



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

研究論文 68：2020 年環球及香港證券市場回顧（內附關於新經濟股及股票市場交易互聯互通機制下的資金流入的專欄）

2021 年 2 月 11 日

摘要

1. 2020年，主要美股指數上升，道瓊斯指數（道指）、納斯達克指數（納指）及標普指數的升幅分別為7.2%、43.6%及16.3%。主要歐洲指數個別發展，德國DAX指數上升3.5%，而英國富時指數及法國CAC指數則分別下跌14.3%及7.1%。市場對政府的政策支持感到樂觀，疫苗的研發進度為恢復經濟活動帶來希望，加上美國總統大選後的政治不確定性降低，這些均提振了投資者情緒。然而，市場上升，令估值問題備受關注。由於新型冠狀病毒（即COVID-19，簡稱新冠病毒）持續傳播以及世界各地實行了進一步的封城措施，經濟前景仍然存在不確定性。
2. 內地方面，上證綜合指數及深證綜合指數年內分別上漲13.9%及35.2%，其中上證綜合指數升至34個月以來的高位，深證綜合指數則升至2015年12月以來的新高。內地經濟已率先從疫情中恢復過來。投資者對金融市場進一步改革和開放的預期亦帶動股市上升。
3. 香港股市下跌，恒指及恒生國企指數跌幅分別為3.4%及3.8%。新冠病毒疫情的不確定性增加了投資者對經濟前景的關注。受疫情大流行影響，多隻指數成分股的盈利狀況令人失望。主要政府及央行的政策支持，令市場跌幅收窄。展望未來，疫情控制情況及中美緊張局勢將會影響投資者情緒。在海外市場升至高位後，可能出現的波動或會影響香港股市的表現。

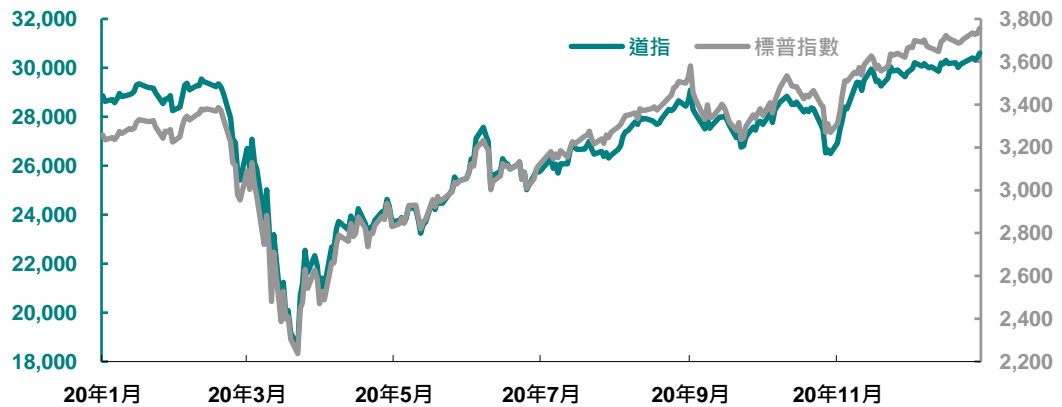
股市表現

4. 全球股市在 2020 年 3 月觸底之後，均已大幅反彈，部分更創歷史新高。投資者期望主要市場採取財政和貨幣刺激措施，而且美國總統大選後政治不確定性有所減退，帶動了市場看漲的氣氛。新冠病毒疫苗的正面發展提振了對經濟復甦的樂觀情緒。然而，疫情大流行的風險仍然高企，經濟前景仍然脆弱。由於第二波新冠病毒疫情影響商業活動、消費需求及企業盈利，令人憂慮經濟基本因素會受到影響。

