



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

## 研究論文 76：2024 年環球及香港證券市場回顧

---

2025 年 2 月 18 日

## 摘要

1. 2024 年，大部分環球主要市場均告上揚。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 12.9%、28.6%及 23.3%。歐洲方面，英國富時指數和德國 DAX 指數分別上漲 5.7%及 18.8%，而法國 CAC 指數則下跌 2.2%。內地方面，上證綜合指數及深證綜合指數於 2024 年分別上升 12.7%及 6.5%。
2. 香港恒生指數（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上升 17.7%、26.4%及 18.7%，表現優於大部份主要海外市場。市場對內地當局所推出的政策措施抱持樂觀態度。中國證券監督管理委員會（中國證監會）於 4 月公布五項資本市場對港合作措施後，投資者情緒有所改善。內地當局於 9 月 24 日公布一系列刺激增長的新政策，帶動香港市場累積升幅。恒指於 10 月升至兩年來的高位。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，亦令大市表現得到支持。然而，對於內地與西方的貿易矛盾，以及中東、烏克蘭和朝鮮半島的地緣政治緊張局勢，投資者仍然抱持審慎態度。
3. 2024 年，儘管香港市場波動加劇，市場表現和成交均創多項紀錄，仍然保持穩健（專題 1）。香港股市的平均每日成交額增至 1,318 億元<sup>1</sup>，較 2023 年的 1,050 億元上升 25.5%（專題 2），不同證券類型的成交均有所增長。一級市場更趨活躍，2024 年首次公開招股集資額上升 89.9%至 880 億元。交易所買賣衍生工具的平均每日成交量則增加了 15.3%。追蹤香港股票及指數的場外衍生工具方面，於 2024 年底名義價值保持穩定，約為 1.3 萬億元。
4. 2024 年，北向及南向交易同樣較 2023 年活躍，平均每日成交額分別上升 38.6%及 54.9%（專題 3）。
5. 2024 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。而且，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。

