



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

研究論文 **64**：2018 年環球及香港證券市場回顧（內附有關
股票市場交易互聯互通機制下流入的資金、收市競價交易時段及
指數衍生工具活動的升勢的專欄）

2019 年 1 月 25 日

摘要

1. 美國股市於 2018 年表現波動，且自 2008 年以來首年錄得下跌。道瓊斯指數（道指）、標普 500 指數（標普指數）及納斯達克指數（納指）分別下跌 5.6%、6.2%及 3.9%。因基本因素強勁及流動資金湧入，美國股市於今年大部分時間保持穩健，主要基準指數相繼創下歷史新高。截至 2018 年 11 月底，美國是唯一錄得升幅的主要市場，惟所有升幅在 2018 年 12 月因貿易、政治及通脹憂慮而被抵銷。
2. 在歐洲，英國富時指數、德國 DAX 指數及法國 CAC 指數分別下跌 12.5%、18.3%及 11.0%。主要的歐洲市場於 2018 年初因能源股向好及歐元和英鎊偏軟而上揚，其後因英國脫歐及意大利預算赤字所引起的政治憂慮而下挫。對經濟放緩的憂慮及歐美貿易磨擦令投資者情緒受到影響。
3. 除了印度外，主要的亞洲市場紛紛報跌，跌幅由印尼的 2.5%至韓國的 17.3%不等。美元走強及美國加息，區內部分貨幣因而受壓，令人擔心資金從亞洲市場流出。北韓地緣政治局勢緊張及內地經濟放慢，令市場受壓。商品價格走低增加了依賴相關出口的經濟體所面對的風險。
4. 內地股市的表現遜於主要海外市場。上證綜合指數及深證綜合指數分別下跌 24.6%及 33.2%。美國就內地出口貨品徵收關稅，內地遂對美國產品實施報復性關稅，導致兩國之間的貿易緊張局勢升溫。市場對經濟增長及企業違約問題感到關注，加上股權質押所帶來的風險，令投資者情緒進一步受到影響。內地股市表現波動，在 A 股被納入多項環球指數的樂觀情緒帶動下跌幅收窄。
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）分別下滑 13.6%及 13.5%，大市非常波動。受惠於國內生產總值數據向好，對地產業的降溫措施及流動資金緊絀的憂慮有所舒緩等內地因素，恒指在 2018 年 1 月創出歷史新高。其後，恒指因中美貿易緊張局勢升級而開始調整，並在 2018 年 10 月跌至 17 個月以來的低位。內地經濟放緩及人民幣偏軟，令人擔心企業盈利的前景。此外，投資者對於香港追隨美國上調基準利率感到關注。
6. 港股現正面對的部分主要風險和不明朗因素包括：
 - 美國的貿易緊張局勢及政治不明朗因素；
 - 美國加息及市場調整；
 - 對內地經濟增長及人民幣貶值的憂慮；及
 - 歐洲及新興市場的風險。
7. 香港股市的平均每日成交額上升 22%至 1,074 億元¹。期貨及期權產品的交投分別上升 68%及 22%。

股票市場於 2018 年的表現

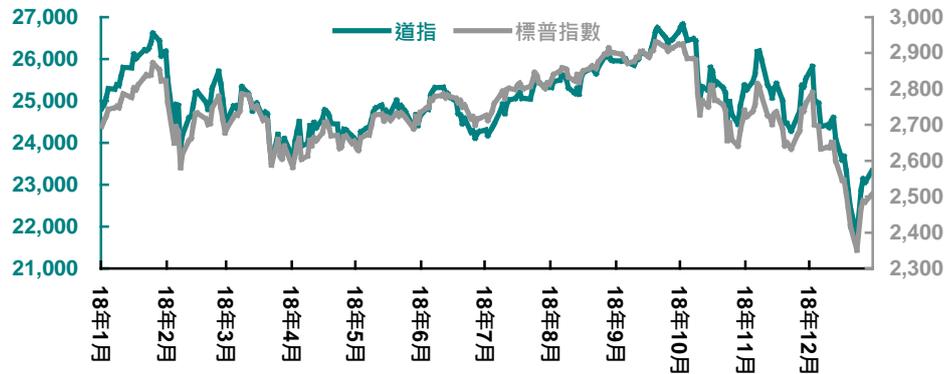
8. 美國股市因基本因素強勁及流動資金湧入而於今年大部分時間保持穩健。其他主要市場因中美貿易緊張局勢所帶來的不明朗因素及經濟增長放緩而下挫。內地股市被內部因素打擊，包括受去槓桿化措施對企業債的影響，追繳保證金通知及股權質押的情況普遍而導致股份被低價出售等風險，令其表現遜於其他主要市場。鑑於投資者擔心加息及新興市場風險，港股表現波動。

¹ 除另有註明外，本報告所述貨幣為港元。

美國

9. 在美國股市方面，主要基準指數於 2018 年相繼創下歷史新高，但後來因與內地的貿易緊張局勢加劇，本地政治不明朗因素以及市場擔憂新一輪加息，所有升幅都被抵銷。道指、標普指數及納指分別下挫 5.6%、6.2%及 3.9%。美國股市自 2008 年以來首年下跌。
10. 美國股市直至 12 月之前都保持穩健。截至 2018 年 11 月底，美國是唯一錄得升幅的主要市場。股市受強勁的基本因素支持。首先，在財政刺激措施（包括減稅及增加政府支出）帶動下，企業盈利持續超出市場預期。標普指數成分股在 2018 年第一季度至第三季的盈利增長超過 25%，增長步伐是自 2010 年以來最快的。其次，穩健的經濟表現為大市提供了支持。國內生產總值的實際增長於 2018 年第二季達到 4.2%，是四年以來的高位，隨後在 2018 年第三季放緩至 3.4%。
11. 此外，美國股市亦因流動資金湧入而得到支持。美元兌主要及新興市場貨幣的匯率均告上漲。於 2018 年，歐元、英鎊及澳元兌美元下跌 4%至 10%，而人民幣、韓圓及俄羅斯盧布等新興市場貨幣則下跌 4%至 21%。於 2018 年 1 月至 11 月期間流入美國市場的資金估計為 360 億美元。
12. 然而，美國股市於年內變得更加波動。道指在 2017 年的單日跌幅不曾超過 2%，但在 2018 年有 15 次曾經單日下跌 2%或以上。與內地的貿易緊張局勢升級是美國股市波幅擴大的其中一項因素。國際貨幣基金組織對 2018 年及 2019 年的全球增長預測由原本的 3.9%下調至 3.7%。美國及內地於 2018 年 12 月在二十國集團領袖會議期間同意暫停徵收新關稅，但市場對於兩國達成長期貿易協定仍然感到懷疑。政府局部停擺，增添了市場的不明朗因素。
13. 由於美國十年國庫債券孳息率一度超逾 3.2%，逼近七年來的高位，導致通脹憂慮加劇。聯邦儲備局（聯儲局）在 2018 年四度加息，並暗示 2019 年將加息兩次。投資者擔心貨幣緊縮對企業盈利和經濟增長的影響。
14. 美國股市經歷九年攀升後，因可能估值過高而無法持續進一步增長的問題日益受到關注。標普指數的經週期性調整市盈率大約為 29 倍，紀錄顯示過往僅 5%時間達到或超過此一水平。

