



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

## 研究論文 73：環球及香港證券市場半年回顧

---

2023年8月11日

## 摘要

1. 2023 年上半年，主要海外市場造好。美國方面，道瓊斯指數（道指）、納斯達克指數（納指）和標普指數分別上升 3.8%、31.7%及 15.9%。歐洲方面，英國富時指數、德國 DAX 指數和法國 CAC 指數分別上漲 1.1%、16.0%及 14.3%。暫停加息的憧憬帶動市場一度上揚，但其後通脹和主要央行可能進一步收緊貨幣政策的憂慮重燃。雖然歐美銀行業風波衝擊市場情緒，但政府當局及金融機構安撫後，疑慮有所緩解。儘管美國政府債務上限得以暫緩，美國信貸評級前景依然未明。市場對環球經濟前景的擔憂持續未退。內地方面，上證綜合指數及深證綜合指數均上升 3.7%。經濟重啟，2023 年第一季國內生產總值增長有所改善，加上市場憧憬穩增長政策進一步出台，市場情緒得到提振。然而，內房的基本面仍受市場關注。
2. 香港方面，恒生指數（恒指）、恒生中國企業指數（恒生國企指數）及恒生科技指數分別下跌 4.4%、4.2%及 5.3%。恒指於 2023 年 1 月升至十個月的高位，但其後反覆下滑，於 6 月跌至半年低位。在 2022 年 11 月至 2023 年 1 月期間，以三個月計，恒指及恒生國企指數均錄得自 2009 年以來最大的百分比升幅（分別為 48.7%及 50.3%）。大市早前急升，似乎觸發投資者獲利套現活動。港股市場表現主要受到外圍宏觀因素影響，其中包括對美國加息的憂慮，環球經濟放緩，以及有關烏克蘭地緣政治局勢緊張帶來的不明朗因素。投資者對科技業的政策前景取態謹慎，科技股的股價下滑。鑑於科技股佔有相當的股市份額，並在主要基準指數中權重甚高，板塊股價的下跌拖累大市。與此同時，歐美銀行業的風波對港股的影響有限。在此期間，香港市場表現保持穩健。
3. 2023 年上半年，股市成交額下跌，部分歸因於價格效應，而成交下跌分布於不同類型的證券和券商，沒有出現集中的情況。本港成交額的降幅亦與主要海外市場於同期的表現基本一致。然而，交易所買賣衍生產品的交投則錄得增長。
4. 股票市場交易互聯互通機制方面，南向交易由 2021 年 12 月至 2023 年 5 月連續 18 個月錄得淨買入，2023 年上半年累計淨買入額達人民幣 1,099 億元。2023 年 1 月，北向交易淨買入額錄得人民幣 1,413 億元，創下單月歷史新高，2023 年上半年的累計淨買入額達人民幣 1,833 億元。股票市場交易互聯互通機制於 2023 年 3 月推出優化安排，其合資格範圍擴展至包括四家在港上市外國公司股票及約 1,000 隻 A 股（詳情見專欄 1）。
5. 另一重大措施是於 2023 年 6 月 19 日推出 24 隻香港股票的人民幣櫃台（詳情見專欄 2）。此舉有助推動人民幣國際化及其作為投資貨幣的使用。有關的人民幣櫃台促進了人民幣計價證券在香港的流動性及交投，從而鞏固香港作為主要離岸人民幣中心的地位。
6. 與 2022 年相比，2023 年上半年香港的賣空成交額及佔市場總成交額的百分比均有所下跌。其中，值得注意的是交易所買賣產品已成為每日賣空交易中的主要部分。交易所買賣產品的賣空活動大部分都是由莊家進行的（詳情見專欄 3）。為市場提供流動性的過程中，莊家或有需要賣空有關的交易所買賣產品。由於莊家持有的交易所買賣產品淡倉一般都在短時間內平倉，交易所買賣產品的賣空活動對整體市場產生重大系統性影響的機會不大。

## 股市表現

7. 2023 年上半年，儘管環球主要市場造好，但香港市場卻下跌，這是由於投資者對美國利率前景繼續抱持審慎態度，以及科技股因政策不確定而表現遜色，而對全球經濟放緩及烏克蘭地緣政治緊張局勢的憂慮仍然揮之不去。歐美銀行業風波令全球投資者情緒受壓，但至今對香港股市的影響有限。雖然債務上限問題似乎暫時得到解決，但美國信貸評級前景的不明朗因素猶在。內地方面，經濟情況不斷轉變及對政策刺激措施的憧憬皆影響市場情緒。

