



SECURITIES AND FUTURES COMMISSION
證券及期貨事務監察委員會

研究論文 48：2010 年環球及香港證券市場回顧

2011 年 1 月 27 日



摘要

1. 環球主要股市在 2010 年初均告下跌，歐洲主權債務憂慮持續影響投資氣氛，令這些市場在 2010 年中跌至新近低位。投資者憂慮葡萄牙、愛爾蘭、意大利、希臘及西班牙五個歐洲國家（PIIGS 五國）財赤嚴重，政府負債纍纍。希臘、葡萄牙及西班牙更被標準普爾（標普）調低主權債務信貸評級，當局其後公布為這些歐洲國家提供拯救基金，投資氣氛才穩定下來。之後，由於企業盈利改善及經濟表現較預期為佳，主要市場相繼復蘇，加上投資者對美國推出量化寬鬆措施抱樂觀態度，亦支持主要市場重拾升軌。
2. 與 2009 年底的水平相比，道瓊斯指數（道指）在 2010 年底上升 11%，納斯達克指數（納指）上升 16.9%，標普 500 指數則上升 12.8%。富時指數上升 9%，DAX 指數上升 16.1%，而 CAC 指數則下跌 3.3%。
3. 在 2010 年，上海證券綜合指數（上證綜合指數）較 2009 年底的水平下跌了 14.3%，成為亞洲表現最差的指數。內地市場在 2009 年錄得強勁升幅，但在 2010 年因擔心政府改變政策以打擊經濟過熱而下滑。由於通脹似乎難以遏止，市場憂慮內地政府或會推行更多加息及控制物價等緊縮措施。
4. 截至 2010 年底，恒生指數（恒指）較 2009 年底高出 5.3%，而恒生中國企業指數（國企指數）則下跌 0.8%。香港市場在 2010 年初跟隨海外市場下跌。其後，投資者對美國量化寬鬆措施抱樂觀態度，加上內地經濟表現保持良好，港股止跌回升。然而，在 2010 年下旬，由於憂慮內地政府繼續推行緊縮貨幣政策，而香港亦採取措施冷卻樓市，本地投資氣氛轉淡。
5. 展望未來，預料環球市場前景將取決於資金流向及數量，以及各主要經濟體系的復蘇步伐。市場可能繼續聚焦於歐債問題及內地壓抑通脹的政策取向，各地股市亦可能會因為區內地緣政治局勢緊張而更為波動。
6. 香港股票現貨市場在 2010 年的每日平均成交額為 691 億元¹，較 2009 年高出 11%。全年首九個月的交投平穩，每日平均成交額為 630 億元。其後交投顯著增加，10 月及 11 月份尤其活躍，每日平均成交額增至 980 億元。至於衍生工具，2010 年每日平均成交量為 466,082 張合約，較 2009 年增加 18%。
7. 香港成為 2010 年全球規模最大的上市集資中心，全年共有 94 宗首次公開招股，總集資額達 4,450 億元，而 2009 年則有 65 宗，總集資額為 2,482 億元。在 2010 年有更多來自全球主要市場的企業來港上市，令香港市場更趨多元化。

2010 年環球股市表現

8. 在歐債問題陰霾下，環球主要股市在 2010 年初均告下跌。之後隨著企業盈利改善及經濟表現較預期為佳，全球股市相繼復蘇，加上投資者對全球主要央行推出量化寬鬆措施抱樂觀態度，亦支持股市重拾升軌。

