

## 分析市場成交額近期出現的反彈

李兆麟及潘嘉怡<sup>1</sup>

2003 年 7 月/8 月

### 撮要

市場成交額近期出現反彈，部分是由於價格效應、內地股份的交易活動增加、恒指期貨相關交易增加及衍生權證的交易活動增加所致。此外，自 2000 年以來，每年年中也會出現市場成交額飆升的情況。這些飆升主要是由於每年年中所發生的個別事件所致，而非季節性的規律。過往的經驗顯示，除其他因素外，近期出現的反彈是否可以維持將取決於經濟增長。

### 市場成交額近期出現的反彈

- 在第二季度，平均每日成交額為 79 億港元，較首季的平均每日成交額 60 億港元上升 33%。
- 除其他因素外，市場成交額近期出現反彈，是由於
  - 價格效應；
  - 內地股份的交易活動增加<sup>2</sup>；
  - 恒指期貨相關交易增加；及
  - 衍生權證的交易活動增加。

### 價格效應

- 在第二季結束時，恒生指數較首季度結束時上升 11%。以 2003 年上半年計，恒指曾在 6 月 17 日達到本年最高位的 10,030 點。
- 按固定價格計算<sup>3</sup>，第二季的估計平均每日成交額將較首季度的高出 20%。

---

<sup>1</sup> 李兆麟和潘嘉怡分別是證監會市場監察部研究科的高級經理及行政練習生。本文的觀點純屬作者個人意見，不代表證監會的立場。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> 內地企業包括國企及紅籌公司。前者指在香港上市的國營企業，而後者則指由中國內地實體直接或間接持有合計最少 35% 股權的公司。上述定義與香港交易所採用的定義相同。

<sup>3</sup> 固定價格是按 2003 年第二季結束時的恒生指數對市場成交額進行調整後所得出的價格。因此，本文內有關以固定價格計算的市場成交額，是就第二季結束時的股價所推算出的成交額。

## 內地股份

- 另一個因素是內地股份的交易活動有所增加。在第二季，內地股份的平均每日成交額為 27 億港元，較首季的平均每日成交額 20 億港元高出 32%。
- 有關增幅與市場的整體增幅一致，以及可能足以反映出國企及紅籌股指數在第二季的表現相對較為理想。在 6 月底時，國企及紅籌股指數分別較首季結束時高出 25% 及 17%，並且較恒生指數的增幅為高。

## 恒指期貨相關交易

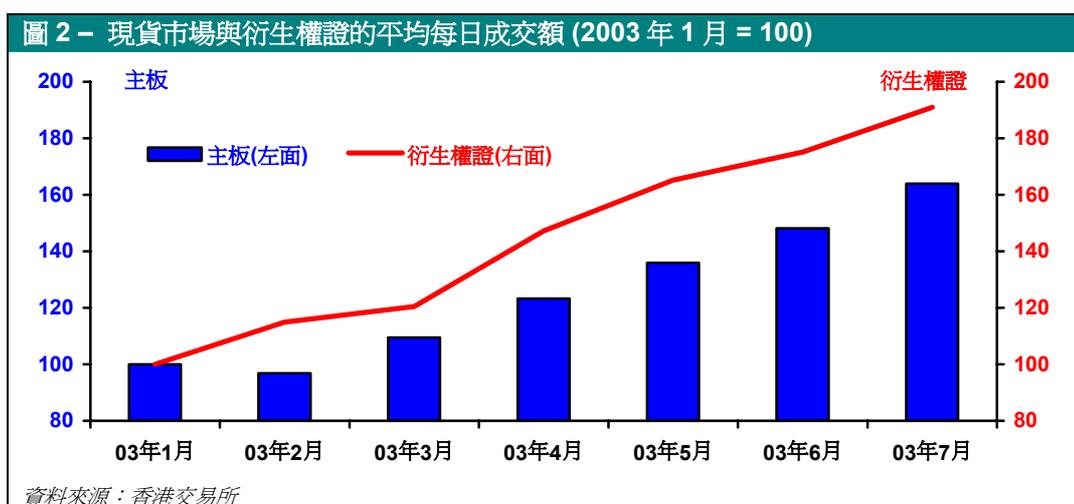
圖 1 – 恒指期貨的成交量(2000 年第 1 季 – 2003 年第 2 季，合約數目以百萬張計)



