



SECURITIES AND FUTURES COMMISSION  
證券及期貨事務監察委員會

## 研究論文 46：2009 年環球及香港證券市場回顧

2010 年 1 月 22 日



## 摘要

1. 環球經濟危機加劇，經濟前景暗淡，市場擔憂歐美金融機構的財政狀況，加上股票市場上的減債活動，令環球股票市場於 2009 年初持續下跌。面對上述危機，各國央行透過減息、向銀行體系注資及採取寬鬆的貨幣政策，刺激國內經濟，並對金融機構及股市提供支持。鑑於復蘇跡象提早出現，在投資者憧憬經濟前景及企業第四季盈利改善的情況下，環球股票市場亦隨此樂觀情緒而上漲。然而，杜拜世界出現債務問題，使股市升幅收窄。
2. 環球股市自 2009 年 4 月起表現向好，主要是資金大舉流入所帶動。隨著全球經濟開始回穩，投資者恢復信心承擔風險，投資於風險較高的資產。美國減息加上實施量化寬鬆政策令美元轉弱，吸引投資者進行美元利差交易，透過借入美元，在亞洲或其他新興市場投資收益較高的資產，博取更佳回報。股票市場自 2009 年 4 月起隨著美元匯價下跌而強勁反彈。
3. 澳洲及挪威因經濟持續好轉，成為金融危機爆發後最快加息的國家。由於兩國資源充裕，且商品價格持續向上，加息是合理的做法。然而，市場亦因而關注到，各地政府或將於 2010 年開始陸續撤回刺激經濟措施及採取貨幣緊縮政策，拖慢全球經濟復蘇的步伐。
4. 市場對經濟前景感到悲觀，加上憂慮金融機構資金短缺及美國汽車製造商破產，令歐美市場於 2009 年初跌至三月份的低位。其後由於企業盈利及經濟數據改善，全球經濟前景轉趨樂觀，股市亦隨之大幅反彈，收復之前失地。與 2008 年底的水平相比，截至 2009 年底，道瓊斯指數（道指）上升 19%，納斯達克指數（納指）上升 44%，標準普爾 500 指數（標普 500 指數）則上升 24%。
5. 2009 年，內地市場在中央推出更多刺激經濟措施後攀升，同時企業盈利理想以及強勁的經濟數據亦發揮推動作用。雖然市場憂慮政府可能收緊銀根，引致內地市場升勢放緩，但截至 2009 年底，上證綜合指數（上證指數）由 2008 年底的水平上升了 80%。
6. 2009 年初，環球經濟前景不明朗，加上市場憂慮美國金融機構的財政狀況，令香港市場的投資情緒受到影響。然而，隨著市場對全球經濟前景轉趨樂觀，加上內地推出更多刺激經濟方案及企業盈利改善，本地市場自 3 月下旬起大幅反彈。大量資金流入亦帶動香港股市上揚；地產股隨著豪宅價格急升更跑贏基準指數的表現。截至 2009 年底，恒生指數（恒指）較 2008 年底上升了 52%，而恒生中國企業指數（國指）則上漲 62%。
7. 與 2008 年比較，現貨市場及衍生工具市場的成交均告下跌。現貨市場平均每日成交額下跌 14%，而期貨及期權合約的平均每日成交量則下跌 8%。
8. 本地股市由 2009 年第二季開始回穩後，賣空活動亦隨之減少。雖然賣空交易金額有所增加，但其佔市場總成交的比例卻在 2009 年下半年下跌。2009 年下半年，平均每日賣空交易金額佔市場總成交額的比例為 5.3%，2009 年上半年為 5.7%，而 2008 年下半年則為 7.5%。
9. 首次公開招股活動在 2009 年上半年相對淡靜，但在下半年則因市場氣氛轉好而轉趨活躍。2009 年首次公開招股活動共有 65 宗，總集資額達 2,440 億元<sup>1</sup>，使香港成為 2009 年全球最大的上市集資中心。

## 2009 年環球股票市場表現及經濟狀況

10. 環球經濟危機加劇，經濟前景暗淡，市場擔憂歐美金融機構的財政狀況，加上隨著信貸緊縮及投資者撤資而進行的減債活動，令環球股票市場於 2009 年初持續下跌。
11. 面對這場危機，大部分政府及央行紛紛推出多項刺激經濟措施，以穩定金融市場並刺激經濟。2009 年 3 月初，各主要基準指數較 2008 年底的水平低 2%至 25%。各國央行透過減息、向銀行體系注資及採取寬鬆的貨幣政策，刺激國內的經濟，並對金融機構提供支持。鑑於復蘇跡象提早出現，投資者憧憬經濟前景及企業盈利逐步改善，環球股票市場亦隨此樂觀情緒而上漲。截至 2009 年底，各主要基準指數較 2008 年底的水平上升 19%至 87%。

