



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

研究論文 **57**：環球及香港證券市場半年回顧

2015年7月17日



摘要

1. 2015 年上半年，美國道瓊斯指數（道指）下跌 1.1%，標普 500 指數（標普指數）和納斯達克指數（納指）則分別上揚 0.2% 及 5.3%。雖然經濟增長及企業盈利前景初期有欠明朗，但三隻指數仍創下歷史新高。儘管經濟持續復甦，但復甦力度不算強勁，令市場對提早加息的憂慮隨之減退。其後，聯儲局關注股票估值問題令升幅收窄，以及希臘援助方案未能落實觸發了一些拋售。
2. 歐洲市場表現參差。英國富時指數下跌 0.7%，德國 DAX 指數和法國 CAC 指數則分別上漲 11.6% 及 12.1%。歐洲中央銀行（歐洲央行）推出的刺激經濟措施多於預期，改善了經濟前景，推動大市向上，帶動英國富時指數和德國 DAX 指數攀升至歷史高位。不過，市場仍然憂慮希臘可能出現債務違約及關注該國可能退出歐元區，加上希臘未能如期向國際貨幣基金組織償還貸款及實施資本管制，拖累歐洲主要市場下跌。德國 DAX 指數和法國 CAC 指數升幅收窄。
3. 在亞洲，由於日本經濟增長前景改善，帶動日經指數上升 16.0% 至 18 年來的新高。日本銀行維持其寬鬆貨幣政策。日圓偏軟亦為大市帶來支持。其他主要地區市場表現不一，由下跌 6.1%（印尼）至上升 8.7%（越南）不等。
4. 在環球主要市場中，內地市場是表現最佳的市場之一，上證綜合指數及深證綜合指數分別上揚 32.2% 及 74.1%。於 5 月時的交投一度升至超過人民幣 2.3 萬億元的歷史高位。寬鬆的貨幣措施、“一帶一路”的前景及內地與香港基金互認安排均有助帶動股市上揚，因此即使經濟增長目標被調低至 7%，市場情緒依然樂觀。不過，鑑於市場對估值偏高及首次公開招股影響流動性感到憂慮，令大市出現波動。對收緊融資（高峰時達到人民幣 2.2 萬億元）及可能進行去槓桿化活動的憂慮亦影響投資者情緒。
5. 在香港，恒生指數（恒指）和恒生中國企業指數（恒生國企指數）跟隨內地市場升勢，分別上揚 11.2% 及 8.3%；恒指升至逾 28,000 點的七年來高位。單日市場成交額亦曾創出新高。然而，投資者憂慮內地市場的降溫措施，令市況波動。美國加息時機及希臘債務問題存在不穩定因素，同樣損害投資氣氛。
6. 港股現正面對的其中一些主要風險和不明朗因素包括：
 - 憂慮內地高估值、去槓桿化活動及經濟前景不明朗；
 - 美國加息的時機及幅度存在變數；及
 - 市場擔心希臘債務問題可能令歐元區不穩。
7. 現貨市場及交易所買賣衍生工具的交投均錄得增長。現貨市場的平均每日成交額較 2014 年下半年增加 65%。期貨產品的交投增加 31%，而期權產品的交投則上升 28%。

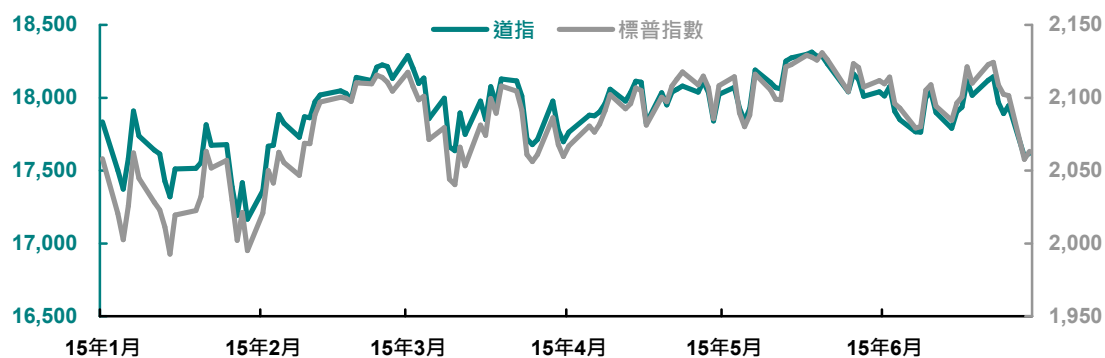


股票市場在 2015 年上半年的表現

- 2015 年上半年，內地市場表現向好，帶動港股上揚。不過，由於海外主要市場指數均已升至歷史新高，估值憂慮仍然揮之不去。美國加息時間和步伐及希臘債務狀況不明朗，亦對大市構成壓力。

