



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

研究論文 47：環球及香港證券市場半年回顧

2010年7月20日



摘要

1. 在企業盈利理想及經濟數據較預期為佳的帶動下，各主要股票市場在 2010 年首季延續 2009 年的升勢。然而，其後歐洲主權債務（歐債）危機憂慮加劇，全球股市陰影籠罩。
2. 歐債危機之所以觸發，是由於葡萄牙、愛爾蘭、意大利、希臘及西班牙（PIIGS 五國）等歐洲國家財政預算赤字嚴重，政府負債纍纍，財政及金融狀況持續惡化。雖然歐元區各國財政部長及國際貨幣基金組織宣布為這些國家推出援助方案，但投資者仍憂慮 PIIGS 五國的結構性問題無法迅速解決。同時，這些國家為減少財赤而採取財政緊縮措施，亦可能有損其增長前景，因此全球股市將會繼續受歐元區的事態發展所影響。至於主權債務問題對歐洲金融機構的資產負債或盈利有何影響，目前仍屬未知之數。若有金融機構被調低信貸評級，股市亦可能會受到拖累。
3. 截至 2010 年 6 月底，道瓊斯指數（道指）、納斯達克指數（納指）及標準普爾指數較 2009 年底的水平分別下跌 6.3%、7.0% 及 7.6%。同期，富時指數及 CAC 指數分別下跌 9.2% 及 12.5%，DAX 指數則上升 0.1%。PIIGS 五國的股市均告下跌，跌幅由 3.2% 至 34.7% 不等。
4. 面對歐債問題的威脅，加上朝鮮半島地緣政治局勢緊張，亞洲區內亦存在政治不明朗因素，例如泰國的內部衝突和日本政府更換領導人，亞洲股票市場的表現各異。2010 年上半年在亞洲各基準指數中，澳洲跌幅最大（下跌 11.4%），升幅最大的市場為印尼（上升 15.0%）。
5. 在內地，市場擔心當局會進一步收緊銀根冷卻房地產市場，導致股市下跌。截至 2010 年 6 月底，上證綜合指數由 2009 年低的水平下滑 26.8%，跌至 15 個月來的低位。
6. 香港市場憂慮內地推出收緊措施及歐債危機蔓延，因此亦現跌勢。截至 2010 年 6 月底，恒生指數（恒指）下跌 8.0%，恒生中國企業指數（國指）則跌 10.4%。
7. 香港衍生產品市場在 2010 年 1 月至 6 月期間的成交增加，現貨市場的成交則維持穩定。與 2009 年下半年比較，現貨市場每日平均成交額微跌 3.4%，而期貨及期權合約的每日平均成交額則分別上升 4.8% 及 25.4%。

2010 年上半年環球股市表現及經濟狀況

8. 在企業盈利理想及經濟數據較預期為佳的帶動下，各主要股票市場在 2010 年首季延續 2009 年的升勢。然而，其後歐債危機憂慮加劇，全球股市陰影籠罩。歐盟及國際貨幣基金組織出手拯救希臘，但未能減輕投資者對歐債問題可能蔓延至其他國家的憂慮，以致可能拖慢全球經濟復蘇步伐，並對信貸市場加添壓力。

歐洲債務危機

歐洲國家的主權債務問題

9. 2008 年金融危機期間冰島破產，為歐債問題揭開序幕。投資者開始關注歐洲其他國家即葡萄牙、愛爾蘭、意大利、希臘及西班牙的財政及金融狀況。這五個國家都有龐大的財政赤字，政府負債纍纍，取其國家英文首字母合稱 PIIGS。2009 年年底，杜拜世界陷入財困的消息曝光，主權債務問題重現。之後在 2010 年首季，希臘為其債務進行再融資的計劃觸礁，消息傳出後，市場恐慌情緒加劇，多國主權債務問題對全球資本市場的潛在影響，亦隨之逐步顯現。
10. 早於十年前，希臘已受嚴重財政赤字及政府高負債問題所困擾。
 - (a) 2009 年，希臘財政赤字佔國內生產總值的 13.6%，PIIGS 五國其他國家的財政赤字佔國內生產總值的比例則由 5.3% 至 14.3% 不等。
 - (b) 希臘政府債務是 2009 年國內生產總值的 115%，是歐元區中比例最高的國家之一。國際結算銀行預測，希臘政府債務在 2011 年或會增至國內生產總值的 130%。至於 PIIGS 五國其他國家的政府債務，則相等於本身 2009 年國內生產總值的 59.3% 至 123.6%。

