

從宏觀經濟角度探討股票市場成交額

李兆麟及潘嘉怡¹

2003年3月

撮要

- 我們以往的一篇研究論文顯示，市場成交額萎縮在很大程度上是全球性現象，主要由於價格效應及散戶投資者減少買賣非恆指成分股所致。按交投量計算，恆指成分股的交投維持於相對穩定的水平。
- 從宏觀經濟角度看，投資者在股票及房地產市場損失財富，可能是導致市場成交額減少的其中一個因素。
- 資金流向可能是另一個導致市場成交額減少的因素。在外部因素方面，從外地流入本地股票市場的資金減少，但從本地流向海外市場的資金卻有所增加。在內部因素方面，流入股票市場的資金在近年並不特別明顯，但資金卻可能已流往其他投資途徑。
- 我們有大量存款，銀行流動資金充裕，顯示出成交額有反彈的潛力。

引言

- 在〈香港證券市場在成交額方面的走勢〉²的研究論文顯示：
 - 市場成交額萎縮在很大程度上為全球性現象；
 - 大部分跌幅來自價格效應；
 - 成交額下跌可主要歸因於非恆指成分股(按股份類別劃分)及散戶投資者(按投資者類別劃分)；及
 - 按固定價格計算的恆指成分股成交一直相對穩定。

目的

- 本文目的，是從宏觀經濟角度探討成交額萎縮的情況，特別是討論財富效應及資金流向對股票市場成交額的影響。

¹ 李兆麟及潘嘉怡分別是證監會市場監察部研究科的高級經理及見習行政人員。本文中所表達的觀點純屬作者的個人意見，並不代表證監會的立場。本文所載的資料取材自有關的證券及期貨交易所、監管機構、經紀組織、資訊供應商、研究機構及其他團體的網站、年報、市場資料、研究論文及資料等。雖然作者相信透過上述途徑取得的資料是可信的，但卻不能保證該等資料是準確及最新的。讀者可隨意使用本文所載的資料，但卻不得在涉及證監會的情況下使用此等資料。

² 本研究論文可以從證監會網站的“研究論文及統計數據”部分下載(<http://www.hksfc.org.hk/eng/statistics/html/index/index0.html>)。另一篇名為〈恆生指數成分股與恆生指數相關衍生產品之間的套戥活動〉的研究論文顯示，支持恆指成分股的成交額的其中一個推動力，是恆指成分股和以恆指成分股為相關股份的衍生產品之間的套戥和對沖活動。該篇文章亦可於同一聯結下載。

財富效應

在股票市場損失的財富

- 市場成交額萎縮在某程度上是由於投資者在股票市場損失了財富所致。
- 恆生指數已連續 3 年下跌。自 1999 年年底至今，跌幅累積達 45%，損失的市值總額達 11,680 億港元。

在房地產市場損失的財富

- 自 1997 年年中爆發亞洲金融危機以來，房地產價格持續下滑。自 1997 年至今，住宅物業價格下跌約 60%。根據某銀行所作出的估計，投資者在住宅物業市場損失的財富超逾 20,000 億港元。
 - 金管局的最新調查顯示，截至 2002 年年底，負資產住宅按揭貸款估計合共有 77,935 宗，尚未清還的負資產住宅按揭貸款總額達 1,290 億港元。
- 由於在房地產市場損失了財富，投資者的信心受到打擊，而這可能是導致市場成交額減少的原因。

通縮

- 房地產價格的跌幅佔消費者物價跌幅約一半。截至 2003 年 1 月底，綜合消費物價指數較 1998 年 5 月的高峰期下跌 14%。在綜合消費物價指數中佔 30% 的房屋部分的價格，在同期下跌了 23% (圖 1)。
- 剔除房屋部分，綜合消費物價指數的跌幅(及因此而引發的通縮問題)較為溫和。

圖 1a – 通漲率 (%)

