

香港股票期權市場的迅速增長

市場監察部研究科¹

2007 年 11 月

摘要

1. 香港的股票期權市場近年大幅增長，首次超越澳洲成爲亞洲區內最活躍的股票期權市場。
2. 從 2006 年起，香港的股票期權已超越恒生指數期貨，成爲交投最活躍的衍生產品。然而，若與美國及歐洲的水平相比，股票期權市場的規模仍然較小，顯示有龐大的空間作進一步增長。
3. 截至 2007 年 9 月底，有 47 隻股票合資格進行股票期權交易。在 2007 年首九個月，平均每日成交合約張數爲 168,392 張（較 2006 年上升 129%）。股票期權的交易在過去兩年迅速增長或與以下各項有關：
 - 現貨市場交易的增長，特別是在香港上市的內地企業在數目及交易量均有所上升；
 - 衍生權證市場的增長；
 - 收窄股票的上落價位；及
 - 放寬股票期權的持倉限額。
4. 一些影響股票期權市場增長的因素是香港特有的，這或許可以解釋爲何香港的股票期權市場增長較其他地方爲快。例如，香港有大量內地企業在香港交易所上市。收窄上落價位及放寬持倉限額是本地市場採取的措施。

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。

背景及目的

5. 芝加哥期權交易所於 1973 年 4 月推出首個場內股票期權。於 1995 年 9 月，香港成為亞洲區內首個推出股票期權的市場。截至 2007 年 9 月底共有 47 個股票期權類別² 可供買賣，未平倉合約總數達 540 萬張，2007 年首九個月的成交合約總數為 3,098 萬張。事實上，2007 年首九個月的交易增長在主要市場當中屬最高，而香港目前為亞洲區內最活躍的股票期權市場。然而，交易在美國及歐洲仍然較為活躍。此外，相對於現貨市場的成交額及市值，香港股票期權的交易仍然較低。例如，在 2007 年首九個月內買賣的股票期權的名義價值³是現貨市場成交額的 10.8%（如扣除衍生權證的交易，則為 14.2%）或市值的 5.7%。此等水平低於主要市場的水平，顯示有龐大的空間進一步增長。

主要市場的股票期權的成交合約張數 (百萬張合約)								
地區	交易所	2002	2003	2004	2005	2007		變幅(%) [*]
						2006(1月-9月)		
亞洲	香港交易及結算所	3.72	4.22	5.61	8.77	18.13	30.98	157.8%
	澳洲證券交易所	15.99	15.99	19.16	21.55	20.49	17.12	10.8%
	東京證券交易所	0.30	0.30	0.17	0.20	0.19	0.12	-6.0%
美國	國際證券交易所	140.62	220.99	319.88	442.39	583.75	573.94	31.1%
	芝加哥期權交易所	173.19	173.03	224.32	275.65	390.66	328.33	15.2%
	美國證券交易所	146.15	142.66	161.71	193.09	186.99	166.59	21.4%
歐洲	Euronext 歐洲交易所	323.59	244.68	302.97	264.71	155.55	142.61	17.6%
	意大利交易所	7.59	7.92	9.50	12.44	16.06	15.31	31.9%
	西班牙交易所	18.70	11.38	8.20	10.92	12.43	9.22	3.4%

備註：^{*}變幅是基於 2006 年 1 月-9 月的成交
資料來源：國際證券交易所聯會

買賣的股票期權的總名義價值佔現貨市場成交額及市值的百分率			
地區	交易所	買賣的股票期權的名義價值佔 現貨市場成交額的百分率	買賣的股票期權的名義價值佔 市值的百分率
亞洲	香港交易及結算所	10.8%	5.7%
	澳洲證券交易所	35.6%	24.5%
美國	國際證券交易所	名義價值 - 不適用	
	芝加哥期權交易所	名義價值 - 不適用	
	美國證券交易所	13.1%	24.3%
歐洲	Euronext 歐洲交易所	17.4%	17.5%

備註：買賣的股票期權的名義價值及現貨市場成交額是計算 2007 年首九個月的總數，而市值數字是計算截至 2007 年 8 月底的總數。
資料來源：國際證券交易所聯會

² 股票期權類別是指由同一正股而衍生的一系列不同期權種類、不同行使價及不同到期日的股票期權。

³ 股票期權的名義價值約等於股票期權合約的面值，是相關資產乘以合約乘數的市價。

6. 本文旨在探討推動香港股票期權市場增長的因素。

香港股票期權的交易

市場增長顯著

7. 在香港，股票期權是目前交投最活躍的衍生產品，佔 2007 年首九個月衍生工具交易總額的 51%。在 2006 年之前，恒指期貨佔衍生市場的份額較股票期權為大。在 2007 年首九個月，恒指期貨平均每日成交額較 2006 年增長 30%，股票期權則飆升 129%。然而，應注意的是，恒指期權及恒生中國企業指數期權的增幅亦相當顯著。