¹ 除非另有註明，否則本文所述貨幣為港元。



主要股票市場的表現

		2010 年底	百分率變幅		市盈率
		指數水平	2010	2009	2010 年底
香港及內地					
香港	-恒指	23,035.45	5.3%	52.0%	14.18
	-國企指數	12,692.43	-0.8%	62.1%	13.47
內地	-上證綜合指數	2,808.08	-14.3%	80.0%	18.1
	-深證綜合指數	1,290.87	7.5%	117.1%	37.95
亞洲					
日本	-日經 225 指數	10,228.92	-3.0%	19.0%	29.9
澳洲	-所有普通股指數	4,846.90	-0.7%	33.4%	19.87
台灣	-台灣加權指數	8,972.50	9.6%	78.3%	15.74
韓國	-韓國綜合指數	2,051.00	21.9%	49.7%	14.78
新加坡	-海峽時報指數	3,190.04	10.1%	64.5%	14.78
泰國	-泰國證券交易所指數	1,032.76	40.6%	63.2%	14.78
馬來西亞	-吉隆坡綜合指數	1,518.91	19.3%	45.2%	17.37
印尼	-雅加達綜合指數	3,703.51	46.1%	87.0%	20.89
菲律賓	-菲律賓綜合指數	4,201.14	37.6%	63.0%	13.67
越南	-VN 指數	484.66	-2.0%	56.8%	11.28
美國					
美國	-道指	11,577.51	11.0%	18.8%	14.05
	-納指	2,652.87	16.9%	43.9%	34.53
	-標普 500 指數	1,257.64	12.8%	23.5%	15.75
歐洲					
英國	-富時 100 指數	5,899.94	9.0%	22.1%	17.6
德國	-DAX 指數	6,914.19	16.1%	23.8%	14.38
法國	-CAC 指數	3,804.78	-3.3%	22.3%	12.84
PIIGS 五國及匈牙利					
葡萄牙	-PSI-20 指數	7,588.31	-10.3%	33.5%	11.49
意大利	-FTSEMIB 指數	20,173.29	-13.2%	19.5%	13.63
愛爾蘭	-ISEQ 指數	2,885.10	-3.0%	27.0%	不適用
希臘	-ASE 綜合指數	1,413.94	-35.6%	22.9%	31.65
西班牙	-IBEX 指數	9,859.10	-17.4%	29.8%	9.41
匈牙利	-BUX 指數	21,327.07	0.5%	73.4%	11.97
BRIC 四國其他成員					
巴西	-IBOV 指數	69,304.81	1.0%	82.7%	13.85
俄羅斯	-MICEX 指數	1,687.99	23.2%	121.1%	9.04
印度	-Nifty 指數	6,134.50	17.9%	75.8%	19.38
地區					
MSCI 亞太（日本除外）指數		478.88	15.0%	68.4%	15.98
MSCI BRIC 指數		560.46	5.0%	68.0%	不適用
MSCI 新興歐洲指數		5,299.24	16.3%	68.8%	不適用
MSCI 拉丁美洲指數		4,613.65	12.1%	98.1%	14.83

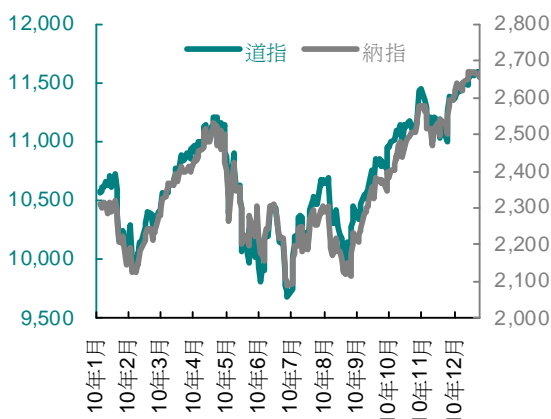
資料來源：彭博

美國

- 美國市場在 2010 年初由於憂慮經濟增長放緩而下跌。雖然自美國於 2008 年推出首輪量化寬鬆措施（QE1）後，全球經濟避免陷入嚴重衰退，但美國經濟卻未見起色，失業率仍偏高，加上憂慮可能出現雙底衰退，令美國市場雪上加霜。



