



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

研究論文 69：環球及香港證券市場半年回顧（內附關於市場結構變化及股票市場交易互聯互通機制的專欄）

2021年8月6日

摘要

1. 2021 年上半年，主要美股指數上升，道瓊斯指數（道指）、納斯達克指數（納指）及標普指數的升幅分別為 12.7%、12.5% 及 14.4%。主要歐洲市場同樣造好，英國富時指數、德國 DAX 指數及法國 CAC 指數分別上升 8.9%、13.2% 及 17.2%。由於各國推出大規模的財政刺激措施及經濟數據強勁，投資者預期經濟持續復甦，提振市場情緒。疫情大流行的情況漸趨穩定及疫苗的推出取得進展，令股市向上。然而，投資者對通脹的憂慮加劇及國債收益率在高位徘徊。央行官員的講話顯示貨幣政策可能有變，令市場擔心央行加息和縮減購買政府債券的行動可能會比預期為早。
2. 內地方面，上證綜合指數及深證綜合指數分別升 3.4% 及 5.9%。穩健的經濟數據及企業盈利帶動股市升勢。政府的刺激經濟措施及開放市場舉措，提振了投資者情緒。同時，通脹擔憂加劇，對房地產業的調控措施和穩定商品價格的政策也影響這些股份。
3. 香港股市個別發展，恒生指數（恒指）上升 5.9%，但恒生中國企業指數（恒生國企指數）及恒生科技指數則分別下跌 0.7% 及 3.2%。海外股市的升勢帶來支持。疫情大流行的情況有所改善，令投資者對市場經濟前景產生憧憬。然而，市場憂慮主要央行可能撤消支持措施，導致升幅收窄。展望未來，2019 冠狀病毒病的風險及貨幣政策將會繼續影響股市表現。投資者對主要海外市場估值偏高的憂慮及中美關係的不確定性，可能增添市場的波動性。

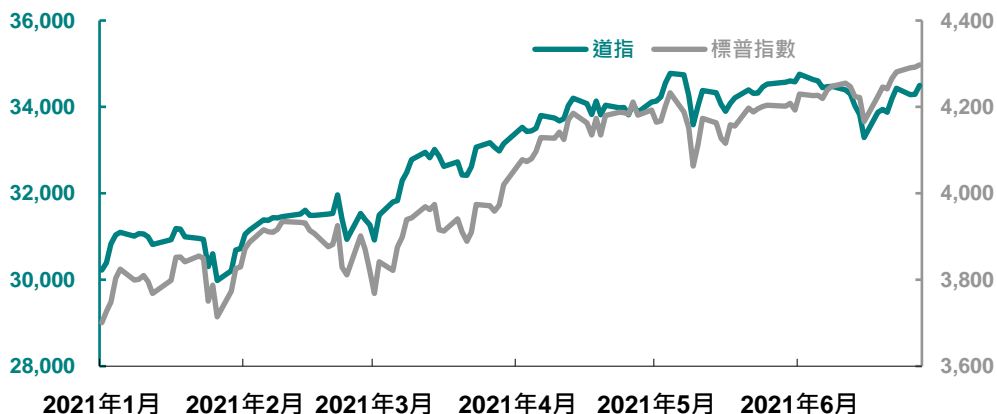
股市表現

4. 2021 年上半年，全球各地市場上升，部分市場更創下歷史新高。鑑於主要市場推出財政和貨幣刺激措施，加上經濟活動隨著疫情大流行的情況穩定下來而恢復，市場表現強勁。然而，投資者情緒依然脆弱，原因是他們對通脹風險及各央行可能改變貨幣政策感到憂慮。全球多個地方出現新一波 2019 冠狀病毒病感染個案，故疫情大流行的風險仍然存在。投資者關注到部分市場的估值偏高，令波動性因而增加。

