

上市股本產品在香港、英國及美國的買賣情況

市場監察部研究科¹

2007年7月

摘要

1. 本《研究論文》旨在比較同時在香港、英國及美國（包括紐約證券交易所及納斯達克）的股票、其期權及交易所買賣基金(ETF)的買賣情況。
2. 在2006年年底，共有53隻股票（包括35隻內地股²及18隻非內地股³）及一個股票期權類別同時在這三個市場可供買賣。有九個股票期權類別同時在香港及美國可供買賣。我們亦比較了以恒生中國企業指數或新華富時中國25指數作為相關資產的ETF在這三個市場的買賣。
3. 我們的研究顯示，香港在股票（不包括匯豐，該股在英國買賣活躍）及股票期權的買賣方面繼續領先其他兩個市場。然而，在香港買賣的ETF的活躍程度不及美國及歐洲，在該等地區ETF大受歡迎。此外，美國的ETF市場更具深度，流通性亦因而較高。香港因要徵收印花稅亦導致交易成本較高。
4. 在香港股票期權的買賣的增幅甚高。期間內採取了為改善我們市場的運作效率而設的新措施（即收窄上落價位及放寬股票期權持倉限額），應有助促成強勁增長。
5. 香港在股票及期權買賣方面仍然是最活躍的市場，但香港的ETF的買賣較不活躍，我們應繼續加把勁加深及擴闊市場，以及減低交易成本以加強競爭力。

¹ 本文章只作探求事實及研究的用途。本研究論文所表達的意見未必反映證監會的觀點。

² 在本文章內，內地股指在香港上市的H股及紅籌股。詳情請參閱附錄1有關H股及紅籌股的定義。

³ 非內地股指H股及紅籌股以外的股票。本文章涵蓋的所有非內地股均是在香港上市的恒生指數成分股。

目的

6. 在 2005 年 11 月，我們發表了一份有關在香港上市但亦同時在英國及美國可供買賣的恒生指數成分股及內地股的買賣活動的研究論文（《研究論文》25）。我們於 2006 年 6 月發表了另一份有關在這三個市場的上市股本衍生工具的研究論文（《研究論文》31）。本論文旨在檢討最新情況及評估我們在這兩方面的買賣的競爭力。今年，我們在調查中加入了 ETF，原因是他們愈來愈受投資者歡迎。

香港的股票買賣的市場份額在過去多年維持穩定

7. 在 2006 年年底，在 1,173 隻在香港上市的股票中，有 255⁴ 隻為恒指成分股或內地股（即 H 股及紅籌股），它們佔了 2006 年總市值及總成交額的 80%（不包括衍生權證）。在該 255 隻股票裡，53 隻（18 隻非內地及 35 隻內地股）亦同時於英國及美國⁵ 買賣。就該些股票而言，香港仍然是最活躍的市場，佔 2006 年總成交額的 55%，而英國及美國則分別佔 38% 及 7%⁶。該等成交額的市場份額在近年一直保持穩定。

主要股票在香港、英國及美國的買賣情況（以十億美元計）

	在香港、英國及美國買賣的股票數目	香港		英國		美國		總計
		金額	佔總數百分比	金額	佔總數百分比	金額	佔總數百分比	
2003	47	166.39	45%	170.07	46%	32.03	9%	368.49
2004	49	280.16	52%	225.51	41%	36.73	7%	542.40
2005	51	293.66	55%	205.25	39%	31.03	6%	529.94
2006	53	424.37	55%	290.69	38%	54.60	7%	769.66

資料來源：香港交易所、倫敦證券交易所及彭博

8. 上表所示英國的活躍買賣情況主要是由於匯豐所致，該股票佔該 53 隻股票在英國的總成交額的 89%。匯豐的交易在香港、英國及美國的市場份額分別為 22%、75% 及 3%。

