



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

## 研究論文 43 : 2008 年香港證券市場回顧

2009 年 2 月 16 日



## 摘要

1. 2008年出現全球金融危機，影響整體經濟環境，全球證券市場均告下滑。不少金融機構被調低信貸評級，若干大型投資銀行受無力償債問題困擾。企業償債能力備受關注，導致信貸緊縮，同時企業及個人消費疲弱。美國經濟進入了數十年來未見過的衰退，其他主要經濟體系亦受到影響。
2. 為了刺激經濟，美國聯儲局將聯邦基金目標利率下調至 0-0.25%。多國政府紛紛公布刺激經濟方案，中央銀行亦推出擴張性貨幣措施。市場對政府的救市行動感樂觀，在年底時稍為穩定下來，但經濟前景仍然不明朗。各主要市場在 2008 年底時，較 2007 年底的水平下跌 31.3 至 66%。
3. 美國道瓊斯指數及標準普爾 500 指數分別下跌 33.8%及 38.5%，是 1930 年代以來的最大年度跌幅。市場波幅升至高於 1987 年的水平。主要歐洲股市下跌 31.3 至 42.7%。
4. 亞太區市場隨著經濟前景轉壞及日圓轉強而下跌。主要基準指數下跌 39.3 至 66%。大部分市場都錄得有史以來或自 1997 年亞洲金融風暴以來的最大年度跌幅。
5. 在內地方面，上半年市場關注到經濟增長可能放緩，及政府可能會收緊貨幣供應以對抗通脹，其後全球金融危機爆發，令市場對經濟放緩的憂慮升級。內地政府亦放寬了貨幣政策，及引入刺激經濟方案。在 2008 年，上海證券綜合指數由 2007 年底的水平下滑 65.4%。
6. 在香港，本地市場的表現大致跟隨外圍走勢。2008 年，恒指累計下跌 48.3%，是 1974 年以來的最大年度跌幅。恒生國企指數亦下跌 51.1%，是歷來最大年度跌幅。市場波幅加劇，2008 年的平均單日波幅是 2.7%（2007 年：1.5%；1998 年：2.8%）。現貨市場的平均每日成交額在 2008 年下跌 18.2%至 721 億元。
7. 由於市場更為波動，證監會與香港交易及結算所有限公司（香港交易所）、結算所、經紀行及基金公司保持緊密對話，以監察市場運作。觀察所見，證券及衍生工具市場的運作並未受金融危機影響。香港交易所的交易、結算及交收功能運作如常。
8. 市場表現不濟，首次公開招股活動亦告放緩，情況與海外市場相若。衍生權證交易由於引伸波幅上升而減少，但牛熊證市場明顯增長，抵銷了衍生權證市場的收縮，兩者合計成交額佔總市場成交額 25%（2007 年：22%）。交易所買賣基金市場繼續增長，2008 年有七隻追蹤區內指數及現貨黃金的基金上市。交易所買賣基金成交額上升 177%，佔總市場成交額的 2.5%。
9. 衍生工具市場的未平倉合約數量下跌，但成交量卻有所增加。在 2008 年，期貨市場的平均每日成交量上升 38%至 184,040 張合約。恒指期貨及恒生國企指數期貨仍然是買賣最活躍的期貨合約類別。在期權市場方面，2008 年的平均每日成交量是 248,086 張合約，較 2007 年上升 10%。股票期權仍是交易最為活躍的期權類別。



## 全球金融市場狀況

10. 2008 年出現全球金融危機，對整體經濟環境造成負面影響，全球證券市場均告下滑。金融危機於一年前由美國連串次級按揭違約事件引起，影響範圍逐步擴至其他類別的金融資產，並波及其他經濟體系。此外，企業償債能力備受關注，導致信貸緊縮，無可避免地令全球經濟前景變差。多國政府紛紛公布刺激經濟方案來刺激增長，中央銀行亦推出擴張性貨幣措施。各地市場對政府的救市措施感樂觀，在年底時稍為穩定下來，但刺激方案是否有效仍有待觀察。各主要市場在 2008 年底時，較 2007 年底的水平下跌 31.3 至 66%。
11. 全球金融危機在年多前開始浮現，現時仍未能確定經濟何時才能復甦，金融市場很可能繼續波動。

