



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

研究報告 78：2025 年環球及香港證券市場回顧

2026 年 2 月 5 日

摘要

1. 2025 年，大部分主要市場均告上揚。年內，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 13.0%、20.4% 及 16.4%。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 21.5%、23.0% 及 10.4%。中國內地方面，上證綜合指數及深證綜合指數於 2025 年分別上升 18.4% 及 29.3%。
2. 香港股票指數表現優於大部分主要海外市場，恒生指數（恒指）、恒生中國企業指數（恒生國企指數）及恒生科技指數於 2025 年分別上升 27.8%、22.3% 及 23.5%。恒指於 10 月升至四年來的高位，並錄得自 2017 年以來最大的年度百分比漲幅。中國內地與美國在 2025 年 5 月議定暫緩大部分關稅。儘管 10 月初緊張局勢重燃，但其後的談判促成了雙方就貿易協議達成共識。隨著美國減息，市場氣氛進一步改善。
3. 市場憧憬中國內地政府採取措施以刺激經濟，亦為股市帶來支持。鑑於中國內地加速高端技術自給自足的政策，對人工智能（*artificial intelligence*，簡稱 AI）技術發展的樂觀情緒引起投資者對科技股的興趣。人民幣兌美元匯率於 2025 年升值 4.5%，突破 7.0 以上水平，創下 32 個月以來的新高。對國際投資者而言，這將提高在香港上市的中國內地股票以港元計價後的盈利。然而，投資者對中美貿易關係的發展、中國內地與日本之間的衝突，以及中東、烏克蘭和朝鮮半島的地緣政治緊張局勢仍然抱持審慎態度。
4. 香港市場保持穩健，交易有序進行，市場各部分仍運作正常。香港股市的平均每日成交額增至 2,498 億元¹，較 2024 年的 1,318 億元上升 89.5%，不同證券及投資者類型的成交均有所增長。交易所買賣衍生工具的平均每日成交量則增加了 7.5%。在追蹤香港股票及指數的場外衍生工具市場，名義價值約為 1.8 萬億元，佔本地股市總市值的 4%，與 2024 年底的水平相若。
5. 2025 年，股票市場交易互聯互通機制下的北向及南向交易較 2024 年活躍，平均每日成交額分別上升 41.5% 及 151.2%。南向交易的淨買入額創下年度歷史新高。
6. 2025 年，香港賣空活動的成交額有所增加，但其佔市場成交額的百分比則告下跌。淡倉亦見上升，部分歸因於價格效應，以及市場上升後對沖活動增加所致。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