美國

- 2015 年上半年，道指下跌 1.1%，標普指數和納指則分別上揚 0.2% 及 5.3%。上述指數在 2014 年分別上漲 7.5%、11.4% 及 13.4%。
- 2015 年初，因加息時機存在不明朗因素，令市況波動。聯儲局表示經濟增長穩健，並在議息聲明中放棄對加息有耐性的承諾。市場對經濟前景的憂慮亦損害投資者情緒。世界銀行將 2015 年的環球經濟增長預測由 3.4% 下調至 3.0%（及後再下調至 2.8%）。油價在六年來低位徘徊，拖累能源股下跌。
- 其後，鑑於有跡象顯示經濟疲弱，令市場對加息的擔憂略為緩和。首季國內生產總值下跌 0.2%。此外，美元表現強勁，令跨國企業的盈利前景受壓。
- 5 月，鑑於溫和的經濟數據顯示經濟復甦有望，惟復甦力度不足，未能成為提早加息的理據，刺激道指、標普指數及納指均升至歷史新高。其後，聯儲局主席耶倫警告股票的估值偏高，令升幅收窄。
- 在最近一次於 6 月舉行的政策會議上，聯儲局表示美國的經濟實力將能承受今年稍後時間加息帶來的衝擊，並宜於 2015 年底以循序漸進的步伐加息。不過，市場其後出現拋售，原因是希臘與國際債權人對援助方案意見分歧，令投資者憂慮歐元區的穩定性。



2015 年上半年道指及標普指數的表現

資料來源：彭博



主要股票市場的表現

		2015年 6月底	百分率變幅			市盈率
		指數水平	年初至今	2014年	2013年	2015年6月底
香港及內地						
香港	-恒指	26,250.03	11.2%	1.3%	2.9%	10.91
	-恒生國企指數	12,981.23	8.3%	10.8%	-5.4%	9.48
內地	-上證綜合指數	4,277.22	32.2%	52.9%	-6.7%	21.56
	-深證綜合指數	2,464.23	74.1%	33.8%	20.0%	60.65
亞洲						
日本	-日經 225 指數	20,235.73	16.0%	7.1%	56.7%	22.87
澳洲	-所有普通股指數	5,451.20	1.2%	0.7%	14.8%	26.85
台灣	-台灣加權指數	9,323.02	0.2%	8.1%	11.8%	14.04
韓國	-韓國綜合指數	2,074.20	8.3%	-4.8%	0.7%	17.78
新加坡	-海峽時報指數	3,317.33	-1.4%	6.2%	0.0%	14.92
泰國	-泰國證券交易所指數	1,504.55	0.5%	15.3%	-6.7%	20.01
馬來西亞	-吉隆坡綜合指數	1,706.64	-3.1%	-5.7%	10.5%	16.81
印尼	-雅加達綜合指數	4,910.66	-6.1%	22.3%	-1.0%	21.70
印度	-印度 Nifty 指數	8,368.50	1.0%	31.4%	6.8%	21.89
菲律賓	-菲律賓綜合指數	7,564.50	4.6%	22.8%	1.3%	20.92
越南	-越南 VN 指數	593.05	8.7%	8.1%	22.0%	12.64
美國						
美國	-道指	17,619.51	-1.1%	7.5%	26.5%	15.20
	-納指	4,986.87	5.3%	13.4%	38.3%	30.04
	-標普指數	2,063.11	0.2%	11.4%	29.6%	18.21
歐洲						
英國	-富時指數	6,520.98	-0.7%	-2.7%	14.4%	20.50
德國	-DAX 指數	10,944.97	11.6%	2.7%	25.5%	17.67
法國	-CAC 指數	4,790.20	12.1%	-0.5%	18.0%	24.72
PIIGS 五國及匈牙利						
葡萄牙	-PSI20 指數	5,551.94	15.7%	-26.8%	16.0%	不適用
意大利	-FTSEMIB 指數	22,460.71	18.1%	0.2%	16.6%	不適用
愛爾蘭	-ISEQ 指數	6,165.04	18.0%	15.1%	33.6%	25.79
希臘	-ASE 指數	797.52	-3.5%	-28.9%	28.1%	不適用
西班牙	-IBEX 指數	10,769.50	4.8%	3.7%	21.4%	18.82
匈牙利	-BUX 指數	21,903.13	31.7%	-10.4%	2.2%	不適用
中東及北非						
埃及	-EGX30 指數	8,371.53	-6.2%	31.6%	24.2%	17.57
杜拜	-DFMGI 指數	4,086.83	8.3%	12.0%	107.7%	13.13
BRIC 其他國家						
巴西	-IBOV 指數	53,080.88	6.1%	-2.9%	-15.5%	32.60
俄羅斯	-MICEX 指數	1,654.55	18.5%	-7.1%	2.0%	9.88

