



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

研究論文 61：環球及香港證券市場半年回顧

2017年7月28日



摘要

1. 2017年上半年，美國道瓊斯指數（道指）及標普500指數（標普指數）分別上升8%及8.2%。納斯達克指數（納指）表現較好，上升14.1%。主要基準指數均創下歷史新高，很大程度上是受科技股所帶動。本年初，由於憧憬新一屆政府會推出刺激經濟措施，加上零售銷售和就業數據向好，美國股市上揚。其後，落實擴張性財政措施和支持商業的政策是否可行的不明朗因素，令市況變得波動。美國聯邦儲備局（聯儲局）於3月和6月合共加息50個基點，並概述其計劃年內逐漸減持債券。因當局早已向市場預示這些措施，故此對市場的影響似乎有限。
2. 在歐洲，英國富時指數上升2.4%及德國DAX指數上升7.4%，兩者均升至歷史高位。法國CAC指數亦上升5.3%。2017年初，因憧憬歐洲中央銀行（歐洲央行）會繼續推行量化寬鬆計劃，加上法國於5月舉行總統大選的結果符合市場預期，均帶動股市攀升。然而，於6月，隨著保守黨在英國大選中失去國會多數議席地位，市場對英國脫歐¹談判的憂慮加劇，令股市受挫。
3. 日經225指數於2017年上半年跟隨海外股市升勢，錄得4.8%的增長，是自2015年12月以來首次升至超過20,000點水平。市場人士估計年內的企業盈利增長最少10%。然而，北韓的地緣局勢緊張令人憂慮，抵消了部分升幅。
4. 在內地，期內上證綜合指數上升2.9%，深證綜合指數則下跌3.6%。小型股因估值偏高的情況受到關注，故表現相對疲弱。在經濟數據改善（例如國內生產總值增長和工業利潤均告上升）的支持下，大型股造好。然而，由於投資者對資金緊縮和內地監管機構對炒賣活動採取更強硬的態度感到憂慮，令升幅收窄。雖然穆迪於5月將內地的信貸評級由Aa3級降至A1級，但摩根士丹利資本國際（MSCI）於6月宣布將A股納入MSCI新興市場指數（MSCI Emerging Markets Index）的消息為股市帶來支持。
5. 在香港，恒生指數（恒指）和恒生中國企業指數（恒生國企指數）分別上升17.1%及10.3%。2016年經歷較其他主要市場相對溫和的升幅後，本地市場近日似乎已跑贏海外市場。恒指連續六個月上升，並曾一度升至近兩年來的最高位。市場預期資金會經股票市場交易互聯互通機制下的港股通流入，帶動大市氣氛。美國一如預期地加息，對市場的影響有限，因為聯儲局已向市場承諾將逐步落實緊縮政策。
6. 全球及香港股市現正面對的其中一些主要風險和不明朗因素包括：
 - 美國往後的加息走勢和聯儲局縮減資產負債表計劃存在不明朗因素，以及市場對美國新總統推動刺激經濟措施的能力存疑；
 - 人民幣貶值壓力再現、內地經濟放緩，以及可能推出措施為資產市場降溫，均令人關注；
 - 歐洲對英國脫歐談判和地區經濟前景的不明朗因素；及
 - 香港可能因估值偏高和可能跟隨美國加息而出現市場調整的風險。
7. 香港的現貨市場及交易所買賣衍生工具的成交額上升。現貨市場的平均每日成交額較2016年下半年上升15%；期貨產品的交投下跌6%，而期權產品的交投則上升13%。