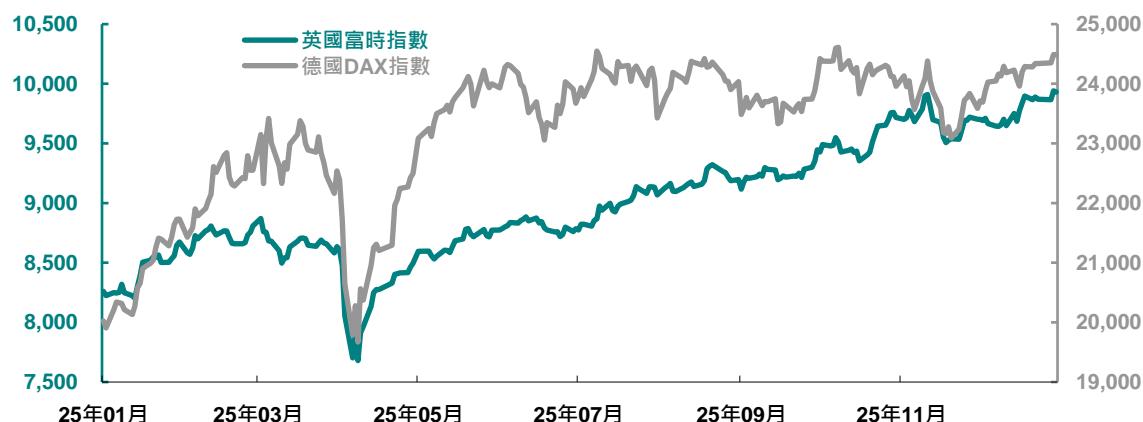
海外市場

7. 美國方面，道指、納指和標普 500 指數於 2025 年分別上升 13.0%、20.4% 及 16.4%。歐洲方面，英國富時指數、德國 DAX 指數及法國 CAC 指數分別上漲 21.5%、23.0% 及 10.4%。這些美國及歐洲主要指數均於年內接連創出歷史新高。
8. 美國和歐元區的寬鬆貨幣政策為市場提供了支持。2025 年，聯邦儲備局三度減息，合共下調 75 個基點。而歐洲中央銀行及英倫銀行均減息四次，合共下調 100 個基點。而德國增加國防及基建開支的財政刺激措施亦帶來樂觀情緒。
9. 美國經濟似乎穩健，國內生產總值在 2025 年第二及第三季分別錄得 3.8% 及 4.4% 的穩健增長。對 AI 領域持續的投資熱度和令人鼓舞的企業盈利提振了市場情緒。
10. 同時，貿易緊張局勢有所緩和。美國於 4 月公布新關稅措施後，該國與其主要貿易夥伴之間的貿易關係取得正面進展，包括與歐盟、英國及日本達成貿易協議，以及與中國內地議定將關稅休戰期延長至 2026 年 11 月。儘管如此，主要經濟體的貿易政策仍然存在不確定性。
11. 然而，受美國政策的不確定性影響，其國債及美元仍然受壓。政府債務水平上升，亦拖累了投資者情緒。2025 年底，美國 10 年期國債孳息率維持在約 4.16% 的高位，而美元指數在 2025 年貶值了 9.4%。穆迪於 5 月將美國的信貸評級由 Aaa 下調至 Aa1。各主要市場紛紛創下歷史新高後，市場對估值的擔憂加劇。同時，市場對私募信貸市場的擴張感到憂慮，加上美國地區銀行因有相關風險敞口而蒙受損失，均令市場氣氛受到影響。

2025 年道指及標普 500 指數的表現



2025 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	2024 年	2023 年	
香港	-恒指	25,630.5	+27.8%	+17.7%	-13.8%
	-恒生國企指數	8,913.7	+22.3%	+26.4%	-14.0%
	-恒生科技指數	5,516.0	+23.5%	+18.7%	-8.8%
中國內地	-上證綜合指數	3,968.8	+18.4%	+12.7%	-3.7%
	-深證綜合指數	2,531.0	+29.3%	+6.5%	-7.0%
美國	-道指	48,063.3	+13.0%	+12.9%	+13.7%
	-納指	23,242.0	+20.4%	+28.6%	+43.4%
	-標普 500 指數	6,845.5	+16.4%	+23.3%	+24.2%
英國	-富時指數	9,931.4	+21.5%	+5.7%	+3.8%
德國	-DAX 指數	24,490.4	+23.0%	+18.8%	+20.3%
法國	-CAC 指數	8,149.5	+10.4%	-2.2%	+16.5%

中國內地

12. 2025 年，上證綜合指數及深證綜合指數分別上升 18.4% 及 29.3%，其中上證綜合指數更升至十年高位，並錄得自 2019 年以來最大的年度百分比漲幅。中國內地股市的平均每日成交額為人民幣 17,028 億元，較 2024 年的人民幣 10,513 億元高 62.0%。
13. 刺激措施提振市場情緒。1月，金融監管機構聯合發表促進中長期資金入市以穩定股市表現的方案，而支持股市流動性及促進消費與科技投資的刺激政策亦為大市帶來支持。中國人民銀行將存款準備金率及政策利率分別下調 50 個基點及 10 個基點。國家“十五五”規劃提出多項重點工作，以推動科技創新和提振消費。
14. 科技股因投資者對 AI 行業的技術突破及國內晶片行業發展的前景持樂觀態度而上揚。國內生產總值增長實現了 5.0% 的 2025 年官方目標。中美貿易緊張局勢（尤其於 2025 年上半年）拖累市場，但其後隨著關稅休戰期延長而有所緩和。