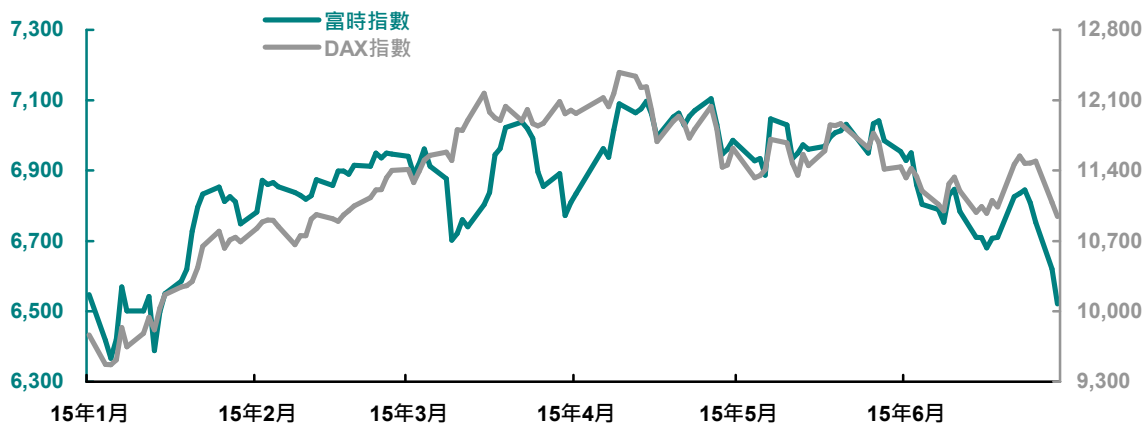
資料來源：彭博

歐洲

14. 歐洲市場表現參差。英國富時指數下跌 0.7%，德國 DAX 指數和法國 CAC 指數則分別上漲 11.6%及 12.1%。歐洲央行的刺激經濟措施較預期為多，令歐洲經濟前景改善。歐洲央行維持基準利率不變，並公布計劃在 2015 年 3 月至 2016 年 9 月期間，每月購買不多於 600 億歐羅的證券及主權債券。英國富時指數和德國 DAX 指數均升至歷史高位。



15. 歐羅疲弱，令市場對經濟及盈利前景感到樂觀，進一步利好市場氣氛。歐羅兌美元跌至 12 年來低位。區內的經濟數據改善，加上俄羅斯與烏克蘭之間緊張的地緣政治局勢得以緩和，亦為大市帶來支持。
16. 不過，由於投資者日益憂慮希臘可能出現債務違約，市場其後變得波動。投資者對希臘可能退出歐元區仍然持審慎態度。6 月底，希臘政府實施資本管制，並暫時關閉銀行，遏止存款流出，希臘延遲向國際貨幣基金組織償還貸款，並遭標準普爾、穆迪及惠譽降低信貸評級。歐洲主要市場下跌。