¹ 英國於2016年6月23日進行公投，投票的結果決定英國脫離歐盟。



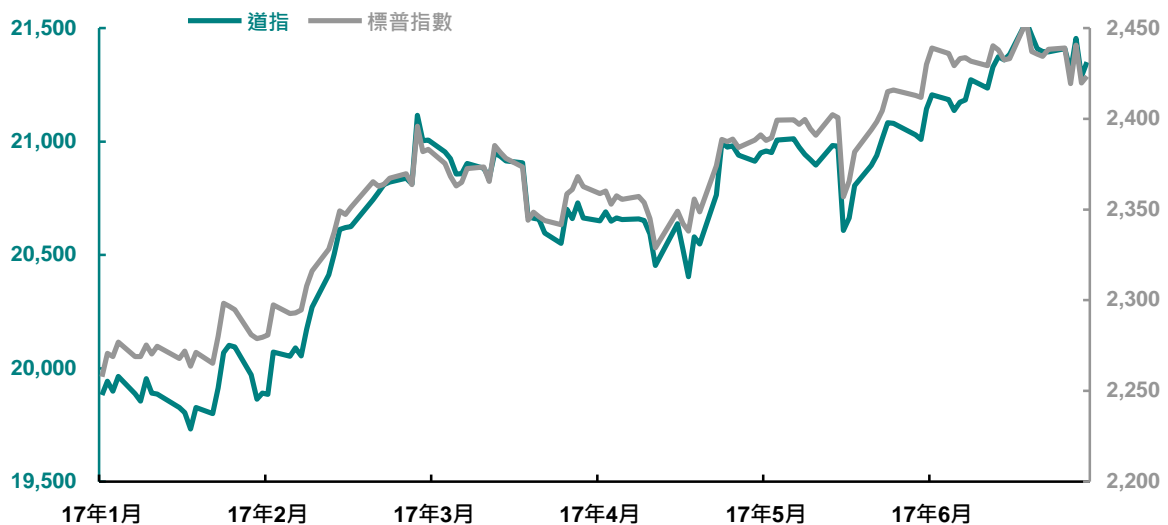
股票市場於 2017 年上半年的表現

- 2017 年上半年，主要海外市場升至多年來的高位或歷史新高。美國新總統推出支持措施、主要央行推行寬鬆貨幣政策，加上資金充裕，均令市場憧憬通脹重臨。2016 年經歷較其他主要市場相對溫和的升幅後，港股表現優於主要海外市場。投資者對資金經股票市場交易互聯互通機制下的港股通流入感到樂觀，令表現得到支持。

美國

- 2017 年上半年延續 2016 年的升幅，所有主要美國基準指數均創下歷史新高，很大程度上是受科技股所帶動。道指及標普指數分別上升 8% 及 8.2%。納指表現較好，上升 14.1%。截至 2017 年 6 月底，標普 500 指數較 2007 年的高峰高出 55%，而納指則較金融危機前的水平高出 115%。
- 2017 年初，因憧憬新總統會增加基建開支和放寬金融管制，令經濟增長得到支持，美國股市上揚。零售銷售和就業數據樂觀，進一步推高大市。
- 其後，落實擴張性財政措施和支持商業的政策是否可行的不明朗因素，令市況變得波動。3 月，聯儲局一如預期加息 25 個基點，並再次承諾會按循序漸進的步伐加息。然而，在聯儲局表示計劃減縮其資產負債表後，市場就有可能出現貨幣緊縮感到憂慮。敘利亞、北韓和俄羅斯的地緣局勢緊張，亦令市場氣氛受壓。
- 5 月，市場受科技股企業盈利向好所帶動，跌幅收窄。預期波幅的指標 VIX 指數於 6 月跌至 9.8，是 23 年以來的新低。由於政治不明朗因素令人憂慮，加上對新政府所實施的政策感到懷疑，市場一度受挫。投資者在美國新總統發表首份預算案後釋除疑慮，市場隨即反彈。
- 鑑於聯儲局官員發表的言論樂觀，美國經濟前景明朗，令市場升幅擴大。6 月，聯儲局加息 25 個基點，並概述其計劃於年內減持債券。因當局早已向市場預示這些措施，故此對市場的影響有限。
- 由於市場累積龐大升幅，投資者對升勢能否持續存疑。聯儲局於 6 月發出警告，指股市估值過高，及風險正逐步上升。經就通脹和長期盈利作出調整後，標普 500 指數的經週期性調整市盈率達到約 30 倍，處於歷史上百分位排名的第 97 位，意即目前的估值較過往 97% 的時間都要高。

