的股災後經歷一段整固期。恒指期貨的成交量由1987年的3,611,329張合約減少至1988年的140,155張合約。及後衍生工具市場逐漸恢復元氣，並在成交量及產品種類方面都有可觀的增長。在2003年，在香港交易及結算所有限公司(香港交易所)買賣的所有衍生工具的總成交量達1,450萬張合約。以成交量計，香港在亞洲的多個司法管轄區中排名第八。《證監會季刊》〈統計數字〉部份內的表B22及B23顯示各主要衍生產品在1996至2003年期間的成交量及未平倉合約數目。

¹ 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。作者對於鄭琬琪在本論文的初稿擬備工作所提供的協助，謹此致謝。

² 在本文，衍生工具市場指期貨及期權，而不包括衍生權證。

產品種類

2. 在表 1 列出的 13 類在亞洲銷售的衍生工具中，香港交易所提供其中 6 類：

- 指數期貨；
- 股票期貨；
- 利率期貨；
- 債券期貨；
- 指數期權；及
- 股票期權。

目前，香港並沒有任何貨幣及商品的衍生產品，也不設各類期貨產品的第二級的衍生產品(例如期貨期權)。

表 1 – 主要亞洲市場買賣的衍生工具按產品類別劃分(截至 2004 年 7 月底)

	澳洲	中國內地	香港	印度	日本	韓國	馬來西亞	新加坡	台灣	提供該產品類別的市場數目
指數										
期貨	✓	×	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	8
期權	✓	×	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	8
期貨期權	✓	×	×	×	✓	×	×	✓	×	3
股票										
期貨	✓	×	✓	✓	×	×	×	✓	×	4
期權	✓	×	✓	✓	✓	✓	×	×	✓	6
貨幣										
期貨	✓	×	×	×	✓	✓	×	×	×	3
期權	×	×	×	×	×	✓	×	×	×	1
利率										
期貨	✓	×	✓	×	✓	✓	✓	✓	×	6
期貨期權	✓	×	×	×	✓	×	×	✓	×	3
債券										
期貨	✓	×	✓	×	✓	✓	✓	✓	✓	7
期貨期權	✓	×	×	×	✓	✓	×	✓	×	4
商品										
期貨	✓	✓	×	×	✓	✓	✓	✓	✓	7
期貨期權	✓	×	×	×	×	×	×	×	×	1
每個市場的產品類別數目	12	1	6	4	10	9	5	9	5	13
備註： 澳洲 包括澳大利亞證券交易所(澳交所)及悉尼期貨交易所 中國內地 包括鄭州商品交易所、大連商品交易所及上海期貨交易所 香港 指香港交易及結算所有限公司(香港交易所) 印度 包括印度國家證券交易所及孟買證券交易所 日本 包括東京國際金融期貨交易所、東京證券交易所、大阪證券交易所及東京商品交易所 韓國 包括韓國證券交易所及韓國期貨交易所 馬來西亞 指馬來西亞衍生工具交易所 新加坡 指新加坡衍生商品交易所 台灣 指台灣期貨交易所 資料來源：國際證券交易所聯會、中國證監會及各股票及衍生工具或商品交易所網站										

3. 香港銷售的產品類別數目與亞洲主要市場的相若。

4. 在 2003 年，指數期貨佔香港衍生工具的總成交量的 56%，其次是股票期權(29%)及指數期權(15%)。利率期貨、股票期貨及債券期貨只佔總成交量的極少份額(表 2)。

表 2 – 2003 年在香港交易所買賣的各類衍生產品的成交量

	成交量(合約)	佔總數的%	與 2002 年比較的變化%
總計	14,546,213	100%	+31.9%
指數期貨	8,105,877	55.7%	+36.9%
股票期權	4,220,638	29.0%	+13.3%
指數期權	2,150,923	14.8%	+99.8%
利率期貨*	48,109	0.33%	-82.9%
股票期貨	18,654	0.13%	-11.2%
債券期貨	2,012	0.01%	-45.2%

* 香港銀行同業拆息港元利率期貨合約的規模在 2002 年 5 月 27 日擴大至原來的 5 倍。

資料來源：香港交易所

5. 以地區性標準來說，香港高度集中於指數期貨(表 3)。在 2003 年，香港的指數期貨佔衍生工具總成交量的 56%，為亞洲最高。相反，韓國的指數期貨的成交量儘管是亞洲最高，但卻只佔其衍生工具市場的總成交量的 2.2%。

表 3 – 2003 年主要亞洲市場的指數期貨(以百萬張合約計)

