



研究論文 75：環球及香港證券市場半年回顧

2024年8月16日

摘要

1. 2024 年上半年，海外市場的看漲氣氛濃厚，美國及歐洲主要指數接連破頂。道瓊斯指數（道指）、納斯達克指數（納指）和標普 500 指數等美國主要股票指數分別上升 3.8%、18.1%及 14.5%。歐洲方面，英國富時指數和德國 DAX 指數亦分別上漲 5.6%及 8.9%，而法國 CAC 指數則下跌 0.8%。內地方面，上證綜合指數及深證綜合指數則分別下跌 0.3%及 12.0%。
2. 市場對中國證券監督管理委員會（中國證監會）的五項資本市場對港合作措施感到樂觀，帶動香港市場氣氛好轉，令成交額有所增加。2024 年上半年，恒生指數（恒指）及恒生中國企業指數（恒生國企指數）分別上升 3.9%及 9.8%，而恒生科技指數則下跌 5.6%。截至 6 月底，恒指、恒生國企指數及恒生科技指數已自 2024 年 1 月下旬的低位，分別回升 18.4%、26.6%及 18.3%。特別是，在中國證監會於 4 月 19 日公布五項資本市場對港合作措施後，香港市場升勢加快（見專題 1）。恒指於 5 月升至九個月高位。市場對內地支援措施及其經濟前景改善的憧憬提振了投資者情緒。因此，香港股市於 4 月 22 日至 6 月 28 日的表現優於大部分其他主要市場。此外，香港及內地股票的估值相對較低，日漸受到投資者青睞。然而，對於主要央行的貨幣政策立場及中東和烏克蘭持續已久的地緣政治緊張局勢，投資者仍然抱持審慎態度。
3. 香港股市於 2024 年上半年的平均每日成交額升至 1,104 億元¹，較 2023 年的 1,050 億元高 5.1%。此外，交易所買賣衍生工具市場錄得了強勁增長，而場外衍生工具市場則維持相對穩定（見專題 2 及專題 3）。
4. 股票市場交易互聯互通機制方面，期內，北向及南向交易均錄得淨買入，分別為人民幣 386 億元及 3,714 億港元。南向交易 2024 年上半年的淨買入已超過 2023 年全年的 3,188 億港元。截至 6 月底，北向及南向交易的累計淨買入額分別達到人民幣 1.8 萬億元及 3.3 萬億港元。
5. 期內，香港的賣空成交額佔市場成交額的百分比維持穩定。淡倉佔整體市場市值的百分比亦維持穩定。沒有跡象顯示個別股票曾出現累積大額淡倉的情況，市場亦無出現淡倉集中於任何個別證券或持有人的情況。

