

# 香港證券市場在成交額方面的走勢分析

李兆麟、閻宇紅<sup>1</sup>

2002年10月

## 摘要

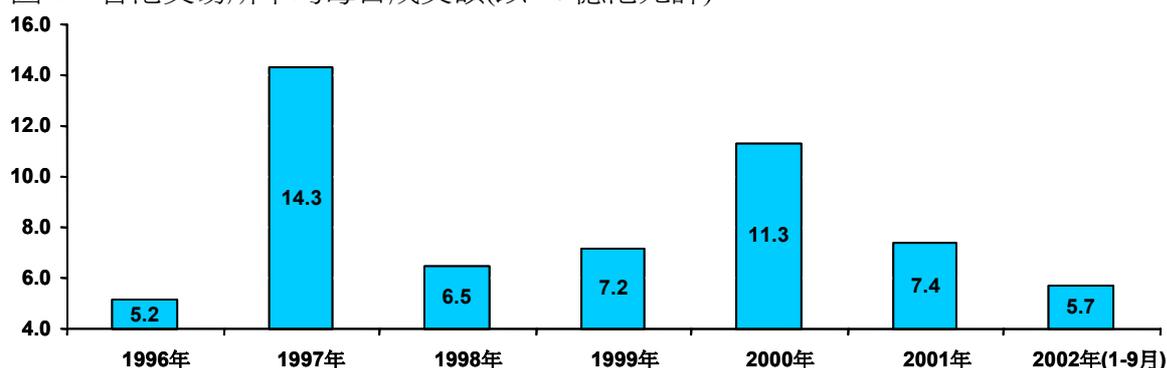
香港股票市場的成交額近日出現萎縮。本文旨在探討導致成交額下跌的主要因素，並研究這個跌勢是全球現象還是香港獨有的情況。

- 除高峰期外，香港股票市場的成交額一向不太突出。
- 成交額萎縮在很大程度上是全球現象。
- 成交額下跌主要源自價格效應。
- 導致成交額下跌的主要因素來自非恒生指數成分股(按股份類別劃分)及散戶投資者(按投資者類別劃分)。
- 1997年及2000年的股市高峰期顯示成交額的增加主要由非恒生指數成分股與散戶投資者帶動。恒生指數成分股的成交額一直維持穩定。
- 同1997年相比，散戶投資者在2001年持有的證券投資組合規模較小，但持有期卻較長。他們的買賣次數較少，平均交易金額也相對較低。這些都可能是導致市場成交額下降的原因。
- 散戶投資者的買賣活動減少，對C組經紀的影響最大。
- 投資者對其他投資途徑（如保證基金和債務基金）的興趣有所增加，可能影響到投資股票市場的吸引力。

## 引言

- 除了在1997年及2000年的高峰期外，香港股票市場的成交額一向並不太高(平均每日成交額低於100億港元)(圖1)。平均每日成交額由2000年的113億港元下跌至2001年的74億港元，並在2002年頭9個月進一步下跌至57億港元<sup>2</sup>。

圖1 – 香港交易所平均每日成交額(以10億港元計)



備註：見腳註2

資料來源：香港交易所

<sup>1</sup> 李兆麟和閻宇紅分別是證監會市場監察部研究科的高級經理及助理經理。本文的觀點純屬作者個人意見，不代表證監會的立場。本文所載資料源自各證券及期貨交易所、監管機構、資料供應商、研究機構及其他組織的網站、年報及資料冊。雖然取自該等來源的資料應屬可靠，但卻不保證一定準確及時。讀者可以使用本文所載資料，但請勿當作出自證監會。

<sup>2</sup> 文內提及的成交額指在主板上市的股份的成交額。在創業板上市的股份及其他證券(例如權證、上市債務票據、交易所買賣基金及納斯達克股份等)的成交額並不包括在內。