## 海外市場

8. 2023 年上半年，道指、納指和標普指數則分別上升 3.8%、31.7%及 15.9%。歐洲主要市場方面，英國富時指數、德國 DAX 指數和法國 CAC 指數則分別攀升 1.1%、16.0%及 14.3%。
9. 2023 年初，在美國及歐元區通脹壓力放緩的情況下，主要央行相繼減慢貨幣緊縮步伐。一如市場廣泛預期，美國聯邦儲備局（聯儲局）先後三度加息，合共 75 個基點，而歐洲中央銀行（歐洲央行）亦四次加息，合共 150 個基點。暫停加息的憧憬一度提振投資者情緒，但其後聯儲局和歐洲央行均表示今年餘下時間可能進一步加息，投資者對貨幣政策可能進一步收緊的憂慮再度升溫。
10. 在穩健的企業盈利和人工智能行業增長的樂觀前景支持下，美國科技股表現優於大市。然而，在 2023 年 3 月，市場對歐美銀行業財政穩健情況的擔憂加劇，一度令投資者情緒受壓。其後，經政府當局及金融機構安撫及介入，流動性疑慮有所緩解。後來，美國債務上限僵局亦一度對市場情緒構成壓力。儘管美國國會已通過暫緩美國債務上限生效的法案，但信貸評級前景的不明朗因素依然存在。
11. 經濟數據及企業盈利參差，令經濟衰退憂慮持續。國際貨幣基金組織將 2023 年全球國內生產總值增長的預測由 2.9%下調至 2.8%，預期未來五年全球增長約為 3%，屬 30 年來最低的中期預測。美國國內生產總值增長由 2022 年第四季的 2.6%放緩至 2023 年第一季的 2.0%。歐元區國內生產總值增長亦由 2022 年第四季度的 1.8%放緩至 2023 年第一季度的 1.0%。

### 2023 年上半年道指及標普指數的表現



### 2023 年上半年英國富時指數及德國 DAX 指數的表現



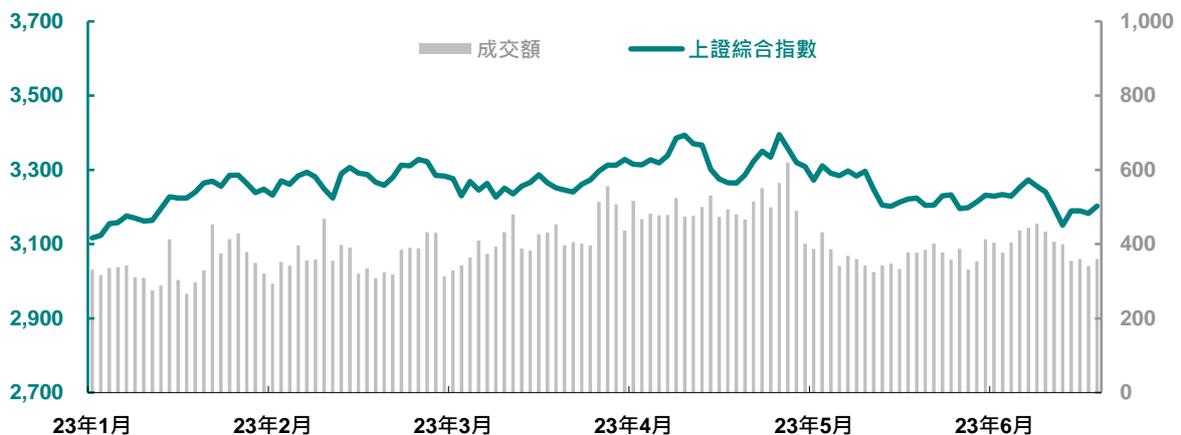
### 主要股票市場的表現

	指數水平	百分率變幅			
		2023 年上半年	2022 年	2021 年	
<b>香港及內地</b>					
香港	-恒指	18,916.4	-4.4%	-15.5%	-14.1%
	-恒指國企指數	6,424.9	-4.2%	-18.6%	-23.3%
	-恒指科技指數	3,911.3	-5.3%	-27.2%	-32.7%
內地	-上證綜合指數	3,202.1	+3.7%	-15.1%	+4.8%
	-深證綜合指數	2,049.2	+3.7%	-21.9%	+8.6%
<b>美國</b>					
美國	-道指	34,407.6	+3.8%	-8.8%	+18.7%
	-納指	13,787.9	+31.7%	-33.1%	+21.4%
	-標普指數	4,450.4	+15.9%	-19.4%	+26.9%
<b>歐洲</b>					
英國	-富時指數	7,531.5	+1.1%	+0.9%	+14.3%
德國	-DAX 指數	16,147.9	+16.0%	-12.3%	+15.8%
法國	-CAC 指數	7,400.1	+14.3%	-9.5%	+28.9%

