



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

研究論文 **54** : **2013** 年環球及香港證券市場回顧

2014 年 1 月 17 日



摘要

1. 2013 年，在美國，道指、標普指數和納指分別上揚 27%、30%和 38%。市場憧憬聯儲局會維持刺激經濟措施及美國經濟前景持續改善，支持美國股市上揚。道指和標普指數攀升至歷史高位，納指亦升至 13 年高位。市場憂慮當局會縮減刺激經濟措施及債務上限問題，導致市況持續波動。聯儲局公布溫和的退市計劃，並重申維持寬鬆貨幣政策的承諾。然而，投資者對於退市對經濟造成的影響及資金流向可能出現的變動，持審慎態度。美國參議院通過預算議案，收窄自動削減開支的規模。然而，由於提高債務上限的限期止於 2014 年初，市場對此問題的憂慮很有可能於稍後重現。
2. 在歐洲，英國富時、德國 DAX 和法國 CAC 指數分別上揚 14%、26%和 18%。歐元區的企業利潤改善和美國經濟數據強勁，刺激歐洲主要股市走高。德國 DAX 指數創下新高。歐洲中央銀行（歐洲央行）承諾維持寬鬆貨幣政策，振奮了市場氣氛。然而，歐元區經濟前景的不明朗因素繼續令市場受壓。
3. 在亞洲，日經 225 指數上揚 57%。其他主要地區股市表現參差，由下跌 7%（泰國）至上升 22%（越南）不等。在日本，日圓偏軟及新內閣致力推行刺激經濟計劃，為市場帶來支持。然而，鑑於經濟復甦存在不明朗因素，投資者情緒仍然脆弱。在其他亞洲股市，各央行採取寬鬆貨幣政策，振奮了市場氣氛。然而，市場憂慮資金可能流走，限制了股市升幅。
4. 內地方面，上證綜合指數下跌 7%。鑑於市場憂慮經濟增長放緩，內地股市走低。市場擔心信貸市場的流動資金趨緊及首次公開招股活動恢復，亦影響了投資者情緒。壓抑房地產價格漲幅的政策亦存在不明朗因素。11 月舉行三中全會後公布的改革政策超乎市場預期，亦帶來一些支持作用。
5. 在香港，恒生指數（恒指）升 3%，但恒生中國企業指數跌 5%。儘管美國及歐洲股市大升，但市場憂慮內地經濟增長及信貸情況，拖累港股表現。H 股跟隨內地股市跌勢而走低。11 月內地公布改革措施後，本地股市曾一度急升。然而，美國退出量化寬鬆（量寬）計劃的確實步伐及內地經濟前景仍然存在變數。
6. 2013 年，儘管主要海外市場大升，但港股僅錄得輕微升幅。展望未來，市場可能面臨的風險及不明朗因素包括：
 - (a) 市場累積相當升幅後可能出現整固 — 2013 年，主要股市紛紛創下新高。投資者憂慮市場累積龐大升幅後可能出現下調。有關經濟表現或政策變動的不利消息或會觸發市場拋售，而對於市場可能下行的憂慮或會加劇市場波動。
 - (b) 市場憂慮聯儲局逐步縮減刺激經濟措施及美國財政債務問題 — 鑑於耶倫獲提名擔任下屆聯儲局主席，市場普遍預期中期而言當局會維持鴿派的貨幣政策。然而，投資者對於聯儲局退市的確實步伐持審慎態度。債務上限問題只是暫時得到解決，未來數月的進一步辯論或會影響市場波幅。
 - (c) 資金流向變動 — 主要市場的寬鬆貨幣政策帶來充裕的流動性，支撐環球股市大升。由於本地股市自美國推出量寬政策以來曾錄得資金流入，縮減刺激經濟措施或會導致流入的資金減少甚至逆轉。資金可能從亞洲股市抽走，影響亦可能會蔓延至本地股市。作為一個開放的市場，香港股市容易出現資金流向波動的風險。
 - (d) 環球宏觀風險 — 儘管經濟數據呈日漸改善跡象，但全球經濟增長前景仍然存在變數。在歐洲，失業率和債務比率維持高企，市場亦憂慮通縮風險。主權評級仍有機會遭下調。儘管日本持續對經濟實施支持政策，但經濟復甦仍然脆弱。在內地，投資者亦擔心經濟增長放緩。



香港股市的表現跟隨美國及內地股市表現。展望未來，由於內地經濟前景仍然存在變數，以及聯儲局將會縮減刺激經濟措施，以上種種或會對港股造成壓力。

7. 現貨市場及交易所買賣衍生工具的交投均錄得增長。與 2012 年比較，現貨市場的平均每日成交量增加 16%，而期貨及期權合約的平均每日成交量分別增加 10%及 9%。