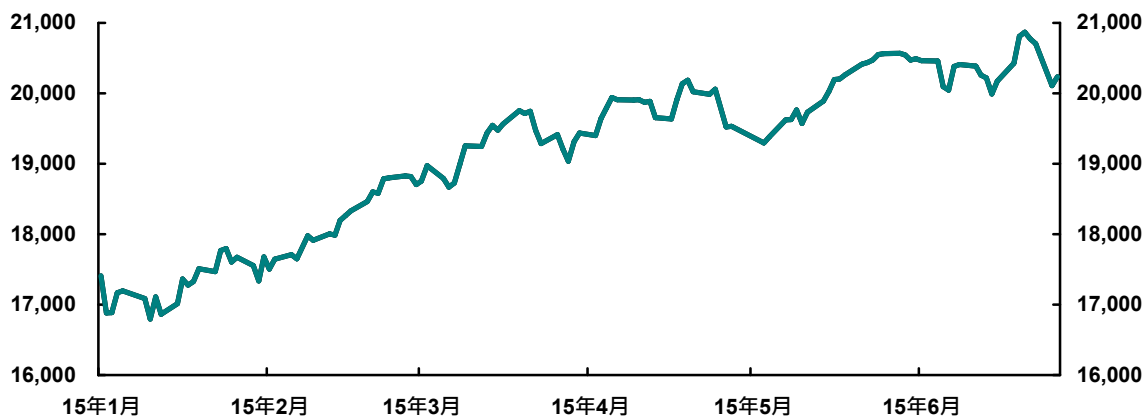


2015 年上半年富時指數及 DAX 指數的表現

資料來源：彭博

亞洲

17. 在日本，日經 225 指數繼於 2014 年上揚 7.1% 後升幅擴大，在 2015 年上半年飆升 16.0%。經濟增長前景改善，支持股市穩步上揚。日本銀行維持其寬鬆貨幣政策。日圓貶值，兌美元曾一度跌至 12 年來低位，支持企業盈利表現強勁。對資金流入的樂觀情緒，加上首季國內生產總值增長高於預期亦推動大市向上。日經指數衝破 20,000 點水平，升至 18 年來高位。
18. 其他主要地區市場在 2015 年上半年表現不一，由下跌 6.1%（印尼）至上升 8.7%（越南）不等。期內，在南韓爆發的中東呼吸綜合症對區內市場的影響似乎有限。



