



研究論文 74：2023 年環球及香港證券市場回顧

2024 年 2 月 7 日

摘要

1. 2023年，主要歐美市場在憧憬中央銀行加息週期結束下上揚。美國主要指數—道瓊斯指數（道指）、納斯達克指數（納指）和標普 500 指數年內分別上升 13.7%、43.4%及 24.2%。歐洲方面，英國富時指數、德國 DAX 指數和法國 CAC 指數則分別上升 3.8%、20.3%及 16.5%。然而，由於內地經濟前景存在不確定性，上證綜合指數及深證綜合指數於 2023 年分別下跌 3.7%及 7.0%。
2. 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下跌 13.8%、14.0%及 8.8%。2023 年，香港市場表現遜色，主要是受累於外部宏觀因素。投資者情緒因主要央行的貨幣政策立場的不確定性而受到影響。此外，從國際投資者的角度來看，人民幣匯率可能影響在港上市的內地企業以港幣計算的盈利。至於對內地地產商財務狀況的憂慮，亦拖累地產股下跌。此外，環球經濟前景以及中東和烏克蘭的地緣政治緊張局勢，均令市場受壓。然而，投資者憧憬內地當局進一步推出刺激政策以提振國內經濟，帶動市場收復部分失地。雖然香港市場指數表現按年下跌，但整體仍然保持穩健。交易一直有序進行，而市場的各部分均如常運作。
3. 2023 年，香港股市的平均每日成交額跌至 1,050 億元¹，較 2022 年的 1,249 億元低 15.9%。高息環境令投資者由股票轉投避險資產。成交下跌的現象分布於不同類型的證券和投資者。然而，交易所買賣及場外衍生工具市場仍錄得增長。其中，追蹤香港股票及指數的場外衍生工具方面，於 2023 年底名義價值約為 1.3 萬億元（詳情見專題 1）。此外，在有關追蹤區內市場證券的場外股票衍生工具進行交易方面，均有跡象顯示投資者視香港為首選的交易中心（詳情見專題 2）。
4. 股票市場交易互聯互通機制方面，年內北向及南向交易均錄得淨買入，分別為人民幣 437 億元及人民幣 2,929 億元。截至 2023 年底，北向及南向交易的累計淨買入額分別達到人民幣 1.8 萬億元及人民幣 2.5 萬億元。
5. 2023 年，香港賣空活動的成交額及其佔市場成交額的百分比均見下跌。淡倉佔市場市值的百分比亦有所下跌。沒有跡象顯示個別股票曾出現累積大額淡倉，市場亦無出現淡倉集中於個別證券或持有人的情況。