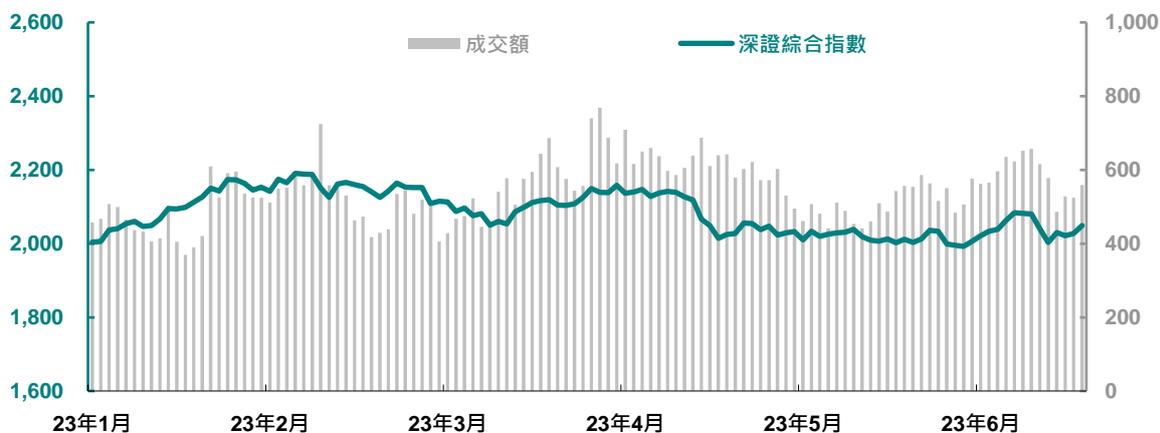
## 內地

12. 2023年上半年，上證綜合指數及深證綜合指數均上升**3.7%**。內地股市的平均每日成交額為人民幣**9,417億元**，較2022年的人民幣**9,251億元**水平高出**1.8%**。
13. 內地經濟重啟提振了市場情緒。國內生產總值增長由2022年第四季的**2.9%**加快至2023年第一季的**4.5%**。國際貨幣基金組織將2023年內地國內生產總值增長的預測由**4.4%**上調至**5.2%**。
14. 市場對政府推出進一步穩增長政策的憧憬帶動股市上揚。2023年3月，中國人民銀行將存款準備金比率調低**25個基點**。投資者亦預期內地會推出一系列支持國企和科技及房地產業的措施。
15. 然而，由於信貸增長、工業利潤、製造業、服務業和貿易的多項數據好壞參半，影響市場情緒。房地產行業流動性狀況依然不明朗。投資者情緒亦受到人民幣轉弱影響。人民幣兌美元於2023年上半年貶值**5%**，並曾一度跌至低於**7.25**的水平，觸及2022年11月以來的新低。

