



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

研究論文 49：環球及香港證券市場半年回顧

2011年7月



摘要

1. 全球主要股票市場在 2011 年上半年表現各異。由於經濟數據表現理想，加上市場憧憬美國經濟復蘇，美國及歐洲股市普遍上揚，但內地及香港股市卻因為擔心內地政府收緊貨幣政策而下跌，而日本股市則受 3 月份的大地震及隨後的核危機拖累而下挫。
2. 理想的經濟數據及持續的低息環境支持美股上揚。有跡象顯示資金由新興市場回流至已發展市場，道瓊斯指數（道指）、納斯達克指數（納指）及標普 500 指數在 2011 年上半年分別上升 7.2%、4.5% 及 5%。
3. 歐洲方面，市場對環球經濟增長前景感到樂觀，對主權債務問題的憂慮亦開始減退，帶動歐洲股市在年初上升，但其後希臘的債務重組問題引起市場關注，股市升幅收窄。英國富時指數、德國 DAX 指數及法國 CAC 指數在回顧期內分別上升 0.8%、6.7% 及 4.7%。
4. 中東及北非政局不穩，影響市場氣氛，其中埃及股市在下跌了 25%。由於中東及北非的產油市場存在各種不穩定因素，油價再創新高。
5. 亞洲方面，日股在回顧期內下跌 4%，是亞洲區內表現最差的股市之一。日本發生九級地震，隨後引發海嘯及核洩漏事故，對市場造成衝擊。
6. 亞洲區其他股市表現不一。當局可能施行若干緊縮措施以遏抑通脹，成為部分市場的焦點。在 2011 年上半年，亞洲各地的基準指數有不同表現，當中越南股市錄得最大跌幅（下跌 10.8%），而印尼股市則錄得最大升幅（上升 5%）。
7. 內地股市在 2011 年初因經濟數據表現強勁及企業盈利上升而上揚，但中央政府其後推出一連串措施以遏抑通脹，抵銷了股市大部分升幅。上證綜合指數在 2011 年上半年下跌了 1.6%。
8. 香港方面，由於市場對經濟前景及企業盈利抱樂觀態度，港股曾於年初時上揚。美國的貨幣寬鬆政策有助改善投資氣氛，但市場仍然對內地進一步的緊縮措施及歐洲主權債務問題相當關注，抵銷了美國的政策所帶來的正面影響。在 2011 年上半年，恒生指數（恒指）及恒生中國企業指數（恒生國企指數）分別下跌 2.8% 及 0.9%。
9. 展望未來，全球股市可能會繼續受美國的貨幣政策及歐洲主權債務問題的事態發展所影響。商品價格波動可能會增加通脹風險及影響股市表現，而內地的貨幣緊縮政策亦引起市場關注，足以影響區內股市的前景。
10. 衍生工具市場的成交額上升，而現貨市場則保持穩定。與 2010 年下半年比較，現貨市場的每日平均成交額微跌 0.7%，而期貨及期權合約的每日平均成交額則分別上升 9.3% 及 9.2%。

2011 年上半年環球股市表現及經濟狀況

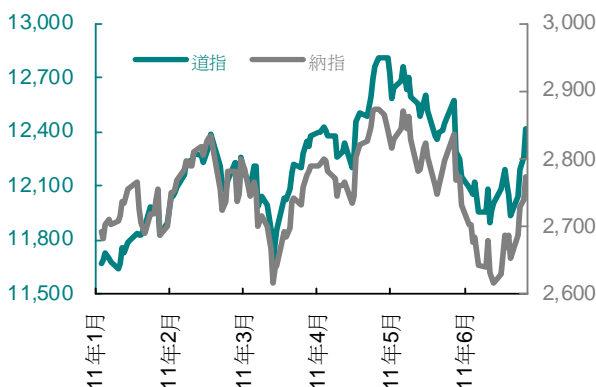
11. 美國、歐洲及亞洲的主要股票市場在 2011 年上半年表現各異。由於企業盈利上升、經濟數據強勁，加上美國採取寬鬆貨幣政策，美國及歐洲股市均錄得升幅。香港股市亦因為投資者看好企業盈利前景及市場氣氛良好而輕微上升，但內地股市卻下跌，因為市場仍然擔心內地政府為控制通脹而收緊貨幣政策。市場亦關注日本大地震及核危機所帶來的影響，日本股市下挫。