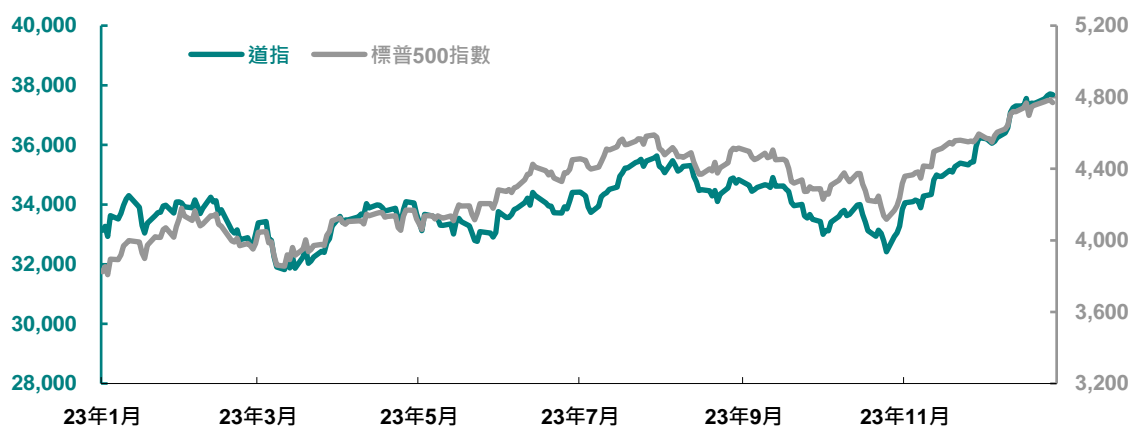
¹ 除另有註明外，本報告所述貨幣為港元。

股市表現

海外市場

6. 美國方面，道指、納指和標普 500 指數於 2023 年分別上升 13.7%、43.4%及 24.2%。12 月，道指接連創出歷史新高，納指和標普 500 指數均一度升至近兩年以來的最高水平。歐洲方面，英國富時指數、德國 DAX 指數和法國 CAC 指數則分別上升 3.8%、20.3%及 16.5%，而德國 DAX 指數和法國 CAC 指數亦曾於 12 月創歷史新高。
7. 美國及歐元區的通脹壓力有所緩和，促使主要央行減慢緊縮貨幣政策的步伐。美國方面，繼於 2022 年七度加息（合共 425 個基點）後，聯儲局於 2023 年 2 月至 7 月期間再度加息四次（合共 100 個基點）。美國十年期國債收益率一度超越 5%，創下 2007 年 7 月以來的最高水平，及後在接近年底時回落至 4% 以下。歐洲方面，繼於 2022 年四度加息（合共 250 個基點）後，歐洲中央銀行（歐洲央行）於 2023 年 2 月至 9 月期間再度加息六次（合共 200 個基點），投資者對加息週期結束和即將減息愈感樂觀。
8. 企業盈利向好，加上人工智能行業前景看俏，帶動美國科技股跑贏大市。
9. 然而，投資者對美國債務水平感到憂慮，令市場受壓。惠譽將美國主權評級由 AAA 降至 AA+，而穆迪則將美國信貸評級展望由穩定降至負面。
10. 烏克蘭地緣政局的不確定性已踏入第二年，而中東於 2023 年後期亦出現軍事衝突，兩者均影響投資者情緒。

2023 年道指及標普 500 指數的表現



2023 年英國富時指數及德國 DAX 指數的表現



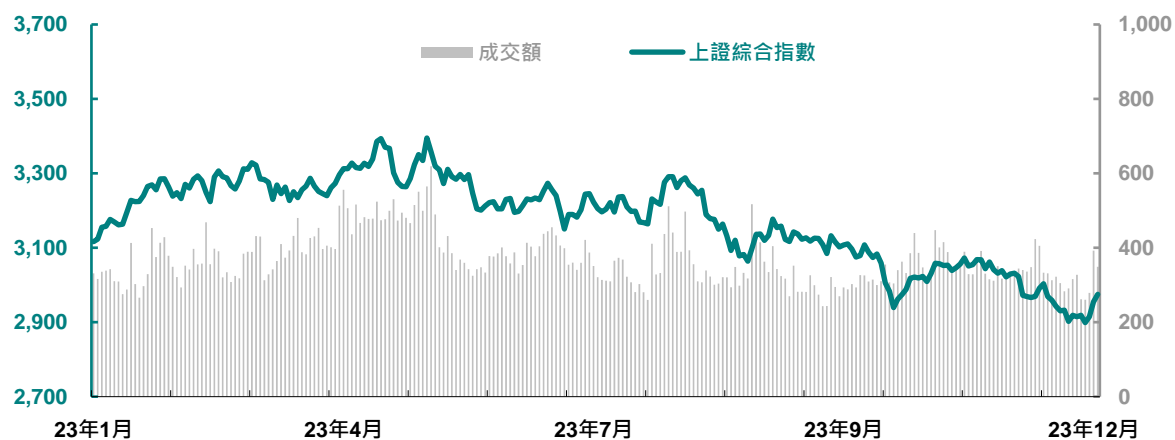
主要股市的表現

	指數水平	百分率變幅			
		2023 年	2022 年	2021 年	
香港及內地					
香港	-恒指	17,047.4	-13.8%	-15.5%	-14.1%
	-恒生國企指數	5,768.5	-14.0%	-18.6%	-23.3%
	-恒生科技指數	3,764.3	-8.8%	-27.2%	-32.7%
內地	-上證綜合指數	2,974.9	-3.7%	-15.1%	+4.8%
	-深證綜合指數	1,837.9	-7.0%	-21.9%	+8.6%
美國					
美國	-道指	37,689.5	+13.7%	-8.8%	+18.7%
	-納指	15,011.4	+43.4%	-33.1%	+21.4%
	-標普 500 指數	4,769.8	+24.2%	-19.4%	+26.9%
歐洲					
英國	-富時 100 指數	7,733.2	+3.8%	+0.9%	+14.3%
德國	-DAX 指數	16,751.6	+20.3%	-12.3%	+15.8%
法國	-CAC 指數	7,543.2	+16.5%	-9.5%	+28.9%