2023年上半年上證綜合指數及市場成交額（以人民幣十億元計）



## 2023 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

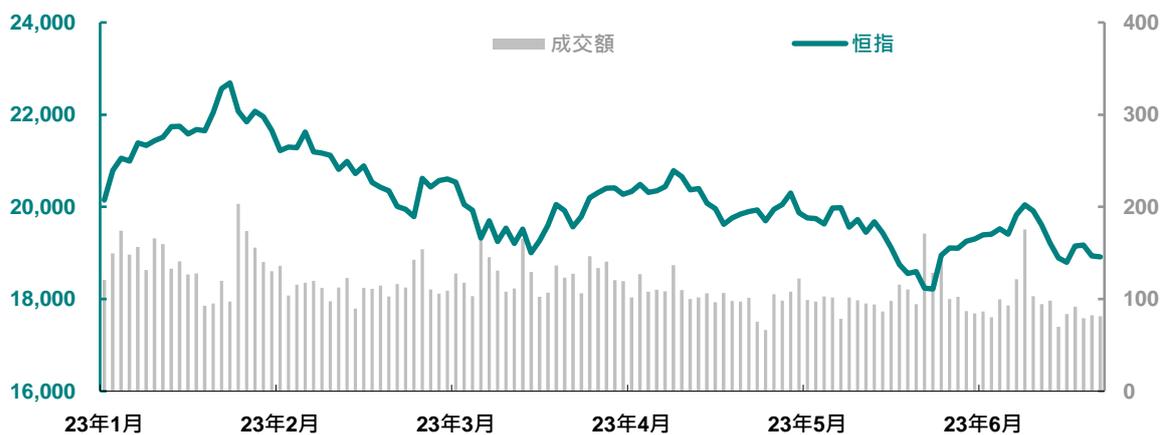
16. 2023 年上半年，香港股市下跌。恒指、恒生國企指數及恒生科技指數的跌幅分別為 4.4%、4.2%及 5.3%。恒指於 2023 年 1 月曾升至 10 個月以來的高位，但其後反覆下滑，於 2023 年 6 月跌至六個月以來的低位。
17. 繼大市在較早前大幅攀升後，似乎觸發投資者獲利套現活動。在 2022 年 11 月至 2023 年 1 月期間，以三個月計，恒指及恒生國企指數均錄得自 2009 年以來最大的百分比升幅，從 2022 年 10 月的低位分別累積了 48.7%及 50.3%的升幅。
18. 市場表現似乎主要受到外圍宏觀因素影響。市場擔心人民幣轉弱可能會影響在港上市內地企業的盈利。主要央行的貨幣政策立場未明，持續令市場受壓。對全球經濟衰退風險的憂慮，加上烏克蘭地緣政治局勢持續緊張，令投資者避險情緒升溫。
19. 市場調整似乎主要是由於一些大型內地科技股表現遜色所致。鑑於科技股佔有相當市場份額並在指數中權重甚高<sup>1</sup>，板塊的股價調整拖累了港股。
20. 歐美銀行業的事態發展至今對香港股市的影響有限。香港大部分主要銀行股的股價變動相對溫和。然而，市場對內地政府進一步採取支持經濟的穩增長措施保持樂觀，令股市跌幅稍微收窄。在此期間，香港市場表現保持穩健。
21. 2023 年上半年，香港市場的平均每日成交額跌至 1,155 億元，較 2022 年的 1,249 億元減少 7.5%。有關跌幅部分歸因於價格效應。香港股市成交額下跌分布於不同類型的證券和券商。而香港成交額的降幅與主要海外市場於同期的表現基本一致。以美元計算，主要海外市場成交額的跌幅介乎 1 至 16%不等。
22. 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。2023 年上半年，內地股票佔市場總成交額的 67%（2022 年為 67%）。

<sup>1</sup> 它們在恆生指數的總權重為 27%。

## 市場前景及風險

23. 展望未來，香港市場面對的風險可能仍以外圍宏觀因素為主。主要央行的貨幣立場將繼續影響環球市場表現。歐美銀行業的財務狀況，以及烏克蘭地緣政治局勢緊張，亦可能會令市場受壓。內地方面，投資者正觀望經濟復甦步伐、政策刺激的力度及中美關係的發展。

2023 年上半年恒指及市場成交額（以十億元計）



## 香港證券市場的活動

### 股票市場交易互聯互通機制

24. 2023 年上半年，

- 北向交易的平均每日成交額（包括買入及賣出交易）為人民幣 1,093 億元，佔內地市場成交額的 5.8%（2022 年則為人民幣 1,004 億元，佔市場成交額的 5.4%）；及
- 南向交易的平均每日成交額（包括買入及賣出交易）為 338 億元，佔香港市場成交額的 14.7%（2022 年則為 317 億元，佔市場成交額的 12.7%）。

25. 2023 年上半年，淨買入額如下：

- 北向交易為人民幣 1,833 億元（2022 年則為人民幣 900 億元）；及
- 南向交易為人民幣 1,099 億元（2022 年則為人民幣 3,394 億元）。

#### 專題 1：股票市場交易互聯互通機制擴容

股票市場交易互聯互通機制於 2023 年 3 月 13 日實施擴容，見證了新的里程碑，深化了內地與香港市場之間的互聯互通，為投資者提供更多元化的投資選擇，以及為兩地市場帶來額外流動性。