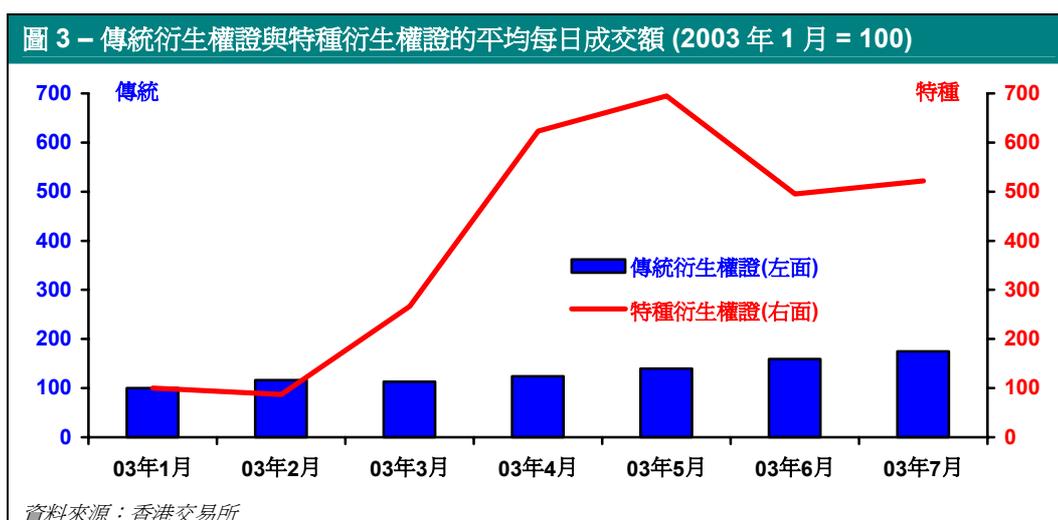
- 第三個因素可能是恒指期貨相關交易的增加。恒指期貨在第 2 季的成交量為 1,629,945 張合約(圖 1)，較首季的成交量 1,366,915 張合約增加 19%。
- 以名義數值計算，恒指期貨在第二季的成交額為 7 億 4,620 萬港元，較首季的名義數值 6 億 2,900 萬港元上升 19%。
- 除部分由於套戥及對沖活動而引致的增幅外，恒指期貨成交額的上升反映出現貨市場成交額的升勢。
- 根據香港交易所的《衍生產品市場交易研究調查 2001/2002》，在恒指期貨的成交額中，有 8.7% 及 23.4% 分別可歸因於套戥及對沖活動<sup>4</sup>。

<sup>4</sup> 證監會曾經發表過一份名為〈恒生指數成分股與恒生指數相關衍生產品之間的套戥活動〉的研究論文(研究論文 3)，闡述恒生指數成分股與恒生指數相關衍生產品之間的套戥活動。該篇論文的全文可以在證監會網站下載 (<http://www.hksec.org.hk/eng/statistics/html/index/index0.html>)。

## 衍生權證



- 第四個因素是衍生權證的交易活動增加(圖 2)。截至 7 月底時，上市的衍生權證有 288 隻。在 7 月份，衍生權證的平均每日成交額為 8 億 6,400 萬港元(佔市場總成交額的 9.0%)。相比之下，在 1 月底時，上市的衍生權證有 315 隻，而衍生權證在 1 月份的平均每日成交額為 4 億 5,300 萬港元(佔市場總成交額的 7.7%)。事實上，以成交額計算，在 2003 年首 5 個月中，香港交易所的認股權市場是全球最活躍的<sup>5</sup>。
- 發行人已推出較複雜的特種衍生權證。這種產品主要為熟練的投資者而設。特種衍生權證的名稱均附有“X”號，以便與傳統的衍生權證加以區分<sup>6</sup>。截至 7 月底時，上市的特種衍生權證有 61 隻。在 7 月份，特種衍生權證的平均每日成交額為 1 億 900 萬港元(佔所有衍生權證的成交額的 13%)。相比之下，在 1 月底時，上市的特種衍生權證有 25 隻，而特種衍生權證在 1 月份的平均每日成交額為 2,100 萬港元(佔所有衍生權證的成交額的 4.6%)(圖 3)。