10. 由於主要銀行盈利未如理想，同時市場擔心金融業改革計劃所帶來的影響，金融股表現欠佳。道指在 7 月跌至約 9,700 點的新近低位，較 2009 年底下跌 7%。
11. 之後，由於經濟前景及企業財務數據看來有所改善，道指強勁反彈。當局公布第二輪量化寬鬆措施 (QE2)，亦令投資氣氛轉好，而 QE2 的推出令美元轉弱，則有利商品及資源股價格上升。道指在 2010 年 12 月升穿 11,500 點，是兩年來的高位。科技股及銀行股均錄得升幅。與 2009 年底的水平相比，道指在 2010 年上升 11%，納指上升 16.9%，標普 500 指數則上升 12.8%。



道指及納指表現



富時指數及 DAX 指數表現

資料來源：彭博

歐洲

12. 2010 年初，歐洲市場因區內部分國家財政預算赤字嚴重、政府負債纍纍而下跌。標普調低了希臘、葡萄牙及西班牙的主權債券評級。歐元區各國財政部長及國際貨幣基金組織在 5 月宣布推出拯救基金，為這些國家提供援助，而受助國家亦公布財政緊縮措施以減少財赤。雖然上述措施有助挽回投資者對金融市場的信心，但部分市場人士擔心有關措施終會損害經濟增長前景。
13. 歐洲市場在 2010 年中開始止跌回升。由於主要央行實施量化寬鬆政策，加上企業盈利理想，市場氣氛轉趨樂觀，美股升幅強勁亦帶動歐洲市場回升。
14. 然而，愛爾蘭信貸違約掉期 (CDS) 息差在 10 月創新高，希臘財政預算赤字亦高於預期，再次觸發市場對歐債問題的憂慮。愛爾蘭政府在 11 月接納歐盟及國際貨幣基金組織提出的 850 億歐元拯救方案。考慮到愛爾蘭政府的債務負擔將會加重，標普調低該國的主權債務評級。12 月，惠譽將愛爾蘭的信貸評級下調三級，由 A+ 調低至 BBB+，而穆迪則將其評級下調五級，由 Aa2 調低至 Baa1。投資者擔心繼愛爾蘭之後，歐元區其他周邊國家亦需要類似的財政援助，因此信貸評級機構重新檢討歐洲其餘部分國家的信貸評級。其後，PIIGS 五國之中續有其他國家的信貸違約掉期息差升至歷史新高。截至 2010 年底，英國富時指數及德國 DAX 指數分別較 2009 年底上升 9% 及 16.1%，而法國 CAC 指數則下跌 3.3%。PIIGS 五國股市全線回落，跌幅由 3% 至 35.6% 不等。

亞洲

15. 亞洲市場表現亦波動不定。由於部分亞洲國家須倚賴輸往歐洲的出口及來自歐洲銀行的貿易融資，因此部分投資者擔心亞洲區經濟或會受歐洲主權債務問題所影響。區內政治局勢不明朗 (如泰國的內部衝突、日本政府更換領導人及中日關係緊張)，亦拖累市場氣氛。雖然投資者對亞洲區的經濟增長前景感到樂觀，令區內大部分市場在 2010 年下旬上升，但由於市場再次憂慮歐債問題，加上朝鮮半島地緣政治局勢緊張，升幅受到限制。相較於 2009 年底的水平，亞洲區內各基準指數表現不一，當中以日本表現最差 (下跌 3%)，印尼則領先大市 (上升 46.1%)。



內地

16. 上證綜合指數在 2009 年錄得強勁升幅，其後市場擔心政府改變政策以打擊過熱的經濟，上證綜合指數在 2010 年初下滑。銀行股因政府收緊銀根而首當其衝。樓市依然高企，投資者亦憂慮政府推出政策遏抑房產價格。上證綜合指數於 7 月 5 日下挫至 2,363 點，較 2009 年底的水平下降 28%。
17. 其後指數因經濟數據及企業盈利理想而回升至 3,100 點以上。內地經濟增長強勁。國內生產總值在 2010 年按年增加 10.3%，但市場其後在通脹壓力上升的憂慮下回落。消費物價指數在 11 月升至 5.1%，是 28 個月以來的高位，並於 12 月回落至 4.6%。由於通脹似乎難以遏止，加上市場可能出現資產泡沫，內地央行在 2010 年六度將存款準備金比率提高，每次調升 50 點子，最後達至 18.5%。一年期儲蓄存款的利率亦於年內兩度調高，每次調高 25 點子，達至 2.75%。截至 2010 年底，上證綜合指數較 2009 年底的水平下跌了 14.3%。



