

金融穩定情況半年度報告 – 證券市場及證券業

市場監察部研究科及中介團體及投資產品部

2004年7月

編者的話

金融穩定情況半年度報告包含了兩篇定期發表的文章：

- 市場動態 – 就主要股票及衍生工具市場的表現及交易活動進行分析；及
- 證券業動態 – 就香港證券業的中介人的表現進行詳細描述。

金融穩定情況半年度報告將於《證監會季刊》的夏季版及冬季版定期發表，而該兩篇定期發表的文章將會以獨立環節的形式繼續在春季版及秋季版內刊登。

金融穩定情況半年度報告 – 證券市場

摘要

樂觀的市場情緒持續至2004年年初。然而，對恐怖襲擊威脅的恐懼重現、中東的緊張局勢升級，以及對息口上升的關注，都使市場蒙上陰霾。在香港，持續改善的經濟情況以及預期利率只會有溫和的升幅，都支持著大市，並且抵銷了上述負面因素所產生的部分影響。雖然投資者對H股公司的首次公開招股活動的興趣已由2003年尾的高峰期略為冷卻下來，但首次公開招股活動仍然活躍。現貨及衍生產品市場的交易活動仍然暢旺。未平倉恒指期貨合約的數目增加，但有關增幅卻似乎與相關指數股份的交易活動及就相關產品而可能進行的對沖活動的增幅相符。市場的主要風險包括未來美國加息的幅度、內地可能進一步收緊政策，以及其他市場可能出現的波動。

2003年主要股票市場的表現回顧

1. 主要市場在2003年的表現相當突出。在美國，市場在低息環境下及隨著中東戰爭結束而上升。杜瓊斯指數及標準普爾500指數在年內分別上升25%及26%（圖1），而納斯達克指數則飆升50%。亞洲市場在低息環境及資金持續流入區內的因素支持下，表現更加理想。在2003年，亞洲市場的升幅由馬來西亞的22%至印度的72%不等。
2. 在香港，市場首先受到“沙士”爆發拖累。恒生指數在2003年4月跌至年度低位的8,409點。其後，隨著《更緊密經貿關係安排》的簽訂及內地放寬旅遊規例，市場情緒轉好。恒生指數大幅反彈，並在年底時升至較2002年年底時高出35%的水平。

圖1 – 美國及香港市場的表現 (2002年底 = 100)



主要股票市場在2004年上半年的表現

3. 市場的樂觀情緒持續至2004年年初。然而，由於關注到美國的息率上升、中東的緊張局勢加劇，以及油價持續高企，各主要市場都備受壓力。在亞洲，通脹壓力有增加的跡象以及內地實施宏觀調控舉措，均令各市場籠罩在陰霾之下。

美國／歐洲

4. 市場在2004年年初持續活躍，但3月份西班牙發生的恐怖襲擊事件扭轉了市場的升勢。美國市場因中東的緊張局勢升級而進一步受挫。加息的可能性日益增加，使市場錄得進一步的跌幅。此外，油價升至42美元一桶的歷史性高位，亦進一步為市場加添壓力。然而，聯儲局表明任何息口

上升將多數會循序漸進地進行，支持著投資者的信心，而聯邦公開市場委員會在6月30日的會議上決定將聯邦基金利率向上調高25點子之舉，亦符合市場預期。在2004年首6個月，杜瓊斯指數下跌0.2%，而納斯達克指數及標準普爾500指數則分別上升2.2%及2.6%。在2004年6月底，杜瓊斯指數、納斯達克指數及標準普爾500指數的市盈率分別為20、51及21倍。

5. 由於對恐怖襲擊及利率可能上升的恐懼被企業盈利所抵銷，歐洲市場的表現參差。在2004年上半年，法國CAC指數及德國DAX指數分別上升4.9%及2.2%，但英國富時100指數卻下跌0.3%（圖2）。在2004年上半年底，富時100指數及CAC指數的市盈率分別為16及19倍。