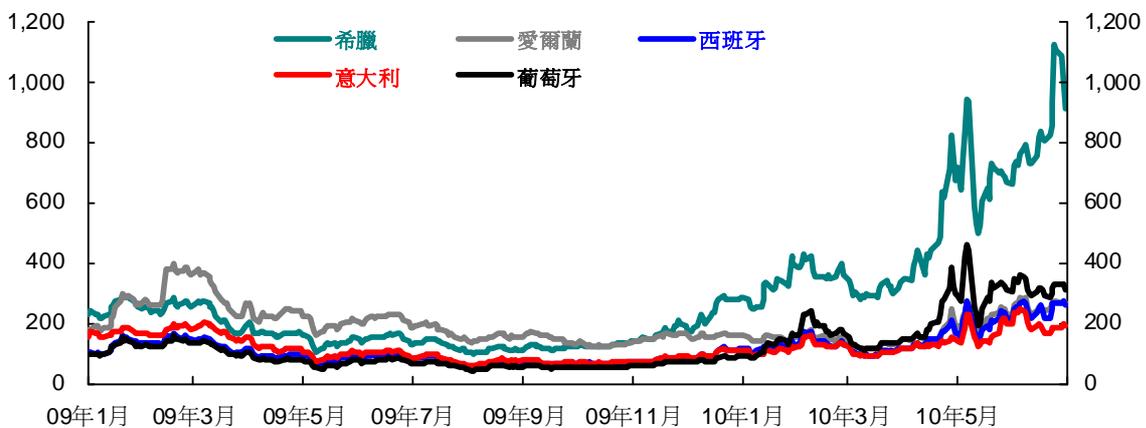


- (c) 在希臘，生產力的增長跟不上名義工資的增長速度。西班牙、葡萄牙及意大利亦出現類似的結構性問題。
- (d) 另外，希臘由於各行業的競爭力下降，其經常帳赤字幾年來一直高企。2009年，希臘的經常帳赤字是國內生產總值的 11.2%，PIIGS 五國其他國家的比例為 2.9%至 10.1%。

11. 隨著希臘經濟轉弱，各地金融市場更加憂慮其還債能力。希臘在 2009 年 10 月公布該年的財政赤字遠高於預期，令投資者開始注意希臘的財政狀況。信貸評級機構亦開始檢討希臘的信貸評級，標準普爾基於希臘財政狀況惡化，將其主權債務評級降至非投資級別。

- (a) 2009 年 12 月 16 日，希臘主權債務評級由 A- 降至 BBB+。
- (b) 2010 年 4 月 27 日，該評級再由 BBB+ 連降三級至 BB+ 的非投資級別。
- (c) 標準普爾亦將葡萄牙的評級由 A+ 降至 A-，及將西班牙由 AA+ 降至 AA。