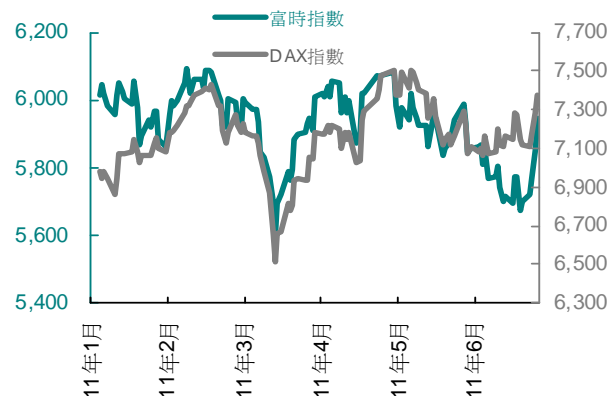
主要股票市場的表現

美國

12. 美股在 2011 年初上升，推動美股上揚的因素包括美國政府延長減稅計劃、經濟數據強勁，以及美國聯儲局確認會繼續推行寬鬆的貨幣政策。此外，企業盈利表現理想，加上證券商調高股票評級，亦有助改善市場氣氛。
13. 2011 年 3 月，由於中東及北非地區政局不穩，加上日本發生天災，市場情緒轉趨憂慮，導致股市下挫，但由於企業盈利及經濟數據均告上升，股市很快收回失地。
14. 美國聯邦公開市場委員會在 2011 年 4 月底舉行會議，其後表示會繼續推行寬鬆貨幣政策，市場氣氛樂觀，亦為股市帶來支持。道指升至接近 3 年的高位，而納指則於 5 月創下十年新高。不過，投資者亦擔心美國信貸評級被下調，股市升勢受壓。
15. 有跡象顯示資金可能已由新興市場回流至已發展市場。自 2008 年發生金融危機後，新興市場的經濟體系展現出較強的抗跌能力，吸引了大量資金流入市場，進而觸發區內政府推行緊縮措施。到了 2011 年初，由於已發展市場推行寬鬆貨幣政策，經濟增長前景轉趨樂觀。另一方面，市場擔心新興市場的緊縮政策會拖慢區內的經濟增長，結果有資金由新興市場回流至已發展市場。
16. 商品價格波動不定，影響股市表現。用於追蹤 19 種主要商品價格變動的 Thomson Reuters/Jefferies CRB 指數自 2010 年起上升 31%，在四月底升至 370.6 的高位，然後出現調整。美元匯價回升可能是導致商品價格調整的其中一項因素，而且基金及主要投資者對商品的需求亦有所轉變，令商品價格波動不定，進而影響資源股價格、通脹前景以至環球股市的表現。
17. 道指、納指及標普 500 指數在 2011 年上半年分別上升 7.2%、4.5% 及 5%。量化寬鬆計劃的事態發展將繼續影響市場表現，而經濟數據可為經濟前景帶來啟示。