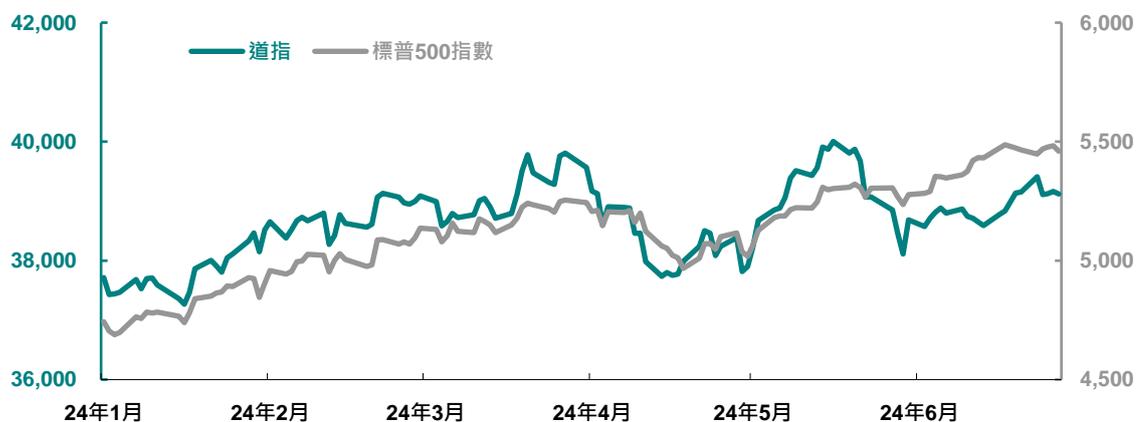
¹ 除另有註明外，本報告所述貨幣為港元。

股市表現

海外市場

6. 美國方面，道指、納指和標普 500 指數於 2024 年上半年分別上升 3.8%、18.1%及 14.5%。歐洲方面，英國富時指數和德國 DAX 指數分別上升 5.6%、8.9%，法國 CAC 指數則下跌 0.8%。美國及歐洲的主要指數接連創出歷史新高。
7. 美國市場升幅似乎是由科技股帶動。人工智能產業前景向好，為大市帶來支持。歐元區方面，今年第一季國內生產總值增長為 0.3%，創下 2022 年第三季以來最大增幅。2024 年第一季英國國內生產總值錄得 0.7%增長，緩解衰退擔憂。
8. 聯儲局主席重申，進一步加息的機會不大。然而，鑑於通脹問題持續，外界對美國減息幅度的預期降溫。從聯儲局官員的言論可見，當局對放寬貨幣政策的態度愈加審慎。美國十年期國債收益率一度由 2023 年底的不足 4%升至 4.7%。歐洲方面，歐洲中央銀行於 2024 年 6 月將利率下調 25 個基點，是近五年來的首度減息。
9. 法國總統意外宣布提前舉行國會選舉，受政治不確定因素影響下，法國 CAC 指數受壓。中東及烏克蘭的地緣政局持續緊張，亦打擊市場情緒。隨著美國和歐洲主要市場指數接連創出歷史新高，市場對估值偏高的憂慮加劇。

2024 年上半年道指及標普 500 指數的表現



2024 年上半年英國富時指數及德國 DAX 指數的表現



主要股市的表現

	指數水平	百分率變幅			
		2024 年上半年	2023 年	2022 年	
香港及內地					
香港	-恒指	17,718.6	+3.9%	-13.8%	-15.5%
	-恒生國企指數	6,331.9	+9.8%	-14.0%	-18.6%
	-恒生科技指數	3,554.5	-5.6%	-8.8%	-27.2%
內地	-上證綜合指數	2,967.4	-0.3%	-3.7%	-15.1%
	-深證綜合指數	1,618.1	-12.0%	-7.0%	-21.9%
美國					
美國	-道指	39,118.9	+3.8%	+13.7%	-8.8%
	-納指	17,732.6	+18.1%	+43.4%	-33.1%
	-標普 500 指數	5,460.5	+14.5%	+24.2%	-19.4%
歐洲					
英國	-富時指數	8,164.1	+5.6%	+3.8%	+0.9%
德國	-DAX 指數	18,235.5	+8.9%	+20.3%	-12.3%
法國	-CAC 指數	7,479.4	-0.8%	+16.5%	-9.5%