全球現象

- 市場成交額下跌其實屬於全球現象，因為各主要市場的成交額亦有所減少(表 1)。2000 年 1 月至 2002 年 8 月的相關分析顯示出香港市場的成交額與各主要市場的成交額有正相關性(圖 2)。例如，香港股票市場與納斯達克、倫敦和東京等市場的成交額的相關系數分別是 0.62、0.62 和 0.67。這與上述市場各基準指數之間的高相關性相一致(恒生指數與納斯達克指數的相關系數為 0.92、與金融時報指數的相關系數為 0.93、與日經指數的相關系數則為 0.90)。
- 香港交易所與紐約證券交易所的成交額的相關系數相對較低，為 0.24。這一方面反映出紐約證券交易所的交投在整段期間均相當穩定，另一方面則反映出恒生指數與道瓊斯指數之間的相關性較低(有關的相關系數為 0.74)。
- 道瓊斯指數在 2001 年下跌 7%後，自去年年底再度下滑 24%。然而，紐約證券交易所的市場成交額卻保持穩定，意味著紐約證券交易所的成交量有實質增長。

表 1 – 各主要市場的平均每日成交額 (2000 年首季 – 2002 年第 3 季，以 10 億美元計)

	2000				2001				2002			2000 年度	2001 年度	2002 年初至今	2001/2000 年互相比較 (%)	2002/2001 年互相比較 (%)
	第 1 季	第 2 季	第 3 季	第 4 季	第 1 季	第 2 季	第 3 季	第 4 季	第 1 季	第 2 季	第 3 季					
香港交易所	2.23	1.22	1.54	0.95	1.03	1.18	0.78	0.84	0.83	0.91	0.64	1.49	0.96	0.79	-35.5%	-17.1%
納斯達克	94.89	76.4	73.41	76.65	61.62	45.67	32.92	35.97	36.75	30.11	22.23	80.34	44.05	29.70	-45.2%	-32.6%
倫敦	10.71	7.79	7.12	6.75	8.3	6.75	6.24	6.7	6.52	7.12	6.40	8.09	7.00	6.68	-13.5%	-4.5%
日本	10.78	8.52	7.26	6.35	6.52	6.77	5.48	5.56	5.67	6.04	5.26	8.23	6.08	5.66	-26.1%	-7.0%
紐約證券交易所	47.45	42.93	39.98	44.42	46.78	41.99	39.58	38.22	42.19	41.03	40.14	43.70	41.64	41.12	-4.7%	-1.3%

資料來源：香港交易所、國際證券交易所聯會、彭博通訊社及各交易所網站

圖 2a – 平均每日成交額 (2000 年首季 – 2002 年第 3 季，以 10 億美元計)

