

香港金融衍生品的投資研究

韓大遠

原文

Tai-Yuen Hon, Kai-Yin Woo and Paul Shum. 2015. Behavioral Study of Financial Derivatives Investments in Hong Kong. Asian Profile, Vol. 43, No. 6, 539-548.

撮要

本文探討了香港小投資者對不同類型金融衍生品的投資態度和模式。我們提出了幾個假設來檢驗歐洲主權債務危機的配置效應、心理帳戶和定位。研究結果證實，在危機期間，有經驗的小投資者與經驗不足的小投資者相比，可以更好地管理投資風險，因此遭受的投資損失更小，因為他們能夠最小化行為偏差。這項研究有助於在香港這個著名的亞洲金融中心背景下，進行行為金融學研究。

1. 引言

世界股市的波動越來越大，尤其是在歐洲主權債務危機 (European sovereign debt crisis) 期間。歐洲債務危機，通常也被稱為歐元區危機或歐洲主權債務危機，是 2009 年至 2010 年代中後期發生在歐盟 (European Union, EU) 的多年債務危機。同樣，衍生產品的價格在此期間也大幅波動。與共同基金等使用他人資金進行投資的機構投資者不同，用自己的資金進行投資的小投資者，在動蕩的投資市場中經歷了風險和損失。在行為金融學的背景下，小投資者被認為具有行為偏見，如過度自信、配置效應等，這可能導致巨大的投資損失。它引起了世界各地許多小投資者的日益關注。此外，新聞界的信息和意見可能會影響他們的決定。然後，研究他們如何分配投資組合，以及投資經驗與平均回報之間的相關性是很有趣的。本文主要目的，是瞭解香港小型投資者對金融衍生工具的概況和態度，以及他們對不同金融衍生工具的投資模式。關於小投資者觀點，和投資行為的變化，我們提出了三個假設。然後，通過調查問卷，從 1,130 名受訪者那裡收集的數據來檢驗這些假設。我們希望通過這樣做，為香港衍生品市場的行為金融學研究做出貢獻。

2024 年 3 月 27 日，香港交易所發文稱，公司旗下的衍生品市場成交量連續四年增長，2023 年成交量及持倉量均創歷史新高。2024 年增長勢頭不減，前兩個月的期貨及期權，平均每日成交量為 1,516,428 張合約，同比上升 11%。其中人民幣貨幣期貨，2024 年前兩個月平均每日成交量為 74,569 張合約，同比

上升 431%。香港交易所將推出十年期中國財政部國債期貨。國債期貨合約為人民幣固定收益產品領域，以境內中國政府債券為基準的離岸利率風險管理工具。作為離岸市場唯一的中國政府債券期貨合約，國債期貨合約旨在滿足離岸投資者日益增加的利率風險管理及交易需求。

香港交易所衍生產品按基礎資產類別可分為股指類衍生品、股票類衍生品、外匯類衍生品、利率類衍生品及商品類衍生品。股指類衍生品: 股指類衍生品就是以股票指數為標的資產的衍生品，主要包括指數期貨、指數期權和指數期貨期權。具體產品包括恆生指數期貨及期權，恆生中國企業指數期貨及期權，恆生科技指數期貨及期權，MSCI 指數期貨及期權等等。2021 年香港交易所推出了分別以恆生指數和恆生中國企業指數為基礎資產的兩隻期貨期權產品。股票類衍生品: 香港交易所提供的股票類衍生品包括 98 只股票期貨，126 只股票期權。股票期權也是香港衍生品市場上成交最活躍的一類產品，2023 年股票期權總成交量佔期貨期權產品總成交量的近 45%。外匯類衍生品: 香港交易所於 2012 年推出美元兌人民幣（香港）期貨，為全球首隻人民幣可交收貨幣期貨合約，其報價、按金計算以及結算交收均以人民幣為單位，為投資者提供了管理美元兌離岸人民幣匯率風險的工具。隨後，更多的人民幣外匯產品不斷推出，包括歐元、日元、澳元及印度盧比等外幣兌人民幣的外匯期貨等。美元兌人民幣（香港）期貨成交量自 2023 年下半年起持續增加，今年 3 月 22 日更創下自推出以來的單日最高成交紀錄 163,582 張合約。利率類衍生產品: 香港交易所於 1997 年及 1998 年推出了一系列港元利率期貨產品，包括：1 個月港元利率期貨、3 個月港元利率期貨等，讓市場參與者可以更有效管理港元利率波動帶來的風險。