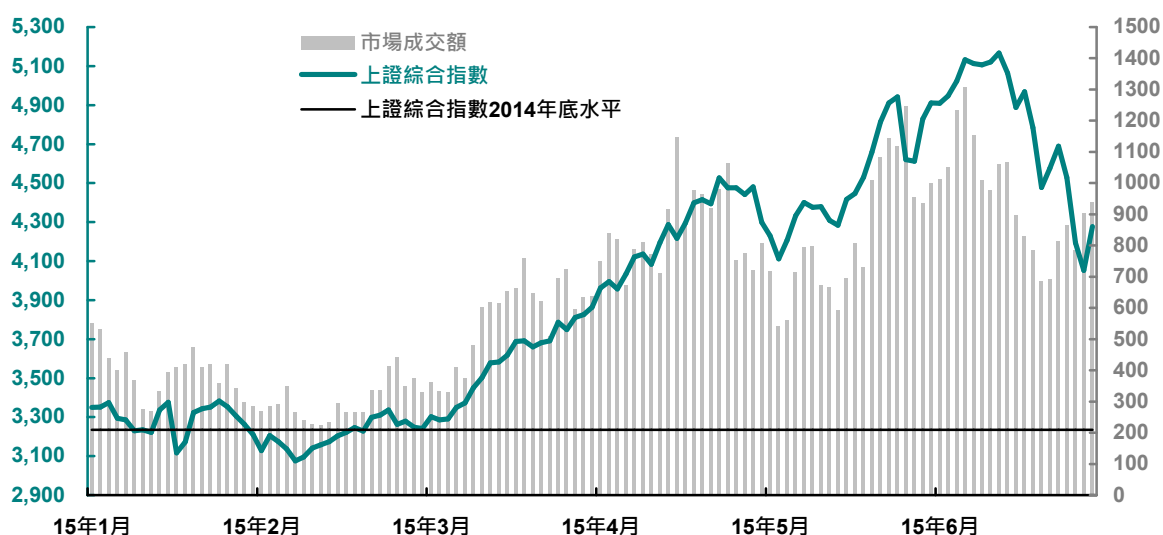
2015 年上半年日經 225 指數的表現

資料來源：彭博



內地

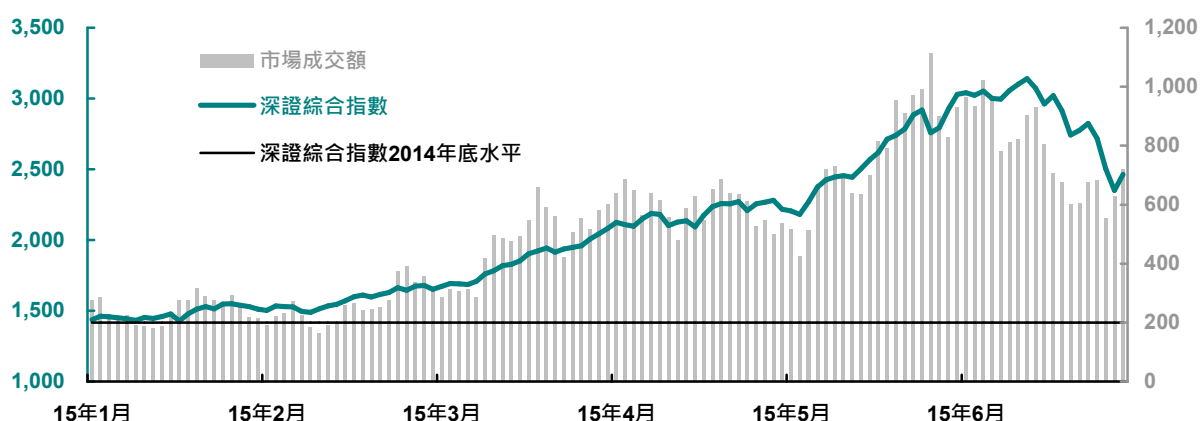
19. 上證綜合指數繼 2014 年攀升 52.9%後，在 2015 年上半年持續上揚 32.2%，成為全球主要股市中表現最優秀市場之一。
20. 然而，股市十分波動，投資者對政策變動的消息表現敏感。最初，市場因揣測政府推出支持措施而上揚。期內，中國人民銀行（人民銀行）三度將存款準備金比率調低合共 200 個基點，並三度將利率調低合共 75 個基點。雖然政府將經濟增長目標調低至 7% —— 25 年來最低的水平，但市場對“一帶一路”的措施抱樂觀態度，帶動股市向上。內地與香港基金互認安排進一步提振了投資氣氛；該計劃允許合資格的內地與香港基金透過簡化程序在對方市場銷售。在牛市氣氛中，5 月 28 日的交投（上海及深圳合計）升至超過人民幣 2.3 萬億元的歷史高位。6 月，上證綜合指數七年來首次升破 5,100 點水平，融資餘額升至人民幣 2.2 萬億元的高位。
21. 不過，市場對首次公開招股對流動性的影響感到關注，加上憂慮收緊融資及去槓桿化活動，導致大市其後出現調整。儘管當局已推出支持市場的措施，但市場對經濟增長放緩的憂慮揮之不去。鑑於一些經紀行報告指內地股市的估值偏高及可能會出現調整，投資者開始關注牛市走勢可能會結束。



2015 年上半年上證綜合指數及上海市場成交額（以人民幣十億元計）

資料來源：彭博

22. 深證綜合指數繼 2014 年上揚 33.8%後，在 2015 年上半年飆升 74.1%。鑑於市場預期當局會推出深港通，令深圳股市表現較優。深證綜合指數及中國創業板價格指數均升至歷史高位。其後，市場對估值偏高及去槓桿化活動的憂慮抵銷了部分升幅。6 月，有新聞報道指上海可能推出戰略新興產業板與中國創業板競爭，令市場情緒受到影響。

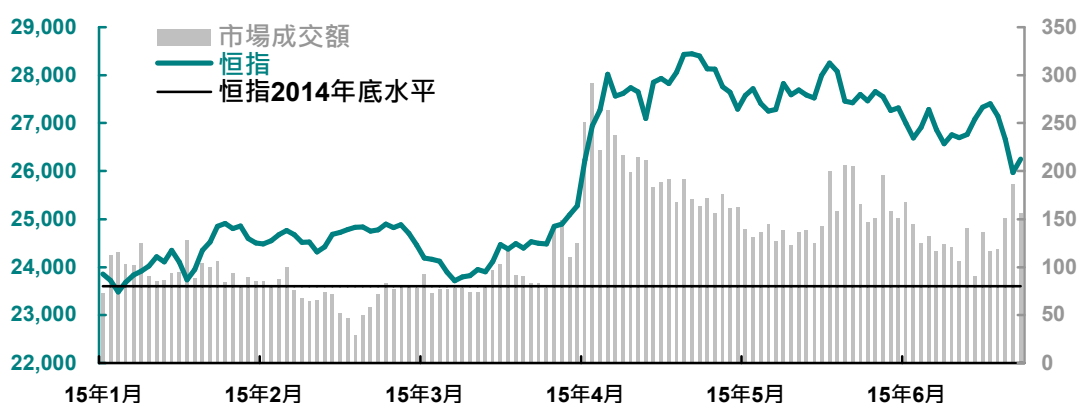


2015 年上半年深證綜合指數及深圳市場成交額（以人民幣十億元計）

資料來源：彭博

香港

23. 2015 年上半年，港股跟隨內地股市上揚。恒指和恒生國企指數繼於 2014 年上升 1.3% 及 10.8% 後，在 2015 年上半年分別攀升 11.2% 及 8.3%。交投十分活躍，市場表現波動。
24. 2015 年初，美國加息存在變數，加上對內地經濟增長放緩的憂慮，令市場受壓。其後，市場對內地的提振措施抱樂觀態度，推動股市向上。由於內地的互惠基金獲准透過滬港通投資於港股的消息，令市場憧憬會有更多資金流入，亦有助推高股市。市場對美國提早加息的憂慮減退，同樣令股市上揚。
25. 4 月，恒指攀升至逾 28,000 點的七年來高位。單日市場成交額在 4 月 9 日亦創出新高，達 2,915 億元¹。
26. 然而，由於市場對內地市場實施降溫措施的憂慮日增，令股市其後變得更加波動。美國加息時機及希臘債務問題存在變數，拖累股市表現。