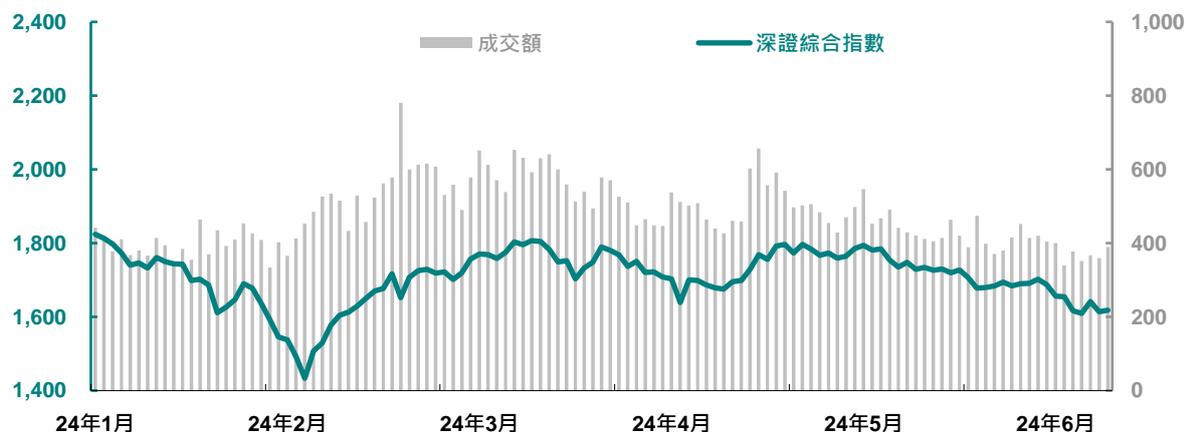
中國內地

10. 2024 年上半年，上證綜合指數及深證綜合指數分別下跌 0.3% 及 12.0%。內地股市的平均每日成交額為人民幣 8,562 億元，較 2023 年的人民幣 8,744 億元下跌 2.1%。
11. 受到經濟前景及房地產業的憂慮影響，上證綜合指數於 2024 年 2 月一度跌至五年低位，其後於 2024 年 5 月反彈至八個月新高，而於上半年大致持平。
12. 生產者物價指數持續向下。在房屋銷售、外國直接投資和工業利潤增長的數據公布後，投資者擔憂經濟復甦速度存在不確定性。歐盟宣布對內地電動車加徵進口關稅，同時有消息称美國可能限制中國內地獲取某些高科技晶片，令汽車及科技行業受到影響。
13. 然而，中央政府推出刺激增長政策，包括為房地產、半導體及人工智能等多個產業提供支援措施，令樂觀情緒升溫，帶動市場氣氛好轉。國務院發布《關於加強監管防範風險推動資本市場高質量發展的若干意見》（國九條），有望加快國內資本市場改革步伐。此外，國際貨幣基金組織將 2024 年內地國內生產總值增長的預測上調至 5.0%。

