



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

研究論文 **59**：環球及香港證券市場半年回顧

2016年7月15日



摘要

1. 2016年上半年，道瓊斯指數（道指）和標普500指數（標普指數）分別上升2.9%和2.7%，納斯達克指數（納指）則下跌3.3%。2016年初，美國的經濟數據及企業盈利均遜於預期。3月，隨著市場對美國加息的擔憂逐漸緩和，市況改善，投資者對於美國經濟有能力承受加息衝擊日趨樂觀。然而，英國於6月23日公投決定退出歐洲聯盟（歐盟），令英國以至全球金融市場更為波動。後來，由於對英國脫歐的憂慮有所緩解，投資者情緒改善，股市反彈。
2. 在歐洲，英國富時指數上升4.2%，而德國DAX指數及法國CAC指數分別下跌9.9%及8.6%。2016年初，鑑於環球經濟前景持續不明朗，通縮憂慮陰霾不散，令市場下滑。另外，油價下跌亦觸發市場憂慮銀行面臨更多能源公司的壞帳。3月，歐洲中央銀行（歐洲央行）推出刺激經濟措施，帶動市場上升。6月，由於對英國脫歐的憂慮，市況再次波動。其後，對英國脫歐的憂慮有所緩解，而且市場憧憬央行可能採取更多刺激經濟措施以支持市場和經濟，股市因而收復失地。尤其是，英鎊疲弱或能強化來自海外的收入，令英國股市反彈。
3. 亞洲方面，在日本，日經225指數在2016年上半年下跌了18.2%。對環球和當地經濟前景疲弱及商品價格下滑的憂慮揮之不去，令日本市場下跌。日圓轉強亦加劇跌市。區內其他主要市場在2016年上半年表現參差，由下跌2.3%（馬來西亞）至上升12.2%（泰國）不等。
4. 在內地，上證綜合指數及深證綜合指數在2016年上半年分別下跌17.2%及14.5%。市場對人民幣偏軟及經濟前景不明朗感到憂慮。投資者亦擔心，儘管經濟前景疲弱，政府可能依然採取審慎貨幣政策。公司債券方面的違約風險引起關注，亦令市場受壓。
5. 在香港，恒生指數（恒指）及恒生中國企業指數（恒生國企指數）跟隨內地股市跌勢，分別下跌5.1%及9.8%。人民幣及商品價格波動，令跌幅擴大。美國加息時機存在變數，加上憂慮內地的信貸風險和壞帳攀升，令市場受壓。英國脫歐帶來不明朗因素，影響市場氣氛。市場預期各地央行將可能推出刺激經濟措施及揣測深港通快將推行，令跌幅略為收窄。
6. 港股現正面對的其中一些主要風險和不明朗因素包括：
 - 美國加息的時機不明朗，及美元轉強，或會令油價波幅擴大；
 - 內地經濟增長放緩和人民幣匯率波動令人關注，以及政府推出刺激經濟措施的希望變得渺茫；及
 - 英國脫歐後，歐洲的政治及經濟形勢存在不明朗因素，及對環球金融市場帶來負面影響。
7. 現貨市場的交投減少，但交易所買賣衍生工具的交投有所上升。現貨市場的平均每日成交額較2015年下半年下跌22%。期貨產品的交投增加16%，而期權產品的交投則與2015年下半年的水平相若。



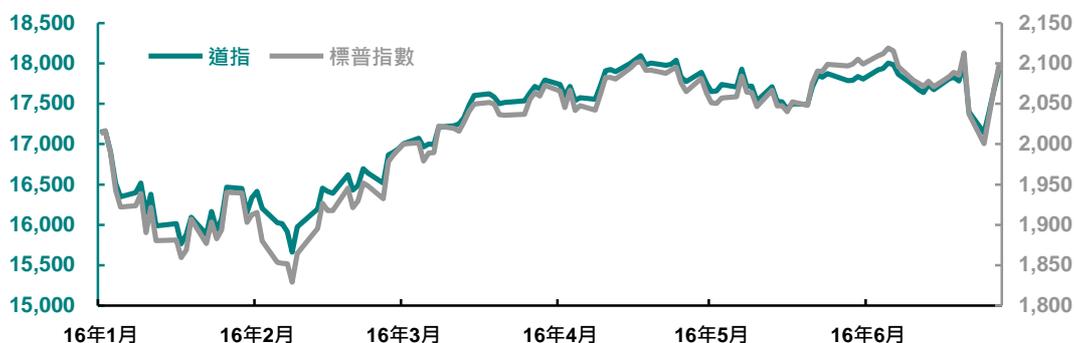
股票市場在 2016 年上半年的表現

- 2016 年上半年，由於環球及內地股市波動，令港股下挫。市場對環球經濟前景的憂慮加深，反映美國加息存在不明朗因素。內地經濟增長放緩令人關注，加上人民幣及股市表現皆出現波動，令港股受壓。

