



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

研究論文 41 – 香港證券市場的半年回顧

2008 年 7 月 15 日



摘要

1. 在 2008 年上半年，恒指下跌 21%，主要是受到美國及內地市場疲弱的表現影響。
 - (a) 在美國，次按問題繼續影響著金融機構及信貸市場。投資者憂慮金融機構的穩健性惡化，而且油價上升引起對滯脹問題的關注，使經濟及利率前景變得不明朗。在 2008 年上半年，道指較 2007 年年底的水平下跌 14%。
 - (b) 在內地，由於憂慮美國可能出現衰退而對內地經濟造成的影響，內地市場亦同時下跌。再者，高通脹加劇對貨幣緊縮措施的憂慮。在 2008 年上半年，上證綜合指數較 2007 年年底的水平下跌 48%。
 2. 跟隨美國及內地市場下跌，香港股市亦告下滑，主要是受壓於全球經濟及利率的前景不明朗及高油價。而 H 股亦受壓於內地的貨幣緊縮措施。在 3 月中至 5 月初，本地市場曾在企業盈利理想及趁低吸納活動帶動下而反彈。但自 5 月起，本地市場再度下跌。截至 2008 年 6 月底，恒指較 2007 年年底的水平下跌 21%，而同期中國企業指數則下跌 26%。
 3. 就市場交投而言，在 2008 年上半年，香港股票市場的平均每日成交額為 873 億港元，較 2007 年下半年的水平低 25%。機構經紀行與零售經紀行的交易比例大致穩定，反映參與本地市場各類投資者，相比 2007 年的下半年，沒有太大變化。相對於市場總成交額的下跌，賣空活動的市場份額上升，但並無不尋常的情況。期貨及期權合約交易仍然活躍，平均每日成交額只較 2007 年下半年的水平低 2%。
 4. 首次公開招股活動在 2008 年上半年放緩。由於市場出現調整，部分公司暫停了其進行中首次公開招股活動，而有些則將其首次公開招股的計劃押後。市場對首次公開招股活動亦反應不一。
 5. 觀乎次按危機及其引申的問題仍未解決，其對全球市場，包括香港，的影響仍然持續。而高油價亦加深通脹及使得經濟前景及利率走勢不明朗。
 6. 除此之外，亞洲區內任何一個金融市場的表現，經濟狀況及匯率變動亦可能影響其他，包括香港在內，的市場。同樣地，內地正在上升的通脹壓力及全球經濟放緩對內地經濟體系帶來的衝擊，亦可能會對內地及香港股市場造成影響。
-