<sup>1</sup> 除另有註明外，本文所述貨幣為港元。



12. 2009 年底，杜拜政府尋求重組杜拜世界及其附屬公司棕櫚島集團（Nakheel）的債務，並提出延遲償還債項六個月，令部分投資者關注杜拜世界的債權銀行如匯豐及渣打銀行等的財務狀況會受到波及，環球股票市場應聲下跌。其後，阿布扎比政府宣布一項 100 億美元的拯救計劃，股市隨即回升。

### 主要股票市場的表現

		指數水平		百分率變幅		市盈率	
		2009 年底	2008 年以來的最低位	與 2008 年底相比	與最低位相比	2009 年底	2008 年 6 月底
香港	恒生指數	21,872.50	11,015.84 (08 年 10 月)	52.0%	98.6%	22.87	13.43
	恒生中國企業指數	12,794.13	4,990.08 (08 年 10 月)	62.1%	156.4%	20.48	15.43
中國	上證綜合指數	3,277.14	1,706.70 (08 年 11 月)	80.0%	92.0%	34.80	21.36
日本	日經 225 指數	10,546.44	7,054.98 (09 年 3 月)	19.0%	49.5%	35.82	15.95
澳洲	所有普通股指數	4,882.70	3,111.70 (09 年 3 月)	33.4%	56.9%	不適用	13.93
台灣	台灣加權指數	8,188.11	4,089.93 (08 年 11 月)	78.3%	100.2%	不適用	12.74
韓國	韓國綜合指數	1,682.77	938.75 (08 年 10 月)	49.7%	79.3%	23.10	13.00
新加坡	海峽時報指數	2,897.62	1,456.95 (09 年 3 月)	64.5%	98.9%	26.04	10.70
泰國	泰國證券交易所指數	734.54	384.15 (08 年 10 月)	63.2%	91.2%	26.91	13.00
馬來西亞	吉隆坡綜合指數	1,272.78	829.41 (08 年 10 月)	45.2%	53.5%	22.41	12.75
印尼	雅加達綜合指數	2,534.36	1,111.39 (08 年 10 月)	87.0%	128.0%	30.57	14.96
菲律賓	菲律賓綜合指數	3,052.68	1,704.41 (08 年 10 月)	63.0%	79.1%	15.28	10.89
印度	Nifty 指數	5,201.05	2,524.20 (08 年 10 月)	75.8%	106.0%	23.42	13.94
越南	VN 指數	494.77	235.50 (09 年 2 月)	56.8%	110.1%	16.05	不適用
MSCI 亞太(日本除外)(美元)		416.54	200.36 (08 年 11 月)	68.4%	107.9%	30.78	13.51
美國	道瓊斯指數	10,428.05	6,547.05 (09 年 3 月)	18.8%	59.3%	16.24	14.33
	納斯達克指數	2,269.15	1,268.64 (09 年 3 月)	43.9%	78.9%	44.53	34.64
	標準普爾 500 指數	1,115.10	676.53 (09 年 3 月)	23.5%	64.8%	24.28	21.20
英國	富時 100 指數	5,412.88	3,512.09 (09 年 3 月)	22.1%	54.1%	61.47	11.18
德國	DAX 指數	5,957.43	3,666.41 (09 年 3 月)	23.8%	62.5%	60.24	12.06
法國	CAC 指數	3,936.33	2,519.29 (09 年 3 月)	22.3%	56.2%	16.70	11.23

資料來源：彭博

13. 全球股市在 2009 年表現強勁，主要是市場上流動資金充裕所致，這情況在新興市場中尤其明顯。隨著環球經濟開始回穩，投資者恢復信心承擔風險，投資於風險較高的資產。美國減息加上實施量化寬鬆政策令美元轉弱，吸引投資者進行美元利差交易，借入美元在亞洲或其他新興市場投資收益較高的資產，博取更佳回報。股票市場亦於 2009 年 4 月開始在美元持續走弱之下強勁反彈。