⁴ 該 255 隻股票佔了在 2006 年年底總市值的 79%，及 2006 年全年總成交額的 82%（不包括衍生權證）。

⁵ 該等股票在倫敦證券交易所的國際板或香港板買賣，而在美國則以美國預託證券的形式買賣。若干資訊供應商亦提供上述股票的場外交易及其成交量資料。

⁶ 成交金額按月計算，資料由有關交易所或資訊供應商提供。我們採用該月內英鎊及港元的平均兌換率來將該等成交額數字轉換成美元。

9. 若撇除匯豐，在 2006 年，其餘 52 隻股票在香港的成交額佔三個市場的總成交額的 82%。

主要股票 (不包括匯豐) 在香港、英國及美國的買賣情況 (以十億美元計)								
	股票數目 在香港、英國及美國買賣的主要股票數目 (不包括匯豐)	香港		英國		美國		總計
		金額	佔總數百分比	金額	佔總數百分比	金額	佔總數百分比	
2003	46	137.22	84%	12.76	8%	14.02	8%	164.01
2004	48	231.41	83%	19.95	7%	27.94	10%	279.31
2005	50	235.08	85%	18.23	7%	22.92	8%	276.22
2006	52	349.62	82%	31.46	8%	43.95	10%	425.04

資料來源：香港交易所、倫敦證券交易所及彭博

按股份類別劃分的買賣活動

10. 在香港、英國及美國買賣的 18 個非內地股的交易在香港、英國及美國的市場份額分別為 40%、57% 及 3%。個別股票的詳情見附錄 2。若撇除匯豐，市場份額分別為 91%、8% 及 1%。

非內地股在香港、英國及美國的買賣情況 (以十億美元計)								
	在香港、英國及美國買賣的非內地股數目	香港		英國		美國		總計
		金額	佔總數百分比	金額	佔總數百分比	金額	佔總數百分比	
2003	17	95.02	35%	161.62	59%	18.28	6%	274.92
2004	17	144.13	39%	210.96	58%	9.66	3%	364.74
2005	18	160.22	44%	193.55	53%	9.21	3%	362.98
2006	18	190.58	40%	269.61	57%	11.86	3%	472.05

資料來源：香港交易所、倫敦證券交易所及彭博

11. 至於 35 隻內地股，交投總額中，有 79% 在香港進行，7% 在英國進行，以及 14% 在美國進行。該些成交額的市場份額一直十分穩定。詳情見附錄 3。值得一提的是，在所有三個市場，內地股買賣的增長均遠高於非內地股買賣的增長。舉例而言，在 2006 年，內地股在香港的買賣增加了 76%，由 1,331.2 億美元增加至 2,337.9 億美元，但非內地股在香港的買賣僅增加了 19%。

內地股在香港、英國及美國的買賣情況 (以十億美元計)								
	在香港、英國及美國買賣的內地股數目	香港		英國		美國		總計
		金額	佔總數百分比	金額	佔總數百分比	金額	佔總數百分比	
2003	30	71.37	77%	7.03	8%	13.75	15%	92.15
2004	32	136.04	78%	12.51	7%	27.07	15%	175.62
2005	33	133.12	80%	10.96	7%	21.80	13%	165.88
2006	35	233.79	79%	21.08	7%	42.74	14%	297.61

資料來源：香港交易所、倫敦證券交易所及彭博

股票期權在香港及主要海外市場的買賣情況

匯豐的股票期權

12. 本節比較股票期權的買賣，不涵蓋場外交易⁷。在 2006 年，只有一個股票期權類別（即匯豐的股票期權）同時在香港、英國及美國買賣。該股票期權 84%的交易於香港進行，在英國及美國的市場份額分別為 7%及 9%⁸。

	香港		英國		美國		總計
	數目	佔總數百分比	數目	佔總數百分比	數目	佔總數百分比	
2004	1,323,803	56%	668,453	28%	384,448	16%	2,376,704
2005	1,546,542	61%	488,901	19%	512,553	20%	2,547,996
2006	3,195,883	84%	285,373	7%	351,841	9%	3,833,097

資料來源：香港交易所、倫敦國際金融期貨及期權交易所(LIFFE)及期權清算公司(OCC)