---

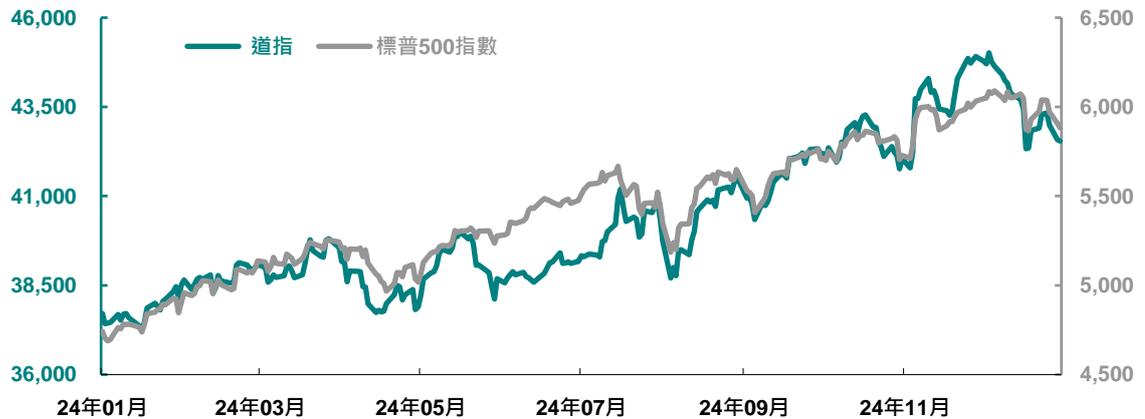
<sup>1</sup> 除另有註明外，本報告所述貨幣為港元。

## 股市表現

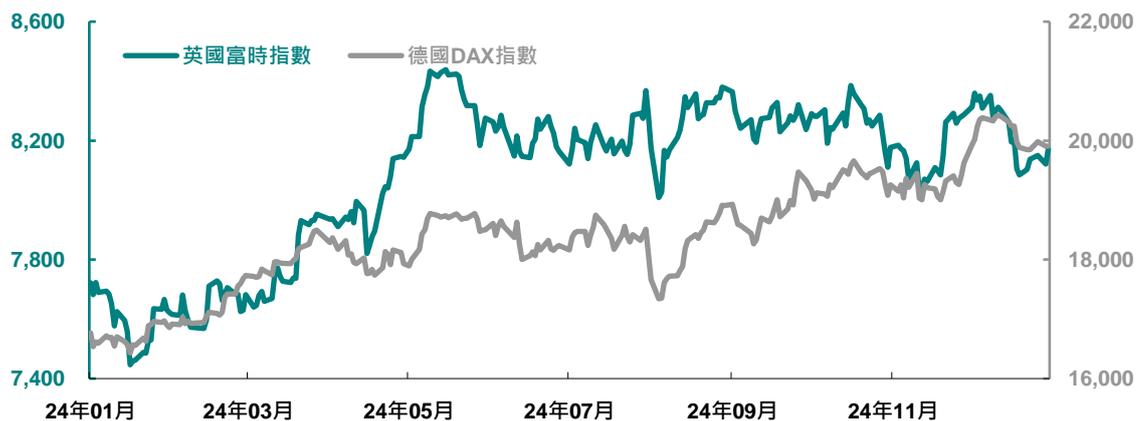
### 海外市場

6. 美國方面，道指、納指和標普 500 指數於 2024 年分別上升 12.9%、28.6%及 23.3%，三大指數更於年內接連創出歷史新高。歐洲方面，英國富時指數和德國 DAX 指數於 2024 年分別上漲 5.7%及 18.8%，後者更創出歷史新高，而法國 CAC 指數則於 2024 年下跌 2.2%。
7. 隨著通脹出現放緩的跡象，主要央行開始實施貨幣寬鬆政策，市場的看漲氣氛濃厚。美國方面，聯儲局於 2024 年 9 月至 12 月期間減息三次（合共 100 個基點）。歐洲方面，歐洲中央銀行於 2024 年 6 月至 12 月期間四度減息（合共 100 個基點）。兩家央行均表明會在 2025 年進一步減息。然而，一些市場參與者認為美國新一屆政府的政策可能會影響通脹率和利率下調的未來走向。
8. 人工智能行業前景看俏，帶動對利率敏感的美國科技股跑贏大市。經濟數據亦維持穩健。2024 年第三季，美國國內生產總值錄得 3.1%的穩固增長，而歐元區的國內生產總值增長則為 0.4%，超過市場預期。
9. 2024 年下半年，隨著 7 月的英國大選，以及 11 月美國總統選舉塵埃落定，政治不確定因素有所緩和。市場憧憬美國新一屆政府將會推出多項有利營商的政策，當中包括放寬對金融業的管制、減稅和增加開支，令投資者對經濟前景的樂觀情緒升溫。
10. 然而，美國與其貿易夥伴之間的關係存在著更大的不確定性。投資者情緒亦受中東、烏克蘭和朝鮮半島持續的地緣政治衝突所影響。美國和歐洲主要股票市場指數接連創出歷史新高，令市場對其估值偏高感到憂慮。

### 2024 年道指及標普 500 指數的表現



### 2024 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		
			2024 年	2023 年	2022 年
<b>香港及內地</b>					
香港	-恒指	20,060.0	+17.7%	-13.8%	-15.5%
	-恒生國企指數	7,289.9	+26.4%	-14.0%	-18.6%
	-恒生科技指數	4,468.1	+18.7%	-8.8%	-27.2%
內地	-上證綜合指數	3,351.8	+12.7%	-3.7%	-15.1%
	-深證綜合指數	1,957.4	+6.5%	-7.0%	-21.9%
<b>美國</b>					
美國	-道指	42,544.2	+12.9%	+13.7%	-8.8%
	-納指	19,310.8	+28.6%	+43.4%	-33.1%
	-標普 500 指數	5,881.6	+23.3%	+24.2%	-19.4%
<b>歐洲</b>					
英國	-富時指數	8,173.0	+5.7%	+3.8%	+0.9%
德國	-DAX 指數	19,909.1	+18.8%	+20.3%	-12.3%
法國	-CAC 指數	7,380.7	-2.2%	+16.5%	-9.5%