- 就南向交易而言，四家在港主要上市外國公司已獲納入該機制內，而與它們有關的南向交易自納入後佔相關股票總成交額約 10%。
- 就北向交易而言，有關範圍已新增約 1,000 隻 A 股<sup>2</sup>。這些股票的北向交易自納入後佔相關股票總成交額約 4%。

擴容後，互聯互通機制的合資格股票涵蓋逾 2,500 隻 A 股及 500 隻港股，並佔：

- 各自市場的市值逾 80%；及
- 各自市場的股票成交額逾 80%。

合資格證券範圍經擴大後，交易保持暢順，這亦將鞏固香港作為通往內地市場門戶的地位。將外國公司納入南向交易對於香港而言別具重要的策略意義，其作為首次公開招股中心的角色得以強化。因為此舉有助吸引更多外國公司來港上市，以將它們的股東基礎擴展至涵蓋更多內地投資者。

<sup>2</sup> 北向交易的合資格股票範圍經調整後，已納入符合有關規定（例如市值及成交量）的上海證券交易所 A 股指數成分股及深圳綜合指數成分股。

## 專題 2：港幣－人民幣雙櫃台交易

2023年6月19日，24隻香港股票推出人民幣櫃台交易。有關人民幣櫃台的交易至今維持有序，並促進了人民幣計價證券在香港的流動性及交投。在2023年6月19日至30日期間：

- 該24個人民幣櫃台的平均每日成交額合共為人民幣1.9億元（2.1億元）。約是香港交易及結算所有限公司於2023年6月19日前上市的其他人民幣計價產品（主要為交易所買賣基金）的成交額的十倍。
- 參與人民幣櫃台交易的券商有101家。

雙櫃台莊家機制有助促進流動性，並收窄人民幣櫃台與港幣櫃台之間的價格差異。

- 人民幣櫃台價格密切追蹤相應的港幣櫃台。流動性較高的人民幣櫃台與其港幣櫃台之間只有細小的價格差異，相差範圍在±0.3%之內。
- 流動性最高的人民幣櫃台的買賣差價亦屬狹窄，而有關差價大致上與港幣櫃台的差價相若或較之略高（1至2格）。

港幣－人民幣雙櫃台交易有助推動人民幣國際化及其作為投資貨幣的使用，並使香港能提供更多人民幣計價證券，以供內地及海外投資者買賣，藉此鞏固本港作為主要人民幣離岸中心的角色。證監會現正與內地有關當局洽商，探討將人民幣櫃台納入股票市場交易互聯互通機制內。

## 互換通

26. 首個內地與香港有關金融衍生產品的市場互聯互通機制“互換通”已於2023年5月15日開通，而初期先啟動“北向互換通”。
27. “互換通”讓香港及其他司法管轄區的投資者可參與內地銀行間利率互換市場，加深內地與海外資本市場的連接，鞏固香港作為風險管理中心的地位。
28. “互換通”開通至今一直運作順暢。在開通當日，有27名海外投資者參與利率互換合約交易，名義總額約為人民幣83億元。截至2023年6月底，透過“互換通”買賣的內地銀行間利率互換合約共有540份，所涉的名義總額約為人民幣1,290億元或平均每日約人民幣39億元。

## 賣空活動

29. 2023年上半年，香港的賣空成交額及其佔市場總成交額的百分比與2022年相比均有所下跌，平均每日賣空交易額為186億元，佔市場總成交額的16.2%（2022年為217億元及17.4%）。
30. 在上述186億元的平均每日賣空交易額中，29.0%或54億元來自交易所買賣產品，當中包括交易所買賣基金和槓桿及反向產品。若扣除交易所買賣產品，平均每日賣空交易額為132億元（佔市場總成交額的13.1%），而2022年則為167億元（或14.9%）。

### 專題 3：交易所買賣產品已成為每日賣空交易中的主要部分

交易所買賣產品已成為每日賣空交易中的主要部分，而交易所買賣產品的賣空活動大部分都是由莊家進行的。為市場提供流動性的過程中，莊家或有需要賣空相關的交易所買賣產品。

由於交易所買賣基金的印花稅豁免措施（於 2015 年生效）以及 ETF 通於 2022 年 7 月推出，證監會發現交易所買賣產品的交易活動呈上升趨勢，一些交易日也出現了較高的賣空比率，部分原因是主要交易所買賣產品的南向淨買入有所增加。交易所買賣產品的莊家未必經常持有足夠的交易所買賣產品來滿足市場需求。因此，在南向投資者對交易所買賣產品有強勁需求時，莊家或需賣空交易所買賣產品，以向市場提供流動性。