12. 隨著投資者日益憂慮希臘的還債能力，以及事件對其他國家造成的連鎖效應，PIIGS 五國的信貸違約掉期 (CDS) 息差隨之急升。



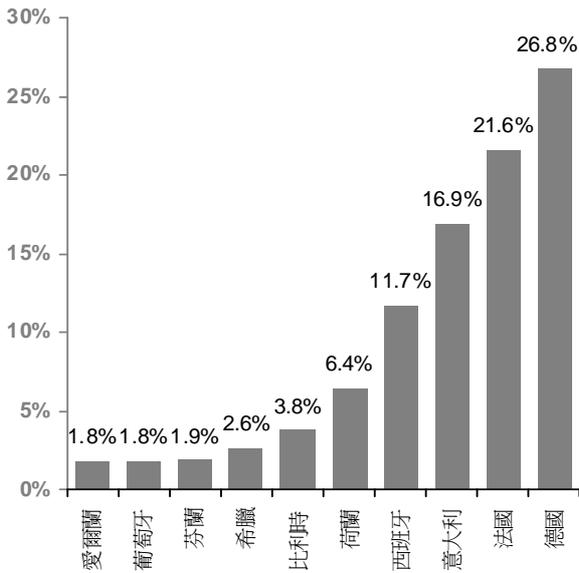
歐洲主要國家的信貸違約掉期息差

資料來源：彭博

- 13. 歐元區各國財長連同國際貨幣基金組織於 2010 年 5 月 2 日宣布推出為期三年、總值 1,100 億歐元的財政援助方案，並於 2010 年 5 月 9 日推出總值 7,200 億歐元的拯救基金，而歐洲央行亦同意在有需要時買入歐元區的政府債務。儘管歐盟及國際貨幣基金組織已推出援助方案，但投資者仍憂慮希臘及 PIIGS 其餘四國的結構性問題無法迅速解決。此外，歐洲的主權債務問題最終亦可能會蔓延至其他國家。歐元匯價曾一度下跌至約 1.18 歐元兌 1 美元的水平，創 2006 年 4 月以來的新低。
- 14. 希臘、西班牙及葡萄牙亦公布若干財政緊縮措施，當中包括稅務改革及削減公務員薪酬，從而減低國家財政赤字。雖然這些措施有助挽回投資者對金融市場的信心，但市場仍憂慮有關國家的增長前景或會受損，最終可能影響中國以至亞洲其他國家的出口總額。

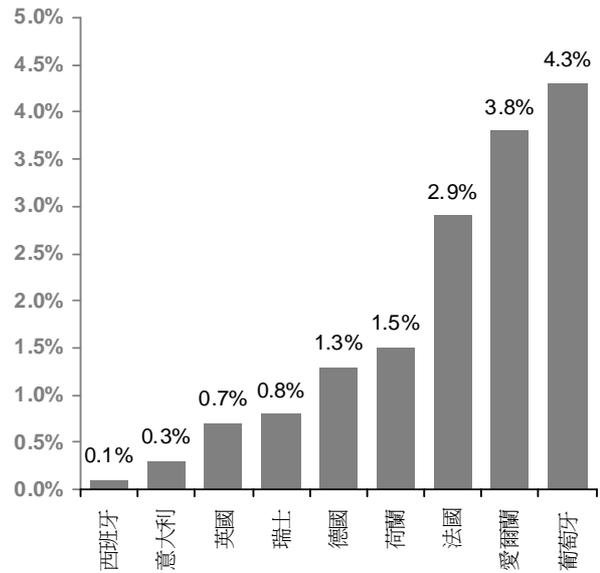
歐洲銀行的潛在問題

- 15. 市場擔心隨著 PIIGS 五國的經濟狀況持續惡化，傾向持有較多歐洲政府債券的歐洲銀行會被拖累。如果這些國家重組債務，其政府債券的價值便會下跌，繼而影響到持有這些債券的銀行的財政狀況。以葡萄牙及愛爾蘭為例，根據國際結算銀行公布的數據，葡萄牙銀行所持希臘債券的價值，佔國內生產總值的 4.3%，而愛爾蘭銀行持有的價值則佔國內生產總值的 3.8%。



國內生產總值佔歐元區生產總值的百分比
(2009年)

資料來源：Eurostat



銀行所持希臘債券 (佔國內生產總值的百分比)
(2009年12月)