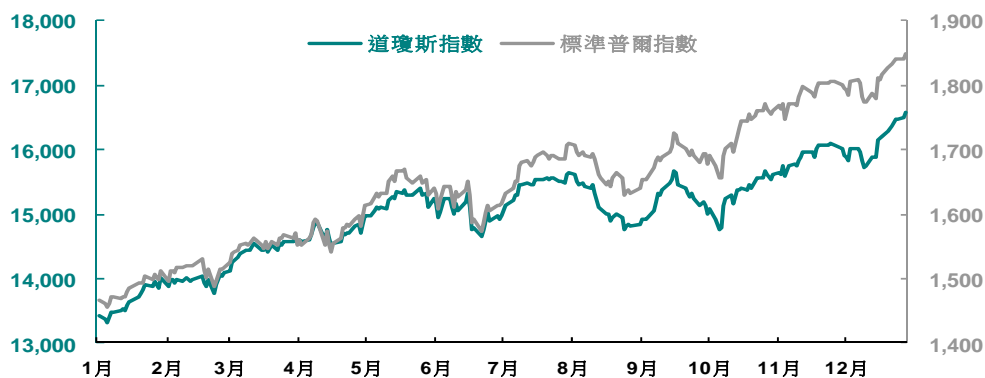


股票市場在 2013 年的表現

- 2013 年，全球經濟前景改善、市場流動資金充裕及對於美國聯儲局提前退出刺激經濟措施的憂慮減輕，支持各大股市升至歷史新高或多年來的高位。日本股市表現強勁，原因是市場對於政府的支持措施感到樂觀及日圓偏軟。而內地股市下跌，原因是由於經濟前景不明朗及市場的流動資金狀況令人憂慮。香港股市的表現遜於主要海外市場。

美國

- 繼 2012 年上升 7 至 16% 後，2013 年道指、標普指數和納指分別上升 27%、30% 和 38%，原因是市場憧憬聯儲局會維持刺激經濟措施及美國經濟前景有所改善。道指和標普指數攀升至歷史高位，納指亦升至 13 年高位（**專題 1**）。
- 2013 年初，企業盈利可觀及經濟數據令人鼓舞，刺激美股上揚。隨後，由於市場擔憂當局可能提前退出刺激經濟措施及朝鮮半島核衝突的情況，市況轉趨疲弱。聯儲局表示會開始縮減買債計劃的規模，美股於年中出現一輪拋售。隨後，強勁的經濟數據帶動樂觀情緒，市場認為經濟情況或能承受縮減刺激經濟措施，美股因而收復部分失地。
- 8 月，市場因為憂慮美國可能對敘利亞採取軍事行動而出現調整。不過，對市場的影響只屬短暫。
- 10 月初，國會未能就預算案達成共識及美國政府部分部門關閉，導致股市出現波動（**專題 2**）。國會最終提高債務上限直至 2014 年 2 月 7 日，重開政府。由於政府關閉屬短暫性質，且很大程度上屬市場意料之內，故政府關閉對美國經濟造成的影響似乎有限。市場預期聯儲局的刺激經濟措施或會維持一段長時間，抵銷債務問題的影響，似乎令市場情緒仍然樂觀。
- 10 月底，聯儲局出乎意料地公布維持每月 850 億美元的買債規模，減輕了部分對於提早退市的憂慮。耶倫獲提名擔任下屆聯儲局主席，令市場對於聯儲局維持放寬銀根措施的憧憬進一步升溫。
- 12 月，聯儲局決定將每月資產購買規模由 850 億美元縮減至 750 億美元，並重申即使失業率降至低於 6.5%，息率或仍會維持在低水平。市場認為退市規模溫和，並顯示美國經濟前景改善。第三季國內生產總值超乎預期錄得 4.1% 的強勁增幅（第二季為 2.5%），刺激美股上揚。美國參議院亦通過收窄自動削減開支規模的預算議案，進一步提振投資者情緒。



2013 年道瓊斯指數及標準普爾指數的表現

資料來源：彭博



主要股票市場的表現

		2013 年底	百分率變幅			市盈率
		指數水平	2013 年	2012 年	2011 年	2013 年底
香港及內地						
香港	-恒生指數	23,306.39	2.9%	22.9%	-20.0%	10.57
	-恒生國企指數	10,816.14	-5.4%	15.1%	-21.7%	8.02
內地	-上證綜合指數	2,115.98	-6.7%	3.2%	-21.7%	10.63
	-深證綜合指數	1,057.67	20.0%	1.7%	-32.9%	28.80
亞洲						
日本	-日經 225 指數	16,291.31	56.7%	22.9%	-17.3%	23.54
澳洲	-所有普通股指數	5,353.10	14.8%	13.5%	-15.2%	25.01
台灣	-台灣加權指數	8,611.51	11.8%	8.9%	-21.2%	24.57
韓國	-韓國綜合指數	2,011.34	0.7%	9.4%	-11.0%	17.04
新加坡	-海峽時報指數	3,167.43	0.0%	19.7%	-17.0%	13.54
泰國	-泰國證券交易所指數	1,298.71	-6.7%	35.8%	-0.7%	14.46
馬來西亞	-吉隆坡綜合指數	1,866.96	10.5%	10.3%	0.8%	18.03
印尼	-雅加達綜合指數	4,274.18	-1.0%	12.9%	3.2%	19.48
印度	-Nifty 指數	6,304.00	6.8%	27.7%	-24.6%	16.82
菲律賓	-菲律賓綜合指數	5,889.83	1.3%	33.0%	4.1%	17.17
越南	-VN 指數	504.63	22.0%	17.7%	-27.5%	12.59
美國						
美國	-道瓊斯指數	16,576.66	26.5%	7.3%	5.5%	16.03
	-納斯達克指數	4,176.59	38.3%	15.9%	-1.8%	25.74
	-標準普爾指數	1,848.36	29.6%	13.4%	-0.0%	17.44
歐洲						
英國	-富時 100 指數	6,749.09	14.4%	5.8%	-5.6%	16.63
德國	-DAX 指數	9,552.16	25.5%	29.1%	-14.7%	16.22
法國	-CAC 指數	4,295.95	18.0%	15.2%	-17.0%	18.41
PIIGS 五國及匈牙利						
葡萄牙	-PSI20 指數	6,558.85	16.0%	2.9%	-27.6%	不適用
意大利	-FTSEMIB 指數	18,967.71	16.6%	7.8%	-25.2%	不適用
愛爾蘭	-ISEQ 指數	4,539.43	33.6%	17.1%	0.6%	不適用
希臘	-ASE 綜合指數	1,162.68	28.1%	33.4%	-51.9%	17.57
西班牙	-IBEX 指數	9,916.70	21.4%	-4.7%	-13.1%	不適用
匈牙利	-BUX 指數	18,564.08	2.2%	7.1%	-20.4%	19.55
中東及北非						
埃及	-EGX30 指數	6,782.84	24.2%	50.8%	-49.3%	不適用
杜拜	-DFMGI 指數	3,369.81	107.7%	19.9%	-17.0%	19.90
BRIC 其他國家						
巴西	-IBOV 指數	51,507.16	-15.5%	7.4%	-18.1%	不適用
俄羅斯	-MICEX 指數	1,503.39	2.0%	5.4%	-16.9%	6.12

