

## 香港證券市場的活躍交投與在中國因素帶動下的資金流入之間的密切關係

市場監察部研究科<sup>1</sup>

2006年4月

### 摘要

- 自 2006 年年初開始，香港證券市場的交易活動顯著增加。在 2006 年 1 月至 3 月期間，香港市場的平均每日成交額達 312 億港元（40 億美元），較 2005 年下半年的平均水平高出 58%。然而，這其實是一個地區性的現象，因為其他亞洲市場的交易活動亦有明顯增加。表面看來，香港證券市場及其他區內市場的交易活動增加與資金流入呈現正面關係。
- 雖然強勁的資金流入是一個地區性的現象，但中國因素是香港獨有的特色，並成為買賣在香港上市的內地股票的額外誘因。H 股及紅籌股於 2006 年第 1 季的成交額，較 2005 年下半年的平均水平分別急升 85% 及 69%，而 H 股及紅籌股的合併交易額佔同期市場總成交額的 40%。
- 內地股票的交易增長受穩健的公司基本面，例如內地公司的強勁盈利所支持。儘管股價上升，H 股及紅籌股指數的市盈率在優於預期的盈利公布後，仍維持在 13 至 14 倍的水平。此外，隨著內地公司的市值持續上升，內地股票在環球指數中所佔的比重亦相應提高。跟蹤該等指數的基金自然會把較多資金調配到香港。最後，對人民幣進一步升值的憧憬亦增加了投資者對內地股票的興趣。
- 本文亦注意到流入香港的資金量是亞洲各市場之冠。然而，鑑於其不確定性，資金流向亦會帶來證券市場的額外波動。

---

<sup>1</sup> 本文僅作探究事實及研究之用，並非意圖評論任何市場/公司的發展或詮釋有關的政策。本文所表達的意見並不代表證監會的觀點。

## 香港證券市場及其他亞洲市場的交易活動自 2006 年 1 月以來有所增加

- 自 2006 年年初以來，香港證券市場的交易活動顯著增加。在 2006 年 1 月至 3 月期間，香港市場的平均每日成交額達到 312 億港元（40 億美元），較 2005 年下半年的平均水平高出 58%。然而，該充足的流動性其實是一個地區性的現象。同期內其他亞洲市場的交易活動亦明顯增加，增幅由澳洲的 9% 至新加坡的 44% 不等。

	2006 年 第 1 季	2005 年 下半年	2005 年 上半年	2004 年 下半年	2004 年 上半年	增長	
						2006 第 1 季/ 2005 年下半年	2006 第 1 季/ 2005 年上半年
澳洲	3,150	2,896	2,792	2,238	1,978	9%	13%
香港	3,997	2,525	2,160	1,938	2,159	58%	85%
日本	23,547	19,512	11,864	10,445	12,567	21%	98%
韓國	6,899	5,733	3,857	2,164	2,845	20%	79%
新加坡	741	515	422	356	438	44%	76%
台灣	3,130	2,552	2,212	2,044	3,769	23%	41%

資料來源：彭博資訊及全球證券交易所聯會

- 香港證券市場及亞洲其他主要證券市場的交易活動增加，伴隨著區內經濟的穩健增長及基礎因素的不斷改善。香港的經濟蓬勃發展，本地生產總值穩步增長，失業率持續下降，通脹壓力放緩，個人收入不斷提高。各大企業繼續增聘人手，並通常提供較優厚的薪酬待遇。強勁的公司盈利，加上興旺的旅遊業所帶動的零售額持續增加，均有助於增強投資者的信心。這些因素抵銷了息率及能源成本上升所帶來的負面影響。
- 中國因素對香港證券市場的影響亦變得日趨重要。H 股及紅籌股於 2006 年第 1 季的成交額，較 2005 年下半年的平均水平分別急升 85% 及 69%，反映出投資者對中國股票的濃厚興趣。在 2006 年第 1 季，H 股及紅籌股的合併交易額已佔市場總成交的 40%。透過首次公開招股而為內地企業籌集的資金，佔 2005 年市場總籌資額的 84%。截至 2006 年 3 月底，內地股票佔總市值的 39%。

