



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

## 研究論文 45：香港證券市場的半年回顧

2009年7月17日



## 摘要

1. 去年出現的金融危機導致經濟急速衰退，促使包括美國、內地及香港的政府及中央銀行推出一系列經濟及金融的刺激方案。由於各項救市措施收效需時，2009年上半年經濟數據仍然疲弱。然而，初步跡象顯示經濟正趨向穩定並開始復蘇。
2. 在全球經濟前景看淡，加上市場憂慮金融機構的不良資產及資金短缺的情況下，大部分股票市場於2009年上半年早期下滑。其後企業陸續發表優於市場預期的業績報告，大市對經濟復蘇感到樂觀，各股票市場因而顯著反彈。在2009年上半年，美國標準普爾500指數較2008年底水平上升1.8%，上海綜合指數（上證指數）則由於市場預期內地經濟復蘇強勁而躍升62.5%。
3. 跟隨外圍走勢，香港股票市場起初亦因全球經濟表現不明朗以及對美國金融機構的憂慮而下跌。恒生指數（恒指）及恒生中國企業指數（恒生國企指數）於三月初跌至今年最低點。其後，隨著經濟轉趨穩定，市場對全球經濟復蘇抱樂觀態度，股市亦開始強勁反彈。此外，大量資金流入本港銀行體系及股票市場，亦有助本地市場重拾升軌。在2009年上半年，恒指及恒生國企指數分別較2008年底水平上升27.7%及38.9%。
4. 在2009年上半年，現貨市場平均每日成交額較2008年下半年微升2%至583億元<sup>1</sup>，而期貨及期權平均每日成交量則下跌3.3%至419,714張合約。賣空活動、衍生權證交易及首次公開招股活動亦見減少，而交易所買賣基金及牛熊證市場的增長則保持穩健。
5. 儘管近日全球股票市場均見反彈，但支持此次反彈的基礎因素並不算廣泛，而經濟復蘇的跡象亦只是剛起步。雖然強勁資金流入似乎加強近日股票市場止跌回升的勢頭，但資金流動一向較為波動，並較易出現突然逆轉的情況。與此同時，如果商品價格持續反彈，可能會增加通脹壓力，並削弱對經濟復蘇有利的寬鬆貨幣環境。投資者情緒將繼續受到全球經濟前景，以至企業的財務狀況所影響。此外，H1N1流感可能大規模爆發、地緣政治危機亦有可能為前景帶來不明朗因素。
6. 自今年3月初股市的低位至6月底，全球主要股票市場已反彈30%至60%。然而值得留意這類於危機後出現的強勁反彈並非罕見。雖然歷史不一定會重演，但1929年美國經濟大衰退的經驗顯示，股票市場於達至真正低點之前可能非常波動。假若沒有基礎因素支持，股票市場便不能持續反彈。與經濟大衰退的情況比較，大部分政府對是次金融危機的反應均較為決斷及敏捷。可是，當經濟穩定或復蘇的初步跡象逐漸出現，市場餘下的憂慮便是政府龐大的刺激經濟方案及大規模的救市措施或會帶來通脹，以及對貨幣構成壓力。現時推行政策的挑戰在於能否適當地退出市場，同時避免損害經濟復蘇及增長的前景。投資者需要留意，現時經濟復蘇及金融市場穩定的景況能否持續仍是未知之數，股票市場於此情況下仍會持續波動。

