



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

研究報告 77：環球及香港證券市場半年回顧

2025 年 7 月 31 日

摘要

1. 全球主要市場在 2025 年上半年反覆波動。在美國於 4 月公布新關稅措施後，市場出現拋售潮，但其後相關措施暫緩執行，加上投資者對達成貿易協議的期望升溫，令股市得以反彈。6 月，中東地緣政治緊張局勢一度對市場構成影響，但隨著以色列與伊朗較預期更早達成停火協議，相關憂慮有所緩解。美國方面，道瓊斯指數（道指）、納斯達克指數（納指）和標普 500 指數上升了 3.6% 至 5.5%。歐洲方面，英國富時指數和法國 CAC 指數分別上升 7.2% 及 3.9%，而德國 DAX 指數更上漲 20.1%。內地的上證綜合指數及深證綜合指數則分別上升 2.8% 及 6.0%。
2. 香港股市的表現優於大部分主要市場，成交量亦大幅增加（見專題 1）。2025 年上半年，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上升 20.0%、19.0% 及 18.7%。雖然全球貿易緊張局勢一度觸發市場波動，但由於投資者對內地當局的支持經濟政策抱持樂觀態度，加上人工智能（artificial intelligence，簡稱 AI）技術取得突破，故投資者對香港及內地相關股票的興趣有所提升。
3. 香港股市於 2025 年上半年的平均每日成交額飆升至 2,402 億元¹，較 2024 年的 1,318 億元高 82.2%。交易所買賣衍生工具的平均每日成交額亦上升 10.0%。首次公開招股活動錄得強勁增長（見專題 2）。追蹤香港股票及指數的場外衍生工具方面，名義價值由 2024 年的 1.3 萬億元升至約 1.6 萬億元，但對比股市市值的比例依然相對穩定。
4. 股票市場交易互聯互通機制方面，南向交易在期內錄得 7,312 億元的淨買入。南向交易於 2025 年上半年的淨買入已相等於 2024 年全年合計 8,079 億元的 91%。截至 6 月底，南向交易的累計淨買入額達 4.42 萬億元。
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。雖然淡倉有所增加，但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。
6. 儘管市場偶有波動，但香港股市仍保持穩健，交易有序進行，市場各部分亦運作正常。