	指數期貨		所有衍生產品		指數期貨成交量 佔衍生產品市場 總成交量的%
	成交量	亞洲排名	成交量	亞洲排名	
澳洲	4.36	7	61.7	4	7.1%
中國內地	不適用	不適用	279.9	2	不適用
香港	8.11	6	14.5	8	55.7%
印度	10.56	4	43.1	5	24.5%
日本	22.73	2	125.8	3	18.1%
韓國	62.93	1	2,912.9	1	2.2%
馬來西亞	0.33	8	2.0	9	16.6%
新加坡	13.61	3	35.6	6	38.2%
台灣	9.95	5	31.9	7	31.2%

資料來源：國際證券交易所聯會、各交易所網站

香港指數期貨市場

6. 截至 2004 年 6 月底，在香港交易所買賣的指數期貨共有 4 種：

- 恒指期貨；
- 小型恒指期貨；
- H 股指數期貨；及
- 道瓊斯工業平均指數期貨。

附件 1 撮述指數期貨產品自 1986 年以來在香港的發展。

7. 在香港可以買賣的 4 種指數期貨中，以恒指期貨及小型恒指期貨的交投最為活躍，分別佔 2003 年指數期貨總成交量的 84% 及 15%。本研究集中於恒指期貨及小型恒指期貨。

恒指期貨與小型恒指期貨的交易模式及交易活動

8. 由於恒指期貨及小型恒指期貨的面值不同(小型恒指期貨的合約規模是恒指期貨的五分之一)，這兩類產品的投資者基礎亦大為迥異。就恒指期貨而言，機構交易與散戶交易所佔的比重相若；而小型恒指期貨則以散戶交易為主。由於這個基本分別，兩者的交易模式在下列各方面都有著明顯分別：

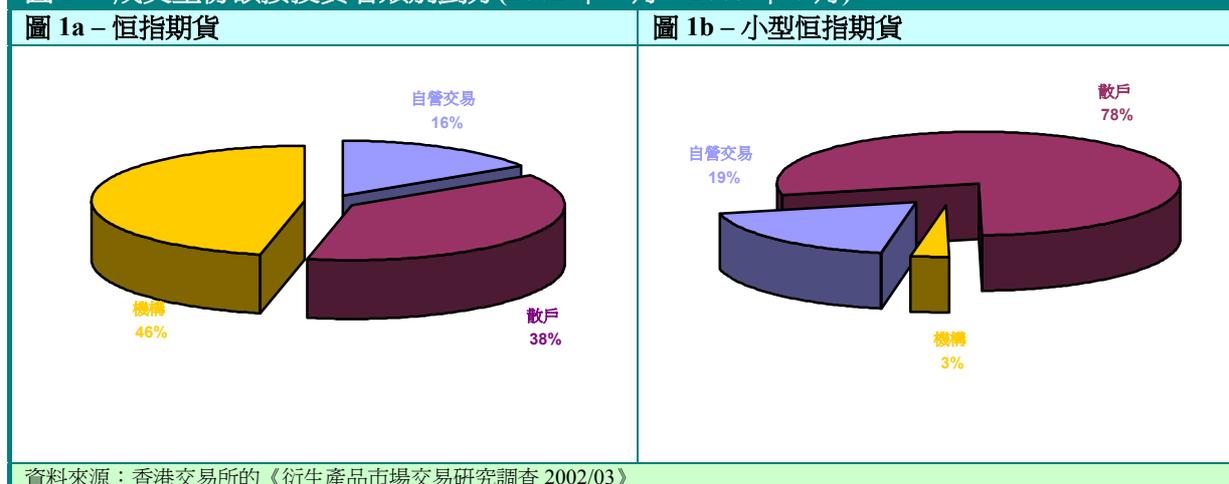
- 交易規模的分佈情況及平均交易規模；
- 轉倉活動(這似乎是與機構交易者的對沖活動相關連)；及
- 處理有關交易的經紀商組別。

恒指期貨與小型恒指期貨交易按投資者類別劃分

9. 根據香港交易所的《衍生產品市場交易研究調查》顯示，在 2003 年 6 月止的 12 個月內，機構交易佔恒指期貨交易的總成交量的 46%，而散戶交易則佔總成交量的 38%，至於其餘 16% 為經紀商的自營交易。

10. 相反，在 2003 年 6 月止的 12 個月內，機構交易只佔小型恒指期貨交易的總成交量的 3%，而散戶交易則佔總成交量的 78%，至於其餘 19% 為經紀商的自營交易(圖 1)。

圖 1 – 成交量份額按投資者類別劃分(2002 年 7 月 – 2003 年 6 月)



11. 在 2003 年，恒指期貨及小型恒指期貨的成交量分別增加 41.3% 及 12.7%。由於恒指期貨及小型恒指期貨的平均交易規模維持相當穩定，兩者在成交量方面的增幅，主要是受惠於交易宗數的增加。恒指期貨的增幅由大、小規模的交易促成，而小型恒指期貨的增幅幾乎全由小規模交易導致。