## 金融危機

12. 美國次級按揭問題早於 2007 年樓市下滑時便已浮現。金融機構對有抵押債務證券（CDOs）及資產擔保證券（ABS）等相關資產的投資招致損失，因而影響本身的信貸評級及財務穩定。部分大型投資銀行出現無力償債問題，接二連三倒閉或被收購。
  - (a) 3 月，貝爾斯登面對嚴峻的流動資金問題，結果在美國政府提供擔保的情況下，獲摩根大通出手相救。
  - (b) 9 月，房利美和房地美兩家按揭公司獲美國政府拯救。不久，雷曼兄弟申請破產保護。美國國際集團（AIG）亦出現流動資金嚴重不足問題，需要美國政府提供緊急資金救援。同時，幾家大型商業銀行亦獲美國政府拯救，一些則被其他金融機構收購。
  - (c) 與此同時，金融危機亦蔓延至歐洲，波及當地的商業銀行、投資銀行及按揭公司。
13. 銀行愈來愈擔心交易對手的違約風險而不太願意借出資金，導致信貸市場緊縮，繼而令到企業的流動資金狀況進一步變差。

## 經濟下滑

14. 金融業經歷了前所未見的整固期，導致全球經濟活動顯著放緩。企業日常運作難以取得貸款，需要削減開支。由於擔心失業及房屋價格下跌，消費亦見疲弱。美國經濟進入了數十年來未見過如此嚴重的衰退，並拖累其他主要經濟體系。
15. 美國主要經濟指標下跌至多年來的新低，顯示衰退會持續一段長時間及造成深遠影響。舉例來說，國內生產總值增長速度的跌幅在第三季度加劇至科網股泡沫爆破時的水平；密西根大學消費者信心指數下跌至 1970 年代後期以來的最低水平；ISM 生產業指數亦下跌至 1980 年代初期以來的最低水平。
16. 對於經濟何時見底，目前仍未有定論。不明朗的經濟前景及對企業盈利的憂慮揮之不去，影響著證券市場的表現。



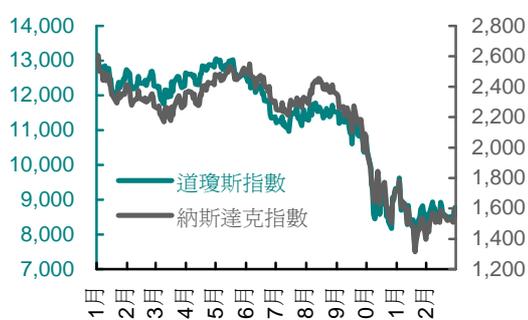
## 救市措施

17. 爲了化解信貸危機，各地央行紛紛在 2008 年向銀行體系注入流動資金及減息。美國聯儲局將聯邦基金目標利率由 2007 年底的 4.25% 下調至 0% 至 0.25%，其他央行亦將基準利率降至歷來或多年來的新低。此外，多國政府及央行推出救市方案，協助金融業渡過難關，包括計劃購入問題資產、購入銀行股份及提供存款擔保。10 月初，美國政府批准了約 7,000 億美元的救市方案，希望透過減息及多個救市方案改善銀行的資產負債表，協助它們重獲市場信心。此後，信貸市場稍爲緩和，三個月美元倫敦銀行同業拆息由 10 月的 4.8% 下跌至 12 月底不足 1.5%。
18. 此外，多國政府公布刺激方案，以振興整體經濟。美國的 7,000 億美元救市方案，有部分用來對汽車業注入大量必需的資金，以免進一步對經濟產生負面影響。當時候任美國總統奧巴馬亦公布推行基建工程計劃，內地政府亦公布了人民幣 40,000 億元的刺激經濟方案。