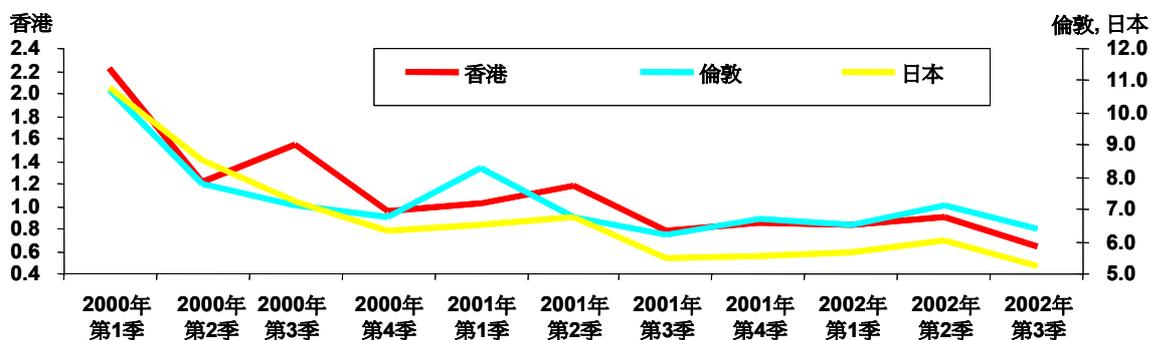
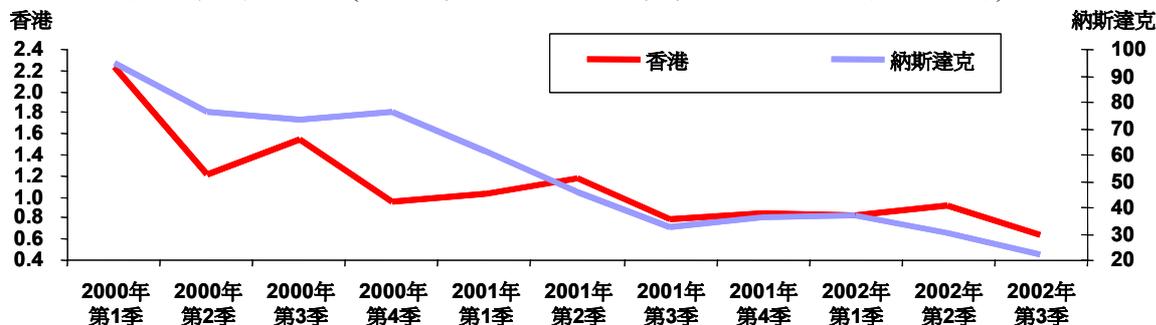


圖 2b – 平均每日成交額 (2000 年首季 – 2002 年第 3 季，以 10 億美元計)

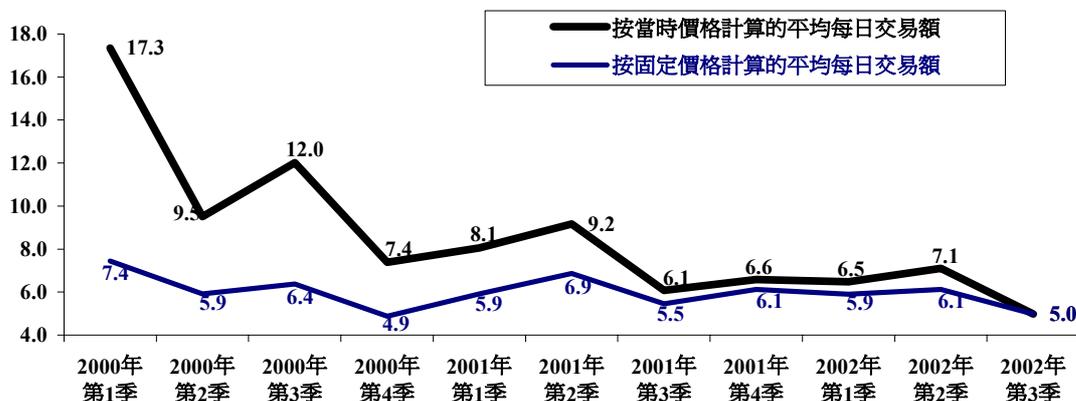


資料來源：香港交易所、國際證券交易所聯會、彭博通訊社及各交易所網站

### 自 2001 年第 3 季起跌勢轉劇

- 在 2001 年第 3 季，市場成交額開始明顯萎縮，平均每日成交額僅為 61 億港元（圖 3）。自此，成交額一直偏低，並且在 2002 年第 3 季進一步下跌至 50 億港元。相比第 2 季的 71 億港元，成交額下跌了 21 億港元，即 30%。

圖 3 – 香港交易所平均每日成交額 (2000 年首季 – 2002 年第 3 季，以 10 億港元計)



