



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

研究論文 58 : 2015 年環球及香港證券市場回顧

2016 年 1 月 22 日

摘要

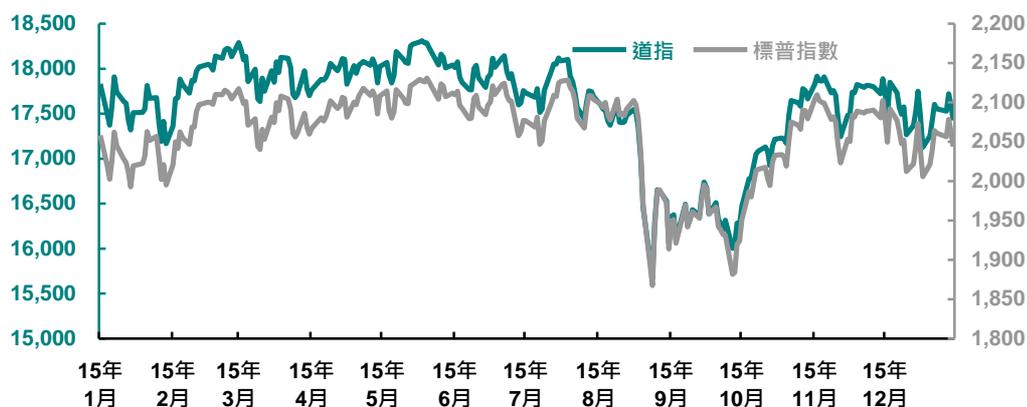
1. 2015年，美國道瓊斯指數（道指）和標普500指數（標普指數）分別下跌2.2%和0.7%，納斯達克指數（納指）則上揚5.7%。加息時機和經濟前景存在不明朗因素，加上商品價格下跌，令市況變得更為波動。
2. 在歐洲，德國DAX指數於年內上揚9.6%，曾創下歷史新高，表現較大部分主要市場優勝。法國CAC指數亦上漲8.5%。英國富時指數一度升至歷史高位，但全年下跌4.9%。雖然經濟前景暗淡，通縮憂慮陰霾不散，但由於歐洲中央銀行（歐洲央行）推出支持措施及歐元偏軟，大市被推高。
3. 在亞洲，日經225指數升9.1%，是連續第四年錄得升幅，並一度衝破20,000點水平，升至18年來高位。其他主要地區市場表現不一，由下跌14.3%（新加坡）至上升6.1%（越南）不等。
4. 在內地，上證綜合指數升9.4%。市場預期政府會採取支持政策及更多國有企業進行改革，刺激大市升破5,100點水平，達到七年來高位。然而，當局收緊融資交易規則，加上對人民幣貶值及經濟前景不穩定的憂慮，導致大市其後出現調整。
5. 香港的恒生指數（恒指）和恒生中國企業指數（恒生國企指數）分別下跌7.2%及19.4%，表現較主要海外市場遜色。隨著內地市場升勢，恒指曾於4月升至七年來高位。然而，內地市場其後出現大規模拋售，拖低港股。由於市場擔心內地經濟可能出現硬著陸及人民幣貶值，港股更趨波動。美國加息時機存在變數，拖累港股表現。
6. 港股現正面對的其中一些風險和不明朗因素包括：
 - 內地經濟增長情況及人民幣走勢令人關注；
 - 美國加息時機不明朗；
 - 美元和商品價格走勢令人關注；及
 - 歐洲和日本的經濟復甦乏力。
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增加52%。期貨及期權產品的交投分別增加46%及26%。

股票市場在 2015 年的表現

- 2015 年，大部分主要市場在政府推出支持措施的樂觀情緒帶動下攀升。2015 年初，對美國加息的憂慮及環球經濟前景的不明朗因素令市場受壓。其後，由於經濟數據向好及企業盈利有所改善，市場人士感到樂觀，大部分股市因而回升。2015 年底，歐洲、日本及內地的中央銀行在美國聯邦儲備銀行（聯儲局）退出刺激經濟措施後，紛紛採取刺激經濟政策，為環球股市帶來支持。