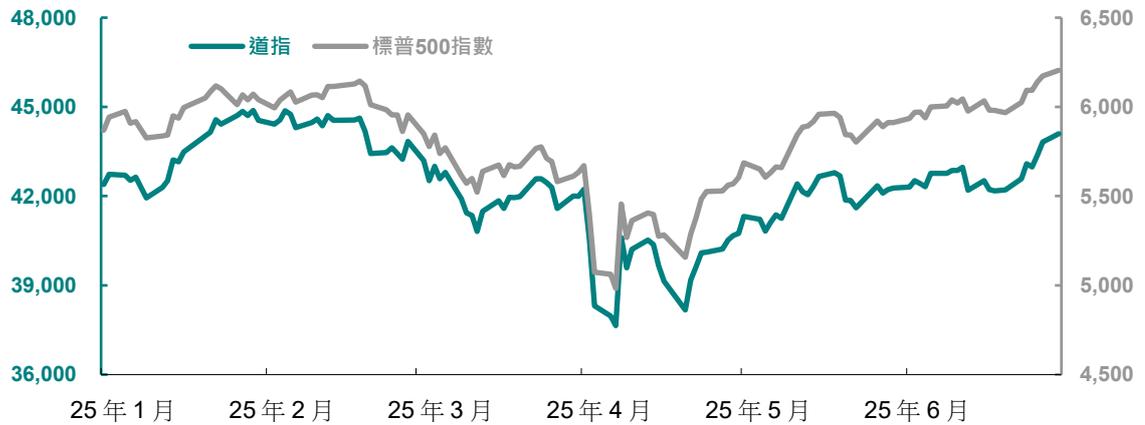
¹ 除另有註明外，本報告所述貨幣為港元。

股市表現

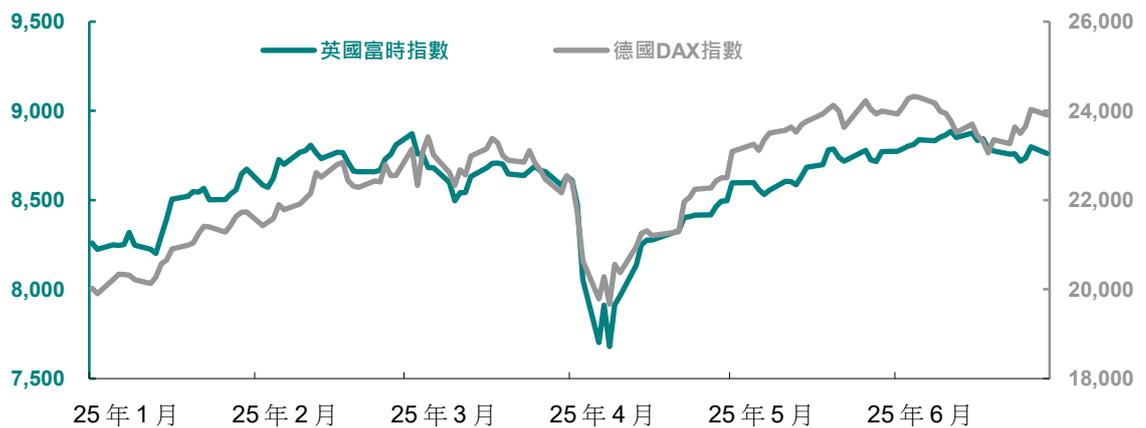
海外市場

7. 2025 年上半年，美國方面，道指上升 3.6%，而納指和標普 500 指數則均上漲 5.5%。歐洲方面，英國富時指數、德國 DAX 指數及法國 CAC 指數分別上升 7.2%、20.1% 及 3.9%。納指、標普 500 指數、英國富時指數及德國 DAX 指數接連創下歷史新高。
8. 4 月初，美國公布的新關稅措施在稅率及範圍上均超出市場預期，導致主要市場急挫。市場擔憂新關稅可能推高美國通脹，增加減息步伐的不確定性，並可能對其經濟前景造成影響。其後，美國宣布對大部分貿易夥伴實施 90 天的關稅暫緩措施，並與中國內地達成協議，暫時調低對等關稅，令市場壓力得以緩解。儘管有跡象顯示美國在貿易談判中的立場有所軟化，但其政策仍存在高度不確定性。
9. 市場情緒因憂慮關稅影響全球經濟而受到打擊。國際貨幣基金組織於 4 月將 2025 年全球國內生產總值增長的預測由 3.3% 下調至 2.8%，是自 2019 新型冠狀病毒疫情以來的最低增長率。即使美國對主要貿易夥伴實施了 90 天的關稅暫緩措施，由於貿易緊張局勢及相關政策的不確定性，世界銀行仍將 2025 年全球國內生產總值增長的預測從 2.7% 下調至 2.3%。
10. 投資者對美國推出貨幣寬鬆政策的期望為股市帶來支持。2025 年至今，聯邦儲備局（聯儲局）維持利率不變。聯邦公開市場委員會 6 月發表的點陣圖顯示，預計 2025 年將降息兩次，合共下調 50 個基點。
11. 美國政策的不確定性令美國國債及美元受壓。穆迪已將美國的信用評級從 Aaa 下調至 Aa1。國際貨幣基金組織警告，美國的大規模支出及削減稅項法案可能加劇對財赤和政府債務水平的憂慮。
12. 主要歐洲市場因通脹壓力緩解下的寬鬆貨幣政策而大幅上升。歐洲央行已四度降息，累計下調 100 個基點。德國方面，投資者對新政府的利好增長政策、增加財政支出的預算案及稅務寬減方案感到樂觀，亦為市場帶來支持。