2015 年在香港衍生產品市場，提供各種類型的產品，如 備兌認股證(warrants)、期權(options)、期貨(futures)、牛熊證(callable bull/bear contracts)和人民幣無本金交割遠期合約(Renminbi non-deliverable forwards)。香港的備兌認股證、牛熊證及期權交易在香港交易及結算所有限公司（香港交易所）進行，交易所分為證券市場及衍生工具市場。證券市場也被稱為證券交易所，在該交易所交易備兌認股證和牛熊證。衍生品市場又分為期貨交易所和股票期權交易所。指數期貨和指數期權在期貨交易所交易，而個股票期權在股票期權交易所交易。此外，香港的銀行可以為小投資者提供人民幣無本金交割遠期投資服務。小投資者需要開立投資服務帳戶，並且必須在交易前通過風險評估。

證券及期貨事務監察委員會（2014）報告稱，全球經濟增長前景仍不明朗。在歐洲，鑒於對通貨緊縮風險和高失業率的擔憂，歐洲央行在 2013 年兩次下調基準利率。主權評級仍容易被下調。2013 年，衍生權證的交易絕對值有所上升，但在市場總成交量中所佔的百分比有所下降。牛熊証的交易在絕對值和佔市場總成交量的百分比上都有所下降。2013 年期權的日均交易量增長了 9%。股票期權仍然是交易最活躍的期權產品，與 2012 年的水準相比，交易量增長了 9%。自 1970 年代末第一份備兌認股證在香港上市以來，已經有大約三十年的時間了。香港衍生品市場的市場規模 一直在增長。如今，其衍生品市場已位居亞洲前十名和世界前三十名。香港交易及結算所有限公司（港交所）的調查（2013 年）顯示，在 2012/13 年度，市場成交量較上一年度下跌 7%。市場成交量下跌主要反映恆生指數產品總成交量下跌 14%及股票期權成交量下跌 12%。由於股票期

權市場按合約交易量佔據主導地位，香港交易所衍生產品市場的整體交易構成將在很大程度上受到股票期權的影響，而股票期權與指數期貨和期權有很大不同。本文的其餘部分組織如下：第 2 部分回顧了相關文獻；第 3 部分陳述了研究問題和假設；第 4 節解釋了本研究的方法；第 5 節報告了研究結果；第 6 節提供了結論；第 7 節後記。

2. 文獻回顧

Naveh 等(2024) 研究通過實驗性地測試了決策者的期權定價 (options pricing) 是否因期權指定的資產結果的大小而產生偏差，即所謂的定位效應。通過亞馬遜 (Amazon) 的 Mechanical Turk 平台 (MTurk)，招募了 1,023 名參與者，並將他們隨機分配到八個組，這些組因資產類型和定價位置 (買入或賣出) 而異。參與者被要求為彩票 (lottery) 定價，即期權，其結果來自具有高、低或非數位 (non-numerical) 可能結果的基礎彩票。結果表明，標的資產的大小 (低或高) 創造了一個影響期權定價的定位。但是，該期權的定價不受將其定義為衍生彩票的影響。這是第一項研究指定的資產是否會產生影響期權定價的參考點的研究。Jang 等(2023) 利用一家領先的指數衍生品市場的交易數據，發現外國機構投資者賺取了巨額利潤，而國內個人則損失了幾乎相同的金額。實證研究結果表明，外國機構投資者的利潤不能歸因於他們的隔夜信息優勢，或流動性提供的回報。證據與以下假設一致，即外國投資者對指定的指數的盤中變化擁有優越的全市場資訊。