美國

- 2016 年上半年，道指及標普指數分別上升 2.9% 和 2.7%，納指則下跌 3.3%。
- 2016 年初，市場因憂慮環球經濟前景而下挫。美國的經濟數據及企業盈利均遜於預期。油價一度跌穿每桶 30 美元，創 12 年新低，令市場對需求增長減慢的憂慮升溫。人民幣表現疲弱，亦引起市場對內地經濟增長放緩的關注。
- 股市自 2 月中開始反彈。聯儲局表示因全球風險上升而對加息採取審慎態度，令市場對加息的憂慮略為緩和。經濟數據向好，顯示美國經濟已重拾動力。
- 6 月初，由於油價大幅反彈至每桶超過 50 美元，標普指數升近歷史高位。投資者對於美國經濟有能力承受加息衝擊日趨樂觀。
- 市場因英國於 6 月 23 日公投決定退出歐盟而下跌，但後來因對英國脫歐衝擊的憂慮有所緩解而大幅反彈。投資者預期央行可能會推出更多刺激經濟措施以支持市場。
- 在 6 月的政策會議，聯儲局一如預期維持利率不變，但表示或會在 2016 年加息兩次。然而，在英國公投決定脫歐後，市場預期聯儲局可能會推遲加息，股市反彈。

2016 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

		2016年6月底	百分率變幅			市盈率
		指數水平	年初至今	2015年	2014年	2016年6月底
香港及內地						
香港	-恒指	20,794.4	-5.1%	-7.2%	1.3%	10.32
	-恒生國企指數	8,712.9	-9.8%	-19.4%	10.8%	6.81
中國內地	-上證綜合指數	2,929.6	-17.2%	9.4%	52.9%	16.14
	-深證綜合指數	1,974.2	-14.5%	63.2%	33.8%	45.29
亞洲						
日本	-日經 225 指數	15,575.9	-18.2%	9.1%	7.1%	18.62
澳洲	-所有普通股指數	5,310.4	-0.6%	-0.8%	0.7%	25.27
台灣	-台灣加權指數	8,666.6	3.9%	-10.4%	8.1%	15.36
韓國	-韓國綜合指數	1,970.4	0.5%	2.4%	-4.8%	16.58
新加坡	-海峽時報指數	2,840.9	-1.5%	-14.3%	6.2%	11.94
泰國	-泰國證券交易所指數	1,445.0	12.2%	-14.0%	15.3%	19.79
馬來西亞	-吉隆坡綜合指數	1,654.1	-2.3%	-3.9%	-5.7%	18.21
印尼	-雅加達綜合指數	5,016.6	9.2%	-12.1%	22.3%	26.86
印度	-印度 Nifty 指數	8,287.8	4.3%	-4.1%	31.4%	21.09
菲律賓	-菲律賓綜合指數	7,796.3	12.1%	-3.9%	22.8%	22.97
越南	-越南 VN 指數	632.3	9.2%	6.1%	8.1%	13.74
美國						
美國	-道指	17,930.0	2.9%	-2.2%	7.5%	17.01
	-納指	4,842.7	-3.3%	5.7%	13.4%	30.48
	-標普指數	2,098.9	2.7%	-0.7%	11.4%	19.44
歐洲						
英國	-富時指數	6,504.3	4.2%	-4.9%	-2.7%	48.57
德國	-DAX 指數	9,680.1	-9.9%	9.6%	2.7%	21.24
法國	-CAC 指數	4,237.5	-8.6%	8.5%	-0.5%	23.20
PIIGS 五國及匈牙利						
葡萄牙	-PSI20 指數	4,453.7	-16.2%	10.7%	-26.8%	28.70
意大利	-FTSEMIB 指數	16,197.8	-24.4%	12.7%	0.2%	42.15
愛爾蘭	-ISEQ 指數	5,642.5	-16.9%	30.0%	15.1%	16.76
希臘	-ASE 指數	542.1	-14.1%	-23.6%	-28.9%	不適用
西班牙	-IBEX 指數	8,163.3	-14.5%	-7.2%	3.7%	20.45
匈牙利	-BUX 指數	26,325.6	10.1%	43.8%	-10.4%	不適用
中東及北非						
埃及	-EGX30 指數	6,942.5	-0.9%	-21.5%	31.6%	不適用
杜拜	-DFMGI 指數	3,311.1	5.1%	-16.5%	12.0%	11.12
BRIC 其他國家						
巴西	-IBOV 指數	51,526.9	18.9%	-13.3%	-2.9%	86.60
俄羅斯	-MICEX 指數	1,891.1	7.4%	26.1%	-7.1%	7.67

