

上市股本衍生工具在香港及英美兩地的買賣情況

市場監察部研究科¹

2006年6月

摘要

1. 繼較早前進行過的一項研究，比較恆指成分股及內地股在香港及英美兩地的買賣情況後，我們進行了另一項研究，比較該等股票的上市股本衍生工具在香港及若干主要海外市場的買賣情況，並探討背後的原因。
2. 這項研究發現，上市股本衍生工具的買賣活動在香港有較高的增長，而這些交易在香港的活躍程度一般較在海外市場為高。
3. 只有一隻股票期權類別（即匯豐的股票期權）在香港及英美兩地均有買賣，現時以在香港的買賣最為活躍，其市場份額為 62%。另外有九隻股票期權類別（全部為內地股的股票期權）在香港及美國均有買賣，當中七隻現時以在香港的買賣較為活躍，其市場份額為 58%。這情況與一年前比較剛好相反，當時大部分該等股票期權類別在海外市場的買賣均較為活躍。
4. 上市股本衍生工具的交易視乎正股有否在同一市場上買賣，及如有的話，有關正股的買賣活動。這是因為必須有活躍的現貨市場，投資者才能就衍生工具進行定價及對沖。
5. 此外，衍生產品的買賣視乎該產品在某一市場上的受歡迎程度。例如，在英國由於有其他競爭性產品，因此買賣股票期權並不普及。這亦是為何即使匯豐的正股在英國的買賣較在香港活躍，但其股票期權的買賣卻不及在香港活躍的原因之一。
6. 最後，投資者對某一行業／界別的熟悉程度，亦可影響買賣活動。在美國，中國石油及中國石油化工等內地石油公司的股票期權的買賣較在香港活躍。這可能是因為該等公司的股價受屬於全球性因素的原油市場情緒所影響，而石油公司的股票在美國一般受到廣泛注視。

¹ 本文僅作探究事實及研究之用。本文所表達的意見並不代表證監會的觀點。

上市股本衍生工具在香港及英美兩地的買賣情況

研究目標及範圍

7. 繼較早前進行過的一項研究，比較恒指成分股及內地股（即 H 股及紅籌股）在香港及英美兩地的買賣情況² 後，我們進行了另一項研究，比較恒指成分股及內地股的上市股本衍生工具（包括股票期貨、股票期權、股票指數期貨及股票指數期權）在該等市場的買賣情況。這項研究集中於上市股本衍生工具的買賣情況，及不涵蓋其他衍生產品，例如債券、利率、外幣、商品的上市衍生工具及場外衍生工具³。我們的分析集中在恒指成分股及內地股，因為該等股票佔現貨市場（不包括衍生權證）的市值及成交額約 70-80%。

股票期權在香港及主要海外市場的買賣情況

匯豐的股票期權買賣在香港最為活躍

8. 只有一隻股票期權類別（即匯豐的股票期權）在三個市場（即香港及英美兩地）均有買賣。鑑於英美兩地的合約股數與香港的不同，因此成交量數字（以合約張數為單位）已作調整，以便與香港的數字比較。根據經調整的成交量，在 2005 年下半年前，匯豐的股票期權買賣一直以在英國最為活躍。然而，自 2005 年下半年起，匯豐的股票期權買賣以在香港最為活躍⁴。事實上，自 2004 年起在香港的股票期權買賣普遍有所增加。在 2006 年首四個月，匯豐的股票期權在香港的市場份額為 62%。其市場份額在英國為 34%及 4%在美國。

² 上一項研究在 2005 年 11 月發表為研究論文 25 (<http://www.sfc.hk/sfc/html/TC/research/research/research.html>)。

³ 據了解，場外衍生工具市場的規模遠較交易所市場為大，但我們無法取得場外交易的資訊。

⁴ 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)。

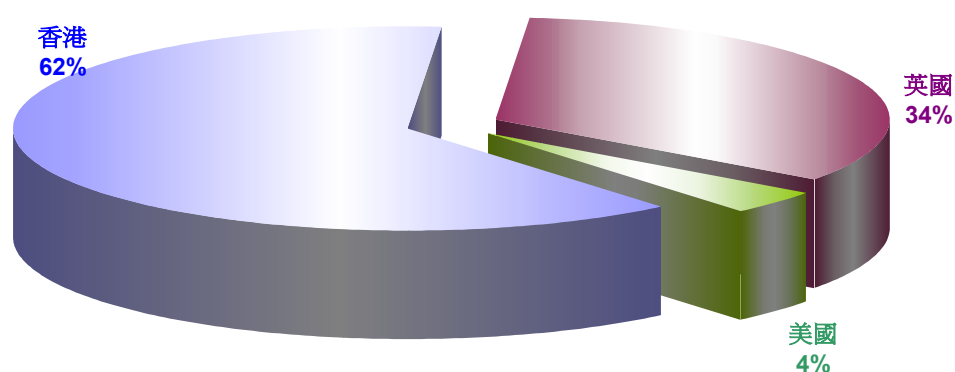
匯豐的股票期權在香港及英美兩地的買賣概要 (合約張數)