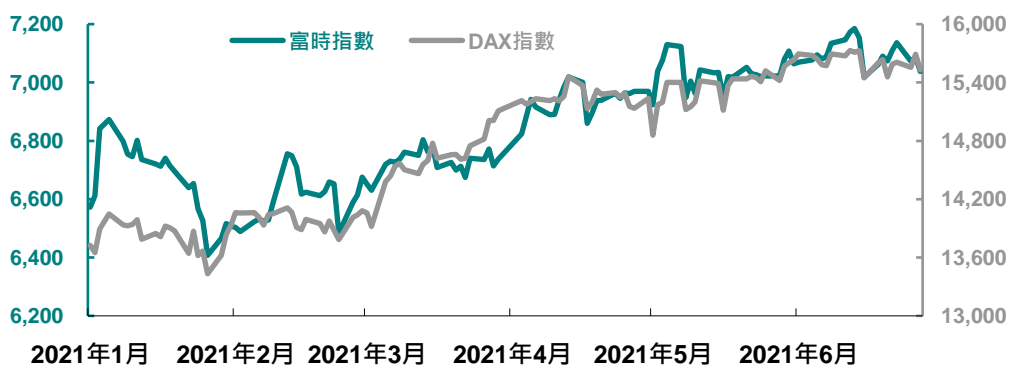
海外市場

5. 2021 年上半年，主要美股指數上升，道指、納指及標普指數的升幅分別為 12.7%、12.5% 及 14.4%。主要歐洲市場同樣造好，英國富時指數、德國 DAX 指數及法國 CAC 指數分別上升 8.9%、13.2% 及 17.2%。美國三大指數及德國 DAX 指數均創下歷史新高。
6. 重大的財政刺激措施提振市場情緒。繼通過 2019 冠狀病毒病的紓困方案後，美國總統再宣布推出兩個額外的消費方案。歐洲議會亦批准疫情大流行復甦基金。
7. 增長前景改善。美國國內生產總值在 2021 年首季錄得 6.3% 的強勁增長，及歐盟委員會早前將歐元區 2021 年的國內生產總值增長預測上調至 4.2%。在美國，零售、消費者信心，以及製造業和服務業的主要經濟指標均接近或超越疫情大流行前的水平。
8. 2019 冠狀病毒病大流行的情況穩定下來，配合疫苗的加速推出，令市場憧憬經濟會持續重啟。美國及歐元區的新感染個案數字有所放緩，而各國政府放寬了限制措施。鑑於市場展望旅遊需求增加，能源股伴隨油價一同上升。
9. 然而，雖然聯儲局及歐洲中央銀行保證維持寬鬆的貨幣政策，但聯儲局預計可能於 2023 年開始加息，及有些官員的講話顯示央行正考慮縮減資產購買計劃。投資者對通脹的憂慮加劇，以及美國十年期國債收益率在高位徘徊。對利率敏感的科技股表現受影響。道指自 2018 年底以來上漲了 48%，而納指和標普指數的相應數字分別為 119% 和 71%，令市場對估值偏高的擔憂加劇。

2021 年上半年道指及標普指數的表現



2021 年上半年富時指數及 DAX 指數的表現



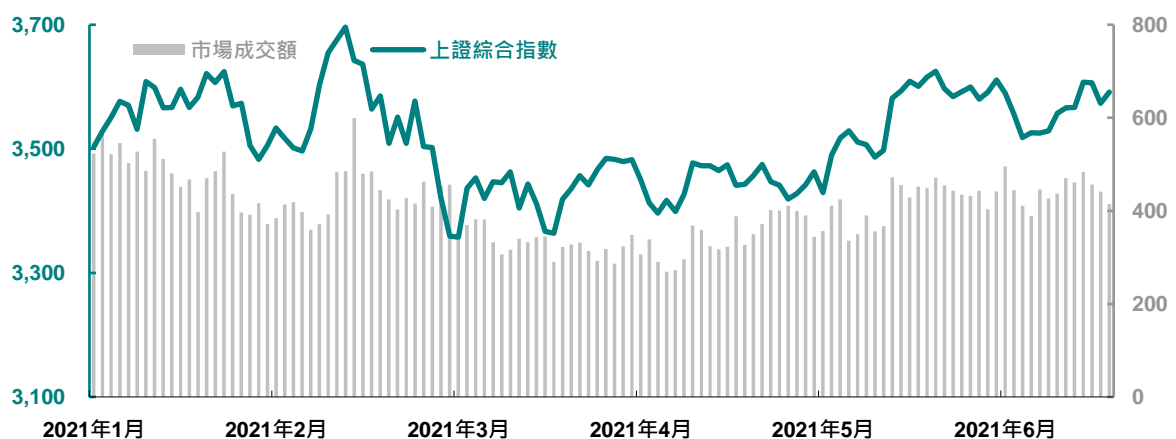
主要股票市場的表現

	指數水平	百分率變幅			
		2021 年上半年	2020年	2019年	
香港及內地					
香港	-恒指	28,828.0	+5.9%	-3.4%	+9.1%
	-恒生國企指數	10,663.4	-0.7%	-3.8%	+10.3%
	-恒生科技指數	8,155.4	-3.2%	+78.7%	+36.2%
內地	-上證綜合指數	3,591.2	+3.4%	+13.9%	+22.3%
	-深證綜合指數	2,466.2	+5.9%	+35.2%	+35.9%
美國					
美國	-道指	34,502.5	+12.7%	+7.2%	+22.3%
	-納指	14,504.0	+12.5%	+43.6%	+35.2%
	-標普指數	4,297.5	+14.4%	+16.3%	+28.9%
歐洲					
英國	-富時 100 指數	7,037.5	+8.9%	-14.3%	+12.1%
德國	-DAX 指數	15,531.0	+13.2%	+3.5%	+25.5%
法國	-CAC 指數	6,507.8	+17.2%	-7.1%	+26.4%