道指及納指表現



富時指數及 DAX 指數表現

資料來源：彭博



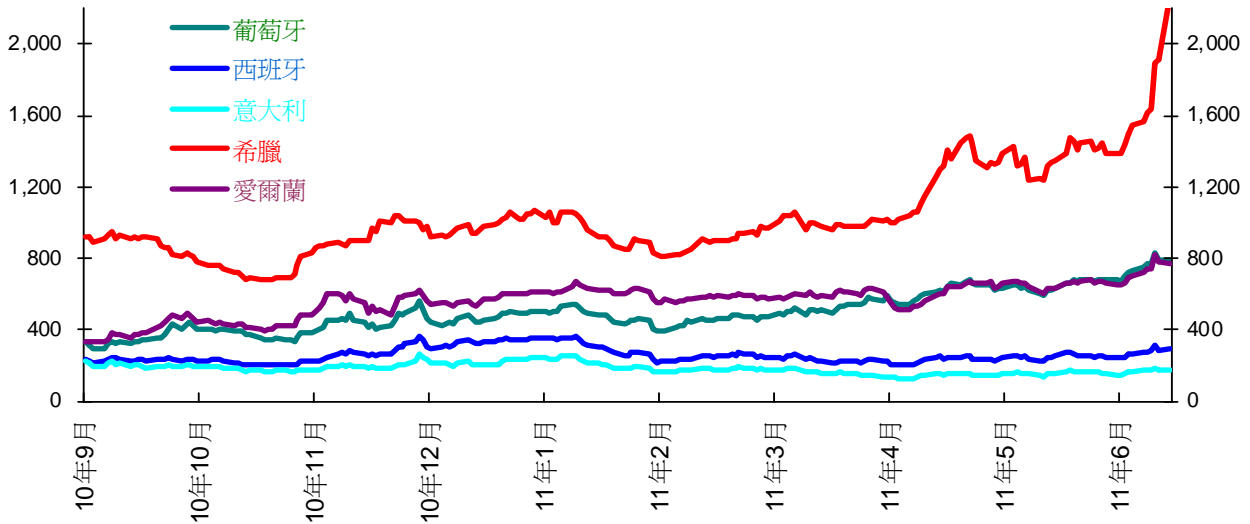
主要股票市場的表現

		2011年 6月30日	百分率變幅		2011年 6月30日
		指數水平	年初至今	2010年	市盈率
香港及內地					
香港	-恒生指數	22,398.1	-2.8%	5.3%	11.8
	-恒生國企指數	12,576.7	-0.9%	-0.8%	11.6
內地	-上證綜合指數	2,762.1	-1.6%	-14.3%	15.5
	-深證綜合指數	1,155.9	-10.5%	7.5%	30.4
亞洲					
日本	-日經 225 指數	9,816.1	-4.0%	-3.0%	18.0
澳洲	-所有普通股指數	4,659.8	-3.9%	-0.7%	22.8
台灣	-台灣加權指數	8,652.6	-3.6%	9.6%	15.3
韓國	-韓國綜合指數	2,100.7	2.4%	21.9%	13.9
新加坡	-海峽時報指數	3,120.4	-2.2%	10.1%	10.6
泰國	-泰國證交所指數	1,041.5	0.8%	40.6%	13.3
馬來西亞	-吉隆坡綜合指數	1,579.1	4.0%	19.3%	16.8
印尼	-雅加達綜合指數	3,888.6	5.0%	46.1%	17.9
菲律賓	-菲律賓綜合指數	4,291.2	2.1%	37.6%	15.2
越南	-越南 VN 指數	432.5	-10.8%	-2.0%	9.2
美國					
美國	-道瓊斯指數	12,414.3	7.2%	11.0%	13.6
	-納斯達克指數	2,773.5	4.5%	16.9%	23.5
	-標普 500 指數	1,320.6	5.0%	12.8%	15.0
歐洲、PIIGS 五國及中東					
英國	-富時 100 指數	5,945.7	0.8%	9.0%	14.2
德國	-DAX 指數	7,376.2	6.7%	16.1%	12.2
法國	-CAC 指數	3,982.2	4.7%	-3.3%	11.9
葡萄牙	-PSI-20 指數	7,323.8	-3.5%	-10.3%	11.6
意大利	-FTSEMIB 指數	20,186.9	0.1%	-13.2%	12.8
愛爾蘭	-ISEQ 指數	2,953.3	2.4%	-3.0%	不適用
希臘	-ASE 綜合指數	1,279.1	-9.5%	-35.6%	不適用
西班牙	-IBEX 指數	10,359.9	5.1%	-17.4%	9.0
匈牙利	-BUX 指數	22,693.7	6.4%	0.5%	10.9
BRIC 四國其他成員					
巴西	-IBOV 指數	62,403.6	-10.0%	1.0%	9.5
俄羅斯	-MICEX 指數	1,666.6	-1.3%	23.2%	7.8
印度	-Nifty 指數	5,647.4	-7.9%	17.9%	16.7
埃及	-EGX 指數	5,373.0	-24.8%	15.0%	17.6
地區					
MSCI 亞太（日本除外）指數		481.3	0.5%	15.0%	13.6
MSCI BRIC 指數		533.0	-4.9%	5.0%	不適用
MSCI 新興歐洲指數		5,299.2	0.0%	16.3%	不適用
MSCI 拉丁美洲指數		4,463.6	-3.3%	12.1%	11.4



歐洲

18. 2011 年初，隨著歐元區救助基金的規模擴大，歐洲市場因對全球經濟增長抱樂觀態度及對主權債務問題的憂慮減少而錄得增長。其後，希臘債務重組引起關注，市場亦擔心葡萄牙、意大利、愛爾蘭、希臘及西班牙（PIIGS 五國）的信貸評級被進一步調低，股市升幅收窄。特別值得一提的是，希臘的五年期主權債信貸違約掉期（CDS）息差在接近 6 月底時創新高。