	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (1月-9月)	變幅(%)
恒指期貨	19,602	27,588	34,824	40,205	51,491	66,713	30%
恒生中國企業指數期貨 ¹	不適用	3,196	7,003	8,011	19,759	40,179	103%
恒指期權	4,369	8,596	8,215	12,462	16,582	33,458	102%
恒生中國企業指數期權 ²	不適用	不適用	566	1,044	3,070	7,586	147%
股票期權	15,203	17,122	22,720	35,385	73,390	168,392	129%
期貨及期權總計 ³	45,018	59,011	79,472	103,542	173,708	332,056	91%

備註：
¹ 恒生中國企業指數期貨交易於 2003 年 12 月 8 日推出。
² 恒生中國企業指數期權交易於 2004 年 6 月 4 日推出。
³ 總計包括其他衍生產品，例如小型恒指期貨及期權、新華富時中國 25 指數期貨及期權、一個月及三個月港元利率期貨、三年期外匯基金債券期貨及股票期貨。
 資料來源：香港交易所

香港股票期權市場的特徵

如按類別劃分，股票期權的交易尚算平均；但若按正股劃分，則集中某些股票

8. 如按期權類別劃分的話，股票期權的交易相對甚為平均。在 2007 年首九個月，認沽期權的交易（平均每日成交合約張數為 88,045 張或佔總數的 52%）稍高於認購期權的交易（平均每日成交合約張數為 80,347 張或佔總數的 48%）。這情況與同樣以股票為主而且活躍的衍生權證市場相比，有著明顯的差異。截至 2007 年 9 月底，有 2,521 張衍生權證是就個別股票而發出的。當中，約有 90% 為認購權證。於 2007 年 9 月，認購權證的交易約佔權證交易總額的 90%（不包括指數權證）。這種差別可能是由於以下的原因所致：

- 大致而言，股票期權市場是一個專業市場，交易的主要目的均與套戥及對沖活動有關（在第 10 段-11 段有詳細的討論）；及

- 衍生認股權證市場由散戶投資者主導，他們一般對認購權證較有興趣，以捕捉股票上升的潛力。
9. 股票期權的交易集中於少數股票期權類別。2007 年首九個月，交投最活躍的五類期權 – 即匯豐、中國移動、中國人壽、中國建設銀行及和記黃埔 – 佔交易總額的 53%。該些股票亦是現貨市場上交投最活躍的股票。

股票期權市場是專業投資者的市場

為套戩及對沖的目的而進行交易

10. 香港交易所的《衍生產品市場交易研究調查 2005/2006》⁴ 顯示，股票期權交易主要是用作為套戩及對沖的專業目的。為套戩而進行交易在過去數年變得日趨普及，(由 2004/05 年的 21.0% 上升至 2005/06 的 24.9%)。連同為對沖而進行的交易，為套戩及對沖而進行的交易佔過去數年股票期權的交易最少 60%。

股票期權買賣 (按目的劃分) (百分率)			
目的	2003/04	2004/05	2005/06
純粹交易	35.0	36.3	39.8
套戩	44.4	42.7	35.2
對沖	20.6	21.0	24.9
總計	100.0	100.0	100.0

資料來源：香港交易所的《衍生產品市場交易研究調查》

11. 市場大致認受套戩及對沖活動有利於整體市場的發展，因為它們可帶來額外的流通性，因而增加市場的深度，亦有助改善市場效率及價格探索機制。

⁴ 《衍生產品市場交易研究調查》涵蓋截至每年六月底的持續 12 個月期間。2006/2007 年度調查報告預計在 2007 年第 4 季刊發。

莊家是股票期權市場的主要參與者

12. 香港交易所的《衍生產品市場交易研究調查》亦顯示，莊家一直是最活躍的參與者，佔 2005/06 年度交易總額的四分之三。

投資者類別	2003/04	2004/05	2005/06
莊家	75.5	71.9	75.6
自營交易	3.1	4.8	6.2
散戶投資者	13.0	14.3	10.3
機構投資者	8.5	8.9	7.9
總計	100.0	100.0	100.0

資料來源：香港交易所的《衍生產品市場交易研究調查》

13. 鑒於這是一個以專業及機構投資者為主的市場，股票期權的交易佔未平倉合約的百分率相對較低。在 2007 年首九個月，股票期權的平均每日成交額相對於未平倉合約的比率為 3.1% (2006 年為 3.1%、2005 年為 2.9% 及 2004 年為 3.5%)。恒指期權為 11.3%，而小型恒指期權為 83.3%。成交額相對於未平倉合約的比率偏低，顯示股票期權的交易傾向與較長的投資／交易年期有關。相對來說，2006 年芝加哥期權交易所的比率為 0.8%，Euronext 歐洲交易所為 1.3%。

