



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

研究論文 55：環球及香港證券市場半年回顧

2014 年 7 月 18 日



摘要

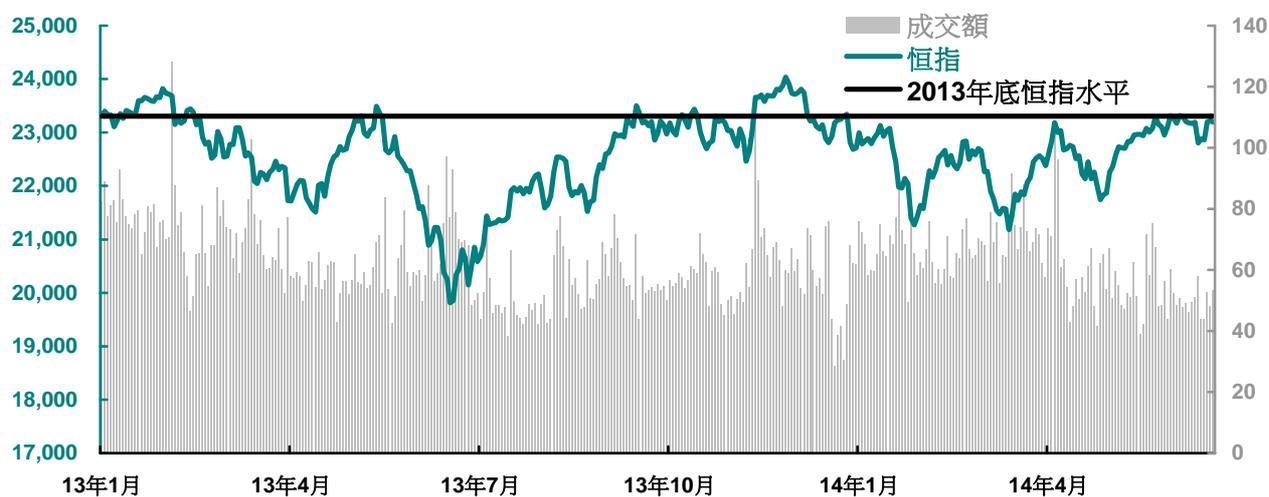
1. 2014年上半年，港股的波動仍然有限，但卻繼續面對來自海外及內地股市的風險。雖然美國及歐洲股市均攀升至歷史或多年來的高位，但由於市場憂慮美國聯邦儲備銀行（聯儲局）縮減量化寬鬆措施及歐元區的經濟前景不明朗，令投資者情緒變得脆弱。內地股市表現疲弱，加上有跡象顯示當地經濟可能放緩，亦對港股造成壓力。在這段期間內，
 - 恒生指數（恒指）下跌 0.5%，而恒生中國企業（恒生國企）指數則跌 4.4%；
 - 在美國，道指及標普 500 指數分別上揚 1.5%及 6.1%至歷史高位；
 - 在歐洲，英國富時指數下跌 0.1%，而德國 DAX 指數及法國 CAC 指數則分別上升 2.9%及 3.0%；及
 - 在內地，上證綜合指數回落 3.2%。
2. 在美國，儘管聯儲局表示會穩步退市，但投資者仍然擔心當局會提早加息。市場預期聯儲局的每月買債計劃可能會在 2014 年底前結束，而當局或會在約六個月後調高息率。鑑於勞動市場出現令人鼓舞的跡象，聯儲局可能會提早加息。
3. 在歐洲，市場愈趨憂慮通縮的風險及疲弱的經濟增長。2014 年首季，歐元區的國內生產總值溫和增長 0.2%，而 2014 年 5 月的通脹率則跌至 0.5%，為五年來的低位，遠低於歐洲中央銀行（歐洲央行）2%的目標通脹率。歐洲央行於 2014 年 6 月前未有地將基準利率調低至 -0.1%，並承諾會在有需要時進一步放寬貨幣政策。
4. 在內地，市場對經濟硬著陸的憂慮仍然揮之不去。另外，今年較早時發生幾宗有關企業債券及財富管理產品的違責個案。此外，投資者憂慮新股市場重開會增加內地股市的股份供應，打擊市場表現。
5. 港股在海外及內地市況影響下，表現遜於大部分主要股市。不過，若以多項指標計算，例如市盈率，本地股市的系統性風險看來並非十分顯著。但是，如果內地和海外的市況惡化，本地市場必然會受到波及。
 - 在美國，投資者對流動資金狀況的觀感可能會令市場受壓。另外，由於股市創下歷史新高，投資者對估值的關注可能會令市場出現調整。
 - 歐洲方面，歐洲央行的刺激經濟措施的成效仍屬未知之數，加上市場擔心通縮的風險，可能會持續影響投資者情緒。
 - 在內地，股市前景將視乎經濟及市場改革的成效而定。此外，可能出現的信貸事件也許會對股市造成壓力。
6. 現貨市場及交易所買賣衍生工具的交投均上揚，現貨市場平均每日成交額較 2013 年下半年上升 10%，而衍生工具的平均每日成交量則增加 3%。