2018 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

		2018 年底	百分率變幅			市盈率
		指數水平	2018 年	2017 年	2016 年	2018 年底
香港及內地						
香港	-恒指	25,845.7	-13.6%	+36.0%	+0.4%	9.82
	-恒生國企指數	10,124.8	-13.5%	+24.6%	-2.8%	7.87
中國內地	-上證綜合指數	2,493.9	-24.6%	+6.6%	-12.3%	11.72
	-深證綜合指數	1,267.9	-33.2%	-3.5%	-14.7%	20.45
亞洲						
日本	-日經 225 指數	20,014.8	-12.1%	+19.1%	+0.4%	13.86
澳洲	-所有普通股指數	5,709.4	-7.4%	+7.8%	+7.0%	16.72
台灣	-台灣加權指數	9,727.4	-8.6%	+15.0%	+11.0%	12.53
韓國	-韓國綜合指數	2,041.0	-17.3%	+21.8%	+3.3%	9.84
新加坡	-海峽時報指數	3,068.8	-9.8%	+18.1%	-0.1%	11.36
泰國	-泰國證券交易所指數	1,563.9	-10.8%	+13.7%	+19.8%	14.36
馬來西亞	-吉隆坡綜合指數	1,690.6	-5.9%	+9.4%	-3.0%	19.13
印尼	-雅加達綜合指數	6,194.5	-2.5%	+20.0%	+15.3%	19.72
印度	-印度 Nifty 指數	10,862.6	+3.2%	+28.6%	+3.0%	22.15
菲律賓	-菲律賓綜合指數	7,466.0	-12.8%	+25.1%	-1.6%	18.95
越南	-越南 VN 指數	892.5	-9.3%	+48.0%	+14.8%	15.62
美國						
美國	-道指	23,327.5	-5.6%	+25.1%	+13.4%	15.54
	-納指	6,635.3	-3.9%	+28.2%	+7.5%	30.64
	-標普指數	2,506.9	-6.2%	+19.4%	+9.5%	17.12
歐洲						
英國	-FTSE100 富時指數	6,728.1	-12.5%	+7.6%	+14.4%	15.47
德國	-DAX 指數	10,559.0	-18.3%	+12.5%	+6.9%	11.60
法國	-CAC 指數	4,730.7	-11.0%	+9.3%	+4.9%	14.62

資料來源：彭博

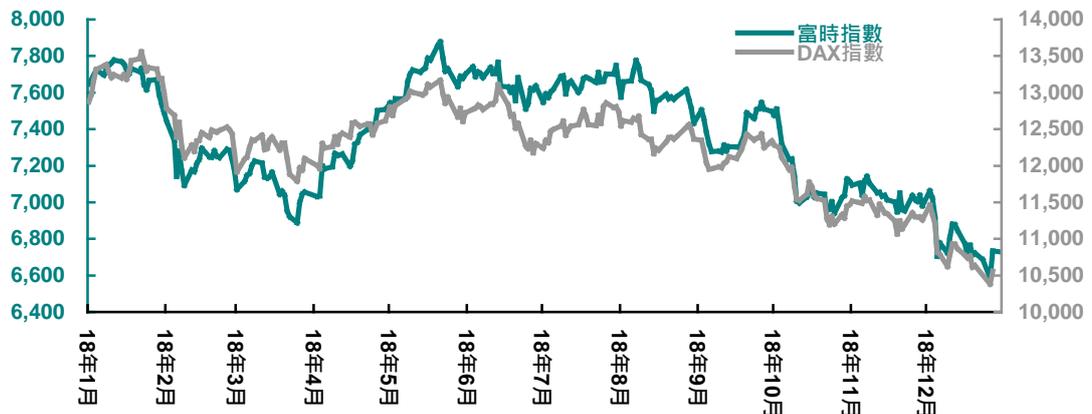
歐洲

15. 英國富時指數、德國 DAX 指數及法國 CAC 指數在 2018 年分別下跌 12.5%、18.3% 及 11.0%。繼 2017 年錄得可觀增長後，主要歐洲市場於 2018 年表現波動。英國富時指數及德國 DAX 指數雙雙錄得歷史新高，法國 CAC 指數則升至 11 年來的高位。

能源股支撐市場向上，由於美國恢復對伊朗的制裁，油價一度升穿每桶 80 美元，是自 2014 年 11 月以來首次突破此關口。出口商亦因歐元及英鎊偏軟而帶動市場上揚。

16. 年內其後時間，市場因與英國脫歐談判相關的持續政治不明朗因素而出現調整。英國政府及英倫銀行警告，若英國在無協議的情況下脫歐，可能會觸發英國經濟衰退；國際貨幣基金組織亦表示，英國經濟可能會因此而付出重大代價。意大利因政府赤字及公共債務問題，被穆迪下調信貸評級。
17. 同時，經濟增長及盈利動力減慢的問題日漸受到關注，亦損害了市場表現。國際貨幣基金組織預測，歐洲的經濟增長將由 2017 年的 2.8% 減慢至 2018 年的 2.3% 及 2019 年的 1.9%。歐洲央行也表示其對歐元區經濟的擔憂加深，並下調了增長預測。歐元區業務增長和投資者信心均跌至四年低位，令經濟放緩的憂慮加劇。德國市場表現遜於其他歐洲市場，原因是該國在 2018 年第三季出現經濟收縮，是自 2015 年來的首次。此外，美國與歐盟之間的貿易摩擦仍然懸而未決。

2018 年富時指數及 DAX 指數的表現



資料來源：彭博

亞洲

18. 除了印度外，主要的亞洲市場紛紛報跌，跌幅由印尼的 2.5% 至韓國的 17.3% 不等。美元走強及美國加息，區內部分貨幣因而受壓，令人擔心資金從亞洲市場流出。北韓地緣政治局勢緊張，令市場氣氛受壓。此外，投資者擔心內地經濟增長放緩可能影響區內貿易前景。商品價格走低增加了依賴相關出口的經濟體所面對的風險。

內地

19. 在內地，上證綜合指數及深證綜合指數分別下跌 24.6% 及 33.2%，表現遜於其他主要市場指數。尤其是，上證綜合指數及深證綜合指數在 2018 年 10 月均跌至四年以來的低位。年內，深證中小板指數大幅下滑 37.7%，而中國創業板指數則下跌 28.6%。內地股市的平均每日成交額為人民幣 3,694 億元，比 2017 年減少 19.5%。
20. 令投資者情緒脆弱的部分原因如下：
 - 與美國的貿易緊張局勢升級—美國就內地出口貨品徵收關稅，內地遂對美國產品實施報復性關稅，導致兩國之間的緊張局勢升溫。《美國—墨西哥—加拿大協議》(US-Mexico-Canada Agreement, 簡稱 USMCA) 限制簽署國不得與非市場