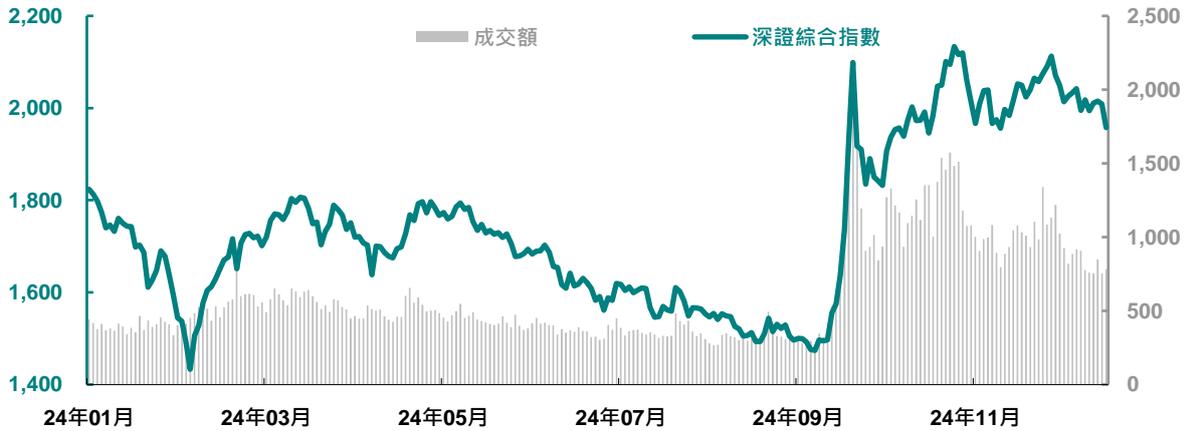
## 中國內地

11. 2024年，上證綜合指數及深證綜合指數分別上升 12.7%及 6.5%。內地股市的平均每日成交額為人民幣 10,513 億元，較 2023 年的人民幣 8,744 億元高 20.2%。有關升勢主要由內地當局於 9 月 24 日公布多項支持措施所帶動，自該日起，兩大指數分別上升 21.9%及 30.8%，平均每日成交額亦增加 132.3%。
12. 市場對政策的憧憬帶動了看漲氣氛。例如，於 4 月，國務院發布《關於加強監管防範風險推動資本市場高質量發展的若干意見》（國九條），有望加快國內資本市場改革步伐。內地當局於 9 月 24 日聯合公布一系列刺激增長的新政策，以提振消費、穩定房地產行業和支持股市。這些措施包括將存款準備金率下調 50 個基點，及將房貸利率水平下調約 50 個基點。
13. 然而，投資者對經濟前景、房地產行業狀況和通縮風險仍然抱持審慎態度。內地國內生產總值於第二及第三季分別增長 4.7%及 4.6%，而 2024 年的官方增長目標為 5%。國際貨幣基金組織將 2024 年內地國內生產總值增長的預測由 5%下調至 4.8%。
14. 美國新一屆政府上台，令市場對中美貿易關係愈見擔憂，當中美國對內地進口產品加徵關稅。2024 年，人民幣兌美元貶值 2.7%，其中大部分跌幅出現在美國總統大選後。

2024 年上證綜合指數表現及市場成交額（以人民幣十億元計）



## 2024 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. 2024 年，恒指、恒生國企指數及恒生科技指數分別上升 17.7%、26.4%及 18.7%，表現優於大部份主要海外市場。內地當局推出的支持政策提高了國際投資者對內地相關股票的信心，樂觀情緒帶動市場氣氛好轉。恒指於 1 月跌至 15 個月低位，其後中國證監會於 4 月公布五項資本市場對港合作措施後，恒指反彈。自 9 月下旬內地當局宣布一系列新的刺激政策後，恒指累積升幅，並於 10 月升至兩年來的高位。
16. 與此同時，市場憧憬主要央行減息，帶動對利率敏感的科技股造好。內地政府有望推出支持房地產業的措施，亦令大市表現得到支持。
17. 然而，人民幣於 2024 年兌美元貶值 2.7%，其弱勢加深了市場對內地股票盈利（以港元計價後）的憂慮。此外，內地與西方的貿易關係，以及中東、烏克蘭和朝鮮半島的地緣政治衝突均充滿不確定因素，同樣令市場受壓。

## 2024 年恒指表現及市場成交額（以十億元計）



### 專題 1：香港市場在波動加劇時交投活躍，但仍保持穩健

2024 年，香港市場表現和成交均創多項紀錄。儘管香港市場表現波動及交投活躍，市場仍然保持有序，買賣和交收順暢，市場各部分仍運作正常。

#### 市場表現

- 恒指於 2024 年 9 月 24 日至 10 月 7 日期間上升 4,852 點，是有紀錄以來的最大 9 日升幅。指數從 9 月中的低位攀升 5,991 點，創下有紀錄以來的最大上升幅度。
- 然而，恒指在飆升後於 10 月 8 日回落 2,172 點，是有紀錄以來最大的單日點數跌幅。