2025 年上半年道指及標普 500 指數的表現



2025 年上半年英國富時指數及德國 DAX 指數的表現



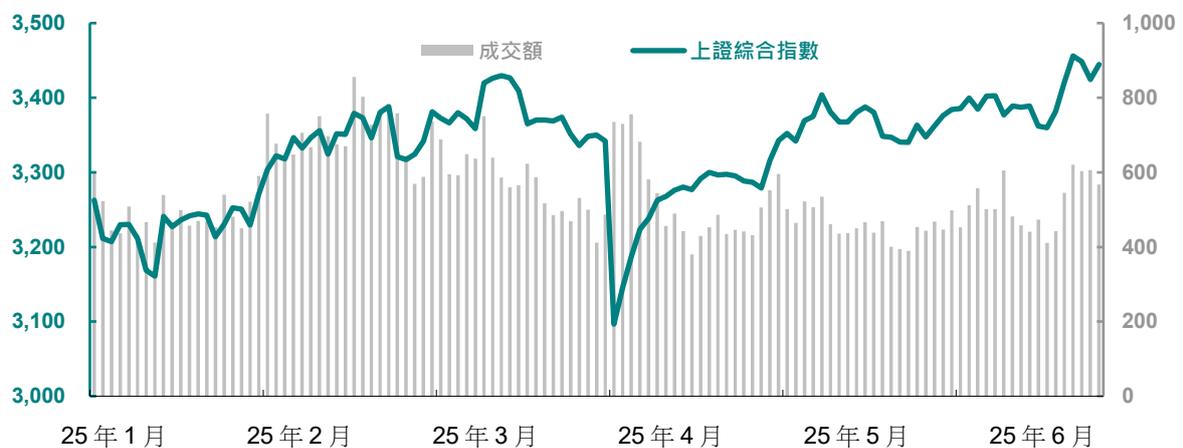
主要股市的表現

		指數水平	百分率變幅		
			2025 年上半年	2024 年	2023 年
香港	-恒指	24,072.3	+20.0%	+17.7%	-13.8%
	-恒生國企指數	8,678.3	+19.0%	+26.4%	-14.0%
	-恒生科技指數	5,302.8	+18.7%	+18.7%	-8.8%
內地	-上證綜合指數	3,444.4	+2.8%	+12.7%	-3.7%
	-深證綜合指數	2,074.9	+6.0%	+6.5%	-7.0%
美國	-道指	44,094.8	+3.6%	+12.9%	+13.7%
	-納指	20,369.7	+5.5%	+28.6%	+43.4%
	-標普 500 指數	6,205.0	+5.5%	+23.3%	+24.2%
英國	-富時指數	8,761.0	+7.2%	+5.7%	+3.8%
德國	-DAX 指數	23,909.6	+20.1%	+18.8%	+20.3%
法國	-CAC 指數	7,665.9	+3.9%	-2.2%	+16.5%

中國內地

13. 2025 年上半年，上證綜合指數及深證綜合指數分別上升 2.8% 及 6.0%。內地股市的平均每日成交額為人民幣 13,608 億元，較 2024 年的人民幣 10,513 億元上升 29.4%。
14. 刺激經濟措施為市場提供支持，當中包括將存款準備金率下調 50 個基點、將政策利率降低 10 個基點、促進長期資金入市的方案，及支持創新產業和消費的政策。市場對科技突破抱持樂觀態度，提振了 AI 行業及相關股票的表現。
15. 然而，投資者情緒一度受美國關稅政策所影響，擔憂其對貿易及經濟前景構成壓力。消費者及生產者物價指數均告下跌，令通縮風險更為明顯。

2025 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）



2025 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

16. 2025 年上半年，恒指、恒生國企指數及恒生科技指數分別上升 20.0%、19.0% 及 18.7%，表現優於大部分主要海外市場。
17. 2025 年初，內地 AI 領域取得突破，加上市場對財政刺激措施及寬鬆貨幣政策抱持樂觀態度，提振了香港的投資者情緒及市場表現。
18. 期內人民幣一度升值 1.9%，觸及八個月以來的高位，令投資者信心有所提升。從國際投資者的角度來看，人民幣走強意味著內地股票的匯報盈利（以港元計）更高。
19. 然而，繼美國在 4 月初宣布新關稅政策後，本港市場出現波動。其後，美國暫緩執行關稅措施，加上中美貿易談判取得了積極進展，貿易緊張局勢有所緩和。
20. 避險情緒在中東爆發地緣政治衝突後升溫，但隨後因以色列與伊朗停火而有所舒緩。
21. 投資者仍審慎關注美國貿易政策對全球經濟及通脹前景的影響。聯儲局的貨幣政策存在不確定性，亦令市場情緒受壓。
22. 雖然香港市場偶有波動，但仍保持穩健。買賣和交收活動繼續有序進行，市場各部分仍運作正常。