圖2 – 歐洲市場的表現 (2002年底 = 100)



亞洲

6. 日本市場受到經濟強勁增長及日圓疲弱可能有利日本出口的看法所支持。此外，投資者預期營商環境將會有所改善。在2004年上半年，日經指數上升11.1%；而在2004年6月底，日經指數的市盈率為18倍。大多數亞洲市場都錄得升幅，只有印度、泰國及韓國分別錄得19.9%、16.3%及3.1%的跌幅。
7. 在2004年年初，內地市場受到禽流感擴散拖累。其後，由於投資者對宏觀調控及信貸收緊的舉措感到憂慮，市場被進一步拖低。此外，投資者亦對在深圳證券交易所第二板市場上市的股份的表現感到失望。在2004年上半年，各市場下跌6.3%-17.2%。

表1 – 主要證券市場的表現 (截至2004年上半年止)

		2004年上半年	相對於以下期間的百分率變化 (以本地貨幣計算)		相對於以下期間的百分率變化 (以美元計算)	
			指數	2003年底	2003年上半年	2003年底
澳洲	-所有普通股指數	3,530.30	6.8%	17.7%	-0.7%	22.2%
中國	-上海A股	1,468.84	-6.4%	-5.6%	-6.4%	-5.6%
	-上海B股	86.85	-17.2%	-22.7%	-17.2%	-22.7%
香港	-深圳A股	368.82	-6.3%	-13.9%	-6.3%	-13.9%
	-深圳B股	248.76	-8.6%	15.3%	-8.6%	15.3%
	-恒生指數	12,285.75	-2.3%	28.3%	-2.8%	28.3%
印度	-標準普爾／香港交易所創業板指數	1,079.34	-9.0%	-1.5%	-9.4%	-1.5%
印尼	-恒生中國企業指數	4,291.02	-14.5%	57.4%	-14.9%	57.4%
日本	-恒生香港中資企業指數	1,358.37	-4.9%	28.8%	-5.3%	28.8%
韓國	-S&P CNX Nifty指數	1,505.60	-19.9%	32.8%	-20.7%	34.0%
馬來西亞	-雅加達綜合指數	732.40	5.9%	44.9%	-5.2%	27.5%
菲律賓	-日經225指數	11,858.87	11.1%	30.6%	9.5%	43.8%
新加坡	-韓國綜合指數	785.79	-3.1%	17.3%	0.0%	21.1%
台灣	-吉隆坡綜合指數	819.86	3.3%	18.5%	3.3%	18.5%
泰國	-菲律賓綜合指數	1,579.40	9.5%	29.2%	8.4%	23.1%
	-海峽時報指數	1,838.00	4.2%	26.9%	3.1%	30.1%
	-台灣加權指數	5,839.44	-0.9%	19.9%	-0.3%	22.9%
	-SET指數	646.64	-16.3%	40.0%	-18.9%	43.7%
法國	-CAC指數	3,732.99	4.9%	21.0%	1.6%	28.3%
德國	-DAX指數	4,052.73	2.2%	25.8%	-1.0%	33.4%
英國	-富時100指數	4,464.10	-0.3%	10.7%	1.6%	21.8%
美國	-杜瓊斯指數	10,435.48	-0.2%	16.1%	-0.2%	16.1%
	-納斯達克指數	2,047.79	2.2%	26.2%	2.2%	26.2%
	-標準普爾500指數	1,140.84	2.6%	17.1%	2.6%	17.1%

資料來源：彭博通訊社

香港

8. 本地市場的情緒追隨主要海外市場的情緒而變化。在2004年年初，持續改善的經濟情況支持大市。在2004年2月，恒生指數錄得13,928點，是33個月以來的高位。然而，由於憂慮配股活動將會增加及美國和中國可能加息，市場很快出現整固。內地的宏觀調控及信貸收緊舉措不單止對在香港上市的內地股份¹的股價構成壓力，而且由於內地與香港的經濟關係密切，所以亦對本地股份帶來壓力。恒生指數在5月跌至10,968點的低位。然而，本地經濟的基本因素持