PIIGS 五國的信貸違約掉期息差（基點）

資料來源：彭博

19. 2011 年 4 月，歐洲中央銀行將基準利率提升 25 個基點以打擊通脹。這是自 2008 年 9 月雷曼兄弟破產後首次加息，引發市場對加息周期來臨的憂慮。
20. 2011 年 5 月，債務問題引起市場更大的關注。標準普爾將意大利的評級展望降至負面，市場更加擔心主權債務危機將蔓延至大國。2011 年 6 月，希臘的信貸評級被下調至非投資級別。
21. 英國富時指數、德國 DAX 指數及法國 CAC 指數在 2011 年上半年分別上升 0.8%、6.7% 及 4.7%。PIIGS 五國市場的表現不一，當中希臘跌幅最大（下跌 9.5%），而升幅最大的市場為西班牙（上升 5.1%）。主權債務問題將繼續令市場前景蒙上陰影。

中東及北非地區

22. 突尼斯統治者在今年較早時下台，中東及北非地區政局不穩，受影響地區包括埃及、利比亞及也門。埃及政局不穩，導致當地股市及銀行暫停運作，埃及股市在 2011 年上半年下跌 25%。與此同時，儘管主要西方國家進行軍事介入，非洲第三大產油國利比亞自 2011 年 2 月中以來持續陷於動盪。石油價格在 2011 年 4 月升至每桶 114 美元的新高。也門的暴力事件亦影響市場投資意欲。由於中東及北非地區政治動盪，地緣政治局勢緊張，市場憂慮揮之不去，石油價格及股票市場將續受影響。



亞洲

23. 2011年3月初，日本發生九級大地震，重創當地市場。地震隨後引發海嘯及核輻射洩漏事故，對當地經濟以至全球股市構成重大打擊。日圓轉強亦使市場受壓，為穩定金融市場，日本中央銀行於災後向銀行體系注資。另外，七國集團介入外匯市場以遏抑日圓升勢。其後，核危機呈現穩定跡象，市場出現反彈。不過，在核危機解除之前，投資者仍會憂慮事故對經濟造成的長遠影響。
24. 分析員估計，是次災難所帶來的經濟損失大約佔日本全國生產總值 6%。投資者擔心重建工程涉及龐大開支，將為日本政府增添財政壓力。標準普爾將日本的信貸評級展望調低至負面，其信貸違約掉期息差曾經由地震前的 78 個基點一度上升至 118 個基點，於 6 月底回落至 91 個基點。穆迪於其後將日本的信貸評級列入觀察名單，並可能調低其評級。核危機的事態發展將繼續令市場前景蒙上陰影。
25. 亞洲其他國家的股市表現不一。當局可能施行若干緊縮措施以遏抑通脹，成為市場焦點。亞洲各地的基準指數在 2011 年上半年有不同表現，當中越南指數的跌幅最大（下跌 10.8%），而印尼指數則錄得最大升幅（上升 5%）。展望未來，由於當局可能推出各項緊縮措施，市場氣氛料會受到影響，進而影響經濟增長及企業盈利。

內地

26. 2011 年初，內地市場因經濟數據強勁及企業盈利上升而錄得增長。不過，其後大部分升幅因內地推出一連串緊縮措施而被抵銷。一年期儲蓄存款基準利率兩度調高，合共上升 50 個基點至 3.25%，而銀行存款準備金比率亦六度提高，達致 21.5% 的新高。截至 2011 年 6 月底，上證綜合指數相較 2010 年底的水平下跌 1.6%。



資料來源：彭博

27. 內地經濟增長穩健，但通脹風險備受市場關注。國內生產總值在 2011 年首季增加 9.7%，上一季則為 9.8%。不過，消費物價指數於 2011 年 5 月上升 5.5%，6 月更上升 6.4%，為三年來最大的升幅。
28. 人民幣在 2011 年上半年繼續轉強，兌美元匯率由 2010 年底的 6.61 元上升至 6 月的 6.46 元，創下新高。與此同時，2011 年 1 月至 5 月的累計貿易順差由 2010 年同期的 354 億美元跌至 230 億美元。除了貨幣緊縮措施，華中及華南地區出現旱災及全國電力供應短缺這兩項因素均令內地經濟前景蒙上陰影。

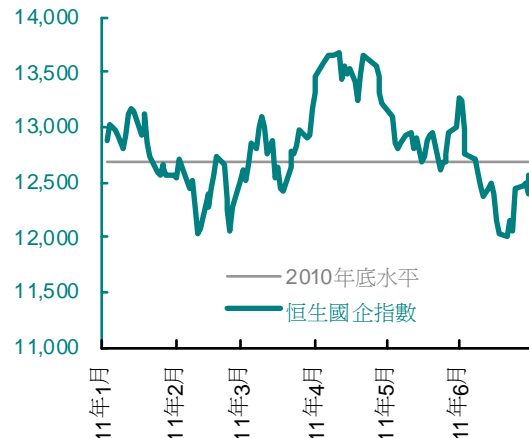


香港

29. 投資者年初對經濟前景及企業盈利抱樂觀態度，香港股市曾於年初上升。不過，日本於3月中發生天災及核危機，港股下挫。恒生指數在2011年3月15日曾一度下挫超過1,000點，其後核危機有穩定跡象，跌幅因而收窄。美國的量化寬鬆政策有助改善投資氣氛，但市場仍然相當關注內地會否採取進一步的緊縮措施，及受歐洲主權債務問題困擾，抵銷了美國的政策所帶來的正面影響。在2011年上半年度，恒生指數及恒生國企指數分別下跌2.8%及0.9%。