美國

- 美國股市因加息時機和經濟前景存在不明朗因素，令 2015 年的市況波動。道指、標普指數和納指在 5 月曾攀升至歷史新高，但其後出現回吐。2015 年底，道指和標普指數分別下跌 2.2% 和 0.7%，納指則上揚 5.7%。
- 2015 年初，對加息的憂慮減退，令美國股市上揚。聯儲局在議息聲明中放棄對加息保持耐性的承諾，但強調加息決定將取決於經濟數據。經濟數據溫和，未足以支持提早加息。1 月，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%）。
- 然而，在 8 月，人民幣貶值，增添市場對內地及環球經濟前景的憂慮，令美股出現調整。8 月 24 日，道指曾急瀉超過 1,000 點，錄得有史以來最大的日內跌幅。
- 其後，經濟數據向好及企業盈利改善，刺激股市反彈。聯儲局表示對美國經濟有信心。歐洲可能推出新一輪刺激經濟措施，加上內地採取貨幣寬鬆政策，亦提振了投資者情緒。
- 12 月，在聯儲局一如市場預期加息 25 個基點，並承諾會循序漸進地加息後，股市上揚。其後，市場憂慮石油供應過剩及需求疲弱，導致油價跌至每桶 35 美元的近七年底位，能源股拖累大市表現，抵銷了股市的升幅。



2015 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

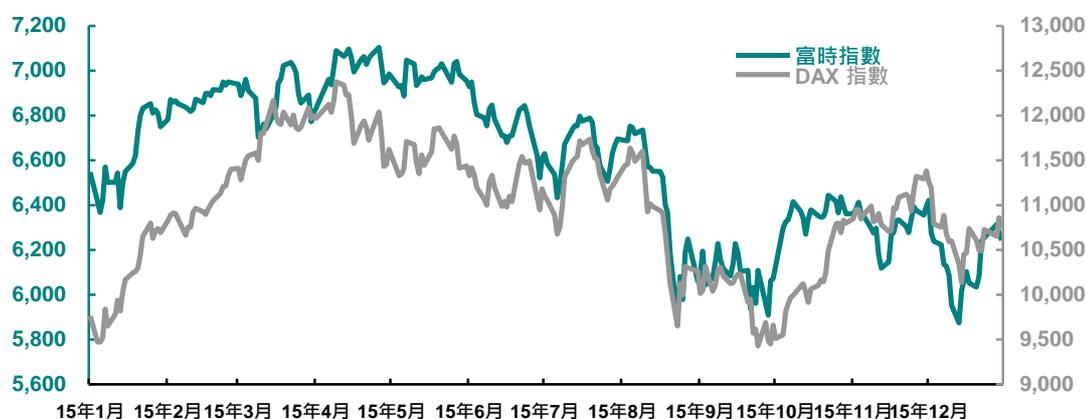
		2015 年底 指數水平	百分率變幅			市盈率 2015 年底
			2015 年	2014 年	2013 年	
香港及內地						
香港	-恒指	21,914.40	-7.2%	1.3%	2.9%	9.68
	-恒生國企指數	9,661.03	-19.4%	10.8%	-5.4%	7.16
內地	-上證綜合指數	3,539.18	9.4%	52.9%	-6.7%	18.64
	-深證綜合指數	2,308.91	63.2%	33.8%	20.0%	53.56
亞洲						
日本	-日經 225 指數	19,033.71	9.1%	7.1%	56.7%	20.00
澳洲	-所有普通股指數	5,344.60	-0.8%	0.7%	14.8%	25.85
台灣	-台灣加權指數	8,338.06	-10.4%	8.1%	11.8%	13.27
韓國	-韓國綜合指數	1,961.31	2.4%	-4.8%	0.7%	14.18
新加坡	-海峽時報指數	2,882.73	-14.3%	6.2%	0.0%	13.33
泰國	-泰國證券交易所指數	1,288.02	-14.0%	15.3%	-6.7%	16.84
馬來西亞	-吉隆坡綜合指數	1,692.51	-3.9%	-5.7%	10.5%	18.00
印尼	-雅加達綜合指數	4,593.01	-12.1%	22.3%	-1.0%	26.78
印度	-印度 Nifty 指數	7,946.35	-4.1%	31.4%	6.8%	20.84
菲律賓	-菲律賓綜合指數	6,952.08	-3.9%	22.8%	1.3%	19.94
越南	-越南 VN 指數	579.03	6.1%	8.1%	22.0%	11.31
美國						
美國	-道指	17,425.03	-2.2%	7.5%	26.5%	15.36
	-納指	5,007.41	5.7%	13.4%	38.3%	31.11
	-標普指數	2,043.94	-0.7%	11.4%	29.6%	18.26
歐洲						
英國	-富時指數	6,242.32	-4.9%	-2.7%	14.4%	27.92
德國	-DAX 指數	10,743.01	9.6%	2.7%	25.5%	22.76
法國	-CAC 指數	4,637.06	8.5%	-0.5%	18.0%	21.26
PIIGS 五國及匈牙利						
葡萄牙	-PSI20 指數	5,313.17	10.7%	-26.8%	16.0%	28.67
意大利	-FTSEMIB 指數	21,418.37	12.7%	0.2%	16.6%	不適用
愛爾蘭	-ISEQ 指數	6,791.68	30.0%	15.1%	33.6%	23.48
希臘	-ASE 指數	631.35	-23.6%	-28.9%	28.1%	不適用
西班牙	-IBEX 指數	9,544.20	-7.2%	3.7%	21.4%	18.33
匈牙利	-BUX 指數	23,920.65	43.8%	-10.4%	2.2%	22.24
中東及北非						
埃及	-EGX30 指數	7,006.01	-21.5%	31.6%	24.2%	9.59
杜拜	-DFMGI 指數	3,151.00	-16.5%	12.0%	107.7%	12.38
BRIC 其他國家						
巴西	-IBOV 指數	43,349.96	-13.3%	-2.9%	-15.5%	25.17
俄羅斯	-MICEX 指數	1,761.36	26.1%	-7.1%	2.0%	10.46