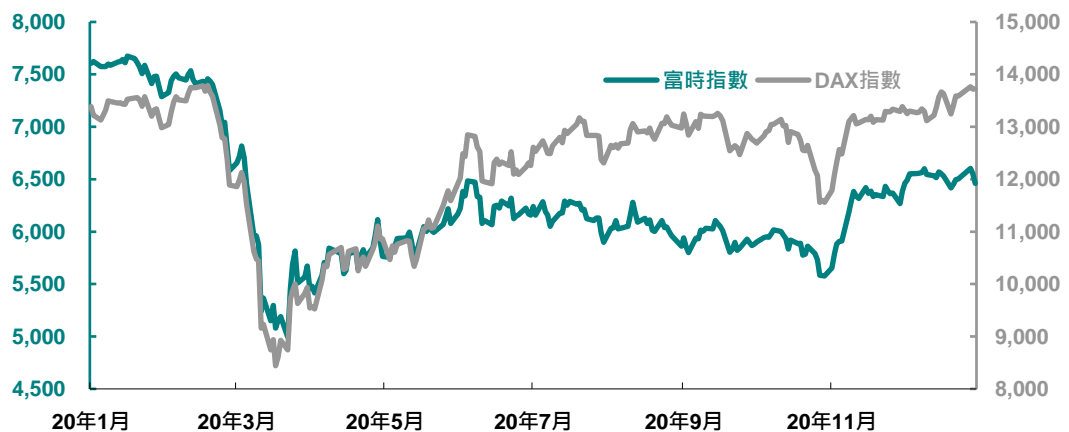
海外市場

5. 2020 年，主要美股指數上升，道指、納指及標普指數的升幅分別為 7.2%、43.6%及 16.3%。主要歐洲市場個別發展，德國 DAX 指數上升 3.5%，而英國富時指數下跌 14.3%，法國 CAC 指數則下跌 7.1%。市場非常波動。但在 2020 年 3 月急劇下跌之後，主要指數出現強勁反彈。
6. 寬鬆的貨幣政策和財政刺激措施提振了市場氣氛。聯邦儲備局（聯儲局）承諾將會維持低利率環境，並動用所有貨幣工具以支持經濟。英倫銀行和歐洲中央銀行宣布擴大資產購買計劃。
7. 繼有關新冠病毒疫苗取得正面試驗結果和獲批的消息以及若干國家開始接種疫苗後，市場對經濟重新開放的樂觀情緒日漸高漲，抵銷了感染個案急升和檢測到新變種病毒所帶來的部分憂慮。
8. 美國總統大選過後，政治不確定性降低。投資者期望美國新政府會在貿易及其他領域採取多邊方針，這使市場對中美關係緊張的擔憂得到部分緩解。
9. 新冠病毒疫情持續傳播，世界各地實行了封城措施，令經濟前景不明朗，然而，股市仍然出現升勢，因此估值問題倍受關注。商業活動長期中斷，削弱了投資者對經濟迅速復甦的期望。