2017 年上半年道指及標普指數的表現



資料來源：彭博



主要股票市場的表現

		2017年6月底	百分率變幅			市盈率
		指數水平	年初至今	2016年	2015年	2017年6月底
香港及內地						
香港	-恒指	25,764.6	+17.1%	+0.4%	-7.2%	13.88
	-恒生國企指數	10,365.2	+10.3%	-2.8%	-19.4%	8.55
中國內地	-上證綜合指數	3,192.4	+2.9%	-12.3%	+9.4%	17.06
	-深證綜合指數	1,897.7	-3.6%	-14.7%	+63.2%	35.40
亞洲						
日本	-日經 225 指數	20,033.4	+4.8%	+0.4%	+9.1%	19.15
澳洲	-所有普通股指數	5,764.0	+0.8%	+7.0%	-0.8%	20.29
台灣	-台灣加權指數	10,395.1	+12.3%	+11.0%	-10.4%	16.19
韓國	-韓國綜合指數	2,391.8	+18.0%	+3.3%	+2.4%	17.24
新加坡	-海峽時報指數	3,226.5	+12.0%	-0.1%	-14.3%	13.13
泰國	-泰國證券交易所	1,574.7	+2.1%	+19.8%	-14.0%	15.96
馬來西亞	-吉隆坡綜合指數	1,763.7	+7.4%	-3.0%	-3.9%	16.58
印尼	-雅加達綜合指數	5,829.7	+10.1%	+15.3%	-12.1%	24.89
印度	-印度 Nifty 指數	9,520.9	+16.3%	+3.0%	-4.1%	22.38
菲律賓	-菲律賓綜合指數	7,843.2	+14.7%	-1.6%	-3.9%	21.55
越南	-越南 VN 指數	776.5	+16.8%	+14.8%	+6.1%	16.55
美國						
美國	-道指	21,349.6	+8.0%	+13.4%	-2.2%	18.77
	-納指	6,140.4	+14.1%	+7.5%	+5.7%	32.72
	-標普指數	2,423.4	+8.2%	+9.5%	-0.7%	21.45
歐洲						
英國	-富時指數	7,312.7	+2.4%	+14.4%	-4.9%	31.76
德國	-DAX 指數	12,325.1	+7.4%	+6.9%	+9.6%	19.80
法國	-CAC 指數	5,120.7	+5.3%	+4.9%	+8.5%	18.95
PIIGS 五國及匈牙利						
葡萄牙	-PSI20 指數	5,153.0	+10.1%	-11.9%	+10.7%	37.94
意大利	-FTSEMIB 指數	20,584.2	+7.0%	-10.2%	+12.7%	n.a.
愛爾蘭	-ISEQ 指數	6,827.6	+4.8%	-4.0%	+30.0%	22.18
希臘	-ASE 指數	823.7	+28.0%	+1.9%	-23.6%	n.a.
西班牙	-IBEX 指數	10,444.5	+11.7%	-2.0%	-7.2%	16.42
匈牙利	-BUX 指數	35,205.4	+10.0%	+33.8%	+43.8%	10.17
中東及北非						
埃及	-EGX30 指數	13,395.8	+8.5%	+76.2%	-21.5%	16.37
杜拜	-DFMGI 指數	3,392.0	-3.9%	+12.1%	-16.5%	15.65
BRIC 其他國家						
巴西	-IBOV 指數	62,900.0	+4.4%	+38.9%	-13.3%	16.94
俄羅斯	-MICEX 指數	1,879.5	-15.8%	+26.8%	+26.1%	6.51

資料來源：彭博



歐洲

15. 繼 2016 年的增長後，主要歐洲市場持續上升。英國富時指數上升 2.4% 及德國 DAX 指數上升 7.4%，兩者均升至歷史高位。法國 CAC 指數亦上升 5.3%。
16. 2017 年初，市場因憧憬歐洲央行會繼續推行量化寬鬆計劃而上升。不過，意大利銀行的財政健康狀況令人憂慮，令升幅收窄。
17. 3 月，由於自由民主人民黨於荷蘭大選中取得勝利，提振了市場氣氛，令股市上揚。商業信心改善亦為市場帶來支持。然而，市場愈來愈憂慮已於 2017 年 3 月 29 日正式展開的英國脫歐談判。
18. 4 月，投資者情緒因憂慮敘利亞和北韓的緊張局勢而受到影響。法國於 5 月舉行總統大選的結果符合市場預期。然而，就希臘債務問題達成共識的進展緩慢，亦令市場受壓。
19. 6 月，隨著保守黨在英國大選中失去國會多數議席地位，歐洲市場對英國脫歐談判的憂慮加劇，令股市受挫。預期歐洲央行可能縮減刺激經濟計劃的規模，亦拖累股市表現。英鎊在英格蘭銀行官員在其貨幣政策會議上表示支持加息後走強，拖累英國富時指數進一步下跌。