## 活躍交易受雄厚的資本流入帶動

4. 有迹象顯示雄厚的資金正流入亞洲各主要證券市場，這可能是導致近日交易活動增加的其中一項主要因素。然而，資金流入／流出該等證券市場的數據並不容易獲得，而且在大部分情況下均十分簡略。美國道富銀行<sup>2</sup> 編纂的“投資組合流向指標”可以概略地估計出某一股票市場於一段特定期間內進行的跨境交易的淨額，並以其佔有關股市市值的基點來表示。投資組合流向指標在圖中以棒形圖顯示，量度單位列於左軸。累計投資組合流向指標是個別投資組合流向指標值於一段期間的加總，在圖中以折線圖顯示，量度單位列於右軸。



5. 根據美國道富銀行所編纂的投資組合流向指標，大部分亞洲市場自 2006 年年初以來均錄得強勁的資金流入。在香港，於 2006 年第 1 季流入證券市場的資金估計約為 142 億美元<sup>3</sup>。每月平均流入資金約為 47 億美元，或約為其總市值的 40 個基點（高於 2005 年下半年錄得的 35 個基點）。香港市場的資金流入實際上是亞洲各市場之冠，其次是新加坡的 30 個基點、台灣的 16.7 個基點及韓國的 14.2 個基點。

<sup>2</sup> 根據美國道富銀行網站提供的資料，該公司為全球 15% 的流通資產提供金融服務，可視為代表全球金融市場上各機構正在從事的活動。該公司只服務機構客戶，例如投資經理、退休計劃保薦人、集體投資基金經理、銀行、企業集團及非牟利機構。該公司跟蹤投資者買賣證券，以及其後將資金投入／撤出某一市場／國家的活動，所採用的方法是經過多年來與學術界人士合作而發展出來的。儘管投資組合流向指標僅限於描述在美國道富銀行的托管數據庫內的客戶的買賣行為，並無意計算流入某一個國家的整體資金流量，但其廣泛的覆蓋面仍能反映出資金流向的一般趨勢，及有助於進行縱向及橫向比較。

<sup>3</sup> 該數據的計算方法是把 2006 年第 1 季的累計投資組合流向指標，乘以截至 2006 年 3 月底的香港證券市場的總市值。

	2006年第1季	2005年下半年	2005年上半年	2004年下半年	2004年上半年
澳洲	4.7	0.8	4.8	-2.3	4.2
香港	40.0	35.0	21.7	33.3	-15.0
日本	6.3	8.7	4.7	6.5	6.2
韓國	14.2	-18.7	19.2	-11.7	18.3
新加坡	30.0	12.0	18.3	6.7	12.0
台灣	16.7	13.7	17.5	21.7	5.5

資料來源：美國道富銀行

6. 資金流入與香港證券市場的表現看起來是有關連的，儘管不能確定是資金流入帶動市場表現暢旺，還是市場表現暢旺反過來帶動資金流入。在 2005 年 1 月至 9 月期間，資金流入香港，而恒指在同期穩步上升。在 2005 年 10 月錄得資金流出淨額時，恒指則告下跌。自 2005 年 11 月起，資金再度流入香港，而恒指亦見反彈。
7. 雖然大量資金在短時間內流入香港證券市場，但看起來資金流入似乎是受到穩健的經濟及公司基礎因素所支持的。例如，不少在香港上市的企業於 2005 年均錄得了強勁的盈利。然而，鑑於該等資金可以迅速地流入及流出，它們亦增加了市場的波動性。因此，投資者應審慎留意資金流向的波動及不明確性。
8. 雖然資金流入增加是一個地區性的現象，中國因素則是香港所獨有的額外特色。中國因素包括：
- 內地公司的強勁盈利；
  - 主要國際指數編纂機構提高內地股票在其指數所佔的比重；及
  - 對人民幣進一步升值的憧憬。
- 上述因素成爲資金流入香港證券市場的額外誘因。