資料來源：彭博及證監會研究科

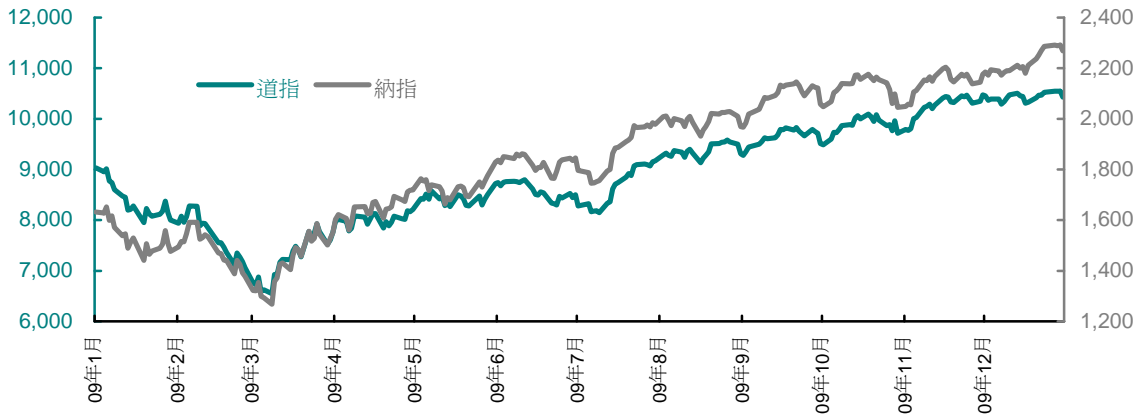


14. 然而，市場仍然關注經濟復蘇只處於初始階段，股市反彈似乎是受到大量資金流入所帶動，經濟基本因素的影響反而較輕。因此，若市場情緒改變或全球經濟復蘇的步伐不符合預期，目前的資金流向便可能突然逆轉，導致資產價格大幅調整。以下因素均可能會導致上述情況出現：

- 各主要央行的退市政策不明朗；
- 新興市場處理資金流入的政策不明朗；
- 投資者對經濟復蘇的期望減退；
- 美元利率攀升或美元轉強引發美元利差交易拆倉潮；或
- 投資者因資產估值過高或承受風險意欲降低而沽貨套利。

## 美國

15. 市場對經濟前景感到悲觀，加上憂慮金融機構資金短缺及美國汽車製造商破產，令歐美市場於 2009 年初跌至低位。其後由於企業盈利及經濟數據改善，全球經濟前景轉趨樂觀，市場隨之大幅反彈，收復之前失地。與 2008 年底的水平相比，截至 2009 年底，道指升 19%，納指升 44%，標普 500 指數升 24%。



道指及納指表現

資料來源：彭博

16. 儘管出現復蘇跡象，但由於經濟數據不一致，顯示美國的經濟前景仍然不明朗。在 2009 年第三季，美國本地生產總值按季增長 2.2%，結束長達四季的經濟收縮期，但本地生產總值仍較 2008 年第三季的數字低 2.6%。2009 年 10 月，美國失業率創 26 年新高，錄得 10.2%。聯邦儲備局（聯儲局）在 12 月重申將繼續維持低息環境及寬鬆的貨幣政策，直至經濟平穩增長。
17. 自 1970 年代起，美國已經歷過四次嚴重經濟衰退，失業率亦曾四次見頂。根據過往經驗，聯儲局平均於失業率見頂的 13 個月後，開始調升聯邦基金目標利率。以此推論，在目前經濟衰退的情況下，若失業率於 2009 年底或 2010 年初見頂，聯邦基金目標利率便會於 2010 年底或 2011 年初調升。然而，市場亦憂慮現時的寬鬆貨幣政策及前所未見的低利率，可能會導致另一資產泡沫出現。因此，聯儲局實際加息的時間或會早於預期，以防出現資產價格泡沫。

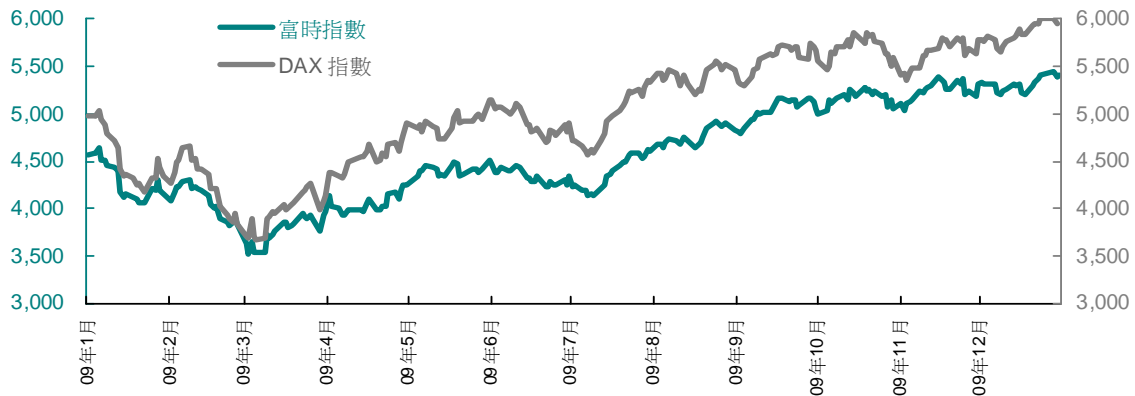


聯邦基金目標利率及失業率

資料來源：環亞經濟數據有限公司

## 歐洲及亞洲

18. 歐美市場亦於 2009 年 3 月從低位反彈。截至 2009 年底，富時指數及 CAC 指數較 2008 年底上升 22%，而 DAX 指數則上升 24%。