資料來源：彭博

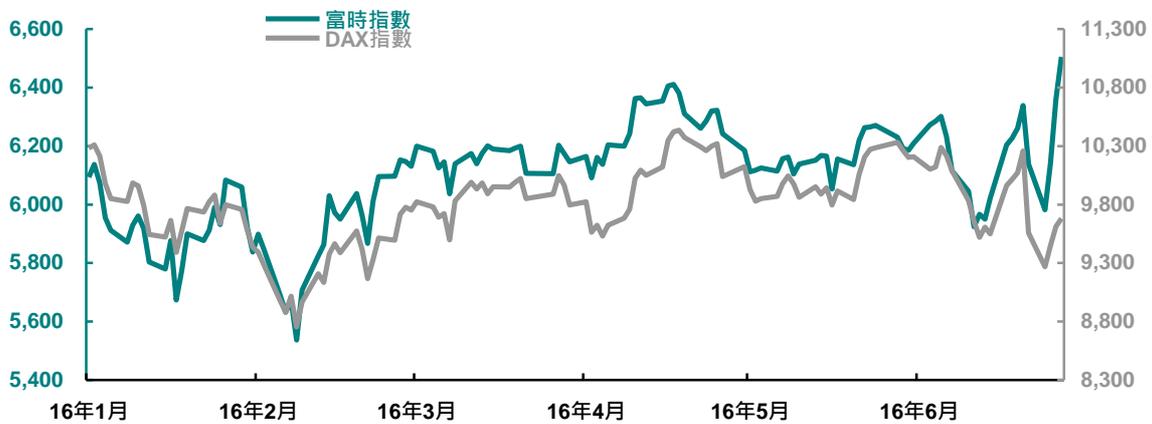
歐洲

- 在歐洲，英國富時指數上升 4.2%，而德國 DAX 指數及法國 CAC 指數分別下跌 9.9% 及 8.6%。2016 年初，市場下滑，反映環球經濟前景持續不明朗。瑞典中央銀行將利率由負 0.35% 再削減至負 0.50%，加深了市場對通縮的憂慮。另外，油價下跌亦觸發市場憂慮銀行面臨更多能源公司的壞帳。



16. 歐洲央行推出刺激經濟措施，帶動市場上升。歐洲央行在 3 月初將其基準利率由 0.05% 下調至 0%，及將其每月購買資產計劃的規模由 600 億歐羅擴大至 800 億歐羅，令市場感到意外。歐洲央行亦向銀行提供廉價資金，以在低息環境中向業界提供支持。
17. 在 4 月，由於區內經濟前景仍然疲弱，市場對可能有進一步放寬銀根措施漸感樂觀。國際貨幣基金組織將其對歐元區 2016 年國內生產總值的預測由 1.7% 下調至 1.5%。
18. 在 6 月，由於英國公投決定退出歐盟，引起市場關注脫歐對歐洲經濟、金融及政治穩定的影響，市況再次波動；英鎊兌美元跌至 1985 年以來的最低水平。穆迪將英國的信貸評級展望由穩定下調至負面。標普則將英國的評級從 AAA 下調兩級至 AA，而惠譽亦將其評級從 AA+ 下調一級至 AA。首相卡梅倫辭職，令英國政局增添不明朗因素。其後，對英國脫歐的憂慮有所緩解，而且市場憧憬央行可能採取更多刺激經濟政策以支持市場和經濟，股市因而收復失地。尤其是，英鎊疲弱或能強化來自海外的收入，令英國股市反彈。