資料來源：彭博

歐洲

- 2015 年，歐洲市場表現參差。德國 DAX 指數於年內上揚 9.6%，曾一度創下歷史新高，表現較大部分主要市場優勝。法國 CAC 指數亦上漲 8.5%。英國富時指數一度升至歷史高位，但全年下跌 4.9%。
- 2015 年初，在歐洲央行推出刺激經濟措施及歐元區內的經濟數據強勁的支持下，經濟及盈利前景改善，帶動歐洲股市上揚。歐羅兌美元跌至 12 年來低位，令市場對企業盈利感到樂觀。歐洲央行維持基準利率不變，並開始在 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。
- 市場憂慮希臘的債務危機及希臘可能退出歐元區，令歐洲股市一度受壓，但在希臘於 7 月就其改革方案作出大幅讓步以換取救助資金後，有關憂慮得以減退。希臘股市休市五個星期後，於 8 月初復市。年內希臘遭標準普爾、穆迪及惠譽降低信貸評級。
- 歐洲經濟前景暗淡令市場受壓。對內地經濟放緩和美元走高的憂慮，及有關美國加息時機的不明朗因素持續。商品價格波動亦影響了投資者情緒。

18. 10月，由於歐洲央行暗示，可能將其買債計劃延長至2016年之後以刺激經濟增長，市況反彈。對美國提早加息的憂慮得以舒緩亦為大市帶來支持。11月在巴黎發生的恐怖襲擊似乎沒有對市場造成太大影響。
19. 接近年底，市況更趨波動。雖然歐洲央行於12月將其買債計劃延長六個月及將存款利率降低10個基點至-0.3%，但投資者對這些刺激經濟措施的規模感到失望。葡萄牙政局持續不穩，加上土耳其與俄羅斯之間的地緣政治局勢仍然緊張，進一步損害了投資者情緒。



2015年富時指數及DAX指數的表現

資料來源：彭博

亞洲

20. 日本方面，日經225指數在2015年升9.1%，是連續第四年錄得升幅，並一度衝破20,000點水平，升至18年來高位。2015年初，經濟前景改善和日本企業盈利可觀，支持股市穩步上揚。日圓偏軟，曾一度跌至12年來低位，令出口股受惠。市場憧憬政府會推出更多刺激經濟措施，繼續為大市帶來支持。12月，日本銀行公布交易所買賣基金購買計劃，惟購買規模較預期小。
21. 其他主要地區市場在2015年的表現不一，由下跌14.3%（新加坡）至上升6.1%（越南）不等。對人民幣貶值及美國加息可能引致資金外流的憂慮，影響了投資者情緒。8月在泰國發生的炸彈襲擊對區內市場造成的影響似乎有限。

