



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

研究論文 52：2012 年環球及香港證券市場回顧

2013 年 1 月 18 日



摘要

1. 各大央行向銀行體系注資，令大部分主要股市繼 2011 年調整後於 2012 年反彈。經濟數據改善，為股市帶來支持，部分更攀升至多年來的高位。不過，美國財政懸崖問題及歐洲債務問題不明朗，令各股市在 2012 年底更為波動。
2. 美國的道指、納指及標準普爾 500 指數在 2012 年分別上漲 7.3%、15.9%及 13.4%，主要因為市場對經濟復蘇抱樂觀態度，抵銷持續對歐債問題的關注。第三輪量化寬鬆措施公布後，道指在 10 月上升至五年來的高位。12 月，聯邦儲備局（聯儲局）公布第四輪量化寬鬆措施，但財政懸崖問題尚未明確，令升幅收窄。
3. 歐洲股市跟隨美國股市上揚。希臘成功重組債務，為大市帶來支持。歐洲央行於 7 月將基準利率下調至歷史低位，並於 9 月推出一項名為“直接貨幣交易”（OMT）的計劃，即一項可能無限量買債的計劃。雖然西班牙及法國的信貸評級遭下調，但由於西班牙正式申請救助資金，減輕了市場對歐債問題的憂慮。2012 年，英國富時指數、德國 DAX 指數及法國 CAC 指數分別上漲 5.8%、29.1%及 15.2%。PIIGS 五國（即葡萄牙、愛爾蘭、意大利、希臘及西班牙）股市的升幅由 2.9%至 33.4%不等，但西班牙股市則下跌 4.7%。
4. 資金流入帶動亞洲各大主要股市上揚。市場對亞洲經濟的前景感到樂觀，促使機構投資者買入區內股市的股份。截至 2012 年底，亞洲主要股市全線上升，幅度由 8.9%（台灣）至 35.8%（泰國）不等。
5. 內地經濟可能放緩、貨幣政策的前景尚未明確及企業盈利均引起市場憂慮，導致內地股市於 2012 年初下挫，但接近年底時則顯著反彈。投資者對新領導班子的支持政策感到樂觀，令股市進一步上揚。經濟數據轉佳，亦促使市場日益憧憬經濟已見底回升。2012 年，上證綜合指數上漲 3.2%。
6. 港股於 2011 年下挫約 20%後，於 2012 年重拾升軌。內地推出支持政策及美國經濟數據改善，帶動港股向上。主要央行推出量化寬鬆措施及資金流入，為股市帶來支持。恒生指數跟隨歐美主要股市的升勢，於年底反覆攀升至 16 個月來的高位，報 22,656 點，表現較大部分主要市場優秀。截至 2012 年底，恒生指數及恒生國企指數於 2012 年分別上升 22.9%及 15.1%。
7. 雖然港股表現強勁，但正面對以下風險和不明朗因素：
 - (a) 資金流入逆轉：年內，資金流入帶動亞洲股市累積升幅。不過，歐美債務問題存在很多變數，令市場氣氛維持疲弱。資金流向一旦逆轉，或會令市場出現調整。



- (b) **通脹及加息風險**：在利息低企的環境下，環球股市表現強勁。不過，如果通脹率突然回升，可能會令加息的風險增加，從而使股份及資產價格出現調整。
- (c) **環球宏觀風險**：未解決的環球宏觀風險，如美國債務上限、歐債問題、日本經濟持續衰退，以及內地與其他新興市場的經濟可能放緩等，或會影響市場前景。投資者所憂慮的是，全球經濟環境一旦惡化，對市場信心可帶來負面影響，令基金經理重新分配投資組合，可能拖累各股市出現調整。
8. 與 2011 年比較，現貨市場及交易所買賣衍生工具於 2012 年的交投均下跌，現貨市場的每日平均成交額下跌 23%，而期貨及期權合約的交易則分別減少 8% 及 19%。

2012 年環球股市表現

9. 在資金充裕的帶動下，環球主要股市繼 2011 年調整後於 2012 年反彈，部分股市更攀升至多年來的高位。不過，美國財政懸崖問題不明朗及歐債問題則限制了升幅。
- 美國的量化寬鬆措施及低息政策，支持該國多項基準指數一度攀升至四年多來的高位。經濟數據改善，為股市帶來支持。然而，財政懸崖問題備受關注，令升幅收窄。
 - 鑑於市場對希臘債務問題的憂慮減退，加上對歐洲央行購買債券計劃表示樂觀，帶動大部分主要歐洲股市上揚，但市場情緒因投資者擔心經濟可能放緩而受壓。
 - 內地的經濟可能放緩、政府的貨幣政策立場不明朗及企業盈利前景均備受關注，拖累上證綜合指數一度跌至四年來的低位。2012 年下旬，市場對新領導層的支持政策抱樂觀態度及經濟數據轉佳，令市場顯著回升。
 - 香港方面，企業盈利改善、市場對內地的支持政策抱樂觀態度，加上美國經濟數據改善，支持市場止跌回升，令恒生指數的表現優於大部分主要股市。