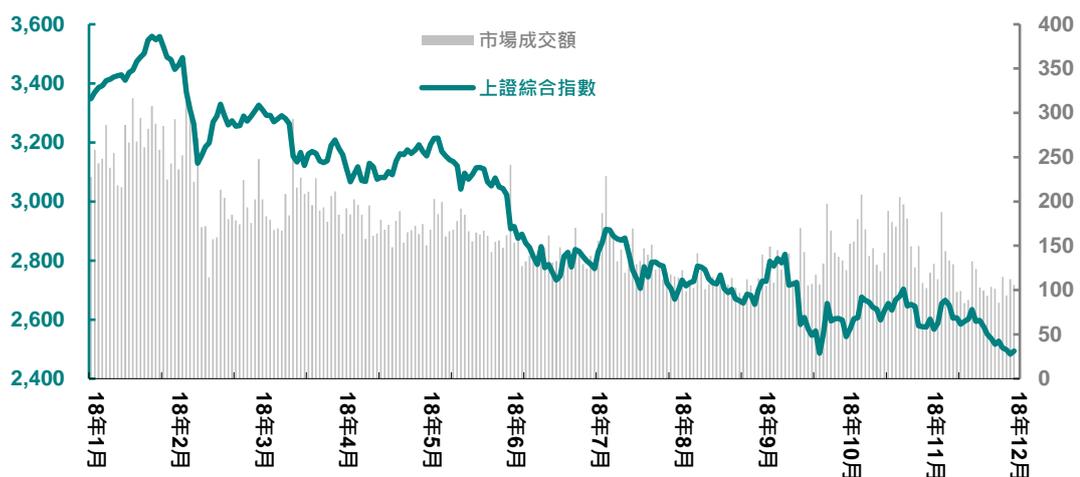
經濟國家訂立貿易協定，令人擔心內地日後進行貿易談判時的議價能力可能會受到影響。在 2018 年底，一家內地主要科技公司的一名高級行政人員據報因涉嫌違反美國對伊朗的制裁行動，在加拿大被拘捕，及可能會被引渡至美國。投資者擔心此事可能會破壞美國與內地之間的貿易談判。同時，有報道指美國公司可能被禁止使用由兩家主要內地科技公司製造的電訊設備。鑑於貿易緊張局勢升級，國際貨幣基金組織將其對內地在 2019 年的增長的預測由 6.4% 修訂至 6.2%。

- 對經濟放緩的憂慮—內地的國內生產總值增長在 2018 年第三季下跌至 6.5%，是自 2009 年以來最疲弱的增長步伐。工業生產、零售銷售及製造業數據不振，反映國內投資及消費減慢。此外，人民幣一度跌至十年低位，兌美元下試七算的重要心理關口。以上種種發展都令企業盈利及投資者情緒受壓。
- 對企業違約的憂慮—內地當局引入去槓桿化措施，以遏制財務風險。然而，由於市場流動資金收緊，企業債務違約個案加速出現。
- 來自股權質押的風險—分析師估計，被質押以便為貸款作擔保的股權價值等於 A 股總市值約 10%。市場憂慮股價下跌可能會觸發追繳保證金通知及導致抵押股份被迫出售，導致股市波幅加劇。以深證中小板指數為代表的小型股表現欠佳，原因是其槓桿比率相對較高，及較為依賴股權質押來進行融資。

21. 內地股市表現波動。基準指數經大幅調整後，因多項正面因素而令跌幅略為收窄，當中包括：

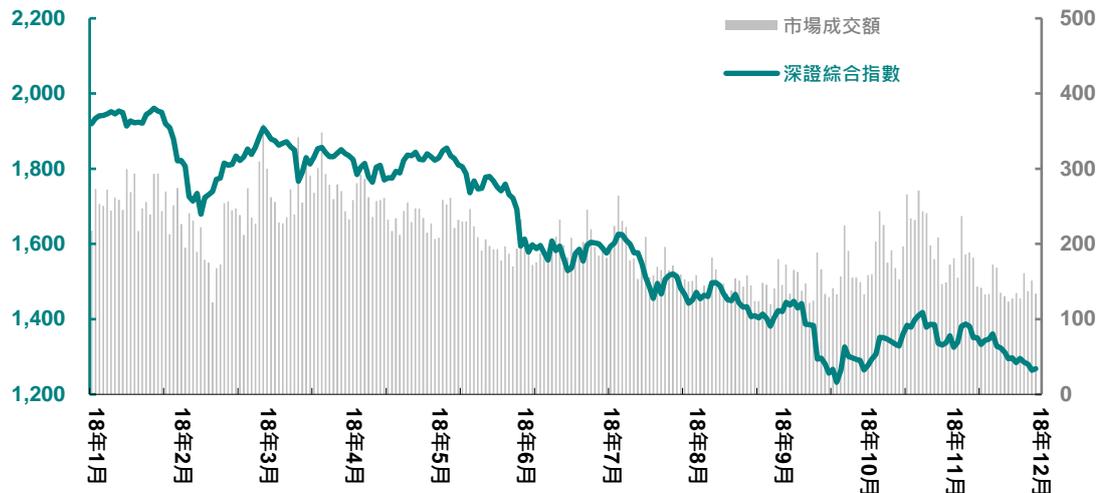
- 對 A 股被納入多項環球指數的樂觀情緒—隨著 A 股被納入多項環球指數且所佔的比重提升，投資者憧憬外國及機構投資者的資金流入會增加，提振了市場氣氛。
- 政府的支援措施—在多名財金高官於 10 月齊聲表態以重振市場信心後，政府支持的基金紛紛成立，更多財務支援措施相繼推出，以遏制來自股權質押的風險。多項長期舉措亦告出台，以支持私營企業。