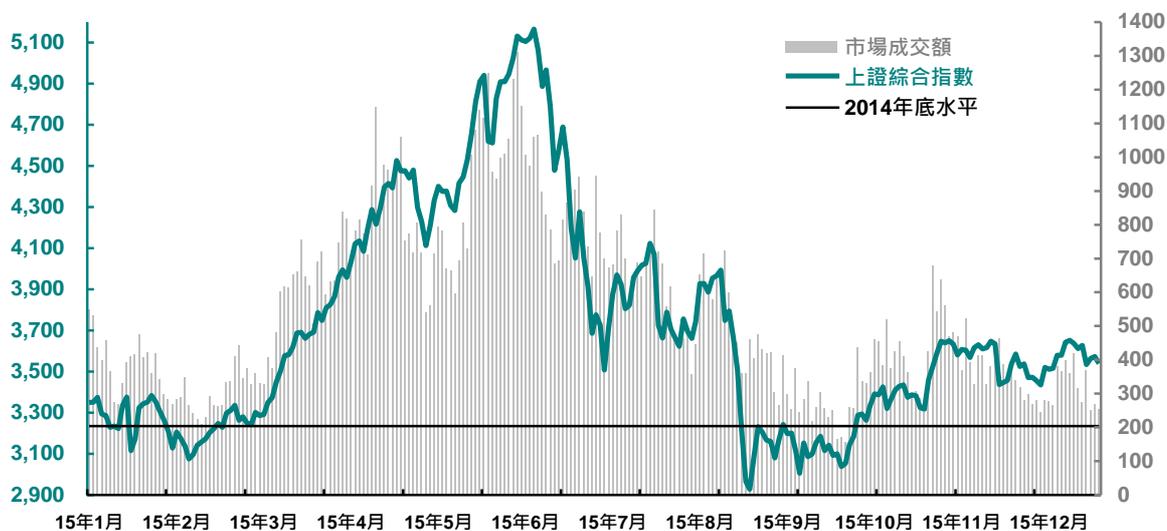


2015年日經225指數的表現

資料來源：彭博

內地

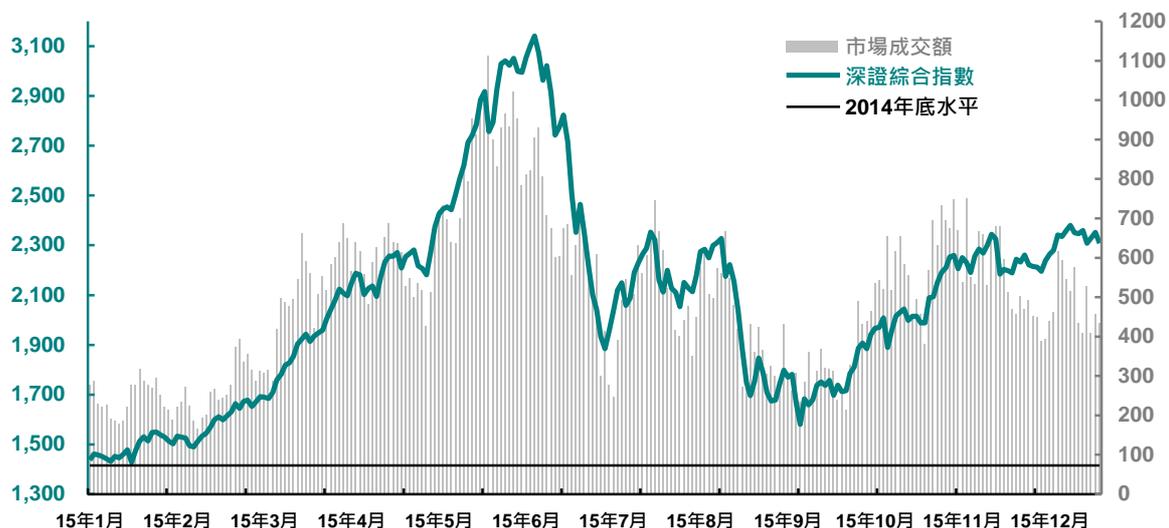
22. 上證綜合指數繼 2014 年攀升 52.9%後，在 2015 年持續上揚 9.4%。然而，股市十分波動。
23. 最初，市場因揣測政府推出支持措施而上揚。市場對“一帶一路”抱樂觀態度，為大市帶來支持。6 月中，上證綜合指數升破 5,100 點水平，達到七年來高位。融資餘額在 6 月升至人民幣 2.3 萬億元的高位。上海及深圳股市交投活躍，每日成交總額在 5 月 28 日升至歷史新高，達到逾人民幣 2.4 萬億元的水平。
24. 股市升勢能否持續存在不明朗因素，導致市場情緒不穩，市況其後出現調整。當局收緊融資交易規則，拖累大市下跌。市場亦擔心首次公開招股活動會減低資金流動性。此外，市場對經濟增長放緩的憂慮揮之不去。
25. 7 月，內地當局公布了一系列支持市場的措施。中國證券監督管理委員會成立股市穩定基金及暫停新股發行。中國人民銀行（人民銀行）提供流動性，支持券商透過融資買入股份。
26. 8 月 11 至 13 日期間，人民幣合共貶值 4.4%。全球投資者對人民幣貶值大為震驚，引發市場憂慮內地經濟狀況轉差及人民幣進一步走低。對政府縮減支持措施的憂慮，亦令大市受壓。月內上證綜合指數跌穿 3,000 點水平。
27. 10 月，人民銀行將利率調低 25 個基點，是 2015 年內的第五次降息（2015 年合共降息 125 個基點）。市況之後略為回升。人民銀行亦將存款準備金率調低 50 個基點，是年內的第五次降準（2015 年合共降準 300 個基點）。其後，國際貨幣基金組織一如市場預期宣布將人民幣納入特別提款權貨幣籃子，權重為 10.92%。市場對政府推出更多支持政策抱有樂觀態度，支撐大市向上。
28. 然而，部分升幅於 2015 年底收窄。由於預期首次公開招股註冊制實施後會有更多新股上市，令更多人關注到流動性問題。投資者亦關注在早前股市出現調整時對大股東施加的六個月股份禁售期將於 2016 年 1 月初屆滿。



2015 年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

29. 深證綜合指數繼 2014 年上揚 33.8%後，在 2015 年飆升 63.2%。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。然而，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。接近年底，市場因政府在內地第十三個五年規劃中承諾發展高技術產業而出現反彈。