主要股票市場的表現

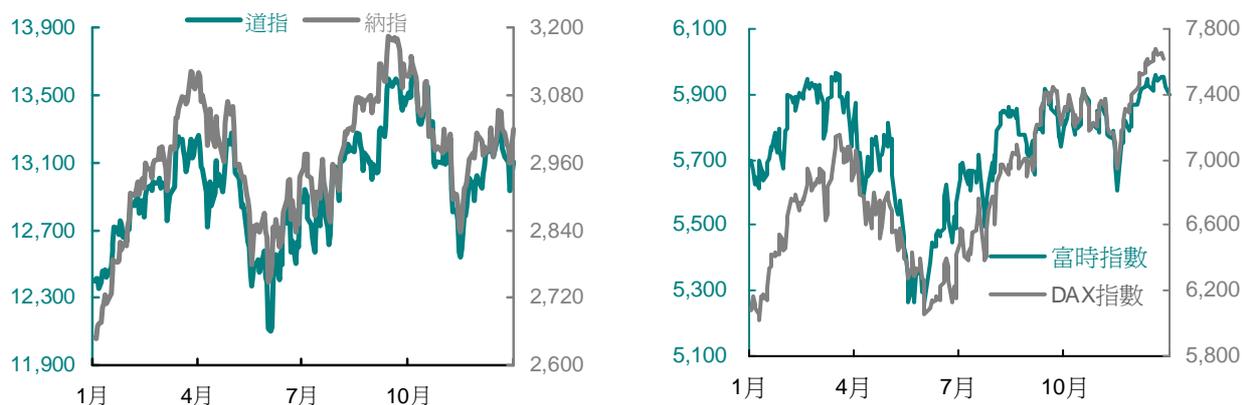
		2012 年底	百分率變幅			市盈率
		指數水平	2012 年	2011 年	2010 年	2012 年底
香港及內地						
香港	-恒生指數	22,656.92	22.9%	-20.0%	5.3%	11.63
	-恒生國企指數	11,436.16	15.1%	-21.7%	-0.8%	9.54
內地	-上證綜合指數	2,269.13	3.2%	-21.7%	-14.3%	12.56
	-深證綜合指數	881.17	1.7%	-32.9%	7.5%	25.57
亞洲						
日本	-日經 225 指數	10,395.18	22.9%	-17.3%	-3.0%	26.78
澳洲	-所有普通股指數	4,664.59	13.5%	-15.2%	-0.7%	19.49
台灣	-台灣加權指數	7,699.50	8.9%	-21.2%	9.6%	25.05
韓國	-韓國綜合指數	1,997.05	9.4%	-11.0%	21.9%	19.42
新加坡	-海峽時報指數	3,167.08	19.7%	-17.0%	10.1%	12.03
泰國	-泰國證交所指數	1,391.93	35.8%	-0.7%	40.6%	17.32
馬來西亞	-吉隆坡綜合指數	1,688.95	10.3%	0.8%	19.3%	15.47
印尼	-雅加達綜合指數	4,316.69	12.9%	3.2%	46.1%	17.32
菲律賓	-菲律賓綜合指數	5,812.73	33.0%	4.1%	37.6%	18.72
越南	-越南 VN 指數	413.73	17.7%	-27.5%	-2.0%	11.51
美國						
美國	-道瓊斯指數	13,104.14	7.3%	5.5%	11.0%	13.16
	-納斯達克指數	3,019.51	15.9%	-1.8%	16.9%	20.35
	-標普 500 指數	1,426.19	13.4%	-0.0%	12.8%	14.51
歐洲						
英國	-富時 100 指數	5,897.81	5.8%	-5.6%	9.0%	15.25
德國	-DAX 指數	7,612.39	29.1%	-14.7%	16.1%	14.72
法國	-CAC 指數	3,641.07	15.2%	-17.0%	-3.3%	12.46
PIIGS 五國及匈牙利						
葡萄牙	-PSI-20 指數	5,655.15	2.9%	-27.6%	-10.3%	不適用
意大利	-FTSEMIB 指數	16,273.38	7.8%	-25.2%	-13.2%	不適用
愛爾蘭	-ISEQ 指數	3,396.67	17.1%	0.6%	-3.0%	16.90
希臘	-ASE 綜合指數	907.90	33.4%	-51.9%	-35.6%	不適用
西班牙	-IBEX 指數	8,167.50	-4.7%	-13.1%	-17.4%	24.36
匈牙利	-BUX 指數	18,173.20	7.1%	-20.4%	0.5%	19.01
中東及北非						
埃及	-EGX30 指數	5,462.42	50.8%	-49.3%	15.0%	17.48
杜拜	-DFMGI 指數	1,622.53	19.9%	-17.0%	-9.6%	11.73
BRIC 四國其他成員						
巴西	-IBOV 指數	60,952.08	7.4%	-18.1%	1.0%	21.00
俄羅斯	-MICEX 指數	1,477.87	5.4%	-16.9%	23.2%	5.89
印度	-Nifty 指數	5,905.10	27.7%	-24.6%	17.9%	16.24