上證綜合指數的表現

資料來源：彭博

香港

18. 香港市場在 2010 年初跟隨海外市場下跌。由於投資者憂慮內地實施貨幣緊縮措施，H 股落後大市。歐債危機仍然引起關注，亦損害市場氣氛。恒指於 5 月 25 日跌至 18,985 點的低位，較 2009 年底的水平下降 13%。
19. 其後，投資者對美國量化寬鬆措施抱持樂觀態度，加上內地經濟表現保持良好，港股強勁反彈，企業盈利維持穩健亦帶動市場回升。地產股受惠於樓價攀升及賣地成績理想而跑贏大市。恒指在 11 月 8 日升至 24,964 點的高位，較 2009 年底水平上升 14%。然而，由於內地政府繼續緊縮貨幣政策，而本地政府亦採取措施冷卻樓市，恒指升幅收窄。朝鮮半島的地緣政治局勢緊張，亦為市場帶來更多不明朗因素。截至 2010 年底，恒指較 2009 年底高出僅 5.3%，而國企指數則下跌 0.8%。



恒指表現

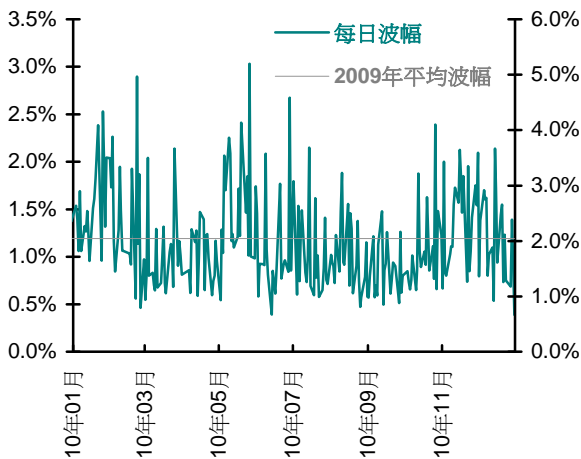
資料來源：彭博



國企指數表現

2010 年市場波幅收窄

20. 恒指的單日波幅於 2010 年跌至平均 1.2%（2009 年為 2.0%，2008 年則為 2.7%）。恒指期權的引伸波幅亦下跌，於 2010 年底約為 21%。



恒指單日波幅



恒指期權引伸波幅

註：

$$\text{單日波幅} = \frac{\text{當日最高位} - \text{當日最低位}}{0.5 * (\text{當日最高位} + \text{當日最低位})}$$

資料來源：彭博

前景

21. 各主要市場由 2010 年中開始表現暢旺，但未來仍須面對以下不明朗因素：

- 美國：美國實施 QE1 後，經濟增長仍然緩慢，通脹保持在低水平，失業率仍然高企，市場始終懷疑 QE2 能否有效地刺激需求。美國經濟復蘇的速度最終會影響亞洲的出口增長。
- 歐洲：歐洲主權債務危機的陰霾尚未消散，在 2010 年持續影響區內各主要股市的表現。歐洲部分國家錄得財政赤字，引起投資者關注；儘管歐盟及國際貨幣基金組織已推出援助方案，但市場仍擔心希臘和愛爾蘭未能解決結構性問題，其他國家或會受到波及。此外，歐洲國家為解決財困必須採取的緊縮措施，亦可能會影響經濟增長，為股市帶來更多不明朗因素。環球市場的前景將取決於歐債問題需時多久才能解決，以及各地經濟受影響的程度。