<sup>1</sup> 除另有指明外，本論文所有金額均以港元為單位。



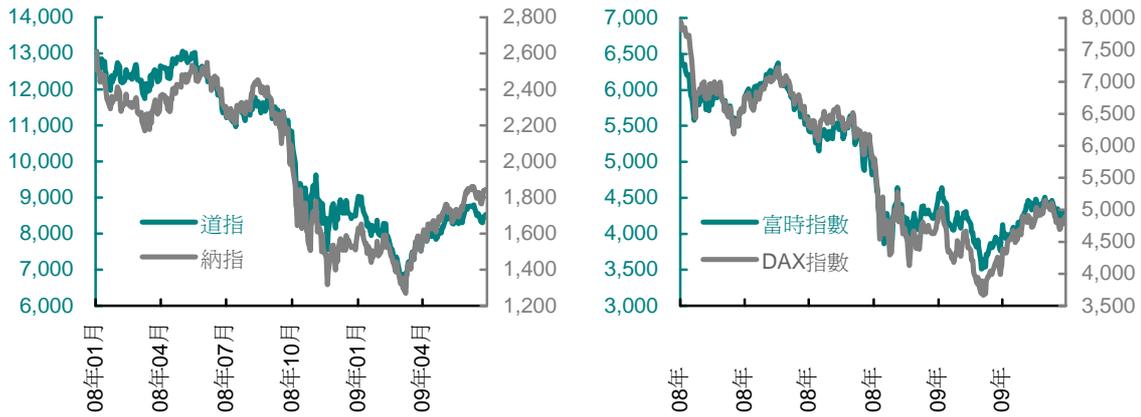
## 經濟及金融市場狀況

7. 2008年下半年出現的金融危機及經濟急速衰退，促使各國政府和中央銀行推出一系列方案，以穩定金融市場及刺激經濟增長。當中包括調低利率、量化寬鬆政策、向金融機構注入資金、稅務減免等。
8. 美國政府推出了多項刺激經濟方案，包括合共 7,870 億美元的刺激增長措施，以及爲了清除金融機構內的不良資產而推出的 7,000 億美元不良資產補助計劃。由於各項救市措施收效需時，美國 2009 年首季國內生產總值仍然比去年同期下跌 2.6%，6 月份失業率亦上升至 9.5%。然而，房屋及生產數據等經濟指標均顯示經濟正在初步復蘇。受此等數據影響，投資者開始預期經濟環境在 2009 年底或 2010 年初復蘇。此外，金融市場刺激方案及主要汽車生產商的自願破產亦消除了銀行業及汽車業的不明朗因素。另外 19 間美國銀行壓力測試結果顯示，各間銀行均能應付資金短缺問題，這結果亦爲市場帶來正面消息。
9. 內地政府自 2008 年 11 月推出 40,000 億元人民幣刺激方案後，陸續推出一系列政策，爲日後可能出現的經濟及金融市場增長作好準備。稅制改革、行業重組、法制改革及發展金融市場均有助提升不同行業的競爭力。於 2009 年上半年，受全球經濟衰退及內地經濟增長放緩所影響，2009 年上半年出口比去年同期下跌 22%。首季國內生產總值增長放緩至 6.1%，消費價格則於過去六年首次下滑。儘管如此，若干經濟數據包括零售及生產活動等則漸趨穩定，甚至出現反彈。
10. 在 2009 年首季，香港的本地生產總值比去年同期下跌 7.8%。爲協助本地經濟重拾升軌，特區政府亦公佈了多項救市措施，當中包括基建項目、退稅及貸款擔保等。內地政府亦推出了若干方案，例如貨幣互換協議、跨境基建項目、發行人民幣債券以及加強兩地經濟及旅遊業合作等，從而支持香港的經濟及金融市場。

## 全球股票市場表現

### 美國／歐洲

11. 美國及歐洲市場於 2009 年初下滑。受經濟前景看淡及市場憂慮金融機構的不良資產、資金短缺問題的影響，各大基準指數於 3 月初跌至最低點。資金流通問題及美國汽車生產商可能出現破產的情況亦影響投資者情緒。於 3 月初，各大基準指數比 2008 年底下跌 20% 至 25%。
12. 其後，主要銀行及若干企業公佈優於市場預期的業績報告。在銀行壓力測試爲投資者帶來正面訊息的同時，讓市場鼓舞的經濟數據亦爲市場帶來支持。H1N1 型流感對股票市場的影響亦有限。於 2009 年 6 月底，道瓊斯指數（道指）、標準普爾 500 指數及納斯達克指數（納指）均由 3 月初最低點反彈 30 至 45%。較 2008 年底，標準普爾 500 指數及納指分別上升了 1.8% 及 16.4%，道指則下降了 3.8%。
13. 緊隨美國市場走勢，歐洲各市場亦收復年初大部份失地。截止 6 月底，富時指數及 CAC 指數分別下跌 4.2% 及 2.4%。DAX 指數比較 2008 年底則保持平穩。