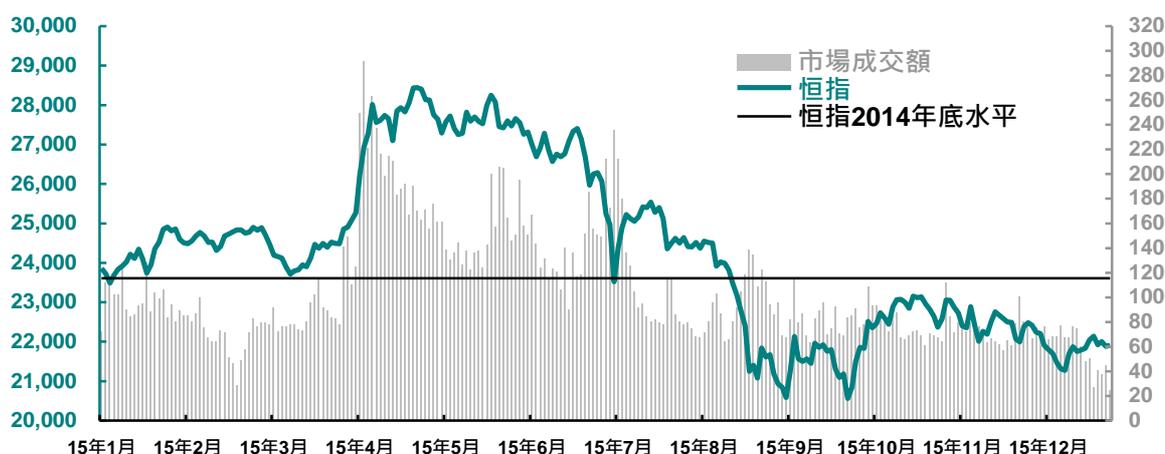


2015 年深證綜合指數及市場成交額（以人民幣十億元計）

資料來源：彭博

香港

30. 2015 年，恒指及恒生國企指數分別下跌 7.2% 及 19.4%，而在 2014 年則分別上升 1.3% 及 10.8%。香港股市的表現較主要海外市場遜色。
31. 2015 年初，港股跟隨內地股市上揚。市場對透過滬港通有更多資金流入持樂觀態度，及憧憬內地推出更多支持措施，帶動股市上揚。4 月，恒指攀升至逾 28,000 點的七年高位。單日市場成交額在 4 月 9 日亦創出新高，達 2,915 億元¹。
32. 2015 年中，港股因內地市場出現大規模拋售而變得波動。恒指在 7 月 8 日錄得有史以來最大日內跌幅，一度大跌 2,138 點，收市報跌 1,458 點（5.8%）。
33. 由於市場擔心內地經濟可能出現硬著陸及人民幣貶值，港股跌幅擴大及更趨波動。美國加息時機存在變數，拖累港股表現。能源股及資源股因商品價格下跌而受壓。
34. 其後，港股因市場憧憬內地進一步推出刺激措施而反彈。隨著美國聯儲局決定未來加息步伐會以循序漸進方式進行，跌幅略為收窄。
35. 2015 年底，內地經濟前景及人民幣匯率波動性持續不明朗，拖累港股表現，而市場憂慮內地恢復首次公開招股活動會影響流動性，同樣令大市下跌。



2015 年恒指及市場成交額（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

36. 2015年，港股繼續因內地和海外市場波動而受到影響。展望未來，港股面臨的風險及不明朗因素包括：

- 內地經濟增長情況及人民幣走勢令人關注 — 儘管當局已採取貨幣寬鬆政策，但市場對內地經濟增長放緩的憂慮揮之不去。投資者情緒變得脆弱，對經濟前景及政府政策變動的消息表現敏感。香港與內地市場的聯繫緊密，會令港股表現受到影響。投資者關注人民幣貶值可能觸發新興市場的貨幣爭相貶值，加速資金外流。香港市場是新興亞洲經濟體的一部分，亦將受到影響。
- 美國加息時機不明朗 — 儘管美國聯儲局已表明，計劃以循序漸進的步伐加息，但實際的加息速度仍屬未知之數。市場憂慮加息可能會繼續拖累全球經濟增長。海外市場加劇波動，可能引發外溢效應，或會對香港市場造成影響。
- 美元和商品價格的走勢令人關注 — 美元強勢，加上全球對商品需求疲弱，或會導致原油和其他商品價格的波動加劇，影響新興市場（當中部分市場極為依賴商品出口）。
- 歐洲和日本的經濟復甦乏力 — 歐洲方面，經濟復甦仍然脆弱，通縮憂慮揮之不去。日本雖然繼續推行刺激經濟措施，但仍然面對進一步衰退的風險。這些因素均對全球經濟及市場前景構成影響。

2015年香港證券市場主要數據

本地股票市場的交易活動

37. 本地股市交投增加。2015年，平均每日成交額達1,056億元，較2014年695億元的水平上升52%。
38. 內地股份仍然是交投最活躍的股份類別。2015年，內地股份佔市場總成交額的36%（2014年佔37%），而恒指成分股（H股及紅籌股除外）則佔市場總成交額約13%（2014年佔17%）。

每日平均成交額（以十億元計）

	2015年		2014年		相對於2014年的百分率變幅
恒生指數（H股及紅籌股除外）	13.9	(13%)	12.1	(17%)	15%
內地股	37.7	(36%)	25.5	(37%)	48%
H股	27.9	(27%)	17.8	(26%)	57%
紅籌股	9.8	(9%)	7.7	(11%)	27%
衍生權證	18.2	(17%)	8.3	(12%)	120%
牛熊證	7.4	(7%)	5.0	(7%)	48%
交易所買賣基金	8.8	(8%)	4.7	(7%)	87%
其他	19.6	(18%)	13.9	(20%)	41%
市場總計	105.6	(100%)	69.5	(100%)	52%