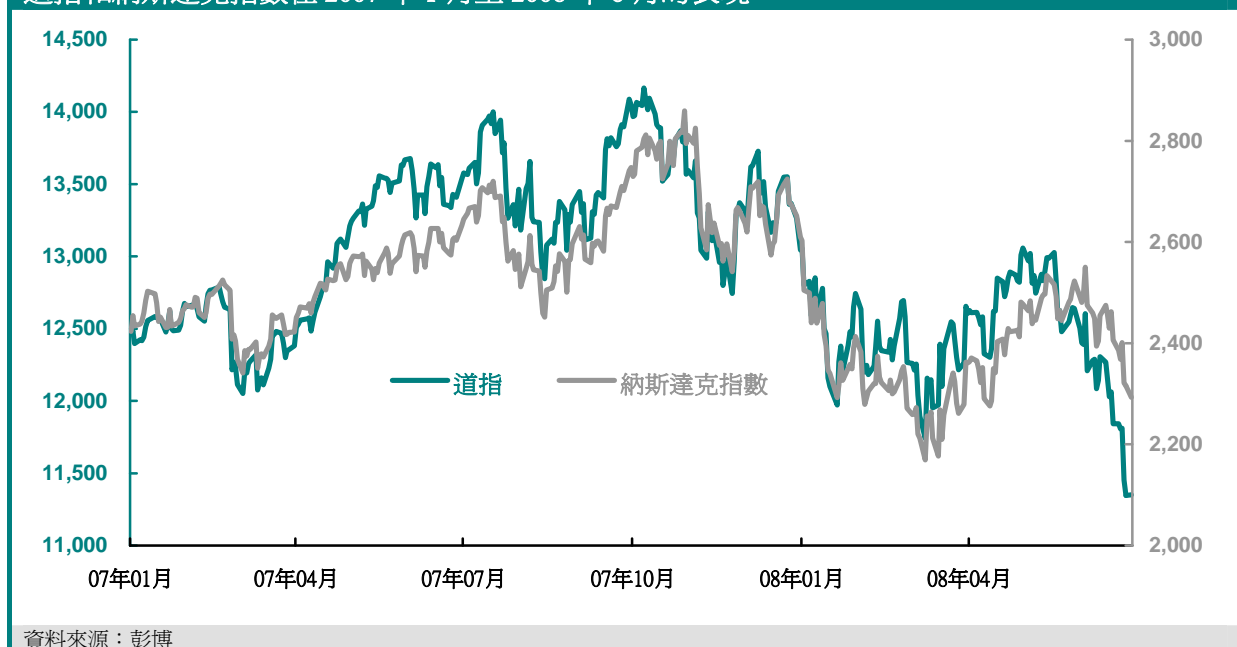


環球證券市場的表現

美國／歐洲

- 2008 年上半年，美國及歐洲市場繼續受次按問題及高油價所影響。截至 2008 年 6 月底，美國道瓊斯指數較 2007 年年底的水平下跌 14.4%，是自 1970 年以來最大的首半年跌幅。同期，歐洲市場亦下跌 12.9-21.0%。而疲弱的美國及歐洲市場表現亦擴至全球其他市場。截至 2008 年 6 月底，標準普爾 500 指數和納斯達克指數分別較 2007 年年底的水平下跌 12.8% 及 13.5%。在歐洲，富時指數、DAX 指數及 CAC 指數亦分別下跌 12.9%、20.4% 及 21.0%。大多數亞洲市場亦出現下滑，基準指數的跌幅由泰國的 10.4% 至越南的 56.9% 不等。
- 於 2008 年初，次按問題繼續影響著股票市場。其問題導致投資銀行的盈利令人失望及引致金融市場其後出現資金短缺。投資者亦憂慮金融機構的穩健性惡化。油價高企及美元疲弱亦使得經濟及通脹前景不明朗。
- 在 3 月中至 5 月初，市場稍微反彈。美國聯儲局削減聯邦基金目標利率(美國的基準利率)及其支持市場的措施如為銀行體系注入現金，為大市提供了回升的動力。企業盈利更勝預期亦帶來支持。
- 不過，自 5 月起，油價繼續上升至 6 月 30 日的每桶 140 美元。高油價導致市場憂慮滯脹問題，即通脹上升及經濟放緩。而金融機構可能再需要為次按虧損而加大撥備，市場亦因而受壓。