2016 年上半年富時指數及 DAX 指數的表現



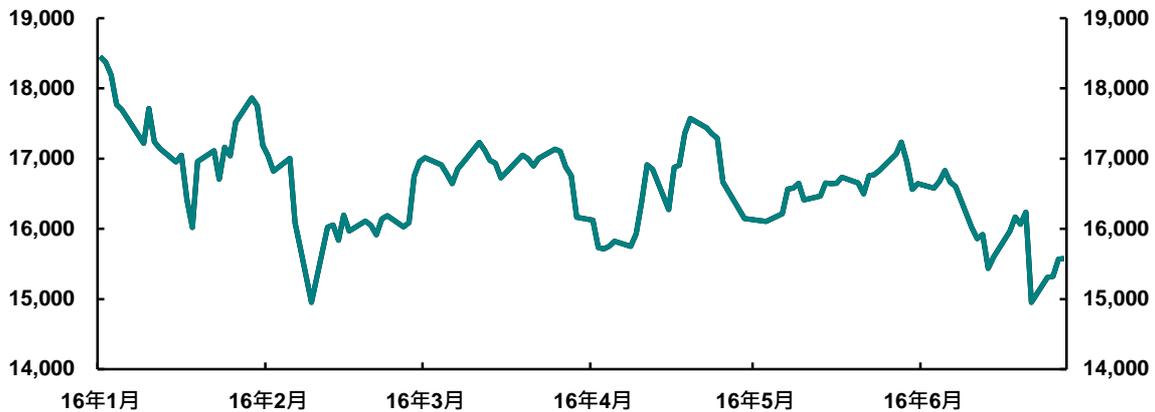
資料來源：彭博

亞洲

19. 在日本，日經 225 指數經過連續四年上升，在 2016 年上半年下跌了 18.2%。對環球和當地經濟前景疲弱及商品價格下滑的憂慮揮之不去，令日本市場下跌。日本銀行在 1 月採取負利率政策，並將其資產購買計劃的規模維持不變，令市場感到意外，亦令市場對政府推出進一步刺激經濟措施的憧憬減退。消費稅延遲至 2019 年才上調，加深市場對本地經濟增長放緩的憂慮，導致股市進一步下跌。在英國公投決定退出歐盟後，日圓因投資者渴求資金避難所而轉強，升至兩年高位。
20. 區內其他主要市場在 2016 年上半年表現參差，由下跌 2.3%（馬來西亞）至上升 12.2%（泰國）不等。