續改善。到6月為止的3個月的失業率下降至28個月以來的6.9%低位，而消費物價的通縮程度則由2003年下半年的3.0%及2004年首季的1.8%收窄至2004年第二季的0.9%。同時，預期美國加息的幅度溫和亦緩和部分跌幅。美國利率調升25個基準點並未導致本地貸款利率出現相應的升幅，這是由於銀行內的存款相當充裕所致。這可以從下列數字反映出來。在2004年上半年，銀行結餘平均為481億港元(2003年下半年平均為53億港元，2003年上半年平均為5億

¹ 文內所述的內地股份指H股及紅籌股。有關H股及紅籌股的定義取自香港交易所。有關詳情載於《證監會季刊》〈統計數字〉部分的表B2。

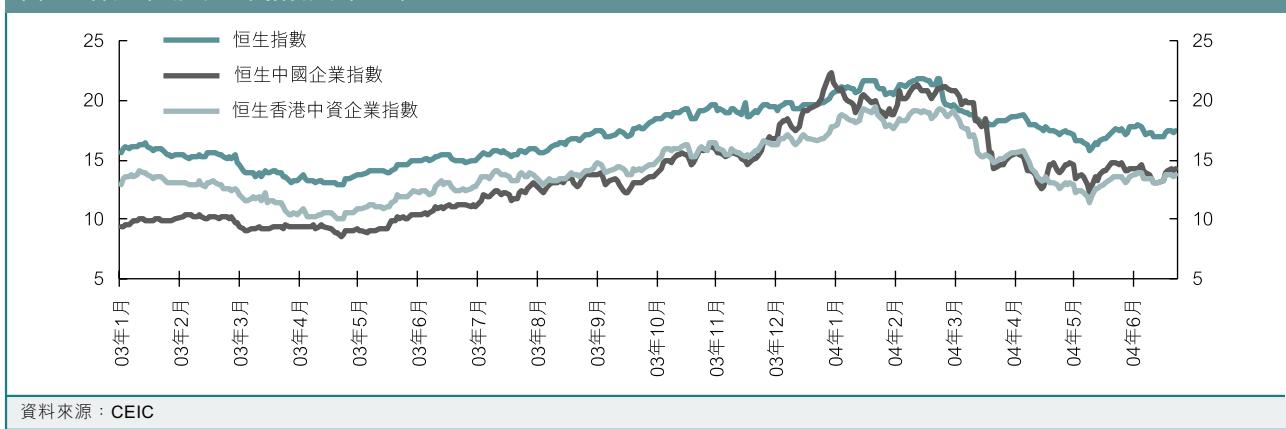
5,300萬港元)，另外在2004年上半年，港元一年期遠期匯率的買賣價平均折讓556點子(2003年下半年平均折讓112點子，2003年上半年平均溢價為180點子)。總括而言，恒生指數在2004年上半年下跌2.3% (圖3)。在2004年6月底，恒生指數的市盈率為18倍 (圖4)。

9. H股及紅籌股的價格隨著內地實施信貸收緊措施而出現整固。H股及紅籌股的表現均落後於大市，兩個指數在2004年上半年分別下跌14.5%及4.9%。在2004年6月底，H股指數(恒生中國企業指數)及紅籌股指數(恒生香港中資企業指數)的市盈率均為14倍。

圖3 – 香港市場的表現 (2002年底 = 100)