2025 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）

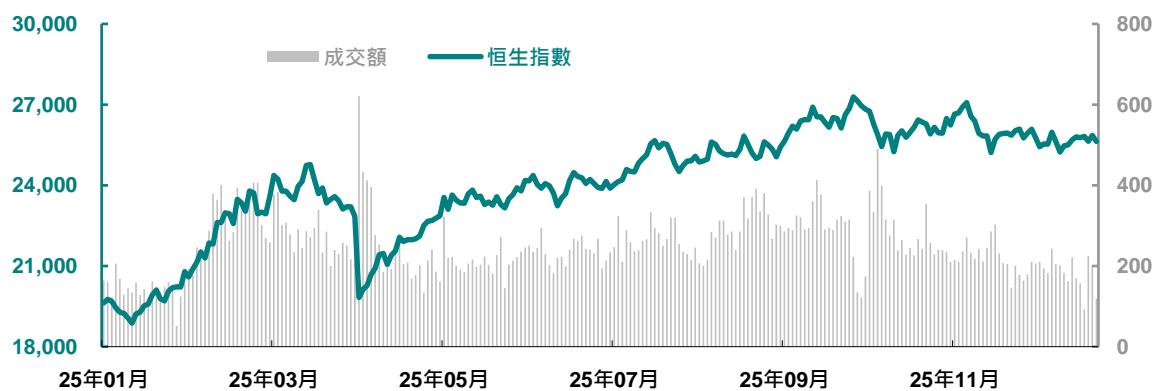


香港

市場表現

15. 2025 年，恒指、恒生國企指數及恒生科技指數分別上升 27.8%、22.3% 及 23.5%，表現優於大部分主要海外市場。AI 行業的發展提振了市場情緒。市場憧憬中國內地的政策措施刺激經濟增長，令投資者信心有所提升。市場交投活躍（請參考專題 1）。
16. 市場在美國於 4 月公布新的關稅政策後曾出現波動，但隨著美國與主要貿易夥伴簽訂貿易協議，加上中美貿易談判取得了積極進展，全球貿易緊張局勢得以緩和。
17. 投資者對主要央行的貨幣寬鬆政策感到樂觀，加上對全球經濟前景的憂慮有所減退，亦令大市表現受到支持。
18. 2025 年，人民幣上升 4.5%，一度觸及 32 個月來的高位，進一步提振了市場情緒。對國際投資者而言，人民幣走強意味著中國內地股票以港元計價後的匯報盈利更高。
19. 2025 年後期，投資者對股市升勢能否持續轉趨謹慎。隨著恒指在 10 月升至四年來的高位，市場已累積了顯著升幅，獲利套現活動有所增加。
20. 雖然香港市場偶有波動，但仍保持穩健。買賣和交收活動亦一直有序進行，市場各部分運作正常。

2025 年恒指表現及市場成交額（以十億元計）



專題 1：香港市場成交額及集資活動急增

繼恒指在 2024 年錄得 17.7% 的升幅後，2025 年再上漲 27.8%。香港市場氣氛向好，成交額及集資活動均錄得大幅增長。

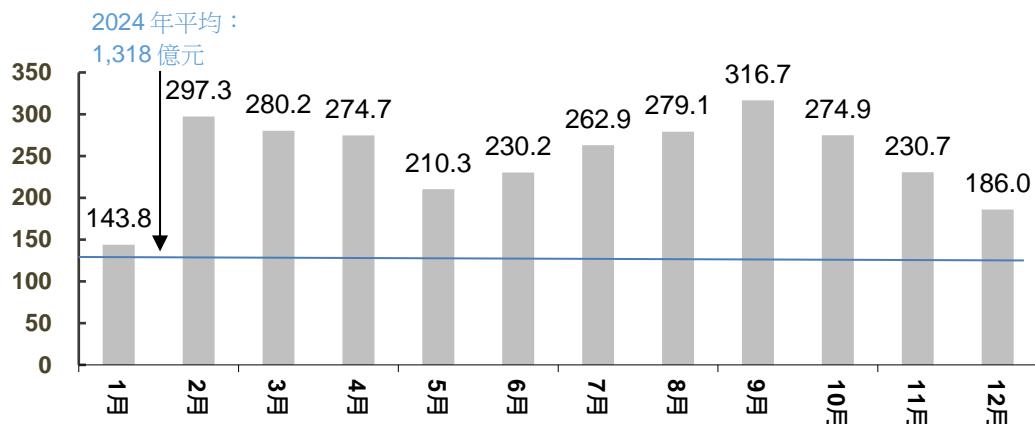
交易更趨活躍

2025 年，平均每日成交額升至 2,498 億元的年度歷史新高，較 2024 年的 1,318 億元增長 89.5%。香港股市成交額全面上升，增長幅度比大部分其他主要市場介乎 12% 至 63% 的升幅更為顯著。

- 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全都變得更為活躍。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，包括已發展國家和新興市場的投資者，亦促進了交易增加。
- 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 151%。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 24.2%。
- 股票規模方面，大型股交易較 2024 年增加 76%，佔市場成交額約 50%。