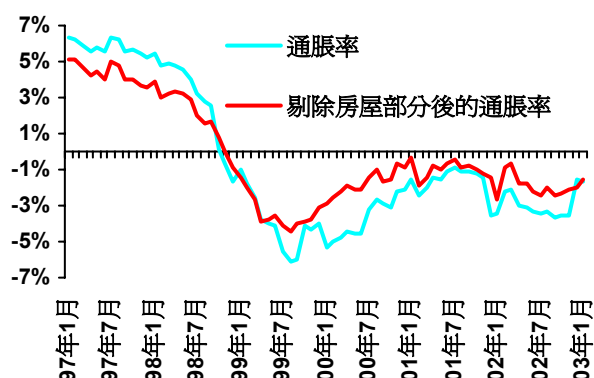
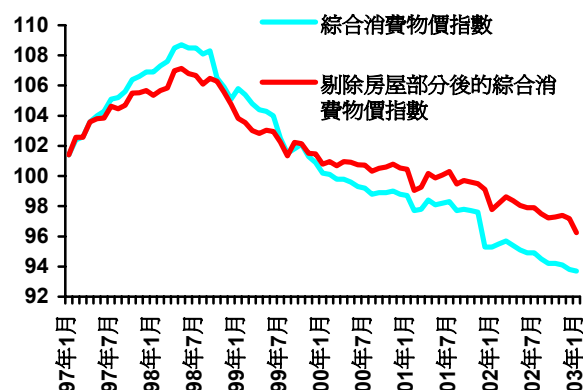


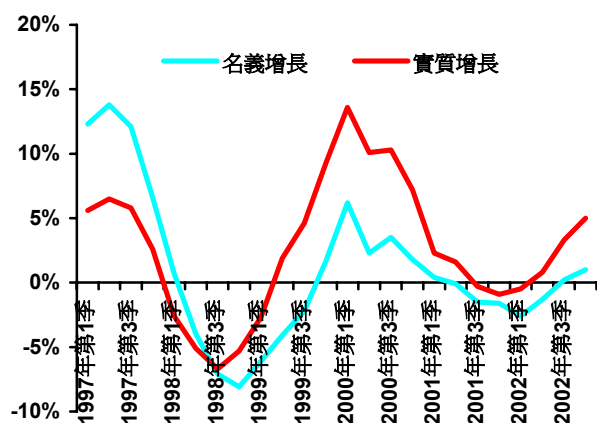
圖 1b – 綜合消費物價指數



註：剔除房屋部分後的綜合消費物價指數重新以 1997 年 1 月份的綜合消費物價指數的價值作為基數，以茲比較。

資料來源：統計處(及證監會研究部作出的估計 – 就剔除房屋部分後的連串數字而言)

圖 2 – 本地生產總價的增長 (%)



資料來源：統計處

- 通縮打擊了消費者的消費意欲，亦打擊了企業家的投資意欲，從而可能拖低整個經濟(或拖慢經濟復蘇的步伐)，以及削弱投資者在股票市場進行交易的興趣。
- 特別是儘管實質經濟增長率在 2002 年出現反彈，但名義增長率卻仍然維持平穩(圖 2)。換句話說，名義收入的增長有限。

- 然而，價格偏軟是全球性的現象。此外，價格下跌有助維持香港的競爭力。

總結

- 市場成交額萎縮在某程度上是由於投資者在股票及房地產市場損失了財富所致。
- 房地產價格大幅下跌，亦可能是導致通縮問題的部分原因。通縮拖慢了經濟復蘇的速度，削弱了投資者在股票市場進行買賣的意欲。

資金流向

- 資金的流向極易受到市場情緒影響。由於近年本地市場的表現強差人意³，資金可能已流往其他市場及/或其他投資途徑，亦不足為奇。
- 在外在因素方面，近年流入的資金有所減少，但流出的資金卻反而有所增加。
- 在內部因素方面，流入股票市場的資金並不特別明顯，不過資金可能已流往其他投資途徑。
- 這些因素亦可能導致市場成交額下跌。