13. 香港市場份額較大可用以下因素解釋：
- 在英國，股票期權市場的增長因為有發展成熟的場外差價合約市場⁹而受到限制。至於上市衍生產品方面，英國投資者對買賣利率期貨及利率期權興趣較濃。因此，儘管匯豐股票在英國交投活躍，但匯豐股票期權的買賣卻相對有限。
 - 在美國，鑒於匯豐的交投不活躍，因此儘管公眾普遍對期權有興趣，但匯豐的股票期權的買賣並不活躍。
 - 在香港，股票期權是繼恒指期貨後交投最活躍的衍生產品，佔香港的衍生產品交易總數約 42%。匯豐的股票期權在香港交投活躍，反映匯豐股票買賣活躍。
14. 除其他因素外，香港在這方面的市場份額上升亦歸因於證監會及香港交易所在 2005-2006 年採取了有助促進股票期權交投的措施：
- 股票的上落價位在 2005 年 7 月(涉及價格在 30 元以上的股票) 及在 2006 年 7 月(涉及價格介乎 2 元至 20 元的股票)被收窄了。股票的上落價位被收窄導致期權的買賣差價縮小，由於涉及的成本和風險減低了，有助買賣盤的配對。舉例而言，匯豐的上落價位在 2005 年 7 月收窄了。我們的分析顯示，在 2005 年下半年，匯豐股票期權在香港的平均每日成交額增加了 84%；與此同時，相關資產的上落價位沒有被收窄的股票期權的平均每日成交額僅增加了 37%。(詳情請參閱題為《上市股本衍生工具在香港及英美兩地的買賣情況》的《研究論文》31。)
 - 股票期權的持倉限額亦於 2006 年 2 月 10 日起放寬。

⁷ 據了解，場外衍生工具市場的規模遠較交易所市場為大，但我們不容易取得場外交易的資訊。

⁸ 英國的交易數據來自倫敦國際金融期貨及期權交易所(LIFFE)，而美國的股票期權數據則來自期權清算公司(OCC)。期權清算公司(OCC)的參與交易所包括：美國證券交易所(AMEX)、波士頓期權交易所(BOX)、芝加哥期權交易所(CBOE)、國際證券交易所(ISE)、太平洋交易所(PCX)及費城證券交易所(PHLX)。

⁹ 差價合約是一種保證金交易產品，將某一工具的期初價值與到期價值的差額進行交換。

內地股的股票期權

15. 在 2006 年，有九個以內地股作為相關資產的股票期權類別同時在香港及美國買賣。上文討論的兩項措施有助促使香港股票期權的合約張數從 250 萬張增加至 620 萬張。它們亦使香港的成交額的增幅較美國為快。詳情見附錄 4。

	在香港及美國買賣的股票期權類別 (不包括匯豐)數目	香港		美國		總計
		數目	佔總數百分比	數目	佔總數百分比	
2004	8	1,875,633	72%	731,663	28%	2,607,296
2005	9	2,498,203	71%	1,016,554	29%	3,514,757
2006	9	6,150,022	75%	2,045,497	25%	8,195,519

資料來源：香港交易所及期權清算公司(OCC)

16. 值得注意的是，內地股的股票期權在香港的買賣增加了 146%，較匯豐的股票期權的買賣增加了 106% 為高。

ETF 在香港、美國及歐洲的買賣情況

17. 有五項以恒生中國企業指數或新華富時中國 25 指數作為相關資產的 ETF 在香港、美國及歐洲買賣。2006 年超過 95% 的買賣在美國及歐洲進行。詳情見附錄 5。該些 ETF 的整體交投較上一年增加約 4.5 倍，顯著高於個別股票的成交額的增幅（第 7-9 段）。再加上該些 ETF 的買賣集中在海外，顯示這項產品在向海外散戶投資者提供“中國投資機會”所扮演的重要角色。

恒生中國企業指數和新華富時中國 25 指數的 ETF 在香港、美國及歐洲的買賣情況
(以百萬美元計)

	香港		美國		歐洲		總計
	金額	佔總數百分比	金額	佔總數百分比	金額	佔總數百分比	
2004	731.29	39%	1,022.35	55%	111.32	6%	1,864.96
2005	261.16	6%	2,889.53	72%	880.96	22%	4,031.64
2006	413.10	2%	13,832.93	77%	3,724.57	21%	17,970.60