2017 年上半年富時指數及 DAX 指數的表現



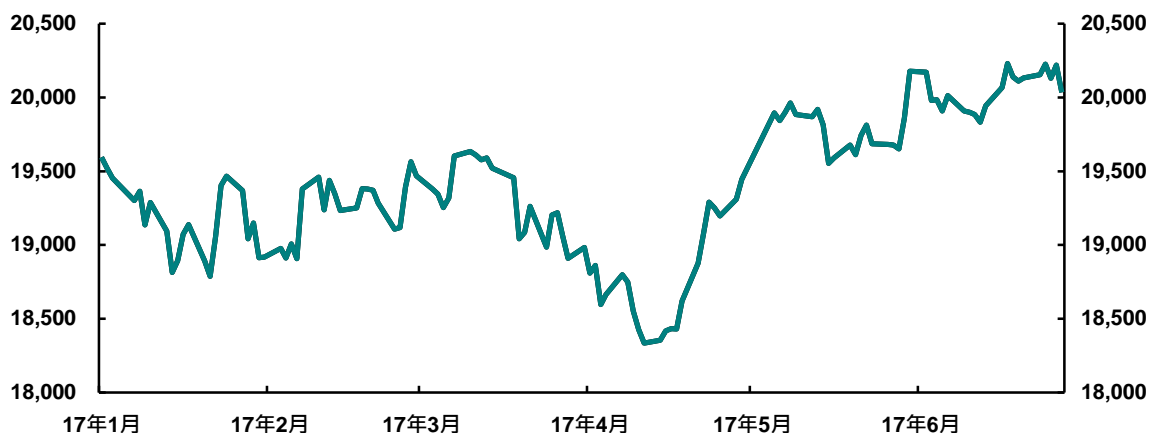
資料來源：彭博

亞洲

20. 日經 225 指數於 2017 年上半年跟隨海外股市升勢，錄得 4.8% 的增長，是自 2015 年 12 月以來首次升至超過 20,000 點水平。市場人士估計年內的企業盈利增長最少 10%。然而，北韓的地緣局勢緊張令人憂慮，抵消了部分升幅。
21. 其他主要地區的市場於期內亦告上升，升幅由澳洲的 0.8% 至韓國的 18% 不等。