## 內地公司的強勁盈利

9. 受惠於內地經濟的強勁增長，內地公司能夠賺取更豐厚的盈利。因此，儘管 H 股公司的股價顯著上升，在 2006 年第 1 季發佈盈利公告後，H 股指數的市盈率仍維持在 14 倍左右。而紅籌股指數的市盈率甚至從 2006 年年初的 17 倍，下降至 2006 年 4 月初的 13 倍。鑑於盈利強勁，相信流入香港證券市場的部分資金是以投資為目的。

## 主要國際指數編纂機構提高內地股票在其指數所佔的比重

10. 在內地經濟蓬勃增長的帶動下，投資者對內地企業的興趣日益濃厚。隨著規模最大及信譽最佳的內地企業相繼在香港上市，加上其市值不斷增長，內地股票在環球指數中所佔的比重亦日益增加。跟蹤該等指數的基金自然會把較多資金調配到香港。例如，在 2006 年頭三個月，內地股票在富時環球指數所佔的比重增加了 9 個基點。假設主要國際指數編纂機構以同樣幅度上調該比重，估計有關比重每調高 1 個基點，便有約 5.5 億美元的基金流入本地市場<sup>4</sup>。這意味著估計約有 50 億美元的流入資金已投向內地股票。
11. 內地公司的盈利及規模均會隨著內地經濟增長而進一步上升。因此，內地股票在環球指數中所佔的比重可能會持續增加，這將會吸引更多的資金流入香港市場。

## 對人民幣進一步升值的憧憬

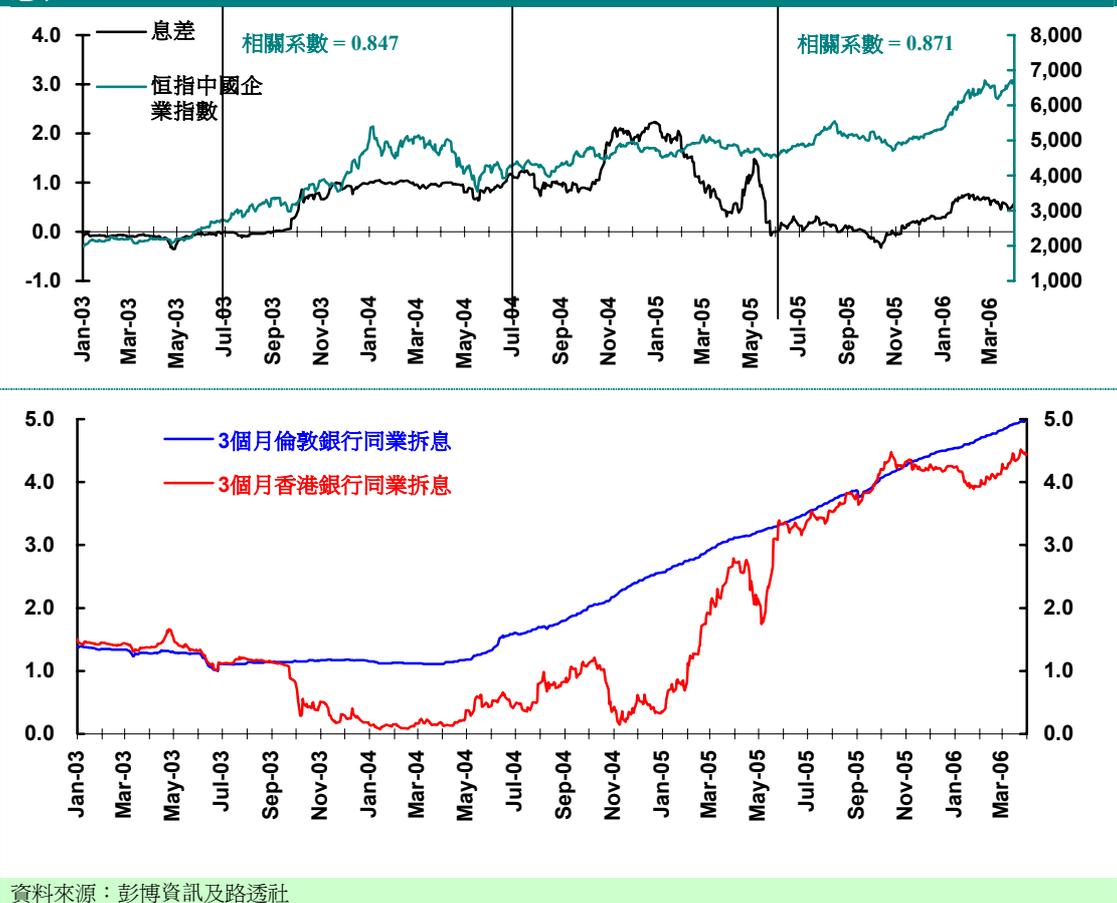
12. 根據過往經驗，每當預期人民幣將會重新估值或升值時，資金便會流入香港購買內地股票。與此同時，資金流入可能會導致本地息率下降，即使美國的加息趨勢持續，仍無礙本地息率下調。因此，本地息率並不一定緊隨美息走勢，從而出現資金成本之間的差距，即香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息之間的息差。
13. 由於內地蓬勃的經濟增長及活躍的對外貿易，人民幣自 2005 年 7 月重估以來一直呈現升勢。對人民幣將逐步升值的憧憬，似乎是近來資金流入增加的主要原因之一，而資金增加亦帶動香港股票市場的活躍交易及強勁表現。作為反映該等資金流入的指標，3 個月倫敦銀行同業拆息減 3 個月香港銀行同業拆息的息差與恒生中國企業