道指及納指的表現

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

		2009年6月底	相對於2008年底水平的百分率變幅		相對於2008年6月底水平的百分率變幅		市盈率
		指數水平	以當地貨幣計算	以美元計算	以當地貨幣計算	以美元計算	2009年6月底
香港	-恒生指數	18,378.73	27.7%	27.7%	-16.8%	-16.3%	15.25
	-恒生國企指數	10,962.61	38.9%	38.9%	-8.0%	-7.4%	17.03
中國	-上證綜合指數	2,959.36	62.5%	62.5%	8.2%	8.5%	29.88
日本	-日經 225 指數	9,958.44	12.4%	5.7%	-26.1%	-18.6%	41.81
澳洲	-所有普通股指數	3,947.80	7.9%	23.8%	-26.0%	-37.7%	32.52
台灣	-台灣加權指數	6,432.16	40.1%	40.0%	-14.5%	-20.9%	60.43
韓國	-韓國綜合指數	1,390.07	23.6%	22.2%	-17.0%	-31.8%	18.10
新加坡	-海峽時報指數	2,333.14	32.4%	30.9%	-20.8%	-25.6%	12.24
泰國	-泰國證券交易所指數	597.48	32.8%	35.4%	-22.3%	-23.7%	20.03
馬來西亞	-吉隆坡綜合指數	1,075.24	22.6%	20.8%	-9.4%	-15.9%	18.55
印尼	-雅加達綜合指數	2,026.78	49.5%	62.9%	-13.7%	-22.0%	23.29
菲律賓	-菲律賓綜合指數	2,437.99	30.2%	28.5%	-0.9%	-7.5%	14.43
印度	-Nifty 指數	4,291.10	45.0%	47.7%	6.2%	-4.6%	16.48
越南	-胡志明股市指數	448.29	42.0%	39.5%	12.2%	6.2%	20.85
MSCI 亞太（日本除外）（美元）		323.84	-	30.9%	-	-24.7%	18.98
美國	-道指	8,447.00	-3.8%	-3.8%	-25.6%	-25.6%	11.16
	-納指	1,835.04	16.4%	16.4%	-20.0%	-20.0%	28.10
	-標準普爾 500 指數	919.32	1.8%	1.8%	-28.2%	-28.2%	14.56
英國	-富時 100 指數	4,249.21	-4.2%	8.1%	-24.5%	-37.6%	9.94
德國	-DAX 指數	4,808.64	0.0%	0.4%	-25.1%	-33.3%	26.71
法國	-CAC 指數	3,140.44	-2.4%	-2.0%	-29.2%	-36.9%	11.13

資料來源：彭博及各大交易所網站

### 亞洲

14. 亞洲股票市場起初因經濟衰退而表現疲弱，及後在市場對全球經濟復蘇的期望下強勁反彈。於2009年上半年，亞洲各市場均上升，升幅由澳洲的7.9%至印尼的49.5%不等。（中國市場的表現見下節）

### 中國內地

15. 2009年上半年，雖然國內經濟增長因海外經濟衰退放緩，但內地股票市場並未受到影響。儘管經濟活動收縮，市場憧憬進一步刺激經濟方案，普遍抱有樂觀情緒，因此股票市場仍強勁上升。為刺激消費及基建項目投資而借出的貸款，從今年開始至今已新增73,000億元人民幣，



市場因而進一步期望國家經濟持續增長。在 2009 年上半年，上海綜合指數（上證指數）由於市場預期內地經濟復蘇強勁而躍升 62.5%。

## 香港

16. 受全球經濟表現不明朗及對美國金融機構股票的憂慮所影響，香港市場於 2009 年上半年初表現疲弱。恒生指數於 3 月 9 日跌至 11,344 點的低位。自此之後，市場對全球經濟復蘇感到樂觀，內地亦進一步推出刺激經濟方案，國際間共同努力穩定金融市場並刺激全球經濟，因此本地市場明顯反彈。本地房地產股票亦在市場對經濟復蘇的期望下而表現優於大市。此外，龐大資金流入香港銀行體系及股票市場亦有助股票市場反彈。在 2009 年 6 月尾，恒指及恒生國企指數較 2008 年底分別上升 27.7% 及 38.9%。

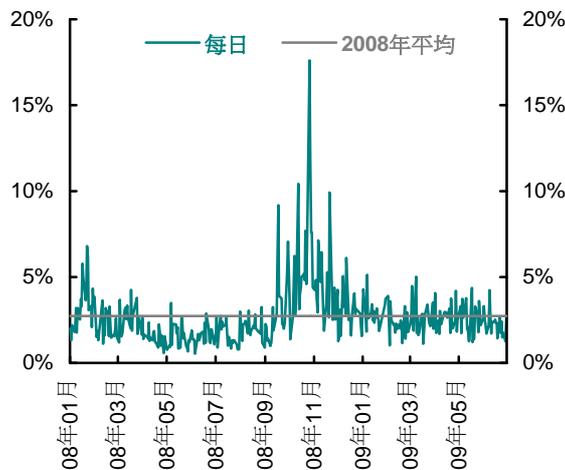


恒指及恒生國企指數在 2008 年 1 月至 2009 年 6 月的表現

資料來源：彭博



17. 恒指在 2009 年上半年的平均單日波幅由 2008 年的 2.7% 輕微下跌至 2.5%。恒指期權的引伸波幅亦由 2008 年底的 56% 持續下降至 2009 年 6 月底的 32%。