恒指期貨交易

恒指期貨的交易宗數增加

12. 恒指期貨的成交量在 2003 年增加 41.3%。由於平均交易規模相對維持穩定，有關升幅主要是由於交易宗數增加所致(表 4)。
13. 在 2003 年，恒指期貨的交易宗數增加 34.8%，當中以大規模交易的升幅較高。
- 小規模交易(5 張合約或以下)的宗數增加 34.6%；
 - 中規模交易(6–50 張合約)的宗數上升 37.5%；及
 - 大規模交易(50 張合約或以上)的宗數上升 66.7%。
14. 在 2003 年，大規模交易的成交量亦大幅增加。
- 小規模交易的成交量增加 36.0%；
 - 中規模交易的成交量增加 40.1%；及
 - 大規模交易的成交量增加 66.9%。

表 4 – 恒指期貨成交量的分佈情況按交易規模劃分(合約)

交易規模	交易宗數	佔交易總數的%	與 2002 年相比的變化%	成交量	佔總成交量的%	與 2002 年比較的變化%	平均交易規模
2003 年							
1 至 5 張	6,265,058	96.5%	+34.6%	8,555,678	62.8%	+36.0%	1.37
6 至 50 張	209,508	3.2%	+37.5%	2,713,800	19.9%	+40.1%	12.95
50 張以上	16,994	0.3%	+66.7%	2,360,904	17.3%	+66.9%	138.93
總計	6,491,560	100.0%	+34.8%	13,630,382	100.0%	+41.3%	2.10
2002 年							
1 至 5 張	4,653,372	96.6%		6,291,802	65.2%		1.35
6 至 50 張	152,332	3.2%		1,936,476	20.1%		12.71
50 張以	10,192	0.2%		1,414,844	14.7%		138.82
總計	4,815,896	100.0%		9,643,122	100.0%		2.00
備註：期貨的長、短倉會重複計算。由於有關數據源自證監會的市場監察系統，因此可能會與香港交易所的略有不同。							
資料來源：證監會市場監察系統							

15. 與 2002 年相比，大規模交易在總成交量所佔的份額在 2003 年有所增加，但小規模交易所佔的份量卻減少。
- 小規模交易佔總成交量的份額由 2002 年的 65.2% 跌至 2003 年的 62.8%。
 - 大規模交易佔總成交量的份額由 2002 年的 14.7% 增至 2003 年的 17.3%。
16. 由於大規模交易的成交量增長速度較小規模交易的為快，大規模交易對成交額的增幅有重要的促成作用。但與此同時，小規模交易由於基數(即比重)較大，所以仍然是成交量增加的重要推動力。在 2003 年，
- 小規模交易佔成交量的增幅的 56.8%，及
 - 大規模交易佔成交量的增幅的 23.7%。

恒指期貨的平均交易規模維持穩定

17. 在 2002 年及 2003 年，平均交易規模分別為 2.0 張合約及 2.1 張合約(圖 2)。所出現的輕微增幅是由於交易每每於現貨月合約結算前數天飆升所致，而該等交易飆升的情況則可歸因於機構交易者就對沖及套戩活動而進行的相關轉倉活動。該等交易飆升的情況在 2002 年亦相當明顯，但在 2003 年卻進一步加劇，由 2002 年的 2-6 張合約增至 2003 年的 4-9 張合約。

圖 2 – 恒指期貨的成交量、交易宗數及平均交易規模

圖 2a – 成交量(以千張合約計)

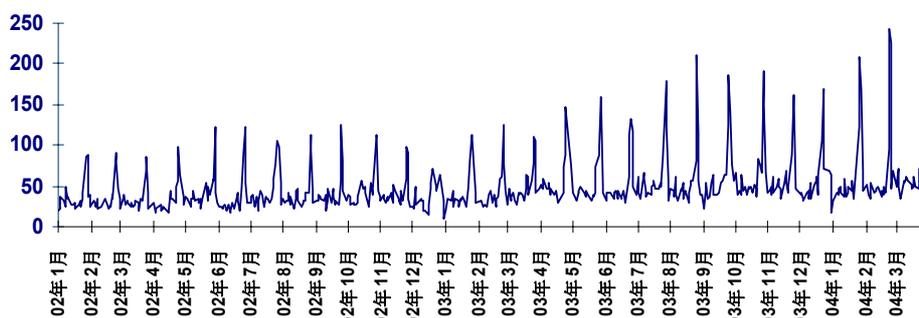
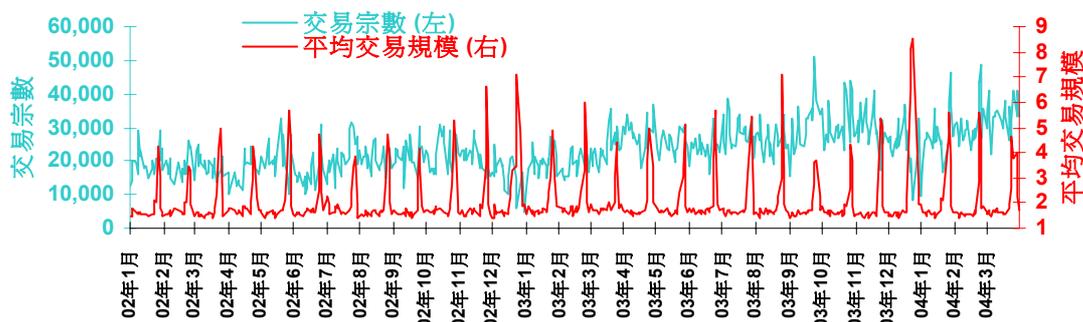