道指和納斯達克指數在 2007 年 1 月至 2008 年 6 月的表現





主要指數的表現

| | | 指數水平 | | 相對以下期間的變化 | | 市盈率 |
|------|--------------|-----------|---------------|-----------|---------|------------------|
| | | 08年6月底 | 2007年高位 | 2007年年底 | 2007年高位 | 08年6月底 |
| 香港 | -恒指 | 22,102.01 | 31,638 (歷史新高) | -20.5% | -30.1% | 13.43 |
| | -恒生中國企業指數 | 11,909.75 | 20,400 (歷史新高) | -26.1% | -41.6% | 15.43 |
| | -恒生香港中資企業指數 | 4,750.72 | 7,021 (歷史新高) | -22.3% | -32.3% | 17.74 |
| | -H股金融行業指數 | 14,883.85 | 23,738 (歷史新高) | -17.9% | -37.3% | 18.37 |
| 中國 | -上證綜合指數 | 2,736.10 | 6,092 (歷史新高) | -48.0% | -55.1% | 20.64 |
| | -深證綜合指數 | 793.13 | 1,551 (歷史新高) | -45.2% | -48.9% | 24.01 |
| 美國 | -道指 | 11,350.01 | 14,165 (歷史新高) | -14.4% | -19.9% | 14.33 |
| | -納斯達克指數 | 2,292.98 | 2,859 (7年新高) | -13.5% | -19.8% | 34.64 |
| | -標準普爾 500 指數 | 1,280.00 | 1,565 (歷史新高) | -12.8% | -18.2% | 21.20 |
| 歐洲 | -富時 100 指數 | 5,625.90 | 6,732 (8年新高) | -12.9% | -16.4% | 11.18 |
| | -DAX 指數 | 6,418.32 | 8,106 (歷史新高) | -20.4% | -20.8% | 12.06 |
| | -CAC 指數 | 4,434.85 | 6,168 (7年新高) | -21.0% | -28.1% | 11.23 |
| 日本 | -日經 225 指數 | 13,481.38 | 18,262 (7年新高) | -11.9% | -26.2% | 15.95 |
| 澳洲 | -所有普通股指數 | 5,332.90 | 6,854 (歷史新高) | -16.9% | -22.2% | 13.93 |
| 新加坡 | -新加坡海峽時報指數 | 2,947.54 | 3,876 (歷史新高) | -14.9% | -23.1% | 10.70 |
| 台灣 | -台灣加權指數 | 7,523.54 | 9,810 (7年新高) | -11.6% | -23.3% | 12.74 |
| 南韓 | -韓國綜合指數 | 1,674.92 | 2,065 (歷史新高) | -11.7% | -18.9% | 13.00 |
| 印度 | -Nifty 指數 | 4,040.55 | 6,159 (歷史新高) | -34.2% | -34.4% | 13.94 |
| 泰國 | -SET 指數 | 768.59 | 915 (12年新高) | -10.4% | -16.0% | 13.00 |
| 馬來西亞 | -吉隆坡綜合指數 | 1,186.57 | 1,447 (歷史新高) | -17.9% | -18.0% | 12.75 |
| 印尼 | -雅加達綜合指數 | 2,349.11 | 2,811 (歷史新高) | -14.4% | -16.4% | 14.96 |
| 菲律賓 | -菲律賓綜合指數 | 2,459.98 | 3,874 (歷史新高) | -32.1% | -36.5% | 10.89 |
| 越南 | -VNINDEX | 399.40 | 1,171 (歷史新高) | -56.9% | -65.9% | 不適用 [#] |

備註：#由於大多數越南公司的企業盈利均未經審核，因此未能提供 VNINDEX 的市盈率。

資料來源：彭博

內地

- 在 2008 年上半年，由於海外市場下挫及內地收緊貨幣供應，內地市場亦告下跌。美國(中國的主要出口國家)經濟前景的不明朗令市場擔心其對內地經濟的影響。內地通脹上升加深了對貨幣緊縮措施的憂慮。在 2008 年上半年，中國人民銀行將銀行存款準備金比率調高共 350 個基點至 17.5%。投資者預期，在通脹高企的情況下，貨幣緊縮措施將持續下去。大型集資活動以及非流通股份禁售期結束引起對市場資金的關注，亦影響到投資者情緒。
- 4 月尾，當局為在禁售期後出售非流通股份作出限制，並降低股票印花稅。內地市場因而短暫反彈，但隨後再度下跌。上證綜合指數在 2008 年上半年結束時跌穿 3,000 點，較 2007 年年底的水平下跌 48.0%或較 2007 年 10 月的高位下跌 55.1%。其市盈率亦由 2007 年年底的 48 倍的高位跌至 21 倍。