導致股票期權市場迅速增長的因素

現貨市場的增長

14. 除其他因素外，衍生工具的交易取決於現貨市場的交易活動。這是因為活躍的現貨市場可容許投資者就衍生工具有效率地進行定價及便利莊家／發行人就其持倉進行對沖。
15. 股票期權的交易增長，部分可能是因現貨市場自 2004 年起交易顯著增加所致。繼現貨市場在 2004-2006 年度錄得平均年增長 52% 後，2007 年首九個月，現貨市場的平均每日成交較 2006 年增加了 113%。現貨市場的交易大幅增長，亦有助解釋其他衍生工具市場（例如指數期權市場及恒生中國企業指數期貨市場）的增幅，在 2007 年首九個月這兩個市場的交易均較 2006 年增長一倍。

香港股票期權市場若干主要數據(2002 年至 2007 年 9 月)

	現貨市場			
	平均每日成交 (合約張數)	未平倉合約 (合約張數, 期末)	平均每日成交額 (10 億港元)	市值 (10 億港元)
2002	15,131	370,891	6.47	3,559.10
2003	17,138	553,896	10.26	5,477.67
2004	22,520	684,052	15.86	6,629.18
2005	35,313	1,021,193	18.21	8,113.33
2006	73,390	2,533,807	33.74	13,248.82
2007 年 1 月-9 月	168,392	5,435,153	71.74	19,904.02

資料來源：香港交易所

內地因素

16. 股票期權的交易增長亦可歸因於香港上市的內地企業在數目及交易量均有所上升。

- 雖然非內地股恆指股票的股票期權的成交額近年來大幅增長，但內地股股票期權近年的增幅更是突飛猛進。例如，在 2007 年首九個月，內地股股票期權平均每日成交額較 2006 年增長 179%，在此之前一年已上升 223%。今年，內地股股票期權的交易首次超過非內地股恆指股票的股票期權的交易。
- 該增長亦是與現貨市場的增長一致。在 2007 年首九個月，平均每日現貨市場成交量較 2006 年高出 114%。按股票類別劃分，內地股的平均每日成交額上升 136%，而非內地股恆指股票上升 51%。

股票期權的平均每日成交額 (按股份類別劃分) (千張合約)



資料來源：香港交易所

衍生權證市場的增長

17. 股票期權的交易增長，部分亦可能是因為期內衍生權證市場的增長所致。為便於與股票期權作比較，以下分析集中於就單一股票而發行的衍生權證（而非指數權證）。

	2005 年	2006 年	2007 年(1 月-9 月)	變幅(%)
已上市衍生權證數目	1,082	1,655	2,521	52%
已發行的權證張數 (10 億張權證)	24.79	28.35	93.88	231%
市值 (10 億港元)	4.45	21.68	70.06	223%
平均每日成交額 (10 億港元, 期內平均)	2.32*	3.73	13.76	269%

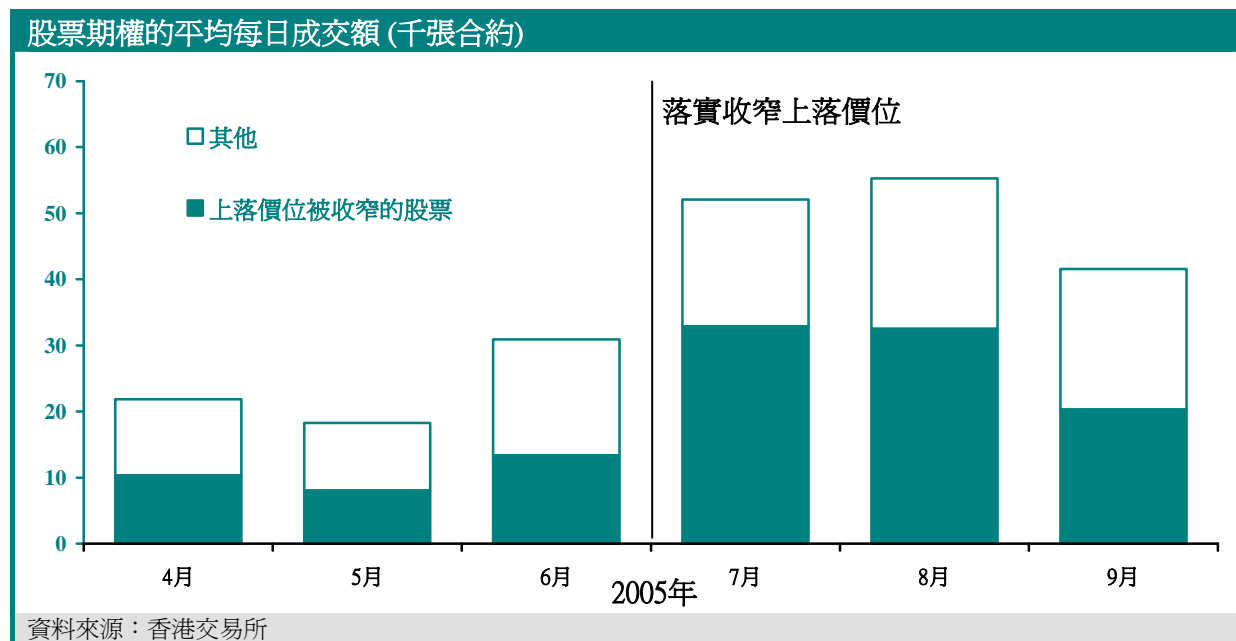
備註：由於沒有 2005 年 7 月前的數據，期內平均只包括 1 月-7 月。
資料來源：香港交易所及彭博