值得注意的是，2025 年 9 月的平均每日成交額增至 3,167 億元，創下月度新高。

2025 年香港股市的平均每日成交額（以十億元計）



集資活動增加

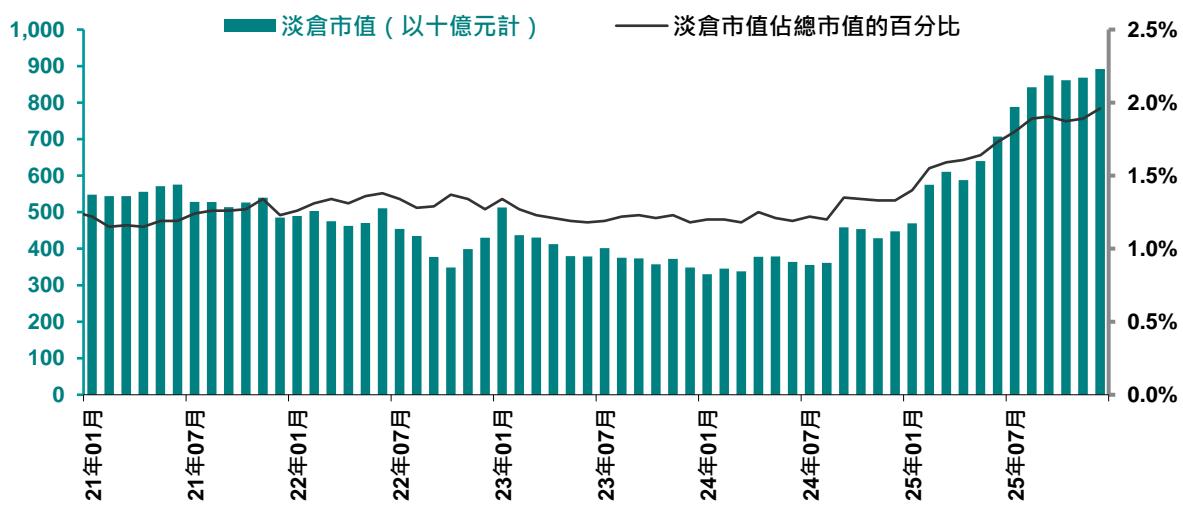
香港是 2025 年全球最大的首次公開招股中心，共有 113 隻新股在主板上市，集資額為 2,858 億港元，而 2024 年的集資額則為 880 億港元。

上市後集資活動（包括配售及供股）亦更見活躍。2025 年的配售及供股活動的規模達 2,797 億元，較 2024 年高出 330%。

賣空活動

21. 2025 年，香港賣空活動的成交額有所增加，但其佔市場總成交額的百分比則告下跌。平均每日賣空成交額為 376 億元，佔市場總成交額的 15.1%（2024 年則為 206 億元，佔比為 15.6%）。
- 在 376 億元總額中，有 89 億元或 23.6% 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）。這些產品的賣空活動大部分由莊家進行，它們為市場提供流動性。更重要的是，莊家持有的交易所買賣產品淡倉一般都在短時間內平倉。由於交易所買賣產品的賣空活動產生重大系統性影響的機會不大，因此應將交易所買賣產品和股票的賣空加以區分。
 - 若撇除交易所買賣產品，平均每日賣空成交額為 287 億元，佔市場成交額的 13.4%。
22. 就整體市場而言，須申報淡倉的市值上升，部分歸因於價格效應，以及市場上漲期間對沖活動增加所致。根據呈交予證監會的數據，截至 2025 年底，合計淡倉增加至 8,919 億元（2024 年底為 4,475 億元）。淡倉佔市值的百分比為 1.96%，而 2024 年底的佔比則為 1.33%。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。

香港股市的淡倉



市場前景及風險

23. 展望未來，香港市場將繼續受到外部宏觀因素影響。環球市場表現很可能受到主要市場的貿易政策變化所影響。與此同時，主要央行的貨幣政策取向將左右市場情緒。隨著主要市場接連創下多年來或歷史新高，對估值偏高的憂慮可能會持續。投資者繼續對科技行業的潛在泡沫、市場大幅調整的風險以及可能對香港市場產生的溢出效應保持審慎態度。