	香港		英國		美國		總計	
	成交量	佔本行總計的%	成交額	佔本行總計的%	成交量	佔本行總計的%	成交量	佔本行總計的%
2004年上半年	743,556	38.60%	1,057,543	54.90%	125,266	6.50%	1,926,365	100.00%
2004年下半年	580,247	37.46%	613,590	39.61%	355,294	22.94%	1,549,131	100.00%
2005年上半年	530,749	32.47%	658,238	40.27%	445,771	27.27%	1,634,758	100.00%
2005年下半年	1,015,793	57.24%	564,015	31.78%	194,920	10.98%	1,774,728	100.00%
2006年1至4月	574,019	62.40%	310,800	33.79%	35,096	3.82%	919,915	100.00%

備註：已對在英美兩地買賣的匯豐股票期權的合約股數作出調整。在香港，每張期權合約的股數是 400 股，在英國是每張期權合約為 1,000 股，而在美國則是每張期權合約為 100 股。

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)

匯豐的股票期權在香港及英美兩地的市場份額 (2006 年 1 至 4 月，%)



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)

在香港及海外市場買賣股票期權的普及程度

9. 在香港及英美兩地買賣股票期權的普及程度並不相同。
- 在美國，買賣股票期權十分普及。自從首張合約在 1973 年上市以來，股票期權市場經歷大幅增長。美國在 2005 年的股票期權的總成交量合共達 12 億張合約。
 - 然而，在英國由於有競爭性產品，因此買賣股票期權較不普及。例如，英國的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而受到限制⁵。至於上市衍生產品方面，英國投資者一直對買賣利率期貨及利率期權的興趣較大。
 - 在香港，股票期權是繼恆指期貨後第二種交投最活躍的衍生產品。在 2005 年，股票期權合約的成交量達 870 萬張，約佔香港衍生工具總成交量的三分之一。值得注意的是，香港股票期權市場很受機構投資者的買賣所支配。香港交易所最近進行的《衍生產品市場交易研究調查 2004/05》顯示，在截至 2005 年 6 月止的 12 個月期間，莊家的買賣佔總成交量的 72%。

⁵ 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。

正股的買賣活動

10. 衍生產品的價格大致上跟隨正股價格而改變。在衍生工具的交易時段，倘若沒有活躍的正股市場在同一時間進行買賣，投資者或無法定出衍生工具的公平價值，以致衍生工具的買賣活動可能受影響。對於需要對沖其在衍生工具市場持倉的投資者而言，活躍的現貨市場亦十分重要。
11. 上述原因或可解釋何以股票期權在美國十分普及，但匯豐的股票期權買賣卻未見活躍。在 2005 年下半年，匯豐的交易只有 3% 在美國進行，相比在英國則為 74%，而在香港則為 23%。至於為何同期內股票期權在香港的買賣甚至比在英國的更為活躍，可歸因於幾項原因。
12. 首先，在香港市場上，股票期權是較受機構投資者歡迎的產品，這是一項額外的優勢。
13. 其次，在 2005 年下半年，匯豐的股票期權在香港市場的成交量增加了 84%。該項強勁的增長可部分歸因於匯豐的上落價位自 2005 年 7 月起從 0.5 港元收窄為 0.1 港元。相比之下，其他正股的上落價位沒有收窄的股票期權的平均每日成交量只增加了 37%。
14. 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，因此匯豐的上落價位收窄導致匯豐股票期權的買賣差價縮小。本會的研究顯示，匯豐股票期權的買賣差價縮小約 60%，而正股的買賣差價則縮小約 80%。
15. 第三，值得強調的是在 2006 年首四個月，匯豐的股票期權在香港的交易由約 57% 增加至約 62%。除其他因素外，該現象可歸因於香港由 2006 年 2 月 10 日起放寬股票期權合約的持倉限額所致。
16. 總括而言，鑑於約四分之三的匯豐正股在英國買賣，因此香港在匯豐的股票期權交易方面佔領先地位的情況引人注目。然而，該現象看來是多項條件綜合起來的結果，包括股票期權較受香港的機構投資者歡迎、收窄上落價位，以及放寬股票期權的持倉限額。