資料來源：Morgan Stanley ETFs Worldwide Guidebook、彭博及香港交易所

18. 在美國及歐洲的買賣較活躍可能與在當地上市的相關 ETF 的市值較大，亦因而市場更具深度有關。
- 在 2006 年年底，恒生中國企業指數的 ETF 在香港的市值為 2.46 億美元，但在歐洲的市值卻為 9.10 億美元。
 - 在 2006 年年底，新華富時中國 25 的 ETF 在香港的市場為 2,400 萬美元，但在美國和歐洲的市值則分別為 57.12 億及 10.35 億美元。

相對於其市值(即以成交額比率計算)，ETF 在香港的買賣亦較不活躍。以新華富時中國 25 的 ETF 為例，其在香港的成交額比率僅為 80%，而美國及歐洲則為 242%及 250%。

在 2006 年恒生中國企業指數和新華富時中國 25 指數的 ETF 在香港、美國及歐洲的市值及成交額比率

	香港		美國		歐洲	
	市值 (以百萬 美元計)	成交額 比率 (%)	市值 (以百萬 美元計)	成交額 比率 (%)	市值 (以百萬 美元計)	成交額 比率 (%)
恒生中國企業指數	246	160%	不適用	不適用	910	125%
新華富時中國25指數	24	80%	5,712	242%	1,035	250%
總計	270	153%	5,712	242%	1,945	191%

資料來源：Morgan Stanley ETFs Worldwide Guidebook、彭博及香港交易所

19. 其他促使美國及歐洲的買賣較活躍的原因亦包括：
- 美國擁有全球最大的 ETF 市場，因此流通性較高。根據國際證券交易所聯會的資料，在 2006 年，紐約證券交易所的 ETF 的成交額為 21,470 億美元，佔全球在這方面的總成交額的 75%。
 - 其他市場的投資者如欲投資於及受惠於增長迅速的內地經濟，他們的選擇有限。然而，提供予香港投資者投資內地股及相關衍生產品（如期貨、期權及權證）的選擇卻相當多。
 - 在香港買賣 ETF 須支付印花稅，因此買賣 ETF 的交易成本較高。此外，ETF 在香港亦較新。
 - 在美國，有就新華富時中國 25 的 ETF 而發行的期權，但在香港則沒有發行有關期權。在美國，來自該等衍生產品的對沖活動可能會導致 ETF 的買賣有所增加。

總結

20. 香港在同時於本地、英國及美國買賣的股票及期權的買賣方面仍遙遙領先英國及美國。收窄上落價位及放寬股票期權持倉限額等措施在促進市場發展方面取得了成效。在 2005-2006 年，香港的股票期權買賣的市場份額顯著增加，可見措施有效。但香港的 ETF 的交投卻稍欠活躍。我們應繼續加把勁進一步加深及擴闊我們的市場，以及減低交易成本以加強在 ETF 市場的競爭力。

附錄 1

依照港交所的定義，

- H 股公司指在內地註冊成立並經中國證券監督管理委員會（中國證監會）批准在香港上市的公司。該等中國企業股份以人民幣標明面值，並以港元或其他貨幣認購及買賣。
- 紅籌公司指
 - 至少有 30% 股份合共由中國內地實體持有；及／或由中國內地實體透過其所控制並屬單一最大股東的公司間接持有的公司。或
 - 假如公司由中國內地實體直接及／或間接合共持有的股份不足 30%，但卻達到 20% 或以上，而與中國內地有聯繫的人士在該公司的董事會內有重大影響力(以支配決策權為準)的公司。