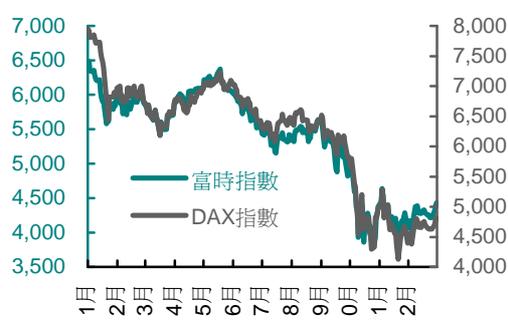
## 市場表現

### 美國／歐洲

19. 在 2008 年 3 月 10 日，貝爾斯登倒閉後，道瓊斯指數隨即較 2007 年底時的水平下跌 11.5%。市場雖然在聯儲局及摩根大通拯救貝爾斯登後強勁反彈，但市場對金融機構整體穩健性的關注及對經濟前景的憂慮持續影響股市。9 月，兩家大型按揭放款公司及雷曼兄弟倒閉，引發另一輪金融危機，亦加深了對衰退的恐懼。11 月，市場跌至 2008 年的低點，之後隨著多個刺激方案出台而稍爲穩定下來。年內，道指及標準普爾 500 指數分別下跌 33.8% 及 38.5%，是 1930 年代以來的最大年度跌幅。納指亦下跌 40.5%，是有史以來最大跌幅。
20. 市場波幅加劇，道指在 2008 年的平均單日波幅上升至 2.7%（2007 年：1.1%；1987 年：2.1%）。標準普爾 500 期權的引伸波幅由 2008 年的高位 70% 回落至年底的 35.6%，但仍處於歷來高位。
21. 主要歐洲市場亦告下跌。2008 年，富時指數、DAX 指數及 CAC 指數分別下跌 31.3%、40.4% 及 42.7%。



道瓊斯指數及納斯達克指數的表現



富時指數及 DAX 指數的表現

資料來源：彭博



## 主要股票市場的表現

|                     |             | 2008 年底   | 相對於 2007 年底水平的百分率變幅 |        | 2008 年底 |
|---------------------|-------------|-----------|---------------------|--------|---------|
|                     |             | 指數水平      | 以當地貨幣計算             | 以美元計算  | 市盈率     |
| 香港                  | 恒生指數        | 14,387.48 | -48.3%              | -47.9% | 8.52    |
|                     | 恒生國企指數      | 7,891.80  | -51.1%              | -50.7% | 10.02   |
| 中國                  | 上證綜合指數      | 1,820.81  | -65.4%              | -63.0% | 14.12   |
| 日本                  | 日經 225 指數   | 8,859.56  | -42.1%              | -28.6% | 16.64   |
| 澳洲                  | 所有普通股指數     | 3,659.30  | -43.0%              | -54.2% | 10.77   |
| 台灣                  | 台灣加權指數      | 4,591.22  | -46.0%              | -46.6% | 9.31    |
| 韓國                  | 韓國綜合指數      | 1,124.47  | -40.7%              | -56.0% | 8.80    |
| 新加坡                 | 海峽時報指數      | 1,761.56  | -49.2%              | -48.8% | 6.00    |
| 泰國                  | 泰國證券交易所指數   | 449.96    | -47.6%              | -55.1% | 7.01    |
| 馬來西亞                | 吉隆坡綜合指數     | 876.75    | -39.3%              | -42.1% | 10.09   |
| 印尼                  | 雅加達綜合指數     | 1,355.41  | -50.6%              | -58.3% | 8.26    |
| 菲律賓                 | 菲律賓綜合指數     | 1,872.85  | -48.3%              | -55.1% | 9.51    |
| 印度                  | Nifty 指數    | 2,959.15  | -51.8%              | -61.1% | 10.15   |
| 越南                  | VN 指數       | 315.62    | -66.0%              | -68.8% | 不適用     |
| MSCI 亞太 (日本除外) (美元) |             | 247.35    | -                   | -53.3% | 9.12    |
| 美國                  | 道瓊斯指數       | 8,776.39  | -33.8%              | -33.8% | 10.59   |
|                     | 納斯達克指數      | 1,577.03  | -40.5%              | -40.5% | 31.73   |
|                     | 標準普爾 500 指數 | 903.25    | -38.5%              | -38.5% | 20.11   |
| 英國                  | 富時 100 指數   | 4,434.17  | -31.3%              | -49.5% | 8.88    |
| 德國                  | DAX 指數      | 4,810.20  | -40.4%              | -42.9% | 10.66   |
| 法國                  | CAC 指數      | 3,217.97  | -42.7%              | -45.1% | 8.29    |