2015 年上半年恒指及香港市場成交額（以十億元計）

資料來源：彭博

¹ 除另有註明外，本報告所述貨幣為港元。



港股現正面對的風險和不明朗因素

27. 港股表現將繼續受到與內地有關的風險和海外市況不明朗的雙重影響。隨著與內地市場的聯繫日趨緊密，港股表現更容易受到內地風險的影響。此外，海外市況轉變亦可能會影響資金流的方向及規模，從而可能會增加港股的波動性。

- 在內地，股市十分波動，令市場情緒變得越來越脆弱。由於股市已累積了龐大的升幅，投資者對估值的關注開始令市場受壓。融資餘額仍然高企，令市場憂慮政府會收緊融資。由於去槓桿化活動增加，投資者為求提早獲利，紛紛減持。經濟前景不明朗以及市場擔心不利的數據或有關政策變動的消息可能會觸發市場拋售及令市場出現調整，亦令投資者轉趨審慎。
- 在美國，加息的時機及幅度仍然存在變數。市場預期美國將於 2015 年底開始加息，惟需視乎聯儲局對經濟狀況的評估而定。市場擔心一旦美國加息，便可能會觸發區內及新興市場的資金流走，繼而加重區內資產市場的下行壓力。此外，由於各股票指數創新高，投資者對於估值的憂慮增加。
- 在歐洲，雖然區內經濟前景持續改善，而且希臘與債權人的債務談判已取得了一些進展，但是希臘債務問題仍然困擾市場。對於如何處理可能出現的希臘債務違約或希臘退出歐元區，目前並無明確的安排及程序。除此之外，區內政局不穩及商品價格波動亦引致市場在日後有更趨波動的風險。



2015 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

28. 本地股市交投增加。2015 年上半年，平均每日成交額達 1,253 億元，較 2014 年下半年的 759 億元上升 65%。
29. 內地股份仍然是交投最活躍的類別。2015 年上半年，內地股份佔市場總成交額的 36%（2014 年下半年佔 38%），而恒指成分股（H 股及紅籌股除外）則佔市場總成交額約 12%（2014 年下半年佔 16%）。

每日平均成交額（以十億元計）

	2015 年上半年		2014 年下半年		2014 年上半年		相對於以下期間的百分率變幅	
							2014 年下半年	2014 年上半年
恒生指數（H 股及紅籌股除外）	15.5	(12%)	12.0	(16%)	12.2	(19%)	29%	27%
內地股	45.7	(36%)	28.5	(38%)	22.4	(36%)	60%	104%
H 股	34.1	(27%)	20.2	(27%)	15.3	(24%)	69%	123%
紅籌股	11.6	(9%)	8.3	(11%)	7.1	(11%)	40%	63%
衍生權證	21.6	(17%)	9.8	(13%)	6.7	(11%)	120%	222%
牛熊證	6.7	(5%)	5.4	(7%)	4.6	(7%)	24%	46%
交易所買賣基金	10.9	(9%)	6.9	(9%)	2.5	(4%)	58%	336%
其他	24.9	(20%)	13.3	(18%)	14.5	(23%)	87%	72%
市場總計	125.3	(100%)	75.9	(100%)	62.9	(100%)	65%	99%