香港

- 在 2008 年上半年，香港繼續受到美國及內地市場疲弱的表現所影響。全球經濟及利率的前景不明朗及高油價，使市場受壓。而 H 股亦受壓於內地的貨幣緊縮措施。



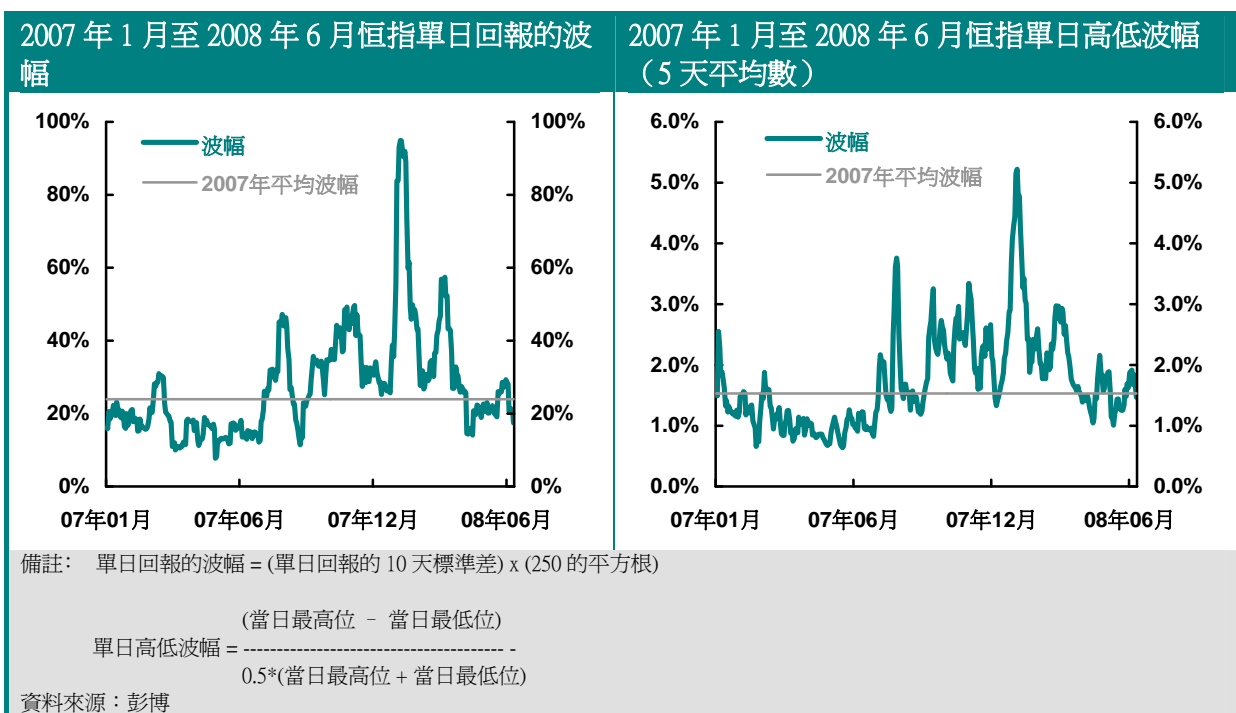
14. 在3月中至5月初，本地市場在企業盈利理想及趁低吸納活動帶動下而反彈。恒指從3月17日的低位反彈25%至5月6日的26,262點，而恒生中國企業指則由3月20日的低位反彈35%至5月6日的14,651點。然而，自5月起，由於油價持續上升、對全球滯脹存有憂慮及內地實施貨幣緊縮政策，本地市場再度下跌。截至2008年6月底，恒指較2007年年底的水平下跌20.5%或較2007年10月的高位下跌30.1%。恒指中國企業亦較2007年年底的水平下跌26.1%或較2007年10月的高位下跌41.6%。





市場波幅

15. 本地市場在 2008 年年初波動不定。由於全球市場在 1 月出現調整，以致恒指的單日回報的波幅達到約 90%。在 1 月，恒指分別錄得超過 2,000 點的歷來最大單日點數跌幅及升幅。在 2008 年上半年，恒指單日回報的平均波幅由 2007 年下半年的 30.3% 上升至 35.7%。同期，恒指單日高低的平均波幅則由 1.9% 上升至 2.1%。雖然市場波動，現貨及期貨的運作大致暢順。
16. 然而，市場自 2008 年 3 月底開始穩定下來，波幅亦見下跌。在 6 月，恒指單日回報的平均波幅及單日高低的平均波幅分別約為 23.8% 及 1.5%，較 2008 年上半年整段期間的水平為低。



