

量度股票市場規模的另類方法

市場監察部研究科李兆麟、潘嘉怡¹

2005 年 11 月

概要

- 按市值計，香港股票市場在 2005 年 11 月底全球排名第八(在亞洲排名第二)，但若按市場成交額計，在截至 2005 年 11 月止的 12 個月內，香港在全球最活躍的股票市場中只排名第十六(在亞洲排名第五)。
- 香港股票市場的市值相對較高，是由於其同時服務兩個經濟體系，即香港及內地市場所致。更具體的來說，內地股²(即 H 股及紅籌股合計)佔香港股票市場總市值的 37%。
- 若按經濟體系的規模來計，香港市值佔本地生產總值的百分率的比例相當高(排名全球首位)。這主要是由於內地企業來香港上市所致。此外，不少在香港的上市公司都在內地及海外市場有重大投資，因此，這些公司的市值與香港的本地生產總值之間未必有任何直接關係。
- 香港市場的成交額並不那麼高，原因是不少上市公司的大部分權益都由家族或策略性機構投資者持有。自由流通股份的市值(即可供買賣的股份比例)會較低。然而，看來機構投資者對買賣內地股，尤其是 H 股興趣甚殷。
- 鑑於香港股票市場的市值高，但市場成交額卻相對較低，因此所得出的成交額比率(即市場成交額佔市值的百分比)非常低。然而，不同種類股票的成交額比率相差甚大。例如，H 股的成交額比率相對較高。
- 香港股票市場的排名會因採用不同的指標而有所差異。然而，不論採用哪種指標，內地因素都是令致香港取得有關排名位置的其中一個最重要的原因。

¹ 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。

² 內地股包括 H 股及紅籌股。根據香港聯合交易所的定義，

- H 股公司指那些在中華人民共和國註冊成立並獲得中國證監會批准來港上市的公司。這些中國企業股份的票面值以人民幣定價，而以港幣或其他貨幣認購及買賣。
- 紅籌公司指：
 - 至少有 30%股份由中國內地實體直接持有的公司；及/或該公司由中國內地實體透過其所控制並屬單一最大股東的公司間接持有；又或
 - 由中國內地實體直接及/或間接持有的股份合共不足 30%，但達到 20%或以上，而與中國內地有聯繫的人士在該公司的董事會內有重大影響力的公司。

中國內地實體包括國營企業及由國內的省、市機關所控制的實體。

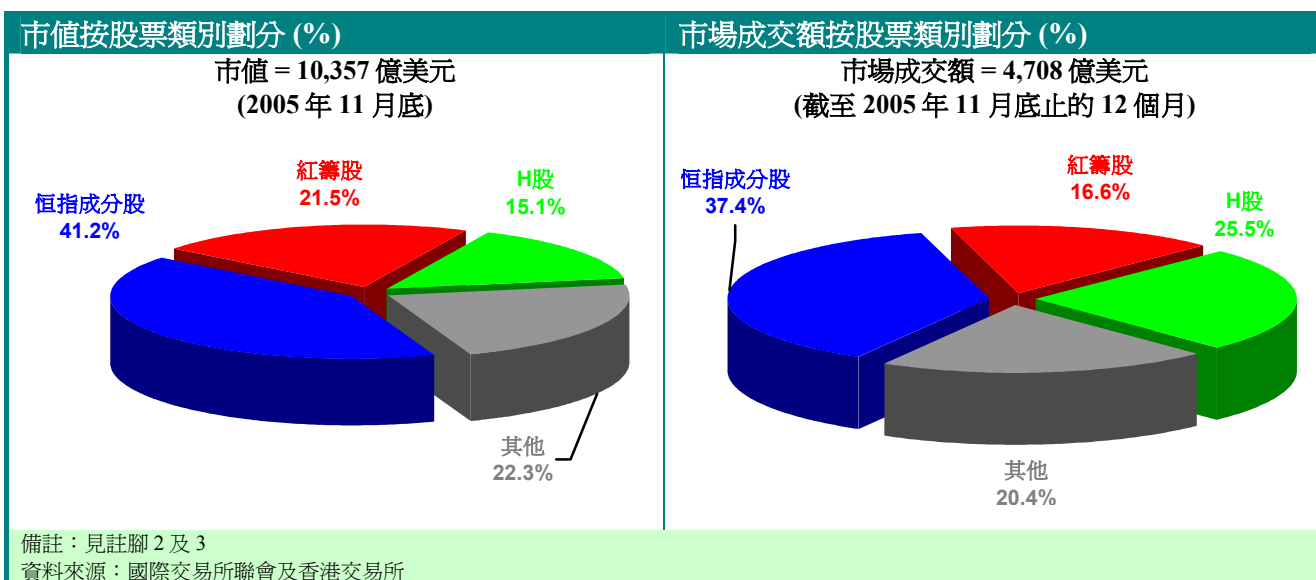
目的

1. 本文旨在透過採用不同的指標，讓讀者就香港股票市場的規模及買賣活動有更深入的瞭解。本文亦論述香港股票市場的若干特徵、量度股票市場規模佔本地生產總值的比例，及分析香港股票市場相對於其他主要海外市場的排名位置。