圖 2b – 交易宗數及平均交易規模



備註及資料來源與表 4 相同。

18. 在 2003 年，在現貨月合約結算前 3 天的期間，平均交易規模為 3.69 張合約，較結算後的 1.68 張合約為高(表 5)。

表 5 – 恒指期貨在現貨月合約結算前 3 天及後 3 天的平均交易規模

	結算前 3 天 (不包括結算日)	結算後 3 天 (包括結算日)
2003 年	3.69	1.68
2002 年	3.44	1.64

資料來源：證監會市場監察系統

小型恒指期貨交易

小型恒指期貨的交易宗數增加

19. 在 2003 年，小型恒指期貨的成交量增加 12.7%。由於平均交易規模相當穩定，有關增幅亦是由於交易宗數上升所致(表 6)。
20. 大規模交易非常罕有。幾乎所有交易(及因此引致的成交量)的規模都集中在 4 張合約或以下。鑑於恒指期貨市場的流通性較高，加上交易費用較低，投資者會寧願買賣恒指期貨而不會選擇一次過買賣 5 張或以上的小型恒指期貨合約。由於小型恒指期貨的交易規模的分佈情況偏向於 4 張或以下的合約，交易需以另一方法分類。
21. 在 2003 年，小型恒指期貨的交易宗數增加 12.2%，而
- 小規模交易(1–3 張合約)的宗數增加 11.9%；
 - 中規模交易(4–10 張合約)的宗數增加 25.6%；及
 - 大規模交易(10 張合約以上)的宗數增加 14.4%。

表 6 – 小型恒指期貨成交量的分佈情況按交易規模劃分(合約)

交易規模	交易宗數	佔交易總數的%	與 2002 年相比的變化%	成交量	佔總成交量的%	與 2002 年比較的變化%	平均交易規模
2003 年							
1 至 3 張	1,935,680	97.9%	+11.9%	2,290,706	92.1%	+11.4%	1.18
4 至 10 張	40,422	2.0%	+25.6%	189,034	7.6%	+30.1%	4.68
10 張以上	318	0.02%	+14.4%	6,250	0.3%	+32.0%	19.65
總計	1,976,420	100.0%	+12.2%	2,485,990	100.0%	+12.7%	1.26
2002 年							
1 至 3 張	1,729,120	98.2%		2,056,078	93.2%		1.19
4 至 10 張	32,190	1.8%		145,342	6.6%		4.52
10 張以上	278	0.02%		4,734	0.2%		17.03
總計	1,761,588	100.0%		2,206,154	100.0%		1.25
備註及資料來源與表 4 相同。							

22. 小型恒指期貨的成交量在 2003 年增加 12.7%，而
- 小規模交易的成交量增加 11.4%；
 - 中規模交易的成交量增加 30.1%；及
 - 大規模交易的成交量增加 32.0%。

23. 大規模交易的增長率相對較高，部分是由於用作比較的基數偏低。大規模交易對小型恒指期貨在 2003 年的成交量增幅所發揮的促成作用微不足道。在 2003 年，
- 小規模交易佔成交量的增幅的 83.8%，及
 - 大規模交易佔成交量的增幅的 0.5%。

小型恒指期貨的平均規模交易相當穩定

24. 小型恒指期貨在成交量方面的增幅幾乎全部是由於交易宗數增加所致 – 小型恒指期貨的成交量在 2003 年增加了 12.7%，而交易宗數則增加了 12.2%。在 2002 年，平均交易規模為 1.25 張合約，而在 2003 年則為 1.26 張合約。此外，成交量或平均交易規模並沒有在現貨月合約結算前飆升，說明轉倉活動並不明顯。

圖 3 – 小型恒指期貨的成交量、交易宗數及平均交易規模

圖 3a – 成交量(以千張合約計)