資料來源：彭博

## 亞洲

22. 區內市場隨著經濟前景及投資者情緒轉壞而下跌。日圓強勢（兌美元匯價由年前 111.8 日圓上升至 2008 年底的 90.6 日圓）令日圓利差交易的拆倉活動加劇。亞洲各大基準指數均告下跌，跌幅由馬來西亞的 39.3% 至越南的 66 % 不等。大部分市場都錄得有史以來或是繼 1997 年亞洲金融風暴之後的最大年度跌幅。

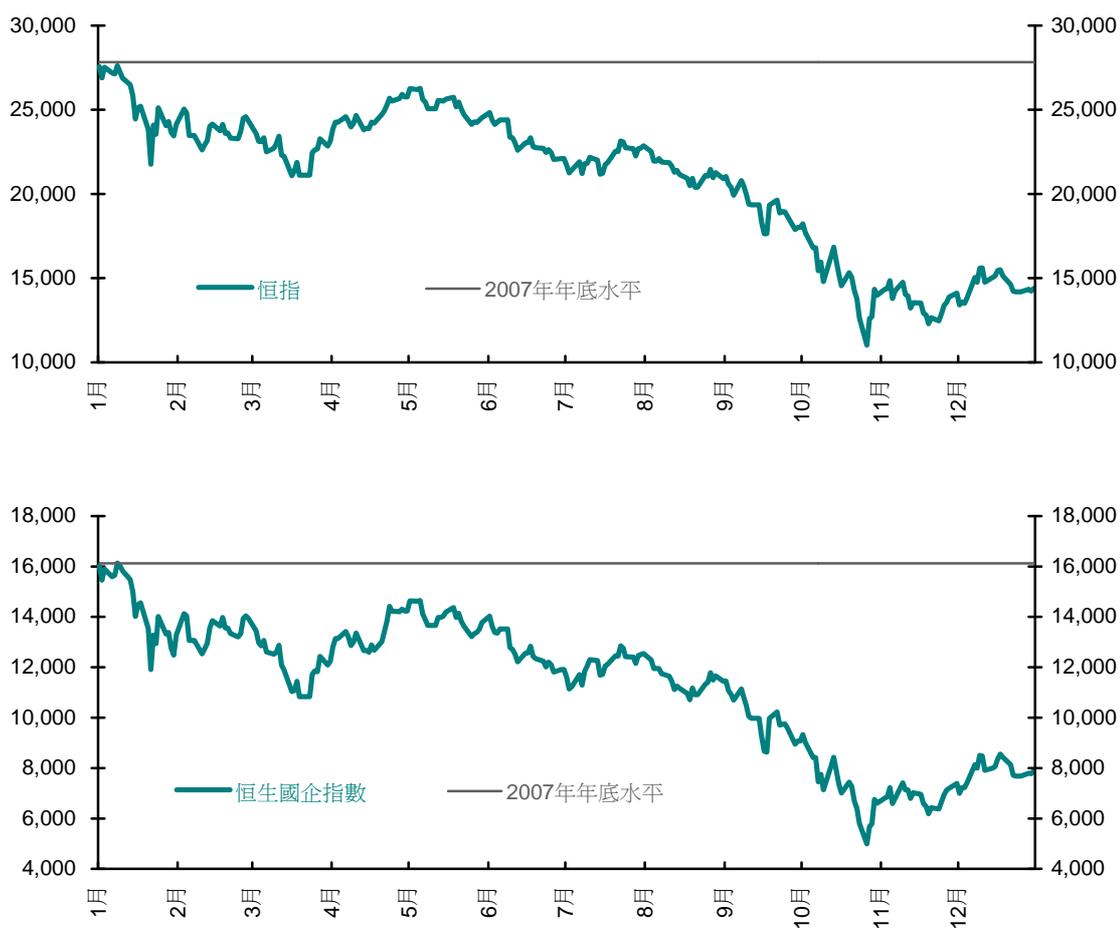
## 內地

23. 2008 年初，內地大部分地區經歷了十年來最嚴重的雪災，2 月消費物價通脹升至 8.7%，是 12 年來的新高。5 月，四川大地震造成進一步的經濟損失，加深對經濟增長放緩，及政府可能會收緊貨幣供應以對抗通脹的憂慮。在 2008 年上半年，中國人民銀行曾六度將銀行存款準備金比率提高合共 300 點子至 17.5%。
24. 下半年，受全球金融危機影響，市場對經濟放緩的憂慮加深。此外，市場關注到股改計劃的禁售期屆滿會引致股份供應過剩，亦影響到股市的表現。
25. 為免經濟硬著陸，中國人民銀行將政策重點由收緊貨幣供應改為放寬貨幣供應。下半年，該行曾五度將基準利率削減合共 216 點子，及三度將銀行存款準備金比率削減合共 200 點子。政府亦推出人民幣 40,000 億元的刺激方案以改善經濟，市場隨後亦穩定下來。
26. 上海證券綜合指數在 2007 年上升 97% 後，在去年 10 月跌至年內低位，並在年底錄得 65.4% 的跌幅，是歷來最大的年度跌幅。



## 香港

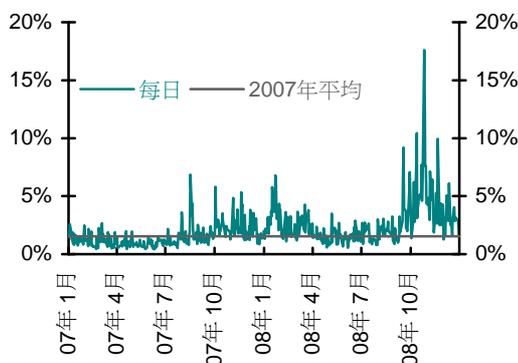
27. 在 2008 年，本地市場的表現大致跟隨海外及內地市場的表現。