股票市場交易互聯互通機制

24. 股票市場交易互聯互通機制下的成交繼續增加。2025 年期內：

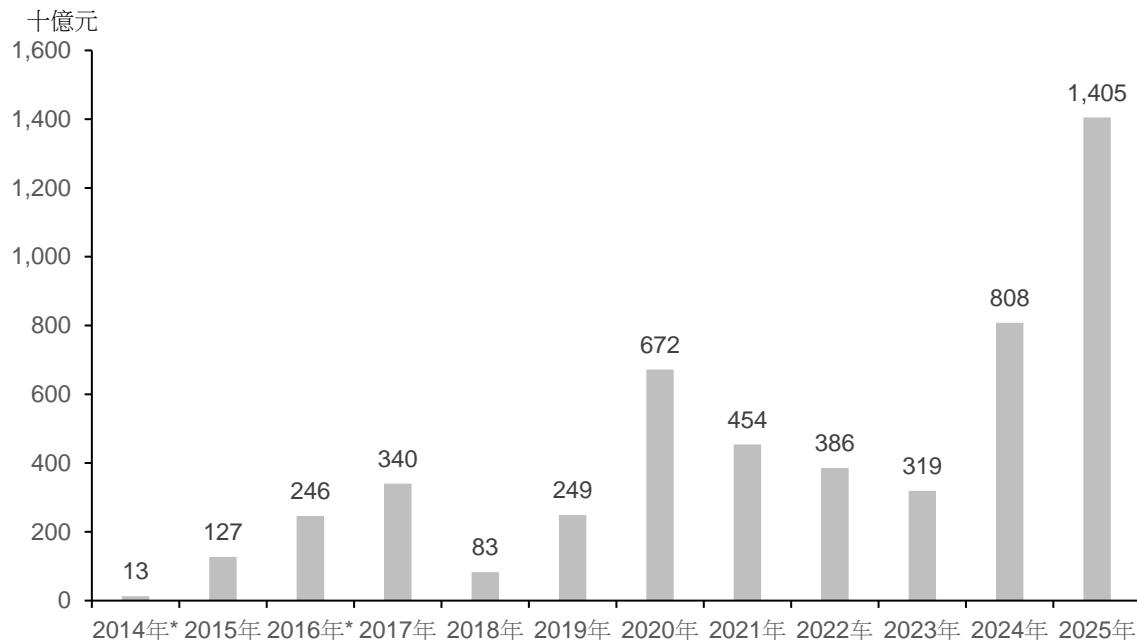
- 北向交易的平均每日成交額（包括買入及賣出交易）為人民幣 2,124 億元，佔中國內地市場成交額的 6.2%（2024 年為人民幣 1,501 億元，佔市場成交額的 7.1%）；及
- 南向交易的平均每日成交額（包括買入及賣出交易）為 1,211 億元，佔香港市場成交額的 24.2%（2024 年為 482 億元，佔市場成交額的 18.3%）（請參考專題 2）。

專題 2：股票互聯互通機制下資金持續流入，為香港市場帶來支持

截至 2025 年底，南向交易的累計淨買入額超越 5 萬億元的水平，佔香港股市市值超過 10%。

- 2025 年，南向交易的淨買入額達 1.4 萬億元（較 2024 年高出 74%），創下年度歷史新高。
- 自 2023 年 7 月起，南向交易錄得連續 30 個月的淨買入。