本地現貨市場的交易活動

17. 在 2008 年上半年，本地現貨市場的交易活動一般。平均每日成交額為 873 億港元，較 2007 年下半年的水平低 24.7%，但較 2007 年上半年的水平高 47.3%。即使內地股票的成交下跌 28.4%，該類股票的交投依然最活躍。而恒指成分股(不包括 H 股及紅籌)的成交則下跌 15.5%，但其跌幅則是在各類別股票中最小的。



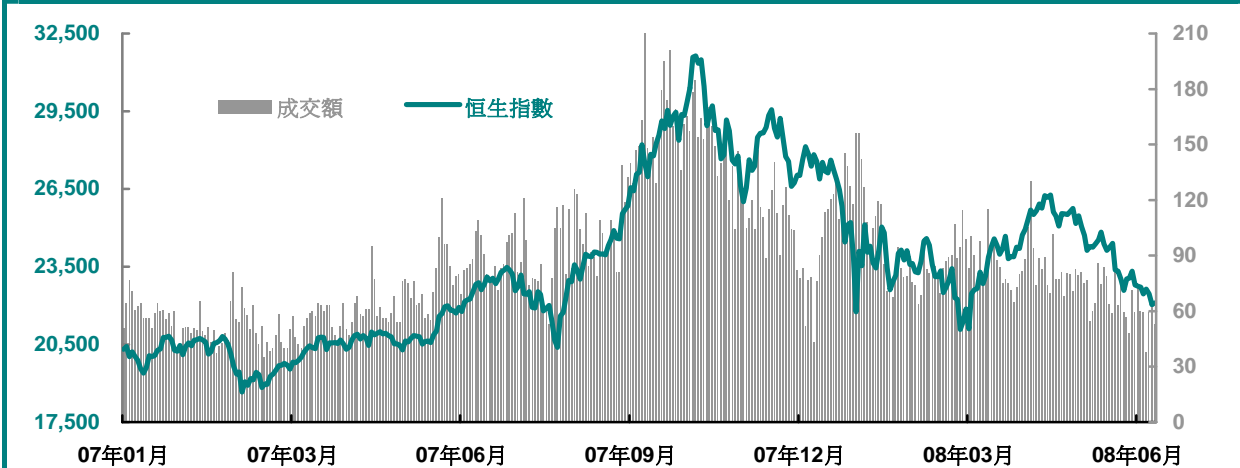
平均每日成交額(以 10 億港元計)及市場份額(%)

| | 2008 年上半年 | 2007 年下半年 | 2007 年上半年 | 相對以下期間的變化 | |
|----------------|--------------------|---------------------|--------------------|---------------|---------------|
| | | | | 2007 年下半年 | 2007 年上半年 |
| 恒指(不包括 H 股及紅籌) | 13.1 (15.0%) | 15.6 (13.4%) | 8.5 (14.4%) | -15.5% | +53.7% |
| 內地股 | 41.0 (47.0%) | 57.2 (49.3%) | 27.7 (46.8%) | -28.4% | +47.9% |
| H 股 | 29.9(34.2%) | 43.0(37.0%) | 19.9(33.5%) | -30.5% | +50.5% |
| 紅籌 | 11.1(12.7%) | 14.3(12.3%) | 7.9(13.3%) | -22.1% | +41.4% |
| 衍生權證 | 21.2 (24.3%) | 26.7 (23.0%) | 11.2 (19.0%) | -20.3% | +89.0% |
| 其他 | 11.9 (13.7%) | 16.5 (14.2%) | 13.5 (22.7%) | -27.7% | -11.5% |
| 市場總計 | 87.3 (100%) | 116.0 (100%) | 59.2 (100%) | -24.7% | +47.3% |

備註：括弧內為佔市場總計的份額。

資料來源：香港交易所

2007 年 1 月至 2008 年 6 月恒指表現及市場成交額(以 10 億港元計)