Takino (2022) 提出了一個微觀經濟學模型來驗證非現金抵押對接受現金和非現金資產的場外交易 (over-the-counter, OTC) 衍生品市場流動性的影響。流動性是以衍生品合約的均衡量來衡量的。均衡體積是通過求解一個規避風險的抵押品支付者想要優化其資本的效用最大化問題而得到的。抵押品支付者的資本取決於用作抵押物的非現金資產。以期權合約和遠期合約為例。敏感性分析表明，現金和非現金抵押物的最優組合，可以最大化衍生品的流動性。特別是對於期權合約，市場需要現金和非現金抵押品，來保持流動性。非現金抵押的引入提高了衍生品合約的流動性。還展示了抵押品安排如何提高場外衍生品市場的流動性。此外，現金和非現金抵押品的組合以最大限度地提高流動性與最大化參與者效用的組合不同。這表明，就帕累托準則 (Pareto criteria) 而言，最優組合效率不高。

Shefrin 和 Statman (1985) 預測，由於人們不喜歡遭受損失，而不是享受獲利，而且人們願意在損失的領域進行賭博，因此投資者將持有已經貶值的股票 (相對於他們購買的參考點)，並會急於出售價值上升的股票。他們稱之為處置效應。Choe 和 Eom (2007) 預計，經驗豐富且交易經驗豐富的投資者具有較低的處置效應，因為他們對市場有更好的理解，更瞭解這種趨勢，因此可能會糾正這種趨勢。因此，與經驗不足的小投資者相比，經驗豐富的小投資者在衍生品投資中遭受損失的比例較小。處置效應是將卡尼曼和特沃斯基的前景理論擴展到投資的一個含義。根據前景理論，當面對涉及簡單的兩結果和三結果彩票的選擇時，人們的行為就像最大化了 S 形價值函數一樣。這種價值函數類似於標

準效用函數，不同之處在於它是根據收益和損失而不是財富水平來定義的。函數在收益域中是凹的，在損失域中是凸的。損失也比收益更大，這意味著人們通常厭惡風險。對於這個價值函數來說，關鍵是衡量收益和損失的參考點。通常，以現狀為參考點，但在某些情況下，收益和損失是相對於與現狀不同的期望或期望水平進行編碼的。一個沒有與自己的損失和平相處的人可能會接受他無法接受的賭博（Kahneman 和 Tversky，1979）

儘管許多因素可以協調交易（例如，稅收損失出售、再平衡、改變風險偏好或優越資訊），但 Barber 等人。（2003）認為，他們的實證結果主要由三個行為因素驅動：代表性啟發式，有限注意力和性格。在買入時，對個股表現持久性的類似信念可能會導致投資者購買相同的股票——這是代表性啟發式的表現。投資者也可能僅僅因為這些股票引起了他們的注意而購買相同的股票。在合同中，在銷售時，對過去業績和注意力的推斷起著次要作用。注意力對於賣出來說不是問題，因為大多數投資者不會賣空，並且很容易將注意力集中在他們持有的少數股票上。如果投資者僅推斷過去表現，他們就會賣出虧損者。然而，他們沒有。這是因為，在出售時，有一個強大的抵消因素，處置效應，一種避免與出售虧損投資相關的遺憾的願望。因此，投資者賣的是贏家而不是輸家。理髮師等。（2006）分析了 1995 年至 1999 年在台灣證券交易所進行的所有交易，並提供了強有力的證據，證明投資者在總體上和個別上具有處置效應；也就是說，投資者更喜歡賣出贏家並持有輸家。多頭和空頭頭寸都存在處置效應，對男性和女性都存在（程度大致相同），並且在市場升值後趨於下降。