資料來源：彭博



專題 1：全球股市上揚的可持續性

背景

15. 各大央行採取的寬鬆貨幣政策為全球金融市場提供支持。這些市場自 2008 年的金融危機以來累積重大升幅。2013 年，美國道指及德國 DAX 指數攀升至歷史高位，日本日經指數上升 57%，是自 1972 年以來的最大年度升幅。這些指數及恒指從 2009 年低位反彈超過 100%。這令投資者對於可能出現的調整憂慮加深。

		2013 年底 指數水平	相對於 2009 年低 位的百分率變幅
香港及內地			
香港	-恒生指數	23,306.39	105%
	-恒生國企指數	10,816.14	64%
內地	-上證綜合指數	2,115.98	14%
亞洲			
日本	-日經 225 指數	16,291.31	131%
台灣	-台灣加權指數	8,611.51	103%
韓國	-韓國綜合指數	2,011.34	97%
新加坡	-海峽時報指數	3,167.43	117%
美國			
美國	-道瓊斯指數	16,576.66	153%
	-納斯達克指數	4,176.59	229%
	-標準普爾指數	1,848.36	173%
歐洲			
英國	-富時 100 指數	6,749.09	92%
德國	-DAX 指數	9,552.16	161%
法國	-CAC 指數	4,295.95	71%

資料來源：彭博

16. 低息環境或已產生副作用，即過度槓桿及投資組合可能移向高風險資產以尋求更高回報。金融體系內或已出現不平衡的狀況，以致在當局最終結束寬鬆貨幣政策時，市場會面臨更多風險。

美國縮減刺激經濟措施

17. 由於全球股市上揚有部分支持是來自低息環境及充裕的流動性，故此可持續性仍然不明朗。當這些刺激經濟措施逐步停止後，市場波動很可能會增加。
- 在美國，聯儲局於 2013 年 12 月決定縮減每月資產購買規模，並重申即使失業率降至低於 6.5%，仍可能會將息率維持在低水平。聯儲局可能會視乎經濟情況而決定加快退出刺激經濟措施的步伐，因而可能會影響市場氣氛。
 - 在歐洲，鑑於對通縮風險及失業率高企的憂慮，歐洲央行於 2013 年兩度調低基準利率。並預示可能會考慮實施負利率政策，但以調低利率來支撐經濟的成效存疑。鑑於不同歐元區市場的經濟勢頭不一，政策不明朗因素仍然存在。
 - 日本方面承諾實施安倍經濟學架構，包括三管齊下的寬鬆貨幣政策、靈活財政政策及結構改革。政府的目標是將通脹率推高至 2%。然而，推行這些措施需取得進一步政治支持。



18. 儘管聯儲局已公布縮減刺激經濟措施規模的初步計劃，但當局或會進一步縮減規模。其他主要央行的確實退市時間、步伐和規模仍屬未知之數。部分市場參與者認為，各大央行或會於 2015 年內或之後調高息率。
19. 投資者對於可能退出刺激經濟措施的跡象一直表現得非常敏感。2013 年中，在聯儲局表示計劃縮減量寬措施後，亞洲各地股市（包括香港）急劇調整，原因是市場憂慮資金流走。其後，各地股市在聯儲局保證量寬措施會維持一段時間後恢復升勢。隨後，聯儲局基於美國經濟前景持續改善的預期，決定推出溫和的退市計劃，進一步帶動了美國的牛市氣氛。由於升幅已加劇，各地股市面臨向下調整的風險或會增加。

評估

20. 儘管聯儲局已開始縮減刺激經濟措施的規模，但如果進一步退市行動在市場預期之外，可能會引致無序的市場調整。儘管市場預期當局會在經濟恢復足夠動力時進一步縮減刺激經濟措施，但鑑於市場上對於經濟狀況的不同見解及種種因素，投資者情緒可能脆弱。雖然清晰的溝通和可信的政策有助於引導市場走勢，但投資者情緒可能背道而馳，導致市場流動性減少，壓力可能會蔓延至全球市場。
21. 先進經濟體系退出刺激經濟措施，或會對新興市場造成負面影響。這些市場曾受惠於大量資金流入，因此容易受到資金突然撤走所影響。縮減刺激經濟措施可能引致的息率上調，會觸發貨幣、股票及債券投資組合重新分配，及使全球市場更為波動。
22. 若海外及亞太區市場波動加劇，香港市場很可能會受到波及，資金流入可能會減少甚至逆轉。內地市場前景的不明朗因素或會進一步對該市場構成壓力，拖累本地市場表現。