內地股的股票期權在香港的買賣較為活躍

17. 除匯豐的股票期權外，現時有九隻股票期權類別在香港及美國均有買賣。有趣的是，全部九隻股票期權類別的正股均是內地股。其中五隻股票期權類別於 2005 年下半年在香港的成交量均較在美國的為高。沒有內地股的股票期權類別同時在香港及英國買賣。

正股股份代號	正股股份名稱	香港		美國		總計	
		成交量	佔本行總計的%	成交量	佔本行總計的%	成交量	佔本行總計的%
386	中國石油化工	133,327	27.49%	351,695	72.51%	485,022	100.00%
728	中國電信	74,383	59.41%	50,825	40.59%	125,208	100.00%
762	中國聯通	22,200	91.78%	1,987	8.22%	24,187	100.00%
857	中國石油	232,799	8.81%	2,408,505	91.19%	2,641,304	100.00%
883	中國海洋石油	85,712	35.28%	157,260	64.72%	242,972	100.00%
902	華能國際電力	39,639	57.64%	29,132	42.36%	68,771	100.00%
906*	中國網通	4,098	27.41%	10,852	72.59%	14,950	100.00%
941	中國移動	665,664	92.76%	51,957	7.24%	717,621	100.00%
2628	中國人壽保險	244,925	83.66%	47,824	16.34%	292,749	100.00%
總計（九隻股票期權類別）		1,502,747	32.58%	3,110,037	67.42%	4,612,784	100.00%

備註：* 中國網通的股票期權於 2005 年 11 月 7 日開始買賣。
資料來源：香港交易所及期權清算公司(OCC)

18. 於 2005 年下半年，九隻股票期權類別在香港的總成交量較在美國的為低。然而，在美國的高成交量很大程度上是由於中國石油的股票期權買賣在 2005 年 9 月受配售活動帶動而大幅上升所致。
19. 中國石油於 2005 年 9 月 1 日配售約值 190 億港元的股份。於 2005 年 9 月，中國石油的股票期權在美國的成交量達 1,454,635 張合約。若不計算 2005 年 9 月的成交量⁶，於 2005 年下半年中國石油的股票期權在美國的總成交量為 953,870 張合約（即平均每月成交量為 190,774 張合約）。
20. 在香港，中國石油的上市股票期權的買賣並沒有出現相若的急升，原因可能是當時中國石油的股票期權的持倉限額太小，不足以容納與配售有關的活動。因此，有關影響主要反映在現貨市場上，在配售活動後三日期間內的平均每日成交額增加約 30%。

⁶ 該項數據只每月提供一次。

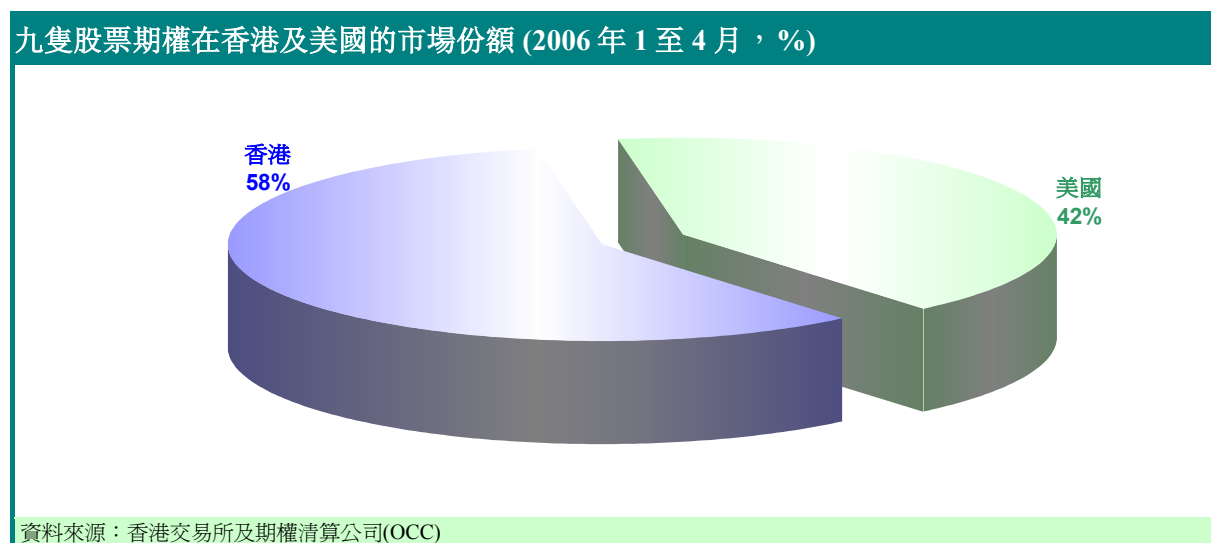
21. 即使不計算中國石油在 2005 年 9 月的配售事項，該股的股票期權在美國的交易仍較在香港的為高。中國石油化工及中國海洋石油的股票期權的交易亦出現類似現象。其中一個原因可能是該等股票的股價表現受屬於全球性因素的原油市場情緒所影響，而石油公司的股票在美國一般受到廣泛注目。因此，該等股票期權在美國的買賣較為活躍並不出奇。一般而言，自 2004 年上半年以來，美國當地的買賣情況一直較為活躍。直到 2006 年，才有較多買賣活動回流香港。
22. 若不計算中國石油的股票期權的買賣，於 2005 年下半年，其餘八隻股票期權類別在香港的總成交量較在美國為高。股票期權的買賣看來集中於有正股上市及交投較活躍的市場。在 2005 年下半年，香港佔該八隻正股的總交易價值的 82%。