圖4 – 香港市場的基準指數的市盈率

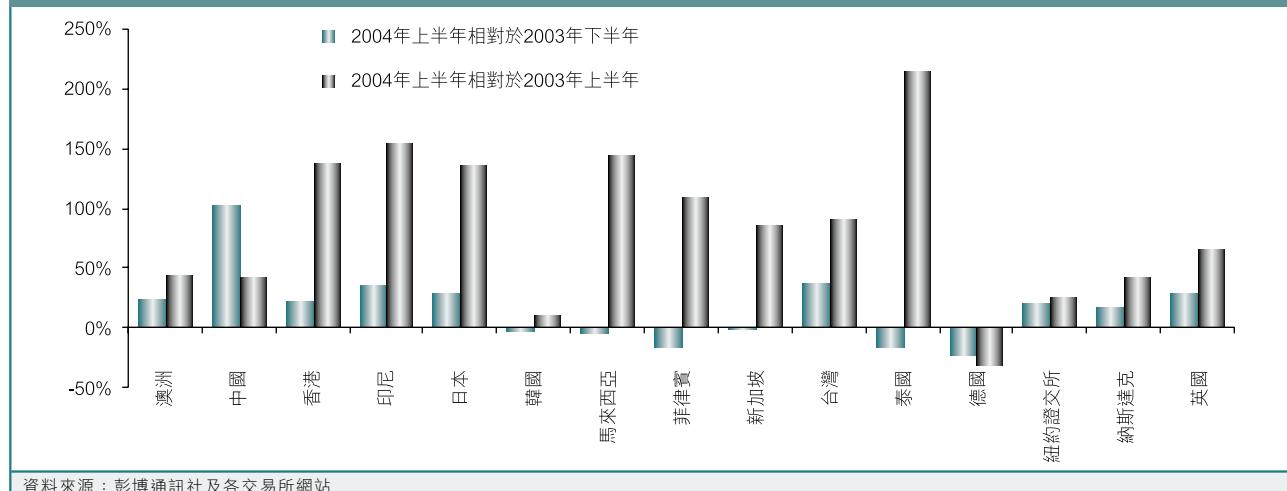


主要股票市場在2004年上半年的交易活動

10. 各大主要市場的交易活動在2004年上半年相對活躍(圖5)。美國及英國的成交額分別增加20%及29%。在亞洲，內地市場的成交額飆升103%。其他亞洲市場的交投亦相當活躍。例如，台灣、

印尼及日本分別錄得37%、35%及29%的升幅。相反，泰國及菲律賓的成交額卻分別萎縮17%及16%。

圖5 – 主要股票市場在2004年上半年的平均每日成交額(相對於2003年下半年及2003年上半年的百分率變化)



資料來源：彭博通訊社及各交易所網站

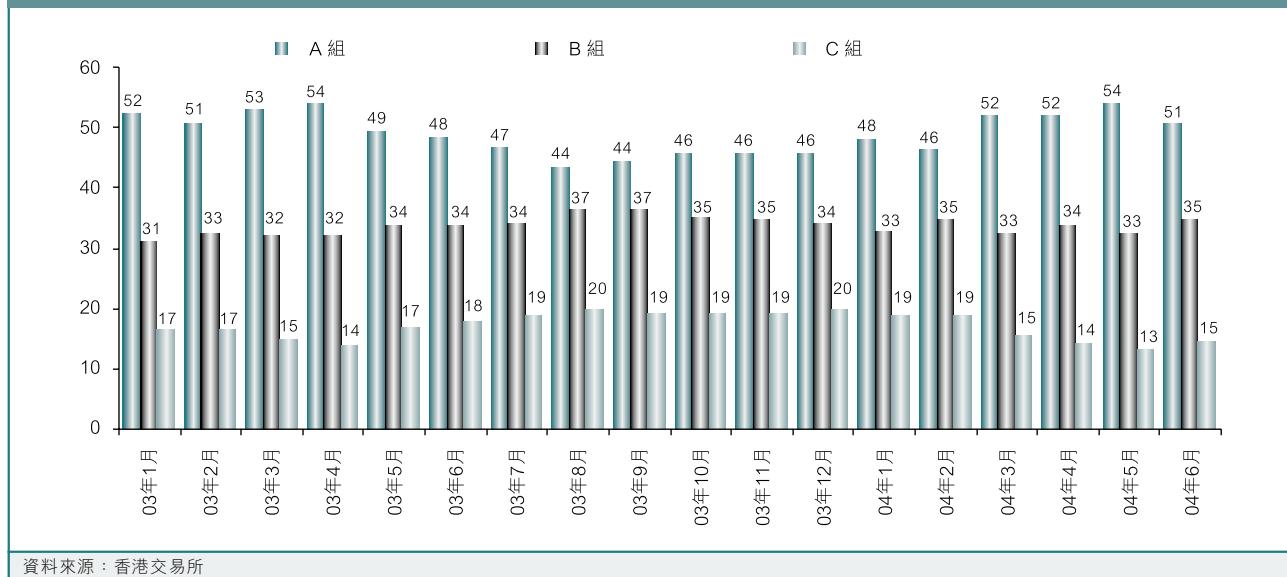
香港股票市場的交易活動 (按股票類別劃分)