資料來源：Haver 國際結算銀行綜合銀行數據

16. 歐洲所出現的危機亦蔓延至其他主要股市，下文會詳述有關情況。這次危機導致市場下跌，抵銷了年初的升幅，市場至今仍然憂慮情況會繼續惡化。



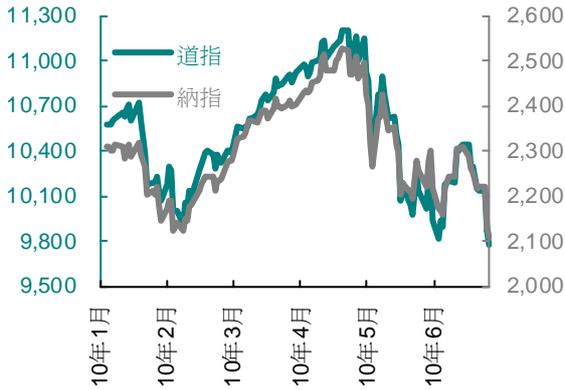
主要股票市場的表现

		2010年6月底	百分率變幅	市盈率	
		指數水平	與2009年底相比	2009年底	2010年6月底
香港及內地					
香港	-恒指	20,128.99	-8.0%	19.57	14.55
	-國指	11,466.24	-10.4%	16.38	14.23
中國	-上證綜合指數	2,398.37	-26.8%	28.78	17.83
	-深證綜合指數	945.29	-21.3%	44.12	30.81
亞洲					
日本	-日經 225 指數	9,382.64	-11.0%	35.82	27.79
澳洲	-所有普通股指數	4,324.80	-11.4%	不適用	33.15
台灣	-台灣加權指數	7,329.37	-10.5%	不適用	17.11
韓國	-韓國綜合指數	1,698.29	0.9%	23.10	11.75
新加坡	-海峽時報指數	2,835.51	-2.1%	26.04	13.23
泰國	-泰國證券交易所指數	797.31	8.5%	26.91	12.37
馬來西亞	-吉隆坡綜合指數	1,314.02	3.2%	22.41	16.91
印尼	-雅加達綜合指數	2,913.68	15.0%	30.57	28.98
菲律賓	-菲律賓綜合指數	3,372.71	10.5%	15.28	11.45
印度	-Nifty 指數	5,312.50	2.1%	23.42	18.66
越南	-胡志明股市指數	507.14	2.5%	11.78	11.22
MSCI 亞太 (日本除外)		382.01	-8.3%	30.78	16.69
美國					
美國	-道指	9,774.02	-6.3%	16.24	13.65
	-納指	2,109.24	-7.0%	44.53	26.53
	-標準普爾指數	1,030.71	-7.6%	24.28	14.92
歐洲					
英國	-富時 100 指數	4,916.87	-9.2%	17.78	13.32
德國	-DAX 指數	5,965.52	0.1%	60.24	14.79
法國	-CAC 指數	3,442.89	-12.5%	15.66	13.09
PIIGS 五國					
葡萄牙	-PSI-20 指數	7,065.65	-16.5%	14.66	11.65
意大利	-FTSEMIB 指數	19,311.75	-16.9%	30.68	13.09
愛爾蘭	-ISEQ 指數	2,878.67	-3.2%	不適用	不適用
希臘	-ASE 綜合指數	1,434.22	-34.7%	11.96	9.56
西班牙	-IBEX 指數	9,263.40	-22.4%	12.93	9.92

資料來源：彭博

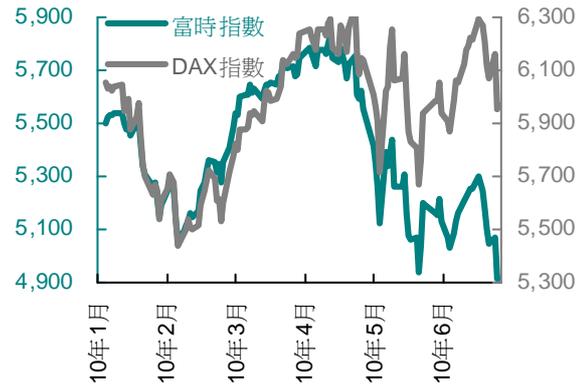
美國

17. 由於企業盈利理想及經濟數據良好，美國市場曾於 2010 年初上升。但受歐債問題影響，投資者憂慮日深，市況掉頭回落。與 2009 年底相比，道指於 2010 年 6 月底下跌 6.3%，納指下滑 7%，標準普爾指數下挫 7.6%。預期美國市場的走勢將繼續受歐元區的事態發展所影響。