備註：見腳註 2 及 3

資料來源：證監會、香港交易所及彭博通訊社

### 價格效應

- 按季度計算，平均每日成交額由 2000 年首季的高位 173 億港元下跌 71% 至 2002 年第 3 季的 50 億港元。然而，這個跌幅主要是由價格效應所致。以固定價格計算，平均每日成交額由 2000 年首季的 74 億港元下跌至 2002 年第 3 季的 50 億港元。<sup>3</sup>
- 恒生指數繼於 2001 年全年下跌 25% 後，自 2001 年底起又持續下滑了 20% 至 2002 年 9 月底的 9,072 點。自 2000 年 9 月 4 日的高峰至今，市場所損失的市值總數約為 20,130 億港元。
- 總括而言，股價下跌事實上產生了兩個效應：
  - 成交額減少(但成交量的跌幅則少得多)；及
  - 投資大眾的財富減少，可能導致投資興趣降低，使得成交額下降。
- 同樣，各主要海外市場的成交額萎縮亦主要是由於價格效應所致。例如，倫敦的平均每日成交額在 2000 年首季至 2002 年第 3 季之間下跌了 40%，而金融時報指數同期亦下瀉了 40%。納斯達克在成交額和指數方面的跌幅分別是 77% 和 53%，而東京則分別是 51% 和 32%。

<sup>3</sup> 固定價格為 2002 年第 3 季成交額的加權平均價格。

## 由非恒生指數成分股帶動

### 2002 年第 3 季比對 2002 年第 2 季

- 市場成交額下降，部分是由於恒生指數成分股<sup>4</sup>的成交額下跌所致 (由第 2 季的 32 億港元下跌至第 3 季的 29 億港元，跌幅達 10%) (表 2)。
- 事實上，這個跌幅主要是由於以下類別股份的成交額減少所致：
  - 內地企業股份(成交額下跌 38%)；及
  - 其他股份，即非恒生指數成分股和非內地企業股份(成交額於同期下降 56%)。

表 2 – 不同類別股份的平均每日成交額 (2002 年第 3 季比對 2002 年第 2 季，以 10 億港元計)

	2002 年第 2 季	2002 年第 3 季	改變(數額)	改變(%)
恒生指數成分股	3.2	2.9	-0.3	-10.4%
內地企業股份	2.1	1.3	-0.8	-38.2%
其他股份	1.8	0.8	-1.0	-55.7%
總計	7.1	5.0	-2.1	-30.1%

備註：見腳註 2 及 4

資料來源：證監會、香港交易所及彭博通訊社

### 2002 年第 3 季比對 2001 年第 3 季

- 若我們將 2002 年第 3 季的數據與 1 年前的數據作比較，亦會得出同一結論，就是市場成交額下跌主要是由於非恒生指數成分股的成交額減少所致。

表 3 – 不同類別股份的平均每日成交額 (2002 年第 3 季比對 2001 年第 3 季，以 10 億港元計)

	2001 年第 3 季	2002 年第 3 季	改變(數額)	改變(%)
恒生指數成分股	2.9	2.9	0.0	+0.3%
內地企業股份	2.4	1.3	-1.1	-45.0%
其他股份	0.8	0.8	0.0	-3.7%
總計	6.1	5.0	-1.1	-18.2%