11. 在香港，交易活動在2004年上半年保持暢旺。主板的平均每日成交額上升25%至167億港元，而恒指成分股的成交額則上升17%至67億港元。恒指成分股佔總成交額的40%。在2004年上半年，H股及紅籌股的平均每日成交額分別跳升51%及3.8%至44億港元及28億港元。

香港股票市場的交易活動 (按經紀組別劃分)²

12. A組聯交所參與者在總成交額中佔最大份額。其份額由2003年下半年的45.4%增加至2004年上半年的50.2%。B組聯交所參與者所佔的份額為33.5%，而在2003年下半年則為35.2%。C組聯交所參與者在2004年上半年所佔份額為16.3%，較2003年下半年的19.4%為低。

圖6 – 聯交所參與者市場佔有率按經紀類別劃分(%)



資料來源：香港交易所

² 聯交所參與者按所處理的交易的金額而劃分為A、B及C組。A組聯交所參與者指排名首14位的經紀、B組聯交所參與者指排名15-65的經紀，而其餘的為C組聯交所參與者。

賣空活動

13. 賣空活動的增長略快於整體市場成交額的增幅，但仍然維持在合理水平。在2004年上半年，賣空活動平均達每日6億800萬港元，佔市場總成交額的3.6%。2003年下半年的相應數字為3億6,200萬港元及2.7%。在2004年上半年，恒指成份股的賣空活動平均達每日3億6,000萬港元，相當於相關股份的成交額的5.4%，而在2003年下半年，恒指成份股的賣空活動平均每日有2億5,000萬港元(佔相關股份成交額的4.4%)。

首次公開招股活動

14. 在2004年上半年，儘管投資者對H股公司的首次公開招股活動的興趣已從2003年尾的高峰期稍為冷卻下來，但首次公開招股活動依然活躍。

15. 在2004年上半年，共有38隻新股進行首次公開招股，集資總額達559億港元(表2)。該數字較2003年下半年的集資額519億港元高出7.6%。不過，H股公司的集資額卻由2003年下半年的415億港元下減少至2004年上半年的256億港元。在2004年上半年，內地企業所籌得資金佔總集資額的比率由2003年下半年的85.6%下跌至2004年上半年的48.1%。

16. 在2004年上半年，平安保險(集團)上市，集資約140至150億港元。這是2004年最大規模的首次公開招股活動，亦是聯交所自有紀錄以來第七大的首次公開招股活動。6大首次公開招股活動全屬內地股票，分別是：

- 中國聯通(在2000年進行，集資436億港元)；
- 當時的中國電訊(其後改名為中國移動 – 在1997年進行，集資327億港元)；
- 中國人壽保險股份有限公司(在2003年進行，集資267億港元)；
- 中國石油化工股份有限公司(在2000年進行，集資267億港元)；
- 中國石油天然氣股份有限公司(在2000年進行，集資223億港元)；及
- 中國銀行(香港)(在2002年進行，集資205億港元)。