自推出股票市場交易互聯互通機制以來的南向交易淨買入額



*滬港通於 2014 年 11 月 17 日推出，而深港通則於 2016 年 12 月 5 日推出。

南向交易資金流入持續強勁，主要可歸因於：

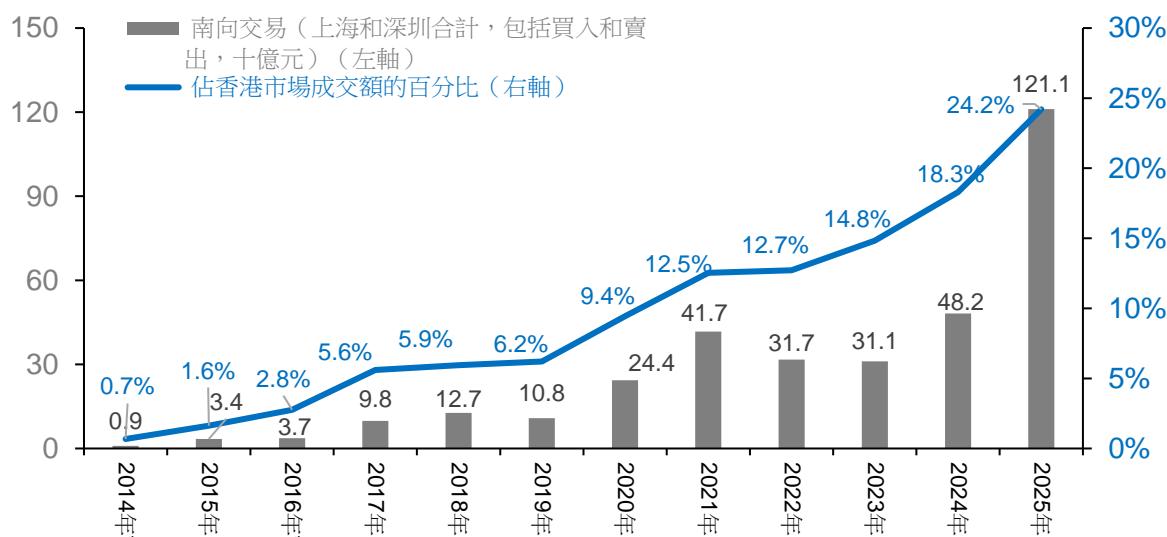
- **對大型股的興趣**——2025 年首 20 隻股票（包括恒指重磅股及行業龍頭）佔南向交易的淨買入總額近 50%。這 20 隻股份當中，有 16 隻為恒指成分股。大部分是南向投資者更熟悉的中國內地股票。
- **對新經濟股的興趣**——南向資金流入了廣泛涉足中國內地市場但未於該地上市的龍頭新經濟股。DeepSeek 取得突破性發展，成為這個行業的主要催化劑。總體而言，主要新經濟股合計錄得 5,054 億元的南向交易淨買入額（佔 2025 年南向淨買入總額約 36%）。
- **估值吸引**——恒指及恒生國企指數的市盈率分別約為 13 倍及 12 倍，低於其他主要股票市場（上證綜合指數、日經指數及標普 500 指數為 19 至 27 倍）。2025 年，根據恒生

滬深港通 AH 股溢價指數²，中國內地 A 股比其在香港上市的對應 H 股的溢價平均為 28%。

- **投資組合多元化**——股票市場交易互聯互通機制讓中國內地投資者的投資組合更多元化，從而擴大投資範圍並減少風險。

此外，港股通是香港證券市場流動性的重要來源。南向交易於香港市場的成交額中的佔比日益增加。2025 年，南向交易的佔比增加至 24%，創下自股票市場交易互聯互通機制推出以來的歷史新高，較五年前約 12% 高。在某些交易日，南向交易的佔比達到 30%。

南向交易額及其佔香港股市成交額的百分比



*滬港通於 2014 年 11 月 17 日推出，而深港通則於 2016 年 12 月 5 日推出。

交易所買賣衍生工具

25. 2025 年，交易所買賣衍生工具的平均每日成交量增加了 7.5%。

- 期貨產品的成交量於 2025 年下跌 2.9%。
 - 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 18.8%、22.0% 及 23.1%。
 - 雖然恒指期貨及恒生國企指數期貨的成交量分別下跌 9.8% 及 21.0%，但恒生科技指數期貨的成交量較 2024 年增加 31.2%，部分歸因於科技股波幅較高，導致對沖需求上升。
- 期權產品的成交量上升 15.8%。股票期權仍然是最活躍的衍生產品，佔期權產品總成交量的 88.3%。股票期權的成交量較 2024 年增加 22.1%。

²恒生滬深港通 AH 股溢價指數計算同時以 A 股及 H 股形式上市、市值最大及成交最活躍的中國內地公司 A 股相對 H 股的絕對溢價（或折讓）。由於中國內地和香港兩地的股票市場的特徵有別，包括市場環境、投資者結構不同，加上 A 股與 H 股不能互換等因素，同一間公司的 A 股及 H 股價格並不相同。