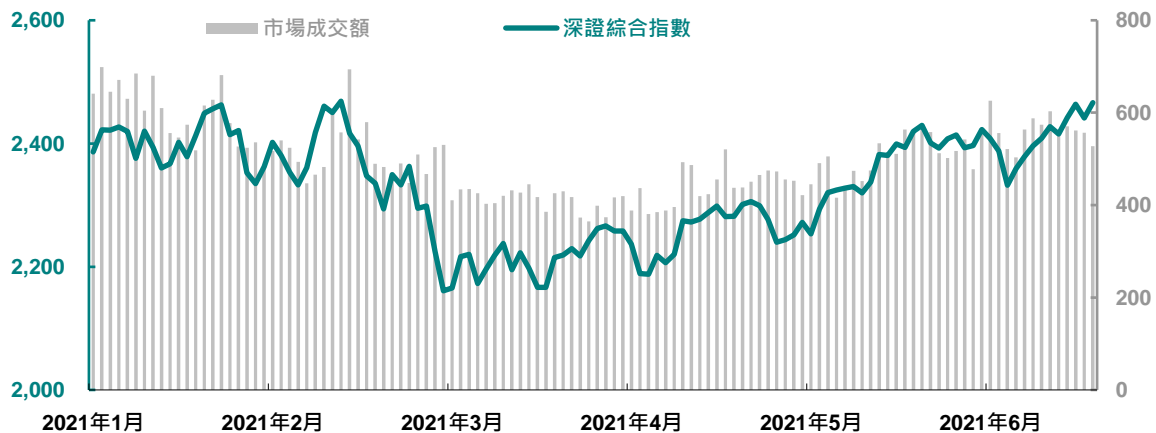
內地

10. 2021 年上半年，上證綜合指數及深證綜合指數分別升 3.4% 及 5.9%，兩者均一度創下五年以來的最高水平。內地市場平均每日成交額為人民幣 9,090 億元，較 2020 年平均人民幣 8,482 億元的水平高出 7.2%。
11. 經濟穩健復甦及企業盈利表現樂觀，帶動股市升勢。2021 年首季的國內生產總值增長升至 18.3%，創下歷史新高。工業利潤、零售和貿易數據表現強勁，提振了投資者情緒。
12. 為了提振本地消費及開放金融市場而推出的多項政策和可能的改革措施，亦令市場上揚。深圳股市表現優於大市，部分是由於政府對小型企業的政策支持帶動樂觀情緒。
13. 然而，隨著工業生產者出廠價格指數攀升，投資者對於通脹的憂慮加劇，令市場升幅有所收窄。由於政府收緊對房地產業的調控措施和穩定商品價格的政策，令投資者繼續保持審慎態度。內地與部分西方國家的關係的不明朗因素仍然存在。