#### 股市成交和賣空活動

- 股市方面，主板單日成交額於 10 月 8 日創出 6,204 億元的歷史新高。
- 股票市場交易互聯互通機制方面，南向及北向交易均於 10 月 8 日創出歷史新高，分別為 2,803 億元及人民幣 5,101 億元。
- 10 月 8 日，賣空活動的成交額創出 758 億元的歷史新高。然而，鑑於市場交投活躍，賣空比率維持在市場總成交額 12.2% 的較低水平。

#### 衍生工具市場的成交額和未平倉合約

- 衍生工具市場方面，恒生國企指數期貨期權、股票期貨及股票期權的成交量均升至歷史新高，分別約為 13.7 萬張（10 月 9 日）、4.8 萬張（10 月 8 日）及 243 萬張（9 月 27 日）。
- 恒生國企指數期貨期權、股票期貨及股票期權的未平倉合約數量亦見破頂，分別約為 123 萬張（11 月 14 日）、7.2 萬張（10 月 7 日）及 1,800 萬張（11 月 27 日）。

## 專題 2：投資者情緒改善，香港市場不同證券類型的成交額增加

2024 年，香港股市的成交額有所增加，平均每日成交額增至 1,318 億元，較 2023 年的 1,050 億元高出 25.5%。以美元計算，香港市場成交增幅明顯高於其他主要市場。成交廣泛上升，大型股、中型股、小型股和交易所買賣產品等不同類型證券的交易均出現強勁增長。尤其是，內地政府於 9 月公布刺激措施後，10 月份的平均每日成交額增至 2,550 億元，是有紀錄以來的最高月度平均每日成交額。

- 市場成交額較高，部分歸因於市場反彈及投資者情緒好轉帶來的價格效應。
- 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按年上升 54.9%。南向交易佔香港市場成交額的百分比由 2023 年的 14.8% 上升至 18.3%。

香港股市的平均每日成交額（以十億元計）



- 大部分證券類型的成交額按年均有所增加。
  - 恒生綜合大型股指數股票的成交額增加 27%，並因其市場佔有率較高而對增幅貢獻最大（54%）。
  - 恒生綜合中型股指數及恒生綜合小型股指數股票的成交額分別增加 41% 及 43%。
  - 交易所買賣產品的成交額增加 35%。

香港股市平均每日成交額（按證券類型劃分）（以十億元計，單邊）

證券類型	2024 年	2023 年	百分率變幅
恒生綜合大型股指數成份股	71.8	56.5	+27.1%
恒生綜合中型股指數成份股	19.4	13.8	+40.6%
恒生綜合小型股指數成份股	6.3	4.4	+43.2%
交易所買賣產品	18.9	14.0	+35.0%
其他（例如其他股票、衍生權證／牛熊證、房地產投資信託基金）	15.4	16.3	-5.5%
<b>市場總額</b>	<b>131.8</b>	<b>105.0</b>	<b>+25.5%</b>

- 成交額自 9 月以來增加了 71%，各證券類型均見急升。

香港股市平均每日成交額（按證券類型劃分）（以十億元計，單邊）

證券類型	2024年9月至 12月	2024年1月 至8月	百分率變幅
恒生綜合大型股指數成份股	96.0	59.9	+60.3%
恒生綜合中型股指數成份股	28.1	15.1	+86.1%
恒生綜合小型股指數成份股	10.4	4.2	+147.6%
交易所買賣產品	28.6	14.1	+102.8%
其他（例如其他股票、衍生權證/ 牛熊證、房地產投資信託基金）	19.6	13.5	+45.2%
<b>市場總額</b>	<b>182.7</b>	<b>106.8</b>	<b>+71.1%</b>