2018 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

2018 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

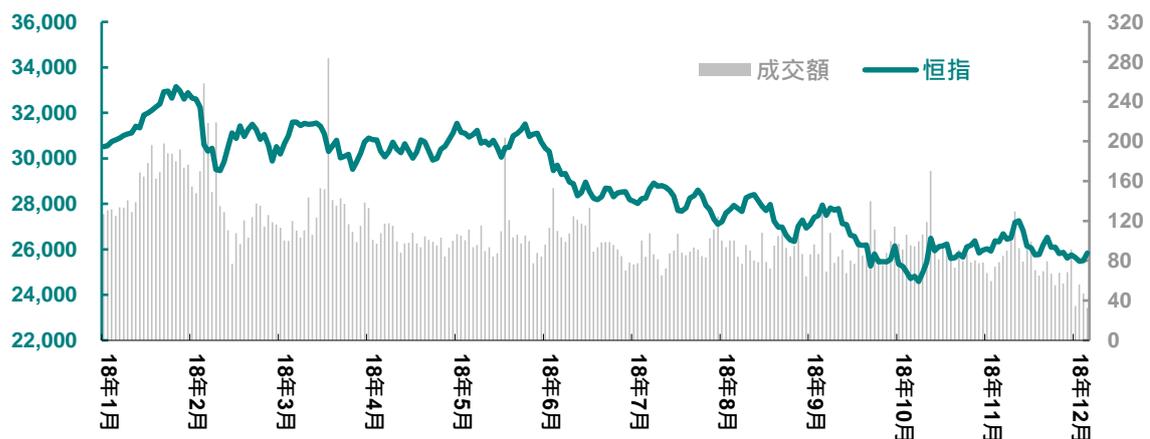
香港

22. 香港股市於 2018 年表現波動。恒指在 2018 年 1 月創出歷史新高後出現調整，並在 2018 年 10 月跌至 17 個月以來的低位。年內，恒指及恒生國企指數分別下滑 13.6% 及 13.5%。
23. 在 2018 年初，受惠於國內生產總值數據向好，對地產業的降溫措施及流動資金緊絀的憂慮有所舒緩等內地發展情況，港股牛市氣氛濃厚。恒指一度升穿 33,000 點，創歷史新高，於 2018 年 1 月的累計升幅超逾 2,900 點。恒生國企指數升至兩年半以來的高位。股票、衍生權證及牛熊證的交投均非常活躍。
24. 市場在 2018 年 2 月大幅調整。投資者擔心，在通脹憂慮下，美國的加息步伐會快過預期。對內地經濟放緩及實施更多去槓桿化措施的憂慮，加上朝鮮半島的地緣政治局勢緊張，亦令投資者情緒受壓。
25. 大市反覆向下。市場氣氛疲弱是由於：
 - 美國與內地的貿易緊張局勢升級—美國及內地相互向對方的出口商品施加關稅，導致貿易緊張局勢升級。儘管兩國在 2018 年 12 月初的二十國集團領袖會議期間進行貿易會談後，貿易戰暫時停火，但投資者對於較長期的談判及全球經濟增長所受到的影響仍持審慎態度。
 - 內地經濟放緩及人民幣偏軟—由於中美發生貿易衝突及內地實施去槓桿化措施，對內地經濟放緩的憂慮加深。零售銷售、工業生產及貿易數據令人失望，人民幣因而受壓。人民幣兌美元在 2018 年下跌了 5.4%，令以港元計算的內地公司盈利受到影響。
 - 美國加息及縮減資產負債表規模—美國聯儲局自 2015 年以來已加息九次，並暗示會在 2019 年進一步加息。投資者擔心，加息加上聯儲局縮減資產負債表規模，可能會增加市場調整的風險及影響美國經濟。在聯繫匯率制度下，香港終會跟隨美國加息，股市波幅可能因而增加。在 2018 年 9 月，隨著美國加息，本地主要銀行宣布將最優惠利率上調 0.125%，是 12 年來首次加息。

- 新興市場表現疲弱—自 2018 年 8 月以來，土耳其里拉及阿根廷披索同告貶值，令人擔心其他新興市場出現連鎖反應。投資者對地區市場的投資意欲減弱，港股因而受累。美元走強，引起投資者對資金流出的憂慮，尤其是就錄得巨額經常賬及財政赤字以及有龐大外債的市場而言。

26. 市盈率在 2018 年底跌至 9.8 倍，而在 2017 年底為 13.9 倍。投資者態度審慎，股票交投下跌。隨著市場波幅擴大，衍生產品交易及賣空活動增加。滬港通及深港通下的港股通自 2018 年 4 月起錄得資金流出。

2018 年恒指及市場成交額（以十億元計）



資料來源：彭博

收市競價交易時段

背景

- 收市競價讓交易能按收市價執行，以迎合市場參與者（例如指數基金經理）的需求，是全球的主要交易所常用的交易機制。市場參與者在收市競價交易時段內輸入買賣盤後，每隻股票都會得出一個共識的收市價，及買賣盤會按此價格執行。收市競價交易時段具備以下特點，以減低炒賣及價格急劇波動的風險：
 - 收市競價交易時段有至少兩分鐘的**隨機收市時段**。因此，收市競價交易時段一般在持續交易時段（此時段於正常交易日的下午 4 時正結束）後維持約八至十分鐘。
 - 香港交易及結算所有限公司（香港交易所）已實施 5% 的**價格限制**（從下午 4 時的參考價起計²）。
- 收市競價交易時段自 2009 年起暫停了一段時期後³，於 2016 年 7 月 25 日重推收市競價交易時段第一階段。隨後，收市競價交易時段第二階段亦於 2017 年 7 月 24 日推出，並具備以下額外特點：
 - 收市競價交易時段證券**：在第一階段，收市競價交易時段證券由約 540 隻證券組成，包括恒生綜合大型股指數及恒生綜合中型股指數的成分股、擁有相應 A 股的

² 參考價是按持續交易時段最後一分鐘內五個按盤價的中位數釐定。系統由 15:59:00 開始每隔 15 秒錄取股份按盤價一次，一共錄取五個按盤價。

³ 鑑於收市競價交易時段內的價格波動令人關注可能出現不當行為，故收市競價交易時段曾於 2009 年 3 月暫停。

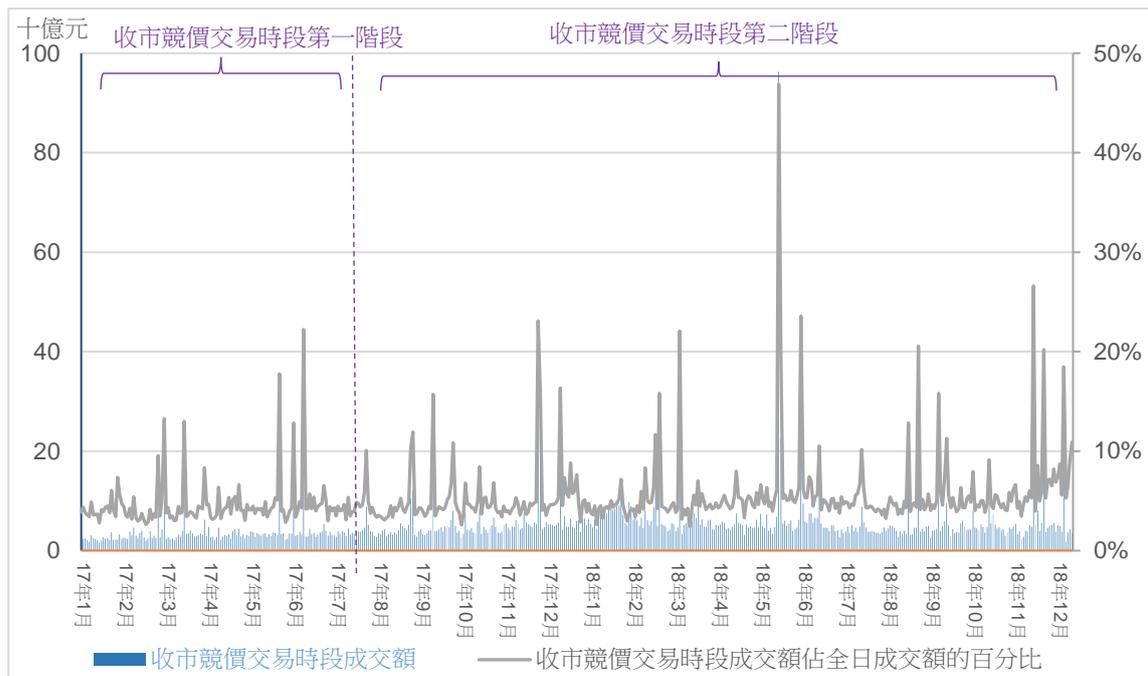
H 股及交易所買賣基金。在第二階段，約加入了 150 隻恒生綜合小型股指數成分股。

- (b) **賣空**：在第一階段實施期間，現有的賣空盤可被帶入收市競價交易時段，但不可在收市競價交易時段內輸入新的賣空盤。在推出第二階段後，市場參與者可於收市競價交易時段內輸入價格不低於該時段參考價的賣空盤。

在收市競價交易時段的買賣及賣空

- 於 2017 年 7 月 24 日至 2018 年 12 月 31 日期間，在收市競價交易時段的每日買賣平均為 61 億元，佔市場成交額的 5.7%。相比之下，在推出第二階段之前，於 2017 年 1 月 3 日至 7 月 21 日期間，在收市競價交易時段的買賣平均只佔市場成交額的 4.7%。
- 在收市競價交易時段的賣空活動不多，平均為 7 億元，或佔全日賣空總額的 11.2%。股價在收市競價交易時段保持平穩。