2020 年道指及標普指數的表現



2020 年富時指數及 DAX 指數的表現



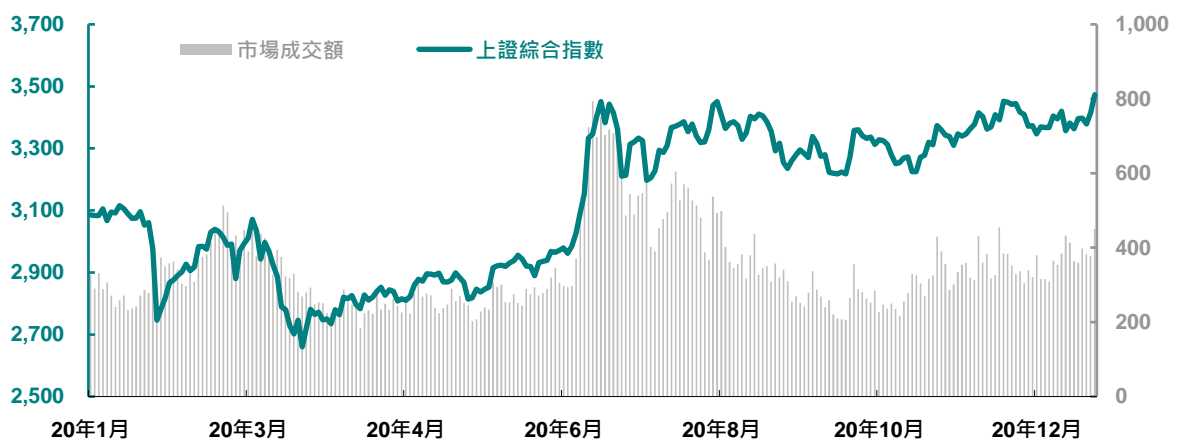
主要股票市場的表現

	指數水平	百分率變幅			
		2020 年	2019 年	2018 年	
香港及內地					
香港	-恒指	27,231.1	-3.4%	+9.1%	-13.6%
	-恒生國企指數	10,738.4	-3.8%	+10.3%	-13.5%
	-恒生科技指數	8,425.9	+78.7%	+36.2%	-37.6%
內地	-上證綜合指數	3,473.1	+13.9%	+22.3%	-24.6%
	-深證綜合指數	2,329.4	+35.2%	+35.9%	-33.2%
美國					
美國	-道指	30,606.5	+7.2%	+22.3%	-5.6%
	-納指	12,888.3	+43.6%	+35.2%	-3.9%
	-標普指數	3,756.1	+16.3%	+28.9%	-6.2%
歐洲					
英國	-富時 100 指數	6,460.5	-14.3%	+12.1%	-12.5%
德國	-DAX 指數	13,718.8	+3.5%	+25.5%	-18.3%
法國	-CAC 指數	5,551.4	-7.1%	+26.4%	-11.0%

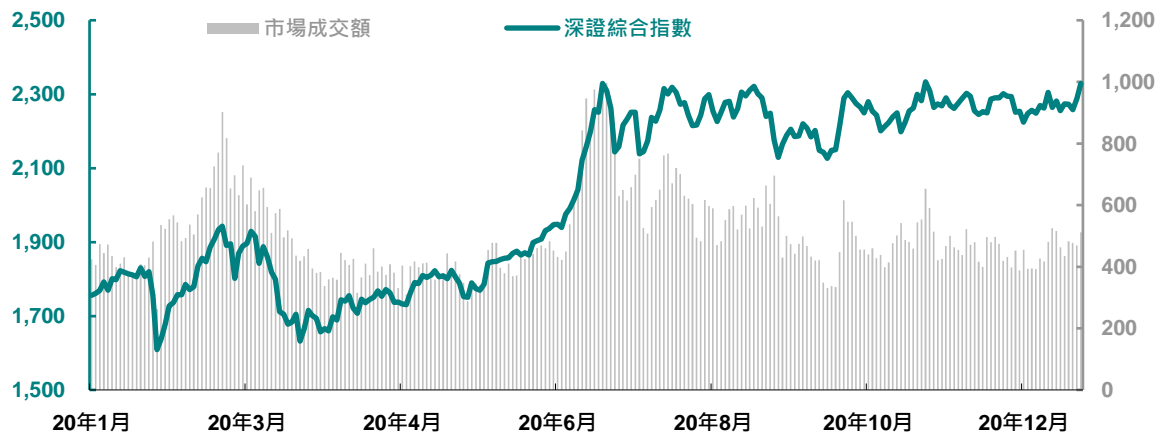
內地

10. 2020年，上證綜合指數及深證綜合指數分別上漲 13.9%及 35.2%，其中上證綜合指數升至 34 個月以來的高位，深證綜合指數則創下 2015 年 12 月以來的新高。內地市場平均每日成交額為人民幣 8,482 億元，較 2019 年的平均值人民幣 5,205 億元高出 63%。
11. 內地經濟已率先從疫情中恢復過來，在 2020 年第三季度，國內生產總值錄得 4.9% 的增長。人民幣走強並創 2018 年 6 月以來的新高，進一步帶動了市場升勢。此外，隨著內地與亞太區 14 個國家簽署有史以來最大規模的區域貿易協議《區域全面經濟夥伴關係協定》，投資者情緒得到了提振。
12. 投資者對金融市場進一步改革和開放的預期亦帶動股市上升。隨著創業板推出首次公開發行股票註冊制，深圳股市表現優於大市。創業板指數創下 2015 年 7 月以來的新高。一系列的支持措施亦帶動了深證綜合指數向上，其中包括深圳的全面改革計劃，以及在粵港澳大灣區推出的跨境理財通業務試點。
13. 儘管如此，鑑於美國對內地貨物加徵關稅以及對一些內地公司施加制裁，投資者仍對中美關係的不確定性保持謹慎態度。