資料來源：彭博



美國

- 截至 2012 年底，道指、納指及標普 500 指數分別上漲 7.3%、15.9% 及 13.4%，主要因為市場對經濟前景抱樂觀態度，抵銷了持續對歐債問題的關注。
- 2012 年初，投資者對美國的經濟復蘇感到樂觀，就業、製造業訂單、零售及新屋銷售等主要數據均令人鼓舞。道指及標普 500 指數皆攀升至四年高位，而納指則上升至自 2001 年 2 月以來的最高水平。由於歐元區的政治發展及金融穩定存在很多變數，令各個市場隨後出現調整，並在 5 月見底。
- 全球各國央行採取刺激經濟措施，以促進經濟增長和處理歐債危機，消息令市場重拾樂觀情緒，支持各股市強勁復蘇。聯儲局於 9 月公布第三輪量化寬鬆措施，每月購買價值 400 億美元的按揭抵押證券，直至勞動市場顯著改善為止。10 月初，道指攀升至五年來的高位。
- 繼奧巴馬於 11 月初連任總統後，投資者對寬鬆貨幣政策可能繼續維持表示樂觀。12 月，聯儲局公布第四輪量化寬鬆措施，展開新一輪購買國庫債券的計劃，並承諾失業率於 6.5% 以上及通脹率於 2.5% 以下，會維持低息政策。然而，市場憂慮財政懸崖問題（如未能於 2012 年底前達成削減財政赤字的協議，自動增加稅項和減少開支的機制便可能啟動），令升幅收窄。此外，信貸評級機構警告，假如美國於 2013 年初未能提高債務上限，其信貸評級可能會遭下調。