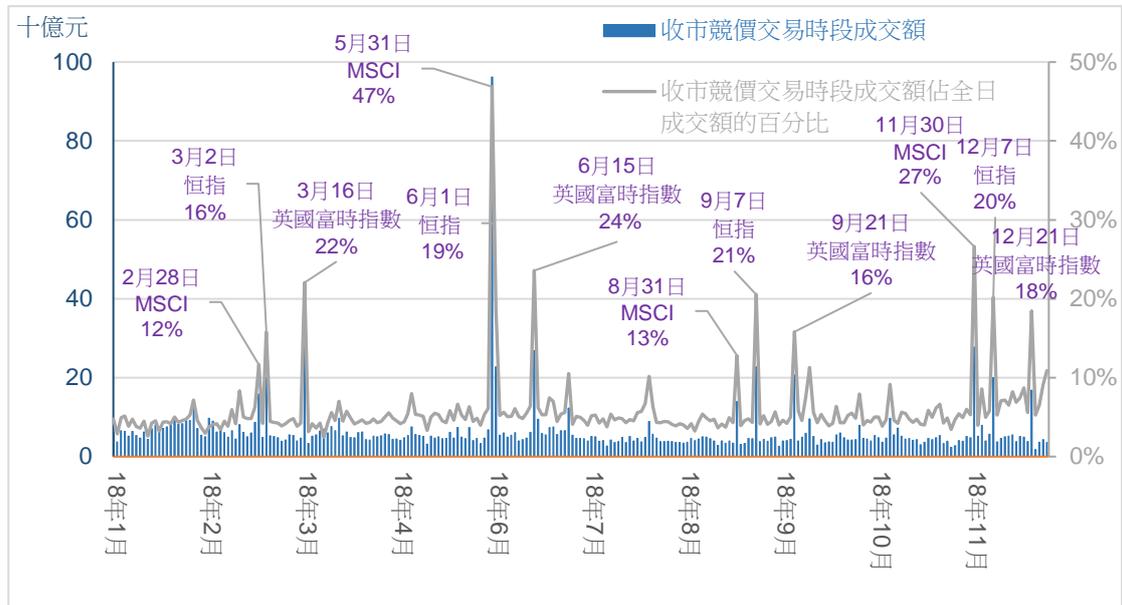
第一及第二階段的收市競價交易時段的買賣情況



收市競價交易時段於指數重整日的買賣情況

- 市場參與者於指數重整日充分利用收市競價交易時段機制。在 2018 年，於 MSCI 指數、恒指及英國富時指數的重整日，收市競價交易時段買賣佔市場成交額的比重有所增加，介乎 12% 至 47%。
- 當 MSCI 指數於 2018 年 5 月 31 日就納入 A 股及增加香港上市股票的數目而進行重整時，當日有 962 億元或 46.8% 的買賣是在收市競價交易時段內進行的。這是自收市競價交易時段於 2016 年重推以來的該時段最高成交額，而市場的運作有序。市場人士在收市競價交易時段內的高度參與，反映市場對於使用此機制來接收市價執行交易充滿信心。

收市競價交易時段在 2018 年的指數重整日的成交額



備註：有關標記顯示於 MSCI 指數、英國富時指數及恒指的重整日，為收市競價交易時段成交額佔每日成交額的百分比。

各類股票及經紀的交易

7. 於 2017 年 7 月 24 日至 2018 年 12 月 31 日期間，大型股佔收市競價交易時段買賣的主要比重，而小型股的佔比相對較細。
 - (a) 恒生綜合大型股指數股票佔 79%；
 - (b) 恒生綜合中型股指數股票佔 16%；
 - (c) 交易所買賣基金佔 2%；及
 - (d) 恒生綜合小型股指數股票佔 3%。
8. 機構經紀佔收市競價交易時段內買賣總額的 94%。

評估

9. 直至目前為止，即使在 MSCI 指數、恒指及英國富時指數的重整日，收市競價交易時段一直都運作暢順，沒有任何異常情況。於收市競價交易時段，股價的變動依然溫和，而大部分合資格證券的股價變動低於 1%。證券及期貨事務監察委員會（證監會）與香港交易所已制定機制，監察收市競價交易時段。在市場高度波動及指數重整的日子，所進行的監察會更嚴密，藉以識別出在收市競價交易時段內買賣活動或價格波動大幅上升的股票。

港股現正面對的風險和不明朗因素

27. 展望未來，港股可能面對的風險及不明朗因素包括：

- 美國的貿易緊張局勢及政治不明朗因素—與貿易戰有關的不明朗因素很可能會是香港及海外市場面對的主要風險因素。雖然貿易談判在 2018 年底的二十國集團領袖會議期間重開，但一些關鍵事項仍然懸而未決。由於貿易緊張局勢升級，全

球經濟增長或會放緩。美國政府局部停擺或會為美國股市的前景增添不明朗因素，波幅亦會加劇，內地及香港市場可能會受到影響。

- 美國加息及市場調整—雖然美國聯儲局主席暗示美國利率已接近中性水平，但日後的加息步伐及時間仍屬未知之數。若繼續加息及縮減資產負債表規模導致流動資金收緊，近年來大幅增長的美國股市出現調整的風險便會增加。由於美股看來估值偏高，若美國股市進一步調整，香港股市亦可能會受到影響。此外，美元走強將會對商品及其他資產的價格加劇下行壓力。所有這些因素均可能導致包括香港在內的全球市場更為波動。
- 對內地經濟增長及人民幣貶值的憂慮—多項經濟數據令人失望，加上與美國的貿易緊張局勢持續，令投資者擔心內地經濟放緩。儘管內地當局承諾要支撐經濟，但為了維持去槓桿化的進程及遏制財務風險，內地當局推行有關措施時可能會審慎行事。此外，內地經濟增長放緩將會令人民幣受壓，導致區內尤其是香港的股票及貨幣市場出現溢出效應。
- 歐洲及新興市場的風險—在歐洲，英國脫歐談判的結果非常難以確定，若所達成的協議並不令人滿意，可能會對經濟及市場造成嚴重影響。在新興市場，政治不明朗因素、美元走強及對內地經濟放緩的憂慮可能令股票及貨幣市場持續受壓。美國與俄羅斯、土耳其、沙特阿拉伯及敘利亞之間的緊張局勢持續，或會令市場更為波動。

2018 年香港證券市場主要數據

本地股票市場的交易活動

28. 2018 年，本地股票市場交投上升。全年平均每日成交額為 1,074 億元，較 2017 年的 882 億元高 22%。由於市場大幅調整，平均每日成交額由 2018 年上半年的 1,266 億元跌至下半年的 888 億元。
29. 內地股份（包括 H 股及紅籌股）仍然是交投最活躍的類別。2018 年，內地股份佔市場總成交額的 33%（2017 年佔 35%），而恒指成分股（H 股及紅籌股除外）則佔約 23%（2017 年佔 20%）。

平均每日成交額（以十億元計）

	2018 年		2017 年		相對於 2017 年的百分率變幅
恒指（H 股及紅籌股除外）	25.1	(23%)	17.5	(20%)	+43.4%
內地股	35.8	(33%)	30.5	(35%)	+17.4%
H 股	27.0	(25%)	22.7	(26%)	+18.9%
紅籌股	8.8	(8%)	7.8	(9%)	+12.8%
衍生權證	15.7	(15%)	12.2	(14%)	+28.7%
牛熊證	7.5	(7%)	4.8	(5%)	+56.3%
交易所買賣基金	4.0	(4%)	4.3	(5%)	-7.0%
其他	19.3	(18%)	19.0	(21%)	+1.6%
市場總計	107.4	100%	88.2	100%	+21.8%