根據 Thaler（1999）的說法，「心理會計是個人和家庭用來組織、評估和跟蹤財務活動的一組認知操作。心理會計的關鍵組成部分是帳戶分配、關閉和評估。考慮可能存在哪些類型的帳戶。傳統上，經濟學家認為基金是可替代的（可替代的），但是，由於心理會計造成的孤島方法，情況可能並非如此。人們做出的實際決定表明，金錢並不總是可替代的。雖然可能會導致扭曲和其他奇怪的行為，但心理會計也可以有有益的一面，因為它可以幫助人們發揮自我控制力，鼓勵使用諸如“不要投入退休儲蓄”之類的規則，並從儲蓄中支付奢侈品（如去坎昆或克里特島度假）（Shefrin and Statman，1984）。因此，可以鼓勵人們節約和儲蓄更多。

參考點表示人們從一個基準值開始，並在明顯的方向上調整它；這可能不是故事的全部。關於為什麼調整往往是不夠的，有兩種觀點，第一種觀點對相關的參考點效果最好，第二種觀點對不相關的參考點效果最好（Chapman 和 Johnson，2002 年）。定位和基準利率低估代表性的變體有時似乎是相互衝突的。後者通常說人們受樣本信息的影響太大，而定位會導致人們對樣本數據的關注不足。定位是指需要進行定量評估的決策過程，其中這些評估可能會受到建議的影響。人們的腦海中有一些參考點，例如以前的股票價格。當他們收到一些新資訊時，他們可能會不適當地調整他們的參考點，對新獲得的信息反應不足。定位描述了個人如何傾向於關注最近的行為，而對較長時間的趨勢給予較少的權重（Tversky 和 Kahneman，1974）。

3.研究問題和假設

對衍生品市場中小投資者行為的研究相對較新。相關的行為金融理論是否可以應用於真實環境仍然存在爭議。因此，需要更多的理論發展和實證研究，特別是在亞洲背景下。本文目前的研究試圖填補這一研究空白。為了解釋香港小投資者在衍生品市場中的行為，我們根據上一節討論的行為金融理論設置了三個研究問題（第一季度至第三季度），包括配置效應、心理帳戶和定位。本研究將解決以下問題。在用一些理論理由討論了這些問題之後，我們提出了相應的假設（H1 到 H3），用經驗數據來檢驗。

問題 1：小投資者的投資經驗與其在香港金融衍生品的平均投資回報率之間是否存在相關性？

由配置效應引起的行為偏見被認為是造成損失的原因（Choe 和 Eom，2007）。具有長期投資經驗的小投資者可能表現出較少的配置效應，因為他們對衍生品市場有更好的理解，更瞭解這種行為偏見，因此有可能避免這種偏見。因此，與經驗不足的小投資者相比，經驗豐富的小投資者在衍生品投資中因處置效應而遭受的損失可能較小。

H1：小投資者的投資經驗與其金融衍生品的平均投資回報率之間存在顯著的相關性。

問題 2：小投資者在金融衍生品投資組合中的比重較低，與近期歐元區主權債務危機影響了他們投資香港金融衍生品的意願，這兩者之間是否存在相關性？小投資者可能有兩個心理帳戶：一個是低風險投資組合（即現金、債券），以保護財富免受通貨膨脹的影響；另一個是為財富積累而設計的高風險投資組合（即金融衍生品）。在歐元區主權債務危機後，面對價格的大幅波動，這種行為偏見可能更為普遍，當時缺乏綜合投資組合構建概念的小投資者對避免投資損失感到警覺。

H2：小型投資者對金融衍生品在整個投資組合中的比重較低，與近年來歐元區主權債務危機影響了他們投資香港金融衍生品的意願之間存在顯著相關性。

問題 3：小投資者對經濟衰退時，衍生品市場是否會復甦的看法與他們對當前市場價值的看法之間是否存在相關性？

小投資者往往有一些參考點或定位。當他們認為今天的市場交易不足時，可能會認為它將在未來幾年內回到衍生品市場繁榮時期的水準。投機市場（如股票市場）中的價值本質上是模稜兩可的。很難說恒生指數的價值應該是多少。沒有公認的經濟理論可以為這個問題提供答案。在沒有任何更好的信息的情況下，過去的價格可能是今天價格的重要決定因素。因此，參考點是最近記住的價格。因此，定位是指需要定量評估的決策過程，並且這些評估可能會受到建議的影響。人們的腦海中有一些參考點，例如以前的價格。當他們獲得新資訊時，他們會對獲得的新資訊進行調整，但對過去的參考不足（反應不足）。定位描述了個人如何傾向於關注最近的行為，而較少重視較長時間的趨勢。