恒指單日波幅



恒指期權引伸波幅

註： (當日最高位 - 當日最低位)  
 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

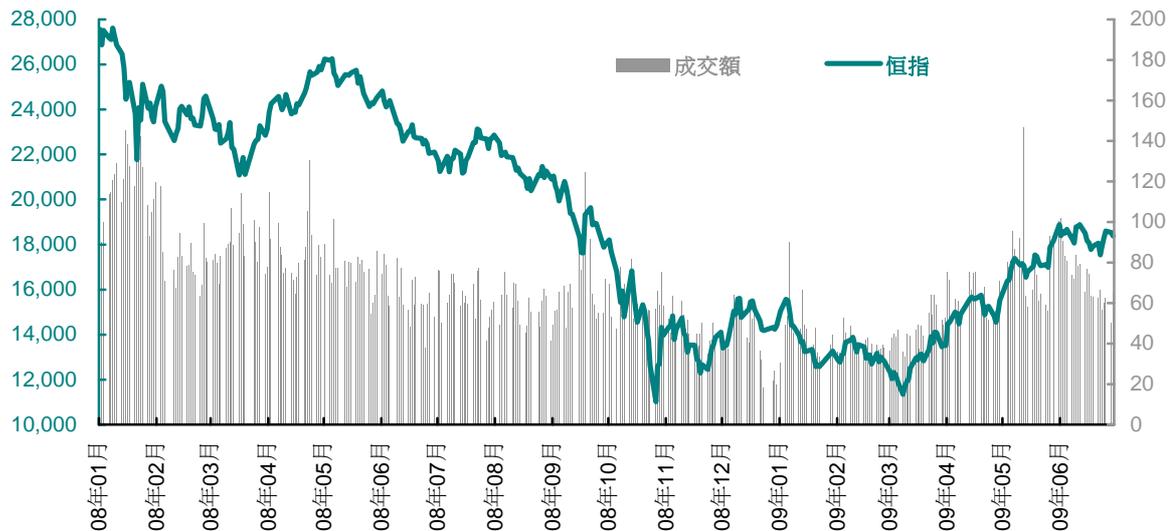
### 本地股票市場的交易活動

18. 於 2009 年上半年，本地股票市場交易活動一般。平均每日成交額為 583 億元，較 2008 年下半年上升 2%，而較 2008 年上半年則下降 33%。在本地上市的內地股票依然是交投最活躍的股票類別，佔市場總成交額 48%。而恒指成分股（撇除國企及紅籌）的成交額則佔市場總成交額的 14%。

### 平均每日成交額（以十億元計）

	2009 年上半年	2008 年下半年	2008 年上半年	相對以下期間的變化	
				2008 下半年	2008 上半年
恒指（撇除國企及紅籌）	8.0 (14%)	9.4 (16%)	13.1 (15%)	-14%	-39%
內地股	27.9 (48%)	27.9 (49%)	41.0 (47%)	0%	-32%
國企	20.9 (36%)	20.3 (36%)	29.9 (34%)	3%	-30%
紅籌	7.1 (12%)	7.6 (13%)	11.1 (13%)	-7%	-36%
衍生權證	6.0 (10%)	7.0 (12%)	21.2 (24%)	-14%	-72%
牛熊證	6.8 (12%)	6.3 (11%)	2.1 (2%)	8%	217%
其他	9.5 (16%)	6.6 (12%)	9.8 (11%)	45%	-2%
市場總計	58.3 (100%)	57.2 (100%)	87.3 (100%)	2%	-33%