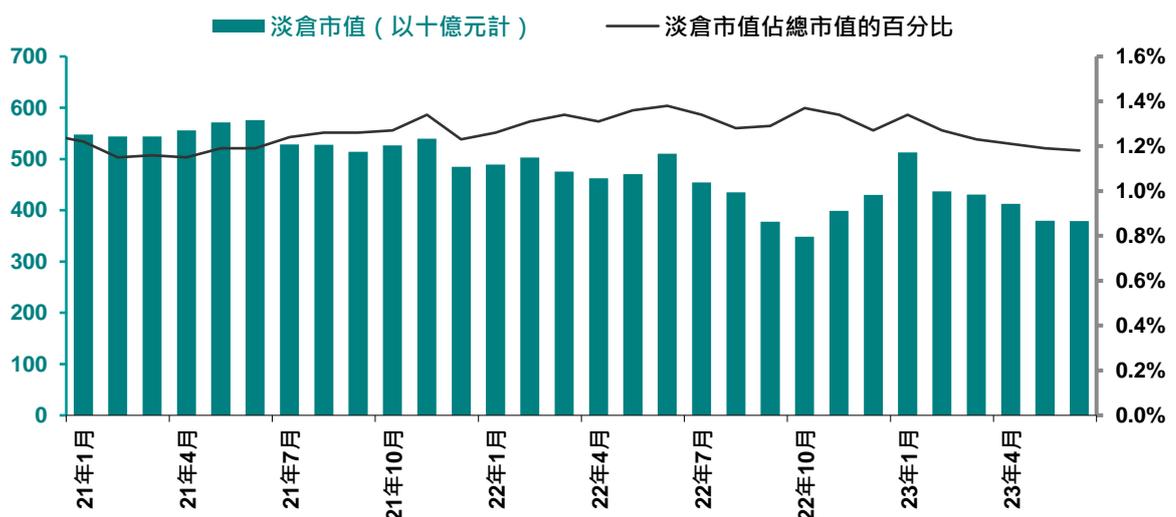
以 2023 年 6 月 5 日為例：

- 賣空比率達 23.4%，是當時有記錄以來的第二高。
- 當日的 234 億元賣空交易額當中，主要交易所買賣產品佔 56% 或 131 億元。
- 若扣除交易所買賣產品，賣空交易額為 103 億元（佔市場總成交額的 12.9%），而此金額仍處於正常水平。
- 交易所買賣產品南向淨買入為 103 億元，是當時的新高。

由於莊家持有的交易所買賣產品淡倉一般都在短時間內平倉，交易所買賣產品的賣空活動對整體市場產生重大系統性影響的機會不大。

31. 就整體市場而言，須申報淡倉的市值及其佔市場市值的百分比均有所下跌。根據呈交證監會的數據，截至 2023 年 6 月底，合計淡倉減少至 3,787 億元（2022 年底為 4,298 億元）。淡倉佔市場市值的百分比為 1.18%，而 2022 年底則為 1.27%。

#### 香港股市的淡倉



## 交易所買賣衍生產品

32. 2023 年上半年，交易所買賣衍生產品的平均每日成交量與 2022 年上半年相比高出 5%。大額未平倉合約數據顯示，交易所買賣衍生產品市場的淡倉沒有出現過度集中或囤積，亦未有引起重大的系統性風險。
- 期貨產品的成交量下跌 0.4%。
    - 恒指期貨及恒生國企指數期貨是交投最活躍的合約，分別佔期貨總成交量的 24.2%及 32.7%。與 2022 年上半年相比，恒指期貨的成交量下跌了 8.3%，而恒生國企指數期貨的成交量則上升了 7.4%。
    - 恒生科技指數期貨平均每日成交量為 103,509 張合約，與 2022 年上半年相比上升了 59.4%，部分原因是在股價波動加劇下，投資者管理科技股風險敞口的需求增加所致。
  - 期權產品的成交量上升 8.7%。股票期權的交投仍然是最活躍，佔期權產品總成交量的 81.0%。股票期權的成交量較 2022 年上半年上升了 4.7%。