

港交所现货市场本周起实施 收市竞价交易

一、事件

香港交易所(以下简称港交所)宣布本周一开始对其现货市场(即原来于下午4点收盘的股票、牛熊证等)收盘价生成方式进行重大调整。港交所自2008年5月26日起在旗下证券市场实施收市竞价交易时段,通过该时段的竞价对盘来决定收盘价格(类似现在的开市前时段)。包括现货及衍生品在内的各类市场的收市时间均比原来延长10-15分钟,详见附件一。

二、之前收市价的确定机制

之前股票市场的收市价是取持续交易时段最后一分钟内五个按盘价的中位数。系统由下午3:59:00开始每隔15秒取按盘价一次,一共取五个按盘价,取其中位数作为收市价。

三、实行竞价交易时段的主要内容

(一) 收市竞价阶段的时间安排

收市竞价阶段的时间安排为“输入买卖盘时段”和“对盘前时段”两个阶段。具体安排如下表所示。

	正常全日市	半日市 (如:聖誕節前夕)
輸入買賣盤時段 (8分鐘)	16:00 至 16:08	12:30 至 12:38
對盤前時段 (2分鐘)	16:08 至 16:10	12:38 至 12:40
交易時段正式結束後的 對盤開始	16:10	12:40

(二) 收市竞价阶段的买卖盘输入

输入买卖盘时段内,输入竞价盘(无指定价格)及竞价限价盘(有指定价格)均可接受,而对盘前时段则只接受竞价盘。与开市前时段相似,买卖盘只可在输入买卖盘时段内修改或取消。

(三) 收市价的形成与发布

与现时开市前时段相似,在收市竞价交易时段,参考平衡价格按交易所规则计算最高可成交数量而定。当有最终参考平衡价格时,该价格即为收市价;若没有最终参考平衡价格,则按之前的收盘价确定方法,取连续交易时段内最后一分钟五个按盘价的中位数为收市价。

市场将于收市竞价交易时段结束并开始进行对盘时正式收市,如证券市场为 16:10 或 12:40。一般情况下,可于交易时段结束(即 16:10 或 12:40)后 5 分钟内(即 16:15 或 12:45 前)向市场发布证券收市价。

四、港交所引入收市竞价交易的原因分析

收市竞价交易旨在提供一个公平而又由市场主导的方法以

结束市场交易及确定收市价。港交所引入收市竞价交易主要基于以下几个考虑：

（一）降低交易波动率

采用被动式投资方法的投资者，只是希望投资表现与基准指数回报一致，而指数表现是根据收市价而定。在之前的收市机制下，收市时候的交易往往较其它时候明显波动，使投资者难以持续地以收市价完成交易。

（二）提高市场流通性

在进行收市竞价时，统一的交易有利于解决在持续交易时段出现的买卖盘不平衡及出现差距等问题，特别是当有关的证券流通量不足的时候，收市竞价可以为不活跃证券提供额外的交易方法，有助于提高流动性。

（三）降低证券价格受操控的可能

由于竞价过程具透明度，收市竞价受到市场操控的影响应会较少，其它主要海外市场以收市竞价机制进行买卖的经验也证明了这一点。

（四）提高定价效率

引入收市竞价可降低收市时的波动情况，亦可改善市场定价过程，提高衍生产品市场的效率。收市的定价过程改进后，衍生产品市场的效能亦可提高，因为按市价计值可以更有秩序地进行，衍生产品交易商也更容易平仓、进行对冲也更精确。

（五）符合国际常规

收市竞价交易是一个国际公认的机制，多数的主要海外市场于开市及收市时均设有集合竞价（详见附件二）。事实上，单采用开市前竞价交易而不采用收市竞价交易的交易所只占少数（包括香港交易所）。

在亚洲区，大部分主要市场已采用收市竞价以确定收市价，其中包括澳洲、韩国、日本、新加坡、台湾及泰国。大部分亚洲市场的收市竞价时段通常也是每日交投最活跃的时段。从这些经验看，全部均属正面。

（六）港交所有开市竞价交易的成功经验

香港交易所于2002年3月为股票市场所有证券引入开市前时段，其中一个主要目的就是要在持续交易时段开始前定出一个有竞争力的开市价。开市前时段引入至今一直运作顺畅，并获得广大市场参与者正面评价。

根据2006年下半年的统计数据，超过1,700只上市证券曾于开市前时段进行交易。这些交易平均占每日市场总成交金额约1.2%。至于恒生指数的成分股，在开市前时段以单一价格竞价完成的交易约占每日成交金额约1.6%。此外，开市前时段内亦收集到许多限价盘带进上午10:00开始的持续交易时段。