2014 年上半年環球股市表現

7. 2014 年上半年，

- 恒指下跌 0.5%，而恒生國企指數則回落 4.4%（在 2013 年，分別上揚 2.9%及下挫 5.4%）。
- 在美國，道指及標普 500 指數分別上揚 1.5%及 6.1%至歷史高位，而納指則上升 5.5%。2013 年，上述三項指數分別上漲 26.5%、29.6%及 38.3%。
- 在歐洲，英國富時指數下跌 0.1%，德國 DAX 指數和法國 CAC 指數則分別上升 2.9%及 3.0%（在 2013 年，分別攀升 14.4%、25.5%及 18.0%）。DAX 指數一度升至歷史高位，而 CAC 指數則在五年半的高位附近徘徊。
- 在內地，上證綜合指數回落 3.2%，而在 2013 年，則下滑 6.7%。



恒指及市場成交額（以十億元計¹）

資料來源：彭博

¹ 除另有註明外，本報告所述貨幣為港元。



主要股票市場的表現

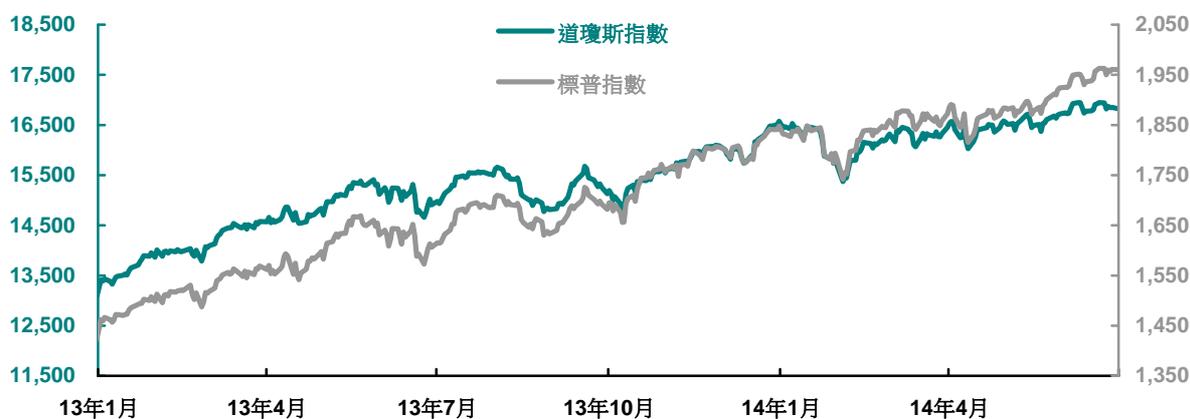
		2014年6月底	年初至今	百分率變幅	
		指數水平		2013年	2012年
香港及內地					
香港	恒指	23,190.72	-0.5%	2.9%	22.9%
	恒生國企指數	10,335.03	-4.4%	-5.4%	15.1%
內地	上證綜合指數	2,048.33	-3.2%	-6.7%	3.2%
	深證綜合指數	1,096.79	3.7%	20.0%	1.7%
亞洲					
日本	日經 225 指數	15,162.10	-6.9%	56.7%	22.9%
澳洲	所有普通股指數	5,382.03	0.5%	14.8%	13.5%
台灣	台灣加權指數	9,393.07	9.1%	11.8%	8.9%
韓國	韓國綜合指數	2,002.21	-0.5%	0.7%	9.4%
新加坡	海峽時報指數	3,255.67	2.8%	0.0%	19.7%
泰國	泰國證券交易所指數	1,485.75	14.4%	-6.7%	35.8%
馬來西亞	吉隆坡綜合指數	1,882.71	0.8%	10.5%	10.3%
印尼	雅加達綜合指數	4,878.58	14.1%	-1.0%	12.9%
印度	印度 Nifty 指數	7,611.35	20.7%	6.8%	27.7%