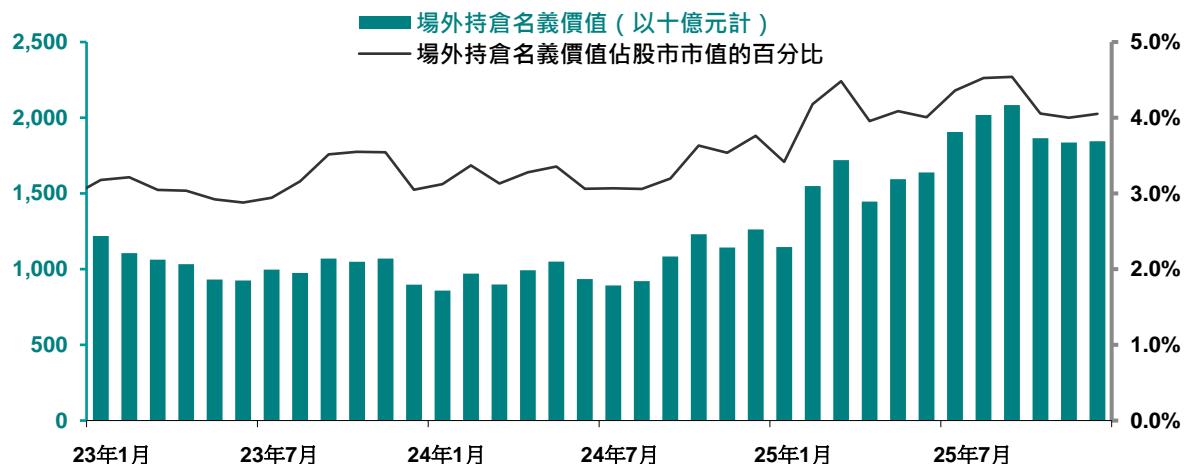
26. 截至 2025 年底，在期權產品未平倉合約的強勁增長帶動下，交易所買賣衍生工具的未平倉合約較 2024 年底增加了 26.7%。

場外股票衍生工具

27. 截至 2025 年底，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 1.8 萬億元（請參考專題 3），佔股市市值的 4%，與 2024 年底的水平相若。

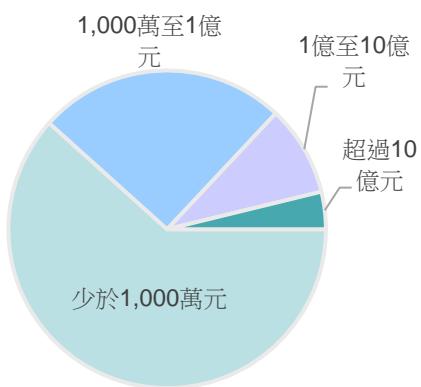
- 場外股票衍生工具產品結構保持相對穩定。最普遍的是 **Delta one** 產品³（約佔名義總值的 70-80%），其次是普通期權（約佔 15-25%）和其他複雜產品（約 5%）。
- 追蹤香港股票的場外股票衍生工具佔名義總值的 88%，而追蹤香港指數的場外股票衍生工具佔名義總值的其餘 12%。
- 場外交易市場展現出投資者多元化的特性。就投資者類別而言，場外持倉分散於逾 2,200 名對手方。投資銀行在其便利客戶服務的推動下，成為主要持倉者。其他參與者包括資產管理公司（例如互惠基金、退休基金及對沖基金）、券商及其他金融機構。超過 80%的對手方的持倉低於 1 億元。
- 在追蹤的證券層面上，場外持倉沒有出現集中的情況。場外持倉分散於逾 2,600 隻證券。約 75% 的香港上市證券所錄得的場外未平倉持倉低於 1 億元。

場外股票衍生工具市場的名義價值

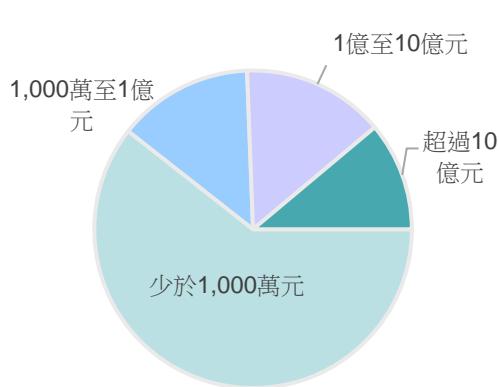


³ Delta 衡量衍生工具價值對追蹤的證券價格變化的敏感度。Delta one 產品是 Delta 為 1 的產品，為投資者提供相近於擁有其追蹤證券的風險敞口。

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



專題 3：監察場外股票衍生工具市場上的持倉

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香港的股票市場及衍生工具市場。
- 場外衍生工具的強制性匯報制度⁴補足其他申報制度，提升主要投資銀行場內活動的透明度，大大加強了對投資者在市場不同部分的合計持倉的監察。