恒生指數表現



恒生國企指數表現

資料來源：彭博

30. 2011年4月29日，匯賢產業信託基金在香港交易及結算所有限公司上市，為首隻在香港上市的人民幣計價房地產投資信託基金。在2011年4月29日至6月30日期間，匯賢產業信託的每日平均成交額為1.18億元人民幣（1.42億港元¹），每日平均成交量為2,460萬個單位，佔匯賢產業信託已發行單位總數的0.5%。
31. 2011年5月18日，香港商品交易所正式運作，為香港的商品期貨市場，並首先提供以美元計價的黃金期貨合約交易服務。自5月推出至6月底為止，香港商品交易所的黃金期貨合約每日平均成交額約為2,300張合約。

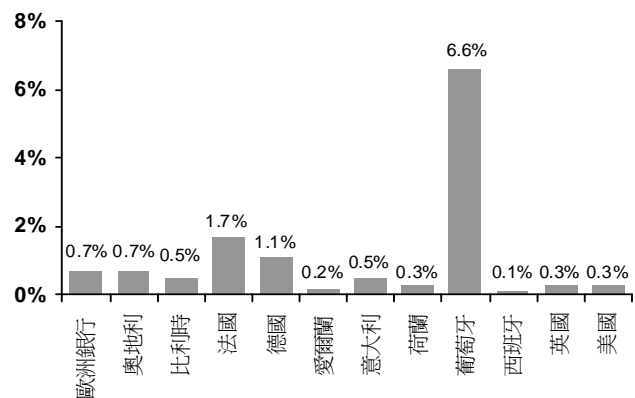
金融市場及經濟前景所涉及的風險及不明朗因素

32. 全球股市可能會繼續受美國的貨幣政策及歐洲主權債務問題所影響。如美國結束量化寬鬆措施，可能反映全球的寬鬆信貸環境隨之終結。由於歐洲各國均採取財政緊縮措施以控制赤字，歐元區的增長前景或因此受損，中國以至亞洲其他國家亦可能會受到波及。此外，中東及北非地區地緣政治局勢緊張，將繼續影響油價，而商品價格波動或會增加通脹壓力，對經濟增長前景及股市帶來影響。內地的貨幣緊縮措施備受關注，亦會影響區內市場的前景。

¹ 除另有註明外，本報告所述貨幣為港元。

歐洲主權債務問題

33. 2010年，由於歐洲多個國家的財赤及政府負債持續增加，市場憂慮加劇，歐洲市場受主權債務問題衝擊而受創。市場的注意力集中在合稱為 **PIIGS** 五國的歐洲國家。
34. 歐元區各國財政部長及國際貨幣基金組織在 2010年5月宣布推出救助基金，為這些國家提供援助，而有關國家亦公布財政緊縮措施以減少財赤。雖然上述措施有助挽回投資者對金融市場的信心，但部分市場人士擔心有關措施可能會損害經濟增長前景，而有關措施在實施時亦遇到阻力。
35. 最近，歐洲主權債務問題帶來的危機似乎已擴大，西班牙和意大利等大國的債務問題引起更大關注。此外，市場亦擔心低息環境快將完結，會令債務纏身的歐洲經濟雪上加霜。債務問題或會影響部分歐洲國家的政治穩定，令問題更難解決。
36. 我們分析了歐元區各主要金融機構在香港證券市場不同範疇的參與情況。就現貨市場而言，這些機構在 2011年6月所佔的總成交額大約為 12%。就衍生工具市場而言，他們佔恒指期貨交易總額的 6%，以及恒生國企指數期貨交易總額的 9%。現階段並無證據顯示主權債務問題已對在港營運的歐洲金融機構造成重大不利影響。
37. 截至 2010年12月止，歐洲銀行持有的希臘債權佔其對外債權總額的 4.3%。然而，歐元區若干國家在很大程度上需互依存。例如，法國及德國的銀行分別持有 530億美元及 340億美元的希臘債權，而葡萄牙銀行持有的希臘債權則佔其對外債權總額 6.6%。
38. 就現階段而言，歐洲主權債務問題對香港經濟似乎沒有太大的直接影響。不過，主權債務問題對歐洲金融機構的資產負債或盈利有何影響，目前仍屬未知之數。倘若債務問題影響歐洲銀行的穩定性，環球經濟及金融市場亦不能獨善其身。此外，如信貸評級機構下調任何國家及機構的評級，均可能會令信貸市場狀況收緊，增加股市和匯率的波動性。