³ 主要市場自 1997 年 6 月以來的表現(以本土貨幣及美元計算)載於附件 1。

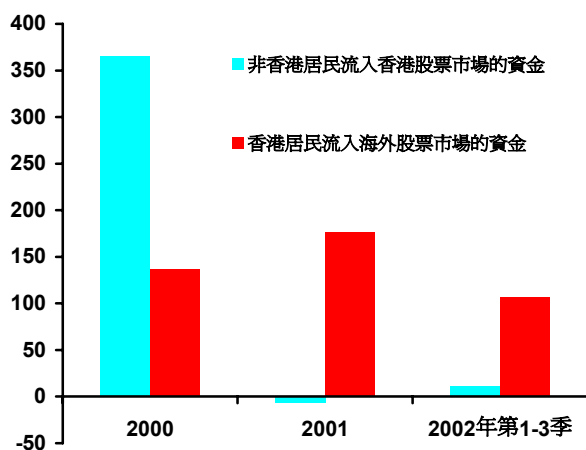
非香港居民流入本地股票市場的資金

- 統計處編製的國際收支差額帳顯示，在組合投資方面，在 2000 年，非香港居民流入本地股票市場的資金為 3,661 億港元(圖 3)。然而，在 2001 年，非香港居民從股票市場撤走的資金卻有 67 億港元。在 2002 年首 3 個季度，流入股票市場的資金為 120 億港元。
- 非香港居民流入本地股票市場的資金放緩(或甚至撤離本地股票市場)，可能是導致市場成交額萎縮的其中一個因素。

香港居民流往海外股票市場的資金⁴

- 另一方面，香港居民流往海外股票市場的資金在 2000 年為 1,372 億港元、在 2001 年為 1,769 億港元，及在 2002 年首 3 個季度為 1,068 億港元。
- 儘管持續流往海外股票市場的資金可能來自不同的來源，但這些資金部分是來自股票市場這個可能性是不能完全抹煞的。因此，這亦可能會導致市場成交額減少。

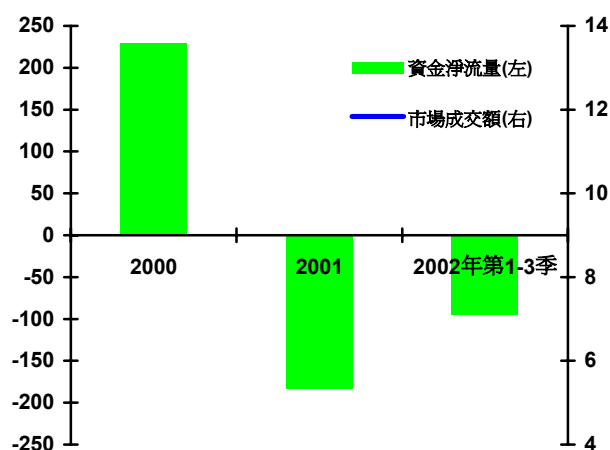
圖 3 – 非香港居民流入本地股票市場的資金與香港居民流往外地股票市場的資金(以 10 億港元計)



備註：見註 4 及 5。

資料來源：統計處及香港交易所

圖 4 – 資金淨流量及市場成交額 (以 10 億港元計)



⁴ 流往海外股票市場的資金可能來自不同途徑，包括來自強積金計劃的資金。有關數字可能被重覆申報及/或計算。

資金流入/流出淨額

- 將流入與流出的資金相加起來，我們可以得出流入/流出本地股票市場的資金淨額⁵。在 2000 年，流入的資金淨額為 2,289 億港元。在 2001 年，流出的資金淨額為 1,836 億港元。在 2002 年首 3 個季度，流出的資金淨額為 948 億港元⁶。
- 在 2000 年，市場成交額達到近期的高峰，約有 30,475 億港元(平均每日成交額為 123 億港元)。在 2001 年，市場成交額減至 19,501 億港元(平均每日成交額為 80 億港元)。在 2002 年首 3 個季度，成交額進一步減少至 12,549 億港元(平均每日成交額為 68 億港元)。有關減幅可能是由於期內的資金流出淨額所致(圖 4)。

來自強制性公積金(強積金)計劃的資金

- 積金局報告的數字顯示，截至 2002 年年底，強積金計劃的合計資產淨值達 551 億港元，其中 13%投資於股票基金(表 1)。在有關股票基金中，70%是香港的股票基金。換句話說，有關款項估計約為 50 億港元⁷。

表 1 – 從強積金計劃流入香港股票市場的估計資產額(以 10 億港元計)

	強積金計劃的資產淨值	投資於股票基金的比例(%)	在香港進行投資的比例(%)	從強積金計劃流入香港股票市場的估計資產額
2001 年 3 月	11.6	15%	58%	1.0
2001 年 6 月	22.4	17%	60%	2.3
2001 年 9 月	27.7	16%	58%	2.6
2001 年 12 月	33.5	17%	59%	3.4
2002 年 3 月	42.1	17%	57%	4.1
2002 年 6 月	47.0	15%	65%	4.6
2002 年 9 月	48.6	12%	70%	4.1
2002 年 12 月	55.1	13%	70%*	5.0