五、港交所改变现货收市方式对我们的启发

港交所改变了沿袭多年的以最后一分钟五个定盘价的中

位数为收盘价的模式，通过增加收市竞价交易时段，以集合竞价方式来确定最终收盘价。从港交所这一举措中，我们可以得到如下几点启发：

（一）顺应潮流，勇于创新

收市竞价交易逐渐成为当今海外市场确定收盘价的主流模式。港交所之前没有采取这种方式主要是照顾会员多年养成的习惯。随着收市竞价逐渐成为主流，港交所顺应潮流，勇于创新，引入收市竞价制度。

（二）积极而稳妥的推进金融创新

港交所在实施收市竞价交易时段这一金融创新的过程中，港交所积极组织和推动市场相关各方，同时在措施上又十分稳妥，从提出动议到最终实施历时一年零两个月，进行了细致的调研、充分的论证和周密的安排。此外，港交所在 2002 年引入开始竞价交易后，并未马上引入收市竞价交易，也显示了其在推动金融创新过程中的稳妥和审慎。

（三）衍生品市场的发展离不开现货市场的完善

现货市场引入收市竞价交易制度，除了可降低现货收市时的波动情况，也给衍生品市场带来了很大好处，主要表现在改善定价过程、提高衍生产品市场的效率。这就告诉我们，要发展中国的衍生品市场，首先要发展和完善现货市场。

附件一：实行竞价交易时段前后的交易时间

证券市场的收市时间

正常全日市		半日市（如聖誕節前夕）	
現行	實施收市競價交易時段後	現行	實施收市競價交易時段後
下午4:00	下午4:10	下午12:30	下午12:40

衍生产品市场的收市时间（最后交易日除外）

市場	正常全日市		半日市（如聖誕節前夕）	
	現行	實施收市競價交易時段後	現行	實施收市競價交易時段後
股票指數期貨/期權	下午4:15	下午4:30	下午12:30	下午1:00
股票期貨/期權	下午4:00	下午4:00 (不變)	下午12:30	下午12:30 (不變)

衍生产品市场于最后交易日的收市时间

市場	現行	實施收市競價交易時段後
股票指數期貨/期權	下午4:00	下午4:00（不變）
股票期貨/期權	下午4:00	下午4:00（不變）

附件二：采用单一竞价机制的主要海外市场

國家	開市競價	收市競價	收市競價的時間	定時收市/ 隨機收市	收市競價 佔整體成交量 百分率 ⁴
香港交易所	有	無	不適用	不適用	不適用
澳洲證券交易所	有	有	輸入買賣盤時段 - 16:00 至 16:10 對盤時段 - 16:10	隨機 (由 16:10 至 16:11)	7.7%
上海證券交易所及 深圳證券交易所	有	無	不適用	不適用	不適用
東京證券交易所 ¹	有	有	對盤時段 - 15:00	定時	2.9%
韓國證券交易所	有	有	輸入買賣盤時段 - 14:50 至 15:00 對盤時段 - 15:00	定時	7.8%
新加坡證券交易所	有	有	輸入買賣盤時段 - 17:00 至 17:05 對盤時段 - 17:05 至 17:06	定時	8.0%
德國交易所	有	有	輸入買賣盤時段 - 17:30 至 17:35 對盤時段 - 17:35	隨機 (由 17:35:00 至 17:35:30)	不適用
Euronext Paris	有	有	輸入買賣盤時段 - 17:25 至 17:30 對盤時段 - 17:30	定時	不適用
倫敦證券交易所 (SETS) ²	有	有	輸入買賣盤時段 - 16:30 至 16:35 對盤時段 - 16:35	隨機 (由 16:35:00 至 16:35:30)	不適用
紐約證券交易所 ³	有	有	輸入買賣盤時段 - 9:30 至 15:58 凍結時段 - 15:58 至 16:00 對盤時段 - 16:00	定時	不適用

資料來源：各交易所網站及 CSFB 有關亞洲收市價機制的研究報告

1. 以上機制指各交易所的主板市場。

2. 於東京證券交易所及紐約證券交易所，收市競價的買賣盤可於日間任何時候輸入並顯示出來，待持續交易結束後立即與餘下的限價盤進行配對。

3. 於倫敦證券交易所，競價時段會在兩種情形下延長（但最多延長 13.5 分鐘）：(i) 當參考競價配對價超出可接受的價格水平（指可動基本價（通常等同最後成交價）加減某預定百分率）；或(ii) 若市價盤於競價配對後仍未能執行。

4. 於 2005 年 6 月至 8 月期間每日成交量之中位數。

（本期编辑：游航 卢高文）