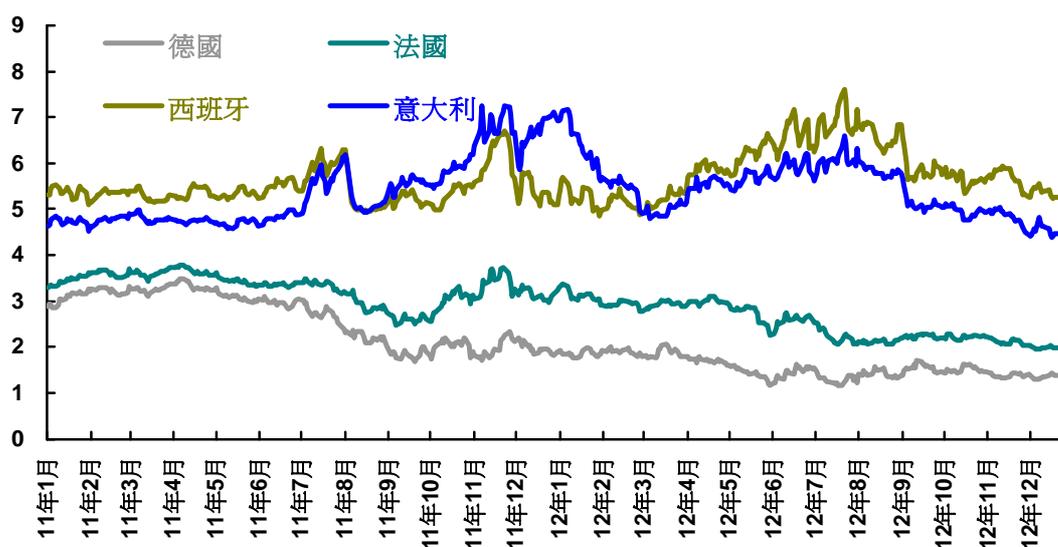
2012 年歐美股市的表現

資料來源：彭博



歐洲

14. 大部分主要歐洲股市繼 2011 年下跌後於 2012 年反彈。富時指數、DAX 指數及 CAC 指數分別上升 5.8%、29.1%及 15.2%，惟 PIIGS 五國市場的表現參差，由下跌 4.7%（西班牙）至上升 33.4%（希臘）不等。
15. 2012 年初，希臘成功重組債務，以乎令市場對歐債問題的憂慮消退，支持歐洲股市上揚。不過，升勢頗為短暫，因為投資者對西班牙銀行業是否穩定的憂慮加深，拖累歐洲股市回落。西班牙債券孳息率於 6 月升至 7%，投資者視之為可能會觸發國際援助的水平。
16. 2012 年中，歐洲聯盟同意推出措施協助區內銀行，令歐洲各大主要股市回升。歐洲央行於 7 月將基準利率下調至 0.75% 的歷史低位，並於 9 月公布直接貨幣交易的計劃，即一項可能無限量買債的計劃，目標是短期政府債券。在計劃公布後，歐洲各國的政府債券孳息下跌，而各股市則上升。然而，歐元區的經濟數據疲弱，加上西班牙及法國的評級分別於 10 月及 11 月遭下調，均有損市場氣氛。
17. 西班牙於 12 月正式向歐盟申請 400 億歐羅的救助資金，協助該國銀行業進行資本重組，支持歐洲股市在接近年底時上揚。此外，歐盟各財長同意尋找處理財困銀行的聯合策略。德國及內地的經濟數據理想，帶動 DAX 指數及 CAC 指數分別上升至四年來及 18 個月的高位。不過，由於市場擔心經濟衰退，導致西班牙股市表現遜色。



主要歐洲國家十年期政府債券的孳息率 (%)

資料來源：彭博

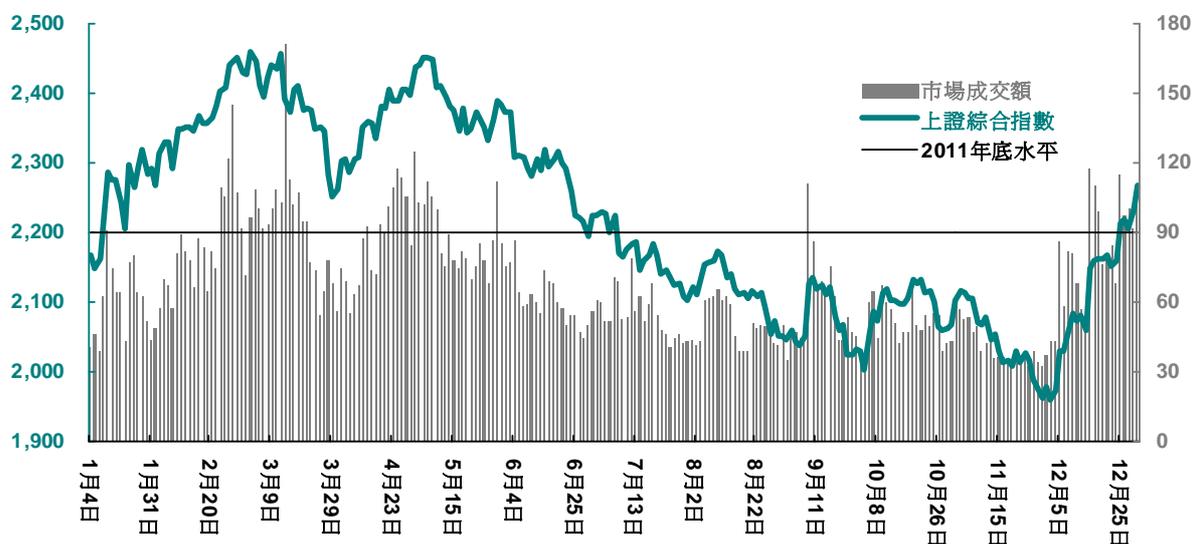


亞洲

18. 在大量資金流入的帶動下，亞洲各大主要股市於 2012 年上揚。在歐美股市，投資者信心及市場氣氛很大程度受歐債問題及對美國財政懸崖問題的關注所左右，但亞洲股市所受的影響似乎相對較輕微。由於市場對亞洲正面的經濟前景感到樂觀，促使機構投資者買入區內股市的股份。截至 2012 年底，亞洲主要股市全線上揚，升幅由 8.9%（台灣）至 35.8%（泰國）不等。