H3：小投資者對經濟衰退時衍生品市場是否會回升的看法與他們對當前市場價值的看法之間存在顯著的相關性。

4.數據與方法

本研究的數據是通過調查問卷從香港的小投資者那裡收集的。問卷調查的主要目的是收集小投資者的意見，分析他們的投資行為，以及衍生品市場的金融抉擇模式。該調查問卷旨在獲取有關人口統計、投資經驗和行為以及影響受訪者財務決策的因素的資訊。問卷調查的第一部分側重於投資經驗、對投資條件的看法以及影響財務決策的因素。第二部分收集受訪者的個人資料，包括性別、年齡、教育程度、就業狀況和平均每月收入。調查於 2014 年 1 月 21 日至 2014 年 3 月 21 日期間進行。由於香港人口大多數是華人，因此問卷是用中文編寫的。在對十名受訪者進行試點測試後，在我們最終確定問卷之前，我們進行了一些修改（例如重新措辭一些問題以消除歧義）。由於部分受訪者沒有回答問卷中的所有問題，因此我們僅使用回覆次數（即受訪者未回答的問題，不計算在內），來計算各個項目的總數和佔總數的百分比。我們使用滾雪球法選擇了受訪者。一群本科生說明向受訪者分發了問卷。目標人群是香港衍生品市場的小投資者。我們向學生分發了 1,200 份問卷。共有 1,130 名被選中的受訪者，回覆率為 94%，他們填寫並返回了問卷。

（表 1）

表 1 報告了受訪者的概況。在受訪者中，64%的受訪者為男性，36%為女性。其中大多數年齡在 55 歲以下（94%），只有 6%為 55 歲或以上。在教育程度方面，大多數為高等教育（57.8%），中學或以下畢業生佔 42.2%。在就業狀況方面，73%受訪者為僱員，15.8%為自僱人士，5.3%為退休人士，5.9%為「其他」人士，包括家庭主婦及學生。最後，受訪者的收入中位數為港元約 16,363 元。備兌認股權證是最受歡迎的產品；結果顯示，24%的受訪者最常進行交易。第二大交易頻次的衍生品是股票期權，佔 23%的受訪者；第三種是經常交易的恒生指數期貨，佔 19.3%的受訪者；第四個是牛熊證（Callable Bull/Bear Contract, CBBC），佔 17.6%的受訪者；第五個是恒生指數期權，佔 12.3%；最不常交易的是人民幣無本金交割遠期合約(Renminbi non-deliverable forwards, NDF)，僅佔 3.7%。鑒於上述受訪者的人口統計概況，我們認為受訪者代表了香港金融衍生品市場的小投資者。估計個體對問卷中不同項目的回答的相關性，使用 Cramer's V 和卡方 (χ^2) 檢驗假設 H1 到 H3。

5.結果

（表 2）

受訪者對各項目回答的分佈情況見表 2。這些項目的設計方式反映了行為金融學中的一些重要概念。如假設中所述，對一個項目的回應，應該與對另一個項目的回應相關。Cramer's V 統計量的統計結果及其相應的顯著性水準如表 3 所示。

（表 3）

H1 通過比較對第 1 項和第 2 項的回應來測試。它規定了小投資者的投資經驗與其金融衍生品投資的平均回報率之間的相關性。這種相關性的存在，意味著 Shefrin 和 Statman (1985) 所謂的處置效應，可能存在於經驗不足的小投資者中。結果表明：Cramer 值為 0.130，在 0.01 水準上相關性顯著。鑒於這一發現，H1 得到支援。