2024 年上半年上證綜合指數表現及市場成交額（以人民幣十億元計）



2024 年上半年深證綜合指數表現及市場成交額（以人民幣十億元計）



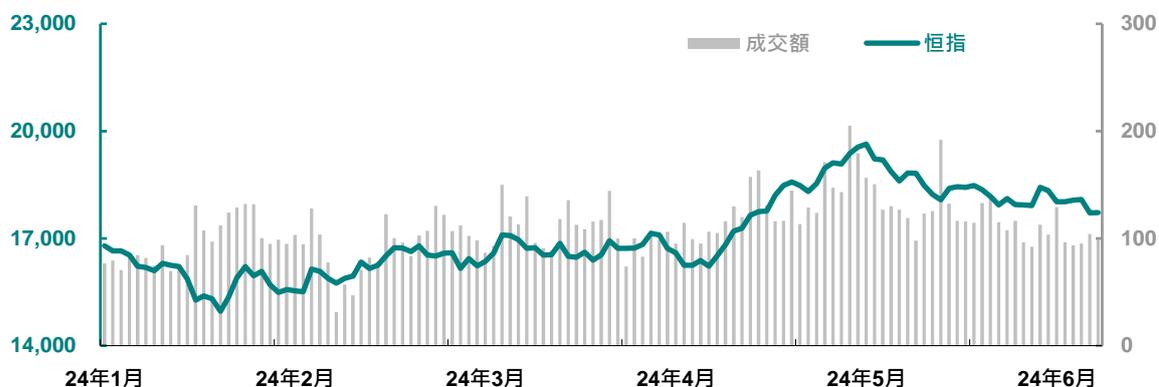
香港

市場表現

14. 市場對中國證監會的五項資本市場對港合作措施感到樂觀，帶動香港市場氣氛於 2024 年上半年漸見好轉。恒指及恒生國企指數分別上升 3.9% 及 9.8%，而恒生科技指數則下跌 5.6%。恒指於 2024 年 1 月跌至 15 個月低位，但其後於 2024 年 5 月創下九個月新高。截至 6 月底，恒指、恒生國企指數及恒生科技指數自 2024 年 1 月底的低位，分別回升 18.4%、26.6% 及 18.3%。
15. 4 月 19 日，中國證監會公布五項資本市場對港合作措施²。因此，於 4 月 22 日至 6 月 28 日期間，香港股市跑贏大部分其他主要市場。
16. 內地方面，投資者憧憬政府推出措施以支持房地產市場，有助提振市場情緒。對內地經濟前景有望改善的憧憬，亦刺激大市走高。
17. 鑑於恒指市盈率已跌至十倍，而道指及日經指數的市盈率則分別達 22 倍及 25 倍，香港及內地股票的估值相對較低，似乎日漸受到投資者青睞。
18. 然而，美國減息的時間表、步伐及幅度依然未明。對利率敏感的科技股表現遜色。中東及烏克蘭的地緣政局持續緊張，令市場受壓。人民幣走弱，於上半年下跌 2.3%，亦為在港上市的內地企業盈利及股價（以港元計價後）帶來影響。

² 相關措施及市場影響詳見專題 1。

2024 年上半年恒指表現及市場成交額（以十億元計）



交易活動

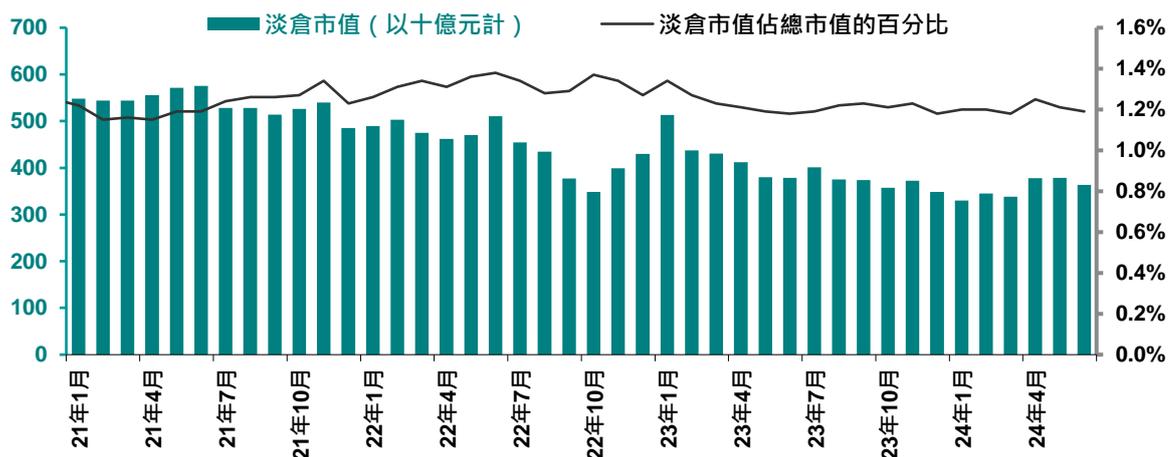
19. 2024 年上半年，香港股市的平均每日成交額升至 1,104 億元，較 2023 年的 1,050 億元高 5.1%。

賣空活動

20. 香港的賣空成交額佔市場總成交額的百分比維持穩定。平均每日賣空成交額為 186 億元，佔市場總成交額的 16.8%。
- 上述賣空成交額當中，有 46 億元或 24.8% 源自 ETF 和槓桿及反向產品（交易所買賣產品）。
 - 若撇除交易所買賣產品，平均每日賣空交易額為 140 億元，佔市場成交額的 14.5%。

21. 截至 6 月底，合計淡倉增加至 3,638 億元（2023 年底為 3,485 億元）。淡倉佔市場市值的百分比為 1.19%，與 2023 年底的 1.18% 相比保持穩定。

香港股市的淡倉



市場前景及風險

22. 展望未來，香港市場可能大致繼續受到外部宏觀因素影響。隨著歐美主要市場接連創下歷史新高，投資者對估值的憂慮日增。此外，主要央行的貨幣政策立場仍會繼續影響環球市場表現。中國內地的經濟前景及刺激增長政策的規模將會影響市場氣氛。與此同時，投資者正密切注視國際關係的發展及箇中的潛在影響。