專題 2：美國債務上限僵局

背景

23. 2013 年 10 月初，美國國會未能就債務上限問題達成共識。美國政府部分部門關閉兩星期。10 月中，美國國會通過議案，暫時重開政府。該議案緩解了美國政府債務違約的擔憂，但市場對於該問題的憂慮可能在未來數月重現。

與 2011 年的情況比較

24. 2011 年，市場擔心債務問題，觸發標普調低美國的信貸評級。道指於 2011 年 8 月 8 日（標普調低評級後翌日）下瀉 635 點，是有史以來的單日最大跌幅之一。事實上，道指曾在 2011 年 7 月底後兩星期內下跌約 2,000 點。
25. 與 2011 年比較，債務上限辯論在 2013 年造成的影響相對溫和。投資者似乎對此負面消息不以為意，因為他們憧憬聯儲局或會延遲退出刺激經濟措施以抵銷有關影響。然而，市場擔心在 2014 年初的下次期限之前或會出現市況波動。我們已就最新市況與 2011 年的比較進行評估。
- 與 2011 年的僵局不同，標普和穆迪對現狀抱持相對樂觀的態度。這與 2011 年 8 月債務上限到期前數月，他們警告會下調美國信貸評級的情況不同。2013 年 6 月，標普將美國信貸評級展望由負面上調至穩定。標普亦表示，美國的 AA+ 評級不大可能因債務上限辯論而改變。2013 年 7 月，穆迪將美國信貸評級展望由負面上調至穩定並確認其 Aaa 評級。
 - 2013 年的大部分經濟數據（例如就業數據、製造業數據、房屋數據、消費者信心等）都較 2011 年強勁。
 - 2013 年僵局時的股市情況較 2011 年更為向好。
 - 2013 年，美國基準指數在歷史新高水平徘徊。年內，市場波動主要是受到聯儲局縮減刺激經濟措施的不明朗因素所影響。然而，耶倫獲提名擔任下屆聯儲局主席後，減輕了市場對於退市時間表的憂慮。
 - 2011 年，美國基準指數從 2008 年金融危機後的谷底反彈，升至近三年高位。然而，美國信貸評級在預算赤字龐大、歐元區債務危機可能蔓延及中東和北非政治動盪的背景下遭下調，導致年內市況波動。

長遠風險及評估

26. 然而，最新的議案只提供數個月的短暫寬限期，與 2011 年 8 月提高債務上限的約兩年有效期不同。該短期議案只是暫時緩解市場資金緊絀的情況。延遲期限並不保證美國經濟的根本結構問題得到長遠解決。
27. 美國債務對國內生產總值比率處於 100% 以上的高水平仍然是主要關注問題。政府採取反周期政策應對經濟下行的空間正逐漸減少。結構性赤字上升及公共債務負擔增加，將可能帶來越來越多政治壓力。處理政治政策過程方面的困難或會對市場穩定構成威脅。除非當局能制訂針對債務問題的根本原因的長遠解決方案，否則日後仍有可能面對政府關閉及債務上限僵局的風險。
28. 儘管市場大致上認為美國違約的即時風險有限，但市場對於信貸風險及聯儲局貨幣政策的不明朗因素的憂慮，或會繼續影響經濟前景及造成金融市場波動。



歐洲

29. 由於市場對放寬貨幣政策抱樂觀態度，令歐洲各主要股市上揚。富時指數、DAX 指數及 CAC 指數繼 2012 年分別上升 6%、29%及 15%後，在 2013 年分別進一步上升 14%、26% 及 18%。DAX 指數攀升至歷史高位。
30. 2013 年初，歐元區及美國的經濟數據強勁，帶動歐洲主要股市上揚。由於有消息指多間銀行將會提早向歐洲中央銀行償還危機貸款，還款額更高於預期，令投資者情緒轉佳。
31. 2013 年中，由於擔心美國縮減刺激經濟措施的行動會較預期為早，市場因而回落。然而，隨著歐洲中央銀行及英倫銀行承諾會長時間維持刺激經濟計劃，股市因而收復之前失地。7 月初，意大利的評級被標普由 BBB+調低至 BBB，但對股市的影響似乎有限。德國的執政黨於 9 月在聯邦選舉中勝出，令市場憧憬寬鬆貨幣政策可望延續。
32. 11 月初，標普基於對法國失業問題的關注，將該國的信貸評級由 AA+調低至 AA。其後，繼於 5 月份將基準利率調低 25 點子後，歐洲中央銀行出乎意料地再將基準利率由 0.5%調低 25 點子至 0.25%的歷史新低，提振了市場氣氛。歐洲中央銀行亦確認利率將很可能會“於一段長時間維持於現時或更低的水平”。12 月底，標普指出由於預算案磋商的緊張情況加劇，因此將歐盟的評級由 AAA 調低至 AA+，但對股市的影響似乎有限。