備註：見腳註 2 及 4

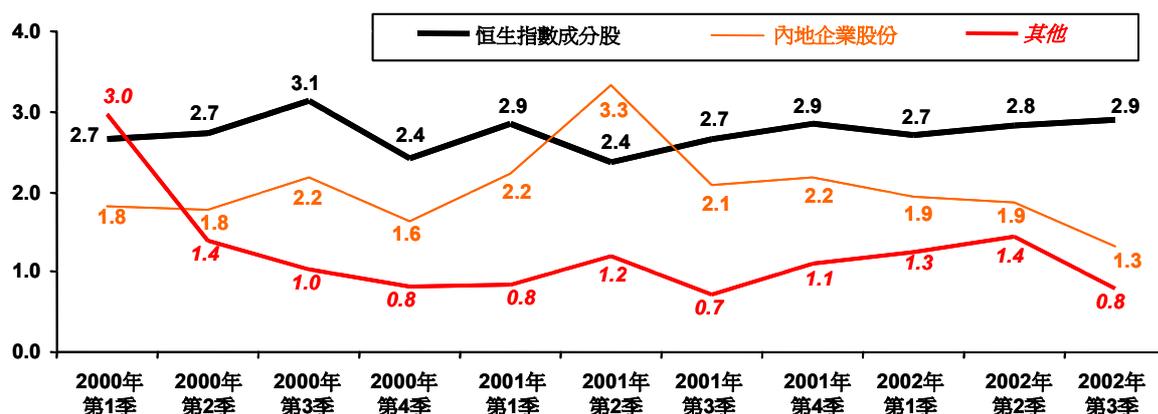
資料來源：證監會、香港交易所及彭博通訊社

### 成交額萎縮是受非恒生指數成分股帶動 – 固定價格

- 按固定價格計算：
  - 恒生指數成分股的平均每日成交額自 2000 年首季起一直保持穩定 (圖 4)；
  - 內地企業股份的平均每日成交額自 2001 年第 2 季的高位回落 (內地股份的成交額在 2001 年第 2 季急升，主要是受 2001 年 3 月內地開放 B 股市場所帶動)；及
  - 其他股份的成交額亦有所下跌。

<sup>4</sup> 在本文中，恒生指數成分股並不包括同時屬於內地企業類別 (即 H 股和紅籌) 的股份。

圖 4 – 按固定價格計算的平均每日成交額 (2000 年首季 – 2002 年第 3 季，以 10 億港元計)



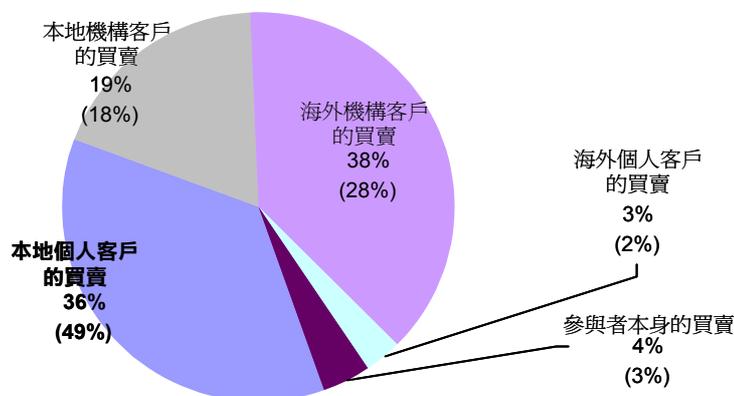
備註：見腳註 2，3 及 4

資料來源：證監會、香港交易所及彭博通訊社

### 散戶投資者的市場份額收縮

- 非恒生指數成分股的成交額下跌，主要是因為散戶投資者的交易活動減少所導致。香港交易所進行的《現貨市場交易研究調查》顯示，在截至 2001 年 9 月結束的年度內，本地個人客戶的買賣佔總成交額的 36% (圖 5)。之前一年的有關數字為 49%。

圖 5 – 不同類別投資者所佔的成交額份額 (截至 2001 年 9 月底，%)



備註：括號內數字為 1999/2000 年數字。

資料來源：香港交易所《現貨市場交易研究調查 2000/2001》

- 此外，根據香港交易所的《散戶投資者調查 2001》，散戶投資者於 2001 年持有的證券投資組合的規模較 1997 年時的小，但持有期卻較長(圖 6)。他們的買賣次數較少，平均交易金額也相對較低。這些都可能是導致市場成交額下降的原因。