資料來源：彭博

按經紀行類別劃分的交易

18. 在 2008 年上半年，機構經紀行與零售經紀行的交易比例大致穩定，反映參與本地市場各類投資者相比 2007 年的下半年沒有太大變化。機構經紀行的市場份額由 2007 年下半年的 65% 微升至 67%，而零售經紀行的市場份額則由 2007 年下半年的 35% 下跌至 33%。

2008 年上半年及 2007 年下半年按經紀行類別劃分的平均每日成交額及平均交易額

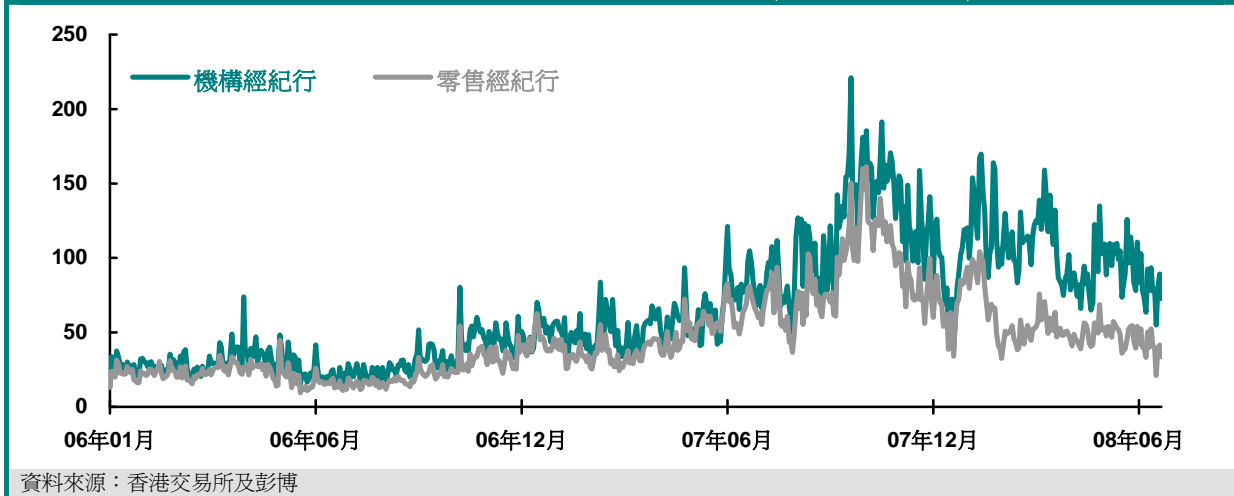
| | 平均每日成交額(以 10 億港元計) | 市場份額 | 每宗交易平均成交額 (港元) |
|-----------|----------------------|------------------------|--------------------------|
| 機構經紀行 | 91.9 (117.4) | 66.5% (64.6%) | 179,698 (234,273) |
| 零售經紀行 | 46.4 (64.4) | 33.5% (35.4%) | 102,297 (95,311) |
| 總計 | 138.2 (181.7) | 100.0% (100.0%) | 143,326 (154,483) |

備註：買和賣的交易均包括在內。括弧內的數字為 2007 年下半年的數據。數字不包括衍生權證交易。

資料來源：證監會研究科



2006年1月至2008年6月按經紀行類別劃分的每日成交額(以10億港元計)



賣空活動

19. 在2008年上半年，以絕對值而言，賣空活動在2008年上半年有所減少。但相對於市場總成交額的下跌，賣空活動的市場份額上升，但沒有不尋常的狀況。期內，平均每日賣空的成交額為64.84億港元，佔市場總成交額的7.4%。而2007年下半年的數字則分別為76.35億港元及6.6%。

首次公開招股活動及表現

20. 由於市場表現欠佳，首次公開招股活動在2008年上半年放緩。共9間公司暫停了其進行中首次公開招股活動，而傳媒亦報導有部分公司將其首次公開招股的計劃押後。在2008年1月至6月間，有18宗首次公開招股活動，在本港市場總集資額達504億港元，當中367億港元（或73%）與內地公司有關。
21. 該18宗首次公開招股活動的表現各異。平均來說，其交易在上市首日以高出招股價8.4%的價格進行，而個別股份的表現則由下跌19.2%至上升111.8%不等。至於其後的表現，亦各有不同。截至2008年6月底，4隻新股的價格較其招股價為高，1隻沒有升跌，其餘13隻則較其招股價為低。股價的跌幅／升幅介乎-39.7%至+52.1%不等。