備註：括號內的百分率為市場分額。

資料來源：香港交易及結算所有限公司（香港交易所）及證監會研究科

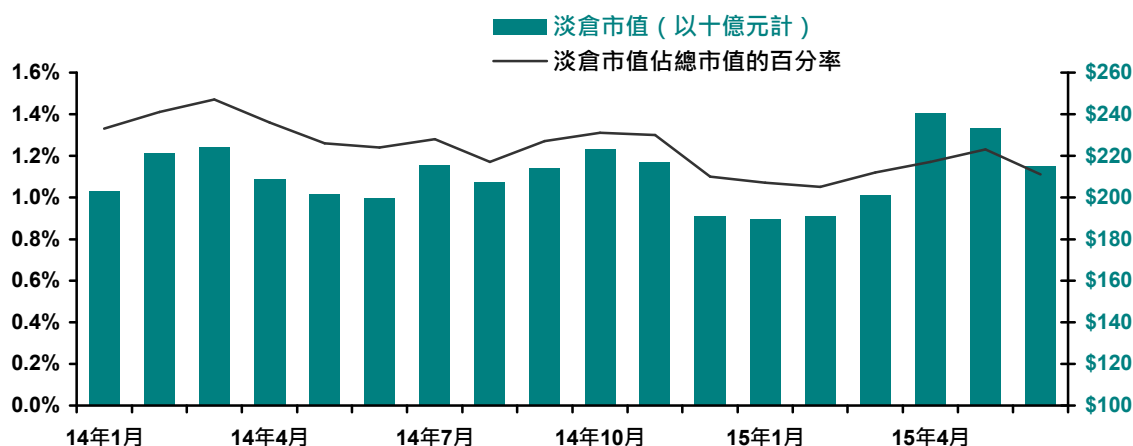
滬港通

30. 滬港通在 2014 年 11 月 17 日開通，啟動滬港股票市場交易互聯互通機制。上海證券交易所及香港交易所允許兩地投資者在一定的每日額度及總額度內買賣在對方市場上市的合資格股份。
31. 滬股通的每日額度定為人民幣 130 億元，而港股通的每日額度則定為人民幣 105 億元。2015 年上半年，
- 滬股通每日額度的使用量介乎人民幣約 4 千萬元（0.3%）至人民幣約 78 億元（60.0%）之間；及
 - 港股通每日額度的使用量介乎人民幣約 2 千萬元（0.1%）至人民幣約 105 億元（100.0%）之間。
32. 滬股通的總額度定為人民幣 3,000 億元，而港股通的總額度則定為人民幣 2,500 億元。截至 2015 年 6 月 30 日：
- 滬股通的累計總額度使用量為人民幣 1,636 億元（54.5%）；及
 - 港股通的累計總額度使用量為人民幣 1,036 億元（41.4%）。
33. 截至 2015 年 6 月 30 日，在滬股通下有 569 隻合資格股票，而在港股通下則有 286 隻合資格股票。2015 年上半年，
- 滬股通的平均每日成交額（買賣雙邊計）為人民幣 74 億元，佔上海市場成交額的 0.6%；及
 - 港股通的平均每日成交額（買賣雙邊計）為人民幣 35 億元，佔香港市場成交額的 1.8%。



賣空活動

34. 與 2014 年下半年比較，賣空活動的成交額有所增加，但佔市場總成交額的百分率則下跌。2015 年上半年，平均每日賣空交易額為 109 億元，佔市場總成交額的 8.8%。2014 年下半年，平均每日賣空交易額為 79 億元，佔市場總成交額的 10.5%。
35. 根據呈交的數據顯示，截至 2015 年 6 月 26 日，合計淡倉達 2,150 億元（佔已申報股份市值的 1.1%）。



資料來源：香港交易所及證監會研究科

首次公開招股

36. 香港在 2015 年上半年期間有 45 宗首次公開招股，總集資額達 1,294 億元，而 2014 年則有 115 宗首次公開招股（總集資額為 2,325 億元）。在 2015 年上半年期間，內地公司透過首次公開招股籌集的資金佔市場總集資額的 92%。根據市場估算，2015 年上半年，香港的首次公開招股活動全球排名第一。

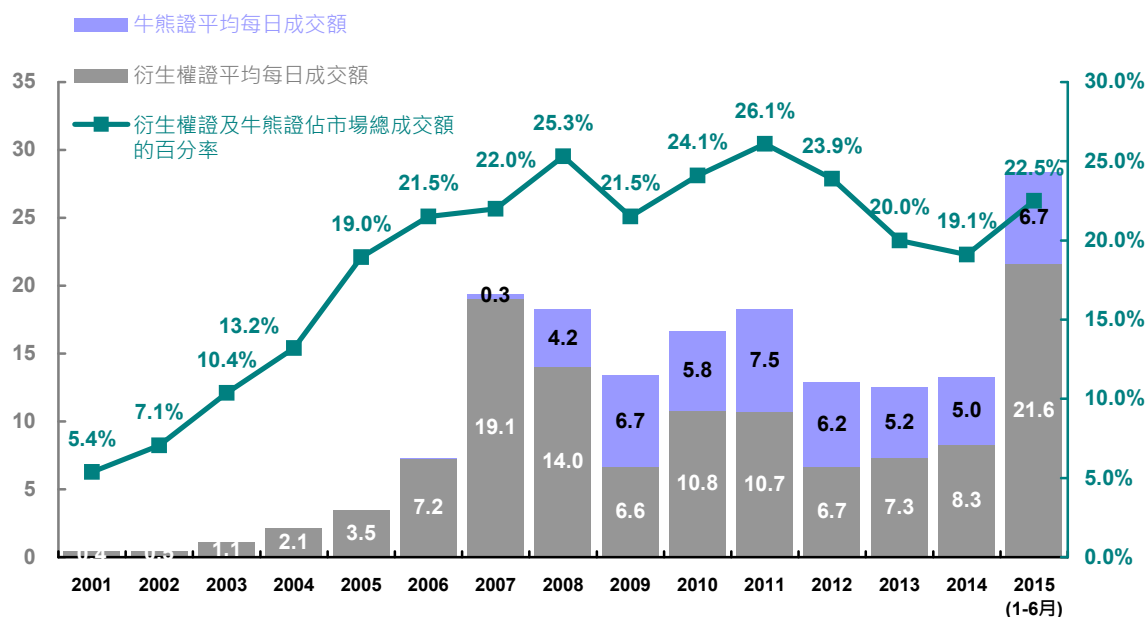
交易所買賣基金 (ETF)