市值

2. 市值是量度股票市場規模的最普遍指標。在 2005 年 11 月底，香港股票市場的市值為 10,357 億美元(80,315 億港元)。根據國際證券交易所聯會的數字，香港股票市場是全球第八大股票市場，亦是全亞洲第二大的市場。下表列出在 2005 年 11 月底(按市值計)全球排名最高的 25 個股票市場。本文會以這 25 個股票市場作為分析及比較對象。
3. 在 2005 年 11 月底，恒生指數(恒指)成分股³佔市值總額的 41.2%。紅籌股及 H 股所佔份額分別為 21.5%及 15.1%。換言之，內地企業(即紅籌股及 H 股合計)共佔香港市場市值總額的 36.5%。餘下的 22.3%主要是三、四線股。

³ 凡一家公司同屬恒指成分股及紅籌股，本文將該公司歸入紅籌股類別。據此，本文所提述的恒指成分股不包括任何紅籌股。在 2005 年 11 月底，有十隻紅籌股同屬恒指成分股，它們為：招商局國際(144)、駿威汽車(203)、中信泰富(267)、華潤創業(291)、中國聯通(762)、中國海洋石油(883)、中國移動(941)、聯想集團(992)、中遠太平洋(1199)及中銀香港(2388)。在 2005 年 11 月底，該批公司佔恒指成分股市值的 30%，即香港股票市場總市值的 17%。



按市值計，名列全球首 25 位的股票市場 (2005 年 11 月底)

	市值		市值/本地生產總值		成交總額		成交額比率	
	十億美元	排名	(%)	排名	十億美元	排名	(%)	排名
紐約證券交易所	13,426.4	1	115%	11	14,031.4	1	105%	13
東京	4,133.1	2	89%	16	4,066.9	4	98%	14
納斯達克	3,648.3	3	31%	24	10,138.9	2	278%	1
倫敦	2,955.4	4	138%	9	5,657.1	3	191%	2
Euronext@								
歐洲交易所	2,525.9	5	93%	14	2,875.2	5	114%	11
多倫多	1,431.8	6	146%	7	885.8	11	62%	17
德國交易所	1,167.2	7	43%	22	1,883.6	6	161%	5
香港	1,035.7	8	635%	1	470.8	16	45%	19
西班牙交易所	1,013.3	9	102%	12	1,574.7	7	155%	6
瑞士	907.2	10	252%	2	960.5	10	106%	12
澳大利亞	796.4	11	126%	10	674.3	13	85%	16
意大利	755.8	12	45%	21	1,305.3	8	173%	3
OMX交易所	746.6	13	91%	15	850.8	12	114%	10
韓國	653.2	14	96%	13	1,087.5	9	166%	4
南非約翰內斯堡證券交易所	513.6	15	241%	3	199.3	22	39%	20
孟買證券交易所	503.7	16	73%	18	153.3	25	30%	23
聖保羅	480.0	17	79%	17	162.6	24	34%	21
台灣	440.3	18	144%	8	554.4	15	126%	9
上海	273.1	19	17%	25	237.1	19	87%	15
墨西哥	258.7	20	38%	23	56.0	31	22%	24
新加坡	245.9	21	230%	4	116.3	27	47%	18
奧斯陸	178.9	22	72%	19	229.3	20	128%	7
吉隆坡	175.8	23	149%	5	53.6	32	30%	22
伊斯坦堡	153.4	24	51%	20	195.4	23	127%	8
聖地牙哥	139.8	25	149%	6	18.5	40	13%	25

備註：

1. 市值包含普通股及優先股，但不包括投資基金、權利、權證、可轉換證券及海外公司的證券(即國際交易所聯會所採用的定義)。
2. 成交總額的排名是以國際交易所聯會的會員作為計算基準。在截至2005年11月止的12個月內，美國證券交易所最活躍的證券交易所中排名十四，總成交額為6,019億美元。
3. Euronext歐洲交易所包括阿姆斯特丹、布魯塞爾、里斯本及巴黎的交易所。
4. 西班牙交易所由巴塞羅拿交易所、畢爾包交易所、馬德里交易所及瓦倫西亞交易所組成。