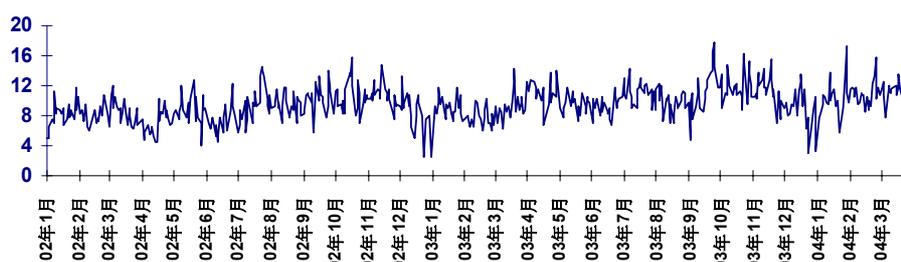
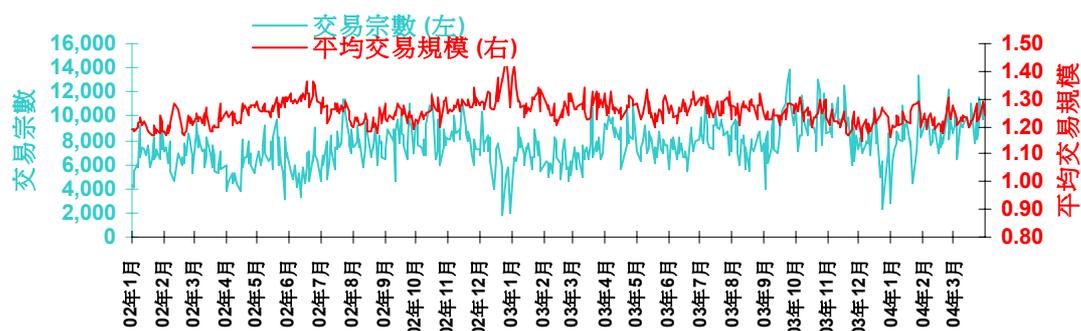


圖 3b – 交易宗數及平均交易規模



備註及資料來源與表 4 相同。

25. 在現貨月合約結算前 3 天的平均交易規模與結算後 3 天的平均交易規模大致相若(表 7)。

	結算前 3 天 (不包括結算日)	結算後 3 天 (包括結算日)
2003 年	1.28	1.26
2002 年	1.27	1.25

資料來源：證監會市場監察系統

26. 由於小型恒指期貨極少涉及機構交易，大規模交易相當罕有，而這類交易對成交量增加所發揮的促成作用微不足道。轉倉活動並不明顯，而成交量或平均交易規模在現貨月合約結算前都沒有出現飆升的情況。

恒指期貨與小型恒指期貨交易按經紀商組別劃分

27. 大部分在期交所進行買賣的期貨經紀商均隸屬於聯交所參與者。在 2003 年，隸屬於聯交所參與者的期貨經紀商所處理的交易分別佔恒指期貨及小型恒指期貨的成交量的 90%及 95%以上。下文根據經紀隸屬的聯交所參與者組別³對期貨經紀商進行分析。
28. 隸屬於 A 組聯交所參與者的期貨經紀商在恒指期貨交易中佔最大份額。在 2003 年，
- 隸屬於 A 組聯交所參與者的期貨經紀商所進行的交易佔恒指期貨的成交量的 40.2%；
 - 隸屬於 B 組聯交所參與者的期貨經紀商所進行的交易佔恒指期貨的成交量的 28.6%；及
 - 隸屬於 C 組聯交所參與者的期貨經紀商所進行的交易佔恒指期貨的成交量的 24.4%(表 8)。

	2002 年	2003 年
隸屬於聯交所參與者的期貨經紀商	90.4%	93.2%
隸屬於 A 組聯交所參與者的期貨經紀商	39.7%	40.2%
隸屬於 B 組聯交所參與者的期貨經紀商	22.2%	28.6%
隸屬於 C 組聯交所參與者的期貨經紀商	28.5%	24.4%
不隸屬於聯交所參與者的期貨經紀商	9.6%	6.8%
總計	100%	100%

資料來源：證監會市場監察系統

³ 有關分類與香港交易所採用的方法相同，按所處理的交易金額而劃分。A 組聯交所參與者指排名首 14 位的經紀商、B 組聯交所參與者指排名 15-65 的經紀商，而其餘的為 C 組聯交所參與者。

29. 由於機構交易在恒指期貨中佔重要份額，恒指期貨的成交量中有相當大比重的交易由隸屬於 A 組聯交所參與者的期貨經紀商處理。
30. 與恒指期貨的情況相反，隸屬於 A 組聯交所參與者的期貨經紀商在小型恒指期貨的成交量所佔的份額微不足道。由於小型恒指期貨主要以散戶為主，隸屬於 C 組聯交所參與者的期貨經紀商佔的份額最大。在 2003 年，
- 隸屬於 A 組聯交所參與者的期貨經紀商所進行的交易佔小型恒指期貨的成交量的 3.0%；
 - 隸屬於 B 組聯交所參與者的期貨經紀商所進行的交易佔小型恒指期貨的成交量的 37.2%；及
 - 隸屬於 C 組聯交所參與者的期貨經紀商所進行的交易佔小型恒指期貨的成交量的 56.3%(表 9)。