中國內地實體包括國營企業及由內地省市機關所控制的實體。

附錄 2

非內地股在香港、英國及美國的買賣情況 (2006 年，以十億美元計)								
股份代號	股份名稱	香港		英國		美國		總計
		金額	佔總數百分比	金額	佔總數百分比	金額	佔總數百分比	
1	長江實業	15.84	90.9%	1.31	7.5%	0.27	1.6%	17.42
2	中電控股	4.52	85.0%	0.50	9.4%	0.30	5.6%	5.32
3	香港中華煤氣	4.82	91.3%	0.43	8.1%	0.03	0.7%	5.28
5	滙豐控股	74.74	21.7%	259.23	75.2%	10.66	3.1%	344.63
6	香港電燈	2.68	89.8%	0.21	7.2%	0.09	3.1%	2.98
8	電訊盈科	3.20	93.8%	0.20	5.8%	0.01	0.4%	3.41
11	恒生銀行	6.97	92.5%	0.56	7.4%	0.005	0.07%	7.53
12	恒基兆業地產	5.85	91.1%	0.55	8.6%	0.03	0.4%	6.43
13	和記黃埔	25.45	89.5%	2.75	9.7%	0.25	0.9%	28.45
16	新鴻基地產	16.90	91.6%	1.51	8.2%	0.04	0.2%	18.44
17	新世界發展	4.33	94.1%	0.27	5.8%	0.002	0.05%	4.60
19	太古股份公司 A	6.25	92.8%	0.45	6.7%	0.03	0.5%	6.74
23	東亞銀行	4.18	91.0%	0.36	7.9%	0.05	1.1%	4.59
66	地鐵有限公司	3.31	93.9%	0.21	6.0%	0.004	0.1%	3.53
83	信和置業	2.85	91.5%	0.26	8.5%	0.0007	0.02%	3.12
101	恆隆地產	4.24	93.9%	0.25	5.4%	0.03	0.7%	4.52
179	德昌電機 [^]	1.42	87.8%	0.16	10.2%	0.03	2.0%	1.62
293	國泰航空	3.01	91.3%	0.27	8.1%	0.02	0.6%	3.30
總計		190.58	40.4%	269.61	57.1%	11.86	2.5%	472.05

備註：[^] 德昌電機在 2006 年 9 月 8 日被剔除於恒生指數外。
資料來源：香港交易所、倫敦證券交易所及彭博

附錄 3

內地股在香港、英國及美國的買賣情況 (2006 年，以十億美元計)								
股份代號	股份名稱	香港		英國		美國		總計
		金額	佔總數百分比	金額	佔總數百分比	金額	佔總數百分比	
168	青島啤酒	0.38	90.3%	0.025	5.9%	0.02	3.8%	0.42
177	江蘇寧滬高速公路	1.18	93.7%	0.08	6.3%	0.00005	0.004%	1.26
267	中信泰富*	3.21	94.6%	0.17	5.0%	0.01	0.3%	3.40
291	華潤創業*	2.45	93.8%	0.16	6.2%	0.0008	0.03%	2.62
338	中國石化上海石油化工	4.30	87.4%	0.22	4.5%	0.40	8.0%	4.91
347	鞍鋼新軋鋼	2.41	89.3%	0.29	10.6%	0.0006	0.02%	2.69
358	江西銅業	6.92	92.7%	0.54	7.3%	0.002	0.03%	7.47
363	上海實業	0.60	92.9%	0.046	7.1%	0.0002	0.02%	0.65
386	中國石油化工*	18.87	73.9%	2.27	8.9%	4.40	17.2%	25.54
392	北京控股	0.98	91.5%	0.09	8.4%	0.0007	0.07%	1.07
525	廣深鐵路	0.97	80.1%	0.07	5.7%	0.17	14.2%	1.21
576	浙江滬杭甬高速公路	1.13	94.0%	0.07	6.0%	0.00005	0.004%	1.21
670	中國東方航空	0.54	92.1%	0.01	2.5%	0.03	5.3%	0.58
728	中國電信	11.52	85.7%	1.15	8.5%	0.78	5.8%	13.45
753	中國國際航空	1.99	93.5%	0.14	6.5%	0.00002	0.001%	2.13
762	中國聯通*	4.07	73.0%	0.49	8.8%	1.01	18.2%	5.57
857	中國石油	31.37	62.6%	3.37	6.7%	15.38	30.7%	50.12
883	中國海洋石油*	20.66	74.1%	2.53	9.1%	4.70	16.8%	27.88
902	華能國際電力	4.36	80.1%	0.36	6.6%	0.72	13.3%	5.44
906	中國網通*	4.54	82.5%	0.38	6.9%	0.58	10.6%	5.5
941	中國移動*	37.59	79.2%	3.61	7.6%	6.29	13.2%	47.49
991	大唐發電	2.38	92.8%	0.18	7.0%	0.003	0.1%	2.56
992	聯想集團	2.48	90.5%	0.17	6.1%	0.09	3.3%	2.74
1045	亞太衛星	0.006	39.1%	0.00004	0.3%	0.01	60.6%	0.02
1055	中國南方航空	0.80	88.7%	0.04	4.9%	0.06	6.4%	0.91
1065	天津創業環保	0.19	75.2%	0.006	2.2%	0.06	22.6%	0.26
1093	中國製藥集團	0.12	97.9%	0.003	2.0%	0.00005	0.04%	0.13
1114	華晨中國汽車	0.59	87.9%	0.02	3.6%	0.06	8.5%	0.67
1135	亞洲衛星	0.07	79.5%	0.008	8.4%	0.011	12.1%	0.09
1138	中海發展	2.20	91.0%	0.22	9.0%	0.00002	0.0008%	2.42
1171	兗州煤業	4.54	83.6%	0.51	9.4%	0.38	6.9%	5.43
2388	中銀香港*	14.78	93.5%	1.01	6.4%	0.02	0.1%	15.81
2600	中國鋁業	7.40	74.0%	0.54	5.4%	2.07	20.6%	10.01
2628	中國人壽	37.26	82.8%	2.22	4.9%	5.49	12.2%	44.98
2883	中海油田服務	0.90	92.6%	0.07	7.4%	0.0004	0.04%	0.98
總計		233.79	78.6%	21.08	7.1%	42.74	14.4%	297.61