- (a) 在 3 月 17 日，受到海外市場因貝爾斯登倒閉而下跌所拖累，恒指較 2007 年底的水平下跌 24.2%。市場其後跟隨外圍造好而出現強勁反彈，但反彈只維持了很短時間。
  - (b) 內地市場轉弱，對本港市場亦造成一定影響。
  - (c) 下半年，本地市場因金融危機席捲全球而再度受創。在 10 月 27 日，恒指跌至 2008 年低位 11,016 點，是 2004 年 5 月以來的最低水平。
  - (d) 2008 年底，海外市場對各地的刺激經濟措施感到樂觀而轉趨穩定，本港市場亦出現輕微反彈。
28. 2008 年恒指累計下跌 48.3%，是 1974 年以來的最大跌幅。恒生國企指數亦下跌 51.1%，是有紀錄以來的最大年度跌幅。



2008 年恒指及恒生國企指數的表現



29. 市場波幅加劇，2008年恒指的平均單日波幅是2.7%（2007年：1.5%；1998年：2.8%）。恒指期權的引伸波幅亦一度升至歷史高位132%，年底時雖回落至約56%，但仍位處歷來高位。



恒指單日波幅



恒指期權的引伸波幅

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

## 全球金融危機對本地市場的影響

30. 全球金融危機削弱了一些國際商業銀行及投資銀行的財政穩健性，也令到市場更為波動。
31. 有見及此，證監會與香港交易所、結算所及市場參與者保持緊密對話，以監察市場運作。年內，證券及衍生工具市場的運作並未受金融危機影響。香港交易所的交易、結算及交收功能運作如常。
32. 證監會亦密切監察經紀行，包括對速動資金狀況定期進行壓力測試，及在波動較大的日子查詢其運作情況。
33. 證監會密切注視基金贖回的情況。雖然基金公司在某些較為波動的日子所收到的贖回要求較平均數字為高，但未有涉及贖回或流動資金問題的報告。