股票市場交易互聯互通機制

23. 股票市場交易互聯互通機制繼續佔成交額相對重要的比重。2024 年上半年，包括買入及賣出交易：
- 北向交易的平均每日成交額為人民幣 1,302 億元，佔內地市場成交額的 7.6%（2023 年為人民幣 1,083 億元，佔市場成交額的 6.2%）；及
 - 南向交易的平均每日成交額為 375 億元，佔香港市場成交額的 17.0%（2023 年為 311 億元，佔市場成交額的 14.8%）。
24. 北向及南向交易於期內均錄得淨買入：
- 北向交易的淨買入額為人民幣 386 億元（2023 年為人民幣 437 億元），並於 2024 年 4 月 26 日創下人民幣 224 億元的單日新高。
 - 南向交易的淨買入額為 3,714 億元（2023 年為 3,188 億元）。
25. ETF 通雙向交易於期內均錄得淨買入：
- 北向交易的平均每日成交額為人民幣 10.902 億元，而南向交易的平均每日成交額為 14.852 億港元（2023 年分別為人民幣 4.998 億元及 26.929 億港元）。
 - 北向交易的淨買入額達人民幣 6 億元，而南向交易的淨買入額為 80 億港元（2023 年分別為人民幣 15 億元及 79 億港元）。
26. 北向及南向交易的 ETF 產品資格準則（包括管理資產要求及指數權重要求）已獲放寬。該擴容已於 2024 年 7 月 22 日生效，有 85 隻 ETF 被納入北向交易及 6 隻 ETF 被納入南向交易。

交易所買賣衍生工具

27. 2024 年上半年，交易所買賣衍生工具的成交量較 2023 年增加 14.2%。
- 期貨產品的成交量上升 14.2%。
 - 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 21.1% 及 28.9%。恒指期貨的成交量增加 5.4%，而恒生國企指數期貨的成交量則上升 7.2%。
 - 恒生科技指數期貨的成交量較去年增加 6.8%，某程度上是由於科技股波幅較高，導致對沖需求上升所致。
 - 期權產品的成交量上升 14.2%。其中股票期權的交投仍然是最活躍，佔期權產品總成交量的 82.2%。股票期權的成交量較 2023 年增加 15.1%，而恒生科技指數期權的成交量則增加 64.7%。

專題 1：近期的港股升市

在中國證監會於 2024 年 4 月 19 日公布資本市場對港合作措施後，香港市場升勢加快。這些措施包括：(i)放寬滬深港通下股票 ETF 合資格產品範圍；(ii)將 REITs 納入滬深港通；(iii)支持人民幣股票交易櫃台納入港股通；(iv)優化基金互認安排；及(v)支持內地行業龍頭企業赴香港上市。

恒指扭轉跌勢，年初至今的表現回復到正數

- 恒指於 1 月 2 日至 4 月 19 日期間下跌 4.8%，但以上半年期間計，則錄得 3.9% 升幅。
- 4 月 22 日至 6 月 28 日期間，恒指上升 1,494 點，或 9.2%。恒生國企指數及恒生科技指數亦分別上升 10.2% 及 8.4%。
- 恒指一度於 4 月 22 日至 5 月 6 日期間連續十日報升，創下逾六年以來歷時最長的升勢。

香港股市跑贏其他主要市場

- 4 月 22 日至 6 月 28 日期間，香港股市跑贏大部分主要市場，包括道指 (+3.0%)、英國富時指數 (+3.4%) 及日本日經指數 (+6.8%)。
- 現貨市場的平均每日成交額達 1,271 億港元，較 1 月 2 日至 4 月 19 日的 998 億港元增加 27.4%。交易所買賣衍生工具市場的平均每日成交額則上升 13.3%。
- 香港的成交額增幅高於大部分其他主要海外市場（按美元計，由下跌 13% 至上升 21% 不等）。
- 5 月 16 日，香港市場的成交額升至 2,050 億元，創下 2022 年 12 月 7 日以來最高水平。

滬深港通的南向交易錄得淨買入

- 南向交易的淨買入額為 1,742 億港元，此前於 2024 年 1 月 2 日至 4 月 19 日期間的淨買入額則為 1,972 億港元。
- 4 月，南向交易佔香港市場成交額的百分比升至 17%，創下滬深港通開通以來的最高水平。