圖 6a – 持有股份的價值

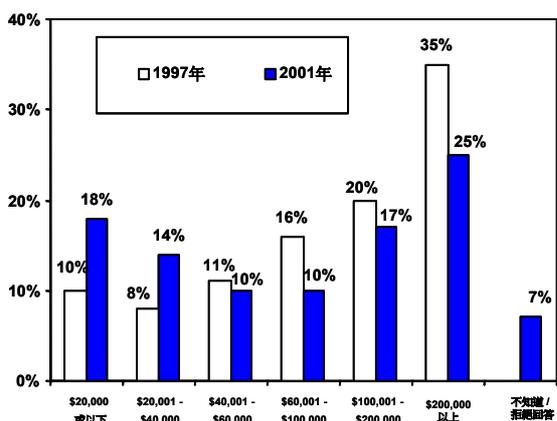


圖 6b – 持有股份的期間

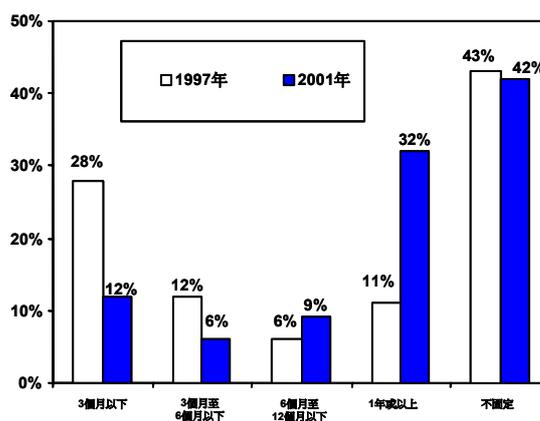


圖 6c – 過去 12 個月進行的交易宗數

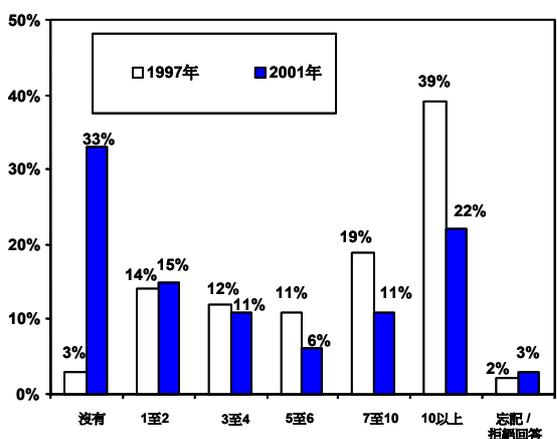
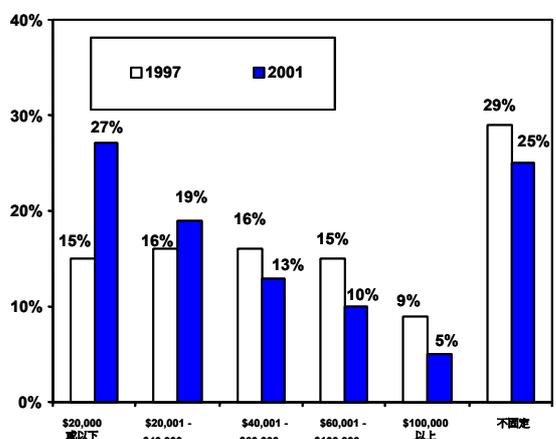