富時指數及 DAX 指數的表現

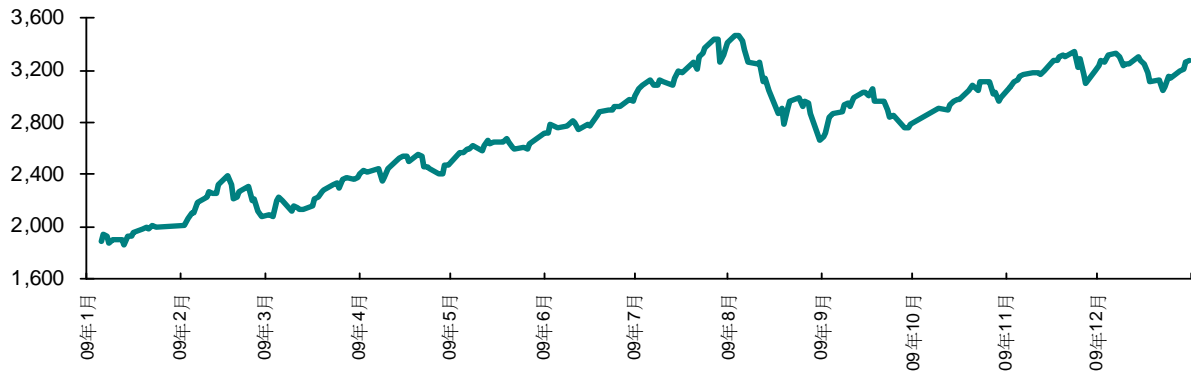
資料來源：彭博

19. 美國市場下挫，加上出口減少，亞洲股市於 2009 年第一季亦跟隨下跌，但其後在全球經濟復蘇的憧憬下大幅反彈。亞洲市場於 2009 年回升，錄得的升幅由日本的 19% 至印尼的 87% 不等。
20. 澳洲及挪威因經濟持續好轉，成為金融危機爆發後最快加息的國家。自 2009 年 10 月起，澳洲儲備銀行將基準利率提升共 75 點子至 3.75%，挪威中央銀行亦已將基準利率提升共 50 點子至 1.75%。澳洲及挪威都是資源充裕的國家，同樣因應商品價格上漲而加息。然而，兩國的做法亦加深市場憂慮各國政府可能於 2010 年開始，陸續撤回刺激經濟措施及採取貨幣緊縮政策，拖慢全球經濟復蘇的步伐。

## 內地



21. 2009年，內地市場在中央推出更多刺激經濟措施後攀升；企業盈利理想以及強勁的經濟數據亦發揮推動作用。然而，市場憂慮政府可能收緊銀根，引致市場升勢放緩。2009年底，上證綜合指數較2008年底上升了80%。



上證綜合指數的表現

資料來源：彭博

22. 雖然內地經濟亦受環球經濟危機拖累，但中央自2008年底開始推出連串支持經濟及金融市場增長的刺激措施，當中包括稅務改革及涉及十種主要產業的重組方案，使全球危機的負面影響得以減低。此外，銀行貸款上升亦帶動經濟增長。2009年，新增貸款總額為人民幣95,900億元，較2008年增加人民幣46,900億元。消費物價及出口總額的跌幅放緩，同時內地本地生產總值的按年升幅由2009年第一季的6.1%增至第四季的10.7%。2009年本地生產總值全年增長為8.7%，高於8%的目標水平。然而，這亦加深市場憂慮中央或會推出更嚴格的措施，遏止過熱的經濟。
23. 內地股市的新交易平台中國創業板於2009年10月30日於深圳正式啓動。當日有28隻新股上市，上市後全都交投活躍，表現強勁，股價平均較招股價上升106%（個別升幅為76%至210%）。截至2009年底，中國創業板共有36隻股份上市。這批股份的股價平均較招股價上升92%（個別升幅為34%至242%）。在2009年底，這36隻股份的市盈率平均達110倍（個別市盈率為70倍至200倍）。這批股份一直交投活躍，2009年10月30日至12月31日期間的平均每日成交額為人民幣41億元，而同期深圳主板成交額約為人民幣700億元，上海主板的成交額則約為人民幣1,610億元。