菲律賓	菲律賓綜合指數	6,844.31	16.2%	1.3%	33.0%
越南	越南 VN 指數	578.13	14.6%	22.0%	17.7%
美國					
美國	道瓊斯指數	16,826.60	1.5%	26.5%	7.3%
	納斯達克指數	4,408.18	5.5%	38.3%	15.9%
	標普 500 指數	1,960.23	6.1%	29.6%	13.4%
歐洲					
英國	富時 100 指數	6,743.94	-0.1%	14.4%	5.8%
德國	DAX 指數	9,833.07	2.9%	25.5%	29.1%
法國	CAC 指數	4,422.84	3.0%	18.0%	15.2%
PIIGS 五國及匈牙利					
葡萄牙	PSI20 指數	6,802.20	3.7%	16.0%	2.9%
意大利	FTSEMIB 指數	21,283.03	12.2%	16.6%	7.8%
愛爾蘭	ISEQ 指數	4,699.94	3.5%	33.6%	17.1%
希臘	ASE 綜合指數	1,214.31	4.4%	28.1%	33.4%
西班牙	IBEX 指數	10,923.50	10.2%	21.4%	-4.7%
匈牙利	BUX 指數	18,605.78	0.2%	2.2%	7.1%
中東及北非					
埃及	EGX 指數	8,162.20	20.3%	24.2%	50.8%
杜拜	DFMGI 指數	3,942.82	17.0%	107.7%	19.9%
BRIC 其他國家					
巴西	IBOV 指數	53,168.22	3.2%	-15.5%	7.4%
俄羅斯	MICEX 指數	1,476.38	-1.8%	2.0%	5.2%
其他新興市場					
阿根廷	MERVAL 指數	7,887.33	46.3%	88.9%	15.9%
智利	SM Select 指數	3,875.73	4.8%	-14.0%	3.0%
墨西哥	IPC 指數	42,737.17	0.0%	-2.2%	17.9%
南非	FTSE/JSE 40 指數	45,969.81	10.8%	19.2%	22.2%
土耳其	National 100 指數	78,489.01	15.8%	-13.3%	52.6%