股票期權在香港及美國的買賣概要 (合約張數)

	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	
		成交量	佔本行總計的%	成交量	佔本行總計的%	成交量	佔本行總計的%
2004年上半年	7	997,767	37.53%	1,661,039	62.47%	2,658,806	100.00%
2004年下半年	8	866,591	41.40%	1,226,432	58.60%	2,093,023	100.00%
2005年上半年	8	995,456	41.24%	1,418,586	58.76%	2,414,042	100.00%
2005年下半年	9	1,502,747	32.58%	3,110,037	67.42%	4,612,784	100.00%
2006年1至4月	9	1,011,768	58.31%	723,367	41.69%	1,735,135	100.00%

資料來源：香港交易所及期權清算公司(OCC)

23. 與匯豐的股票期權的買賣情況相若，在 2006 年首四個月，該九隻股票期權類別在香港的交易較在美國活躍，其市場份額為 58%。在九隻股票期權類別當中，七隻以在香港的買賣較為活躍。看來放寬持倉限額有助刺激香港股票期權的買賣。



其他股本衍生工具在香港及主要海外市場的買賣情況

24. 現時只有一隻股票期貨合約（即匯豐的股票期貨）同時在香港及英國買賣。鑑於英國的合約股數與香港不同，因此英國的成交量數字（以合約張數為單位）已作調整，以便與香港的數字比較。在 2004 及 2005 年，買賣活動集中在英國。

	香港		英國		總計	
	成交量	佔本行總計的%	成交量	佔本行總計的%	成交量	佔本行總計的%
2004年上半年	1,511	14.21%	9,120	85.79%	10,631	100.00%
2004年下半年	2,467	10.40%	21,258	89.60%	23,725	100.00%
2005年上半年	1,564	6.10%	24,055	93.90%	25,619	100.00%
2005年下半年	2,603	15.07%	14,670	84.93%	17,273	100.00%

備註：已對在英國買賣的匯豐股票期貨的合約股數作出調整。在英國，合約股數為每張期貨合約 1,000 股。
資料來源：香港交易所、倫敦國際金融期貨及期權交易所(LIFFE)及彭博資訊

25. 然而，應注意的是香港的股票期貨買賣一般而言向來並不十分活躍。在 2005 年下半年，香港所有股票期貨合約的總成交量僅為 8,277 張，僅佔所有交易的衍生工具合約總數的 0.06%。此外，與英國比較，正股（即匯豐）的買賣在香港亦較不活躍。以上可能是匯豐的股票期貨的買賣在英國遠較在香港活躍的原因。
26. 沒有股票期貨同時在香港及美國買賣。同樣地，沒有任何正股相同的股票指數期貨及期權同時在香港及英國及／或美國買賣。

總結

27. 上市股本衍生工具的買賣活動在香港有較高的增長。鑑於該等買賣很大程度上視乎正股的買賣情況而定，因此要維持上市股本衍生工具的活躍買賣，我們必須促進正股在香港的活躍買賣，這是非常重要的。此外，改善香港市場運作效率的新措施（即收窄上落價位及放寬持倉限額）看來有助增加股票期權於本年首四個月的買賣。