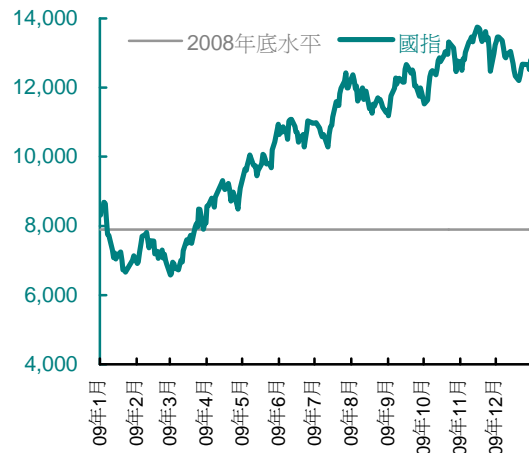
## 香港

24. 2009年初，環球經濟前景不明朗，加上市場憂慮美國金融機構的財政狀況，令香港市場的投資情緒受到影響。由於市場對匯豐控股的供股計劃存在憂慮，恒指在3月9日下挫至11,344點的低位，而匯豐股價當日一度跌至33元，是十年以來的最低水平，但其後股價在2009年底除權後強勁反彈，回升至89.4元的水平。
25. 然而，隨著市場對全球經濟前景轉趨樂觀，加上內地推出更多刺激經濟方案及企業盈利改善，本地市場自3月下旬起大幅反彈。大量資金流入亦帶動香港股市上揚；地產股隨著豪宅價格急升更跑贏基準指數的表現。恒指創下16個月以來的新高，一度突破23,000點水平。截至2009年底，恒指較2008年底上升了52%，而國指則上漲62%。





恒指表現



國指表現

資料來源：彭博

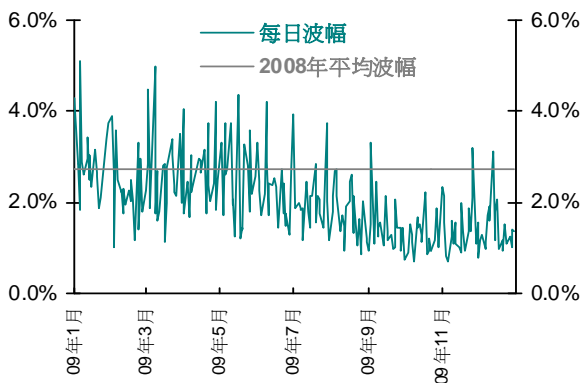
## 金融市場的風險及不明朗因素和經濟前景

26. 儘管環球經濟逐漸回穩，但市場目前仍處於初步復蘇階段，在美國經濟環境前景不明朗及失業率上升的情況下，全球經濟仍未能走出陰霾。油價及其他商品價格因為部分國家的經濟持續改善而強勁反彈。若這些趨勢持續，通脹壓力或會增加。另外，若各國政府開始撤回刺激經濟措施並實施貨幣緊縮政策，經濟復蘇的步伐或會受阻。
27. 股市上升似乎是因為市場資金充裕所致，而非單由基本經濟因素帶動。再者，市場氣氛、美國可能加息以至美元回升，都容易影響資金的流向。若資金大舉撤出市場，資產價格便會大幅調整，繼而同樣會拖慢經濟復蘇的步伐。

## 香港證券市場2009年主要數據

### 2009年市場波幅收窄

28. 恒指單日波幅在2009年收窄至平均2%的水平（2008年為2.7%，而1998年則為2.8%）。恒指期權的引伸波幅亦穩步下跌，於2009年底約為23.6%。



恒指單日波幅



恒指期權的引伸波幅

註：  

$$\text{單日波幅} = \frac{(\text{當日最高位} - \text{當日最低位})}{0.5 * (\text{當日最高位} + \text{當日最低位})}$$