表2 – 有關首次公開招股的主要數據(按股票類別劃分)

	2004年上半年	2003年下半年	2003年上半年
首次公開招股數目			
總計(主板+創業板)	38	45	28
內地企業	13	14	6
- H股	11	12	6
- 紅籌	2	2	0
透過首次公開招股籌集的資金(以百萬港元計)			
總計(主板+創業板)	55,872.2	51,936.4	7,205.1
內地企業	26,861.6	44,453.7	5,979.3
- H股	25,603.8	41,491.3	5,979.3
- 紅籌	1,257.8	2,962.4	0

資料來源：香港交易所

2004年上半年本地衍生產品市場的交易活動

17. 衍生產品市場的交易活動頻繁，與現貨市場交投上升的情況吻合。在2004年上半年，期貨及

期權合約交易合共達9,846,663張，較2003年下半年的8,046,990張增加22% (表3)。

		總成交量			平均每日成交量			增長%	
		2004年 上半年	2003年 下半年	2003年 上半年	2004年 上半年	2003年 下半年	2003年 上半年	2004年 上半年／ 2003年 下半年	2003年 下半年／ 2003年 上半年
期貨	恒指期貨	4,257,220	3,804,303	2,996,057	35,039	30,313	24,761	16%	22%
	小型恒指期貨	727,449	684,279	564,016	5,987	5,452	4,661	9.8%	17%
	H股指數期貨 ¹	853,139	47,941	-	7,022	3,196	-	120%	-
	三個月港元利率期貨	35,755	23,070	24,729	294	184	204	60%	-10%
	股票期貨	8,879	10,693	7,961	73	85	66	-14%	29%
	其他期貨產品 ²	3,520	5,312	6,291	29	42	52	-31%	-19%
期貨合約總數		5,885,962	4,575,598	3,599,054	48,444	39,272	29,744	23%	32%
期權	恒指期權	1,097,036	1,007,395	1,111,397	9,029	8,027	9,185	12%	-13%
	小型恒指期權 ³	15,965	11,638	20,493	131	93	169	41%	-45%
	H股指數期權 ⁴	5,639	-	-	470	-	-	-	-
	股票期權	2,842,061	2,452,359	1,768,279	23,391	19,541	14,614	20%	34%
	期權合約總數	3,960,701	3,471,392	2,900,169	33,022	27,661	23,968	19%	15%
期貨及期權合約總數		9,846,663	8,046,990	6,499,223	81,466	66,933	53,712	22%	25%

1 H股指數期貨在2003年12月8日起開始買賣。
 2 包括MSCI中國外資自由投資指數期貨、道瓊斯工業平均指數期貨、一個月港元利率期貨及三年期外匯基金債券期貨。
 3 小型恒指期權在2002年12月18日起開始買賣。
 4 H股指數期權在2004年6月14日起開始買賣。
 註：MSCI中國外資自由投資指數期貨在2004年3月29日起暫停買賣。
 資料來源：香港交易所

18. 有關增幅主要是由於下列產品的交投增加所致：

- 恒指期貨 (在2003年下半年增長22%後再在2004年上半年增長16%)；
- 股票期權 (在2003年下半年增長34%後再在2004年上半年增長20%)；及
- 新推出的H股指數期貨 (在2004年上半年於香港交易所買賣的最活躍衍生產品中排名第四，僅次於恒指期貨、股票期權及恒指期權)。

19. 在2004年上半年，未平倉恒指期貨合約平均達99,280張³，較2003年下半年的相應數字88,492張高出12%。有關增幅似乎與相關指數股份的交易活動及就相關產品而可能進行的對沖活動的增幅相符。這可從以下情況反映出來：