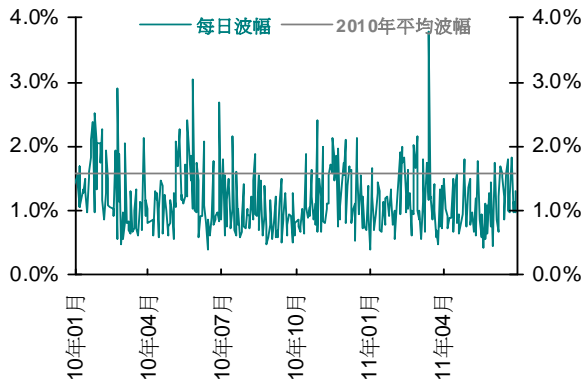
銀行所持希臘債權
(佔對外債權總額百分比) (2010年12月)
資料來源：國際結算銀行綜合銀行數據



香港證券市場主要數據 (2011年1月至6月)

2011年市場波幅收窄

39. 恒生指數的單日波幅在2011年1月至6月期間，平均跌至1.1%（2010年為1.2%，2009年為2%）。恒指期權的引伸波幅亦穩步下跌，於2011年6月底約為20%。



恒生指數單日波幅



恒指期權的引伸波幅

備註：

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

資料來源：彭博

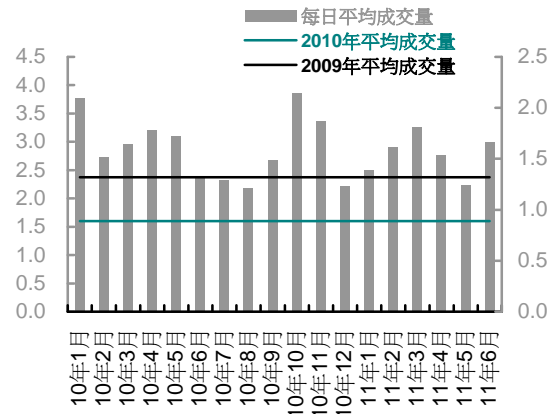
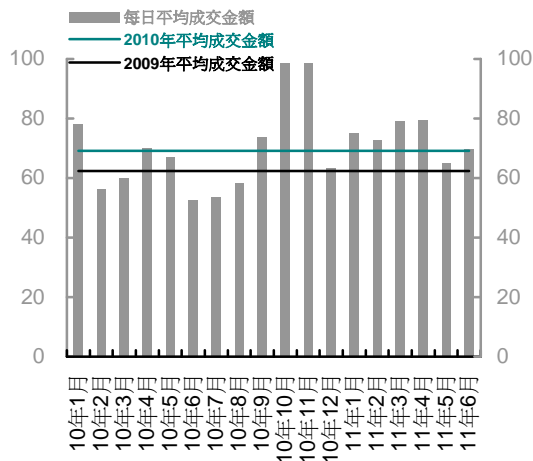
本地股票市場的交易活動

40. 本地股票市場在2011年上半年交投平穩，每日平均成交額為740億元，與2010年下半年相若，與2010年上半年比較則上升了15%。內地股份仍然是交投最活躍的類別，佔市場總成交額36%，而恒生指數成份股（H股及紅籌股除外）佔市場總成交額約14%。

每日平均成交額（以十億港元計）

	2011年上半年	2010年下半年	2010年上半年	相對於以下期間的百分率變幅	
				2010年下半年	2010年上半年
恒生指數 (H股及紅籌股除外)	10.5 (14%)	9.0 (12%)	7.9 (12%)	+17%	+33%
內地股	26.8 (36%)	27.2 (37%)	26.1 (41%)	-2%	+2%
H股	19.6 (27%)	19.3 (26%)	18.6 (29%)	+1%	+5%
紅籌股	7.2 (10%)	7.9 (11%)	7.6 (12%)	-9%	-5%
衍生權證	12.1 (16%)	12.2 (17%)	9.3 (15%)	-1%	+30%
牛熊證	5.7 (8%)	6.8 (9%)	4.9 (8%)	-15%	+17%
其他	18.4 (25%)	18.9 (26%)	15.6 (24%)	-3%	+18%
市場總計	73.6 (100%)	74.1 (100%)	63.8 (100%)	-0.7%	+15%