- c) 亞洲：市場預期美國推行 QE2，因此有大量資金湧入新興市場，包括經濟持續增長的拉丁美洲及亞洲新興市場，各類資產價格節節上升，令投資者擔心市場出現資產泡沫。再者，若市場氣氛突然轉變，資金流向亦會急速逆轉。亞洲部分央行通過加息打擊通脹，亦有政府推行資金管制及徵收投資稅項等措施，藉以減少資金流入。此外，亞洲區內以出口為主的市場或會受經濟增長放緩及歐美需求下降所拖累。
- d) 內地：為壓抑通脹，中國政府亦開始撤銷各項刺激經濟措施，推出貨幣緊縮政策，同時採取多項措施以防止過多資金湧入市場及促使樓市降溫。內地市場由 2010 年 7 月初的低位回升，投資者自此對最新的經濟數據及緊縮措施更為關注，令市場相當波動。如經濟仍然過熱，政府或會推行更多緊縮措施，例如加息及控制物價等，進而影響投資氣氛及市場表現。
- e) 香港：香港市場屬開放型經濟，有大量國際投資者參與，每當有大量資金進出香港，股市價格及波幅可能會隨之變動。投資者將密切注視美國的經濟前景及歐債問題的發展。另一方面，由於內地仍屬封閉的市場體系，不少投資者會視香港為進軍內地市場的踏腳石，紛紛將資金投入本港。因此，內地市場的重大發展均與香港市場息息相關。
22. 展望未來，預料環球市場前景將取決於資金流向及數量，以及各主要經濟體系的復蘇步伐。市場可能繼續聚焦於歐洲主權債務問題及內地壓抑通脹的政策取向，各地股市亦可能會隨著區內地緣政治局勢緊張而更加波動不定。

香港證券市場各範疇的活動

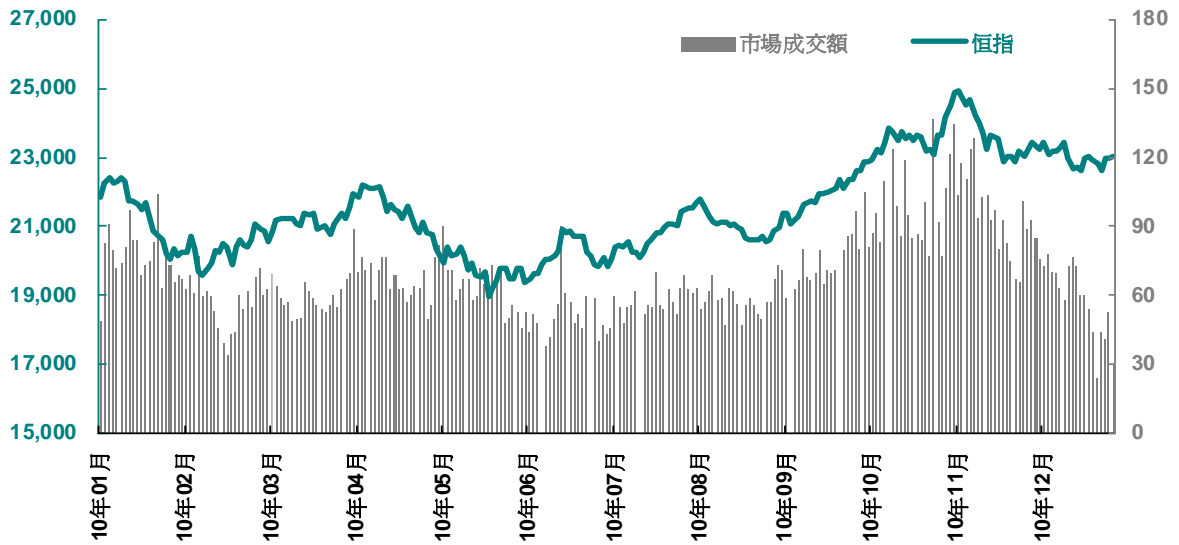
港股交投活動

23. 港股在 2010 年全年的交投一般，每日平均成交額為 691 億元，較 2009 年高出 11%。首九個月的交投較為平穩，每日平均成交額為 630 億元。其後交投顯著增加，10 月及 11 月份尤其活躍，每日平均成交額增至 980 億元。
24. 內地股交投仍然最活躍，但所佔市場總成交額由 2009 年的 46% 下跌至 39%，部分原因是衍生權證所佔的市場總成交額由 11% 增加至 16%。此外，一些首次公開招股的非內地股獲投資者追捧，錄得很高的成交。