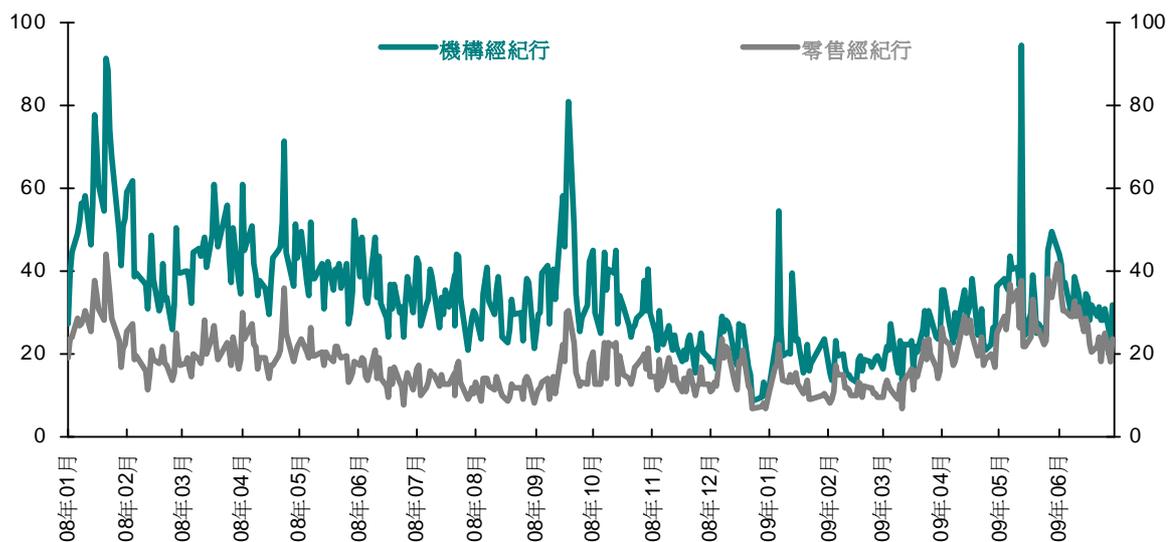
資料來源：香港交易所及證監會研究科



2008年1月至2009年6月恒指表現及市場成交額（以十億元計）

資料來源：證監會研究科

19. 按經紀行分類，機構經紀行股票交易於2009年上半年的市場份額下降至58%（2008年下半年為68%）。同時，零售經紀行的市場份額較2008年下半年的32%上升至42%。



2008年1月至2009年6月按經紀行類別劃分的平均每日成交額（以十億元計）

資料來源：證監會研究科

### 賣空活動

20. 於2009年上半年，賣空活動在成交額及佔市場總成交的份額方面均下跌，於股票或經紀行層面均沒有發現集中情況。賣空活動平均每日成交額為33.01億元，佔市場總成交額5.6%。2008年下半年的數字則分別為43.05億元及7.5%。



## 首次公開招股活動及表現

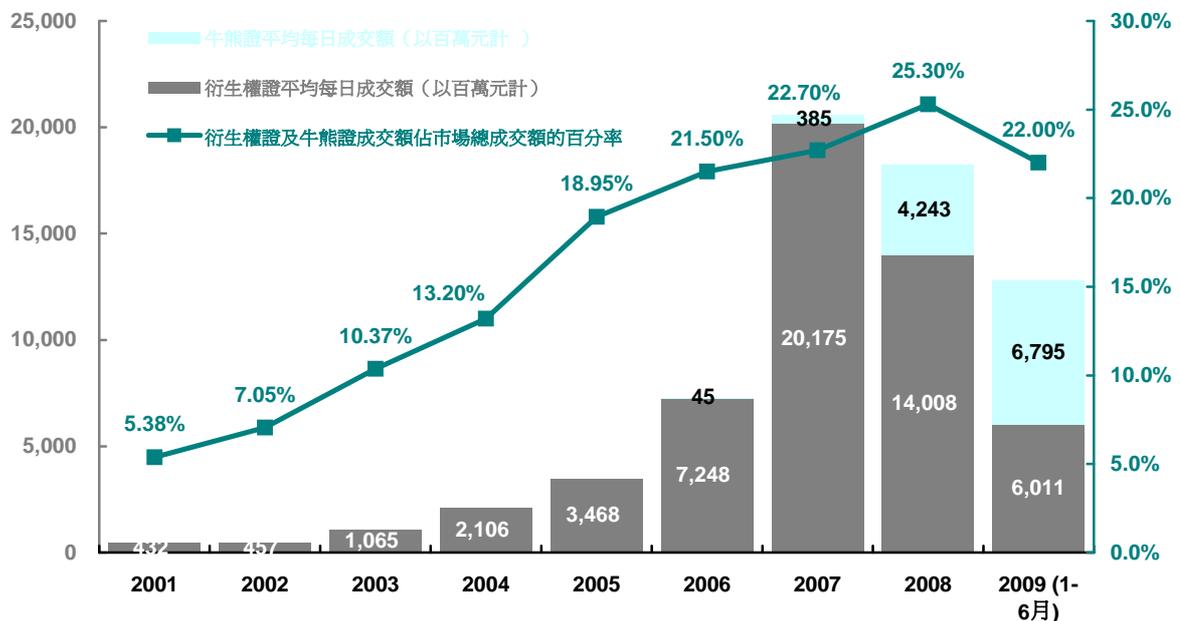
21. 由於全球股票市場氣氛看淡，首次公開招股活動於 2009 年初數月表現較為平靜，但在 5 月及 6 月開始活躍。本港市場於 2009 年上半年共推出了 12 宗首次公開招股活動，總集資額達 174 億元。2008 年下半年的數據為 11 宗首次公開招股活動，總集資額為 156 億元。
22. 該 12 宗首次公開招股活動的表現各異。它們上市首日的收市價平均高出招股價 8.6%，而個別股份表現則由下跌 11% 至上升 39.2% 不等。至於其後的表現，相對而言則較讓人滿意。於 2009 年 6 月底，祇有 1 隻新股較其招股價為低，其餘 11 隻新股均較招股價為高。股價的跌幅／升幅介乎 -11.9% 至 +283.8% 不等。