18. 隨著衍生權證市場的發展，衍生權證發行人有更大需要對沖其持倉。據股票期權莊家指出，衍生權證發行人所用的其中一種最普遍的對沖工具是股票期權。事實上，就市值較大的衍生權證而言，擁有相同正股的股票期權類別的未平倉合約數目亦較高。這是另一項指標顯示權證發行人利用股票期權對沖權證買賣的風險。

收窄上落價位

19. 收窄上落價位的措施分兩期推行。第一期在 2005 年 7 月進行，價格在 30 元以上的股票的上落價位被收窄，而第二期則在 2006 年 7 月進行，涉及價格介乎 2 元至 20 元的股票。
- 由於交易所規定股票期權莊家必須根據正股的上落價位提供報價，因此股票的上落價位收窄將導致期權的買賣差價縮小。由於涉及的成本及風險降低，這將反過來有助買賣盤的配對。例如，匯豐的上落價位於 2005 年 7 月收窄導致匯豐股票期權的買賣差價縮小 60%。因此，在 2005 年下半年，匯豐股票期權的平均每日成交額增加了 84%；相對而言落價位沒有被收窄的股票期權的成交額增加了 37%。
 - 股票的上落價位被收窄，亦減低了莊家利用該些正股作對沖的成本。

20. 第一期有 29 隻股票的上落價位被收窄。當中 10 隻股票有股票期權供交易。在 2005 年第三季，該 10 個股票期權類別的平均每日成交額飆升 168%，而其他股票期權的增幅則為 61%。



21. 第二期有 25 隻正股的上落價位受影響。同樣，在實施收窄上落價位後三個月內對比之前三個月，該等股票期權類別的交易大幅增加達 50%，而其他股票期權的交易則減少 11%。

放寬持倉限額

22. 於 2006 年 2 月 10 日起，股票期權的持倉限額已放寬為任何一個市場方向所有到期月合計的 50,000 張合約。
- 過往每個到期月最高 25,000 張合約的持倉限額⁵，自股票期權市場於 1995 年推出便開始實施。由於當時的限額未能配合近年市場的增幅，有些市場參與者可能會將其部分持倉從香港交易所市場轉移到場外市場或其他海外市場。
 - 我們相信在放寬持倉限額獲放寬後，若干交易可能由場外市場返回交易所。股票期權交易繼續迅速增長。在放寬持倉限額后的三個月，股票期權的平均每日成交合約張數約為 67,800 張，比放寬持倉限額前三個月約 48,100 張多 41%，而未平倉合約張數由約 150 萬張增加到約 200 萬張。

總結

23. 一些影響股票期權市場增長的因素是香港特有的，這或許可以解釋為何香港的股票期權市場增長較其他地方為快。例如，香港有大量內地企業在香港交易所上市。收窄上落價位及放寬持倉限額是本地市場採取的措施。
24. 香港的股票期權市場是以專業及機構投資者為主的市場。由於股票期權市場的大部分交易都與套戥及對沖活動有關，因此其發展可增加流通性及提高市場效率，從而使其他相關市場受惠。這亦將會提高整體交易量及有助鞏固香港作為國際金融中心的地位。近年來為便利市場增長而推行的措施看來成功。我們建議繼續探索更多措施，以進一步優化我們的市場。

⁵ 實際持倉限額乃按照兩大類的制度而訂立，莊家及非莊家的實際水平有所不同。