年內，香港股市的成交額增幅高於其他主要市場。以美元計算，內地、英國、日本、新加坡、德國及澳洲的平均每日市場成交額錄得介乎 3%至 20%的增幅。

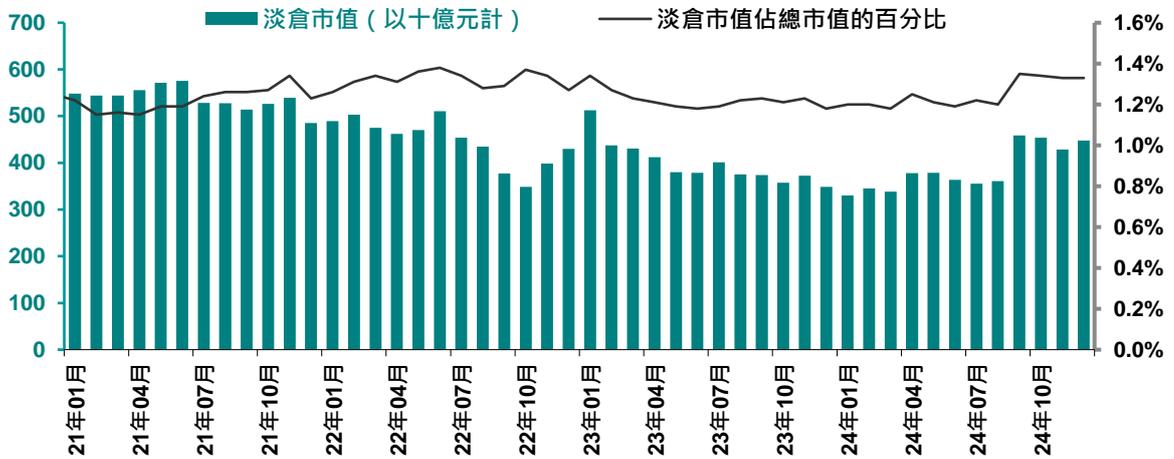
### 首次公開招股

18. 2024年香港一級市場更趨活躍，共有 70 隻新股上市。首次公開招股集資總額達 880 億元，較 2023 年的 463 億元（68 隻新股上市）高出 89.9%。其中，9 月以來有 27 隻新股上市，佔總集資額的 78%，反映市場氣氛改善。

### 賣空活動

19. 2024 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 206 億元，佔市場總成交額的 15.6%（2023 年為 178 億元，佔比為 17.0%）。
- 當中，有 52 億元或 25.1%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）。交易所買賣產品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，因此應區分交易所買賣產品和股票的賣空。
  - 若撇除交易所買賣產品，平均每日賣空交易額為 154 億元，佔市場成交額的 13.6%。
20. 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。根據呈交予證監會的數據顯示，截至 2024 年底，合計淡倉增加至 4,475 億元（2023 年底為 3,485 億元）。淡倉佔市值的百分比為 1.33%，而 2023 年底則為 1.18%。

## 香港股市的淡倉



## 市場前景及風險

21. 展望未來，香港市場可能繼續受到外部宏觀因素影響。美國新一屆政府的政策將影響美國與其他國家的貿易關係、美元匯率、美國債務水平和全球通脹壓力，環球市場表現因而很可能會受到影響。與此同時，主要央行實施貨幣寬鬆政策的步伐、時間及幅度將影響市場情緒。隨著歐美主要市場接連創下歷史新高，投資者可能會繼續憂慮估值偏高。中國內地方面，刺激增長政策幅度和經濟增長力度可能會影響市場前景。此外，投資者正密切關注國際關係的發展及其潛在影響。

## 股票市場交易互聯互通機制

22. 股票市場交易互聯互通機制佔成交額比重繼續增加。在 2024 年期間：

- 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 1,501 億元，佔內地市場成交額的 7.1%（2023 年為人民幣 1,083 億元，佔市場成交額的 6.2%）；及
- 南向交易的平均每日成交額（包括買入及賣出交易）為 482 億元，佔香港市場成交額的 18.3%（2023 年為 311 億元，佔市場成交額的 14.8%）。