此外，H2 通過比較對第 3 項和第 4 項的回應來測試。第 4 項關注的是受訪者投資組合中金融衍生品的權重。H2 以心理帳戶理論為後盾。容易受到近期歐元區主權債務危機影響的小投資者，可能會對風險控制感到警覺。然而，小投資者可能會嘗試調整投資風險水準，而不是將有風險和無風險的資產合併為一個整體投資組合，進行投資組合管理，即簡單地將有風險和無風險的資產分配給兩個心理帳戶，即更多地關注無風險投資組合，較少關注高風險投資組合。從問卷數據來看，74.3%的受訪者受到歐元區主權債務危機的影響，65.8%的受訪者透露，他們在衍生產品中的配置佔總投資組合的比例不到 30%。Cramer's V 值為 0.219，顯著性水準為 1%。換言之，對項目 3 的回應與項目 4 之間存在顯著相關性，因此支援 H2。

H3 通過比較受訪者對第 5 項和第 6 項的回答來檢驗。通過比較，確定過度自信和過度樂觀之間是否存在相關性，另一方面又存在定位之間的相關性。認為目前衍生品市場交易不足的小投資者，可能會認為衍生品市場將在幾年內恢復到股市活躍期間的水準。預計這種信念將與他或她對當今衍生品價值的看法有關。當 Cramer's V 值為 0.155，顯著性水準為 1% 時，H3 得到支援。

6. 結論

主要目的是瞭解香港小投資者對金融衍生品的概況和態度，以及他們對不同金融衍生品的投資模式。基於行為金融學中的一些關鍵概念，包括配置效應、心理帳戶和定位，我們提出了三個假設，並通過從香港 1,130 名小投資者收集的問卷研究，用數據集進行了檢驗。該研究得出了幾項發現。首先，我們探討了衍生品小投資者的交易模式和表現。我們發現，小投資者主要交易備兌認股證（24%）和股票期權（23%）。小投資者在備兌認股證市場擁有長期經驗。這些備兌認股證是吸引人的投資工具，原因有二：其槓桿效應和有限損失的特點使其對進取型小投資者具有吸引力；它們可以作為對沖工具，以減少其他相關投資產生的風險。至於 Cramer's V 統計的結果，我們發現小投資者的投資經驗，與他們在衍生品投資的平均回報率之間存在顯著的相關性。具有更多交易經驗的小投資者可能具有較低的配置效應，因為他們對市場有更好的理解，更瞭解這種趨勢，因此可能會糾正它。因此，與經驗不足的小投資者相比，經驗豐富的小投資者在衍生品投資中，遭受的損失較少。

其次，我們觀察到歐元區主權債務危機，影響 74.3%的受訪小投資者投資金融衍生品的意願。其中 40.1%的人在其投資組合中，持有 10%至不到 30%的衍生品投資的。我們發現，小投資者在金融衍生品投資組合中的權重較低，與近年來歐元區主權債務危機，影響了他們對金融衍生品投資的意願之間，存在顯著相關

性。這可以解釋為歐元區主權債務危機期間，對損失的高度敏感，他們將有風險和無風險資產分為兩個心理帳戶。

最後，我們發現，小投資者對衍生品市場在經濟衰退情況下是否會復甦的看法，與小投資者對當今衍生品價值的看法之間存在顯著的相關性。這一發現表明，小投資者在進行衍生品市場投資時，會考慮一些定位(參考點)。例如，如果一個小投資者認為衍生品市場目前的交易量不足，那麼他可能會合理地認為，衍生品市場將在幾年內恢復到衍生品市場繁榮時期的水準。

7.後記

十多年前，歐元區經歷了一場生存危機。它成為一項流行的運動，以預測系統崩潰，和歐元消失的日期。在主權債務危機襲擊歐元區的那些日子裡，我們瞭解到這個體系是支離破碎的，和這種脆弱性的歷史，多年來歐元區治理方面，為減少其脆弱性，並使其更具可持續性所做的工作。我要問一個問題：今天歐洲面臨的通貨膨脹危機，是否已經做了足夠的工作來加強歐元區，準備好面對未來的危機？而香港小投資者，是否影響了您投資金融衍生品的願望？可重新探討香港小投資者，對不同類型金融衍生品的投資態度和模式。