2020 年上證綜合指數及市場成交額（以人民幣十億元計）



2020 年深證綜合指數及市場成交額（以人民幣十億元計）



香港

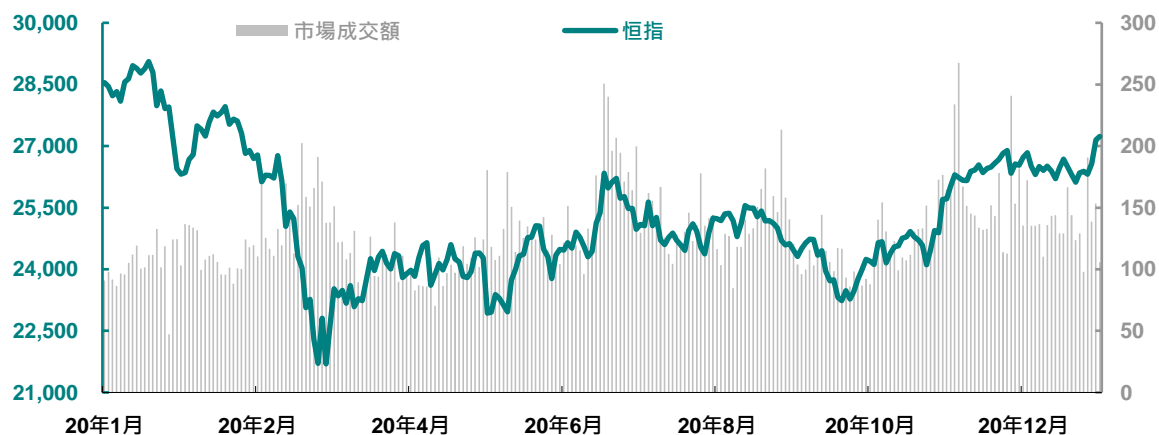
市場表現

14. 年內，香港股市下跌，恒指及恒生國企指數跌幅分別為 3.4% 及 3.8%。
15. 新冠病毒疫情的不確定性及造成的經濟影響令市場受壓。疫情持續在世界各地擴散，情況令人擔憂。儘管疫苗的研發和批准已取得成果，但在全球大規模生產、分銷及接種可能需要一段時間才會取得重大成果。
16. 中美緊張局勢升溫。美國將一些內地科技公司列入貿易黑名單，並宣布禁止美國投資者投資某些內地公司，而這些公司有部分在香港上市。
17. 投資者情緒因為對經濟前景的擔憂而受到影響。香港的本地生產總值連續五個季度收縮，而失業率曾一度創下 16 年來最高水平。疫情大流行令商業活動放緩、供應鏈中斷及消費開支減少，因而對企業盈利造成了影響。多隻指數成分股的盈利狀況令人失望。
18. 投資者對主要政府及央行的政策支持感到樂觀，令股市跌幅收窄。美國聯儲局暗示其打算維持低利率，並再度承諾將動用所有工具以支持經濟。內地採取了信貸擴張及提振基礎設施支出的措施，以推動經濟增長。

市場前景及風險

19. 展望未來，新冠病毒疫情情況及有效的疫苗開發和分配，以及支持經濟的財政和貨幣政策措施，將繼續影響投資者情緒。持續的中美緊張局勢也會影響全球和香港市場。在海外市場主要指數升至紀錄或多年高位後，對估值較高的關注可能令大市的波動性增加。