道瓊斯指數及納斯達克指數的表現

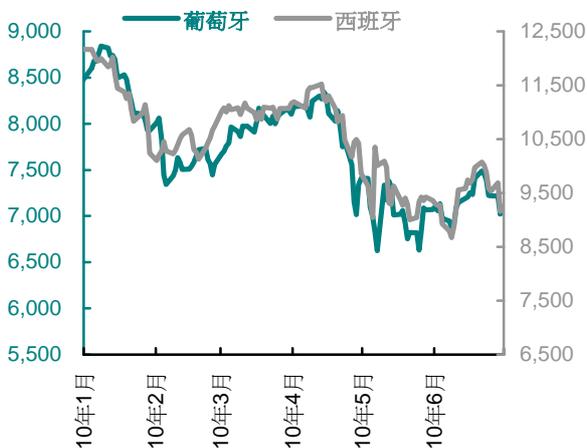
資料來源：彭博



富時指數及 DAX 指數的表現

歐洲

- 同樣，歐洲的主要市場曾於年初時上升，但其後因憂慮主權債務問題或會蔓延而掉頭回落。與此同時，歐洲政府先後制訂新政策，以探討並推出應對市場危機的新監管措施，這亦可能會對市場表現構成影響。以德國為例，德國政府於 5 月 18 日宣布禁止若干金融股及歐元區政府債券進行無擔保賣空後，投資者對歐洲各國金融政策不協調的情況愈加憂慮，DAX 指數隨即下跌 2.7%。2010 年上半年，英國富時指數下跌 9.2%，法國 CAC 指數下挫 12.5%，而德國 DAX 指數則上升 0.1%。
- PIIGS 五國（葡萄牙、意大利、愛爾蘭、希臘及西班牙）的股市均告下跌。這些市場於 2010 年上半年股市指數的跌幅為 3.2%至 34.7 %。2010 年 6 月底，希臘市場由 2009 年 10 月的高位回落 50.5%。



葡萄牙及西班牙市場的表現



希臘市場的表現

資料來源：彭博

亞洲

- 亞洲各國股市表現不一。美國經濟復蘇步伐較預期緩慢，加上歐債問題，使投資者憂慮加劇。朝鮮半島地緣政治局勢緊張，亞洲區內亦存在政治不明朗因素，例如泰國的內部衝突及日本政府更換領導人，都使區內股市受到拖累。2010 年 1 月至 6 月期間，亞洲各基準指數中，澳洲跌幅最大（下跌 11.4%），升幅最大的市場為印尼（上升 15.0%）。

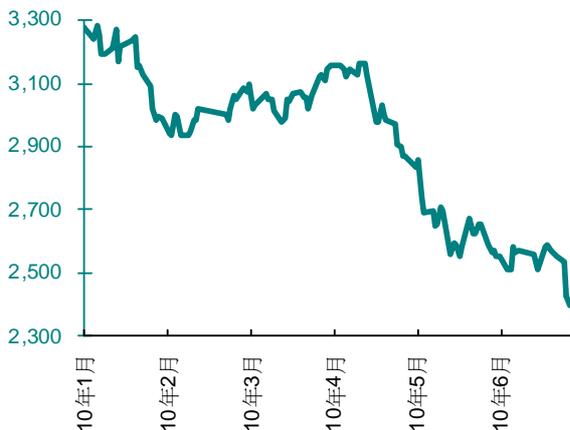


內地

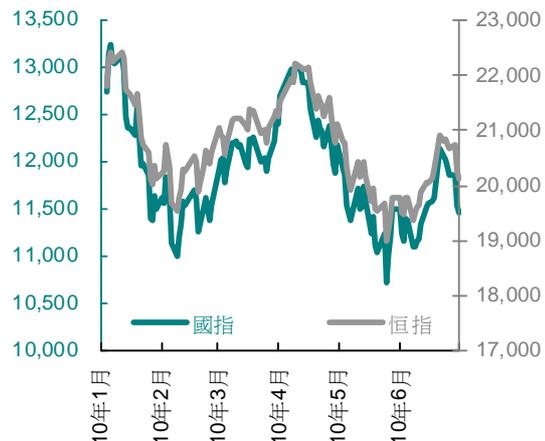
21. 2010年1月至6月期間，內地推出多項措施冷卻房地產市場，同時收緊銀行業的法規，內地股市下跌。上述措施包括調升存款準備金比率、收緊樓按審批和預售房地產發展項目方面的法規以及改革房產稅制。投資者擔心內地當局會推出更多收緊措施，因此採取觀望態度。內地政策不明朗，投資者對後市的看法轉變，亦影響股市的表現。2010年6月底，上證綜合指數由2009年底的水平下滑26.8%至2,398點，跌至15個月來的低位。