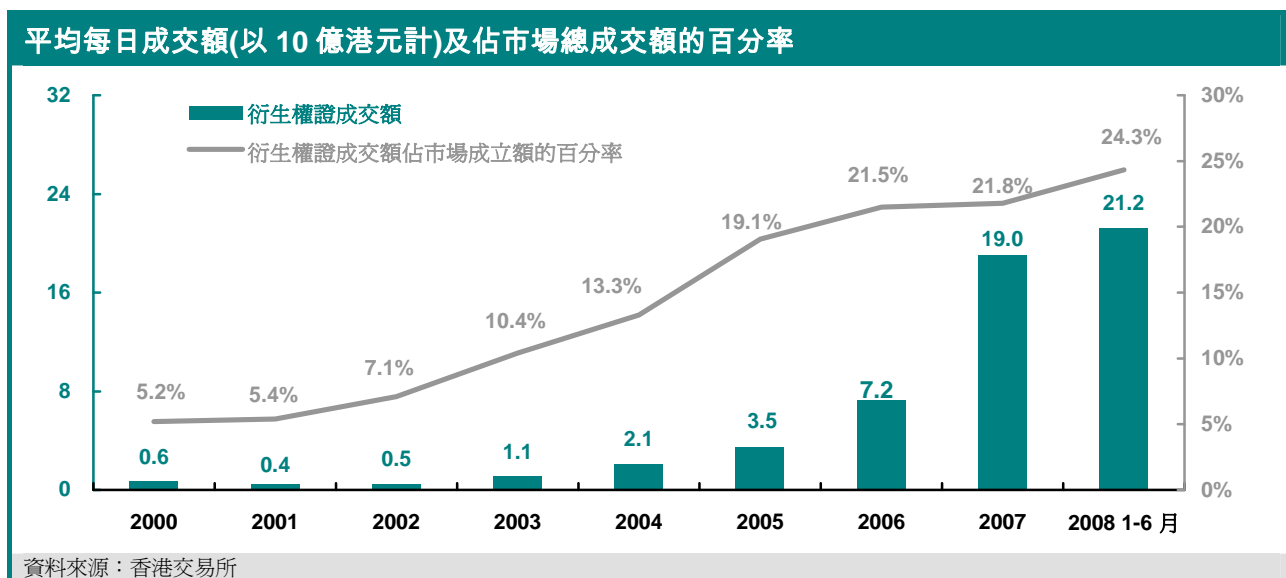
交易所買賣基金(ETF)

22. 香港的交易所買賣基金市場繼續蓬勃增長。在2008年上半年有6隻追蹤股票指數的交易所買賣基金推出，使交易所買賣基金總數增加至25隻。同期，交易所買賣基金的平均每日成交額，由2007年下半年的平均水平上升113%至16億港元。新華富時中國A50指數交易所買賣基金及盈富基金是交投最活躍的兩隻交易所買賣基金，分別佔交易所買賣基金總交易活動的63%（10.17億港元）及15%（2.39億港元）。



衍生權證

23. 截至 2008 年 6 月底，共有 4,446 份衍生權證在交易所上市，較 2007 年年底高出 0.1%。不過，衍生權證的總市值卻下跌 84% 至 70 億港元，很可能是由於相關股票價格出現調整所致。衍生權證的總市值佔市場總市值不足 0.1%。因此，在現階段，衍生權證市場對大市的系統風險仍然有限。
24. 衍生權證交易維持穩定。2008 年上半年的平均每日成交額為 212 億港元，佔現貨市場總成交額的 24%。在 2007 年下半年，上述兩個數字分別為 267 億港元及 23%。