- 恒指期貨的成交額上升 – 平均每日成交額由2003年下半年的30,313張合約增加16%至2004年上半年的35,039張；
- 恒指成份股的成交額上升 – 平均每日成交額在同期上升17%；及
- 恒指期權未平倉合約數目上升 – 在2004年上半年平均達124,586張，較2003年下半年的相應數字105,828張高出18%。

風險

20. 主要風險包括未來美國加息的幅度、內地可能進一步收緊政策，以及其他市場可能出現的波動。然而，隨著基本經濟因素持續改善，這些風險似乎有限。

³ 這裏所提供的是一個月未平倉恒指期貨合約的平均數，這是避免在結算前未平倉合約數目急升的影響。實際上，證監會分別在短期(每日)及長期(每年)的基礎上監察市場。

金融穩定情況半年度報告 – 證券業

證券業在2004年首季的概況

21. 在2004首季，獲發牌從事證券交易的中介人的盈利能力較2003年最後一季顯著改善，請參閱表4。由於股票市場的情緒變得較為樂觀，市場成交額逐步回升，因而令來自證券交易的淨佣金收

入相應增加。在2004年首季，業界的間接成本較2003年最後一季回落約10%。獲發牌從事證券交易的中介人在2004首季錄得58億元的淨盈利，差不多是2003年最後一季所賺取金額的兩倍。

表4 – 有關證券業的統計資料及財務狀況		
截至	2004年3月31日	2003年12月31日
證券交易商及證券保證金融資人總數	669	673
活躍現金客戶總數 ¹	706,136	687,802
活躍保證金客戶總數 ¹	92,012	71,240
資產負債表 (以百萬港元計)		
庫存現金及銀行現金 ²	97,938	88,209
來自保證金客戶的應收帳項 ³	16,481	15,327
因證券交易而來自客戶及其他交易商的應收帳項	89,208	63,261
其他資產	109,942	105,003
總資產	313,569	271,800
因證券交易而應付予客戶及其他交易商的帳項	139,040	109,517
來自財務機構的借款總額	44,901	36,786
其他負債	60,191	62,066
股東資金總額 ⁴	69,437	63,431
負債總額及股東資金	313,569	271,800
	至2004年3月31日 的3個月	至2003年12月31日 的3個月
盈利及虧損 (以百萬港元計)		
交易總金額 ⁵	4,861,593	3,832,661
來自證券交易的淨佣金收入	5,803	4,573
利息收入總額	703	570
其他收入 ⁶	8,516	8,008
間接成本總額及利息支出	(9,184)	(10,160)
期內淨盈利	5,838	2,991
註：		
¹ 活躍客戶即持牌法團須根據《證券及期貨(成交單據、戶口結單及收據)規則》的規定，就相關申報月份製備並向其交付每月戶口結單的客戶。		
² 庫存現金及銀行現金包括代客戶持有的信託款項、總額為446.2億港元(2003年12月31日：411.3億港元)。		
³ 平均證券融資抵押品比率(以整個行業計算，在某既定日期客戶存放的證券抵押品的總市值相對於來自保證金客戶的應收取款項的倍數)：		
	在2004年3月31日	在2003年12月31日
	4.2	4.2
⁴ 股東資金的價值包括可贖回股份的價值。		
⁵ 交易金額包括在香港和海外進行的股本及債券交易的金額。		
⁶ 其他收入主要由企業融資收入、基金管理收入、來自交易商自營買賣的淨盈利／虧損、同集團公司之間的收費及其他收入。		
資料來源：證券交易商及證券保證金融資人根據《證券及期貨(財政資源)規則》遞交的每月財務申報表。		

聯交所參與者的業務表現

22. 證券經紀業的表現在2003年下半年開始出現顯著改善，並且持續至2004年首季，請參閱表5。隨著香港在2003年第二季從"沙士"疫症中逐漸恢復元氣，聯交所參與者的交易金額在2003年第三季內急升約57%。該升勢持續至2003年最後一季及2004年首季，而每季升幅約為25%。活躍的成交量帶動佣金收入增加。在2004年首季，所有聯交所參與者賺取的淨佣金收入較2003年第