資料來源：彭博



美國逐步縮減刺激經濟措施

8. 儘管聯儲局已表示會穩步退市，但投資者仍然擔心當局會提早加息。
9. 在 2013 年 12 月至 2014 年 6 月舉行的五次政策會議中，聯儲局每次都將每月買債計劃的規模縮減 100 億美元，令有關規模由 850 億美元減至 350 億美元。市場預期聯儲局的每月買債計劃可能會在 2014 年底結束。聯儲局亦表示，可能會在買債計劃結束後約六個月調高息率。
10. 投資者對於當局可能退出刺激經濟措施的消息一直表現得非常敏感。2014 年 1 月，聯儲局開始減少買債，觸發新興市場資產遭到拋售。由於經濟狀況持續惡化及流動資金被撤走，阿根廷、土耳其及南非的貨幣曾下跌 7% 至 19% 不等。沽售壓力在各國央行調高息率以減慢資金外流後得以舒緩。
11. 雖然美國首季的經濟受冬季嚴寒天氣拖累而錄得負增長，但由於勞動市場出現令人鼓舞的跡象，令市場預期經濟會出現復甦。這促使投資者擔心聯儲局可能會提早加息。
12. 儘管當局撤回刺激經濟措施，但道指及標普 500 指數均在波幅收窄的情況下升至歷史高位。芝加哥期權交易所波幅指數（量度投資者規避風險的指標）達到 11，為七年來的低位。因此，投資者愈趨憂慮市場在積累龐大升幅後可能會出現調整。任何有關經濟表現或政策變動的不利消息或會觸發市場拋售及令市場的波動加劇。



道瓊斯工業平均（道瓊斯）指數及標普 500 指數的表現

資料來源：彭博



歐洲經濟的前景不明朗

13. 在歐洲，市場愈趨憂慮通縮的風險及疲弱的經濟增長。國際貨幣基金組織（基金組織）的通縮脆弱程度指數顯示，歐元區的通縮風險偏高。
14. 歐元區的經濟活動表現欠佳。2014 年首季的國內生產總值增長較預期為慢，錄得 0.2%；2014 年 5 月的通脹率則跌至 0.5%，為五年來的低位，較 2% 的官方目標為低。
15. 俄羅斯與烏克蘭之間緊張的地緣政局令歐元區的經濟出現進一步下行的風險。市場憂慮國際對俄羅斯的制裁可能會影響能源供應及造成資金外流。
16. 2014 年 6 月，歐洲央行成為首家採納負存款利率的主要央行。歐洲央行亦推出新的長期再融資操作計劃，向銀行提供大約 4,000 億歐元的融資。不過，暫時未知有關措施的成效。
17. 雖然市場憂慮歐元區的經濟前景，但各股市因憧憬歐洲央行會推出進一步刺激經濟的措施而上揚。DAX 指數一度升至歷史高位，而 CAC 指數則在五年半的高位附近徘徊。如投資者對刺激經濟的政策成效、時間及規模感到失望，市場很可能會出現調整。