2020 年恒指及香港市場成交額（以十億元計¹）



香港證券市場的活動

交易活動

20. 2020 年，本地股票市場交投活躍。年內，平均每日成交額升至 1,295 億元，較 2019 年的 872 億元增長 49%。由於香港的新上市公司交投活躍以及受南向交易的強勁表現所推動，成交額攀升。
21. 內地股票（包括 H 股、紅籌股及民營企業）仍是交投最活躍的股票。2020 年，內地股票佔市場總成交額的 68%（2019 年為 58%），而恒指（內地股除外）所佔份額則約為 9%（2019 年為 11%）。

內地新經濟公司的重要性日益凸顯

近年來，大型內地新經濟公司² 在香港上市的數目增加。

- 五大在香港上市的內地新經濟股，以市值計均名列在香港上市的首 20 隻股票，並且為恒生綜合大型股指數的成分股。
- 內地新經濟公司的上市支持了香港作為全球領先上市樞紐的地位。它們佔香港首次公開招股集資額的重大部分。

交易活躍且日益增長

內地新經濟公司在香港市場成交量中佔重大份額。在 2020 年下半年，五大內地新經濟公司的股票、衍生權證及牛熊證平均每日成交額佔市場總成交額近五分之一。

展望未來，上述股票的成交額在以下因素的推動下可能會繼續上升：

¹ 除另有註明外，本報告所述貨幣為港元。

² 此處的新經濟公司是指恒生科技指數中的股票。

- **被納入主要指數內**——繼恒生指數有限公司由 2020 年 9 月開始將同股不同權及第二上市公司納入恒指和恒生國企指數後，五大內地新經濟股中，三隻股票已獲納入恒指，而所有五隻股票均獲納入恒生國企指數。此外，它們有部分亦是主要環球指數的成分股。這些有助吸引被動型基金投資於內地新經濟公司。
- **股票市場交易互聯互通機制下的活躍交易**——符合資格進行南向交易的內地新經濟股，均屬於交易最活躍的南向交易股票，內地投資者對買賣這些股票有濃厚興趣。
- **第二上市公司在香港的流動性有所增加**——對於一些同時以美國預託證券方式於美國交易，而在香港第二上市的內地新經濟公司，當這些公司將更多美國預託證券轉換為港股時，將會為香港市場帶來流動性。

香港具備成為內地新經濟公司首選上市地的優勢

上述內地新經濟公司在香港成功上市，為其他類似公司來港上市造就有利條件。

公司在香港上市除了讓國際機構投資者參與投資外，亦允許內地投資者藉由股票市場交易互聯互通機制下的南向交易進行投資。這是香港在吸引內地新經濟公司來港上市方面具有的獨特優勢。

股票市場交易互聯互通機制

22. 2020 年期間，股票市場交易互聯互通機制下的交投活躍。

- 北向交易的平均每日成交額（包括買賣交易的成交額）為人民幣 913 億元，佔內地市場成交額的 5.4%（2019 年則為人民幣 417 億元及佔市場成交額的 4.0%）；及
- 南向交易的平均每日成交額（包括買賣交易的成交額）為 244 億元，佔香港市場成交額的 9.4%（2019 年則為 108 億元及佔市場成交額的 6.2%）。

23. 截至 2020 年底，累計淨買入額如下：

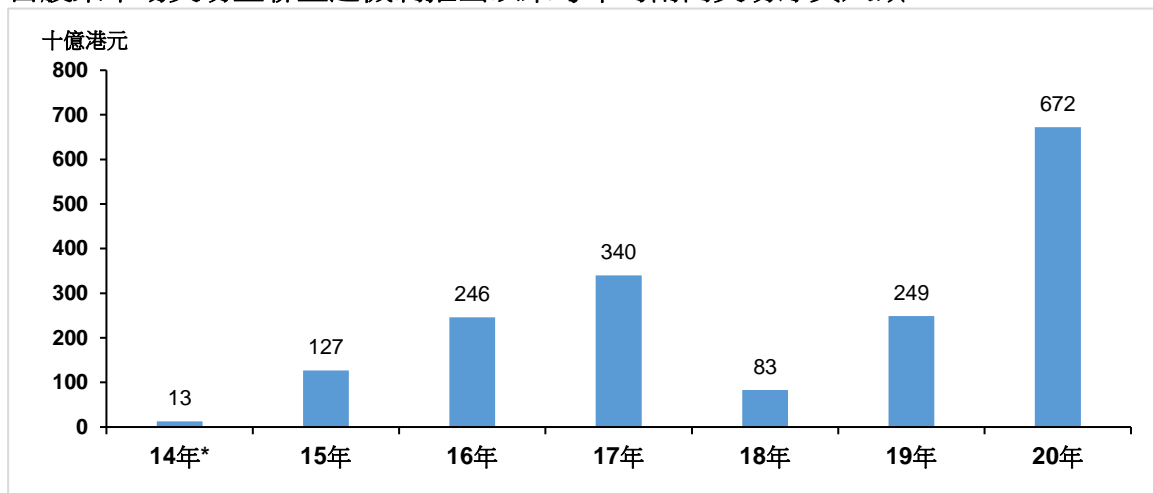
- 北向交易為人民幣 12,023 億元；及
- 南向交易為人民幣 15,209 億元。

