

檢視香港市場波動調節機制：收窄與擴大的影響分析

文：陳志華

港交所於 2015 年就市場波動調節機制（VCM）進行公眾諮詢時，本會曾明確指出，該機制屬全新事物，缺乏過往實戰經驗，市場見解多從理論出發而難以量化，故適宜以試點形式推行，累積經驗後再作檢討優化。時隔 11 年，VCM 已在本港證券及衍生產品市場紮根運作，期間亦經歷多次優化，包括將涵蓋範圍擴大至恒生綜合大型股、中型股及小型股指數成份股，並按不同股票組別設定 3 層觸發門檻，以及容許每個交易時段內多次觸發。如今確實是合適時機，審視此機制的實際運作成效，並探討若將現行措施進一步收窄或擴大，對股市可能產生的影響。

從**收窄**現行措施的角度分析，若將 VCM 的觸發門檻降低，例如將大型股的 10%觸發點收緊至 5%或更低，或者縮短目前不設監測的首 15 分鐘及午市最後 20 分鐘的豁免時段，理論上能夠更頻密地介入價格異常波動，為市場提供更即時的冷靜空間。這對於防範程式交易錯誤或高頻交易引發的連鎖反應，或許有更佳的緩衝效果。然而，收窄措施同時帶來不可忽視的代價。香港作為國際金融中心，市場流動性向來是其核心競爭優勢之一。過於敏感的觸發門檻可能導致 VCM 頻繁被啟動，尤其是在開市初段及收市前這兩個價格發現最為關鍵的時段。頻繁的冷靜期會干擾正常的交易節奏，令投資者尤其是機構投資者難以順利執行大手交易，從而削弱市場的深度與效率。此外，收窄價格限制範圍亦可能令部分低流通量股票更易觸發機制，造成不必要的交易中斷，甚至引發投資者對市場穩定性的疑慮，長遠而言或會影響資金參與意欲。

相反，若將現行措施**擴大**，例如進一步放寬觸發門檻至更高的百分比，或者延長冷靜期的持續時間，甚至將 VCM 的適用範圍擴展至更多產品類別，包括結構性產品或債務證券，則可能帶來另一番景象。擴大措施的正面效應在於減少對正常交易的干擾。現行機制下，VCM 在每個交易時段內已不設觸發次數上限，若再放寬觸發條件，意味著市場參與者能夠在更寬廣的價格區間內進行買賣，價格發現過程將更為順暢，尤其有利於需要執行大額訂單的基金經理及機構投資者。這有助於維持市場的流動性，並減少因機制介入而產生的「磁力效應」，即投資者因擔心觸發冷靜期而提前採取行動，反而加劇價格波動。然而，擴大措施亦非全無風險。放寬觸發門檻意味著容許價格在短時間內出現更大程度的偏離，這可能削弱 VCM 原本設計用以防止「閃崩」及系統性風險的核心功能。在極端市況下，例如受到突發重大消息衝擊時，較寬鬆的機制可能無法及時煞停失控的跌勢，令投資者承受更大的損失。此外，若將機制擴展至流通性較低的產品，這些產品可能因成交稀疏而頻繁觸發機制，反而造成市場混亂，違背了保障市場持正操作的初衷。

綜觀而言，收窄與擴大 VCM 各有其理論上的利弊，並無絕對的優劣之分，關鍵在於如何在維持市場穩定與保障交易效率之間取得適當平衡。收窄措施側重於加強風險防控，適合在市場波動性較高的時期採用，但可能犧牲部分流動性；擴大措施則傾向於促進市場自由運作，有利於提升交易效率，但在極端情況下防護能力或會減弱。香港作為國際化的證券市場，匯聚了來自全球的不同類型的投資者，既有以長線投資為主的機構投資者，亦有活躍的短線交易者及散戶。任何調整均需審慎評估對不同市場參與者的影響。最為務實的做法，是參考過去 11 年的運作數據，分析 VCM 在不同市況下的實際觸發頻率、冷靜期內價格修復的效果，以及對相關產品流動性的具體影響，從而以實證為基礎，探討是否有需要進行微調。畢竟，正如本會於 2015 年所主張的那樣，市場機制應在實踐中累積經驗，在共識下逐步優化，方能切合香港市場的獨特生態與發展需要。

作者是香港證券及期貨專業總會會長