2017 年上半年日經 225 指數的表現



資料來源：彭博

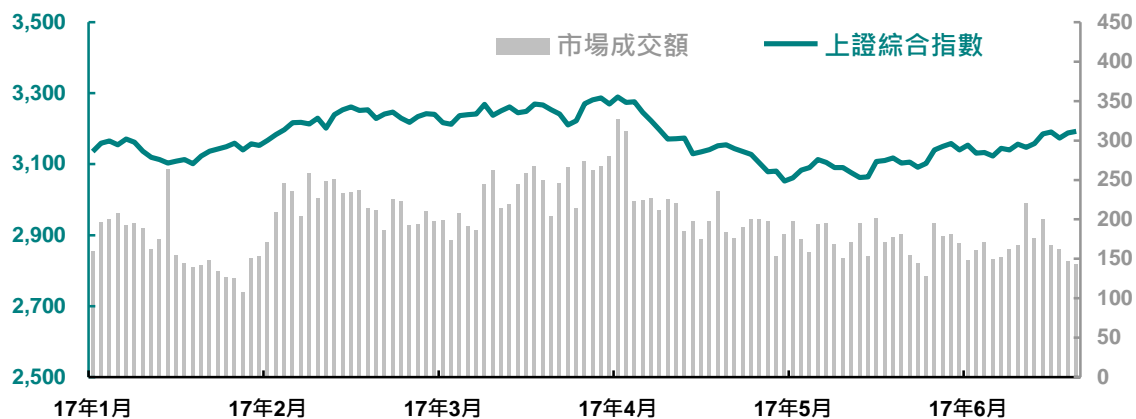
內地

22. 繼 2016 年下挫後，在 2017 年上半年，上證綜合指數上升 2.9%，而深證綜合指數則下跌 3.6%。內地股市的平均每日成交額較 2016 年的人民幣 5,191 億元減少 15.9% 至人民幣 4,366 億元。
23. 由於憂慮股價被高估，小型股的表現未如理想。2017 年上半年，上海小型股指數和深圳創業板指數分別下跌 1.9% 和 7.3%。相反，滬深 300 指數和 A50 指數等追蹤大型股的指數期內分別上升 10.8% 和 14.9%。創業板指數等追蹤小型股的指數的市盈率由 2015 年底的 66 倍下跌至 2017 年 6 月底的 38 倍。另一方面，滬深 300 指數和 A50 指數等追蹤大型股的指數的市盈率分別維持於約 14 倍和 11 倍的穩定水平。
24. 內地大型及小型股表現迥異，部分原因是在 A 股被納入 MSCI 的消息公布後，投資者對資金流入大型股感到樂觀。有報道亦指，政府在 3 月的全國人民代表大會和 5 月的一帶一路高峰論壇期間，以及在穆迪將內地信貸評級由 Aa3 下調至 A1 後，增加了指數重磅股的持股量，為股市帶來支持。投資者憂慮小型股的估值偏高，並傾向投資估值較低的大型股。此外，預期在 2017 年首次公開招股審批速度會加快，令市場憂慮小型股供應將有所增加。去槓桿化活動亦令市場憂慮小型股集資成本的增幅會超越大型股。
25. 2017 年初，大型股在穩健的經濟數據支持下走強。2017 年第一季的國內生產總值受強勁投資及物業銷售帶動，達 6.9%，是自 2015 年第三季以來的最高水平。市場對混合所有制改革、基建投資及人民幣反彈持樂觀的態度，亦令大市表現得到支持。儘管如此，由於對因首次公開招股審批加快及主要股東出售股份而引致股份供應增加感到憂慮，令股市升勢收窄。市場亦越發關注到壓抑信貸增長的監管措施。截至 2017 年 1 月底的外匯儲備近六年來首次跌穿 3 萬億美元，亦加深對資金流出的憂慮。
26. 3 月，市場對資金緊縮及內地監管機構對炒賣活動採取更強硬的態度感到憂慮，令股市下挫。遏抑樓市的措施及不明朗的經濟前景令市場受壓，但跌幅因對成立雄安新區及實施一帶一路倡議的樂觀情緒而收窄。
27. 5 月，由於中國銀行業監督管理委員會收緊理財產品的規管及內地銀行調高房貸利率，導致股市再度下跌。市場氣氛亦因包括中國製造業採購經理指數及零售銷售在內的經濟數據轉弱而受到影響。
28. 6 月，MSCI 宣布，決定將 A 股納入 MSCI 新興市場指數。市場對資金流入感到樂觀，並預期首次公開招股審批速度會減慢，帶動市場反彈；經濟數據亦令人鼓舞，推高大市。消費



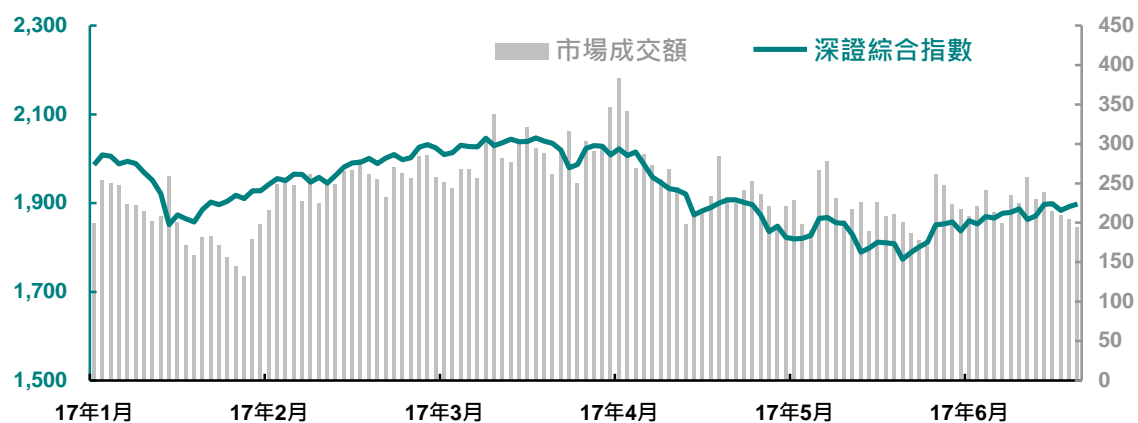
物價通脹維持溫和，而生產者價格則錄得強勁升幅，扭轉了過去數年的跌勢。行業利潤增長亦告加快。