## 本地股票市場的交易活動

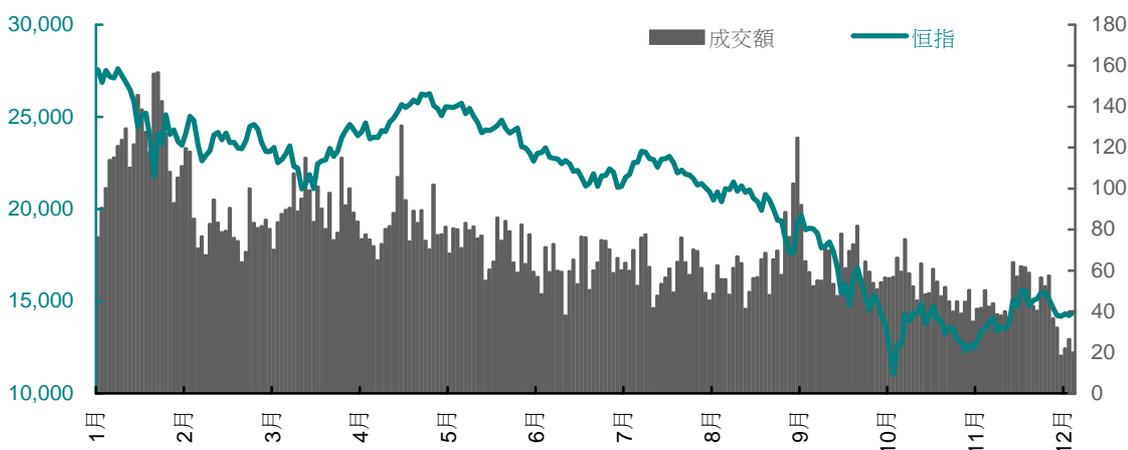
34. 在2008年，現貨市場的平均每日成交額由2007年的881億元下跌18.1%至721億元。若按月計算，跌幅更為顯著。2008年12月，平均每日成交額是431億元，較2008年1月的1,195億元下跌63.9%。
35. 然而，值得注意的是，成交額下跌主要是股價下跌所致，成交量其實有所增加。舉例說，就恒指成分股而言，平均每日成交量上升24.5%至25億股。



### 平均每日成交額（以十億元計）

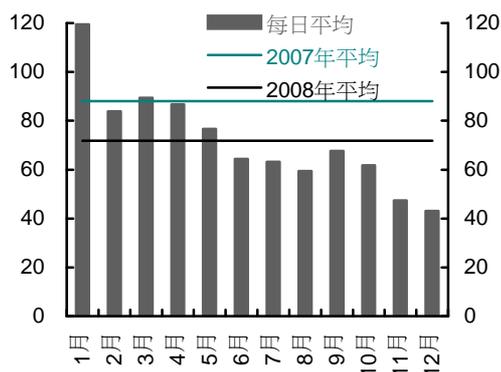
|               | 2008               | 相對於 2007 年的百分率變幅 |
|---------------|--------------------|------------------|
| 恒指（H 股及紅籌除外）  | 11.2 (15.6%)       | -7.1%            |
| 內地股票          | 34.4 (47.9%)       | -19.5%           |
| H 股           | 25.1 (34.9%)       | -20.7%           |
| 紅籌            | 9.3 (13.0%)        | -16.2%           |
| 衍生權證          | 14.0 (19.5%)       | -26.5%           |
| 牛熊證           | 4.2 (5.9%)         | +1,362.3%        |
| 其他            | 8.2 (11.3%)        | -41.1%           |
| <b>總市場成交額</b> | <b>72.1 (100%)</b> | <b>-18.1%</b>    |