資料來源：香港交易所及證監會研究科

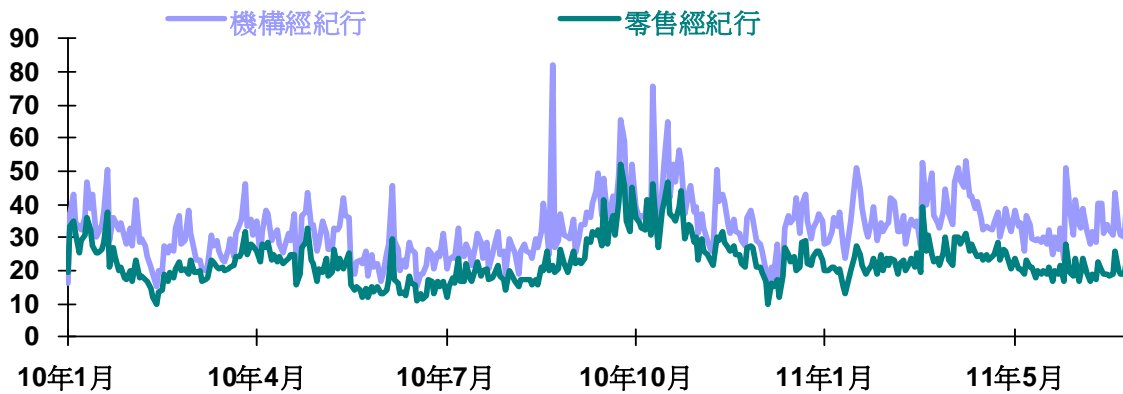


香港市場的成交金額 (以十億元計)

恒生指數成分股的成交量 (以十億股計)

資料來源：彭博

41. 自 2011 年 3 月 7 日起，本地股票市場的每日交易時段由四小時延長至五小時。自延長交易時段後，港股交投活動保持平穩。於 2011 年 3 月 7 日至 6 月 30 日，港股每日平均成交額為 733 億元，而 2011 年 1 月 3 日至 3 月 4 日則為 742 億元。
42. 以經紀行類別劃分，機構經紀行在 2011 年 1 月至 6 月所佔的股份交易為 61%，較 2010 年上半年的 58% 和下半年的 57% 為高。另外，零售經紀行則佔成交量的 39% (2010 年：上半年為 42%，下半年為 43%)。



2010 年 1 月至 2011 年 6 月
按經紀行類別劃分的每日股票成交額
(以十億港元計)

資料來源：證監會研究科



賣空活動

43. 賣空活動於 2011 年上半年十分活躍，成交額及佔市場總成交額的百分比較 2010 年下半年的水平平均有所增加。2011 年 1 月至 6 月的每日平均賣空交易額為 49.64 億元，佔市場總成交額 6.8%，而 2010 年上半年的交易金額為 44.04 億元或 6.9%，下半年則為 42.12 億元或 5.7%。