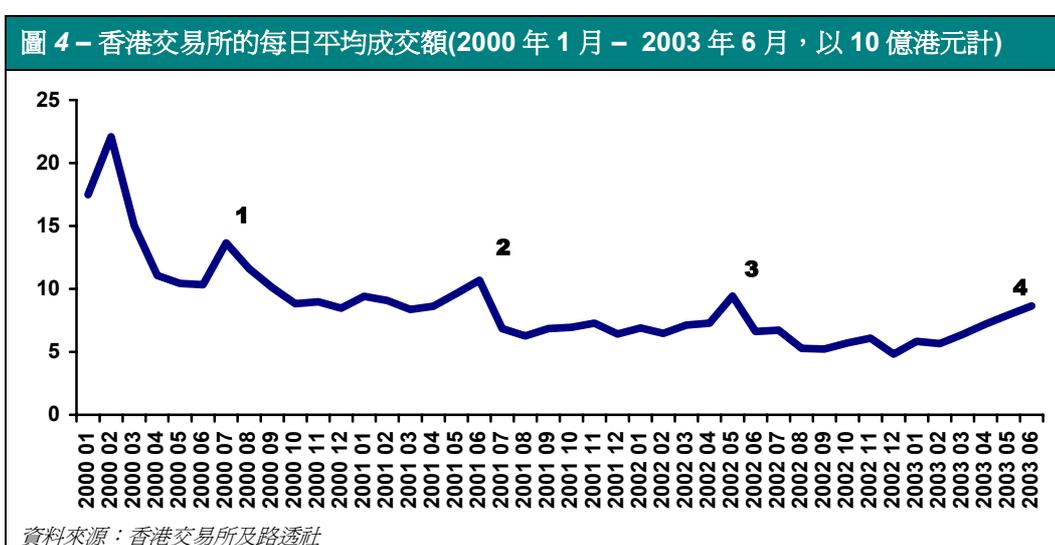


<sup>5</sup> 取材自香港交易所刊物《交易所》2003 年 7 月號，第 11-13 頁。

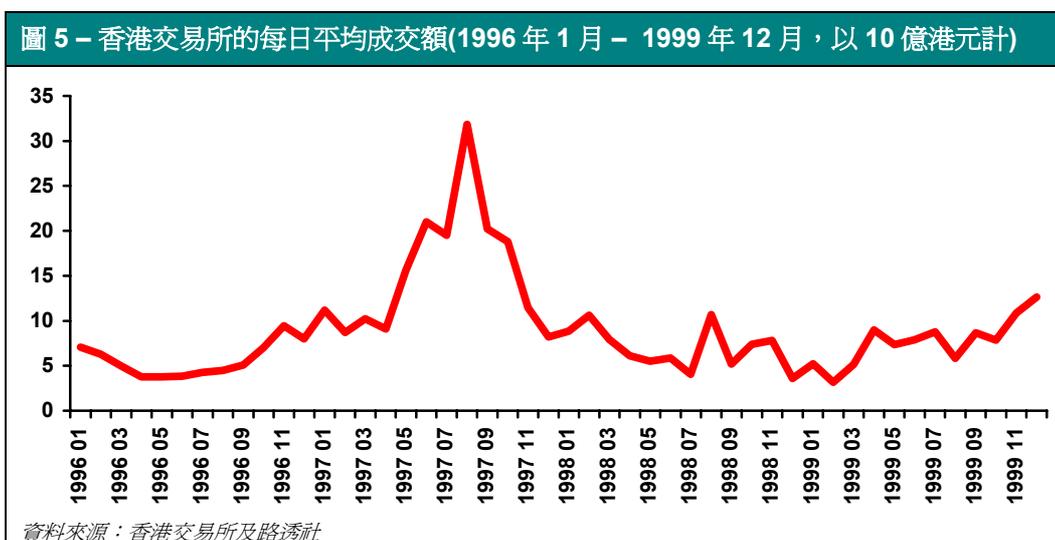
<sup>6</sup> 證監會及香港交易所均有發表有關特種衍生權證的投資者教育文章。有關文章載於上述機構的網站。