交易所買賣衍生工具

25. 在 2008 年上半年，衍生工具市場的未平倉合約及交投跟隨現貨市場而下跌。截至 2008 年 6 月底，未平倉合約總數達 510 萬張，較 2007 年年底的總數低 11.1%。在 2008 年上半年，期貨及期權合約的平均每日成交合約張數為 430,149 張，較 2007 年下半年低 2.1%。
26. 相對於股票交易的下跌，衍生工具市場交投的下跌較小，主要是由於市況波動令對沖及套戥的活動上升，市場活動並沒有不尋常。
27. 在期貨產品中，恒指期貨仍然是交投最活躍的合約類別，幾乎佔所有期貨交易的半數，而其 2008 年上半年的每日平均成交量，較 2007 年下半年上升 7.6%。第二種交投最活躍的期貨是恒生中國企業指數期貨，其成交量上升 0.8%，佔所有期貨交易約三分之一。與此同時，小型恒指期貨的交易亦增加 26.4%，增幅是所有期貨產品中最強勁的。新期貨產品小型恒生中國企業指數期貨在 2008 年 3 月 31 日推出，但到目前為止其成交額仍然偏低，平均每日成交合約張數為 1,133 張。
28. 繼在 2007 年下半年錄得強勁增長後，期權市場的交易在 2008 年上半年微跌。股票期權仍然是交投最活躍的期權產品，但在 2008 年上半年的成交量卻較 2007 年下半年的成交量下跌 1.6%。恒指及恒生中國企業指數期權產品的成交量亦同時下跌。



按產品類別劃分的衍生工具平均每日成交量(合約張數)

| | | 2008 年上半年 | 2007 年下半年 | 2007 年上半年 |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 期貨 | 恒指期貨 | 84,131 | 78,160 | 61,728 |
| | 小型恒生指數期貨 | 29,520 | 23,360 | 11,813 |
| | 恒生中國企業指數期貨 | 55,827 | 55,391 | 32,875 |
| | 小型恒生中國企業指數期貨* | 1,133 | - | - |
| | 恒生中國 H 股金融行業指數 | 0.08 | 2 | 24 |
| | 新華富時中國 25 指數期貨 | 0.29 | 5 | 22 |
| | 股票期貨 | 714 | 1,219 | 1,656 |
| | 三個月港元利率期貨 | 117 | 106 | 153 |
| | 其他期貨產品** | 5 | 5 | 0 |
| | 期貨合約總數 | 170,895 | 158,248 | 108,271 |
| 期權 | 恒指期權 | 14,476 | 29,958 | 31,118 |
| | 小型恒生指數期權 | 450 | 224 | 345 |
| | 恒生中國企業指數期權 | 5,355 | 7,974 | 6,108 |
| | 新華富時中國 25 指數期權 | 3 | 4 | 9 |
| | 股票期權 | 238,970 | 242,961 | 131,040 |
| | 期權合約總數 | 259,254 | 281,120 | 168,620 |
| 期貨及期權總計 | | 430,149 | 439,369 | 276,891 |

備註： * 小型恒生中國企業指數期貨在 2008 年 3 月 31 日推出
 ** 一個月港元利率期貨及三年期外匯基金債券期貨。
 資料來源：香港交易所

總結

29. 在 2008 年上半年，香港股票市場主要受美國及內地的經濟及金融狀況所影響。在 2007 年觸發市場大跌的美國次按問題，繼續對國際金融市場構成影響。觀乎次按危機及其引申的問題仍未解決，其對美國市場及其他區內市場(包括香港)的影響仍然持續。而高油價亦加促通脹，使得美國及世界各地的經濟前景及利率走勢不明朗。這些都是影響香港市場的主要風險範疇。
30. 除此之外，香港股票市場將繼續受到區內及內地金融市場的表現所左右。任何一個亞洲經濟體系的經濟表現及匯率波動，均可能會影響其他區內市場。同樣地，內地的通脹壓力及全球經濟放緩對內地經濟體系帶來的衝擊，亦可能會對內地及香港股市場造成影響。