專題 2：場外股票衍生工具市場的概況

市場規模

- 在 2024 年上半年期間，追蹤香港股票及指數的場外股票衍生工具的名義總值約為 1-1.3 萬億元，約佔股市市值的 3-4%，較美國市場的相關佔比約 8% 為低。
- 按產品類型劃分，delta one³ 產品為最多（約佔名義總值的 60-80%），其次是普通期權（約佔 10-20%）和其他複雜產品（約佔 10-20%）。

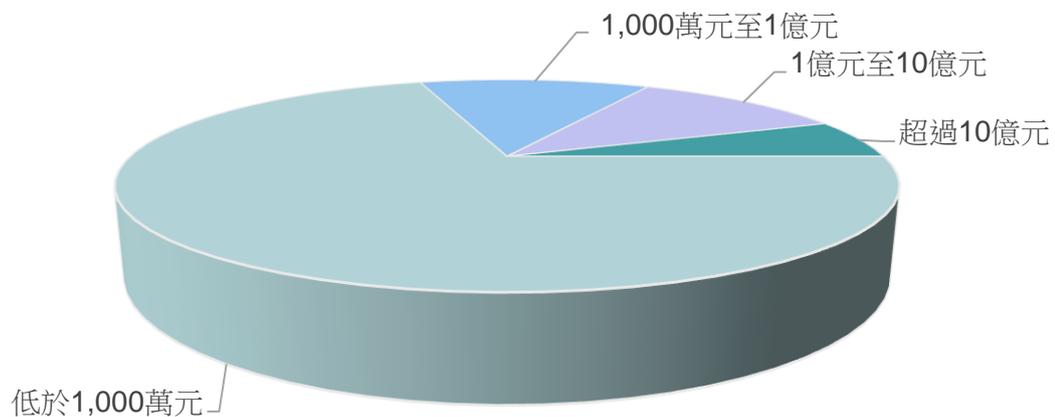
市場參與者概況

- 在持倉者層面上，並沒有出現持倉過度集中的情況。
 - 場外持倉分散於眾多對手方（逾 1,700 名）。
 - 大部分對手方的持倉名義價值相對較小。約四分之三對手方的持倉低於 1 億元。
- 按投資者類別劃分，較為活躍的參與者包括投資銀行、資產管理公司（例如互惠基金、退休基金及對沖基金）、證券商及其他金融機構。

場外持倉追蹤的資產

- 同樣地，在追蹤的資產層面上，亦沒有出現持倉過度集中的情況。
 - 場外持倉分散於眾多追蹤香港指數及股票的證券。
 - 主要指數（例如恒指、恒生國企指數及恒生科技指數）及多隻主要指數成分股合共約佔整體追蹤香港股票及指數市場的名義總值的一半。超過 80% 的香港上市證券所錄得的場外未平倉持倉均低於 1 億元。

追蹤香港股票及指數的場外股票衍生工具持倉，按追蹤證券層面的名義價值分布



個別場外持倉

- 大多數個別場外持倉規模較小，約 90% 的名義價值低於 1,000 萬元，而 99% 的名義價值低於 1 億元。

³ Delta 衡量衍生工具價值對追蹤的證券價格變化的敏感度。Delta one 產品是 Delta 為 1 的產品，為投資者提供相近於擁有其追蹤證券的風險敞口。