2020 年南向交易資金流入創歷史新高

年內，南向交易淨買入總額增至 6,721 億港元。

- 這與 2019 年和 2018 年的總額（2,493 億港元和 827 億港元）相比，分別高出 170% 和 7.1 倍；
- 這佔股票市場交易互聯互通機制推出以來至 2020 年底南向交易累計淨買入額近 40%；及
- 2019 年 3 月至 2020 年 12 月，南向交易連續 22 個月錄得淨買入。

自股票市場交易互聯互通機制推出以來每年的南向交易淨買入額



*自股票市場交易互聯互通機制在 2014 年 11 月 17 日推出以來

大型股在南向交易錄得強勁的淨買入

在股票市場交易互聯互通機制下的南向交易中，內地投資者對大型股表現出濃厚的興趣。2020 年，首 20 大淨買入股票佔南向交易淨買入總額近 70%。在這 20 隻股票當中，有 17 隻是恒生綜合大型股指數的成分股。

由於估值相對較低以及投資者對新經濟股和知名股票感興趣

除其他因素外，強勁的南向交易資金流入歸因於：

- **吸引人的估值**——恒指及恒生國企指數市盈率分別約為 15 倍及 11 倍，與其他主要股票市場相比較低（滬深 300 指數：20 倍，上證綜合指數 18 倍，深證綜合指數：50 倍，道指：25 倍）。
- **AH 股溢價**——鑑於 AH 股存在溢價，意味著 H 股的估值較低，南向交易錄得強勁的淨買入。
- **新經濟股的獨特性**——南向交易資金流入在內地有業務但沒有在內地市場上市的龍頭新經濟股。淨買入額最高的首五隻新經濟股合共錄得 2,265 億港元的南向交易淨買入額（佔南向交易淨買入總額超過 30%）。
- **分散投資組合**——股票市場交易互聯互通機制為內地投資者提供了擴大投資範圍並透過分散投資組合以降低風險的渠道。

賣空活動

24. 2020年期間，香港的賣空成交額有所上升，但其佔市場總成交額的百分比則錄得跌幅。平均每日賣空交易額在2020年達到176億元，佔市場總成交額的13.6%（2019年為126億元及14.5%）。
25. 須申報淡倉的市值有所上升，然而其佔市場市值的百分比保持相對穩定。根據證監會獲呈交的數據，截至2020年底，合計淡倉達5,244億元（截至2019年底則為4,568億元）。淡倉佔市場市值的百分比為1.25%，與2019年底的比率相若。

交易所買賣衍生產品

26. 2020年期間，交易所買賣衍生產品的成交量與2019年相比高出6.1%。
 - 期貨產品的成交量下跌1.7%。當中的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36.2%及31.5%。與2019年相比，恒指期貨的成交量下跌19.8%。然而，恒生國企指數期貨合約的成交量上升4.9%，部分原因是投資者對這些產品的需求增加，以管理內地相關投資組合的風險。
 - 期權產品的成交量上升12.2%。股票期權仍然是交投最活躍的期權產品，佔所有期權成交量的78.4%。股票期權的成交量較2019年上升19.0%。