## 市場成交額在年中飆升的情況

- 自 2000 年以來，市場成交額在每年年中也會出現飆升的情況。
  - 例如，在 2000 年年初科技股泡沫爆破後，市場成交額在 2000 年 7 月上升至 137 億港元(圖 4 的 **1**)，較一個月前高出 32%。
  - 市場成交額飆升的情況再度發生於 2001 年 6 月。當時的市場成交額為 107 億港元(圖 4 的 **2**)，較一個月前高出 11%。
  - 另一次市場成交額飆升的情況發生於 2002 年 5 月。當時市場成交額反彈至 95 億港元(圖 4 的 **3**)，較一個月前高出 30%。
  - 市場成交額在 2003 年 6 月第四度反彈。在 2003 年 6 月，市場成交額為 87 億港元(圖 4 的 **4**)，較一個月前高出 9.0%。



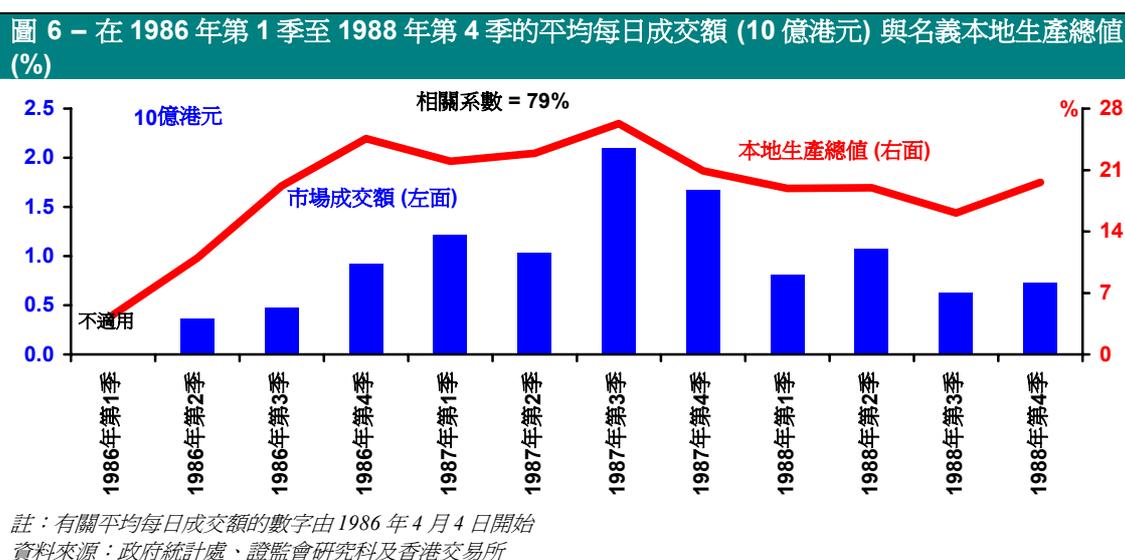
- 然而，這些成交額飆升的情況在 2000 年前並沒有出現過，顯示這多數並非季節性規律(圖 5)。



- 這些成交額飆升的情況，主要是由於每年年中發生的個別事件所引致，而並非季節性規律。
  - 在 2000 年，市場成交額在 7 月反彈，可能是由於期內進行的大規模集資活動，例如中國聯通及香港交易所的集資活動所致。
  - 在 2001 年，內地開放 B 股市場，推動了內地股份在香港交易所的買賣。
  - 2002 年年中時成交額飆升，主要是由於恒生指數在該月創下高峰所帶來的價格效應所致。
  - 2003 年年中的成交額反彈，是由於價格效應、內地股份的交易活動增加及恒指期貨相關交易增加所致。此外，有關反彈能否持續一段時間仍是未知之數，而除其他因素外，這將取決於經濟表現。

### 市場成交額與經濟增長

- 除其他因素外，市場活動與經濟增長的步伐是一致的<sup>7</sup>。翻查過去二十多年經濟周期記錄，顯示出二者有著正面的相互關係。
- 在四個經濟周期中，市場成交額與經濟增長的相關系數介乎 57% 至 87% 之間，平均為 73% (圖 6-9)。這些圖表顯示出隨著經濟持續增長，市場成交額的反彈大部分都可以維持數季。這與成交額只是飆升數月的情况不同。