內地

19. 內地股市在 2011 年下跌 22% 後，於 2012 年大多數時間持續下挫，但於年底前展現強勁升勢。經濟可能放緩、貨幣政策的前景尚未明確及企業盈利均引起市場的憂慮，令投資者起初表現審慎。
20. 上證綜合指數曾一度跌穿 2,000 點水平，是自 2009 年以來的最低水平，市盈率跌至 11 倍，為十多年來的最低水平。市場氣氛轉淡，令交投下跌。投資者擔心經濟前景，拖累股市表現。內地於 2012 年第三季的國內生產總值增長減慢至 7.4%，增長速度是三年來最低。政府持續對貨幣政策的立場不明確，同樣損害投資氣氛。
21. 市場對新領導班子的支持政策感到樂觀，令上證綜合指數在 12 月顯著回升。內地的製造業指數等經濟數據改善，亦促使市場憧憬經濟已見底回升。預期資金流入股市，為大市帶來支持，抵銷了年內累積的跌幅，於 2012 年底收市報升。2012 年，上證綜合指數上漲 3.2%。



上證綜合指數及市場成交額（以人民幣十億元計）（2012 年）

資料來源：彭博



香港

22. 港股於 2012 年重回升軌，恒生指數飆升 22.9%，表現較大部分主要市場出色。恒生國企指數亦上揚 15.1%。企業盈利報告改善、市場對內地的支持政策抱樂觀態度及美國經濟數據令人鼓舞，支持港股反覆向上。
23. 2012 年初，歐美股市的升幅帶動本地股市上升。其後，市場擔心內地的經濟增長放緩，拖累股市下挫。6 月初，投資者對歐債問題的憂慮及內地經濟放緩的風險，令股市見底，報 18,185 點。
24. 美國公布量化寬鬆措施及歐洲央行的買債計劃，帶動股市止跌回升。市場對內地的支持措施感到樂觀，有助推高升幅。恒生指數跟隨歐美股市的升勢，於年底上升至 16 個月來的高位，報 22,656 點。
25. 港股現正面對的風險和不明朗因素包括：
 - (a) 資金流入逆轉一年內，香港及其他區內股市受資金流入所帶動而累積升幅。不過，歐美債務問題存在很多變數，假如海外市況突然惡化，市場氣氛可能會受壓，或會引發資金流向逆轉，令股市出現調整。
 - (b) 通脹及加息風險—在低息的環境下，環球股市表現強勁，市場普遍預計短期內仍然會維持低息環境。不過，如果通脹率突然回升，可能會引致加息，促使股份及資產價格出現調整。
 - (c) 環球宏觀風險—環球經濟及金融市場仍然面對種種不明朗因素。在美國，市場擔心債務上限及經濟復蘇會持續損害投資氣氛。在歐洲，經濟放緩及社會動盪的風險可能會令主權債務問題愈趨複雜。日本經濟持續衰退，而內地及其他新興市場的經濟可能放緩，亦影響投資氣氛。投資者所關注的是，這些市場的經濟情況一旦惡化，會對金融機構的穩健程度造成影響，可能會導致信貸收緊或進一步減低槓桿比率，削弱市場信心。由於基金經理重新分配投資組合，或會拖累各股市出現調整。



恒生指數表現



恒生國企指數表現

資料來源：彭博

2012 年香港證券市場主要數據

本地股票市場的交易活動

26. 本地股市於 2012 年的交投不太活躍，每日平均成交額為 538 億元¹，較 2011 年下降 23%。跌勢與其他主要股市相符。
27. 內地股份仍然是交投最活躍的類別，有關股份所佔的市場總成交額，由 2011 年的 37% 上升至 39%，而恒生指數成分股（H 股及紅籌股除外）則佔市場總成交額約 16%。