表 9 – 小型恒指期貨成交量按經紀商組別劃分

	2002 年	2003 年
隸屬於聯交所參與者的期貨經紀商	95.7%	96.5%
隸屬於 A 組聯交所參與者的期貨經紀商	3.7%	3.0%
隸屬於 B 組聯交所參與者的期貨經紀商	42.0%	37.2%
隸屬於 C 組聯交所參與者的期貨經紀商	49.9%	56.3%
不隸屬於聯交所參與者的期貨經紀商	4.3%	3.5%
總計	100%	100%

資料來源：證監會市場監察系統

恒指期貨與小型恒指期貨交易按到期日劃分

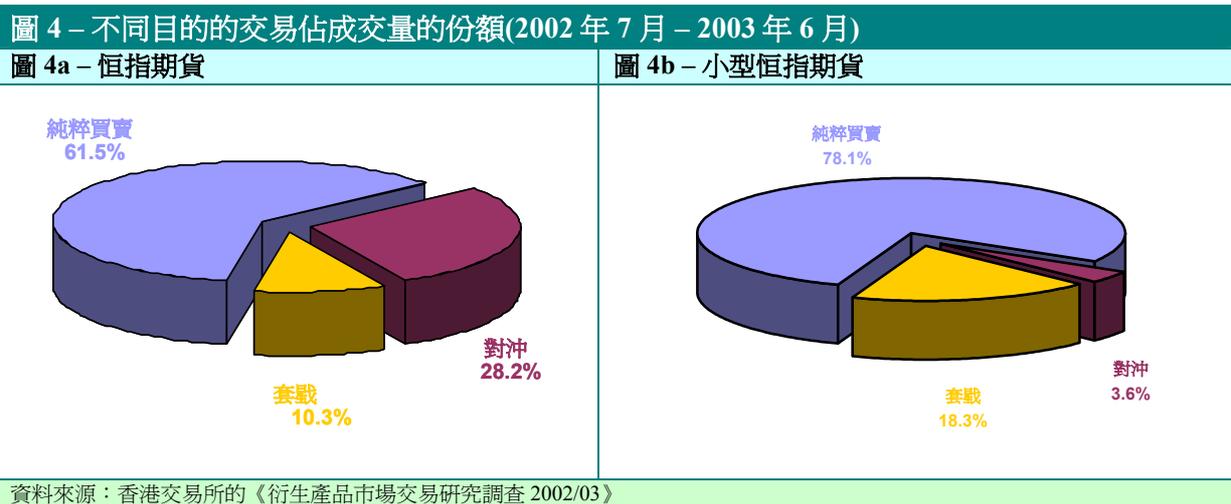
31. 恒指期貨及小型恒指期貨的交易活動均集中於現貨月及第二個曆月的合約(表 10)；而其後各月份的合約只佔總成交量的 0.1–0.2%。
- 恒指期貨的現貨月合約交易佔 2003 年的總成交量約 80%。其餘的份額多數為第二個曆月的合約。
 - 小型恒指期貨的現貨月合約交易佔 2003 年的總成交量約 88%，而第二個曆月的合約則佔總成交量的 11%。

表 10 – 不同到期日的合約佔恒指期貨及小型恒指期貨成交量的份額

	現貨月	第二個曆月	首個跨期季月	第二個跨期季月	總計
恒指期貨					
2003 年	80%	20%	0.08%	0.08%	100%
2002 年	82%	18%	0.06%	0.05%	100%
小型恒指期貨					
2003 年	88%	11%	0.11%	0.09%	100%
2002 年	89%	10%	0.05%	0.06%	100%