備註：括號內的百分率為市場份額。

資料來源：香港交易所及證監會

股票市場交易互聯互通機制

30. 截至 2018 年 12 月底的累計淨買入額如下：
- 滬股通及深股通為人民幣 6,417 億元；及

- 港股通為人民幣 6,931 億元。
31. 在 MSCI 納入 A 股的消息支持下，滬股通及深股通的淨買入額自 2018 年 3 月起有所提升。在 2018 年 3 月至 12 月期間，滬股通及深股通的淨買入額總計達人民幣 2,617 億元，佔股票市場交易互聯互通機制推出以來滬股通及深股通累計淨買入額的 41%。
32. 在 2018 年期間：
- 滬股通及深股通的合計平均每日成交額（包括買賣成交）為人民幣 204 億元，佔內地市場成交額的 2.8%（2017 年則平均為人民幣 96 億元，佔市場成交額的 1.1%）。
 - 在滬港通及深港通合計的情況下，港股通的平均每日成交額（包括買賣成交）為人民幣 108 億元，佔香港市場成交額的 5.9%（2017 年則平均為人民幣 86 億元，佔市場成交額的 5.6%）。

經港股通流入的資金對市場表現的影響漸大

1. 自 2017 年初，在股票市場交易互聯互通機制下的港股通經紀已較機構經紀對香港市場表現有更大影響力，而機構經紀雖然佔買賣的主導地位，但其影響已減弱。這情況可解釋為港股通經紀在市場的參與度不斷上升，及他們的方向性投資導致淨買入／賣出持倉較大所致。相比之下，機構經紀的買賣比重較為平衡，因此淨持倉較細。

機構經紀的影響逐漸減弱

2. 交易模式（買入與賣出的總金額）及淨資金流入／流出（買入與賣出金額之間的差額）顯示，在 2017 年之前，機構經紀在香港市場的買賣中佔很大比重及對股市的表現有重大影響。然而，自 2017 年起，儘管他們依然主導了買賣活動，但對市場表現的影響有所減弱。機構經紀的淨資金流入／流出金額不但減少，而且偶爾被港股通經紀的淨資金流入／流出金額超越。
- (a) 在 2015 及 2016 年，機構經紀的淨資金流入／流出與恒指表現吻合。他們很多時候在股市上升時是淨買家（有淨資金流入），而當股市下跌時則是淨賣家（有淨資金流出）。他們的淨資金流入／流出在 24 個月中曾有 23 個月與市場走勢一致。
- (b) 然而自 2017 年起，由於機構經紀對恒指的影響開始減弱，上述走勢有所改變。由 2017 年 1 月至 2018 年 12 月，他們的淨資金流入／流出在 24 個月中只有 12 個月是與市場走勢一致。
- (c) 由 2015 年 1 月至 2018 年 12 月，機構經紀約佔香港市場買賣的 70%。但自 2017 年起，由於他們的交易模式與港股通經紀不同，有半數月份的淨資金流入／流出均較港股通經紀少。

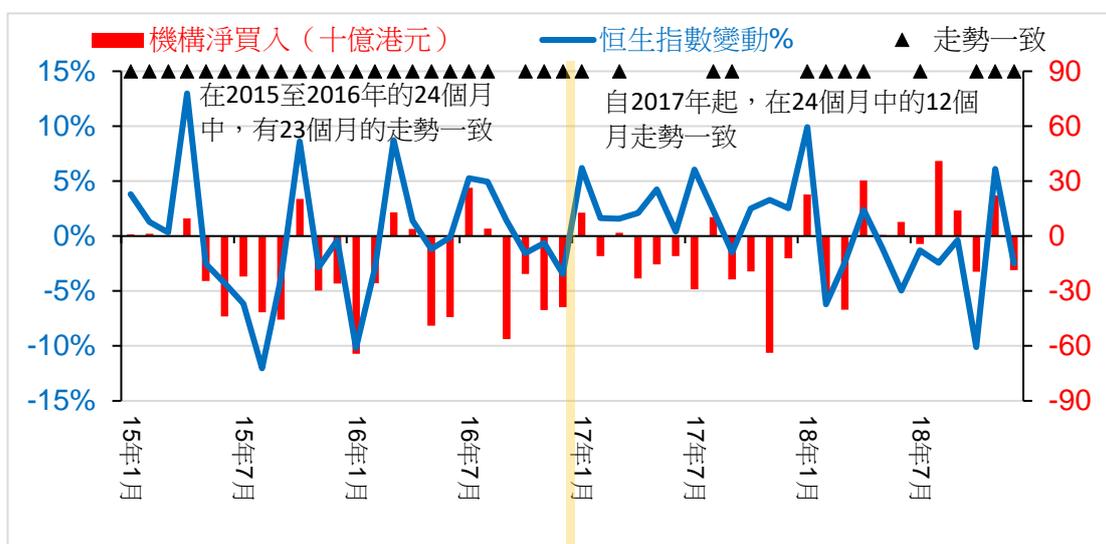
港股通經紀對市場表現的影響逐漸增加

3. 儘管港股通經紀在總買賣中佔一個小份額，但他們對股市表現的影響漸見增加。
- (a) 在 2015 及 2016 年，港股通經紀的淨資金流入很少與恒指升跌的走勢一致。
- (b) 自 2017 年起，隨著淨資金流入／流出上升，他們的淨資金流開始對恒指表現構成影響，並與恒指走勢一致。
- (c) 在 2015 年 1 月至 2018 年 12 月期間，港股通經紀佔香港市場買賣少於 10%。但自 2017 年起，他們在大多數月份的淨資金流入／流出均與機構經紀的淨資金流入／流出相若，甚或超越機構經紀的淨資金流入／流出。

經紀的交易模式轉變對香港的影響

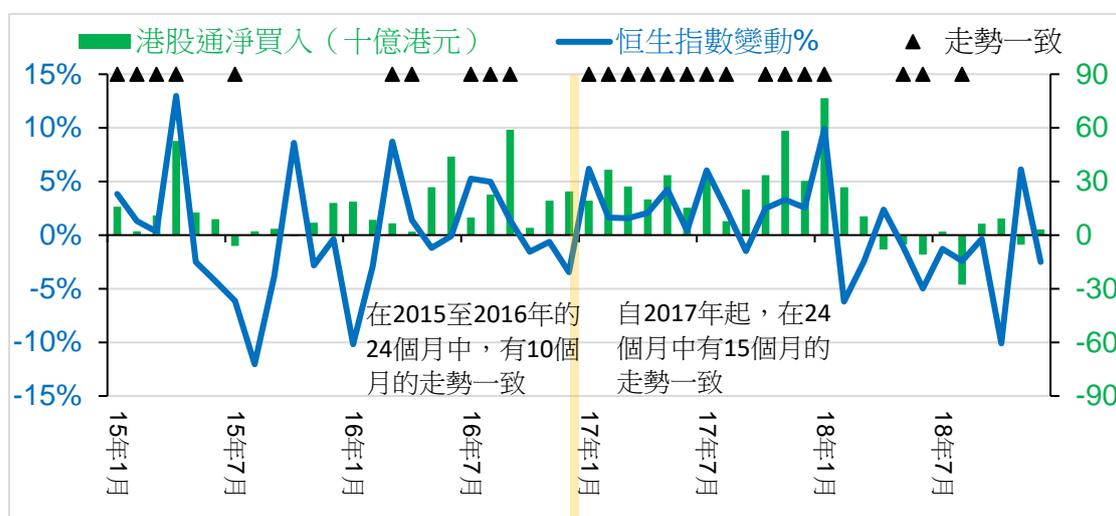
4. 儘管機構經紀主導了香港市場的買賣，但由於他們對市場有不同看法，經常導致買入及賣出大致上平衡，並因而令淨資金流入／流出相對較少。因此，他們對恒指表現的影響正在逐步減弱。
5. 另一方面，儘管港股通經紀只佔香港市場的買賣少於 10%，但由於很多內地投資者都傾向進行同向交易，以致淨資金流入／流出相對會較多。
6. 假如這個走勢持續，及港股通經紀佔買賣的較大份額，便可能會對香港的投資者架構及交易模式產生影響。