資料來源：香港交易所及證監會研究科

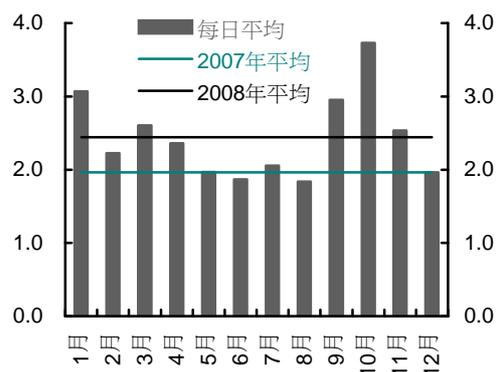


2008 年恒指表現及市場成交額（以十億元計）

資料來源：彭博



香港市場的交易額（以十億元計）

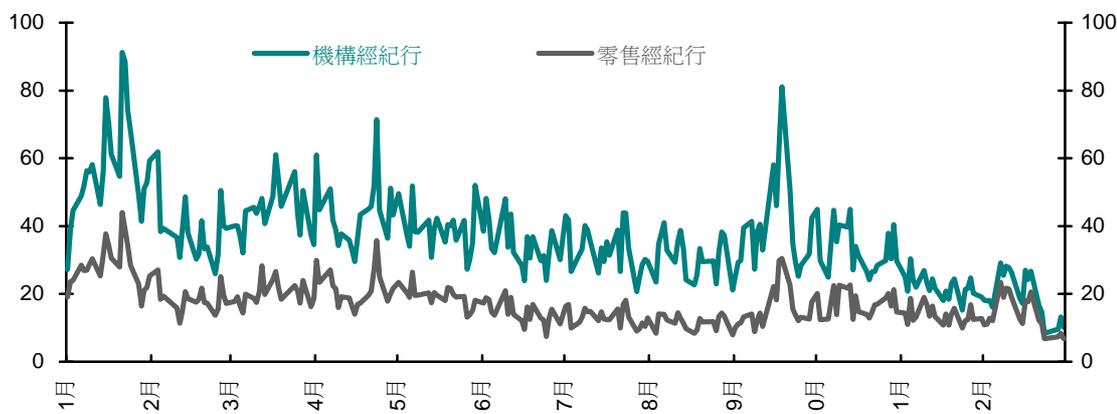


恒指成分股成交量（以十億股計）

資料來源：彭博



36. 以經紀行類別劃分，機構經紀行的股票交易所佔比例在 2008 年微升至 68%（2007 年：63%）。零售經紀行的比例是 32%（2007 年：37%）。



2008 年按經紀行類別劃分的每日成交額（以十億元計）

資料來源：香港交易所及彭博

## 賣空活動

37. 2008 年的賣空活動，無論以絕對值或佔總交易額的百分比計算，都有所增加。這可能與市況疲弱，及市場波動加劇令交易機會增多有關。儘管如此，市場表現與賣空活動兩者之間沒有固定的關係。
38. 在 2008 年，平均每日賣空交易金額是 54 億元，佔總市場成交額的 7.5%，2007 年的相應數字分別是 53 億元及 6%。雖然海外市場在 2008 年 9 月底加強監管賣空，但本地第四季賣空活動成交額亦低於之前錄得的水平。該季賣空交易的平均每日成交額是 33 億元或總市場成交額的 6.6%，而第二季及截至 2008 年 9 月 19 日（即雷曼兄弟倒閉後不久，海外市場開始限制賣空活動）止第三季的數字分別是 57 億元或 7.4% 及 54 億元或 8.5%。

## 首次公開招股活動及表現

39. 市場表現不濟，首次公開招股活動亦告放緩，情況與主要海外市場相若。在 2008 年，海外市場首次公開招股的集資額較 2007 年下跌 60 至 90%。
40. 去年有 29 宗首次公開發售（主板：27 宗；創業板：兩宗），遠少於 2007 年共 80 宗。首次公開招股的總集資額為 660 億元，較 2007 年的 2,924 億元下跌 77%。在 29 宗首次公開招股之中，四宗為 H 股公司，共集資 295 億元，較 2007 年下跌 61%；有 12 隻新股在首個交易日跌破招股價。29 宗首次公開發售的股票在年底時的表現不一，由較招股價格下跌 75.5% 至上升 61.9% 不等。



## 衍生權證

41. 不論在市值及交易金額方面，衍生權證市場在 2008 年都出現萎縮，這部分是由於市場波幅擴大，導致衍生權證的引伸波幅上升，令其吸引力降低所致。投資者因而轉為買賣與衍生權證相似但不受引伸波幅影響的牛熊證。牛熊證市場明顯增長抵銷了衍生權證市場的收縮。
42. 在 2008 年底共有 3,011 隻衍生權證，總市值為 40 億元（2007 年底的數字為 4,483 隻及 433 億元）。在 2008 年，衍生權證的平均每日成交額是 140 億元，佔總市場成交額 19.5%（2007 年的數字為 191 億元及 21.7%）。
43. 按相關資產類別劃分，以基準指數作為相關資產的衍生權證有不少交易轉移至牛熊證，但以個別股票作為相關資產的衍生權證的交易，則沒有太大的轉移。因此，衍生權證及牛熊證的總交易額在 2008 年保持相對平穩，合計成交額佔總市場成交額 25.3%（2007 年：22%）。