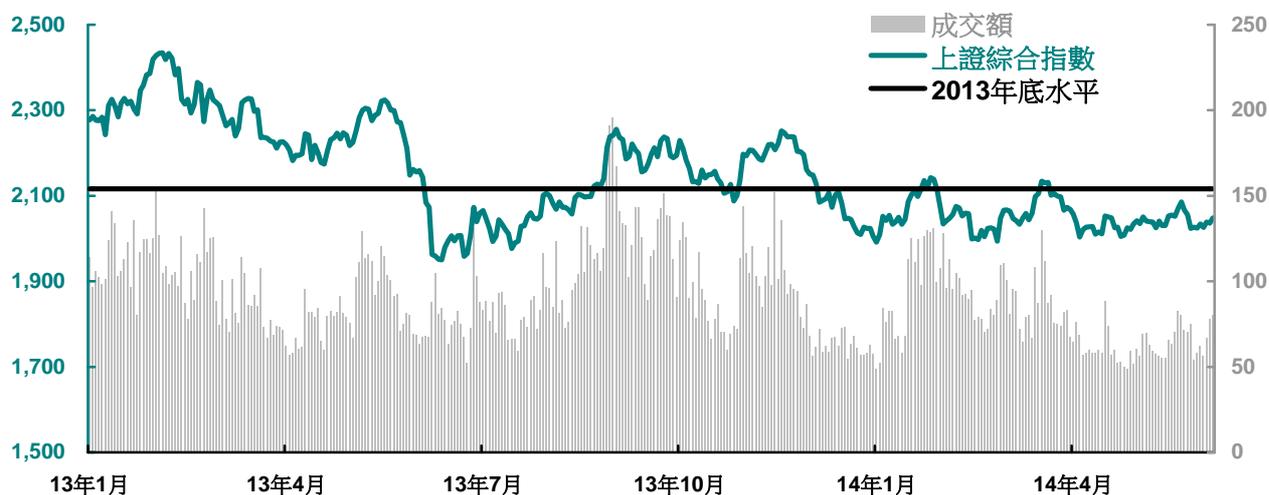
富時 100 指數及 DAX 指數的表現

資料來源：彭博



內地市場表現疲弱及經濟增長放緩

18. 內地市場是今年以來全球表現最差的市場之一。2014 上半年，上證綜合指數下跌 3.2%。由於有跡象顯示經濟放緩，信貸風險上升，加上新股市場重開增加了市場對流通性的關注，因而打擊了市場氣氛。
19. 內地政府為某些行業推出支援性措施，而非廣泛的刺激經濟措施，以維持經濟的結構性平衡及控制金融風險。國內生產總值在 2014 年首季增長 7.4%，稍低於 2014 年的官方目標 7.5%。基金組織將其對內地在 2014 年經濟增長的預測維持在 7.5%，但估計在 2015 年的增長會減慢至 7%。經濟會硬著陸的憂慮持續。
20. 市場對內地信貸風險的憂慮加劇，並已出現幾宗企業債券及財富管理產品的違責個案。收緊對影子銀行活動的監管，違責個案可能會增加。市場分析員相信，小型或財力較薄弱的私營內地公司可能會受到最大影響。
21. 中國證券監督管理委員會今年恢復審批新股上市，預期今年新股上市的宗數約為 100。雖然數字似乎較以往預期的為少，但市場對股票供應上升及流動性減低仍感憂慮。



上證綜合指數及市場成交額（以人民幣十億元計）

資料來源：彭博



對香港市場風險的評估

22. 香港市場在海外及內地市況影響的情況下，表現較大多數主要市場遜色。然而，若以多項指標計算，本地市場的系統性風險看來並非十分顯著。
- 恒生指數在 2012 年 6 月下跌至 18,185 點低位後，已經回升 28%，而恒生國企指數亦上升了 10%。同期，美國市場累積升幅 39%至 60%，而歐洲市場亦上升了 28%至 65%。
 - 相對於其他主要市場，本地市場的估值是最低的。截至 2014 年 6 月底，恒生指數和恒生國企指數的市盈率分別為 11 倍和 8 倍，而其他亞洲市場、美國市場及歐洲主要市場的市盈率則分別為 13 至 22 倍、16 至 35 倍及 18 至 26 倍。
 - 本地市場的成交額維持平穩。2014 年上半年的平均每日成交額為 629 億元，而 2013 年下半年則為 571 億元。
23. 然而，如果內地及海外的市場情況惡化，本地市場將無可避免地受到影響。
- 在美國，何時加息仍是未知之數，而且會受經濟和勞工市場情況影響。儘管美國經濟會因為逐漸改善的基本因素而能夠以更佳的狀態抵禦加息的影響，但投資者對流動資金狀況的觀感可能會令市場受壓。再者，由於美國股市創下歷史新高，投資者對估值的關注可能會導致市場出現調整和影響環球市場氣氛。
 - 在歐洲，雖然歐洲央行已經擴大刺激經濟計劃以支持經濟增長及打擊通縮，但其成效仍屬未知之數（而且很大程度上，取決於刺激經濟計劃的細節）。此外，烏克蘭緊張的地緣政局和歐元區國家的政治不明朗因素或會增加市場波動。
 - 在內地，股票市場的展望要視乎經濟和金融市場的改革是否有效。再者，當局加強對影子銀行活動的監管，銀行體系內可能出現的信貸事件和收緊資金流通或會令市場受壓。
 - 2014 年上半年，一些新興市場錄得重大升幅。雖然阿根廷、土耳其和南非的貨幣在 2014 年初貶值，但其股票市場在 2014 年上半年分別上升了 46%、16%和 11%。這些股市出現調整的風險隨著對資金外流的關注升級而上升。
 - 伊拉克的軍事衝突可能會對油價造成波動，繼而可能影響到環球經濟復甦的步伐。投資者亦擔心該區的局勢不穩會引起連鎖效應。