2025 年上半年恒指表現及市場成交額（以十億元計）



交易及集資活動

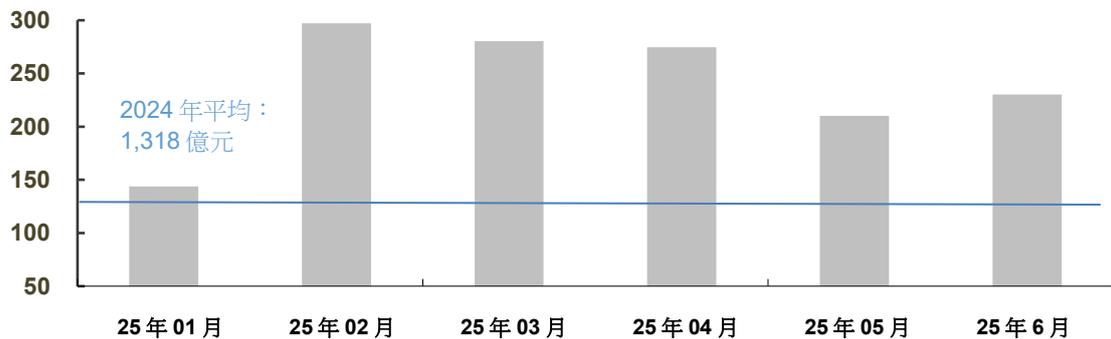
23. 2025 年上半年，香港股市的平均每日成交額飆升至 2,402 億元，較 2024 年的 1,318 億元高 82.2%。成交額全面上升（見專題 1）。香港市場的升幅高於其他主要市場。內地、美國、英國、新加坡及澳洲市場的平均每日成交額（按美元計）上升 9%至 28%不等。香港一級市場更趨活躍，集資額位列全球首位（見專題 2）。

專題 1：香港市場成交額全面上升

2025 年上半年，香港股市的成交額持續上升。值得注意的是，2025 年 2 月的平均每日成交額增至 2,973 億元，創下月度新高（前一個紀錄是 2024 年 10 月的 2,550 億元）。投資者情緒高漲，恒指在 2 月上漲 13.4%，並創下三年高位。內地 AI 行業正面發展，帶動科技股領漲大市。

股票市場交易互聯互通機制方面，南向交易的平均每日成交額飆升 130.2%。南向交易佔香港整體市場成交額的百分比由 2024 年的 18.3%上升至 23.1%。

香港股市的平均每日成交額（以十億元計）



股市成交額全面上升：

- 恒生綜合大型股指數成分股的成交額增加 75%，並因其市場佔有率較高而對整體增幅貢獻最大（50%）。
- 恒生綜合中型股指數及恒生綜合小型股指數成分股的成交額分別增加 83%及 140%。
- 交易所買賣產品的成交額激增 101%。

香港股市平均每日成交額
(按證券類型劃分) (以十億元計, 單邊)²

證券類型	2025 年上半年	2024 年	百分率變幅
恒生綜合大型股指數成分股	125.7	71.8	+75.1%
恒生綜合中型股指數成分股	35.4	19.4	+82.5%
恒生綜合小型股指數成分股	15.1	6.3	+139.7%
非恒生綜合指數成分股	7.7	2.6	+192.7%
交易所買賣產品	37.9	18.9	+100.5%
其他	18.4	12.8	+44.1%
市場總額	240.2	131.8	+82.2%

此外, 不同投資者類別的交易均有所上升: 基金及資產管理人、投資銀行的自營交易、散戶投資者及港股通投資者在香港市場的交投更為活躍。更重要的是, 交易更趨活躍, 主要歸因於市場廣度和深度的增加。不僅現有投資者的交易更加活躍, 我們亦觀察到來自各個地區的新投資者入市, 包括七國集團和新興市場的投資者, 亦促進了交易增加。

專題 2: 香港位居全球首次公開招股中心之首

2025 年上半年, 香港一級市場更趨活躍, 共有 42 隻新股上市。在香港進行首次公開招股的集資總額達 1,071 億元, 較 2024 年上半年的集資額高出七倍。初步數據顯示, 在今年上半年, 香港的首次公開招股集資額位居全球之首。