備註：括號內的百分率為市場分額。

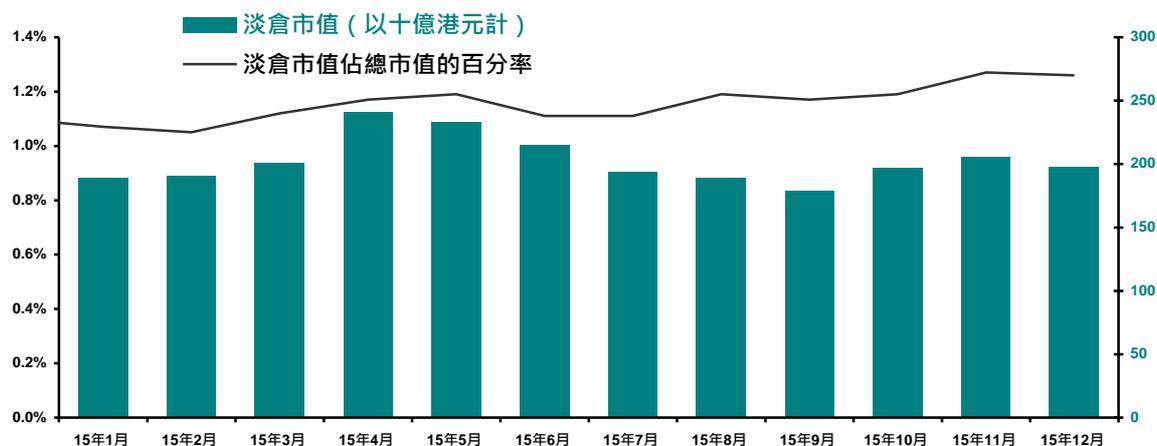
資料來源：香港交易及結算所有限公司（香港交易所）及證監會研究科

滬港通

39. 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，兩地投資者可以在一定的每日及總額度內買賣在對方市場上市的合資格股份。
40. 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 年期間，
- 滬股通每日額度的使用量介乎約人民幣 1 千萬元（0.1%）至約人民幣 83 億元（63.6%）之間；及
 - 港股通在 4 月 8 日及 9 日用盡每日額度。至於其他日子，港股通每日額度的使用量介乎約人民幣 2 百萬元（0.02%）至約人民幣 54 億元（51.3%）之間。
41. 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 12 月 31 日，
- 滬股通的累計總額度使用量為人民幣 1,197 億元（39.9%）；及
 - 港股通的累計總額度使用量為人民幣 1,083 億元（43.3%）。
- 按百分率計，港股通的累計總額度使用量在 2015 年 12 月首次超過滬股通的累計總額度使用量。
42. 截至 2015 年 12 月 31 日，在滬股通下有 569 隻合資格股票，而在港股通下則有 296 隻合資格股票。2015 年期間，
- 滬股通的平均每日成交額為人民幣 64 億元，佔上海市場成交額的 0.6%。交投活躍的股份大多是大型股及 AH 股；及
 - 港股通的平均每日成交額為人民幣 27 億元，佔香港市場成交額的 1.6%。交投活躍的股份大多是大型股、AH 股及內地民營企業股。

賣空活動

43. 與 2014 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，平均每日賣空交易額為 100 億元，佔市場總成交額的 9.5%。2014 年，平均每日賣空交易額為 72 億元，佔市場總成交額的 10.3%。
44. 根據呈交給證監會的數據顯示，截至 2015 年 12 月 31 日，合計淡倉達 1,978 億元（佔已申報股份市值的 1.3%）。



2015 年淡倉市值（以十億元計）

資料來源：證監會研究科

首次公開招股

45. 香港在 2015 年有 124 宗首次公開招股，總集資額達 2,613 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，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%。香港的首次公開招股活動在 2015 年全球排名第一，在 2014 年及 2013 年均全球排名第二。