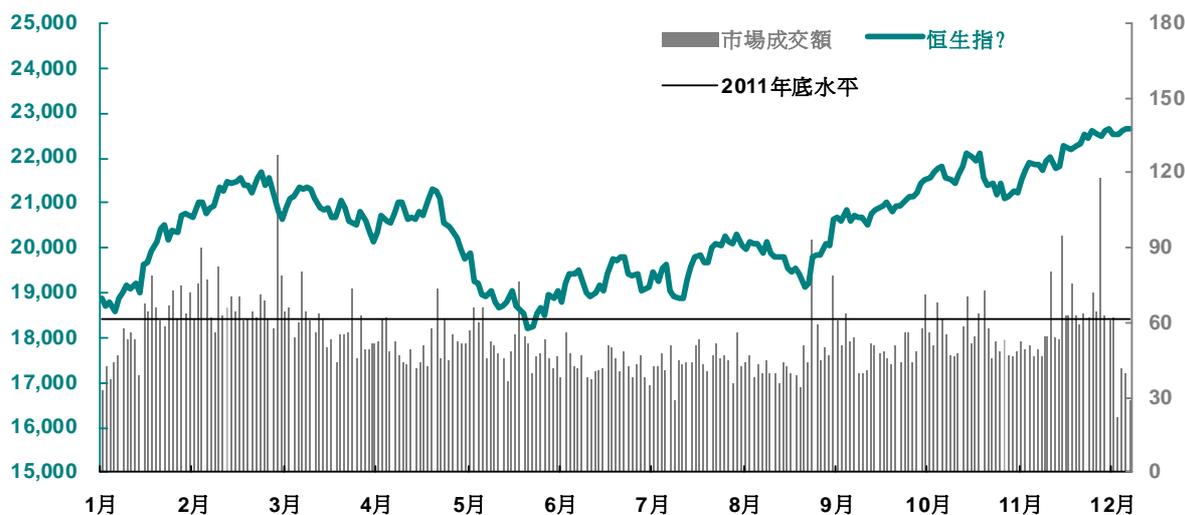
每日平均成交額（以十億元計）

	2012 年	2011 年	2010 年	相對於以下期間的百分率變幅	
				2011 年	2010 年
恒生指數（H 股及紅籌股除外）	8.5 (16%)	9.6 (14%)	8.4 (12%)	-12%	1%
內地股	20.8 (39%)	25.9 (37%)	26.7 (39%)	-20%	-22%
H 股	14.9 (28%)	19.0 (27%)	18.9 (27%)	-22%	-22%
紅籌股	5.9 (11%)	6.9 (10%)	7.8 (11%)	-15%	-24%
衍生權證	6.7 (12%)	10.7 (15%)	10.8 (16%)	-38%	-38%
牛熊證	6.2 (12%)	7.5 (11%)	5.8 (8%)	-18%	6%
其他	11.7 (22%)	16.0 (23%)	17.3 (25%)	-27%	-32%
市場總計	53.8 (100%)	69.7(100%)	69.1(100%)	-23%	-22%

備註：括號內的百分比為市場分額。

資料來源：香港交易所及證監會研究科

¹ 除另有註明外，本報告所述貨幣為港元。

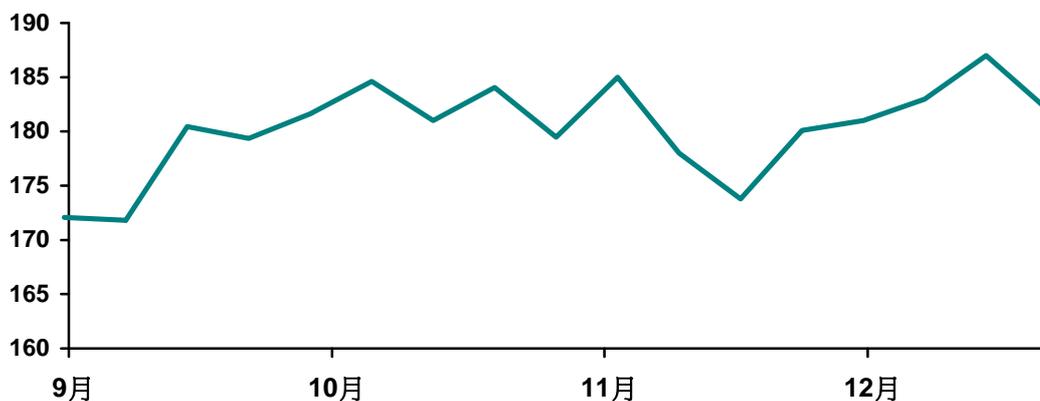


恒生指數表現及市場成交額（以十億元計）（2012年）

資料來源：彭博

賣空活動

- 與 2011 年比較，賣空活動的成交額減少，但佔市場總成交額的百分比則有所增加。2012 年，每日平均賣空交易額為 48.60 億元，佔市場總成交額的 9.0%，而 2011 年的交易額為 54.27 億元，佔市場總成交額的 7.8%。
- 淡倉申報制度於 2012 年 6 月 18 日生效，並開始每周收集淡倉數據。根據呈交的數據顯示，截至 2012 年 12 月 28 日止，股份合計須申報淡倉為 1,820 億元（佔已申報股份市值的 1.2%）。