2016 年上半年日經 225 指數的表現



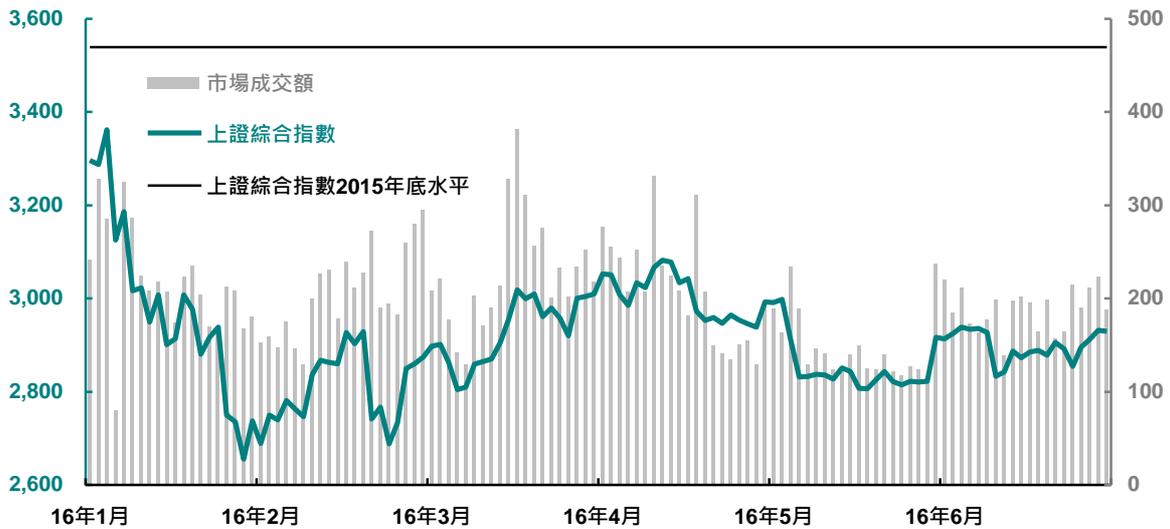
資料來源：彭博

內地

21. 2016 年上半年，上證綜合指數下跌 17.2%，上海股市的平均每日成交額大跌 63%至人民幣 1,992 億元。
22. 隨著熔断機制的實施，1 月初有兩天曾經暫停交易。其後，中國證券監督管理委員會暫停熔断機制。另外，每日人民幣參考利率被下調至五年低位。鑑於經濟前景不明朗，市場擔心人民幣可能進一步轉弱。
23. 中國人民銀行（人民銀行）在 2 月宣布將銀行存款準備金比率下調 0.5%。股市隨後因國家領導人有關穩增長的言論而上揚。市場揣測有國家相關資金入市買股，加上人民幣反彈，均有助提振大市氣氛。
24. 穆迪及標普在 3 月將內地的主權信貸評級展望由穩定下調至負面，理由是對債務負擔及推行改革的步伐感到憂慮。雖然評級下調對股市表現的衝擊有限，但卻引起了市場對內地經濟前景的關注。
25. 其後，大市因對經濟前景的憂慮而下跌。2016 年第一季的國內生產總值增長放緩至 6.7%，是七年來的低位。投資者亦擔心，儘管經濟前景疲弱，政府可能依然採取審慎貨幣政策。人民幣貶值及公司債券方面的違約風險引起關注，令市場受壓。6 月，摩根士丹利資本國際（MSCI）決定延遲將 A 股納入其新興市場指數，投資者情緒再受打擊。



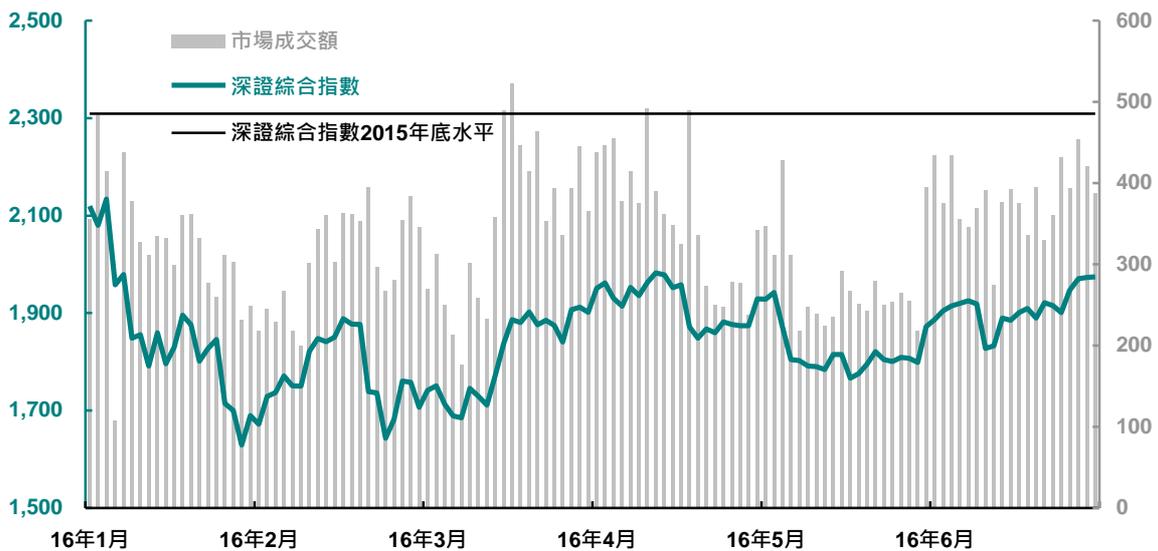
2016 年上半年上證綜合指數及上海市場成交額（以人民幣十億元計）



資料來源：彭博

- 26. 深證綜合指數在 2016 年上半年下跌 14.5%，平均每日成交額減少 34%至人民幣 3,320 億元。
- 27. 2016 年初，投資者對內地經濟前景的憂慮令深圳股市急跌。由於市場對小型股股份估值偏高感到關注，小型股顯著下跌，令大市波動。3 月，有消息指被視為或會與深圳創業板構成競爭的上海戰略新興產業板可能延遲推出，提振了投資者情緒。市場憧憬政府會入市支持，令跌幅收窄。6 月，雖然 MSCI 延遲將 A 股納入其指數，但深港通可能開通的樂觀氣氛提振了投資者情緒。

2016 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

28. 2016年上半年，港股下跌，恒指及恒生國企指數分別下跌5.1%及9.8%。
29. 1月，市場因對內地經濟增長放緩的憂慮加深而下跌。人民幣及商品價格波動，亦拖累股市表現。市場對港元轉弱感到憂慮，令港股受壓。港元一度跌至八年以來的低位。
30. 其後，隨著海外及內地股市上揚，市場對各地央行推出進一步刺激經濟措施感到樂觀，本地股市遂出現反彈。人民銀行在2月下調了銀行存款準備金比率，及市場對美國加息的憂慮減退，均提振了市場氣氛。金融股向上，能源股亦受惠於油價上漲。然而，市場憂慮內地的信貸風險和壞帳攀升，令漲幅有限。
31. 4月，由於內地經濟前景持續令人關注，加上美國加息時機不明朗，本地股市下跌。海外及內地市場波動，令投資者情緒變得脆弱。6月，英國公投決定退出歐盟，帶來不明朗因素，影響市場氣氛。其後，市場預期各地央行將可能推出刺激經濟措施及揣測深港通快將推行，令大市反彈。