2025 年 5 月, 今年以來全球最大規模的新股登陸香港, 這也是香港自 2021 年以來最大型的上市活動。2025 年上半年, 在 42 隻新股當中, 有四隻 (10%) 的集資規模超過 50 億元; 有七隻為 A+H 股, 合共集資約 770 億元。

大型新股成功上市, 反映香港市場具備足夠的深度及流動性, 廣受世界各地眾多不同類型的投資者支持。這同時顯示香港市場有能力和潛力吸引更多重量級企業上市。隨著投資者情緒變得高漲, 較高的估值應為本地市場帶來更多新股上市。

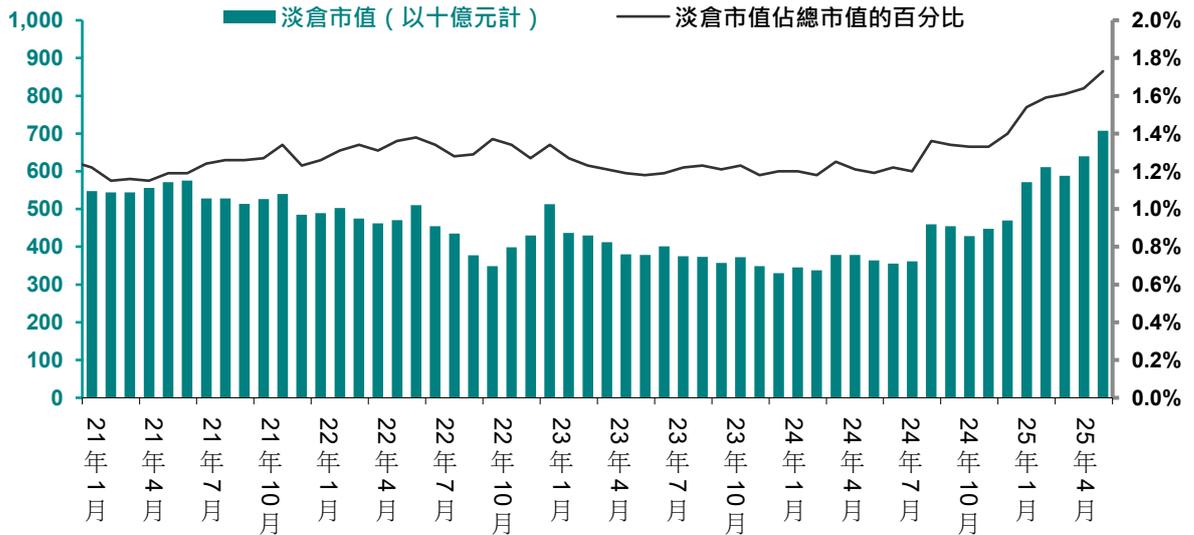
此外, 通過在香港上市, 企業可提高國際知名度, 並與內地加強聯繫。一直以來, 香港都是內地企業吸納國際資金的重要平台。愈來愈多內地企業希望利用香港作為離岸集資平台。此外, 香港的第二融資市場深度充足, 匯聚了全球各地的投資者。

² 恒生綜合指數涵蓋主板上市公司總市值約 95%, 是一項全面的香港市場指標, 並再劃分為恒生綜合大型股指數、恒生綜合中型股指數及恒生綜合小型股指數。其他類型則包括衍生權證/牛熊證以及房地產投資信託基金。

賣空活動

24. 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 370 億元，佔市場總成交額的 15.4%（2024 年為 206 億元，佔比為 15.6%）。
- 上述賣空成交額當中，有 94 億元或 25.4%源自交易所買賣基金和槓桿及反向產品（統稱為交易所買賣產品）。
 - 若撇除交易所買賣產品，平均每日賣空交易額為 276 億元，佔市場成交額的 13.6%。
25. 截至 6 月底，合計淡倉為 7,071 億元（2024 年底為 4,475 億元）。淡倉佔市場市值的百分比為 1.73%，2024 年底則為 1.33%。我們觀察到淡倉的增加是由正常的商業需求帶動，並無出現集中於任何個別股票或持有人的情況。淡倉增加的現象亦分布於大量不同的股票及眾多的市場參與者。