2017年上半年上證綜合指數及上海市場成交額（以人民幣十億元計）



資料來源：彭博

2017年上半年深證綜合指數及深圳市場成交額（以人民幣十億元計）



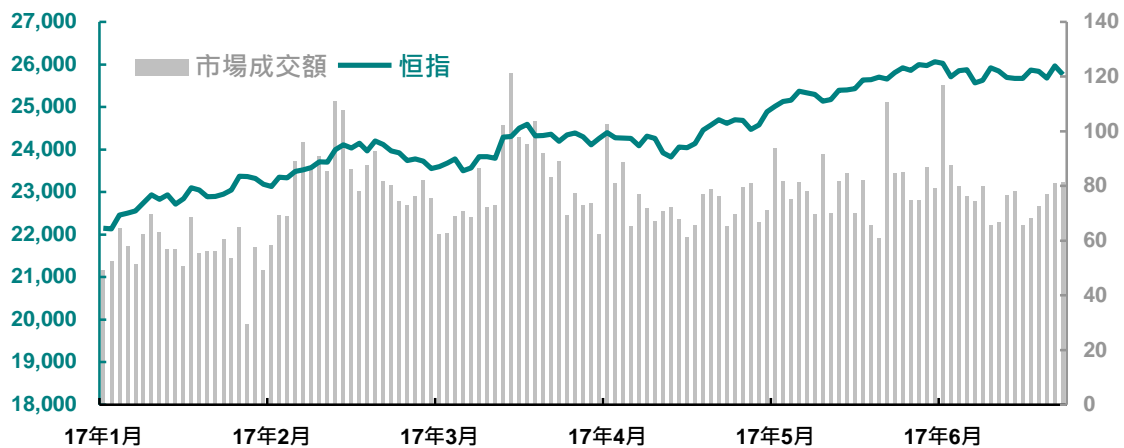
資料來源：彭博



香港

29. 香港股市繼在 2016 年錄得溫和升幅後，於 2017 年上半年攀升及表現優於大部分主要市場。恒指及恒生國企指數分別上升 17.1% 及 10.3%。恒指連續六個月錄得平穩漲幅，並一度攀上近兩年來的最高水平。然而，升幅並不全面。恒指於期內的 3,764 點升幅中，騰訊、匯豐及友邦保險合共佔 2,131 點或 57%。
30. 2017 年初，本地市場走強。內地的國內生產總值增長強勁以及金融和科技股表現向好，帶動大市向上。同時，市場憧憬美國新總統推出有利增長措施及可能實施減稅，提振了投資者情緒。市場對美國加息並不感到意外，亦預料會逐步推進加息步伐。投資者預期資金透過股票市場交易互聯互通機制下的港股通流入，帶動大市氣氛。
31. 儘管穆迪在 5 月將內地及香港的信貸評級下調，本地市場升勢仍然持續。MSCI 在 6 月決定將 A 股納入 MSCI 新興市場指數，振奮了市場氣氛。
32. 然而，由於商品價格下跌拖累相關股份，H 股表現未如理想。此外，市場對內地的去槓桿化及收緊監管措施的憂慮揮之不去。
33. 本地股市交投增加。2017 年上半年，平均每日成交額達 760 億元²，較 2016 年下半年的 663 億元上升 15%。

2017 年上半年恒指及香港市場成交額（以十億元計）



資料來源：彭博

² 除另有註明外，本報告所述貨幣為港元。



全球及香港股市現正面對的風險和不明朗因素

34. 全球及香港股市表現將繼續受到風險和不明朗因素的雙重影響。

- 在美國，股市大升是由於貨幣寬鬆政策帶來充裕的流動性，投資者因而對於可能撤回刺激經濟政策的跡象非常敏感。儘管市場或許已將貨幣政策可能進一步收緊的情況反映在股價上，但未來的加息走勢及聯儲局縮減資產負債表的計劃仍然是未知之數。此外，由於股市已累積了龐大的升幅及市盈率已升至多年來的高位，股市存在下行調整風險，特別是當情緒突然逆轉時的下行調整風險更高。政治的不明朗因素及對美國新總統能否推行減稅等建議刺激政策的憂慮，亦令市場前景受壓。
- 在內地，投資者對資金外流跡象、人民幣貶值壓力再現和外匯儲備變動表現敏感，而這些因素均可能影響流動資金狀況。由於政府持續致力重組和重整經濟，令經濟放緩的憂慮揮之不去，而壓抑信貸增長及為資產和房地產市場降溫的措施，亦會令市場情緒受壓。此外，政府嚴格監察金融市場，亦可能令進一步措施存在不確定性。鑑於與內地市場緊密連繫，香港市場可能會受到影響。
- 在歐洲，英國脫歐談判和經濟前景極不明朗，市場加倍憂慮營商環境和企業盈利可能受到負面影響，以及英國和歐盟在脫歐後的關係可能影響市場前景。投資者亦對即將進行的選舉和區內銀行業的穩定性持審慎態度。股市正在高位徘徊，令投資者情緒變得脆弱，而匯率的變動和貨幣政策的改變同樣可能令投資者情緒進一步受到影響。
- 在香港，估值偏高及追隨美國加息，都令股市可能出現調整的風險上升。
 - 隨著市場近期的攀升，恒指市盈率達 **13.9** 倍，較兩年的平均值 **11** 倍為高。
 - 在聯繫匯率制度下，香港的利率長遠來說不應偏離美國利率。由於美國利率持續上調，香港最終亦會加息，甚至趕上美國的步伐，對證券市場可能構成重大的累積影響。此外，資金流入可能會減少甚或逆轉。