香港

22. 投資者憧憬企業盈利改善及內地經濟增長，香港市場曾於年初時上揚，但其後由於投資者擔心內地收緊相關法規冷卻過熱樓市會帶來影響，市況隨之回落。歐債問題亦打擊市場投資意欲。於2010年6月底，恒指從2009年底的水平回落8%，而國指則下跌10.4%。



上證綜合指數的表現

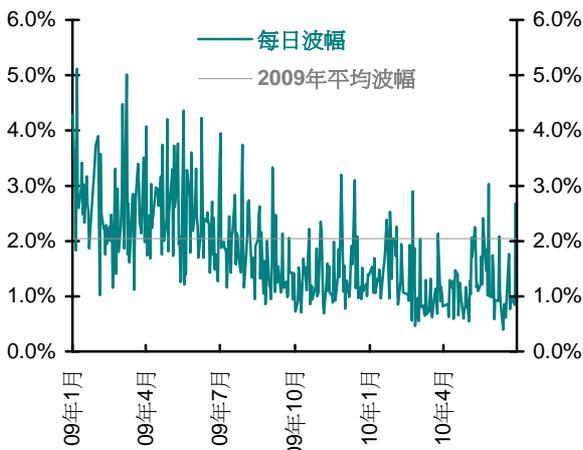


恒生指數及恒生中國企業指數的表現

資料來源：彭博

2010年市場波幅收窄

23. 恒指的單日波幅於2010年1月至6月間，跌至平均1.3%（2009年為2%，2008年則為2.7%）恒指期權的引伸波幅亦穩步下跌，於2010年6月底約為23%。



恒指單日波幅



恒指期權的引伸波幅

註：

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

資料來源：彭博



金融市場及經濟前景的風險及不明朗因素

24. 全球股市將會繼續受歐元區的事態發展所影響。由於不少歐洲國家紛紛收緊財政開支，歐元區的增長前景或會進一步看淡，中國以至亞洲其他國家的出口最終亦可能會受影響。此外，若信貸評級機構調低金融機構的信貸評級，亦可能會削弱投資氣氛並對股市造成負面影響。

香港證券市場各範疇的活動

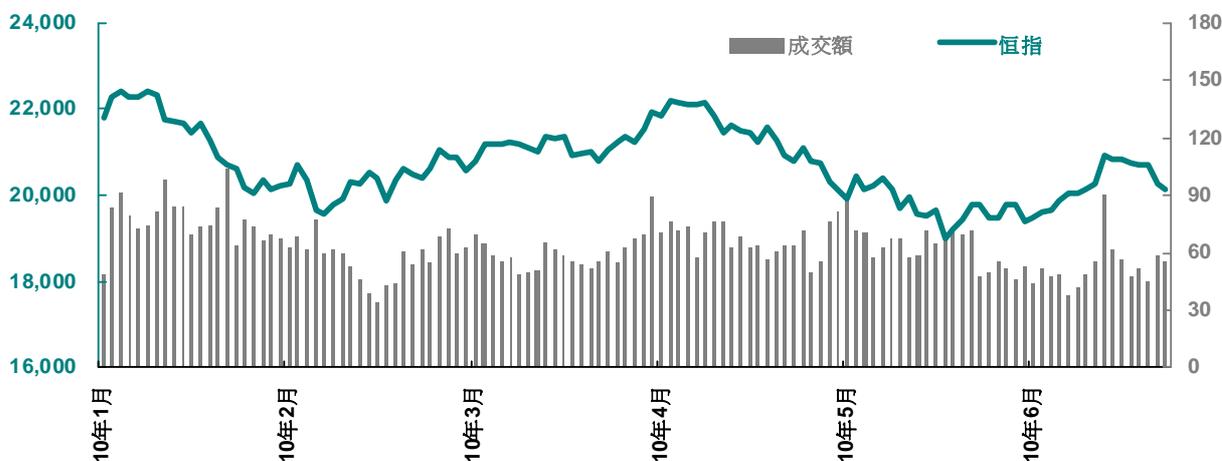
港股交投活動

25. 港股在 2010 年上半年交投一般，每日平均成交額為 640 億元¹，與 2009 年下半年錄得的水平相若，但較 2009 年上半年上升 9%。2010 年 6 月港股交投轉淡，每日平均成交額跌至 500 億元。