2013 年富時指數及 DAX 指數的表現

資料來源：彭博



亞洲

33. 在日本，日經 225 指數成為亞洲表現最佳的基準指數，繼 2012 年上升 23% 後，在 2013 年進一步上升 57%。新政府內閣表示會致力推行各項支持經濟方案，包括財政及貨幣刺激措施以及結構性改革，務求提升該國的競爭力。這令到市場對經濟復蘇感到樂觀。日本央行於 4 月初公布，有意購入 1.4 萬億美元的國債及交易所買賣基金。日圓的弱勢帶動了股市上揚。東京成功申辦 2020 年奧運會，進一步推高投資者情緒。日本連續四個季度錄得國內生產總值增長，是三年來最佳走勢。日經指數攀升至六年來高位。
34. 隨著於 2012 年錄得介乎 9% 至 36% 的升幅後，其他主要地區市場在 2013 年表現參差，由泰國下跌 7% 至越南上升 22% 不等。
35. 最初，亞洲的央行採取寬鬆貨幣政策，提振了投資者情緒。澳洲、泰國、韓國、越南及印度的央行均調低利率，而澳洲及越南的利率更分別下調至歷史低位及三年來低位。多個地區股市均告上揚，其中泰國證券交易所指數及澳洲所有普通股指數分別創下 18 年及五年來新高。
36. 隨後，市場由於關注資金從區內流走，市況轉趨波動。在泰國，國內生產總值連續兩個季度下跌，是全球金融危機以來首次。鑑於憂慮經濟衰退及政局不明朗，泰銖跌至一年來低位。印尼錄得龐大的經常帳赤字。印度盧比及印尼盾分別跌至歷史新低及四年來低位。亞洲大部分主要股市於 8 月跌至低位。隨後，市場對美國繼續刺激經濟措施抱樂觀態度而回升。儘管如此，由於泰國政局不明朗，部分市場於 11 月出現回吐。



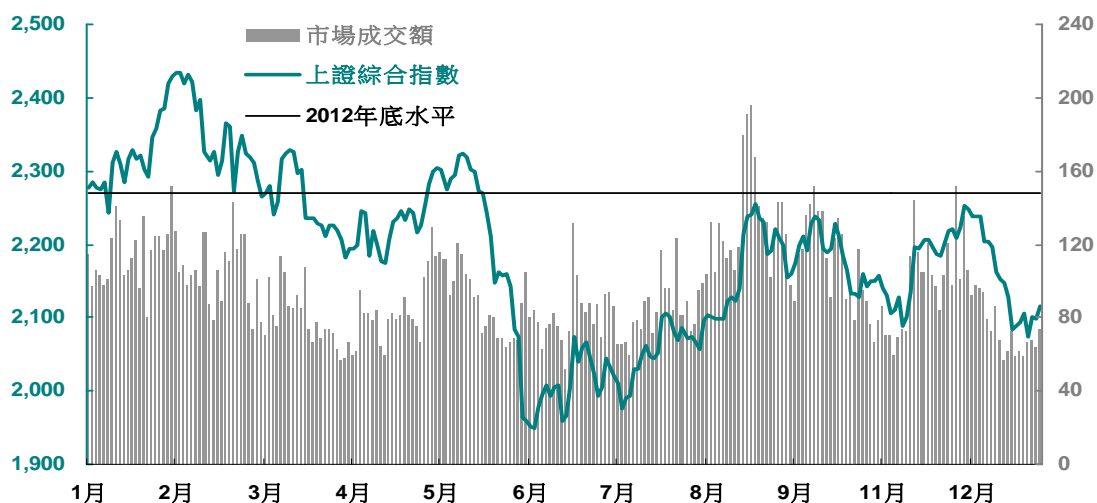
2013 年日經指數的表現

資料來源：彭博



內地

37. 上證綜合指數在 2012 年上升 3% 後，於 2013 年下跌 7%。該指數曾於 2 月在穩健經濟數據帶動下升至八個月以來的高位。此外，由於市場猜測海外投資者透過合格境外機構投資者及人民幣合格境外機構投資者計劃投資於 A 股市場的投資額度可能會提高，亦利好市場氣氛。其後，由於市場在經濟數據遜於預期的情況下憂慮經濟可能會硬著陸，以致股市的升幅收窄。
38. 2013 年中，銀行同業拆息調升令市場對信貸緊縮的憂慮加深，導致市場出現調整。上海銀行同業拆息隔夜利率於 6 月 20 日升至約 13% 的高位，而在 1 月至 5 月期間則約為 2% 至 4%。由於擔心當局或會採取措施，打擊影子銀行活動，令市場進一步憂慮信貸狀況會變得更為緊縮。股市於 7 月錄得自 2009 年 8 月以來的最大單月跌幅。
39. 跌幅其後隨著銀行同業拆息回穩而收窄。國內生產總值增長優於預期，亦為股市提供支持。其後，股市因為在第十八屆中共中央委員會第三次全體會議後公布的經濟及社會改革方案細節而錄得強勁升幅。然而，由於投資者對於恢復首次公開招股及壓抑房地產價格漲幅的措施感到憂慮，以致股市升勢受壓。