二季增加超過一倍。其次，來自交易商自營買賣的盈利亦有助提升聯交所參與者的盈利能力。從2003年第2季至2004年首季期間，來自交易商自營買賣的淨盈利錄得205%的增長。另一方面，商號繼續監控其經營成本。因此，如表5所顯示，在2004年首季所錄得的淨盈利總額達35億港元，幾乎是2003年第二季的六倍。

表5 – 聯交所參與者的財政表現

	2003年 第2季	2003年 第3季	2003年 第4季	2004年 第1季
交易金額 (以10億港元計)	1,125	1,766	2,172	2,777
淨佣金收入 (以百萬港元計)	1,960	3,126	3,570	4,359
來自交易商自營買賣的淨盈利 (以百萬港元計)	96	170	156	293
稅前淨盈利 (以百萬港元計)	597	1,993	1,385	3,517

資料來源：證券交易商及證券保證金融資人根據《證券及期貨(財政資源)規則》遞交的每月財務申報表。

23. 儘管在2004年首季，所有組別的聯交所參與者的成交額和盈利能力都維持在高水平，但B組聯交所參與者的盈利能力卻由於間接成本輕微上升而放緩。在該季度內，A組和C組的聯交所參與者都因為佣金收入上升及實施成本監控措施而得以維持強勁的盈利能力。相對於2003年最後一季，A組聯交所參與者在2004年首季的淨盈利急升7倍。C組聯交所參與者的淨盈利亦增加了兩倍。

有關C組聯交所參與者的財政概要

24. 從表6所見，C組聯交所參與者的盈利能力大幅改善，證明目前的經濟環境有利於小型經紀行。據一項就C組聯交所參與者的收入來源所作的分析顯示，有超過一半的收入源自代理經紀服務，而

利息收入及交易商自營買賣的盈利所佔的比重則相對地微不足道。雖然自從最低經紀佣金比率的規定在2003年4月撤銷後，C組聯交所參與者收取的平均總佣金比率在2004年4月輕微下降0.22%，但其合計總佣金收入卻隨著市場成交額增加101%而上升一倍。

- 25. 在就業方面，受聘於C組聯交所參與者的持牌代表(主要為客戶主任及交易人員)的數目在2003年5月至2004年4月期間保持穩定在約4,400人。
- 26. 證監會亦協助磋商有關《更緊密經貿關係安排》的措施，以便香港的專業人士可以獲准在內地受聘。證監會正繼續在不抵觸內地有關限制的情況下，代表業界商討有關《更緊密經貿關係安排》的舉措。■

表6 – 聯交所參與者的財政表現 – 按不同組別細分 (以港幣百萬元計)

	A組*		B組*		C組*		所有聯交所參與者	
	2003年 第4季	2004年 第1季	2003年 第4季	2004年 第1季	2003年 第4季	2004年 第1季	2003年 第4季	2004年 第1季
交易總金額	952,717	1,278,673	787,698	966,755	431,292	531,701	2,171,707	2,777,129
營運總收入	2,358	4,087	1,724	1,715	1,229	1,341	5,311	7,143
間接成本總額及利息支出	2,055	1,888	922	957	949	781	3,926	3,626
期內淨盈利	303	2,199	802	758	280	560	1,385	3,517

* A、B、C組聯交所參與者是按照其在聯合交易所的每月成交額而界定的。A組聯交所參與者指以市場成交計算佔首14位的經紀商，B組聯交所參與者排名第15至65位者，而其餘則編為C組聯交所參與者。

資料來源：證券交易商及證券保證金融資人根據《證券及期貨(財政資源)規則》遞交的每月財務申報表。