## 交易所買賣基金

23. 香港的交易所買賣基金市場於 2009 年繼續蓬勃發展。於 2009 年 6 月底，交易所買賣基金數量由 2008 年底的 24 隻增加至 2009 年 6 月底的 32 隻。然而，交易所買賣基金的每日平均成交額亦由 2008 年下半年的 20 億元下降 15% 至 2009 年上半年的 17 億元。

## 衍生權證及牛熊證

24. 衍生權證的交投輕微下跌。於 2009 年上半年，衍生權證的平均每日成交額由 2008 年下半年的 70 億元或佔市場份額的 12.2%，下降至 2009 年上半年的 60 億元，佔市場份額的 10.3%。
25. 牛熊證的交投在成交額及佔市場總成交的份額方面均有所提升。牛熊證平均每日成交額由 2008 年下半年的 63 億元或市場整體成交額的 11%，上升至 2009 年上半年的 68 億元，佔市場整體成交額的 11.6%。



衍生權證及牛熊證的成交額（以百萬元計）及佔市場總成交的份額

資料來源：證監會研究科



## 交易所買賣衍生工具

26. 在 2009 年上半年，期貨產品交投下跌。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。恒指期貨的平均每日成交量較 2008 年下半年減少 7.1%。第二種交投最活躍的期貨是恒生國企指數期貨，其成交量減少 12.5%，幾乎佔所有期貨交易約三分之一。恒指期貨及恒指國企指數期貨未平倉合約亦分別下跌至 79,772 及 71,607 張。
27. 期權市場的交易於 2009 年上半年輕微下跌。股票期權仍然是交投最活躍的期權產品，但其成交量仍然比 2008 年下半年的成交量下跌 2.6%。恒指期權的成交量有所上升，而恒指國企指數期權則有所下跌。

### 按產品類別劃分的衍生工具平均每日成交量<sup>^</sup>（合約張數）

		2009 年上半年	2008 下半年	2008 上半年
期貨	恒指期貨	87,788	94,478	84,131
	小型恒指期貨	38,721	35,924	29,520
	恒指國企指數期貨	55,068	62,941	55,827
	小型恒指國企指數期貨*	2,944	2,022	1,133
	恒生中國 H 股金融行業指數期貨 <sup>#</sup>	不適用	不適用	0.08
	新華富時中國 25 指數期貨 <sup>###</sup>	不適用	0.03	0.29
	股票期貨	1,166	1,393	714
	三個月港元利率期貨	17	79	117
	黃金期貨**	26	62	0
	其他期貨產品***	1	2	5
	<b>期貨總和</b>	<b>185,731</b>	<b>196,864</b>	<b>170,895</b>
期權	恒指期權	19,334	16,940	14,476
	小型恒指期權	1,105	837	450
	恒指國企指數期權	7,460	7,897	5,355
	新華富時中國 25 指數期權 <sup>###</sup>	不適用	0.01	3
	股票期權	206,084	211,516	238,970
	<b>期權總和</b>	<b>233,984</b>	<b>237,191</b>	<b>259,254</b>
<b>期貨及期權總和</b>	<b>419,714</b>	<b>434,056</b>	<b>430,149</b>	

- 註： \* 小型恒指國企期貨在 2008 年 3 月 31 日推出  
 \*\* 黃金期貨在 2008 年 10 月 20 日推出  
 \*\*\* 一個月港元利率期貨及三年期外匯基金債券期貨  
<sup>^</sup> 平均每日成交量是以產品推出後的交易日數計算  
<sup>#</sup> 恒生中國 H 股金融行業指數期貨在 2008 年 12 月 24 日起暫停交易  
<sup>###</sup> 新華富時中國 25 指數期貨在 2008 年 12 月 31 日起暫停交易  
<sup>####</sup> 新華富時中國 25 指數期權在 2008 年 12 月 24 日起暫停交易