2021 年上半年上證綜合指數及市場成交額（以人民幣十億元計）



2021 年上半年深證綜合指數及市場成交額（以人民幣十億元計）



香港

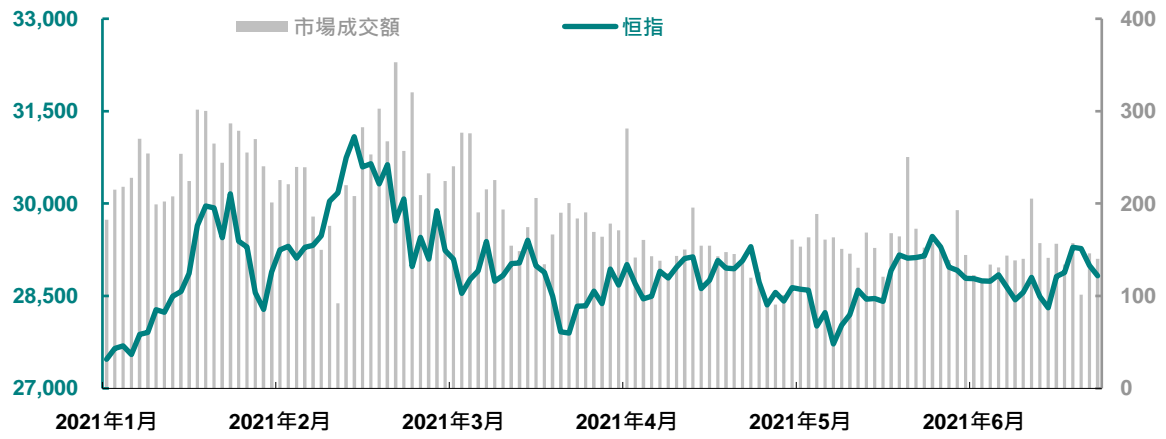
市場表現

14. 香港股市在 2021 年上半年個別發展，恒指上升 5.9%，但恒生國企指數及恒生科技指數則分別下跌 0.7%及 3.2%。恒指在 2021 年 2 月升破 31,000 點，創下 32 個月以來的新高。
15. 受惠於美國財政刺激方案及聯儲局重申寬鬆的政策立場，海外市場因而上揚，為港股帶來支持。在歐洲，歐洲中央銀行亦維持寬鬆的貨幣政策及低利率。有關政策為全球市場提供充裕的流動資金。
16. 市場對經濟復甦感到樂觀，帶動市場的氣氛。鑑於疫情大流行的情況有所改善，加上全球多個地方都推出疫苗，市場憧憬經濟活動得以恢復。一些指數成分股樂觀的企業盈利帶來支持。
17. 然而，市場憂慮主要央行因債券收益率上升及通脹問題而可能撤消政策方面的支持，導致升幅收窄。隨著全球多個地方發現新的變種病毒及 2019 冠狀病毒病的個案重燃，疫情大流行的風險揮之不去。
18. 對利率敏感的科技股表現遜色。此外，內地與西方國家關係的不確定性影響了股市表現。

市場前景及風險

19. 展望未來，2019 冠狀病毒病的情況將會繼續影響全球經濟復甦和股市表現。投資者對與通脹加劇有關的消息依然十分敏感，通脹風險令各大央行可能縮減各項經濟刺激措施。主要基準指數在前幾年和 2021 年上半年大幅上漲後，在歷史高位或多年來的新高徘徊，令市場對估值偏高的憂慮持續。此外，中美關係的不確定性可能增添市場的波動性。

2021 年上半年恒指及香港市場成交額（以十億元¹計）



¹ 除另有註明外，本報告所述貨幣為港元。

香港市場結構最近的變化

過去數年，香港市場的結構出現了多方面的變化。其中最顯著的是，市場上的內地成分主要由於科技股²日益增長而大幅上升。

內地成分佔較大的市場份額

內地公司在香港市場的所佔份額與日俱增。

- 內地公司在總市值方面佔比由 2016 年底的 63%，日漸升至 2021 年 6 月底的 81%。
- 內地公司在成交額方面佔比由 2016 年的 48%，穩步升至 2021 年上半年的 74%。

	2021 年上半年	2016 年	百分率變幅
市值（期末，十億元）			
總計	52,841	24,761	+113%
內地公司	42,565	15,664	+172%
內地公司所佔份額百分比	81%	63%	-
市場成交額（每日平均，十億元）			
總計	188	67	+181%
內地公司	139	32	+332%
內地公司所佔份額百分比	74%	48%	-

內地成分的增長受惠於科技股

內地成分的增長主要受科技股所帶動。它們大多數是在 2018 年 4 月³後來港上市的。

自 2016 年底起，內地的科技股急速增長，領先金融及房地產等其他股份。

- 以市值計，攀升 726%。
- 以市場成交額計，增加 1,195%。

	2021 年上半年	2016 年	百分率變幅
市值（期末，十億元）			
科技股	17,700	2,143	+726%
金融股	8,859	7,871	+13%
房地產股	5,340	3,105	+72%
成交額（每日平均，十億元）			
科技股	55.7	4.3	+1,195%
金融股	21.8	15.1	+44%
房地產股	10.0	4.5	+122%