2014 年上半年香港證券市場主要數據

本地股票市場的交易活動

24. 本地股市在 2014 年上半年交投平穩。平均每日成交額達 629 億元，較 2013 年下半年的 571 億元高出 10%。
25. 內地股份仍然是交投最活躍的股份，佔市場總成交額的 54%，以 H 股、紅籌股及非國有企業股分別佔 24%、11%及 18%。

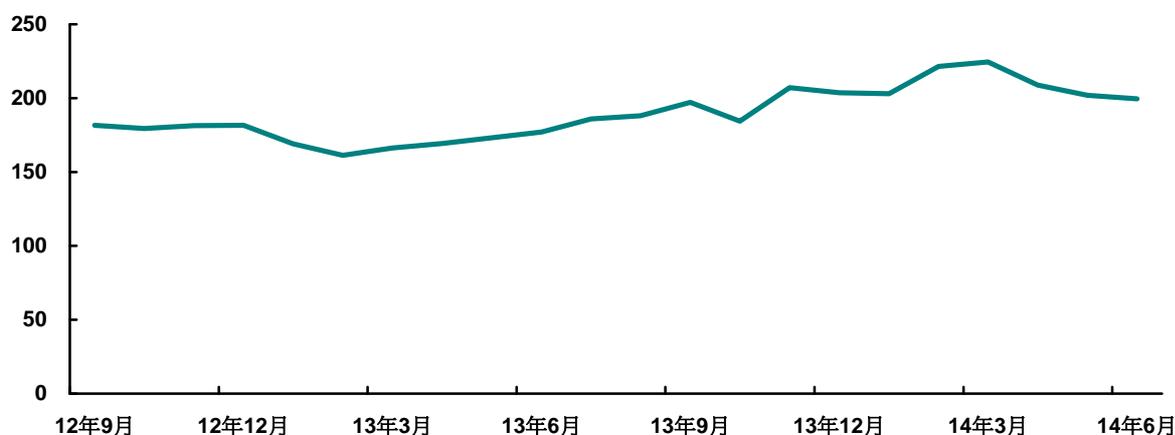
平均每日成交額（以十億元計）

	2014 年上半年		2013 年下半年		2013 年上半年		相對於以下期間的百分率變幅	
							2013 年下半年	2013 年上半年
恒指（內地股除外）	12.2	(19%)	9.1	(16%)	10.5	(15%)	35%	17%
內地股	33.9	(54%)	31.1	(54%)	34.9	(51%)	9%	-3%
H 股	15.3	(24%)	15.9	(28%)	18.7	(27%)	-4%	-18%
紅籌股	7.1	(11%)	6.4	(11%)	7.7	(11%)	11%	-7%
非國有企業股	11.5	(18%)	8.7	(15%)	8.5	(12%)	31%	35%
衍生權證	6.7	(11%)	6.0	(10%)	8.7	(13%)	13%	-22%
牛熊證	4.6	(7%)	4.7	(8%)	5.7	(8%)	-2%	-20%
交易所買賣基金	2.5	(4%)	2.9	(5%)	4.5	(7%)	-14%	-45%
其他	3.0	(5%)	3.4	(6%)	3.9	(6%)	-12%	-24%
市場總計	62.9	(100%)	57.1	(100%)	68.3	(100%)	10%	-8%

備註：括號內的百分比為市場分額。
資料來源：香港交易所及證監會研究科

賣空活動

26. 2014 年上半年，平均每日賣空成交額達 66 億元（或市場總成交額的 10.2%），高於 2013 年下半年的 55 億元（或 9.7%）。
27. 截至 2014 年 6 月底，所有淡倉的市值達 1,996 億元，約佔已申報股票市值的 1.2%。