2013 年上證綜合指數及市場成交額（以人民幣十億元計）

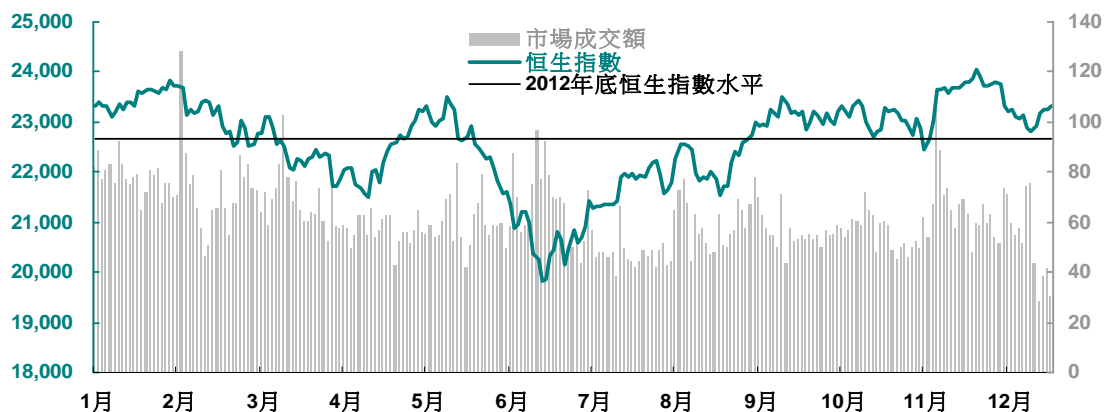
資料來源：彭博

香港

40. 2013 年，恒生指數上升 3%，但恒生國企指數則下跌 5%，而兩者在 2012 年則分別上升 23% 及 15%。由於市場憂慮內地的經濟前景，導致香港市場的表現遜於主要海外市場。
41. 2013 年初，內地經濟數據穩健，支持港股上揚。恒生指數在 1 月底升至約 23,800 點，為 21 個月以來的高位。不過，市場其後因投資者擔心內地信貸緊縮而回落。投資者對美國逐步縮減刺激經濟政策及朝鮮半島地緣政治局勢緊張的擔憂，亦令市場受壓。恒生指數在 6 月底一度跌穿 20,000 點，為九個月以來的低位。



42. 7月，由於投資者對內地流動資金狀況及美國提前退出量寬計劃的憂慮減輕，股市重回升軌。投資氣氛在內地公布了詳細的改革政策後轉好。市場對內地金融業的改革方案感到樂觀，令內地金融股持續上揚。內地及美國的製造業和經濟增長等方面的經濟數據向好，亦為大市帶來支持。11月底，恒生指數上升至兩年半以來的最高水平。



2013年恒生指數及市場成交額（以十億元計）

資料來源：彭博

港股現正面對的風險和不明朗因素

43. 2013年，儘管主要海外市場大升，但香港錄得輕微升幅。展望未來，市場可能面臨的風險及不明朗因素包括：
- (a) 市場累積相當升幅後可能出現整固 — 2013年，主要股市紛紛創下新高。投資者憂慮市場在積累龐大升幅後可能出現下調。有關經濟表現或政策變動的不利消息或會觸發市場拋售，而對於市場可能下行的憂慮或會加劇市場波動。
 - (b) 市場憂慮聯儲局逐步縮減刺激經濟措施及美國財政債務問題 — 鑑於耶倫獲提名擔任下屆聯儲局主席，市場普遍預期中期而言會維持鴿派的貨幣政策。然而，投資者對於聯儲局逐步退市的確實步伐持審慎態度。債務上限問題只是暫時得到解決，未來數月的進一步辯論或會影響市場波幅。
 - (c) 資金流向變動 — 主要市場的寬鬆貨幣政策帶來充裕的流動性，支持全球市場大升。由於本地市場自美國推出量寬政策以來曾錄得資金流入，縮減刺激經濟措施或會導致流入的資金減少甚至逆轉。資金可能從亞洲股市抽走，影響亦可能會蔓延至本地股市。作為一個開放的市場，香港股市容易出現資金流向波動的風險。
 - (d) 環球宏觀風險 — 儘管經濟數據呈現日漸改善跡象，但全球經濟增長的前景仍然存在變數。在歐洲，失業率和債務比率維持高企，市場亦憂慮通縮風險，主權評級仍有機會遭下調。儘管日本持續實施支持政策，但經濟復甦仍然脆弱。在內地，投資者亦擔心經濟增長放緩。
44. 鑑於香港是一個與內地有密切經濟聯繫的開放經濟體，而且在貨幣發行局制度下港元與美元掛鉤，及香港利率跟隨美國利率變化，故香港受到內地和美國的經濟表現影響。就香港股市而言，很多發行人都有內地背景，但投資者當中卻包括眾多國際及機構投資者。因此，香港股市的表現可能跟隨美國及內地市場的表現。當美國和內地市場的走勢呈相反方向時，其中



一個市場的升幅會被另一個市場的跌幅抵消。但是，假如兩地市場同向升跌，香港市場將跟隨其後並經歷更大的波幅。展望未來：

- (a) 根據國際貨幣基金預測，內地國內生產總值的增長率將由 2013 年的 7.6% 下降至 2014 年的 7.3%。雖然似乎不太可能出現經濟硬著陸，但內地經濟增長放緩可能會對香港市場造成不利影響。
- (b) 美國國內生產總值的增長率預期會由 2013 年的 1.6% 上升至 2014 年的 2.6%。聯儲局已公布自 2014 年 1 月起逐步縮減每月買債規模的計劃，及可能視乎經濟數據的改善跡象而以循序漸進的步伐繼續縮減其刺激經濟措施。

預期美國和內地的不明朗因素可能會拖累香港股市前景。

主要經濟體系的實質國內生產總值增長 (%)

國家	2012 年	2013 年 (預測)	2014 年 (預測)
內地	7.7	7.6	7.3
日本	2.0	2.0	1.2
美國	2.8	1.6	2.6
歐元區	-0.6	-0.4	1.0

資料來源：國際貨幣基金組織《世界經濟展望》(World Economic Outlook)，2013 年 10 月



2013年香港證券市場主要數據

本地股票市場的交易活動

45. 本地股市交投增加。2013年，平均每日成交額達 630 億元¹，較 2012 年 540 億元的水平上升 16%。
46. 內地股份仍然是交投最活躍的類別。2013 年，內地股份佔市場總成交額的 39%（與 2012 年相同），而恒生指數成分股（H 股及紅籌股除外）則佔市場總成交額約 16%（與 2012 年相同）。