² 在這個分析中，科技股指恒生科技指數的成分股。

³ 2018 年 4 月，香港交易所推出新的上市制度，容許擁有不同投票權架構的公司上市，並為尋求在香港作第二上市的大中華和國際公司提供便利上市的新渠道。

科技股超逾金融股成為最大界別

2021 年上半年，科技股佔香港總市值的 33%，並佔總成交額的 30%，高於 2016 年的分別 9% 及 6%。

- 科技股超逾分別佔香港總市值和總成交額 17% 及 12% 的金融股，成為最大界別。

此外，科技股是交投最活躍的股票之一。

- 2021 年上半年，十大交投最活躍的股票中有五隻是科技股，與 2016 年相比有重大增長。當時在十大交投最活躍的股票中，只有一隻是科技股。
- 這些股票的南向交易活躍。2021 年上半年，十大南向交易最活躍的股票中有四隻是科技股。

科技股的增長可能繼續提振交易

愈來愈多內地科技股被納入主要基準指數，吸引被動型基金投資於這些公司。此外，與科技股相關的衍生產品的推出，可能進一步提振香港市場的交易。

香港證券市場主要數據

交易活動

20. 2021 年上半年，本地股票市場交投活躍。全日成交額一度升穿 3,500 億元的水平，創下歷史新高。受強勁的股票市場交易互聯互通機制下南向交易所推動，平均每日成交額攀升至 1,882 億元，較 2020 年的 1,295 億元高出 45%。
21. 內地股票（包括 H 股、紅籌股及民營企業）仍是交投最活躍的股票。2021 年上半年，內地股票佔市場總成交額的 74%（2020 年為 68%），而恆指（內地股除外）所佔份額則大約為 6%（2020 年為 9%）。

股票市場交易互聯互通機制所佔的交易額比重愈來愈大

北向交易（尤其是深股通）逐步增加

隨著各主要環球指數增加 A 股的比重，以及國際投資者對經濟復甦感到樂觀欲進一步投資內地資產，北向交易持續增長。

- 2021 年上半年，北向交易的平均每日成交額（包括買賣交易）為人民幣 1,144 億元，佔內地市場股票交易的 6%（2020 年為 5% 及 2019 年為 4%）。
- 其中，深股通交易的平均每日成交額期內攀升至人民幣 616 億元，超逾滬股通交易的人民幣 528 億元。這亦反映出北向交易投資者對深圳的科技股感興趣。

自股票市場交易互聯互通機制推出以來的北向交易平均每日成交額
（人民幣十億元，包括買賣交易）



*滬港通於 2014 年 11 月 17 日推出及深港通於 2016 年 12 月 5 日推出。

南向交易攀升

南向交易連續創下新高，而且在香港市場的佔比愈來愈大。

- 2021 年上半年，南向交易的平均每日成交額（包括買賣交易）為 481 億元，佔香港市場股票交易的 15%（2020 年為 12% 及 2019 年為 9%）。
- 期內升幅有部分受惠於一些港股估值相對較低及內地投資者希望於離岸市場分散投資組合所致。內地投資者對於透過南向交易買入科技股，表現出濃厚興趣。

南向交易的淨買入額維持強勁

南向交易淨買入總額在 2021 年上半年達 4,647 億元，已幾乎相當於 2020 年全年 6,721 億元的 70%，並較 2019 年的 2,493 億元高出 86%。

截至 2021 年 6 月底，南向交易的累計淨買入額為人民幣 19,128 億元，而北向交易的累計淨買入額則為人民幣 14,260 億元。

賣空活動

- 2021 年上半年，香港的賣空成交額有所上升，但其佔市場總成交額的百分比則下跌。2021 年上半年的平均每日賣空交易額為 238 億元，佔市場總成交額的 12.7%（2020 年為 176 億元及 13.6%）。
- 須申報淡倉的市值有所上升，但其佔市場市值的百分比則減少。根據證監會獲呈交的數據，截至 2021 年 6 月底，合計淡倉達 5,756 億元（截至 2020 年底為 5,244 億元）。淡倉佔市場市值的 1.19%，截至 2020 年底則佔 1.25%。

交易所買賣衍生產品

24. 2021 年上半年，交易所買賣衍生產品的平均每日成交量與 2020 年同期相比高出 1.7%。

- 期貨產品的成交量下跌 17.7%，當中的恒指期貨及恒生國企指數期貨是交投最活躍的合約，分別佔所有期貨成交量的 34.0% 及 28.5%。與 2020 年同期相比，恒指期貨及恒生國企指數期貨的成交量分別下跌 23.5% 及 24.8%。與 2020 年(自 11 月推出以來)相比，恒生科技期貨的成交量則高出近三倍，部分原因是低基數效應，及對沖需求因科技股交投活躍而增加所致。
- 期權產品的成交量上升 16.6%。股票期權仍然是交投最活躍的期權產品，約佔所有期權產品成交量的 88.0%。股票期權的成交量較 2020 年上半年上升 35.9%。