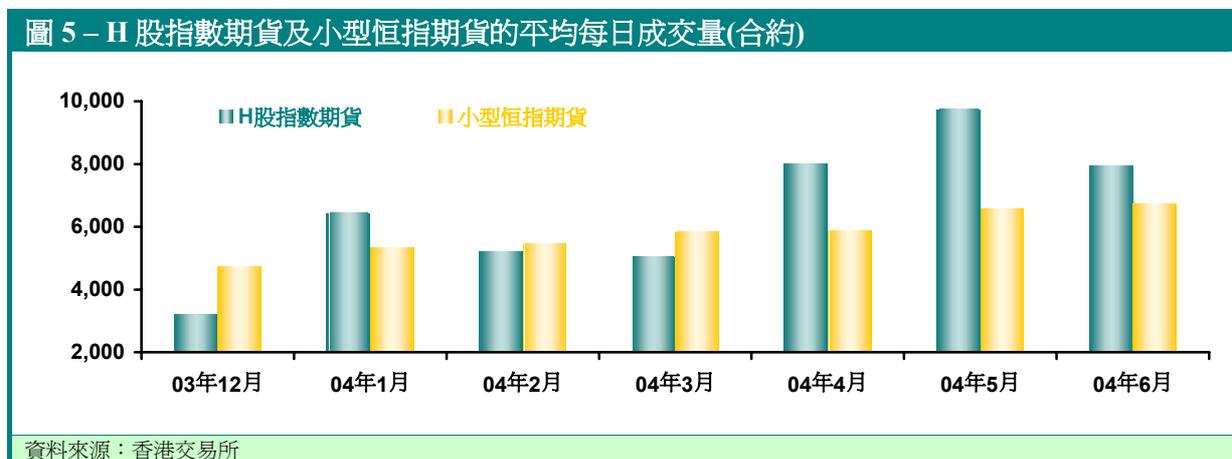
資料來源：彭博通訊社

32. 這情況顯示出恒指期貨及小型恒指期貨相對上屬於短期交易，而這又反映出：
- 由於流通性集中於現貨月合約，投資者喜歡買賣現貨月合約及在這些合約結算前轉倉至下一個曆月；及/或
 - 一如香港交易所的《衍生產品市場交易研究調查 2002/2003》所顯示，買賣恒指期貨及小型恒指期貨的目的主要是純粹為了賺取利潤(圖 4)。



H 股指數期貨的發展潛質

33. H 股指數期貨自 2003 年 12 月 8 日推出以來，交投漸趨活躍。此外，H 股指數期貨的平均每日成交量已超越小型恒指期貨的平均每日成交量(圖 5)。



34. H 股指數期貨的交易活動增加，似乎是由於市場自 2003 年年底以來對 H 股產生強烈興趣所致(表 11)。恒生國企指數⁴股份的成交額在 2003 年下半年上升 130%，並且在 2004 年上半年再上升 75%。在這兩段期間內，
- 整體成交額的相應升幅是 93%及 24%；及
 - 恒指股份的相應升幅是 51%及 16%。

表 11 – 香港交易所的平均每日成交額按股份類別劃分 (以 10 億港元計)

	2003 年 上半年	2003 年 下半年	2004 年 上半年	2003 年下半年相對 於 2003 年上半年的 增長 (%)	2004 年上半年相對 於 2003 年下半年的 增長 (%)
總計	7.0	13.4	16.7	93%	24%
恒指股份	3.8	5.7	6.6	51%	16%
恒生國企指數股份	0.9	2.0	3.6	130%	75%
其他	2.3	5.7	6.5	148%	14%

資料來源：香港交易所

35. 以相關股份的成交額作為基準，H 股指數期貨仍有進一步發展的大量空間。
- 在 2004 年上半年，H 股指數期貨的平均每日成交以名義價值計算為 16 億港元，相當於恒生國企指數股份的成交額的 44%，遠低於恒指股份的對應數值。
 - 在 2004 年上半年，恒指期貨的平均每日成交以名義價值計算為 220 億港元，相當於恒指股份的成交額的 331%。

⁴ 按照恒指服務有限公司的定義，恒生國企指數股份指包括在該指數內的 H 股。

36. 在主要亞洲市場中，指數期貨相對於相關股份的成交額的比例亦相當高，顯示 H 股指數期貨有進一步發展的潛力。
- 在韓國，韓國綜合指數 200(以成交量計為 2003 年亞洲交投最活躍的指數期貨)的指數期貨的成交額是相關股份在該年的成交額的 612%。
 - 在日本，日經指數 225(以成交量計為 2003 年亞洲交投第二活躍的指數期貨)的指數期貨的成交額是相關股份在該年的成交額的 103%。
37. 其他主要亞洲市場的經驗亦顯示，市場上可能有超過一種交投活躍的指數期貨產品。
- 在日本，日經指數 225 及 TOPIX 的指數期貨在 2003 年的成交量分別為 1,310 萬張合約及 960 萬張合約。
 - 在新加坡，日經指數 225 及 MSCI 台灣的指數期貨在 2003 年的成交量分別為 710 萬張合約及 550 萬張合約。
38. 與恒生國企指數有關的產品面世，亦增加了對 H 股指數期貨進行套戩及對沖的需求，反過來提高 H 股指數期貨的流通性。
- H 股指數上市基金在 2003 年 12 月 10 日推出。
 - H 股指數期權在 2004 年 6 月 14 日推出。
39. 最後，H 股自 1993 年推出以來，其市值及成交額大致上持續上升。在 2004 年 6 月底，H 股的市值為 3,989 億港元，為總市值的 7.2%(圖 6)。在 2004 年上半年，H 股的平均每日成交額為 44 億港元，佔總成交額的 26.4%(圖 7)。H 股指數期貨將會受惠於 H 股市場的發展，而這方面則取決於多個因素，其中包括：
- 內地與香港的經濟融合程度；
 - 中國經濟體系內的經濟發展水平；
 - 內地資本市場改革的闊度和深度；
 - 內地企業改革的闊度和深度；及
 - 是否繼續有能力吸引 H 股公司到香港上市。