每日平均成交額（以十億元計）

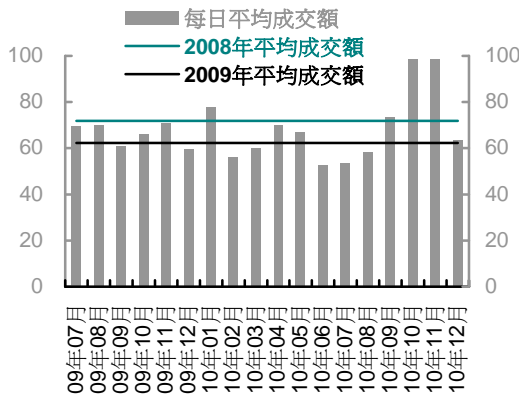
	2010	2009	2008	相對以下期間的百分率變幅	
				2009	2008
恒指成分股（H 股及紅籌股除外）	8.4(12%)	7.9 (13%)	11.2 (16%)	6%	-25%
內地股票	26.7(39%)	28.5 (46%)	34.4 (48%)	-6%	-22%
H 股	18.9(27%)	20.8 (33%)	25.1 (35%)	-9%	-25%
紅籌股	7.8(11%)	7.8 (12%)	9.3 (13%)	0%	-16%
衍生權證	10.8(16%)	6.6 (11%)	14.0 (19%)	64%	-23%
牛熊證	5.8(8%)	6.7 (11%)	4.2 (6%)	-13%	38%
其他	17.3(25%)	12.5 (20%)	8.2 (11%)	38%	111%
市場總計	69.1(100%)	62.3 (100%)	72.1 (100%)	11%	-4%