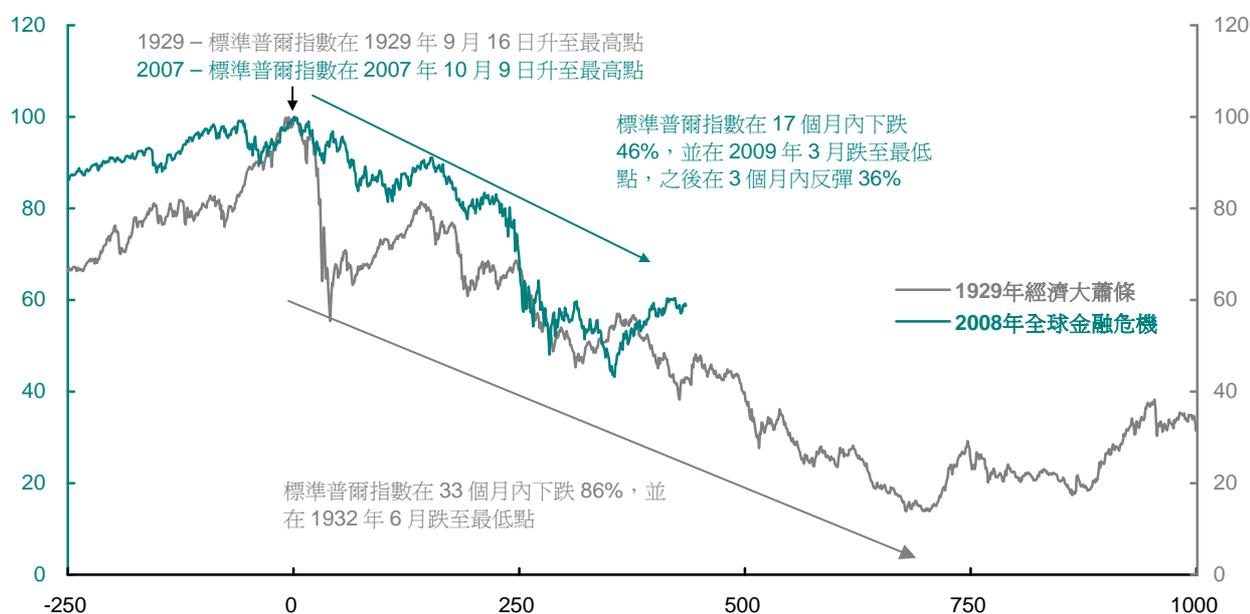
資料來源：香港交易所及證監會研究科

## 整體市場及經濟前景的不明朗因素

28. 儘管近日全球股票市場均見反彈，但支持此次反彈的基礎因素並不算廣泛。經濟數據顯示，全球經濟仍處於衰退階段，任何經濟復蘇的跡象均只是初步性。雖然強勁資金流入似乎加強了近日股票市場止跌回升的勢頭，但資金流動一向較為波動，並較易出現突然逆轉的情況。與此同時，如果商品價格持續反彈，可能會增加通脹壓力，並削弱對經濟復蘇有利的寬鬆貨幣環境。投資者情緒將繼續受到全球經濟前景，以至企業的財務狀況所影響。此外，H1N1 流感可能大規模爆發、地緣政治危機亦有可能為前景帶來不明朗因素。

## 現時金融危機與 1929 年經濟大蕭條的比較

29. 自今年 3 月初股市跌至最低點起至 6 月底，歐美主要股票市場已反彈 30% 至 60%。市場憧憬全球政府數以萬億計的刺激經濟方案為市場帶來充足的流動資金，從而帶動經濟復蘇。然而值得注意的是，1929 年經濟大蕭條後，美國股票市場在急跌至初步低位時亦經歷過類似的反彈，其後市場卻進一步的反復調整，最終跌至真正最低點。美國股票市場在經濟大衰退之後的熊市維持了三年。
30. 經濟大蕭條與現時的金融危機有著若干共同點。在昔日經濟大衰退股災之前，投資者非常投機，槓桿式投資非常普遍，信貸急速擴張。而在今次的金融危機，科網泡沫爆破以及 911 事件所帶來的低息信貸令樓市膨脹，金融機構大量投資在最終引發是次危機的次級按揭當中。複雜難懂的衍生工具產品以及金融機構高度負債更進一步擴大市場虧損。最終大部分金融機構並不能承擔此等虧損，需要由各地政府出手拯救。
31. 在兩次金融危機的股災之後，信貸市場停頓，導致經濟活動收縮。經濟大蕭條時銀行擠提一浪接一浪。在現時的金融危機中，歐美的商業銀行或被國有化，或需要政府出手拯救。在兩次危機中，減債及大幅折讓出售資產均十分普遍。