23. ETF 通方面：

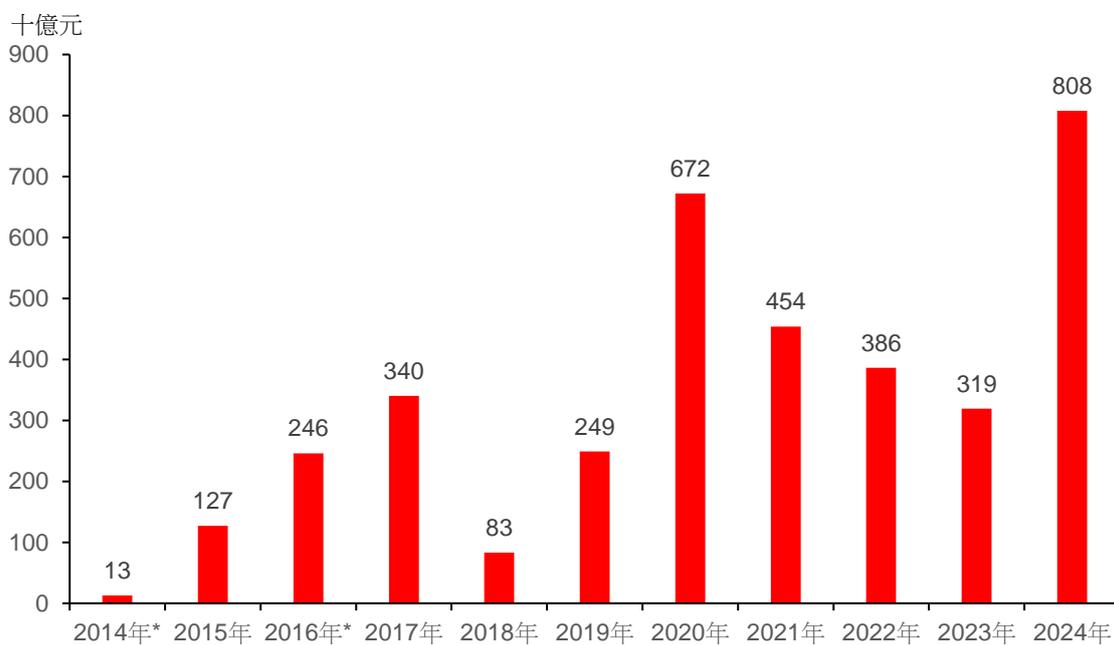
- 2024 年，北向交易的平均每日成交額為人民幣 19.9 億元，而南向交易的平均每日成交額為 24.0 億元（2023 年分別為人民幣 5.0 億元及 26.9 億元）。
- 2024 年，南向交易的淨買入額為 67 億元（2023 年為 79 億元）。

### 專題 3：互聯互通機制下資金繼續流入，為香港市場帶來支持

2024 年，股票市場交易互聯互通機制踏入十周年。過去十年間，南向交易每年均錄得淨資金流入。

- 2024 年，南向交易的淨買入額達 8,079 億元，較 2023 年的淨買入額升逾一倍，創下年度歷史新高。
- 截至 2024 年底，南向交易的累計淨買入額接近 3.7 萬億元。
- 南向交易於 2024 年的淨買入額，佔南向交易的累計淨買入額（自互聯互通機制推出至 2024 年底）21.8%。

#### 自推出股票市場交易互聯互通機制以來的年度南向交易淨買入額



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

備註：數據包括自 2022 年 7 月 4 日推出的 ETF 通。

- 股票類型方面，大型股較受港股通投資者歡迎。首 20 隻股份佔南向交易的淨買入總額近 55%。這 20 隻股份當中，有 19 隻為恒生綜合大型股指數成分股，有 16 隻為恒指成分股。大部分是南向投資者熟悉的內地股票。
- 行業方面，有強勁資金流入恒指重磅股及行業龍頭，主要包括金融、新經濟和能源股。