資料來源：香港交易所及證監會研究科

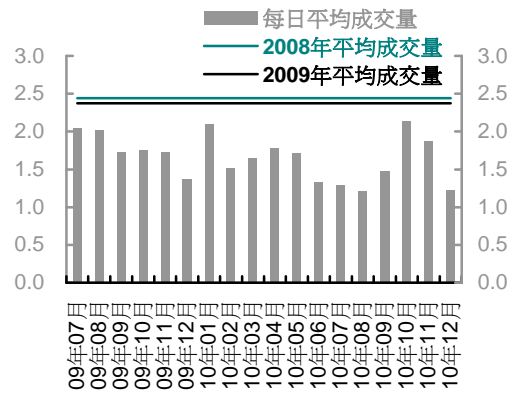


恒指表現及市場成交額（以十億元計）（2010年）

資料來源：證監會研究科



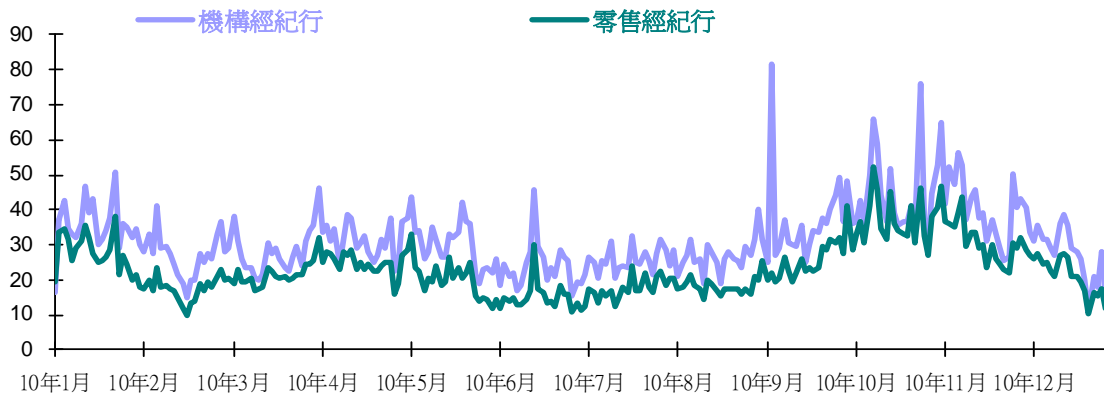
香港市場的成交額（以十億元計）



恒指成分股的成交量（以十億股計）

資料來源：彭博

25. 以經紀行類別劃分，機構經紀行的股份交易佔市場份額在 2010 年上升至 58%，而 2009 年為 56%。零售經紀行所佔的市場份額為 42%（2009 年為 44%）。



2010 年按經紀行類別劃分的每日股票成交額
（以十億元計）

資料來源：證監會研究科



賣空活動

26. 2010 年的賣空活動頗為活躍，交易額及佔市場總成交額的比例均較 2009 年為高。每日平均交易額由 2009 年的 34.32 億元（佔市場總成交額 5.5%）增至 2010 年的 43.06 億元（佔市場總成交額 6.2%）。

首次公開招股活動

27. 2010 年有不少公司在香港首次公開招股，全年共有 94 宗，總集資額達 4,450 億元，使香港成為全球規模最大的上市集資中心。2009 年香港有 65 宗首次公開招股，總集資額為 2,482 億元。
28. 部分首次公開股股的規模相當龐大，當中友邦保險的集資額為香港歷年之冠，同樣在 2010 年上市的中國農業銀行則佔第三位。這兩家公司通過招股吸納了共 2,526 億元資金，佔香港 2010 全年總集資額的 56.8%。
29. 由於有更多來自全球主要市場的企業來港上市，香港市場更趨多元化。以 2010 年的總集資額而言，中國內地企業佔 49%²，而 2009 年則佔 83%。這是因為香港在 2010 年吸引了更多海外企業來港上市招股，當中包括巴西、法國、德國、蒙古、俄羅斯、美國及英國的企業，令中國內地企業所佔的比例減少。