資料來源：香港交易所及證監會研究科



首次公開招股

28. 2014 年上半年，香港共有 51 宗首次公開招股，總集資額為 104 億美元，而 2013 年則有 97 宗首次公開招股，總集資額為 214 億美元。內地公司透過首次公開招股籌集的資金佔總集資額的 68%。
29. 2014 年 1 月至 5 月，以首次公開招股活動計，香港在全球排名第四。

全球十大股市（以首次公開招股集資額計） （2014 年 1 月至 5 月）

	透過首次公開招股所籌集的資金		
	以十億美元計	全球排名	亞洲排名
美國（紐約泛歐交易所集團）	16.24	1	-
英國（倫敦）	12.10	2	-
美國（納斯達克 OMX）	9.24	3	-
香港聯合交易所	7.67	4	1
日本（東京證券交易所）	4.92	5	2
澳大利亞證券交易所	3.35	6	3
納斯達克 OMX Nordic Exchange 交易所	3.28	7	-
加拿大（TMX 集團）	2.61	8	-
西班牙交易所	2.34	9	-
中國（深圳證券交易所）	2.19	10	4

備註：以上僅為臨時數據。

資料來源：全球證券交易所聯會及香港交易所

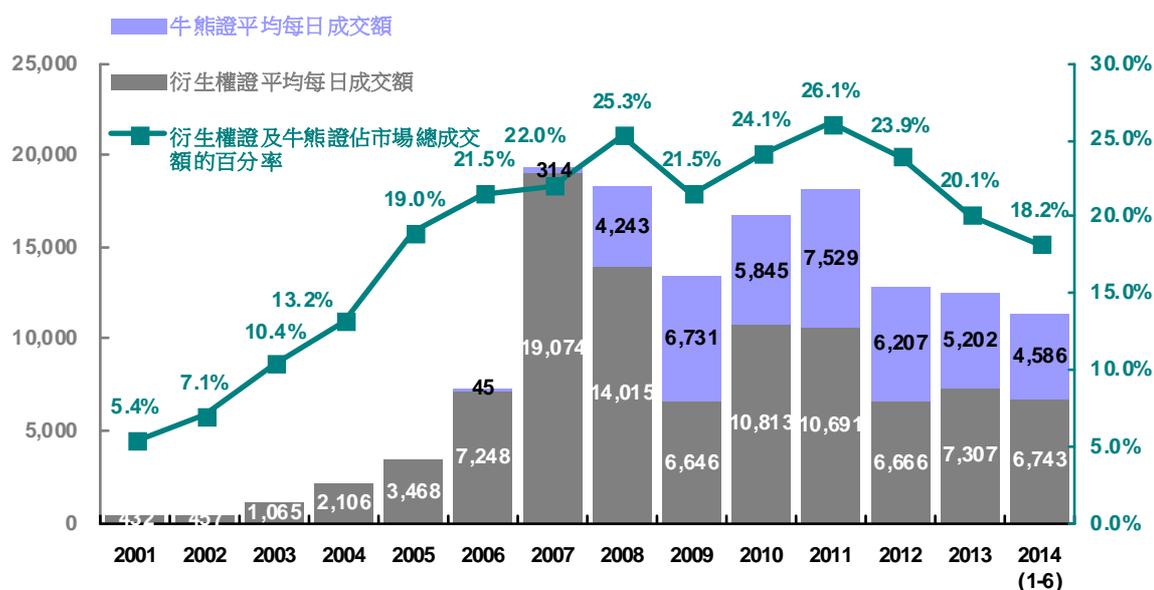
交易所買賣基金（ETF）

30. 截至 2014 年 6 月底，有 124 隻 ETF，而截至 2013 年底則有 116 隻。2014 年上半年，ETF 的平均每日成交額為 25 億元，較 2013 年下半年的 29 億元低 14%。期內，ETF 的成交額佔市場總成交額的 4.0%，而 2013 年下半年則佔 5.2%。