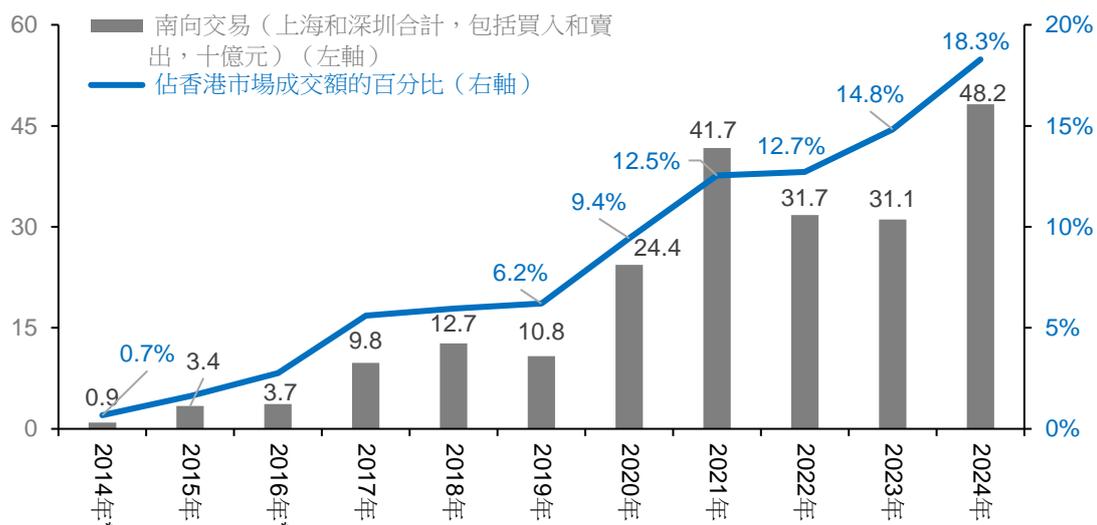
南向交易資金流入強勁可歸因於：

- **估值吸引**——恒指及恒生國企指數的市盈率分別為 10 倍及 9 倍，低於其他主要股票市場（上證綜合指數：16 倍；深證綜合指數：38 倍；日經指數：20 倍及標普 500 指數：26 倍）。A 股相對 H 股出現高股份溢價，反映 H 股估值較低，使南向交易錄得強勁的淨買入額。
- **新經濟股的獨特性**——南向資金流入了廣泛涉足內地市場但未於內地上市的龍頭新經濟股。總體而言，南向交易淨買入額最高的新經濟股合計錄得 2,511 億元（佔 2024 年南向淨買入總額超過 30%）。

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

此外，南向交易於香港市場的成交額中的佔比日益增加。2024 年，南向交易的佔比增加至 18.3%，創下 2014 年（即股票市場交易互聯互通機制推出首年）以來的歷史新高，當年的佔比僅為 0.7%。

南向交易額及佔香港股市成交量的百分比



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

備註：數據包括 2022 年 7 月 4 日推出的 ETF 通。

## 交易所買賣衍生工具

24. 2024 年，交易所買賣衍生工具的平均每日成交量按年增加了 15.3%。

- 期貨產品的成交量於 2024 年上升 14.9%。
  - 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 20.2% 及 27.1%。而恒指期貨及恒生國企指數期貨的成交量則分別上升 1.7% 及 0.9%。
  - 恒生科技指數期貨的成交量較 2023 年增加 8.8%，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 16.5%。股票期權的交投仍然最為活躍，佔期權產品總成交量的 83.4%。股票期權的成交量較 2023 年增加 19.1%，而恒生科技指數期權的成交量則增加 33.3%。

25. 截至 2024 年底，交易所買賣衍生工具的未平倉合約較 2023 年底增加了 7.9%。期貨產品未平倉合約的下跌被期權產品未平倉合約的增加所抵銷。

## 場外股票衍生工具

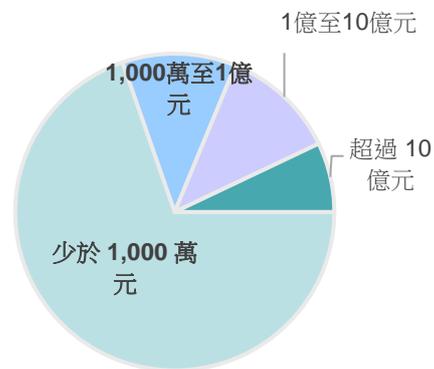
26. 截至 2024 年底，追蹤香港股票及指數的場外股票衍生工具的名義總值約為 1.3 萬億元，約佔股市市值的 4%，與 2023 年底的水平相若，並沒有發現影響市場穩定的重大風險。

- 場外股票衍生工具產品結構保持相對穩定。Delta one<sup>2</sup> 產品為最多（約佔名義總值的 60%），其次是普通期權（約佔 20-25%）和其他複雜產品（約佔 15-20%）。
- 場外交易市場投資者多元化。就投資者類別而言，場外持倉分散於逾 1,700 名對手方。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，約 70% 對手方持倉的低於 1 億元。
- 在追蹤的證券層面上，沒有集中持倉。場外持倉分散於逾 2,500 隻證券。超過 80% 的香港上市證券所錄得的場外未平倉持倉低於 1 億元。

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



<sup>2</sup> 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。