每日平均成交額（以十億元計）

	2010 年上半年	2009 年下半年	2009 年上半年	相對於以下期間的百分率變幅	
				2009 年下半年	2009 年上半年
恒指（H 股及紅籌股除外）	7.9 (12%)	7.7 (12%)	8.0 (14%)	+2%	-2%
內地股	26.1 (41%)	29.1 (44%)	27.9 (48%)	-10%	-6%
H 股	18.6 (29%)	20.7 (31%)	20.9 (36%)	-10%	-11%
紅籌股	7.6 (12%)	8.5 (13%)	7.1 (12%)	-10%	+7%
衍生權證	9.3 (15%)	7.2 (11%)	6.0 (10%)	+29%	+55%
牛熊證	4.9 (8%)	6.7 (10%)	6.8 (12%)	-27%	-28%
其他	15.6 (24%)	15.4 (23%)	9.5 (16%)	+2%	+63%
市場總計	63.8 (100%)	66.1 (100%)	58.3 (100%)	-3%	+9%

資料來源：香港交易所及證監會研究科

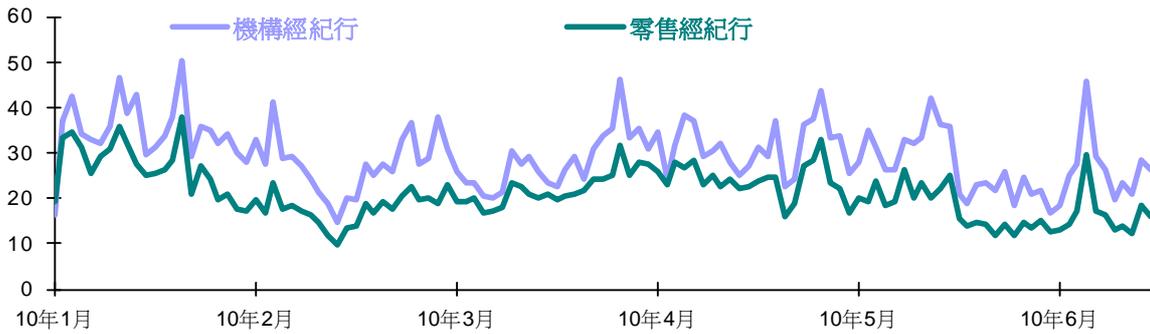


2010 年 1 月至 6 月恒指表現及市場成交額（以十億元計）

資料來源：證監會研究科

26. 2010 年上半年，機構經紀行的股份交易佔市場份額為 58%，去年同期亦為 58%，2009 年下半年則錄得 55%。零售經紀行的市場份額為 42%，與一年前的比例相同，與 2009 年下半年的 45% 比較則下跌 3%。