香港股市的淡倉



市場前景及風險

26. 展望未來，香港市場可能繼續受到美國貿易政策變化所影響。關稅對全球通脹及經濟前景的影響將左右市場表現。投資者將密切關注美國與其貿易夥伴之間的貿易談判進展。主要央行的貨幣政策亦會成為影響市場表現及流動性的關鍵因素。中國內地方面，經濟刺激政策的力度及實施時機將牽動經濟及市場前景走向。此外，中東及烏克蘭持續發生地緣政治衝突，或會進一步引致市場波動。

股票市場交易互聯互通機制

27. 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。2025 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 1,713 億元，佔內地市場成交額的 6.3%（2024 年為人民幣 1,501 億元，佔市場成交額的 7.1%）；及
 - 南向交易的平均每日成交額為 1,110 億元，佔香港市場成交額的 23.1%（2024 年為 482 億元，佔市場成交額的 18.3%）。

交易所買賣衍生工具

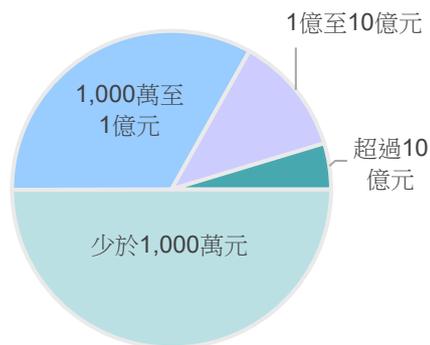
28. 2025 年上半年，交易所買賣衍生工具的平均每日成交量較 2024 年增加 10.0%。
- 期貨產品的平均每日成交量上升 4.6%。
 - 恒指期貨、恒生國企指數期貨及恒生科技指數期貨是交投最活躍的合約，分別佔期貨總成交量的 18.3%、22.2%及 22.3%。
 - 恒生科技指數期貨的平均每日成交量較去年增加 36.0%，某程度上是由於科技股波幅較高，導致對沖需求上升所致。恒指期貨及恒生國企指數期貨的平均每日成交量分別下跌 5.4%及 14.2%。
 - 期權產品的平均每日成交量上升 14.4%。其中股票期權的交投仍然最為活躍，佔期權產品總成交量的 88.2%。股票期權的平均每日成交量較 2024 年增加 20.5%，而恒生科技指數期權的平均每日成交量則下跌 1.7%。

場外股票衍生工具

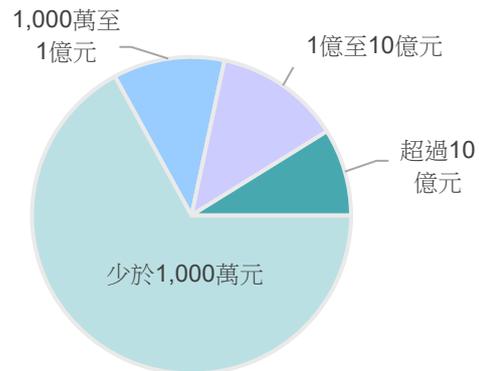
29. 截至 2025 年 6 月底，追蹤香港股票及指數的場外股票衍生工具的名義總值約為 1.6 萬億元，佔股市市值的 4%，與 2024 年底的水平相若。

- 場外股票衍生工具市場的結構保持相對穩定。Delta one 產品³為最多（約佔名義總值的 60-70%），其次是普通期權（約佔 15-20%）和其他複雜產品（約佔 15-20%）。
- 追蹤香港股票的場外股票衍生工具佔名義總值的 89%，而追蹤香港指數的場外股票衍生工具佔名義總值的其餘 11%。
- 場外交易市場的投資者多元化。就投資者類別而言，場外持倉分散於逾 2,000 名對手方。投資銀行在其利便客戶服務的推動下，成為主要持倉者。其他參與者包括資產管理公司（例如互惠基金、退休基金及對沖基金）、券商及其他金融機構。超過 80% 對手方的持倉低於 1 億元。
- 在追蹤的證券層面上，場外持倉沒有出現集中的情況。場外持倉分散於逾 2,500 隻證券。約 80% 的香港上市證券所錄得的場外未平倉持倉低於 1 億元。
- 具有較大額未平倉持倉的股票通常為大型股，這與股票市場的模式一致。

投資者層面的場外持倉分布



追蹤的證券層面的場外持倉分布



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