資料來源：彭博及證監會研究科



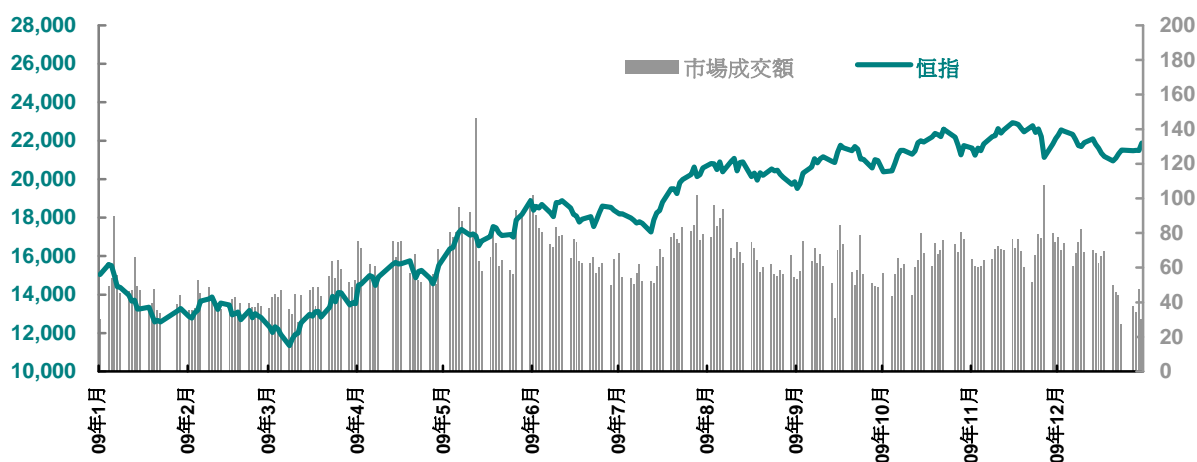
## 港股交投活動

29. 港股在 2009 年上半年交投淡靜，下半年則因市場氣氛轉好及熱錢流入而交投暢旺。港股平均每日成交額為 620 億港元，較 2008 年低 14%，較 2007 年則減少 29%。內地股票仍然是交投最活躍的股票，佔市場總成交的 46%。相比之下，恒指成分股（H 股及紅籌股除外）約佔市場總成交的 13%。

### 每日平均成交額（以十億元計）

	2009	2008	2007	相對於以下期間的百分率變幅	
				2008	2007
恒指成分股 (H 股及紅籌股除外)	7.9(13%)	11.2(16%)	12.1 (14%)	-30%	-35%
內地股票	28.5 (46%)	34.4 (48%)	42.7 (48%)	-17%	-33%
H 股	20.8 (33%)	25.1 (35%)	31.6 (36%)	-17%	-34%
紅籌股	7.8 (12%)	9.3 (13%)	11.1 (13%)	-17%	-30%
衍生權證	6.6 (11%)	14.0 (19%)	19.1 (22%)	-53%	-65%
牛熊證	6.7 (11%)	4.2 (6%)	0.3 (0.4%)	+59%	+2046%
其他	12.5 (20%)	8.2 (11%)	13.9 (16%)	+53%	-10%
<b>市場總計</b>	<b>62.3 (100%)</b>	<b>72.1 (100%)</b>	<b>88.1 (100%)</b>	<b>-14%</b>	<b>-29%</b>