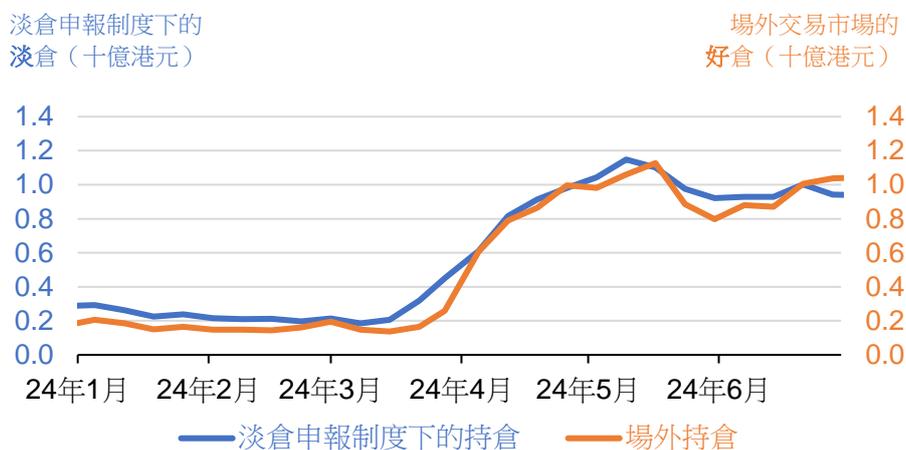
專題 3：場外股票衍生工具持倉的影響及對其進行監察

全面監察系統性風險

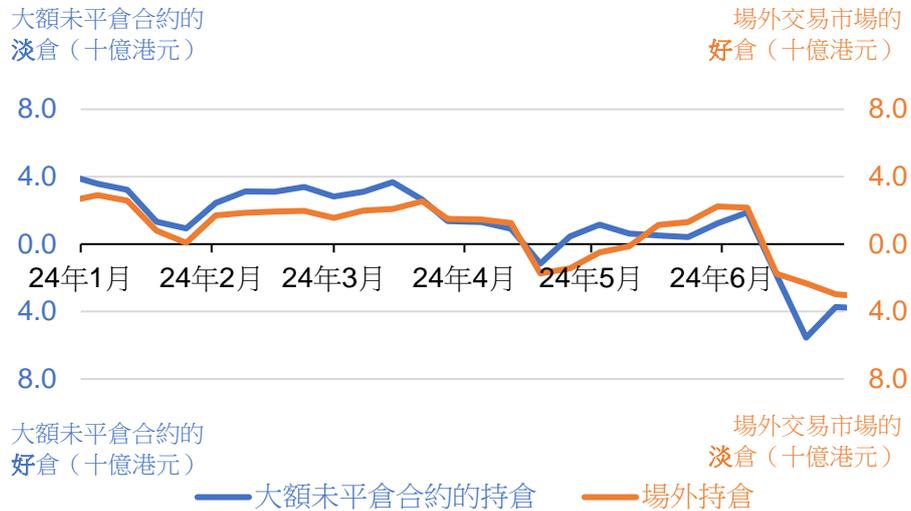
- 證監會制定了一套涵蓋證券市場不同部分的全面監察框架。
 - 在交易所買賣市場方面，淡倉申報制度和大額未平倉合約申報制度分別涵蓋股票市場及衍生工具市場。
 - 在認可機構/持牌法團入帳或在香港進行的場外交易則受場外衍生工具的強制性匯報制度所涵蓋。
- 透過從這些申報制度所得的數據，證監會得以及時監察市場參與者對不同部分的追蹤證券（尤其是香港上市證券）持倉的規模和變化，以及他們所使用的經紀數目。有關資料使證監會能夠全面分析這些持倉對市場穩定可能造成的風險，並評估持倉的變化，特別在極端情況發生時對市場所帶來的影響。
- 從多個申報制度所收集的數據當中，包含了倉位持有人的身分資料，讓證監會得以分析投資者的類別及所屬地區。證監會亦會查核和監察市場不同部分的持倉，從中注意到投資銀行通常就追蹤相同資產的場內和場外持倉作出匯報，但其市場方向卻不同（見以下例子），這可能是由於投資銀行運用相關股票及交易所買賣衍生工具來對沖其場外用作利便客戶服務的持倉。這些持倉的規模和變化似乎存在相關性，顯示交易所買賣市場在一定程度上反映了場外交易市場的活動。

投資銀行在市場不同部分的持倉例子

投資銀行 A 在某主要股票的持倉



投資銀行 B 在某旗艦指數的持倉



- 值得注意的是，投資銀行可能調整投資組合而在場外交易市場與其他同業進行對沖活動，以致它們的場內與場外持倉之間未必存在一對一的關係。
- 除了持倉的規模和變化外，場外交易數據能披露市場參與者正使用多家經紀，從而利便證監會監察與市場參與者的互聯情況有關的風險。