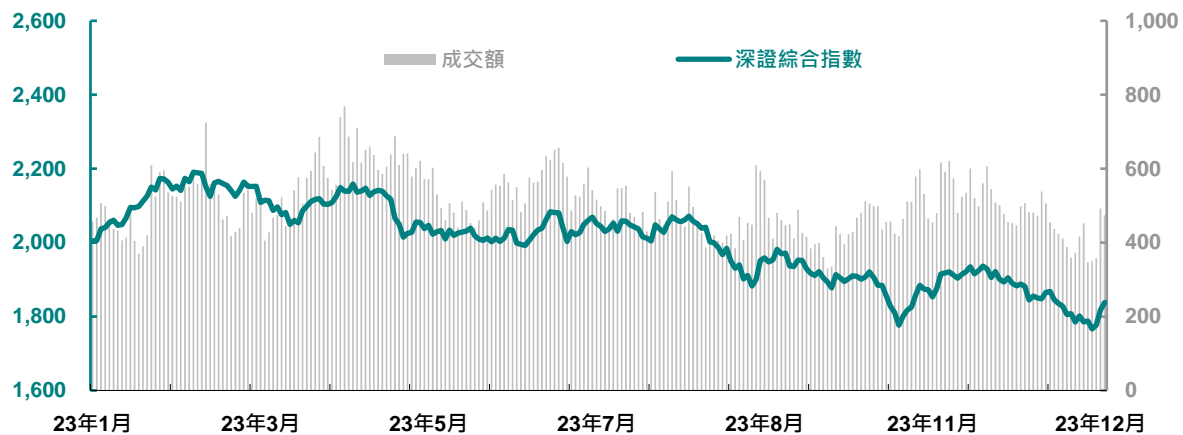
中國內地

11. 2023年，上證綜合指數及深證綜合指數分別下跌 3.7%及 7.0%。內地股市的平均每日成交額為人民幣 8,744 億元，較 2022 年的人民幣 9,251 億元低 5.5%。
12. 經濟前景依然不確定。雖然第二季及第三季國內生產總值增長向好，分別達 6.3%及 4.9%，但製造業及信貸增長放緩，令市場表現受壓。通縮憂慮仍然揮之不去。此外，投資者情緒受到人民幣走弱影響。人民幣於 2023 年貶值 2.8%，並一度觸及 15 年低位。
13. 投資者仍擔憂內地地產商資金流動性狀況。國際貨幣基金組織警告，內地房地產市道放緩，恐會影響整體增長前景。市場亦憂慮內地銀行的信貸狀況會受到房地產行業的溢出效應所影響。
14. 不過，中央政府已推出刺激政策以提振經濟。中國人民銀行兩度調低存款準備金比率合共 50 個基點。當局亦批准發行人民幣 1 萬億元的主權債券，以支持基建項目發展。

2023 年上證綜合指數表現及市場成交額（以人民幣十億元計）



2023 年深證綜合指數表現及市場成交額（以人民幣十億元計）

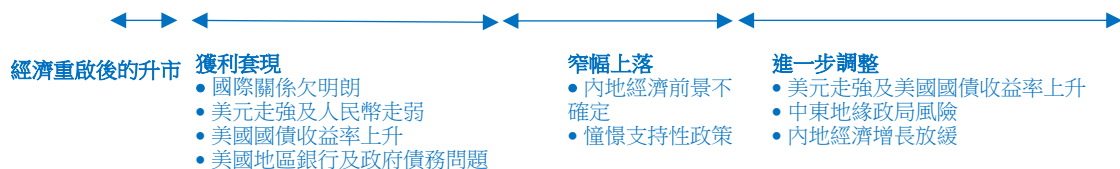
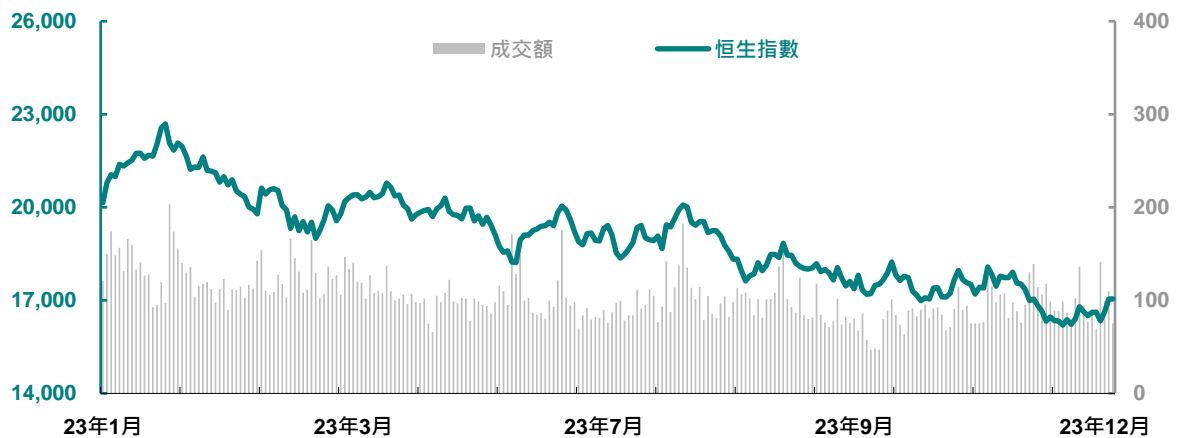