備註：* 指亦屬恒指成分股的股票。
資料來源：香港交易所、倫敦證券交易所及彭博

附錄 4

股票期權在香港及美國的買賣情況 (2006 年，合約張數)						
正股股份代號	相關資產股份名稱	香港		美國		總計
		數目	佔總數百分比	數目	佔總數百分比	
386	中國石油化工	224,138	49.4%	229,342	50.6%	453,480
728	中國電信	273,333	89.4%	32,279	10.6%	305,612
762	中國聯通	67,385	60.4%	44,130	39.6%	111,515
857	中國石油	748,717	37.6%	1,242,490	62.4%	1,991,207
883	中國海洋石油	658,403	92.6%	52,529	7.4%	710,932
902	華能國際電力	83,687	86.0%	13,669	14.0%	97,356
906	中國網通	52,940	74.4%	18,183	25.6%	71,123
941	中國移動	2,656,778	93.1%	195,563	6.9%	2,852,341
2628	中國人壽	1,384,641	86.4%	217,312	13.6%	1,601,953
總計		6,150,022	75.0%	2,045,497	25.0%	8,195,519

資料來源：香港交易所及期權清算公司(OCC)

附錄 5

恒生中國企業指數和新華富時中國 25 指數的 ETF 在香港、美國及歐洲的買賣情況 (以百萬美元計)					
相關資產	ETF	交易所	平均每日成交量		
			2004	2005	2006
恒生中國企業指數	恒生H股指數上市基金	香港交易所	2.94	0.99	1.59
	Lyxor ETF China (恒生中國企業指數)	Euronext 巴黎	不適用	0.28	1.63
		意大利交易所	不適用	0.43	2.27
		德國證券及衍生工具交易所	不適用	不適用	0.81
新華富時中國25指數	恆生新華富時中國25指數上市基金	香港交易所	不適用	0.12	0.08
	i股新華富時中國25指數	紐約證券交易所	17.33	11.47	55.11
	i股新華富時中國25指數	倫敦證券交易所	2.32	1.34	4.26
		泛歐藍籌股交易所(Virt-X)	0.01	0.18	0.34
		德國證券及衍生工具交易所	不適用	0.37	1.07
		意大利交易所	不適用	1.55	3.93
		Euronext 阿姆斯特丹	不適用	0.24	0.61
		瑞士交易所	不適用	0.10	0.53
Euronext 巴黎	不適用	不適用	0.42		

資料來源：Morgan Stanley ETFs Worldwide Guidebook、彭博及香港交易所