37. ETF 的數目由 2014 年底的 122 隻，增加至 2015 年 6 月底的 128 隻。2015 年上半年，ETF 的平均每日成交額為 109 億元，較 2014 年下半年的 69 億元高 58%。2015 年上半年，ETF 的成交額佔市場總成交額的 9%（2014 年下半年則佔 9%）。A 股 ETF 的平均每日成交額為 91 億元，佔 ETF 總成交額的 83%（2014 年下半年則為 55 億元及佔 80%）。



衍生權證及牛熊證

38. 2015 年上半年，衍生權證交易無論是以成交額還是佔市場總成交額的百分率計算均有所增加。衍生權證的平均每日成交額上升至 216 億元（佔市場總成交額的 17.2%），而 2014 年下半年的平均每日成交額則為 98 億元（佔市場總成交額的 13.0%）。
39. 2015 年上半年，牛熊證交易的成交額有所增加，但佔市場總成交額的百分率則下跌。牛熊證的平均每日成交額增加至 67 億元（佔市場總成交額的 5.3%），而 2014 年下半年的平均每日成交額則為 54 億元（佔市場總成交額的 7.1%）。



衍生權證及牛熊證成交額（以十億元計）

資料來源：證監會研究科

交易所買賣衍生工具

40. 2015 年上半年，交易所買賣衍生工具的平均每日成交量較 2014 年下半年的水平增加 29%。期貨產品的平均每日成交量增加 31%。在期貨產品中，恒指期貨和恒生國企指數期貨是交投最活躍的合約，分別約佔所有期貨成交量的 26% 和 47%。與 2014 年下半年的水平比較，恒指期貨的平均每日成交量增加 4%，而恒生國企指數期貨的平均每日成交量則上升 42%。
41. 期權市場的平均每日成交量在 2015 年上半年上升 28%。股票期權仍是交投最活躍的期權產品，成交量較 2014 年下半年的水平增加 31%。



香港交易所衍生工具（按產品類別劃分）的每日平均成交量（合約張數）

	2015 年上半年	2014 年下半年	2014 年上半年	
期貨	恒指期貨	72,875	69,884	68,280
	小型恒指期貨	36,118	29,964	26,317
	恒生國企指數期貨	131,474	92,701	85,156
	小型恒生國企指數期貨	32,488	16,443	11,219
	股票期貨	3,656	1,949	1,505
	三個月港元利率期貨	1	0	0
	人民幣貨幣期貨	766	763	900
	黃金期貨	0	0	0
	其他期貨產品	1,350	1,040	1,444
	期貨總和	278,728	212,745	194,822
期權	恒指期權	31,398	31,990	28,825
	小型恒指期權	4,508	4,192	3,579
	恒生國企指數期權	50,559	37,538	35,282
	股票期權	442,928	338,898	263,163
	其他期權產品	256	155	144
	期權總和	529,649	412,774	330,994
期貨期權總和	808,377	625,519	525,816	

備註：每日平均成交量是以產品推出後的交易日數計算

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

42. 恒指及恒生國企指數期貨在收市後期貨交易時段的交易，在 2015 年上半年，相對於日間交易時段來說，依然活躍。

- 恒指及恒生國企指數期貨的平均每日成交量為 11,941 張合約，約佔日間交易時段成交量的 6.2%（2014 年下半年則為 9,344 張合約及佔 6.1%）。
- 小型恒指及小型恒生國企指數期貨的平均每日成交量為 6,288 張合約，約佔日間交易時段成交量的 10.0%（2014 年下半年則為 3,886 張合約及佔 9.1%）。
- 人民幣貨幣期貨的平均每日成交量為 79 張合約，約佔日間交易時段成交量的 11.3%（2014 年下半年則為 62 張合約及佔 8.8%）。