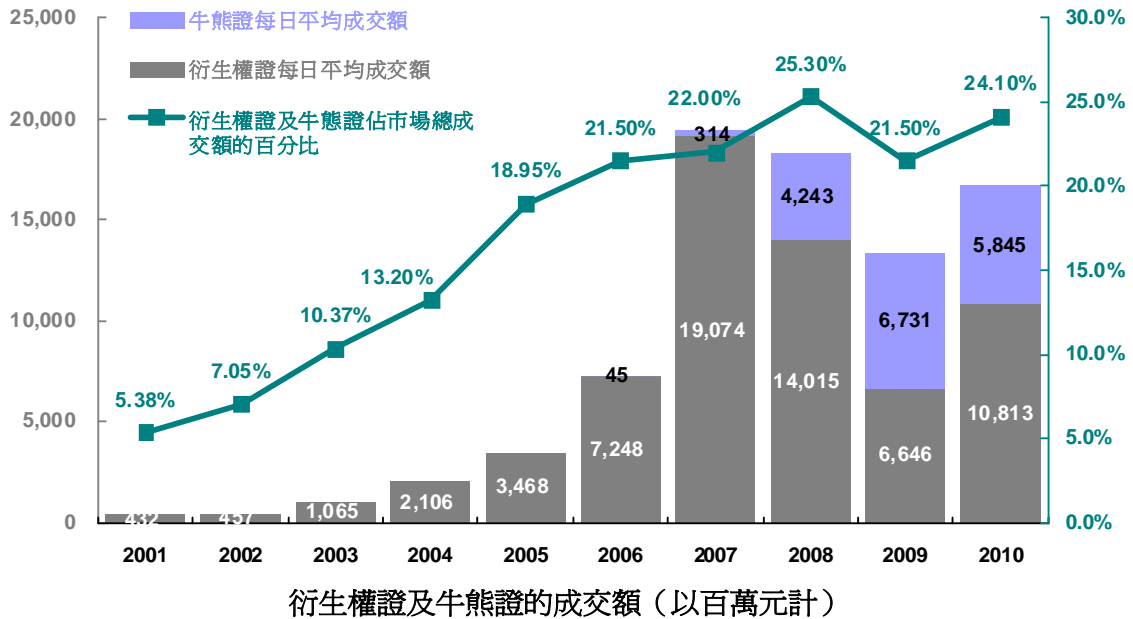
交易所買賣基金（ETF）

30. ETF 數目由 2009 年底的 43 隻，增至 2010 年底的 69 隻。每日平均成交額由 2009 年的 20 億元增至 2010 年的 24 億元，佔 2010 年市場總成交額的 3.5%，而 2010 全年成交額亦創下香港 ETF 歷來最高的紀錄。

衍生權證及牛熊證

31. 2010 年，證券化衍生工具（包括衍生權證及牛熊證）在香港的成交額是全球之冠，衍生權證的成交額及佔市場總成交額的比例在 2010 年雙雙上升，成交額由 2009 年的 66 億元（佔市場總成交額 10.7%）增加至 108 億元（佔市場總成交額 15.6%）。
32. 牛熊證的成交額及佔市場總成交額的百分比均告下跌，成交額由 2009 年的 67 億元（佔市場總成交額 10.8%）下跌至 58 億元（佔市場總成交額 8.5%）。

² 中國內地企業包括 H 股、紅籌股及非 H 股內地民營企業。



資料來源：證監會研究科

交易所買賣衍生工具

33. 衍生工具的每日平均成交量為 466,082 張合約，較 2009 年高出 18%。期貨產品的成交量在 2010 年輕微下跌，當中恒指期貨仍然是交投最活躍的產品，幾乎佔所有期貨交易的一半，與 2009 年相比，恒指期貨的每日平均成交量增加了 0.8%。國企指數期貨的交投僅次於恒指期貨。截至 2010 年底，恒指期貨的未平倉合約有 88,816 張，而國企指數期貨的未平倉合約則有 94,734 張。
34. 期權市場的成交量在 2010 年上升，股票期權仍是交投最活躍的期權產品，成交量較 2009 年上升 28.8%。值得注意的是，恒指及國企指數期權產品的成交量均大幅增長，分別上升 58.6% 及 48.4%。



按產品類別劃分的衍生工具每日平均成交量（合約張數）

		2010	2009	2008
期貨	恒指期貨	84,462	83,750	89,368
	小型恒指期貨	33,336	37,494	32,761
	國企指數期貨	49,919	50,077	59,428
	小型國企指數期貨	3,985	3,232	1,726
	股票期貨	961	1,098	1,058
	三個月港元利率期貨	4	10	98
	黃金期貨	23	27	62
	其他期貨產品*	27	1	4
	期貨總和	172,717	175,690	184,505
期權	恒指期權	34,197	21,686	15,723
	小型恒指期權	1,939	1,158	646
	國企指數期權	11,690	7,924	6,642
	股票期權	245,485	191,676	225,074
	其他期權產品**	55	0	2
期權總和	293,365	222,445	248,087	
期貨期權總和	466,082	398,134	432,592	

備註：恒指股息點指數期貨及恒生國企股息點指數期貨在 2010 年 11 月 1 日推出

* 一個月港元利率期貨、三年期外匯基金債券期貨、恒生中國 H 股金融行業指數期貨、新華富時中國 25 指數期貨、恒指股息點指數期貨及恒生國企股息點指數期貨

** 新華富時中國 25 指數期權、自訂條款恒指期權及自訂條款 H 股指數期權

^ 每日平均成交量是以產品推出後的交易日數計算

資料來源：香港交易所及證監會研究科