參考書目

- Barber, B. M., Lee Y. T., Liu Y.J. and T. Odean, (2006). "Is the Aggregate Investor Reluctant to Realize Losses?" Working paper.
- Braber B.M., Odean T. and N. Zhu, (2003). "Systematic Noise," Working paper, Apr.
- Chapman, G. B. and E. J. Johnson, (2002). "Incorporating the Irrelevant: Anchors in Judgments of Belief and Value," In T. Gilovich, D. Griffin, and D. Kahneman, eds., *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K.).
- Choe, H. and Y. Eom, (2007). "The Disposition Effect and Investment Performance in the Future Market," Working paper, the College of Business Administration, Seoul National University, pp.1-45.
- Hon, T.Y., Woo, K.Y. and P. Shum, (2015). Behavioral Study of Financial Derivatives Investments in Hong Kong. *Asian Profile*, Vol. 43, No. 6, 539-548.
- Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, (2013). "Derivatives Market Transaction Survey 2012/13," *Research & Policy*, November, pp.1-35.
- Jang, J.,Kang, J. and J. Lee, (2023). Who has an edge in trading index derivatives? *The journal of futures markets*. Vol.43 (3), pp.325-348.
- Naveh, E., Malul, Miki, M., Mosi, R. and S.Tal, (2024). An Experimental Study of the Effect of the Anchor of the Option's Underlying Asset on Investors' Pricing Decisions. *The journal of behavioral finance*, Vol.25 (2), pp.167-180.
- Securities and Futures Commission, (2014). "A review of the global and local securities in 2013," *Research paper No.54*, January, pp.1-18.
- Shefrin, H. and M. Statman, (1984). "Explaining Investor Preference for Cash Dividends," *Journal of Financial Economics*, Vol.13, pp.253-282.
- Shefrin, H. and M. Statman, (1985). "The Disposition to Sell Winners too Early and Ride Losses too Long: Theory and Evidence," *Journal of Finance*, Vol.40, pp.777-790.
- Takino, K. (2022). "The impact of non-cash collateralization on the over-the-counter derivatives markets. *Review of derivatives research*," Vol.25 (2), pp.137-171.
- Thaler, R. H. (1999). "Mental Accounting Matters," *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol.12, pp.183-206.
- Tversky, A. and D. Kahneman, (1974). "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases," *Science, New Series*, Vol.185, pp.1124-1131.

Tversky, A. and D. Kahneman, (1979). "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk," *Econometrica*, Vol.47, No.2, pp.263-291.

表 1 受訪者的人口統計特徵

| 個人特徵 | 總數 | 佔總數的% |
|-----------------------|-----|-------|
| 性： | | |
| 男性 | 709 | 64 |
| 女性 | 398 | 36 |
| 年齡組： | | |
| 18 - 24 歲 | 213 | 18.9 |
| 25 - 34 歲 | 329 | 29.1 |
| 35 - 44 歲 | 281 | 24.9 |
| 45 - 54 歲 | 238 | 21.1 |
| 55 - 64 歲 | 55 | 4.9 |
| 65 歲或以上 | 13 | 1.2 |
| 教育程度： | | |
| 沒有上學 | 14 | 1.2 |
| 小學 | 46 | 4.1 |
| 中學 | 417 | 36.9 |
| 高等教育 | 652 | 57.8 |
| 就業狀況： | | |
| 僱員 | 816 | 73.0 |
| 自僱 | 177 | 15.8 |
| 退休 | 59 | 5.3 |
| 其他 | 66 | 5.9 |
| 平均月收入： | | |
| 港幣 5,000 以下 | 79 | 7.1 |
| 港幣 5,000 - 港幣 9,999 | 80 | 7.2 |
| 港幣 10,000 - 港幣 14,999 | 221 | 19.9 |
| 港幣 15,000 - 港幣 19,999 | 265 | 23.9 |
| 港幣 20,000 - 港幣 24,999 | 169 | 15.2 |
| 港幣 25,000 - 港幣 29,999 | 141 | 12.7 |
| 港幣 30,000 - 港幣 49,999 | 113 | 10.2 |
| 港幣 50,000 或以上 | 43 | 3.9 |
| 您最常投資哪種類型的金融衍生品？ | | |
| 備兌認股証 | 249 | 24.0 |
| 恒生指數期貨 | 200 | 19.3 |
| 股票期權 | 239 | 23.0 |
| 恒生指數期權 | 128 | 12.3 |
| 牛熊証 | 183 | 17.6 |
| 人民幣無本金交割遠期合約 | 38 | 3.7 |