2016年上半年恒指及香港市場成交額（以十億元計¹）



資料來源：彭博

港股現正面對的風險和不明朗因素

32. 港股表現將繼續受到與內地有關的風險和海外市場不明朗的因素影響。
- 在美國，加息時間表仍然不明朗。美元可能繼續走強，令商品價格受壓，從而可能導致新興市場（當中部分市場極為依賴商品出口）出現資金外流。投資者亦擔心加息對美國和全球經濟的衝擊。由於海外及區內市場可能持續大幅波動，港股或會同樣受到影響。
 - 在內地，鑑於經濟數據參差及人民幣匯率波動，投資者情緒變得脆弱。市場擔心內地經濟放緩，或會令人民幣進一步貶值。對政府積極推出刺激經濟措施的憧憬減退，或繼續令市場受壓。壞帳及信貸違約風險攀升，可能影響內地銀行業，亦令投資者變得審慎。以上種種均繼續影響到與內地市場息息相關的港股前景。
 - 在歐洲，經濟復甦仍然乏力，通縮陰霾揮之不去。支持政策能夠在多大程度上抵銷日後美國加息對經濟的衝擊，仍屬未知之數。若經濟增長停滯不前，某些負債的歐盟成員國的財政穩健性或會受到影響。此外，英國脫歐令歐洲局勢更加複雜，亦為政治及經濟形勢增添不明朗因素。環球經濟前景越趨不明朗，全球及本地股市因而會更為波動。

¹除另有註明外，本報告所述貨幣為港元。



2016 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

33. 本地股票市場交投減少。2016 年上半年，平均每日成交額為 675 億元，較 2015 年下半年的 867 億元下跌 22%。
34. 內地股份仍然是交投最活躍的類別。2016 年上半年，內地股份佔市場總成交額的 32%（2015 年下半年佔 35%），而恒指成分股（H 股及紅籌股除外）則佔市場總成交額約 18%（2015 年下半年佔 14%）。

平均每日成交額（以十億元計）

	2016 年上半年		2015 年下半年		2015 年上半年		相對於以下期間的百分率變幅	
							2015 年下半年	2015 年上半年
恒指（H 股及紅籌股除外）	12.1	(18%)	12.5	(14%)	15.5	(12%)	-3%	-22%
內地股	21.5	(32%)	30.0	(35%)	45.7	(36%)	-28%	-53%
H 股	15.5	(23%)	22.0	(25%)	34.1	(27%)	-30%	-55%
紅籌股	6.1	(9%)	8.0	(9%)	11.6	(9%)	-25%	-48%
衍生權證	13.2	(20%)	15.0	(17%)	21.6	(17%)	-12%	-39%
牛熊證	6.0	(9%)	8.1	(9%)	6.7	(5%)	-26%	-11%
交易所買賣基金	4.5	(7%)	6.8	(8%)	10.9	(9%)	-34%	-59%
其他	10.2	(15%)	14.3	(17%)	24.9	(20%)	-29%	-59%
市場總計	67.5	(100%)	86.7	(100%)	125.3	(100%)	-22%	-46%