每日平均成交額（以十億元計）

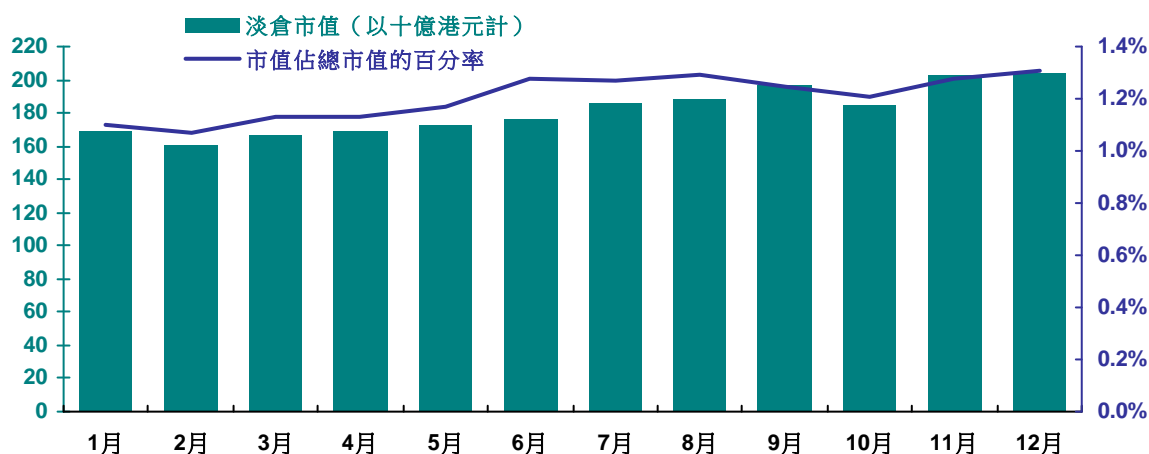
	2013年	2012年	相對於 2012 年的 百分率變幅
恒生指數（H 股及紅籌股除外）	9.8 (16%)	8.5 (16%)	15%
內地股	24.3 (39%)	20.8 (39%)	17%
H 股	17.3 (28%)	14.9 (28%)	16%
紅籌股	7.0 (11%)	5.9 (11%)	19%
衍生權證	7.3 (12%)	6.7 (12%)	9%
牛熊證	5.2 (8%)	6.2 (12%)	-16%
交易所買賣基金	3.7 (6%)	2.1 (4%)	75%
其他	12.3 (20%)	9.5 (18%)	29%
市場總計	62.6 (100%)	53.8 (100%)	16%

備註：括號內的百分率為市場分額。

資料來源：香港交易所及證監會研究科

賣空活動

47. 賣空活動在 2013 年有所上升。與 2012 年比較，賣空活動的成交額及佔市場總成交額的百分比均有所增加。2013 年，平均每日賣空交易額為 61.17 億元，佔市場總成交額的 9.8%。2012 年，平均每日賣空交易額為 48.64 億元，佔市場總成交額的 9.0%。
48. 根據呈交的數據顯示，截至 2013 年 12 月 27 日止，合計淡倉達 2,040 億元（佔已申報股份市值的 1.3%）。



2013年合計淡倉（以十億元計）

資料來源：香港交易所及證監會研究科

¹ 除另有註明外，本報告所述貨幣為港元。



首次公開招股

49. 香港在 2013 年共有 102 宗首次公開招股，總集資額達 1,690 億元，而 2012 年則有 62 宗首次公開招股（總集資額為 900 億元）。2013 年，內地公司透過首次公開招股籌集的資金佔市場總集資額的 91%。就首次公開招股活動而言，香港今年全球排名第二，而在 2012 年則排名第四。

全球十大股市（以首次公開招股集資額計）（2013 年）

	透過首次公開招股所籌集的資金		
	以十億美元計	全球排名	亞洲排名
美國（紐約泛歐交易所集團）	46.58	1	-
香港	21.77	2	1
英國（倫敦）	20.15	3	-
美國（納斯達克 OMX）	18.14	4	-
日本（東京）	10.15	5	2
澳洲	9.80	6	3
巴西（巴西證券期貨交易所）	8.43	7	-
墨西哥	5.24	8	-
新加坡	5.17	9	4
泰國	5.09	10	5