香港

市場表現

15. 2023 年，香港市場表現遜於主要海外市場。恒指、恒生國企指數及恒生科技指數分別下跌 13.8%、14.0% 及 8.8%。恒指於 1 月突破 22,000 點水平，創下十個月新高，但其後反覆向下，於 12 月跌穿 17,000 點至 13 個月低位。
16. 雖然市場指數表現按年下跌，但交易一直有序進行，而市場的各部分均如常運作，沒有出現可能影響金融穩定的異常情況。
17. 本地市場表現主要受到外部宏觀因素影響。投資者對主要央行的貨幣政策立場有所顧慮，令市場表現受壓。中國內地方面，市場憂慮內地地產商的財務狀況，以及其對整體經濟的潛在影響，令投資者情緒受壓，地產股亦因而下跌。人民幣走弱，投資者憂慮在港上市的內地企業盈利受損，及其為該些企業股價帶來的潛在影響。香港市場主要包含內地股票和國際投資者，在此環境下尤其受影響。
18. 在高息環境下，環球經濟前景的不確定因素揮之不去。中東及烏克蘭的地緣政局緊張，進一步削弱投資者的風險胃納。
19. 然而，鑑於通脹壓力有所緩和，投資者憧憬主要央行將結束貨幣緊縮週期，令大市跌幅收窄。市場期望中央政府在內地進一步推出刺激措施以提振經濟，帶動投資者情緒升溫。

2023 年恒指表現及市場成交額（以十億元計）



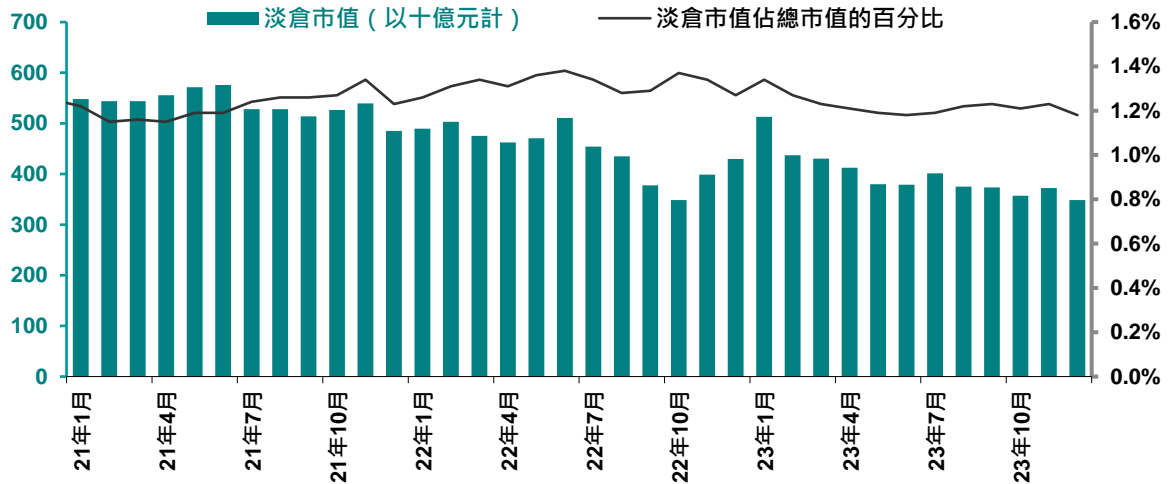
交易活動

20. 2023 年，香港股市的平均每日成交額跌至 1,050 億元，較 2022 年的 1,249 億元低 15.9%。成交額下降似乎是一種全球現象，因為美國的高息環境促使投資者從股票重新配置到避險資產。