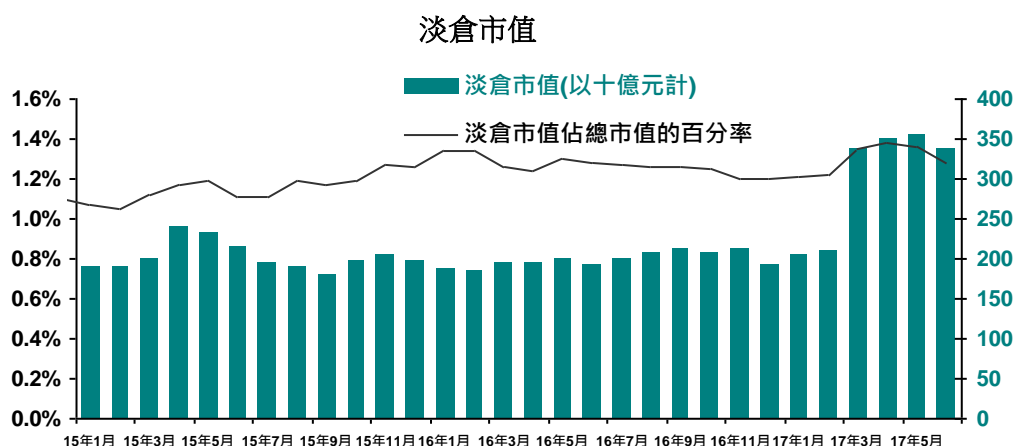
2017 年上半年香港證券市場主要數據

股票市場交易互聯互通機制

35. 繼 2014 年 11 月 17 日推出滬港通後，深港通已於 2016 年 12 月 5 日開通。
36. 截至 2017 年 6 月底，自有關計劃推行以來的累計淨買入額如下：
 - 滬股通為人民幣 1,578 億元及深股通為人民幣 865 億元；
 - 港股通在滬港通下為人民幣 4,227 億元，及在深港通下為人民幣 409 億元。
37. 於 2017 年 1 月至 6 月期間：
 - 滬股通及深港通的合計平均每日成交額（包括買賣成交）為人民幣 71 億元，佔內地市場成交額的 0.8%，2016 年則平均為人民幣 33 億元。自 2016 年 12 月 5 日起，在北向的成交額中，深股通佔 39%，而滬股通則佔 61%；及
 - 在滬港通及深港通合計的情況下，港股通的平均每日成交額（包括買賣成交）為人民幣 68 億元，佔香港市場成交額的 5.1%，2016 年則平均為人民幣 32 億元。

賣空活動

38. 與 2016 年下半年比較，香港的賣空活動的成交額有所增加，但佔市場總成交額的百分率則下跌。2017 年上半年，平均每日賣空交易額為 81 億元，佔市場總成交額的 10.7%。2016 年下半年，平均每日賣空交易額為 72 億元，佔市場總成交額的 11%。
39. 根據證監會獲呈交的數據顯示，截至 2017 年 6 月 30 日，合計淡倉達 3,381 億元（佔已申報股份市值的 1.3%）。於 2017 年 3 月 17 日起生效的新淡倉申報制度的涵蓋範圍擴大至包括所有合資格進行賣空的指定證券。淡倉的市值自那時起有所上升。



資料來源：證監會

備註：於 2017 年 3 月 17 日生效的新淡倉申報制度的涵蓋範圍擴大至包括所有合資格進行賣空的指定證券。淡倉的市值自那時起有所上升。



首次公開招股

40. 香港期內有 68 宗首次公開招股，總集資額為 536 億元；而 2016 年則有 117 宗首次公開招股（總集資額為 1,948 億元）。在 2017 年上半年，內地公司透過首次公開招股集資的資金佔市場總集資額的 91%。

交易所買賣基金（ETF）及槓桿和反向產品

41. ETF 的數目由 2016 年底的 127 隻跌至 2017 年 6 月底的 125 隻。2017 年上半年，ETF 的平均每日成交額為 46 億元，較 2016 年下半年的 38 億元上升 21%。ETF 佔 2017 年上半年的市場總成交額 6%（與 2016 年下半年的比例相若）。A 股 ETF 的平均每日成交額為 11 億元，佔 ETF 總成交額的 24%，而 2016 年下半年則為 12 億元及佔 32%。