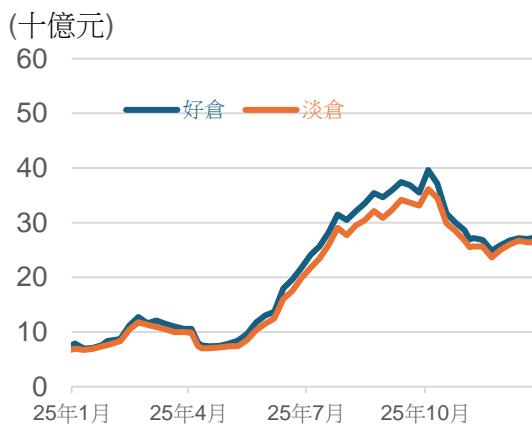
從多個申報制度所收集的數據當中，包含了倉位持有人的身分資料，讓證監會能夠合併計算投資者在股票市場、交易所買賣衍生工具市場及場外交易市場所建立的持倉，以進行全面評估。證監會根據市場參與者的持倉規模、方向和變動，得以及時監察這些持倉對市場穩定可能造成的風險及互聯情況所產生的風險，特別是在極端情況發生時。

證監會注意到，經合併計算後，部分基金經理及莊家在場內和場外持有規模相若的好倉及淡倉（見以下例子）。這些投資者看來有平衡的好倉及淡倉，且該等持倉通常同步移動。這些基金經理和莊家似乎對整體香港市場沒抱有明顯的投機或具走勢性的看法。

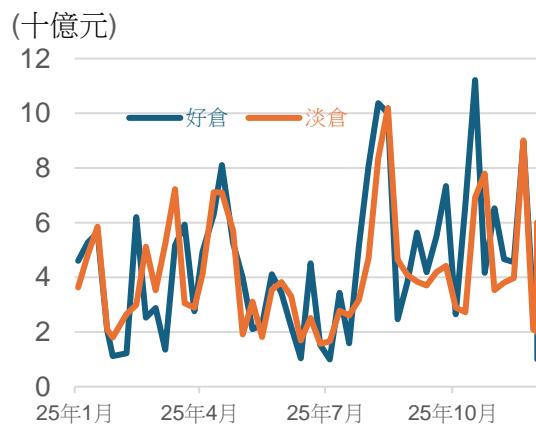
⁴ 在認可機構／持牌法團入帳或在香港進行的場外交易受場外衍生工具的強制性匯報制度所涵蓋。

投資者在市場不同部分的持倉例子

基金經理 A 的持倉



莊家 B 的持倉



證監會亦會查核和監察市場不同部分的持倉，並注意到投資銀行匯報的場內和場外持倉，通常涉及相同的相關證券，但呈不同的市場方向（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用作便利客戶服務的場外持倉。這些持倉的規模和變化似乎一致，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。

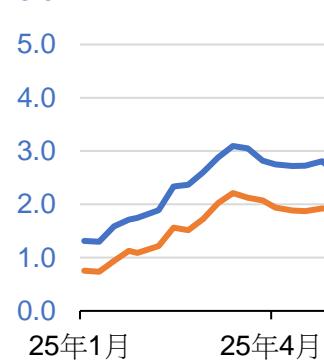
值得注意的是，投資銀行可能為調整投資組合而進行對沖活動，場內與場外持倉之間未必存在一對一的關係。

投資銀行在市場不同部分的持倉例子

投資銀行 X 在某主要股票的持倉

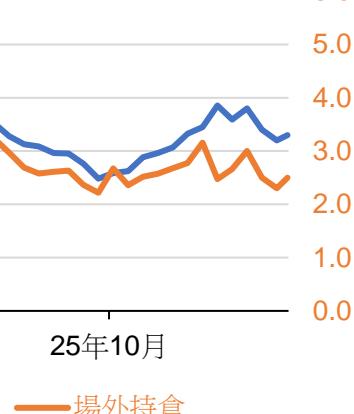
淡倉申報制度下的淡倉

(十億元)



場外交易市場的好倉

(十億元)



—— 淡倉申報制度下的持倉

—— 場外持倉

投資銀行 Y 在某旗艦指數的持倉



除了持倉的規模、方向和變化外，場外交易數據能披露投資者的類別及所屬地區，以及市場參與者使用多家經紀的情況，從而便利證監會監察有關市場參與者互聯情況的風險。