2015 年 1 月至 2018 年 12 月期間機構經紀的每月淨資金流入／流出與恒指表現的對比



備註：如在某個月份市場上升時有淨資金流入及在市場下跌時有淨資金流出，該月淨資金流入／流出的情況便與恒指走勢一致。

2015 年 1 月至 2018 年 12 月港股通經紀的每月淨資金流入／流出與恒指表現的對比



備註：如在某個月份市場上升時有淨資金流入及在市場下跌時有淨資金流出，該月淨資金流入／流出的情況便與恒指走勢一致。

賣空活動

33. 與 2017 年比較，香港的賣空活動的成交額及佔市場總成交額的百分比於 2018 年均有所增加。2018 年，平均每日賣空交易額為 135 億元，佔市場總成交額的 12.6%。2017 年，平均每日賣空交易額為 90 億元，佔市場總成交額的 10.3%。賣空活動增加主要是由大型股及交易所買賣基金（ETF）所帶動。投資者尋求在不明朗因素增加及市場波幅擴大的時期得到更大的下行保障，對沖活動因而增加。
34. 儘管賣空活動增加，須申報淡倉的市值佔相關市值的百分比一直維持於穩定水平。根據證監會獲呈交的數據，截至 2018 年 12 月 28 日，合計淡倉達 4,071 億元（佔已申報證券市值的 1.5%）。

首次公開招股

35. 於 2018 年，香港是在主要市場中排名第一的首次公開招股中心，有 218 宗首次公開招股（集資額為 2,865 億元），較 2017 年的 160 宗首次公開招股（集資額為 1,282 億元）有所上升。2018 年，內地公司（包括 H 股、紅籌股及內地民營企業）所進行的首次公開招股佔市場總集資額的 95%。

全球五大股市（以透過首次公開招股的集資額計）（2018 年）

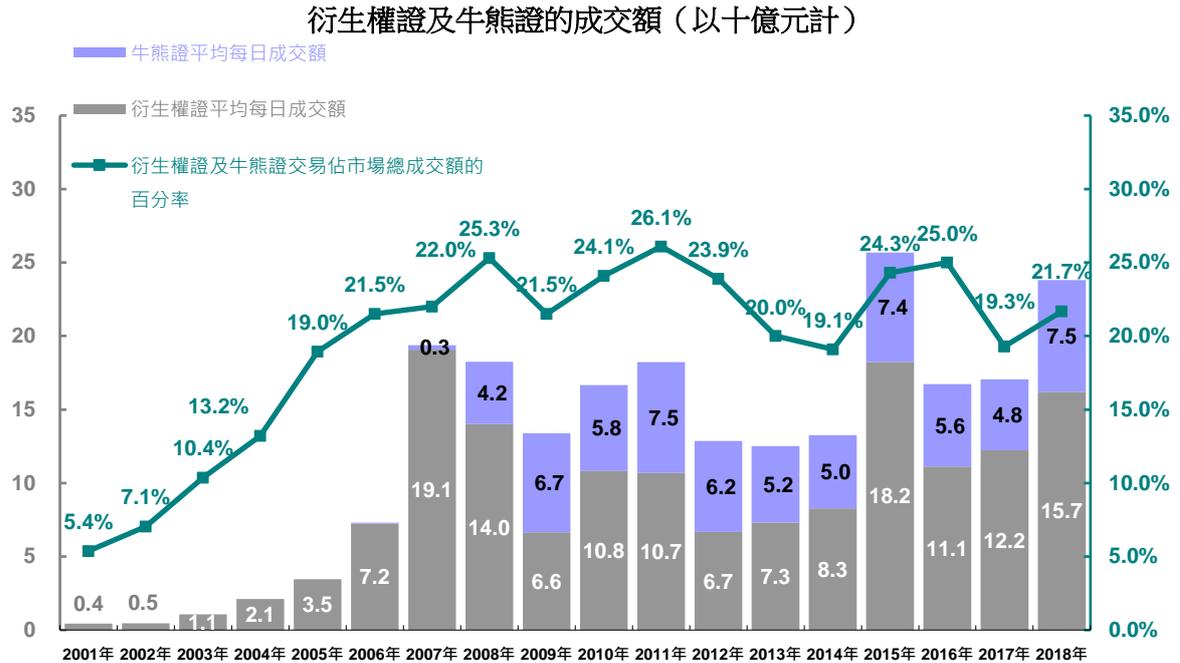
市場	以十億美元計
香港交易所	36.6
紐約證券交易所	28.6
日本交易所集團	25.6
納斯達克	24.5
德意志交易所	13.9

ETF 及槓桿和反向產品

36. 2018 年，ETF 的平均每日成交額為 40 億元，較 2017 年的 43 億元下跌 7%。ETF 佔 2018 年的市場總成交額 4%，而在 2017 年的比例則為 5%。A 股 ETF 的平均每日成交額為 17 億元，佔 ETF 總成交額的 44%，而在 2017 年的成交額及比例則為 14 億元及 33%。
37. 有 18 隻槓桿和反向產品追蹤恆指和恆生國企指數，這些產品於 2018 年的平均每日成交額為 4.39 億元。

衍生權證及牛熊證

38. 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為 157 億元（佔市場總成交額的 14.7%），而在 2017 年則為 122 億元（佔市場總成交額的 13.8%）。
39. 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亦有所增加。牛熊證的平均每日成交額為 75 億元（佔市場總成交額的 7.0%），而在 2017 年則為 48 億元（佔市場總成交額的 5.5%）。



資料來源：香港交易所及證監會

交易所買賣衍生工具

40. 2018 年，交易所買賣衍生工具的平均每日成交量上升 38.4%。鑑於市場大幅波動及投資者需要管理內地風險承擔，故對沖工具的需求十分強烈。
- 期貨產品的平均每日成交量上升 67.9%，當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 44.8%及 29.1%。恒指期貨及恒生國企指數期貨的平均每日成交量較 2017 年分別上升 83.9%及 30.3%。
 - 期權產品的平均每日成交量上升 21.9%。股票期權仍然是交投最活躍的期權產品，成交量較 2017 年上升 20.7%。