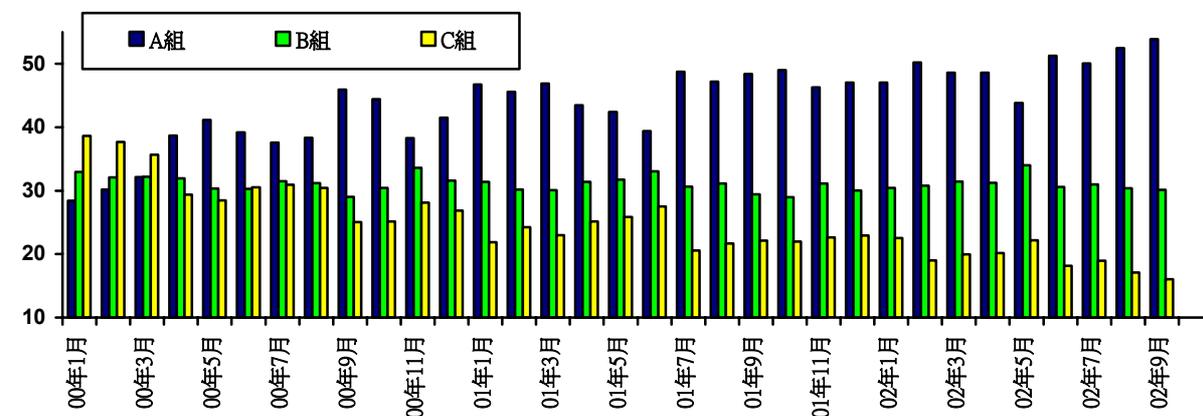
圖 6d – 每宗交易金額



資料來源：香港交易所《散戶投資者調查 2001》

- 由於散戶投資者的交易活動減少，C 組經紀所佔的市場份額亦相應收縮，由 2000 年 1 月的 39% 下降至 2002 年 9 月的 16%，而 A 組經紀所佔的市場份額則由 28% 攀升至 54% (圖 7)。

圖 7 – 不同組別經紀所佔的市場份額 (%)



資料來源：香港交易所

### 高峰期的成交額由非恒生指數成分股和散戶投資者所帶動

在 1997 年及 2000 年的高峰期所取得的成交額，主要是由非恒生指數成分股與散戶投資者所帶動的。恒生指數在 1997 年 8 月達至 16,673 點的高位，於 2000 年 3 月更攀升至 18,302 點。我們把高峰期與高峰期後一年之間的成交額細項按股份類別作出比較。恒生指數成分股的成交額在這兩段期間的跌幅，均遠較其他類別的股份溫和。

1997 年的跌幅主要是因為內地企業股份成交額下挫，而 2000 年的跌幅則是由於科技股的價格下滑所致 (表 4)。在兩段高峰期內，恒生指數成分股的成交額相對上保持穩定。

表 4 – 不同類別股份在該兩段高峰期內的平均每日成交額 (以 10 億港元計)

	1997 年第 3 季	1998 年第 3 季	改變 (數額)	改變 (%)
恒生指數成分股	5.5	4.5	-1.0	-18%
內地企業股份	9.2	1.1	-8.1	-88%
其他股份	6.9	0.4	-6.5	-95%
總計	21.6	6.0	-15.6	-72%
	2000 年第 1 季	2001 年第 1 季	改變 (數額)	改變 (%)
恒生指數成分股	4.1	4.2	+0.1	+1.7%
內地企業股份	3.9	2.9	-1.0	-27%
其他股份	9.3	1.0	-8.3	-89%
總計	17.3	8.1	-9.2	-54%