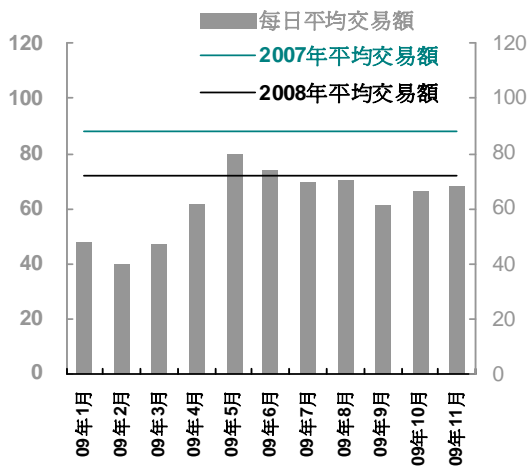
資料來源：香港交易所及證監會研究科



恒指表現及市場成交額（以十億元計）（2009 年 1 月至 2009 年 12 月）

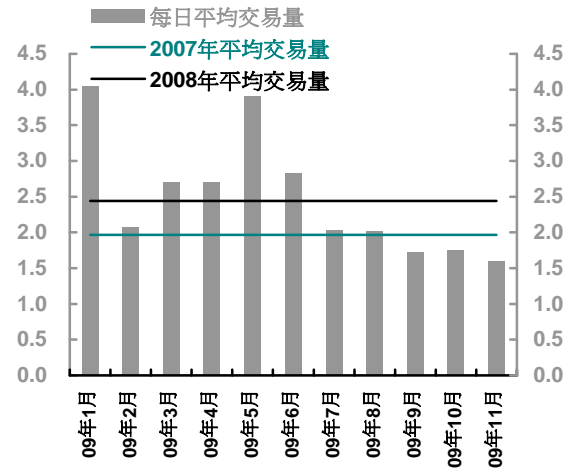
資料來源：證監會研究科





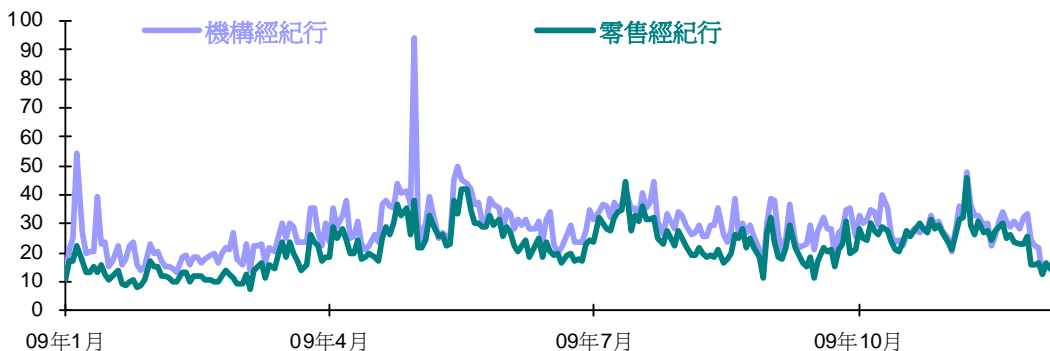
香港市場的交易額  
(以十億元計)

資料來源：彭博



恒指成分股的交易量  
(以十億股計)

30. 按經紀行分類，機構經紀行的股份交易在 2009 年的市場份額下降至 56%（2008 年為 68%），而零售經紀行的市場份額則為 44%（2008 年為 32%）。



2009年按經紀行類別劃分的每日股票成交額  
(以十億元計)

資料來源：證監會研究科

## 賣空活動

31. 本地股市由 2009 年 3 月開始回穩，賣空活動亦隨之減少。雖然賣空交易金額在 2009 年有所增加，但其佔市場總成交的比例卻下降。2009 年下半年，平均每日賣空交易金額為 35.22 億元，佔總市場成交額 5.3%。2008 年下半年，賣空交易金額達 43.05 億元（佔期內總市場成交額 7.5%），而 2009 年上半年則為 33.33 億元（佔期內總市場成交額 5.7%）。

## 首次公開招股活動及表現

32. 首次公開招股活動在 2009 年上半年相對淡靜，下半年則隨著市場氣氛轉好而轉趨活躍。2009 年共有 65 宗首次公開招股活動，總集資額達 2,440 億元，2008 年則有 27 宗，總集資額為 660 億元，而 2007 年有 78 宗，總集資額為 2,920 億元。香港成為 2009 年全球最大的上市集資中心。在 2009 年，內地股票（H 股及紅籌股）仍是香港首次公開招股市場的主要參與者，佔 2009 年總上市集資額的 48%。



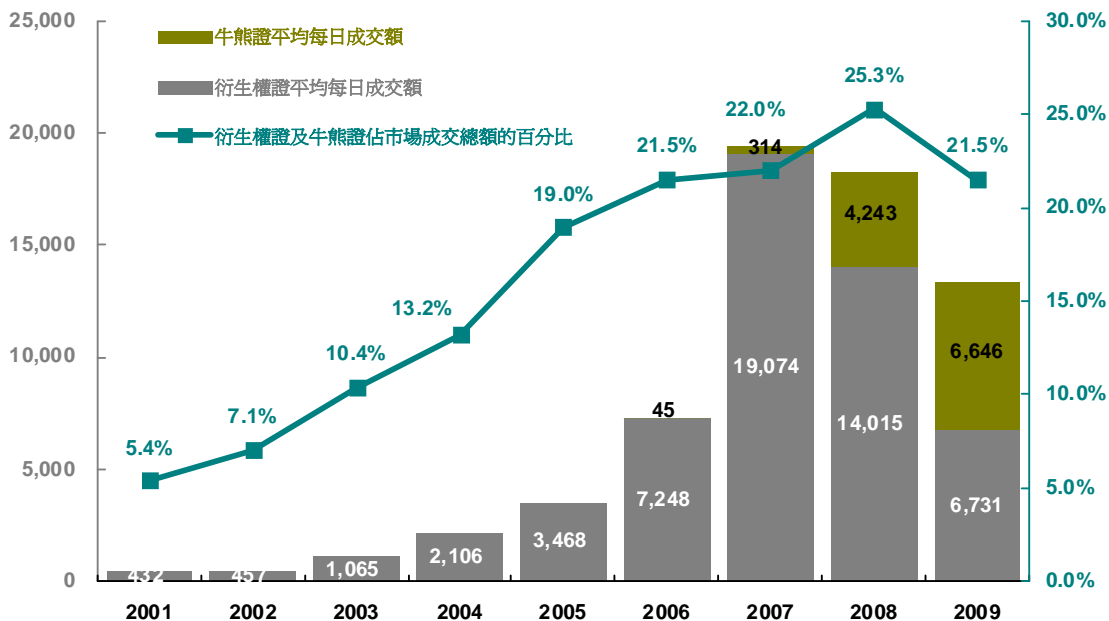
33. 至於這些新股首日掛牌的表現，其中 45 隻股價較招股價上升 0.5%至 157%，兩隻的股價維持於招股價水平，其餘 18 隻則較招股價下跌 0.3%至 23%。在 2009 年底，有 42 隻新股的股價較招股價上漲 0.8%至 261%，兩隻保持招股價水平，其餘 21 隻下跌 1.3%至 37%。