備註：見註 7；* 2002 年 9 月的數字

資料來源：積金局

- 估計流入本地股票市場的 50 億港元，不足 2002 年的平均每日成交額的 80%。因此，相對於股票市場的規模而言，從強積金計劃流入股票市場的資金並非特別龐大。
- 其中一個現象值得我們一提。在 2002 年 12 月底時，投資於股票基金的資產比例為 13%，較一年前的 17%有所減少。此外，該比例亦低於在其他基

⁵ 資金流入/流出淨額是在將非香港居民流入本地股票市場的資金加上香港居民流往海外股票市場的資金合計而得出來的。由於流往海外股票市場的資金可能來自不同的來源，因此上述數字只可用作顯示流入本地股票市場的資金淨額。

⁶ 資金流出淨額是指限於在有價證券投資的股本證券。在經常項目出現盈餘的經濟體中，出現資金淨流出的情況是頗為普遍的。

⁷ 由於部分地區性基金亦可能投資於香港的股票市場，以及部分其他基金(例如保證基金)亦可能投資於股票市場，故有關估計相當粗略。因此，有關估計只能顯示從強積金計劃流入股票市場的資金額。

金，例如保證基金的投資。在同期，投資於該等基金的比例為 20% 至 22%。

流往投資基金的資金

- 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 億港元增至 2001 年的 323 億港元。在 2002 年，銷售淨額進一步上升至 359 億港元。
- 有關增幅主要由於保證基金的銷售淨額攀升所致。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，保證基金的銷售淨額下降至 212 億港元，但仍佔基金總銷售淨額接近 60%。
- 雖然流往其他投資途徑的資金可能來自不同的來源，例如強積金計劃，但有關資金來自股票市場這個可能性是不能完全抹煞的。股票市場的成交額可能已因此而受到影響。

總結

- 資金的流向極易受到市場情緒影響，而資金流向可能已影響到市場成交額。在外在因素方面，從海外流入本地股票市場的資金有所減少，但從本地流往海外市場的資金卻有所增加。在內部因素方面，流入股票市場的資金在近年並不特別龐大，但資金卻可能已從股票市場流出往其他投資途徑。

市場成交額反彈的潛力

- 我們的港元存款相當可觀。在 2002 年年底時，港元存款達到 18,249 億港元 (表 2)。這個數字為 2002 年全年的市場總成交額的 1.1 倍。
- 此外，港元貸款與存款比率持續下跌。加上貨幣供應量與本地生產總值的比率不斷上升，意味著流動資金相當充裕。因此，成交額仍有反彈的潛力。

表 2 – 港元存款、港元貸款與存款比率，以及港元 M3 與本地生產總值的比率

	港元存款 (以 10 億港元計)	港元貸款與存款比率(%)	港元 M3 與本地生產 總值的比率(%)
1997	1,551.6	112.3%	125.3%
1998	1,699.7	99.7%	143.8%
1999	1,773.2	90.6%	155.3%
2000	1,851.2	89.3%	155.4%
2001	1,854.7	88.8%	157.7%
2002	1,824.9	88.5%	157.7%

資料來源：金管局及統計處

附件 1

主要市場的表現(以本地貨幣及美元計算)

	股市指數		改變 (%)	
	<u>97年6月底</u>	<u>03年3月底</u>	<u>以本地貨幣計算</u>	<u>以美元計</u>
澳洲	2,693	2,849	5.8	-15.2
香港	15,197	8,634	-43.2	-43.6
印度	1,192	978	-18.0	-38.1
印尼	725	398	-45.1	-85.0
日本	20,605	7,973	-61.3	-62.5
韓國	745	536	-28.1	-49.3
馬來西亞	1,077	636	-41.0	-60.8
菲律賓	2,809	1,040	-63.0	-81.8
上海 A股市場	1,307	1,580	20.9	21.1
深圳 A股市場	449	447	-0.5	0.4
新加坡	1,921	1,268	-34.0	-46.5
台灣	9,030	4,321	-52.1	-61.7
泰國	527	365	-30.9	-60.1
德國	3,786	2,424	-36.0	-34.2
英國	4,605	3,613	-21.5	-25.4
美國 (道瓊斯)	7,673	7,992	4.2	4.2
(納斯達克)	1,442	1,341	-7.0	-7.0

資料來源：彭博通訊社