## 牛熊證

44. 由於上半年有新的牛熊證發行商，牛熊證市場在 2008 年錄得強勁增長。發行商數目由 2007 年底時只有三家增加至 2008 年底的 10 家。牛熊證數目亦由 2007 年底的 131 隻增加九倍至 1,314 隻，大部分都是以恒指及恒生國企指數作為相關資產。牛熊證的市值由 2007 年底的 3 億元上升 261% 至 11 億元。隨著交易活動增加，牛熊證在 2008 年的每日成交額平均為 42 億元，佔市場總成交額 5.9%（2007 年的數字為 3 億元及 0.3%）。

## 交易所買賣基金

45. 交易所買賣基金市場繼續增長，2008 年增加了七隻追縱區內指數及現貨黃金交易所買賣基金，令交易所買賣基金總數由 2007 年底的 17 隻上升至 2008 年底的 24 隻，總市值亦由 2007 年底的 1,056 億元上升 152% 至 2008 年底的 2,665 億元。交易所買賣基金的平均每日成交額在 2008 年上升 177% 至 18 億元，佔總市場成交額的 2.5%（2007 年的數字為 7 億元及 0.7%）。

## 衍生工具市場

46. 衍生工具合約在 2008 年的未平倉合約數目下跌，但成交量則上升。在 2008 年，期貨市場的平均每日成交量上升 38% 至 184,040 張合約（2007 年：133,566 張）。在 2008 年底，未平倉期貨合約數量下跌 14% 至 184,551 張，恒指期貨及恒生國企指數期貨仍然是買賣最活躍的期貨合約類別。年內，恒指期貨的平均每日成交量是 89,368 張合約，佔所有期貨交易的 48.6%，而恒生國企指數期貨的相應數字分別為 59,428 張合約或 32.3%。
47. 在期權市場方面，2008 年的平均每日成交量是 248,086 張合約，較一年前上升 10%。股票期權是交易最為活躍的期權類別，佔所有期權交易的 90.7%。在 2008 年底，股票期權的未平倉合約數目是 3,984,346 張，較 2007 年底的水平下跌 25%。



按產品類別劃分的衍生工具平均每日成交量（以合約張數計）

|               |                    | 2008               | 2007            | 2006           |
|---------------|--------------------|--------------------|-----------------|----------------|
| 期貨            | 恒指期貨               | 89,368             | 70,045          | 51,491         |
|               | 小型恒指期貨             | 32,761             | 17,657          | 8,665          |
|               | 恒生國企指數期貨           | 59,428             | 44,271          | 19,759         |
|               | 小型恒生國企指數期貨*        | 1,726 <sup>^</sup> | 不適用             | 不適用            |
|               | 恒生中國 H 股金融行業指數期貨** | 0.04               | 18 <sup>^</sup> | 不適用            |
|               | 新華富時中國 25 指數期貨     | 0.2                | 13              | 33             |
|               | 股票期貨               | 1,058              | 1,435           | 413            |
|               | 三個月港元利率期貨          | 98                 | 129             | 56             |
|               | 其他期貨產品***          | 66 <sup>^</sup>    | 3               | 1              |
|               | <b>期貨總和</b>        | <b>184,040</b>     | <b>133,566</b>  | <b>80,418</b>  |
| 期權            | 恒指期權               | 15,723             | 30,531          | 16,582         |
|               | 小型恒指期權             | 646                | 284             | 216            |
|               | 恒生國企指數期權           | 6,642              | 7,052           | 3,070          |
|               | 新華富時中國 25 指數期權     | 2                  | 6               | 32             |
|               | 股票期權               | 225,074            | 187,686         | 73,390         |
|               | <b>期權總和</b>        | <b>248,086</b>     | <b>225,560</b>  | <b>93,290</b>  |
| <b>期貨期權總和</b> |                    | <b>432,126</b>     | <b>359,125</b>  | <b>173,708</b> |

註：\* 小型恒生國企指數期貨在 2008 年 3 月 31 日推出。

\*\* 恒生中國 H 股金融行業指數期貨在 2007 年 4 月 16 日推出。

\*\*\* 一個月港元利率期貨、三年期外匯基金債券期貨及黃金期貨。

<sup>^</sup>平均每日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

## 總結

48. 2008 年，金融危機席捲全球，影響到全球經濟體系及金融市場。股市基準指數跌至多年來的低位，大部分市場的市盈率都跌至單位數字水平。經濟何時復甦仍是未知之數，而金融市場很大可能會持續波動。