<sup>4</sup> 該數據是按跟蹤 MSCI 及富時等環球指數的基金的規模而計算的。根據該等主要國際指數編纂機構的網站所提供的資料，跟蹤該等環球指數的基金約有 5.5 萬億美元。

指數呈正面關係。該息差代表著預期人民幣將逐步升值的國際投資者持有港元資產（例如在香港上市的內地股票）的成本。

14. 內地股票的表現受到為買入該等股票而流入的資金所支持，並充分反映在恒生中國企業指數的表現上。有些時候，恒生中國企業指數與息差之間緊密相關。
- 在 2003 年第 3 季至 2004 年第 2 季期間，由於揣測人民幣將會重新估值，資金流入香港市場，息差擴闊。鑑於流動資金充沛，香港多家銀行並沒有跟隨美國加息。恒生中國企業指數與息差之間的相關系數是 0.847。
  - 然而，在 2004 年第 3 季至 2005 年第 2 季期間，當人民幣重估的預期逐漸沉寂下來，本地息率便開始趕上美國的加息步伐。與此同時，金管局在 2005 年 5 月優化匯率制度，使本地息率與美國息率更趨一致。息差雖然收窄，但恒生中國企業指數的表現似乎未有受到顯著影響。
  - 在 2005 年第 3 季至 2006 年第 1 季期間，人民幣在 2005 年 7 月重新估值，並在其後穩步上升。此外，受內地經濟的強勁增長及活躍的對外貿易所支持，對人民幣再度重新估值的憧憬再次出現。息差再度擴闊，而恒生中國企業指數則繼續上揚。兩者之間的相關系數是 0.871。

恒生中國企業指數的表現與息差（3 個月倫敦銀行同業拆息減 3 個月香港銀行同業拆息）



資料來源：彭博資訊及路透社

## 總結

15. 香港證券市場及其他亞洲主要市場的交易活動非常活躍。交易活動增加似乎與資金流入呈現正面關係。儘管流入香港市場的資金看起來是受穩健的經濟及公司基礎因素所支持，但資金流入會帶來市場的額外波幅，投資者應審慎留意資金流向的不確定性。