股份合計須申報淡倉²（以十億元計）

資料來源：證監會研究科

首次公開招股

- 2012 年共有 60 宗首次公開招股，總集資額為 898 億元，而 2011 年則有 89 宗首次公開招股（總集資額為 2,598 億元）。2012 年，內地公司透過首次公開招股籌集的資金佔市場總集資額的 90%。就公開招股活動而言，香港在 2009 至 2011 年這三年期間在全球排名首位，而 2012 年則位列第四，排名在紐約證券交易所（美國）、納斯達克及東京之後。

² 2012 年 9 月 7 日開始公布股份合計須申報淡倉數據。



全球十大股市（以首次公開招股集資額計）（2012年）

	透過首次公開招股所籌集的資金		
	以十億美元計	全球排名	亞洲排名
美國（紐約證券交易所）	24.9	1	
美國（納斯達克 OMX）	23.4	2	
日本（東京）	12.5	3	1
香港	11.6	4	2
中國（深圳）	11.1	5	3
馬來西亞（吉隆坡）	7.5	6	4
墨西哥	6.6	7	
英國（倫敦）	5.6	8	
中國（上海）	5.3	9	5
新加坡	4.0	10	6

備註：透過房地產基金籌集的資金已包括在內。

資料來源：香港交易所

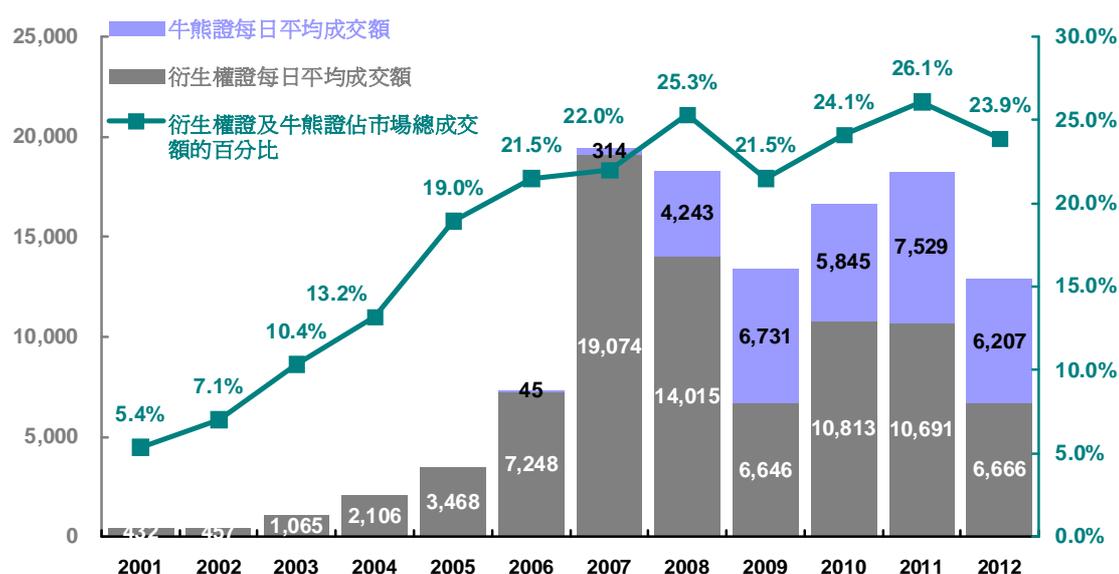
交易所買賣基金（ETF）

31. 截至 2012 年底 ETF 的數目增加至 106 隻。雖然數目有所上升，但 2012 年 ETF 的每日平均成交額為 21 億元，低於 2011 年的 22 億元，其成交額佔市場總成交額的 3.9%，略高於 2011 年（3.5%）。

衍生權證及牛熊證

32. 2012 年，衍生權證的成交額及其佔市場總成交額的百分比均下跌。衍生權證的每日平均成交額減少至 67 億元（佔市場總成交額的 12.4%），而 2011 年的成交額則為 107 億元（佔市場總成交額的 15.3%）。

33. 牛熊證的成交額下跌，但其佔市場總成交額的百分比則上升。牛熊證的每日平均成交額縮減至 62 億元（佔市場總成交額的 11.5%），而 2011 年的成交額為 75 億元（佔市場總成交額的 10.8%）。