圖 6 – H 股的市值(截至有關期間結束時，以 10 億港元計)

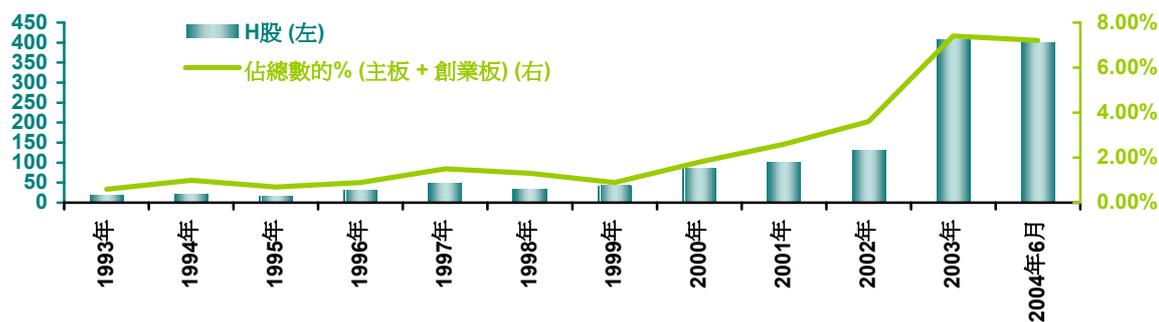
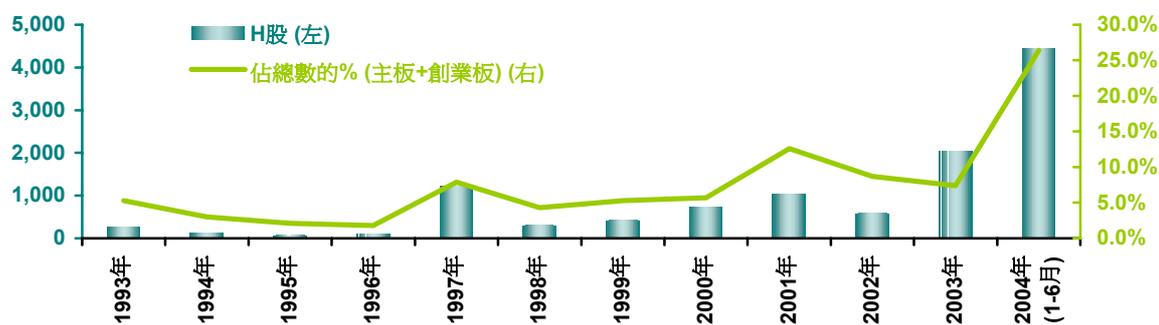


圖 7 – H 股的平均每日成交額(以 10 億港元計)



資料來源：香港交易所

總結

40. 香港的衍生工具市場高度集中於指數期貨。在 2003 年，指數期貨佔衍生工具整體成交量的 56%，是亞洲最高的地區。
41. 在恒指期貨交易中，機構交易與散戶交易所佔的比重相若。大小規模的交易均對指數期貨成交量在 2003 年錄得的增幅有重要促成作用。成交量在現貨月合約結算前大幅飆升。有關情況似乎與機構交易者的轉倉活動相關連。由於流通量集中於現貨月合約，投資者寧願在結算前將合約賣出及轉倉至下一月份的合約。鑑於機構交易所佔的巨大份額，大部分交易均由隸屬於 A 組聯交所參與者的期貨經紀商處理。
42. 小型恒指期貨以散戶交易為主，大規模交易相當罕有。由於機構交易所佔的份額極少，轉倉活動並不明顯。成交量在現貨月合約結算前並沒有出現大幅飆升的情況。最後，由於散戶交易所佔的比例極高，大部分交易均由隸屬於 C 組聯交所參與者的期貨經紀商處理。

表 12 – 恒指期貨與小型恒指期貨在交易模式上的主要分別

	恒指期貨	小型恒指期貨
投資者基礎	機構及散戶	散戶
大型交易	佔大份額及對成交量的影響舉足輕重	佔小份額及對成交量的影響微不足道
平均交易規模	除在現貨月合約結算前飆升外，在月內相對穩定	在月內相對穩定，在現貨月合約結算前並沒有出現飆升的現象
轉倉活動	明顯	不明顯
以到期日劃分的交易	集中於現貨月合約	集中於現貨月合約
處理最大份額交易的經紀商組別	隸屬於 A 組聯交所參與者的期貨經紀商	隸屬於 C 組聯交所參與者的期貨經紀商