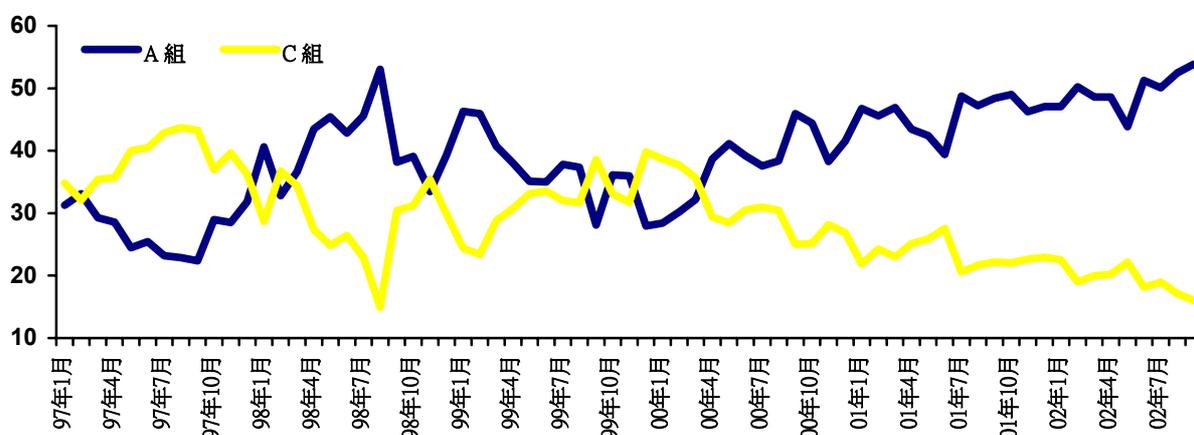
備註：見腳註 2 及 4

資料來源：證監會、香港交易所及彭博通訊社

成交額在該兩段高峰期內下跌，亦歸因於散戶投資者的交易活動減少。香港交易所的《現貨市場交易研究調查》顯示，本地個人客戶的買賣佔總成交額的份額，由截至 1997 年 9 月的 1 年內的 53% 下降至一年後的 41%。

至於對經紀的影響方面，C 組經紀所佔的市場份額在 1997 年 8 月達至 44% 的高峰 (A 組經紀所佔的份額為 23%)，然後下降至 1998 年 8 月 15% (A 組經紀所佔的份額則為 53%)。類似的模式在 2000 年的高峰期內再度出現。由於 B 組經紀所佔的市場份額一直相對較為穩定，A 組和 C 組經紀所佔的份額只反映出其此消彼長的規律 (圖 8)。

圖 8 – A 組及 C 組經紀所佔的市場份額 (%)

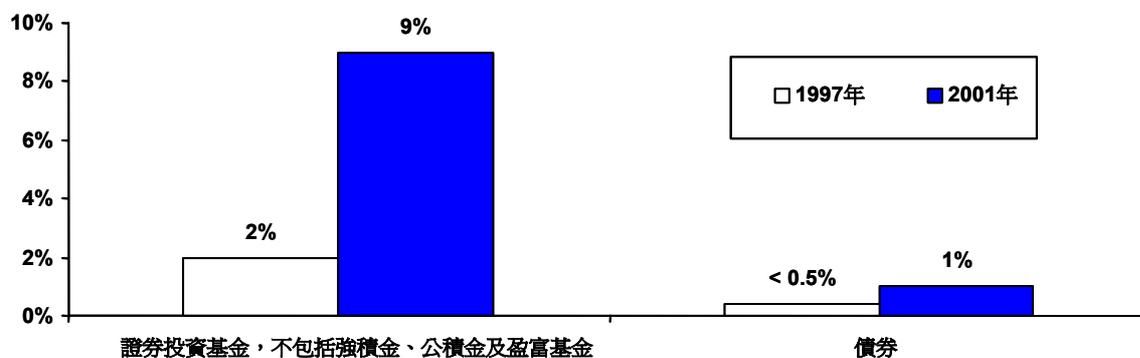


資料來源：香港交易所

### 投資者對其他投資的興趣增加

- 香港交易所的《散戶投資者調查》亦顯示，參與其他投資(例如投資基金和債券)的證券投資者的人數有所增加(圖 9)，因而可能會削弱股票市場的吸引力。

圖9 – 投資於香港交易所的產品以外的證券產品(佔成年人口的百分比)



資料來源：香港交易所《散戶投資者調查 1997》及《散戶投資者調查 2001》

- 此外，香港投資基金公會的統計數字顯示，基金銷售淨額由 2000 年的 109 億港元上升接近 2 倍至 2001 年的 323 億港元。在 2002 年上半年，銷售淨額為 224 億港元。
  - 根據香港投資基金公會，上述增長是由於散戶投資者對保證基金的需求大增所導致的。保證基金的銷售淨額由 2000 年的 3 億 2,000 萬港元上升至 2001 年的 293 億港元，在 2002 年上半年亦達到 155 億港元。