賣空活動

21. 2023 年，香港的賣空成交額及其佔市場總成交額的百分比均見下跌。平均每日賣空成交額為 178 億元，佔市場總成交額的 17.0%。
- 上述賣空成交額當中，有 57 億元或 31.9% 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 121 億元，佔市場成交額的 13.3%。
22. 就整體市場而言，須申報淡倉的市值及其佔市場市值的百分比同告下跌。根據呈交予證監會的數據，截至 2023 年底，合計淡倉減少至 3,485 億元（2022 年底為 4,298 億元）。淡倉佔市場市值的百分比為 1.18%，而 2022 年底則為 1.27%。

香港股市的淡倉



市場前景及風險

23. 展望未來，香港市場可能將會繼續受到外部宏觀因素影響。主要央行的貨幣政策立場可能繼續影響環球市場表現。與此同時，中國內地的經濟前景及刺激措施的規模將會影響市場氣氛。此外，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

24. 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。2023年：

- 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 1,083 億元，佔內地市場成交額的 6.2%（2022 年為人民幣 1,004 億元，佔市場成交額的 5.4%）；及
- 南向交易的平均每日成交額（包括買入及賣出交易）為 311 億元，佔香港市場成交額的 14.8%（2022 年為 317 億元，佔市場成交額的 12.7%）。

25. 北向及南向交易於 2023 年均錄得淨買入。

- 北向交易的淨買入額為人民幣 437 億元（2022 年為人民幣 900 億元）。
- 南向交易的淨買入額為人民幣 2,929 億元（2022 年為人民幣 3,394 億元）。

26. 交易所買賣基金互聯互通（ETF 通）北向及南向交易於 2023 年均錄得淨買入。

- 2023 年，北向交易的平均每日成交額為人民幣 4.998 億元，而南向交易的平均每日成交額為 26.929 億元（2022 年分別為人民幣 0.667 億元及 9.081 億元）。
- 期內，北向交易的淨買入額為人民幣 15 億元，而南向交易的淨買入額為 79 億元（2022 年分別為人民幣 15 億元及 47 億元）。

交易所買賣衍生工具

27. 2023 年，交易所買賣衍生工具的平均每日成交量較 2022 年增加 3.4%。

- 期貨產品的成交量上升 2.5%。
 - 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 22.9% 及 30.8%。恒指期貨的成交量下跌 9.1%，而恒生國企指數期貨的成交量則上升 2.0%。
 - 恒生科技指數期貨的成交量較 2022 年大幅增加 44.3%，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 4.2%。股票期權的交投仍然是最活躍，佔期權產品總成交量的 81.5%。股票期權的成交量較 2022 年上升 2.9%，恒生科技指數期權的成交量則增加 143.8%。

專題 1：追蹤香港股票及指數的場外股票衍生工具市場的概況及監察

市場規模

- 截至 2023 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 1.3 萬億元，約佔股市市值的 4%。比美國相關佔比約 10% 為小。
- 依產品類型劃分，delta one² 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

- 在持有人層面上無出現持倉集中的情況。
 - 場外持倉分散於眾多對手方（逾 1,600 名）。
 - 大部分對手方的持倉名義價值相對較小。大多數對手方的持倉不足 1,000 萬元。
- 就投資者類別而言，最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

- 在追蹤的資產層面上無出現持倉集中的情況。
 - 場外持倉分散於眾多追蹤香港股票及指數的證券。
 - 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。大多數香港上市證券所錄得的場外持倉小於 1 億元。

個別場外持倉

- 大多數個別場外持倉規模較小，約 93% 的名義價值低於 1,000 萬元。

監控系統性風險

- 鑑於場外衍生產品和合約的多樣性，證監會密切監察及從不同角度評估其對市場穩定可能出現的潛在風險。
 - 除了場外持倉的數據外，證監會還密切留意這些交易的目的、持倉人的性質以及在其他市場的相關持倉（例如股票市場及交易所買賣衍生工具市場）。