備註：以上僅為臨時數據。

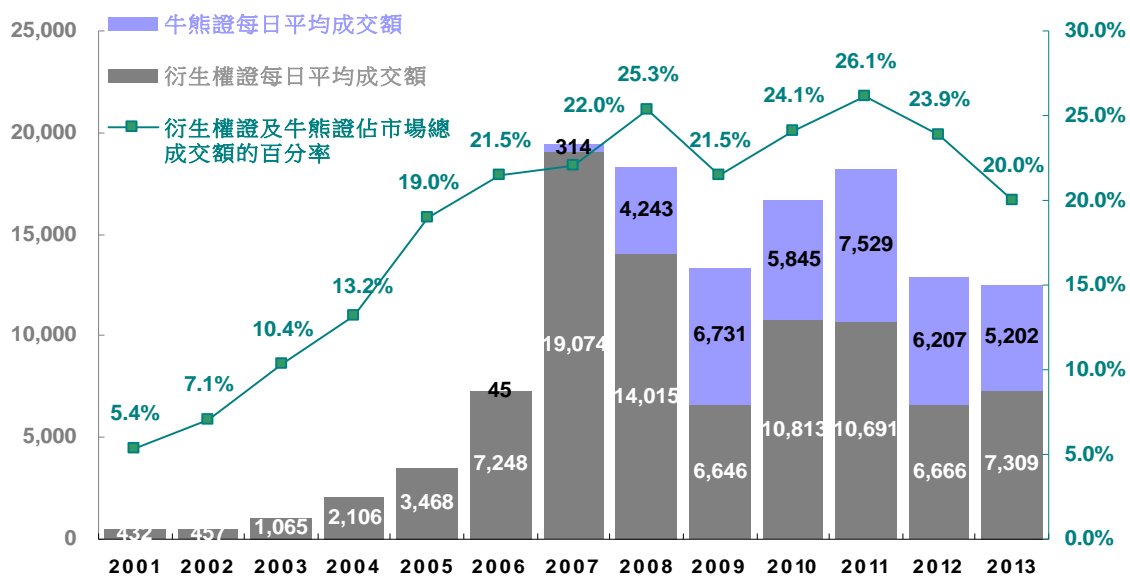
資料來源：香港交易所

交易所買賣基金（ETF）

50. ETF 的數目由 2012 年底的 100 隻，增加至 2013 年底的 116 隻。2013 年，ETF 的平均每日成交額為 37 億元，較 2012 年的 21 億元高 75%。2013 年，ETF 的成交額佔市場總成交額的 6.0%（2012 年則佔 3.9%）。ETF 的成交額增加主要是由於 A 股 ETF 的強勁增長所致。A 股 ETF 的平均每日成交額上升 95.5% 至 27 億元，佔 ETF 總成交額的 73.9%（2012 年則為 14 億元及佔 66%）。

衍生權證及牛熊證

51. 2013 年，衍生權證的成交額上升，但其佔市場總成交額的百分比則下跌。衍生權證的平均每日成交額上升至 73 億元（佔市場總成交額的 11.7%），而 2012 年的平均每日成交額則為 67 億元（佔市場總成交額的 12.4%）。
52. 牛熊證的成交額及佔市場總成交額的百分比均告下跌。2013 年，牛熊證的平均每日成交額縮減至 52 億元（佔市場總成交額的 8.3%），而 2012 年的平均每日成交額為 62 億元（佔市場總成交額的 11.5%）。



衍生權證及牛熊證的成交額（以百萬元計）

資料來源：證監會研究科

交易所買賣衍生工具

53. 2013年，交易所買賣衍生工具的平均每日成交量較2012年的水平增加9%。期貨產品的平均每日成交量上升10%。在期貨產品中，恒生指數期貨和恒生國企指數期貨是交投最活躍的產品，分別約佔所有期貨成交量的38%和41%。與2012年的水平比較，恒生指數期貨的平均每日成交量下跌3%，而恒生國企指數期貨的平均每日成交量則上升32%。
54. 期權市場的平均每日成交量在2013年上升9%。股票期權仍是交投最活躍的期權產品，成交量較2012年的水平增加9%。



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）

		2013 年	2012 年	2011 年
期貨	恒指期貨	80,247	82,905	94,036
	小型恒指期貨	32,188	34,810	41,933
	恒生國企指數期貨	85,538	64,863	61,116
	小型恒生國企指數期貨	9,232	6,356	7,516
	股票期貨	1,882	1,315	1,809
	三個月港元利率期貨	0	1	2
	人民幣貨幣期貨 [^]	568	290	
	黃金期貨	0	0	15
	其他期貨產品 [*]	1,214	767	263
	期貨總和	210,869	191,176	206,688
期權	恒指期權	35,252	37,597	43,452
	小型恒指期權	4,743	5,014	3,888
	恒生國企指數期權	32,899	25,666	15,364
	股票期權	249,295	228,438	302,750
	其他期權產品 ^{**}	164	103	133
期權總和	322,353	296,818	365,586	
期貨期權總和	533,222	487,994	572,275	

備註：

每日平均成交量是以產品推出後的交易日數計算。

[^] 人民幣貨幣期貨於 2012 年 9 月 17 日開始買賣。

^{*} 一個月港元利率期貨、三年期外匯基金債券期貨、恒指股息點指數期貨、恒生國企股息點指數期貨、恒指波幅指數期貨（2012 年 2 月 20 日推出）、IBOVESPA 期貨（2012 年 3 月 30 日推出）、MICEX 指數期貨（2012 年 3 月 30 日推出）、Sensex 指數期貨（2012 年 3 月 30 日推出）及 FTSE/JSE Top40 期貨（2012 年 3 月 30 日推出）。

^{**} 自訂條款恒指期權及自訂條款 H 股指數期權。

資料來源：香港交易所及證監會研究科

收市後期貨交易時段

55. 香港交易所的收市後期貨交易時段於 2013 年 4 月 8 日開始運作。恒生指數期貨合約及恒生國企指數期貨合約可於下午 5 時至 11 時（香港時間）買賣。在 4 月 8 日至 12 月 31 日期間，恒生指數期貨及恒生國企指數期貨於收市後期貨交易時段的平均每日成交量分別為 3,240 張合約及 3,396 張合約，分別約為白天交易時段成交量的 4.2% 及 4.0%，而主要海外市場的比例則大約為 15 至 37%。在收市後期貨交易時段，恒生指數期貨的平均單日波幅為 0.6%，而恒生國企指數期貨為 0.8%，在白天交易時段則分別為 1.2% 及 1.8%。超過 100 家經紀行曾在收市後期貨交易時段進行買賣，包括本地及國際經紀行。