¹ 除另有指明外，本文所有金額均以港元為單位。



2010年1月至6月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

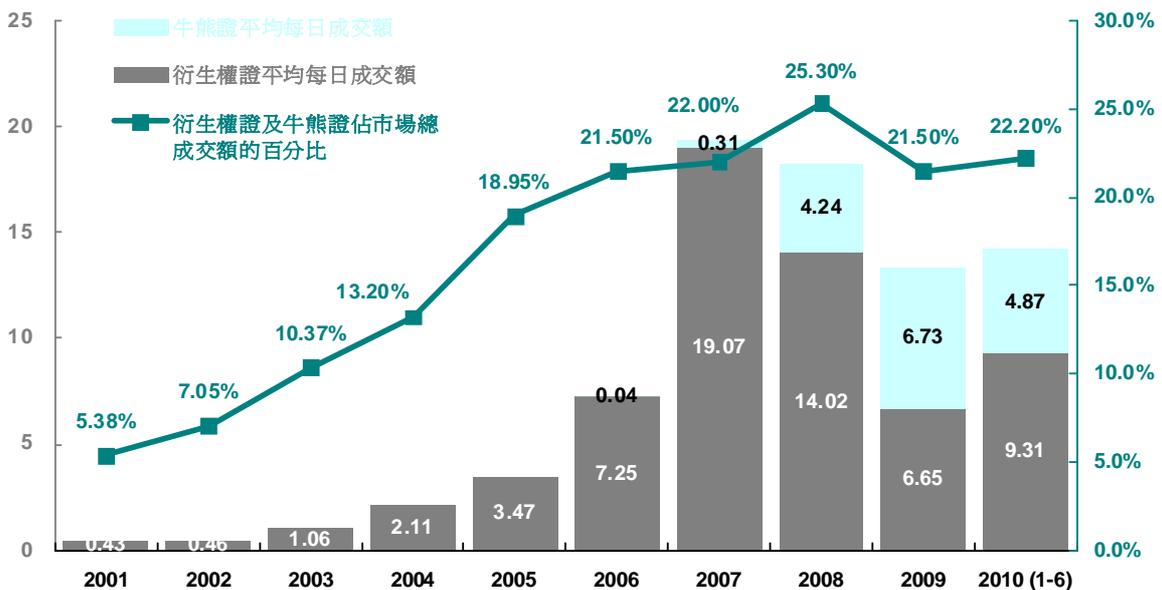
27. 賣空活動於2010年上半年轉趨活躍，交易額及佔市場總成交額的比例均有所增加。2010年上半年賣空活動的每日平均交易額為44億元，佔市場總成交額的6.9%，而2009年上半年的交易額為33億元（5.7%），下半年則為35億元（5.3%）。

交易所買賣基金（ETF）

28. ETF數目由2009年底的43隻，增至2010年6月底的62隻。在2010年上半年，ETF每日平均成交額為20億元（佔市場總成交額3.2%），而2009年上半年的成交額為23億元（佔總成交額3.4%），下半年則錄得17億元（佔總成交額3%）。

衍生權證及牛熊證

29. 於2010年上半年，衍生權證的成交額及佔市場總成交額的比例上升，成交額錄得93億元（佔市場總成交額14.6%），而2009年上半年的成交額為60億元（10.3%），下半年則為72億元（11%）。
30. 牛熊證的情況剛好相反，在2010年上半年的成交額及佔市場總成交額的比例均告下跌。期內成交額為49億元（佔市場總成交額7.6%），而2009年上半年的成交額為68億元（11.6%），下半年則為67億元（10.1%）。



衍生權證及牛熊證成交額（以十億元計）

資料來源：證監會研究科



交易所買賣衍生工具

31. 期貨產品在 2010 年上半年交投上升。在各類期貨產品中，恒指期貨合約仍然是交投最活躍的一種，幾乎佔所有期貨交易的半數，其每日平均成交量較 2009 年下半年增長 5%。恒生國企指數期貨的交投活躍程度僅次於恒指期貨，其成交量增加 14.6%，佔所有期貨交易約五分之一。截至 2010 年 6 月 30 日，恒指期貨的未平倉合約有 77,070 張，恒生國企指數期貨的未平倉合約則有 89,089 張。
32. 期權市場的交投在 2010 年上半年亦有增加，股票期權仍然是交投最活躍的期權產品，成交量較 2009 年下半年上升 25%。恒指期權產品的成交量大幅增加 29%，恒生國企指數期權產品則錄得 31% 升幅。

按產品類別劃分的衍生工具每日平均成交量（合約張數）

		2010 年上半年	2009 年下半年	2009 年上半年
期貨	恒指期貨	84,001	79,887	87,788
	小型恒指期貨	34,724	36,321	38,721
	恒生國企指數期貨	51,147	45,304	55,068
	小型恒生國企指數期貨	3,619	3,507	2,944
	股票期貨	597	1,033	1,166
	三個月港元利率期貨	5	4	17
	黃金期貨	21	29	26
	其他期貨產品*	0	0	1
	期貨總和	174,114	166,085	185,731
期權	恒指期權	30,981	23,937	19,334
	小型恒指期權	1,595	1,208	1,105
	恒生國企指數期權	10,946	8,367	7,460
	股票期權	221,512	177,895	206,084
	其他期權產品**	4	不適用	不適用
期權總和	265,037	211,407	233,984	
期貨及期權總和	439,151	377,493	419,714	

註：* 一個月港元利率期貨及三年期外匯基金債券期貨

** 自訂條款恒生指數期權及自訂條款 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