標準普爾指數在兩次危機中的表現（當指數升至最高點時基數=100）

註：指數在  $t=0$  時為最高點，X 軸表示自最高點前後的交易日。此圖標示指數最高點前約一年及最高點後四年的表現  
資料來源：證監會研究科

32. 在經濟大蕭條時熊市持續了三年。標準普爾 500 指數在 1929 年 9 月的最高點下跌 86% 至 1932 年 6 月的最低點。在該三年之內，股票市場在達至最低點前經歷了 12 次主要反彈及調整。每次反彈標準普爾 500 指數上升 12% 至 46%，每次調整下跌 25% 至 61%。因此，比較經濟大蕭條的情況，現時標準普爾 500 指數在三個月的期間內反彈 35% 並非特別強勁。
33. 然而，值得一提的是，現時的經濟及金融情況與經濟大衰退時非常不同，因此未必可以直接比較兩次危機。
- (a) **現時商業週期較短** — 現時的商業週期較短，因此經濟衰退及股票市場熊市可能較經濟大蕭條的時間為短。國際貨幣基金<sup>2</sup>指出，金融危機後的經濟衰退平均持續七季，而現

<sup>2</sup> 《世界經濟展望》，2009 年 4 月，國際貨幣基金，頁 114



時美國經濟衰退已持續了六季（美國國家經濟研究局確認衰退由 2007 年第四季開始）。樂觀的投資者預期美國經濟將於 2009 年底或 2010 年初復蘇。因此，現時股票市場的熊市或會比經濟大蕭條時較短。

- (b) **政府救市措施的時間性及強度** — 根據麥肯錫季刊（The McKinsey Quarterly）<sup>3</sup>，金融危機後經濟衰退的程度取決於政府的反應以及如何重整市場信心。在現時的金融危機，各國政府比在經濟大蕭條時反應更為敏捷，可望縮短經濟衰退時間。
- (i) 在經濟大蕭條時，美國在衰退初期向經濟及金融市場推出的救市措施有限。當時股票市場到 1932 年 6 月才跌至最低點。而當時緊張的政治局勢窒礙各國的合作，在各國盛行的保護主義對經濟復蘇更是弊多於利。
- (ii) 在現時金融危機中，各國政府快捷地調低息率、增加貨幣供應、拯救金融機構並擔保存款及借貸，以避免金融市場及經濟大規模瓦解及失衡。國際間共同合作重整市場信心及穩定金融體系、推出刺激經濟方案以紓緩經濟衰退的影響、實施金融體系改革推動全球金融市場運作及減少貿易保護主義等，均有助穩定經濟，推動復蘇。

### 危機的啓示與前景展望

34. 金融危機對經濟造成甚麼程度的影響取決於相應政策推行的時間及質素。倘政府未能適時、決斷地推行恰當的政策以防止經濟衰退連鎖效應，惡性循環便會出現。屆時，金融體系的問題將擴展到經濟範疇，繼續再進一步影響金融體系。
35. 與 1929 年經濟大蕭條的情況比較，大部分政府對是次金融危機的反應均較為決斷及敏捷。可是，當經濟穩定或復蘇的初步跡象逐漸出現後，市場餘下的憂慮便是政府龐大的刺激經濟方案及大規模的救市措施或會帶來通脹，以及對貨幣構成壓力。現時推行政策的挑戰在於能否適當地退出市場，同時避免損害經濟復蘇及增長的前景。投資者需要留意，現時經濟復蘇及金融市場穩定的景況能否持續仍是未知之數，股票市場於此情況下仍有一定的波動性。
36. 近日股票市場止跌回升，投資者須抱審慎樂觀態度處理。從過往經驗顯示，熊市持續或經濟衰退時，股票市場在首輪下跌後、達至真正最低點之前均十分波動。在此情況下，倘沒有基礎因素支持，股票市場反彈並不能持續。

<sup>3</sup> 《金融危機，過去與現在》（Financial crises, past and present），麥肯錫季刊（The McKinsey Quarterly），2008 年 12 月