首次公開招股活動及表現

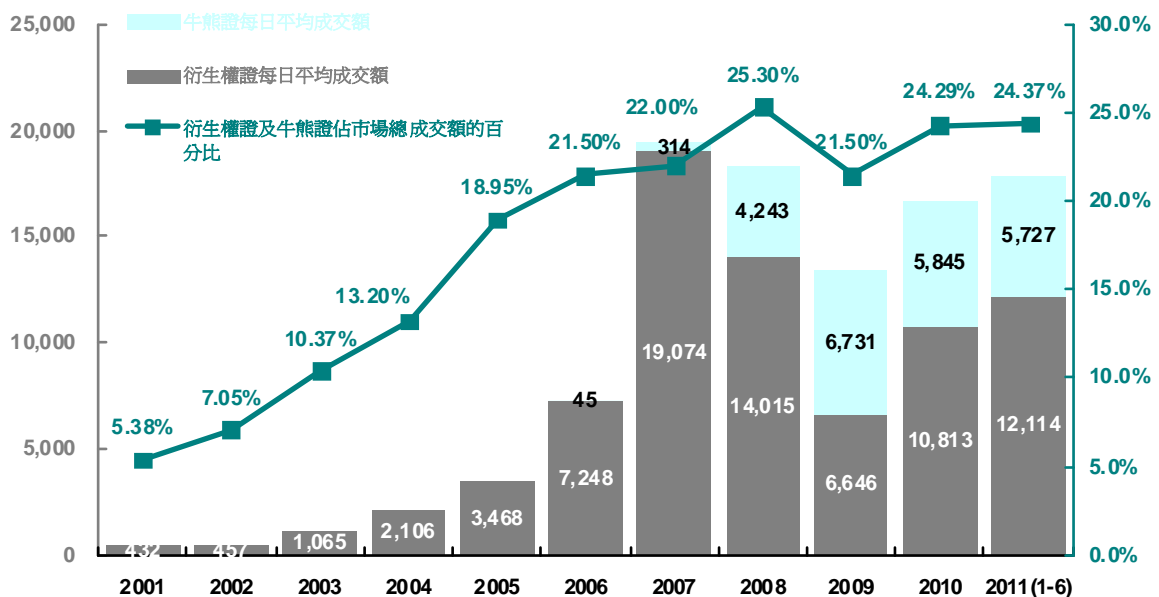
44. 2011 年 1 月至 4 月期間，首次公開招股活動較為淡靜，但自 5 月起開始活躍。於 2011 年上半年，除了匯賢產業信托外，主板共有 29 宗首次公開招股，總集資額為 1,706 億元，較 2010 年上半年的 502 億元為高，但低於 2010 年下半年的 3,986 億元。
45. 這些新上市股份的表現各異，其中 16 隻在上市掛牌首日的收市價上升 0.3% 至 65.9%，兩隻收市價維持在招股價水平，其餘 11 隻下跌 0.3% 至 23.2%。於 2011 年 6 月底，八隻新股較其招股價上升 1.4% 至 58.8%，一隻維持在招股價水平，其餘 20 隻則下跌 0.2% 至 53.8%。

交易所買賣基金 (ETF)

46. 截至 2011 年 6 月 30 日為止，ETF 數目由 2010 年底的 71 隻增加至 76 隻。2011 年上半年 ETF 的每日平均成交額為 24 億元，與 2010 年的水平相若，佔市場總成交額 3.2%，較 2010 年所佔的 3.5% 略低。

衍生權證及牛熊證

47. 於 2011 年上半年，衍生權證的成交額及佔市場總成交額的百分比保持平穩，成交額增至 121 億元（佔市場總成交額 16.5%），而 2010 年下半年的成交額則為 122 億元（佔市場總成交額 16.5%）。
48. 牛熊證的成交額及佔市場總成交額的百分比均告下跌，成交額由 2010 年下半年的 68 億元（佔市場總成交額的 9.1%）下跌至 57 億元（佔市場總成交額的 7.8%）。



衍生權證及牛熊證的成交額（以百萬港元計）

資料來源：證監會研究科



交易所買賣衍生工具

49. 期貨產品在 2011 年上半年交投上升。在期貨產品中，恒指期貨合約仍然是交投最活躍的合約產品，幾乎佔所有期貨交易的一半，每日平均成交量較 2010 年下半年上升 4.7%。第二種交投最活躍的期貨合約是恒生國企指數期貨，成交量上升 11.5%，佔所有期貨交易約三分之一。截至 6 月 30 日，恒生指數期貨的未平倉合約為 95,917 張，恒生國企指數期貨的未平倉合約則為 114,333 張。
50. 期權市場的交投在 2011 年上半年亦有所增加，股票期權仍是交投最活躍的期權產品，成交量較 2010 年下半年上升 7.1%。

按產品類別劃分的衍生工具每日平均成交量（合約張數）

		2011 年上半年	2010 年下半年	2010 年上半年
期貨	恒指期貨	88,903	84,898	84,001
	小型恒指期貨	35,846	32,024	34,724
	恒生國企指數期貨	54,364	48,758	51,147
	小型恒生國企指數期貨	6,279	4,331	3,619
	股票期貨	1,741	1,305	597
	三個月港元利率期貨	2	4	5
	黃金期貨	19	24	21
	其他期貨產品*	124	53	0
	期貨總和	187,277	171,396	174,114
期權	恒指期權	43,457	37,237	30,981
	小型恒指期權	3,433	2,263	1,595
	恒生國企指數期權	15,086	12,392	10,946
	股票期權	287,263	268,146	221,512
	其他期權產品**	66	105	4
期權總和	349,304	320,144	265,037	
期貨期權總和	536,582	491,540	439,151	

備註：* 一個月港元利率期貨、三年期外匯基金債券期貨、恒指股息點指數期貨及恒生國企股息點指數期貨

** 自訂條款恒生指數期權及自訂條款 H 股指數期權

資料來源：香港交易所及證監會研究科