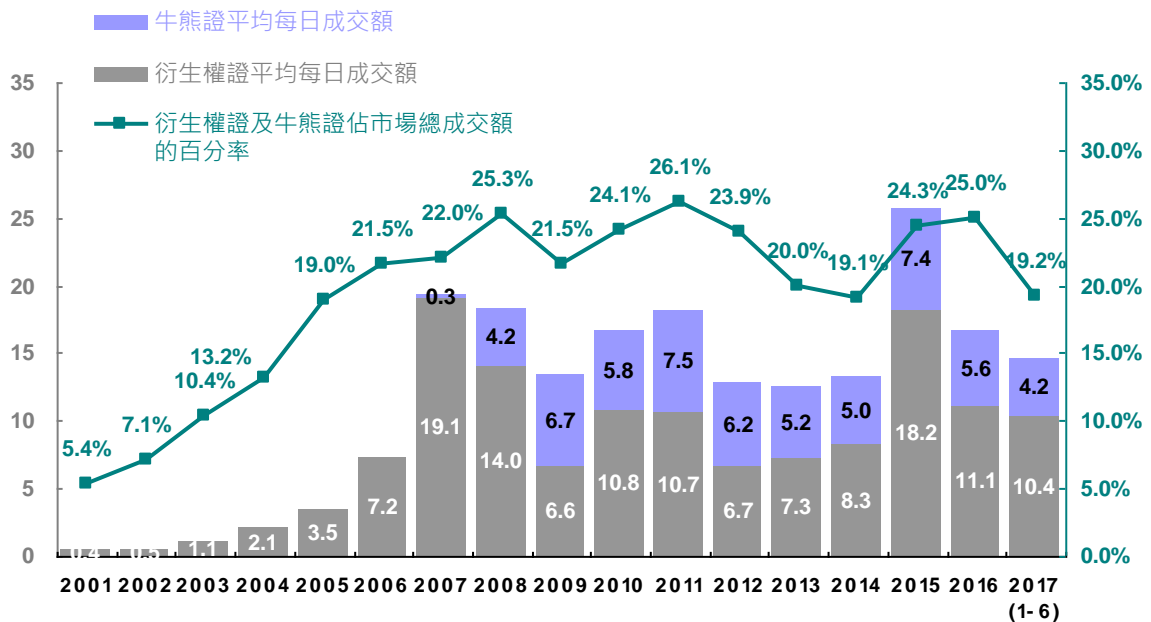
42. 2017 年 3 月，有 17 隻追蹤恒指和恒生國企指數的槓桿及反向產品推出，於 2017 年 3 月至 6 月的平均每日成交額為 6.67 億元。

衍生權證及牛熊證

43. 2017 年上半年，衍生權證交易的成交額有所增加，但佔市場總成交額的百分率則微跌。平均每日成交額上升至 104 億元（佔市場總成交額的 13.7%），而 2016 年下半年的平均每日成交額則為 91 億元（佔市場總成交額的 13.8%）。

44. 2017 年上半年，牛熊證交易無論是以成交額還是佔市場總成交額的百分率計算均有所下跌。平均每日成交額減少至 42 億元（佔市場總成交額的 5.5%），而 2016 年下半年則為 52 億元（佔市場總成交額的 7.9%）。

衍生權證及牛熊證的成交額（以十億元計）



資料來源：證監會



交易所買賣衍生工具

45. 2017 年上半年，交易所買賣衍生工具受期權市場增長帶動，平均每日成交量較 2016 年下半年增加 5%。
46. 期貨產品的平均每日成交量下跌 6%。當中恒指期貨及恒生國企指數期貨是交投最活躍的合約，分別約佔所有期貨成交量的 39%及 41%。與 2016 年下半年的水平比較，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 7%及 1%。
47. 期內，期權產品的平均每日成交量上升 13%。股票期權仍是交投最活躍的期權產品，其成交量較 2016 年下半年的水平增加 17%。

香港交易所衍生工具（按產品類別劃分）的每日平均成交量（合約張數）

		2017 年上半年	2016 年下半年	2016 年上半年
期貨	恒指期貨	114,609	123,521	138,433
	小型恒指期貨	40,765	48,478	52,639
	恒生國企指數期貨	120,288	122,048	145,893
	小型恒生國企指數期貨	13,808	17,241	22,297
	股票期貨	586	658	1,183
	人民幣貨幣期貨	3,004	2,217	2,194
	其他期貨產品	2,826	1,883	3,297
	期貨總和	295,886	316,046	365,936
期權	恒指期權	36,938	37,239	38,526
	小型恒指期權	6,454	6,270	5,243
	恒生國企指數期權	83,830	78,921	78,775
	股票期權	354,969	302,746	292,861
	其他期權產品	1,438	1,619	86
	期權總和	483,629	426,795	415,491
期貨期權總和	779,515	742,841	781,427	

備註：由於以四捨五入的方法計算，上述數字的總和未必等於總數。

資料來源：香港交易所及證監會