衍生權證及牛熊證的成交額（以百萬元計）

資料來源：證監會研究科



交易所買賣衍生工具

34. 現貨市場的交投下跌，交易所買賣衍生工具於 2012 年的交投亦減少 15%。2012 年，期貨產品的成交量下跌 8%，當中恒指期貨仍然是交投最活躍的期貨產品，佔所有期貨交易量的 43%。與 2011 年相比，恒指期貨的每日平均成交量減少 12%。恒生國企指數期貨是第二交投活躍的期貨合約，佔所有期貨交易量近三分之一。截至 2012 年底，恒生指數期貨及恒生國企指數期貨的未平倉合約分別為 139,344 張及 181,909 張，而截至 2011 年底則為 86,409 張及 106,277 張。
35. 2012 年，期權市場的交投下跌 19%，主要受股票期權的交投下跌所拖累。雖然股票期權仍是交投最活躍的期權產品，但成交量較 2011 年下降 25%。截至 2012 年底，股票期權的未平倉合約減少 24% 至 400 萬張。

香港交易所衍生工具（按產品類別劃分）的每日平均成交量（合約張數）

		2012 年	2011 年	2010 年
期貨	恒指期貨	82,905	94,036	84,462
	小型恒指期貨	34,810	41,933	33,336
	恒生國企指數期貨	64,863	61,116	49,919
	小型恒生國企指數期貨	6,356	7,516	3,985
	股票期貨	1,315	1,809	961
	三個月港元利率期貨	1	2	4
	黃金期貨	0	15	23
	其他期貨產品*	837	263	27
	期貨總和	191,176	206,688	172,717
期權	恒指期權	37,597	43,452	34,197
	小型恒指期權	5,014	3,888	1,939
	恒生國企指數期權	25,666	15,364	11,690
	股票期權	228,438	302,750	245,485
	其他期權產品**	103	133	55
期權總和	296,818	365,586	293,365	
期貨期權總和	487,994	572,275	466,082	

備註：* 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、恒生國企股息點指數期貨、恒指波幅指數期貨（2012 年 2 月 20 日推出）、IBOVESPA 期貨、MICEX 指數期貨、Sensex 指數期貨、FTSE/JSE Top40 期貨（上述四隻期貨均於 2012 年 3 月 30 日推出）及 USD/CNH 期貨（2012 年 9 月 17 日推出）。

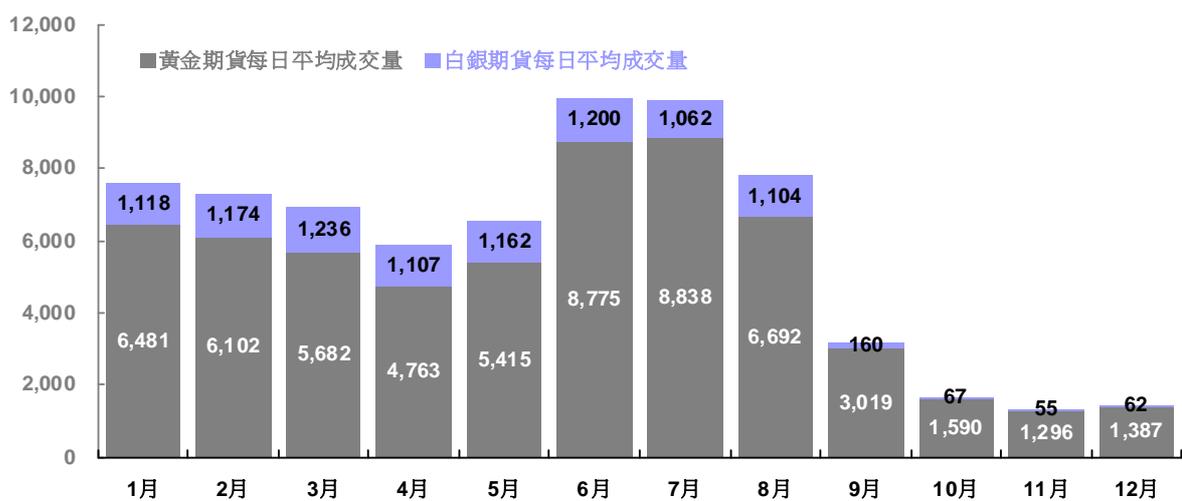
** 自訂條款恒指期權及自訂條款 H 股指數期權。

^ 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

香港商品交易所（港商交所）的黃金及白銀期貨交易

36. 2012 年，港商交所的黃金期貨合約的每日平均成交量為 5,042 張（2011 年為 4,229 張），而白銀期貨合約的每日平均成交量為 799 張（2011 年為 1,228 張），但若按月計算，黃金期貨合約與白銀期貨合約分別於 7 月及 6 月見頂後回落。



港商交易所的黃金及白銀期貨的每日平均成交量 (2012年)
(合約張數)

資料來源：證監會研究科