### 交易所買賣基金 (ETF)

34. 香港的 ETF 市場在 2009 年繼續增長，基金數目由 2008 年底的 24 隻增至 2009 年底的 43 隻，平均每日成交額則由 2008 年的 18 億元增至 2009 年的 20 億元。ETF 成交額佔市場總成交額的比例持續上升，由 2008 年的 2.5%增至 2009 年的 3.2%。
35. 2009 年 8 月，恒生指數上市基金 (2833)、恒生 H 股指數上市基金 (2828) 及標智滬深 300 中國指數基金 (2827) 成爲最先在台灣跨境上市的香港 ETF，當中標智滬深 300 中國指數基金在台灣是交投第二活躍的 ETF。與此同時，寶來台灣卓越 50 基金 (3002) 亦成爲首隻在香港跨境上市的台灣 ETF。
36. 2009 年 11 月，四隻 A 股行業指數 ETF 開始在香港買賣，使香港成爲首個供投資者買賣內地 A 股行業指數 ETF 的市場。

### 衍生權證及牛熊證

37. 2009 年，衍生權證市場出現萎縮，但牛熊證市場卻持續增長，目前牛熊證的交易額更已超逾衍生權證。2009 年衍生權證的成交額跌至 66 億元，即市場總成交額的 10.7%，而 2008 年則爲 140 億元，佔市場總成交額 19.5%。
38. 無論以成交額或佔市場總成交的百分比計算，牛熊證的買賣均有所增加，成交額增至 67 億元，即市場總成交額的 10.8%，而 2008 年則只有 42 億元，佔市場總成交額的 5.9%。



衍生權證及牛熊證的成交額 (以百萬元計)

資料來源：證監會研究科



## 交易所買賣衍生工具

39. 與現貨市場的情況一樣，期貨產品於 2009 年的成交量亦告下跌。在期貨產品中，恒指期貨合約仍然是交投最活躍的產品，幾乎佔所有期貨交易的一半，與 2008 年相比，恒指期貨的平均每日成交量下降 6%。恒生國企指數期貨的交投活躍程度僅次於恒指期貨，佔所有期貨交易約三分之一。恒生國企指數期貨的成交量亦下跌 16%。截至 2009 年底，恒指期貨的未平倉合約有 68,456 張，恒生國企指數期貨的未平倉合約則有 74,324 張。
40. 期權市場的成交量在 2009 年輕微下跌。股票期權仍是交投最活躍的期權產品，但成交量較 2008 年下跌 15%。另一方面，恒指及恒生國企指數期權產品的成交量卻有所增加。

### 按產品類別劃分的衍生工具平均每日成交量（合約張數）

		2009	2008	2007
期貨	恒指期貨	83,750	89,368	70,045
	小型恒指期貨	37,494	32,761	17,657
	恒生國企指數期貨	50,077	59,428	44,271
	小型恒生國企指數期貨*	3,232	1,726	-
	股票期貨	1,098	1,058	1,435
	三個月港元利率期貨	10	98	129
	黃金期貨**	27	62	-
	其他期貨產品***	1	4	34
	<b>期貨總和</b>	<b>175,690</b>	<b>184,505</b>	<b>133,571</b>
期權	恒指期權	21,686	15,723	30,531
	小型恒指期權	1,158	646	284
	恒生國企指數期權	7,924	6,642	7,052
	股票期權	191,676	225,074	187,686
	其他期權產品****	0	2	6
<b>期權總和</b>	<b>222,445</b>	<b>248,087</b>	<b>225,559</b>	
<b>期貨期權總和</b>		<b>398,134</b>	<b>432,592</b>	<b>359,130</b>

備註：平均每日成交量是以產品推出後的交易日數計算

\*小型恒生國企指數期貨於 2008 年 3 月 31 日推出

\*\*黃金期貨於 2008 年 10 月 20 日推出

\*\*\*一個月港元利率期貨、三年期外匯基金債券期貨、恒生中國 H 股金融行業指數期貨及新華富時中國 25 指數期貨

\*\*\*\*新華富時中國 25 指數期權

資料來源：香港交易所及證監會研究科