資料於2005年12月30日下載。
資料來源：國際證券交易所聯會、世界銀行及證監會研究科

市值佔本地生產總值的百分率

4. 市值佔本地生產總值的百分率可用來量度該股票市場相對於所屬經濟體系的規模。香港在 2004 年的本地生產總值為 1,630 億美元，其有關比率於 2005 年 11 月底時⁴為 635%，高踞全球首位。
5. 除其他因素外，香港市值佔本地生產總值頗高比率，主要是由於以下兩項原因所致：
 - 內地企業來香港上市；及
 - “香港”公司拓展至海外國家。
6. 內地企業來香港上市，意味著香港股票市場實際上同時服務兩個經濟體系，即香港及內地市場。在 2005 年 11 月底，內地企業佔香港總市值的 36.5%。內地企業的市值約為香港本地生產總值的 232%。如豁除內地企業，該項比率約為 403%。這仍是相當高的百分比，而純粹這個百分比已足以使香港排名首位。
7. 得出一個這麼高的比率的另一主要原因，是不少香港上市公司都在海外國家有重大投資。該等上市公司的主要盈利來自香港境外地方。換言之，該等公司的高市值與香港的本地生產總值之間未必有任何直接關係。
 - 僅是匯豐在 2005 年 11 月底的市值便已達到 1,818 億美元(14,095 億港元)，即香港本地生產總值的 112%。匯豐在 2004 年財政年度的稅前利潤中，有 27%源自香港。
 - 其他主要盈利來自香港境外地方的非內地藍籌股包括思捷、利豐、德昌電機及裕元。另一隻非內地企業的高市值股是渣打銀行。
 - 除藍籌股外，不少香港上市公司在內地及區內都有重大投資。該等公司的市值與香港本地生產總值之間未必存在任何直接的關係。
8. 瑞士、南非及新加坡的市值佔其本地生產總值的比率亦頗高。這些市場(包括香港)具有以下共通點：
 - 該等市場都是區內金融樞紐，因而吸引海外公司前往上市⁵；
 - 當地公司都有龐大的地區及國際業務；
 - 具有穩健的法制及相對發達的經濟體系；及
 - 其本地經濟規模相對較小。
 該四個市場的市值佔其本地生產總值的比率全都是 200%以上。相反，在如美國(146%)、英國(138%)、日本(89%)及德國(43%)等較成熟的市場，該比率則較低。

⁴ 該比率是以香港股票市場在 2005 年 11 月底的市值及香港在 2004 年的本地生產總值作為基準。

⁵ 根據國際交易所聯會的數字，在 2005 年 11 月底，在瑞士、南非及新加坡上市的海外公司所佔的百分率分別為 30%、6.4%及 17%。

市場成交額

9. 市場成交額，即在某段期間內在該市場上買賣的證券的價值，可用來量度個別股票市場的買賣活動。就截至 2005 年 11 月底止的 12 個月而言，香港股票市場的成交額為 4,708 億美元。⁶ 根據國際交易所聯會的數字，香港股票市場在全球最活躍股票市場中排名第十六，在亞洲則排名第五。按買賣活動計，香港的排名沒有按市值計般高。
10. 雖然恒指成分股佔香港股票市場市值的 41.2%，但在截至 2005 年 11 月底止的 12 個月內，該等股票佔市場成交額的比例僅為 37.4%。相反，雖然 H 股佔香港股票市場市值的 15.1%，但 H 股佔市場總成交額的百分率為 25.5%。在截至 2005 年 11 月止的 12 個月內，紅籌股及其他股票佔市場總成交額的比例分別為 16.6%及 20.4%。因此，在市場總成交額中，內地股合共佔 42.1%。這說明投資者對買賣內地股，尤其是 H 股興趣甚殷。
11. 機構投資者看來對買賣 H 股興趣甚殷。一如恒指成分股，有超過半數的 H 股買賣都是由 A 組經紀商進行的。⁷ 就 2005 年首 11 個月而言，有 58%的 H 股買賣由 A 組經紀商處理，而 B 及 C 組經紀商所佔的市場份額則分別為 32%及 10%。此外，A 組經紀商在 H 股買賣方面的份額正穩步上升。在 2002 年，A 組經紀商的市場份額為 45%，而 B 及 C 組經紀商的市場份額則分別為 36%及 19%。

	A 組	B 組	C 組
2002 年	45.0%	36.2%	18.8%
2004 年	51.2%	33.3%	15.5%
2005 年 (1-11 月)	57.6%	31.9%	10.4%