<sup>7</sup> 經濟增長指本地生產總值的增長。由於市場成交額以現價計算，本文的本地生產總值亦以現價為基礎。

圖 7 - 在 1990 年第 1 季至 1992 年第 4 季的平均每日成交額 (10 億港元) 與名義本地生產總值 (%)

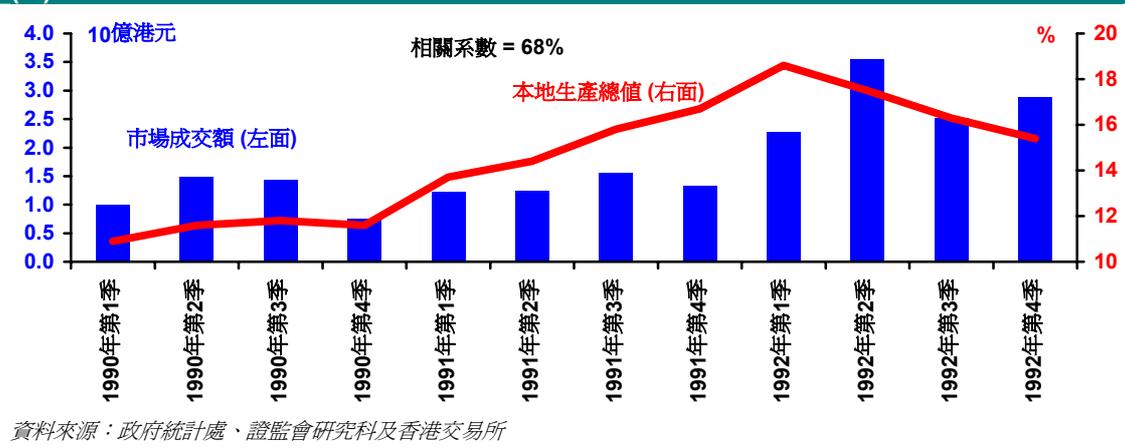


圖 8 - 在 1995 年第 1 季至 1997 年第 4 季的平均每日成交額 (10 億港元) 與名義本地生產總值 (%)

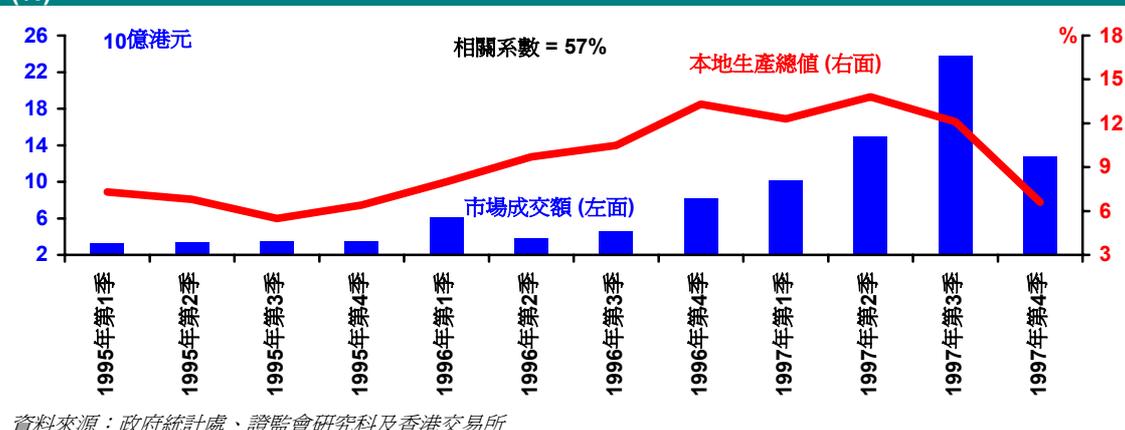


圖 9 - 在 1998 年第 1 季至 2000 年第 4 季的平均每日成交額 (10 億港元) 與名義本地生產總值 (%)