備註：括號內的百分率為市場份額。

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

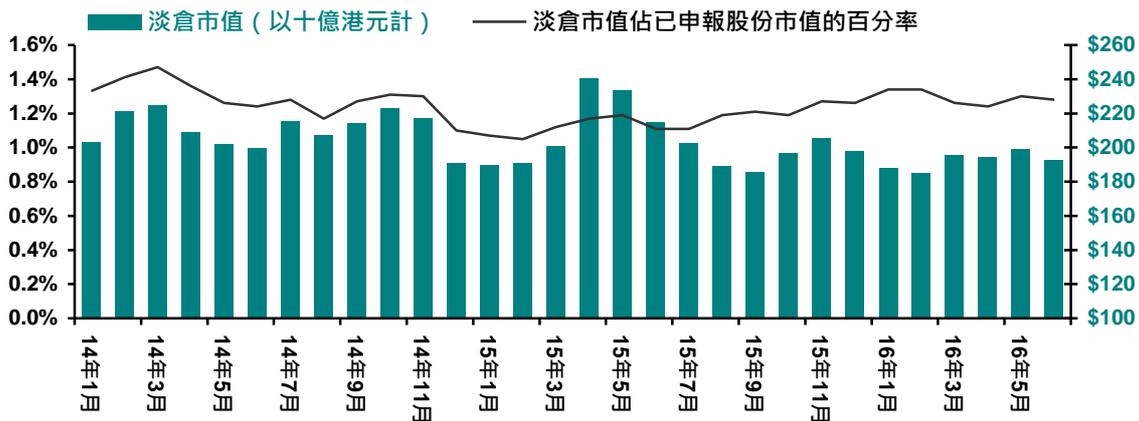
35. 滬港通在 2014 年 11 月 17 日開通，啟動滬港股票市場交易互聯互通機制。有關計劃允許兩地投資者在一定的每日額度及總額度內買賣在對方市場上市的合資格股份。
36. 滬股通的每日額度定為人民幣 130 億元，而港股通的每日額度則定為人民幣 105 億元。2016 年上半年，
- 滬股通每日額度的使用量介乎人民幣 4 百萬元（0.03%）至人民幣 45 億元（34.5%）；及
 - 港股通每日額度的使用量介乎人民幣 2 千萬元（0.2%）至人民幣 57 億元（54.3%）。
37. 滬股通的總額度定為人民幣 3,000 億元，而港股通的總額度則定為人民幣 2,500 億元。截至 2016 年 6 月 30 日，
- 滬股通的累計總額度使用量為人民幣 1,347 億元（44.9%）；及
 - 港股通的累計總額度使用量為人民幣 1,921 億元（76.8%）。
38. 截至 2016 年 6 月 30 日，在滬股通下有 567 隻合資格股票，而在港股通下有 317 隻合資格股票。2016 年上半年，
- 滬股通的平均每日成交額為人民幣 30 億元，佔上海市場成交額的 0.8%；及
 - 港股通的平均每日成交額為人民幣 22 億元，佔香港市場成交額的 1.9%。



賣空活動

39. 與 2015 年下半年比較，賣空活動的成交額有所下跌，但佔市場總成交額的百分率則上升。2016 年上半年，平均每日賣空交易額為 84 億元，佔市場總成交額的 12.5%。2015 年下半年，平均每日賣空交易額為 90 億元，佔市場總成交額的 10.5%。
40. 根據呈交的數據顯示，截至 2016 年 6 月 30 日，合計淡倉達 1,923 億元（佔已申報股份市值的 1.3%）。

2016 上半年淡倉市值



資料來源：香港交易所及證監會研究科

首次公開招股

41. 香港在 2016 年上半年期間有 38 宗首次公開招股，總集資額達 436 億元，而 2015 年則有 124 宗首次公開招股（總集資額為 2,613 億元）。在 2016 年上半年期間，內地公司透過首次公開招股集資的資金佔市場總集資額的 91%。

交易所買賣基金 (ETF)