備註：見註腳 2 及 7
資料來源：證監會

成交額比率(市場成交額佔市值的百分率)

12. 成交額比率是量度個別股票市場的買賣活動相對於該股票市場規模的比率。在截至 2005 年 11 月止的 12 個月，香港股票市場的成交額比率為 45.4%。這表示就在香港股票市場上市的所有股票而言，約 45%的全部已發行股在年內平均買賣過一次。以成交額比率計，在 25 個選定市場中，香港只排名第十九，在亞洲則排名第七。

⁶ 該成交額數字指在截至 2005 年 11 月底止的 12 個月內在香港股票市場上的普通股的買賣活動。該數字不包括例如股本權證、衍生權證、股票掛鉤投資工具、債務證券、單位信託、權利、iShares 及納斯達克股票等其他證券的買賣活動。

⁷ 聯交所參與者按其所處理的交易的價值金額而劃分為 A、B 及 C 組。依照香港交易所所採用的方法，A 組經紀商指最活躍的 14 家聯合交易所參與者，而 B 組經紀商指排名十五至六十五位的最活躍經紀商，其餘屬 C 組經紀商。

13. 按股票類別劃分，在截至 2005 年 11 月止的 12 個月的成交額比率如下：
- 恒指成分股的為 41.3%；
 - 紅籌股的為 35.1%；
 - H 股的為 77.0%；及
 - 其他股票的為 41.7%。
14. 恒指成分股、紅籌股及其他股票的成交額比率為 35-41%。H 股的成交額比率較高，部分是由於如前所述機構投資者對買賣 H 股興趣甚殷所致。此外，H 股的成交額比率之所以較高，亦可能是由於恒指成分股及紅籌股都是由家族或策略性機構投資者持有大部分股份所致。就紅籌股而言，至少 30%的已發行股是由內地實體直接或間接擁有。至於大部分恒指成分股(匯豐除外)，其主要股東都是家族成員。這個現象在其他股票中亦有出現。因此，該等公司股份的實際自由流通量遠低於其他公司。相反，除了只有數名策略性股東的一些 H 股公司外，構成 H 股全部市值⁸的股份一般都可供買賣。這亦說明為何 H 股的成交額比率遠高於其他股票。
15. 值得一提的是，那些市值佔本地生產總值的比率較高的市場的成交額比率一般亦相對較低：
- 南非的為 39%；及
 - 新加坡的為 47%。
16. 至於那些規模龐大的發達市場，其成交額比率則較高：
- 美國的為 142%；
 - 英國的為 191%；及
 - 日本的為 98%。

⁸ 雖然所有 H 股股份都可供買賣，但有某部分紅籌股股份則不能。

- 所有 H 股都屬流通股份並可供買賣。雖然這是 H 股公司的市值，但亦是自由流通股份的市值。該等公司由國有擁有的該部份股份屬非流通股份，及不可供買賣。該部份股份並無列作爲 H 股公司市值的一部分。
- 至於紅籌股，所有股份(包括由內地實體直接或間接擁有的股份)都是流通股份，並包括在市值的計算之內。由於該等股份中有很多是由內地實體持有且不能供自由買賣，因此其自由流通股份的市值遠低得多。

當中唯一的例外是 2005 年 10 月在香港交易所上市的中國建設銀行。中國建設銀行在內地股權分置改革後以 H 股公司形式上市。其所有股份都屬流通股份，但並非所有股份都可供買賣，因爲其大部分股份直接或間接由內地實體持有。換言之，一如紅籌股，雖然中國建設銀行的市值相當高，其自由流通股份的市值則遠低得多。豁除中國建設銀行，截至 2005 年 11 月止的 12 個月內，H 股的成交額比率為 140%。

香港股票市場的概要 (按股票類別劃分)

		市值 (2005年11月底)		總成交額 (截至2005年11月底止 的12個月)		成交額比率
		佔本地生產總值				
		十億美元	的百分率	十億美元		%
香港	市場總額	1,035.7	635%	470.8		45.45%
	- 恒指成分股	426.7	262%	176.2		41.30%
	- H股	156.1	96%	120.2		76.99%
	- 紅籌股	222.2	136%	78.0		35.12%
	- 內地企業(只包括H股及紅籌股)	378.3	232%	198.2		52.39%
	- 其他	230.7	142%	96.2		41.70%

備註：見註腳2、3及4
資料來源：國際證券交易所聯會、世界銀行、香港交易所及證監會研究科

總結

17. 香港股票市場的排名會因為不同的量度指標而有差異。然而，不論採用哪種指標，內地因素都是令致香港取得有關排名位置的其中一個最重要的原因。