全球十大股市（以首次公開招股集資額計）（2015 年）

	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
香港	33.7	1	1
美國（紐約泛歐交易所集團）	19.7	2	
美國（納斯達克 OMX）	18.0	3	
英國（倫敦）	17.5	4	
上海	17.5	5	2
日本（東京）	15.7	6	3
西班牙	9.4	7	
深圳	8.0	8	4
德國	7.8	9	
歐洲（紐約泛歐交易所集團）	7.7	10	

備註：以上僅為臨時數據。

資料來源：國際證券交易所聯會及香港交易所

交易所買賣基金（ETF）

46. ETF 的數目由 2014 年底的 122 隻，增加至 2015 年底的 133 隻。2015 年，ETF 的平均每日成交額為 88 億元，較 2014 年的 47 億元高 87%。2015 年，ETF 的成交額佔市場總成交額的 8%（2014 年則佔 7%）。A 股 ETF 的平均每日成交額為 60 億元，佔 ETF 總成交額的 68%（2014 年則為 36 億元及佔 76%）。

衍生權證及牛熊證

47. 2015 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 182 億元（佔市場總成交額的 17.3%），而 2014 年的平均每日成交額則為 83 億元（佔市場總成交額的 11.9%）。
48. 2015 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。2015 年，牛熊證的平均每日成交額為 74 億元（佔市場總成交額的 7.0%）。2014 年，牛熊證的平均每日成交額則為 50 億元（佔市場總成交額的 7.2%）。



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

49. 2015年，交易所買賣衍生工具的平均每日成交量較2014年的水平增加33%。

- 期貨產品的平均每日成交量增加46%。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29%和45%。與2014年的水平比較，恒指期貨和恒生國企指數期貨的平均每日成交量分別增加24%及52%。
- 期權產品的平均每日成交量上升26%。股票期權仍是交投最活躍的期權產品，成交量較2014年的水平增加24%。

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	2014	2013
期貨	恒指期貨	85,991	69,098	80,247
	小型恒指期貨	40,674	28,177	32,188
	恒生國企指數期貨	135,139	89,005	85,538
	小型恒生國企指數期貨	30,391	13,884	9,232
	股票期貨	2,951	1,731	1,882
	三個月港元利率期貨	0	0	0
	人民幣貨幣期貨	1,062	830	568
	黃金期貨 [^]	0	0	0
	其他期貨產品*	1,210	1,238	1,214
	期貨總和	297,418	203,965	210,869
期權	恒指期權	30,427	30,440	35,252
	小型恒指期權	4,185	3,892	4,743
	恒生國企指數期權	61,961	36,433	32,899
	股票期權	374,346	301,797	249,295
	其他期權產品**	183	150	164
期權總和	471,102	372,712	322,353	
期貨期權總和	768,520	576,676	533,222	

備註：每日平均成交量是以產品推出後的交易日數計算。

[^] 黃金期貨交易在2015年3月16日終止。

* 中華交易服務中國120指數期貨（2013年8月12日推出）、倫敦鋁期貨小型合約（2014年12月1日推出）、倫敦鋅期貨小型合約（2014年12月1日推出）、倫敦銅期貨小型合約（2014年12月1日推出）、倫敦鉛期貨小型合約（2015年12月14日推出）、倫敦鎳期貨小型合約（2015年12月14日推出）及倫敦錫期貨小型合約（2015年12月14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

50. 恒指及恒生國企指數期貨在收市後期貨交易時段的交易，較2014年活躍。小型恒指期貨、小型恒生國企指數期貨及人民幣貨幣期貨的交易亦更為活躍。

- 2015年，恒指及恒生國企指數期貨的平均每日成交量為14,088張合約，約佔日間交易時段成交量的6.8%，2014年則為8,630張合約及佔5.8%。
- 2015年，小型恒指期貨及小型恒生國企指數期貨的平均每日成交量為7,333張合約，約佔日間交易時段成交量的11.4%，2014年則為3,264張合約及佔8.3%。
- 2015年，人民幣貨幣期貨的平均每日成交量為135張合約，約佔日間交易時段成交量的14.4%，2014年則為51張合約及佔7.8%。