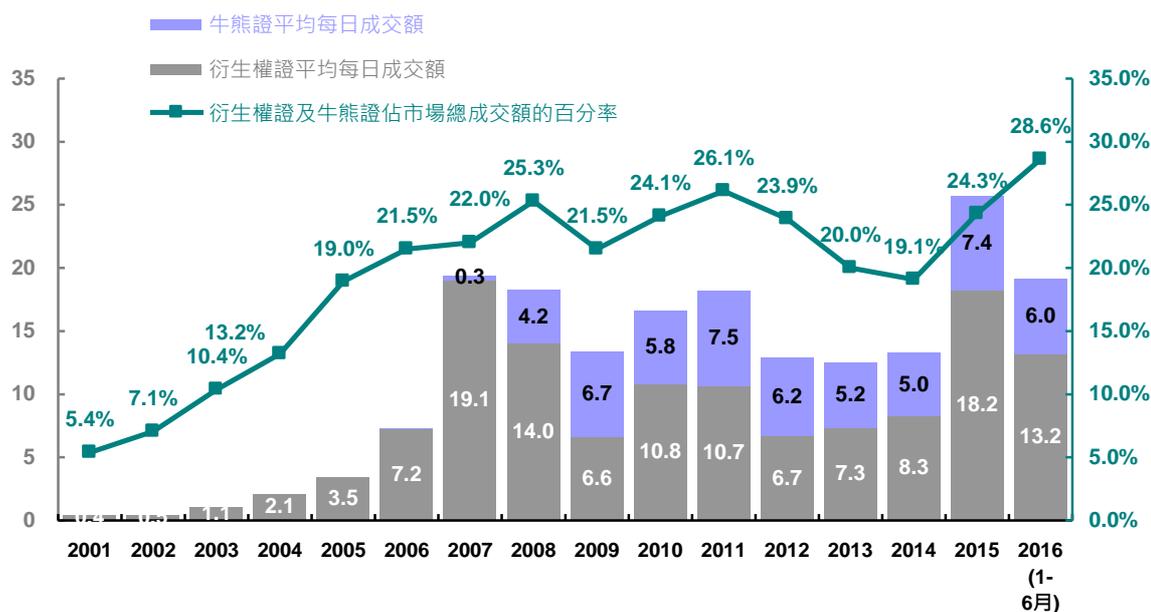
42. ETF 的數目由 2015 年底的 133 隻，增加至 2016 年 6 月底的 143 隻。2016 年上半年，ETF 的平均每日成交額為 45 億元，較 2015 年下半年的 68 億元低 34%。2016 年上半年，ETF 的成交額佔市場總成交額的 7%（2015 年下半年則佔 8%）。A 股 ETF 的平均每日成交額為 21 億元，佔 ETF 總成交額的 46%（2015 年下半年則為 43 億元及佔 63%）。



衍生權證及牛熊證

43. 2016 年上半年，由於市場交投較為淡靜，衍生權證的成交額有所減少，但佔市場總成交額的百分率則上升。衍生權證的平均每日成交額跌至 132 億元（佔市場總成交額的 19.6%），而 2015 年下半年的平均每日成交額則為 150 億元（佔市場總成交額的 17.3%）。
44. 2016 年上半年，牛熊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告下跌。牛熊證的平均每日成交額下跌至 60 億元（佔市場總成交額的 8.9%），而 2015 年下半年的平均每日成交額則為 81 億元（佔市場總成交額的 9.4%）。

衍生權證及牛熊證的成交額（以十億元計）



資料來源：證監會研究科

交易所買賣衍生工具

45. 2016 年上半年，交易所買賣衍生工具的平均每日成交量較 2015 年下半年的水平增加 7%。期貨產品的平均每日成交量增加 16%。在期貨產品中，恒指期貨及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 38%及 40%。與 2015 年下半年的水平比較，恒指期貨的平均每日成交量增加 40%，而恒生國企指數期貨的平均每日成交量則上升 5%。
46. 期權市場的平均每日成交量在 2016 年上半年與 2015 年下半年的水平相若。股票期權仍是交投最活躍的期權產品，但其成交量較 2015 年下半年的水平下跌 5%。



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）

		2016 年上半年	2015 年下半年	2015 年上半年
期貨	恒指期貨	138,433	98,587	72,875
	小型恒指期貨	52,639	45,050	36,118
	恒生國企指數期貨	145,893	138,658	131,474
	小型恒生國企指數期貨	22,297	28,377	32,488
	股票期貨	1,183	2,275	3,656
	三個月港元利率期貨	0	0	1
	人民幣貨幣期貨	2,194	1,347	766
	其他期貨產品	3,298	1,072	1,350
	期貨總和	365,936	315,366	278,728
期權	恒指期權	38,526	29,495	31,398
	小型恒指期權	5,243	3,875	4,508
	恒生國企指數期權	78,775	72,910	50,559
	股票期權	292,861	308,486	442,928
	其他期權產品	87	112	256
	期權總和	415,491	414,878	529,649
期貨期權總和	781,427	730,244	808,377	

備註：由於以四捨五入的方法計算，上述數字的總和未必等於總數。

資料來源：香港交易所及證監會研究科

收市後交易時段

47. 2016 年上半年，相對於日間交易時段來說，恒指及恒生國企指數期貨在收市後交易時段交投活躍。

- 恒指及恒生國企指數期貨的平均每日成交量為 26,822 張合約，約為日間交易時段成交量的 10.4%（2015 年下半年為 16,177 張合約及 7.3%）。
- 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 13,726 張合約，約為日間交易時段成交量的 22.3%（2015 年下半年為 8,356 張合約及 12.8%）。
- 人民幣貨幣（美元兌人民幣（香港））期貨的平均每日成交量為 258 張合約，約為日間交易時段成交量的 13.3%（2015 年下半年為 191 張合約及 16.5%）。