² 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，為投資者提供相同於擁有其追蹤證券的風險敞口。

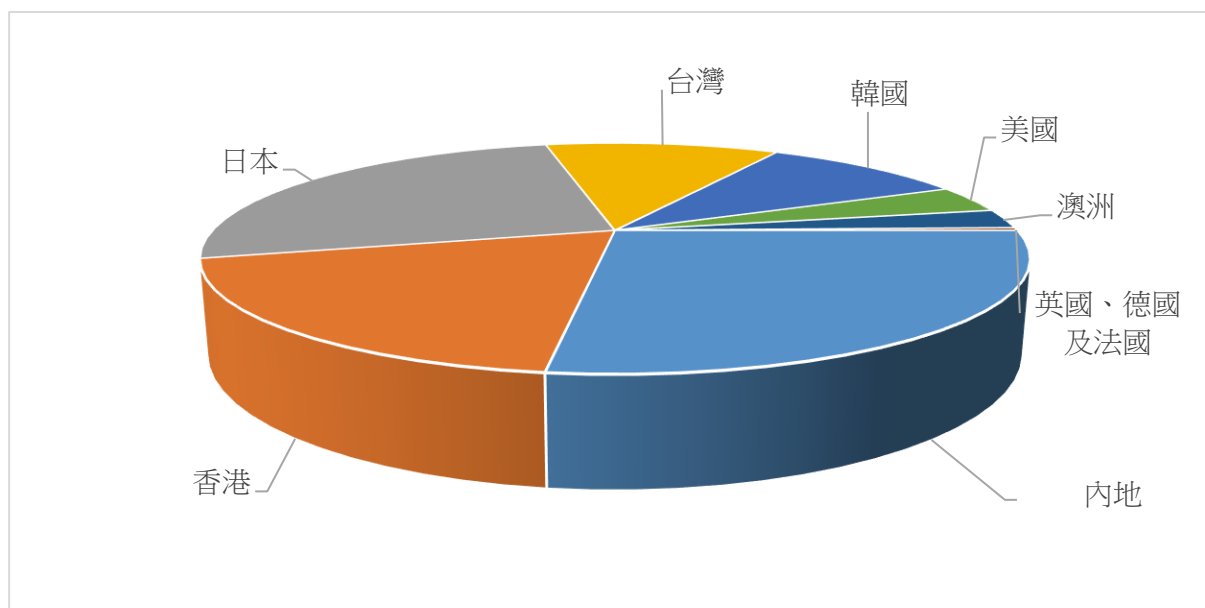
專題 2：香港在有關追蹤區內證券的場外股票衍生工具進行交易方面擔當的樞紐角色

香港在利便投資者透過場外股票衍生工具進行與區內證券相關交易及風險管理方面，一直擔當著重要角色。

根據香港交易資料儲存庫的數據，香港似乎是投資者使用場外股票衍生工具進行以下交易的主要中心：

- 追蹤香港及內地股票的場外股票衍生工具 —— 佔匯報至香港交易資料儲存庫的持倉總額約 46%；及
- 追蹤區內市場（包括日本、韓國、台灣及澳洲）證券的場外股票衍生工具 —— 所佔份額近 50%。

截至 2023 年底匯報至香港交易資料儲存庫的場外股票衍生工具持倉的名義總值，按追蹤證券上市地劃分)



備註：場外股票衍生工具持倉指經紀交易商與其客戶（例如基金、資產管理公司及其他金融機構）之間的股票衍生工具持倉，但不包括集團內部和經紀之間的持倉。

自 2020 年底以來，匯報至香港交易資料儲存庫有關追蹤區內市場證券的場外股票衍生工具持倉的名義價值增加了 31%。

主要投資銀行選擇香港作為服務國際客戶就區內證券進行交易及相關風險管理方面的樞紐。

- 他們透過在香港的場外股票衍生工具來滿足國際客戶的交易和風險管理需求。追蹤其他市場證券的場外股票衍生工具的交易在香港進行，因此須向香港交易資料儲存庫申報。
- 當客戶就追蹤區內證券的場外股票衍生工具進行交易時，主要國際投資銀行的相關分公司（例如英國或美國分公司）均會先經香港櫃檯。

- 主要投資銀行一直使用香港櫃台來管理區內的風險承擔。有關的交易員及風險經理身在香港，就區內證券所涉及的風險敞口進行對沖。
- 他們透露，香港擁有完善的法律體系和健全的監管框架，透過香港可接觸區內的人才、市場和客戶。此外，他們沒有觀察到這些因素近年來有任何變化而影響香港的角色。