表 2 對各項目的答覆

| 項目和回應 | 不。 | 佔總數的% |
|---|-----|-------|
| 1. 您在金融市場上投資多久了？ | | |
| 從未投資過 | 55 | 4.9 |
| 少於 1 年 | 212 | 18.8 |
| 1 年到 3 年以下 | 258 | 22.9 |
| 3 年至 5 年以下 | 266 | 23.6 |
| 5 年至 10 年以下 | 185 | 16.4 |
| 10 年或以上 | 152 | 13.5 |
| 2. 您對衍生產品的平均投資回報率是多少？ | | |
| 損失 | 149 | 14.3 |
| 平均回報率低於 10% | 340 | 32.7 |
| 平均回報率 10% 至 30% 以下 | 322 | 31.0 |
| 平均回報率 30% 至 50% 以下 | 165 | 15.9 |
| 平均回報率 50% 至 100% 以下 | 51 | 4.9 |
| 平均回報率 100% 或以上 | 12 | 1.2 |
| 3. 近年來的歐元區主權債務危機，是否影響了您投資金融衍生品的願望？ | | |
| 是 | 758 | 74.3 |
| 不是 | 262 | 25.7 |
| 4. 作為您投資組合總額的百分比，您在衍生產品中的投資金額是多少？ | | |
| 小於 10% | 267 | 25.7 |
| 10% 至 30% 以下 | 416 | 40.1 |
| 30% 至 50% 以下 | 261 | 25.1 |
| 50% 至 100% 以下 | 78 | 7.5 |
| 100% | 16 | 1.5 |
| 5. 如果今日金融衍生產品市場出現大幅下跌（即恒生指數市值較上一年的峰值，下跌三分之一），你是否同意金融衍生品市場肯定會在幾年後回到原來的水準？ | | |
| 強烈同意 | 64 | 6.2 |
| 有點同意 | 328 | 31.6 |
| 中性 | 526 | 52.7 |
| 有點不同意 | 84 | 8.1 |
| 強烈不同意 | 15 | 1.4 |
| 6. 如果你看一下今天 金融衍生品市場的交易量，在你看來，是不是： | | |
| 超額交易 _____% | 115 | 11.1 |
| 交易不足 _____% | 87 | 8.4 |
| 在基本正確的水準上交易 | 399 | 38.6 |
| 不能說 | 432 | 41.8 |

表 3 統計結果

| 假設 | Cramer's V 值 | 顯著性 |
|--------------------------------|--------------|-------|
| 假設 1 (回應與第 1 項目和第 2 項目的相關性) | 0.130 | 0.000 |
| 假設 2 (回應與第 3 項目和第 4 項目的相關性) | 0.219 | 0.000 |
| 假設 3 (回應與第 5 項目和第 6 項目的相關性) | 0.155 | 0.000 |

免責聲明

本章是同作者在以下期刊上發表的文章的翻譯及延展版本。

亞州視角(Asian Profile). 43(6), 539-548. 2015. 可下載於：

https://hksyu.primo.exlibrisgroup.com/discovery/fulldisplay?docid=alma991008195728307546&context=L&vid=852HKSYU_INST:HKSYU&lang=en&search_scope=HKSYUIR&adaptor=Local%20Search%20Engine&tab=HKSYUIR&query=any,contains,Tai-Yuen%20Hon&offset=20