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）

		2018 年	2017 年	2016 年
期貨	恒指期貨	234,424	127,478	130,826
	小型恒指期貨	100,262	46,507	50,516
	恒生國企指數期貨	152,241	116,812	133,729
	小型恒生國企指數期貨	22,568	14,823	19,718
	股票期貨	3,508	492	915
	人民幣貨幣期貨（美元／離岸人民幣） [^]	7,135	2,966	2,181
	其他期貨產品 [^]	3,631	2,907	2,601
	期貨總和	523,769	311,985	340,486
期權	恒指期權	51,693	41,009	37,869
	小型恒指期權	10,005	6,643	5,767
	恒生國企指數期權	98,610	80,073	78,849
	小型恒生國企指數期權*	2,372	1,527	800
	股票期權	517,395	428,499	297,903
	其他期權產品	152	83	69
	期權總和	680,227	557,834	421,257
期貨及期權總和	1,203,996	869,819	761,744	

備註：平均每日成交量是以產品推出後的交易日數計算。

[^] 2017 年數據已經調整。

* 小型恒生國企指數期權交易在 2016 年 9 月 5 日開始。

資料來源：香港交易所及證監會

指數衍生工具活動有所增長

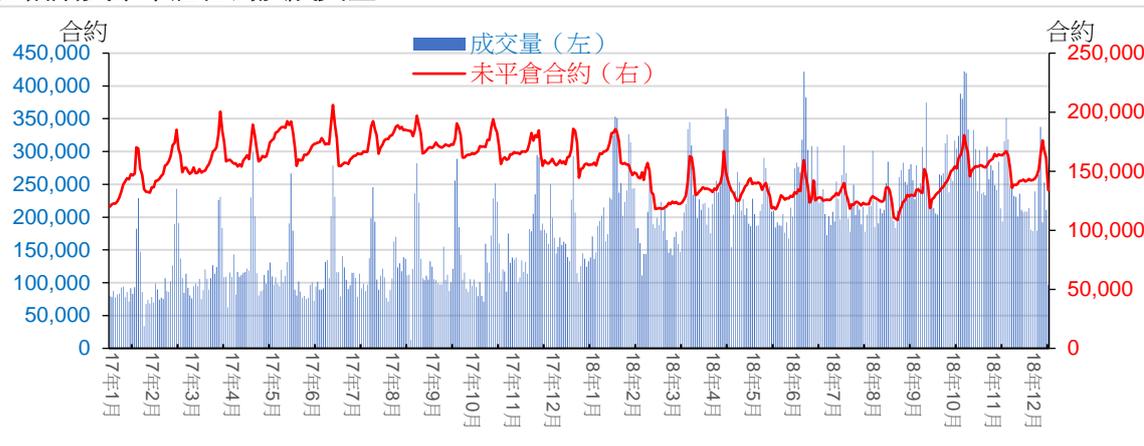
背景

1. 近期，主要指數衍生工具的買賣及未平倉合約的數量均有所增加。2018 年 10 月，是歷來最活躍的月份，恒指及恒生國企指數期貨的平均每日成交量分別上升至超過 290,000 張及 180,000 張合約。此外，2018 年是歷來最活躍的一年，恒指及恒生國企指數期貨的平均每日成交量分別為 234,000 張及 152,000 張合約。
2. 恒生國企指數期貨的未平倉合約數目在 3 月開始上升，並在 12 月底創下新高，有超過 630,000 張合約。未平倉合約在 2018 年底相較 2017 年底高出 84%。
3. 恒生國企指數期權的未平倉合約增加 16% 及買賣上升 23%。兩者在 2018 年均創下新高。
4. 根據與市場參與者的討論，可能導致衍生工具活動近期出現上升的因素包括：
 - (a) **市場波動增加**——各指數均反映市場在 10 月波動大幅增加。恒指下跌 10.1%，是自 2016 年 1 月以來的最大單月跌幅。恒生國企指數下跌 8.0% 及上證綜合指數下跌 7.7%。上述跌幅均引發波幅交易及增加對沖需求。就此而言，市場參與者在市場波動時傾向使用期貨進行對沖，因為相對期權，期貨的流通性較高。此外，隨著內地市場進行調整，投資者亦可能會沽出恒生國企指數期貨，對沖有內地風險承擔的好倉投資組合。
 - (b) **使用衍生工具對沖 A 股的風險承擔**——自 3 月起，經股票市場交易互聯互通機制流入 A 股市場的資金合共約為人民幣 2,600 億元，部分是因 A 股獲納入 MSCI 新興市場指數所帶動。由於對 A 股的風險承擔上升，加上 A 股市場的波動較大，導致對沖增加，尤其是使用恒生國企指數期貨對沖 A 股市場的風險承擔。
 - (c) **恒生國企指數進行革新**——在 3 月，十家紅籌公司及內地民營企業被加進恒生國企指數，令恒生國企指數在內地股票方面變得更具代表性。因此，市場參與者愈來愈願意利用恒生國企指數期貨合約來對沖內地的風險承擔。
 - (d) **新參與者活躍**——近期有新的參與者加入買賣恒指期貨，當中有些活躍於即日買賣，刺激買賣成交量增長。

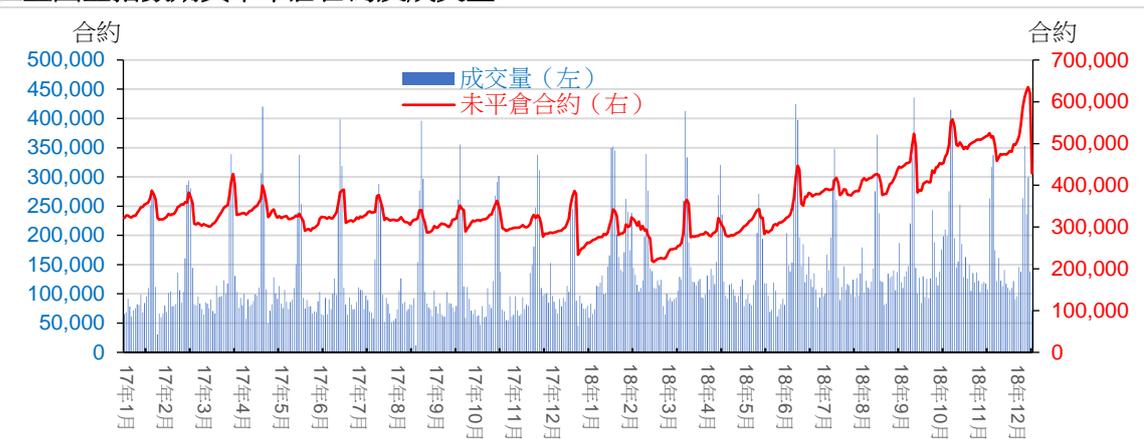
市場狀況

5. 衍生工具市場更為活躍似乎與股市活動吻合。衍生工具市場的大額未平倉合約⁴分析顯示，儘管未平倉合約有所上升，但大多數市場參與者都沒有十分大額的持倉，亦沒有出現持倉量集中於任何投資者的情況。最大持倉者主要為投資銀行及經紀行；他們指沒有跡象顯示對沖基金在市場上有極大額持倉。

恒指期貨未平倉合約及成交量



恒生國企指數期貨未平倉合約及成交量



恒生國企指數期權未平倉合約及成交量



⁴ 所持衍生工具未平倉合約超出指定水平的市場參與者，須向香港交易所匯報其持倉量。