衍生權證及牛熊證

31. 衍生權證的平均每日成交額增至 67 億元（佔市場總成交額的 10.8%），而 2013 年下半年則為 60 億元（佔市場總成交額的 10.5%）。
32. 牛熊證的平均每日成交額微跌至 46 億元（佔市場總成交額的 7.4%），而 2013 年下半年則為 47 億元（佔市場總成交額的 8.2%）。



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

33. 2014 年上半年，衍生工具的平均每日成交量較 2013 年下半年增加 3%。期權產品的成交量上升 9%，抵銷了期貨產品於期內在成交量方面的 5%跌幅。
 - 恒指期貨及恒生國企指數期貨分別佔所有期貨交易成交量約 35%及 44%。兩者的平均每日成交量較 2013 年下半年分別下跌 8%及 4%。
 - 股票期權仍是交投最活躍的期權產品。股票期權的平均每日成交量較 2013 年下半年增加 13%。



香港交易所衍生工具（按產品類別劃分）的平均每日成交量（合約張數）

		2014 年上半年	2013 年下半年	2013 年上半年
期貨	恒指期貨	68,280	73,924	86,890
	小型恒指期貨	26,317	30,486	33,975
	恒生國企指數期貨	85,156	88,500	82,427
	小型恒生國企指數期貨	11,219	10,179	8,237
	股票期貨	1,505	1,383	2,406
	人民幣貨幣期貨 [^]	900	539	599
	其他期貨產品*	1,444	988	802
	期貨總和	194,822	205,999	215,336
期權	恒指期權	28,825	29,871	40,904
	小型恒指期權	3,579	4,240	5,272
	恒生國企指數期權	35,282	36,244	29,385
	股票期權	263,163	232,396	267,047
	其他期權產品**	144	59	275
	期權總和	330,994	302,809	342,882
期貨期權總和	525,816	508,807	558,218	

備註：平均每日成交量是以產品推出後的交易日數計算。

[^] 人民幣貨幣期貨於 2012 年 9 月 17 日開始買賣。

* 一個月港元利率期貨、三個月港元利率期貨、三年期外匯基金債券期貨、黃金期貨、恒指股息點指數期貨、恒生國企股息點指數期貨、恒指波幅指數期貨（2012 年 2 月 20 日推出）、IBOVESPA 期貨（2012 年 3 月 30 日推出）、MICEX 指數期貨（2012 年 3 月 30 日推出）、Sensex 指數期貨（2012 年 3 月 30 日推出）、FTSE/JSE Top40 期貨（2012 年 3 月 30 日推出）及中華交易服務中國 120 指數期貨（2013 年 8 月 12 日推出）。

** 自訂條款恒指期權及自訂條款 H 股指數期權。

資料來源：香港交易所及證監會研究科

收市後期貨交易時段

34. 2014 年上半年，收市後期貨交易時段的交易持續增長。期內，收市後期貨交易時段亦加入了三項產品，即小型恒生指數期貨、小型 H 股指數期貨及人民幣貨幣期貨。

- 2014 年上半年，恒生指數期貨於收市後期貨交易時段的平均每日成交量為 3,237 張或佔白天交易時段平均成交量的 5.0%，而 2013 年下半年則為 3,223 張或 4.5%。2014 年上半年，恒生國企指數期貨於收市後期貨交易時段的平均每日成交量為 4,649 張或佔白天交易時段平均成交量的 5.8%，而 2013 年下半年則為 3,770 張或 4.4%。
- 小型恒生指數期貨及小型 H 股指數期貨由 2014 年 1 月 6 日起可供買賣。2014 年 1 月 6 日至 6 月 30 日期間，兩者的平均每日成交量分別為 1,630 張及 974 張，或分別佔白天交易時段平均成交量的 6.6% 及 9.4%。
- 人民幣貨幣期貨由 2014 年 4 月 7 日起可供買賣。2014 年 4 月 7 日至 6 月 30 日期間，人民幣貨幣期貨的平均每日成交量為 25 張或佔白天交易時段平均成交量的 4.8%。