



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

研究論文 72：2022 年環球及香港證券市場回顧（內附關於市場成交額及淡倉的專欄）

2023 年 2 月 10 日

摘要

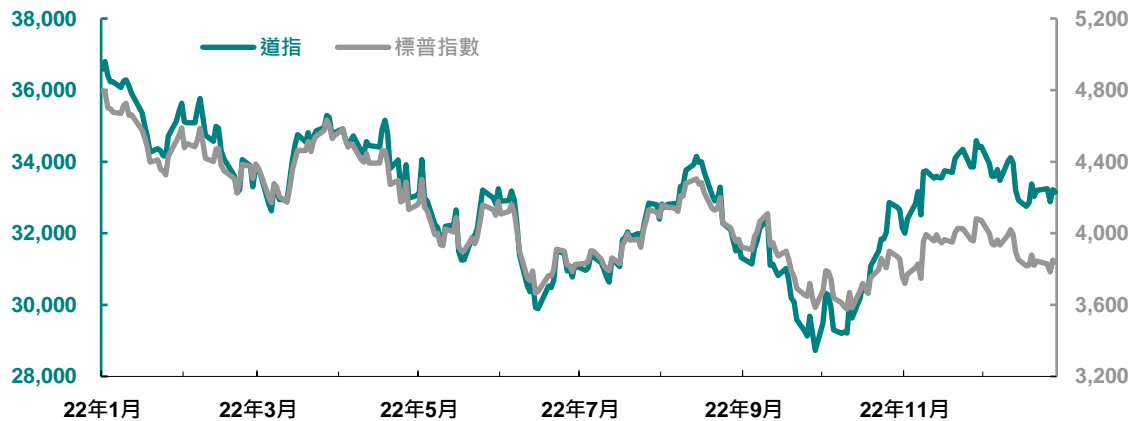
1. 2022年，在全球通脹壓力持續下，主要央行採取貨幣緊縮政策的步伐和程度均存在不明朗因素，導致大部分主要市場下滑。自2022年初以來，美元轉強令亞洲貨幣受壓，亦影響資金流入區內股市。就全球而言，對經濟衰退風險的憂慮影響了企業盈利前景及股市表現。烏克蘭地緣政治衝突持續，以及歐洲能源供應問題，亦加劇了市場波動。2022年底，投資者憧憬加息步伐放緩，推動主要市場收復部分失地。
2. 美國方面，2022年道瓊斯指數（道指）、納斯達克指數（納指）及標普指數的跌幅分別為8.8%、33.1%及19.4%。歐洲方面，英國富時指數上升0.9%，而德國DAX指數及法國CAC指數下跌12.3%及9.5%。2022年底，一些主要央行表示可能計劃放緩加息步伐，令大部分主要海外市場跌幅收窄。內地方面，在疫情及經濟前景不明朗的情況下，2022年上證綜合指數及深證綜合指數下跌15.1%及21.9%。
3. 全球市場出現調整，香港股市亦下跌，恒生指數（恒指）、恒生中國企業指數（恒生國企指數）及恒生科技指數的跌幅分別為15.5%、18.6%及27.2%。恒指及恒生國企指數觸及13及17年來的低位，而恒生科技指數則一度跌至其推出以來的最低位。市場下滑似乎主要是受外部宏觀因素所導致，部分歸因於市場憂慮美國加息，全球經濟增長放緩及烏克蘭地緣政治風險揮之不去。對利率敏感的科技股錄得最大跌幅。2022年底，投資者對美國加息步伐放緩的憧憬及提振內地經濟的政策措施，令股市跌幅略為收窄。對內地房地產發展商財務狀況的憂慮減退，加上防疫相關限制放寬，亦提振投資者情緒。年內，香港股市表現似乎與主要海外市場基本一致。而且，從國際投資者的角度來看，大部分主要歐洲和區內市場以美元計算的跌幅更為顯著。
4. 2022年的香港市場成交額有所下跌，但跌幅與海外市場的趨勢基本一致（詳見專欄1）。股票市場交易互聯互通機制繼續佔成交額的重要比重。由於2022年底市場情緒有所改善，北向交易於11至12月錄得淨買入，令北向交易全年共錄得人民幣900億元的淨買入總額。南向交易連續13個月錄得淨買入，於2022年累計淨買入額達人民幣3,394億元。雖然市場波動性時有增加，但香港市場仍然維持穩健。交易一直有序進行，而市場的各部分均如常運作。2022年，合計淡倉佔市值的比率維持相對穩定。沒有跡象顯示個別股票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（有關淡倉概況的資料，見專欄2）。
5. 雖然股票市場整體交投下跌，但2022年交易所買賣衍生產品的交投有所增加。其中，於2021年10月推出的MSCI中國A50互聯互通指數期貨交投亦相當活躍，這項產品為投資者提供有效的對沖工具，以便他們管理投資A股市場的風險。

股市表現

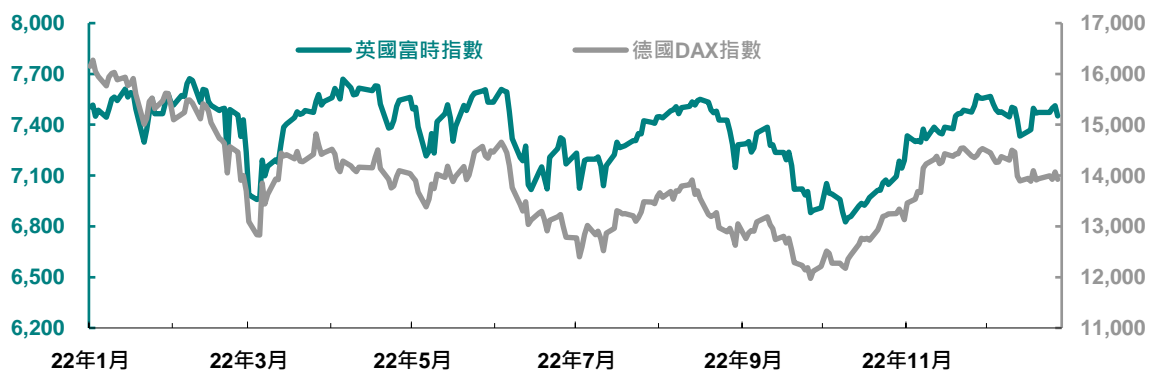
海外市場

6. 美國方面，2022 年道指、納指及標普指數的跌幅分別為 8.8%、33.1%及 19.4%。歐洲方面，英國富時指數上升 0.9%，而德國 DAX 指數及法國 CAC 指數下跌 12.3%及 9.5%。美國三大指數均錄得自 2008 年全球金融危機以來最大的年度百分比跌幅。
7. 全球股市出現波動。自 2022 年初以來，通脹壓力持續促使各央行同步加息，導致主要海外市場下挫。加息的步伐及持續的時間較先前預期的更為進取，令人憂慮全球經濟及金融市場上廣泛的資產類別會受到影響。
 - 美國方面，聯儲局於年內曾七度調高利率，合共 425 個基點，並於 6 月開始縮減資產負債表。美國十年期國債收益率曾一度超越 4.2%，是自 2008 年以來的高位。
 - 歐洲方面，歐洲中央銀行曾四次加息，合共 250 個基點，並於 7 月結束其資產購買計劃。
8. 市場對環球經濟放緩的憂慮加劇。國際貨幣基金組織及世界銀行均發出警告，表示隨著各央行加息，全球將面對經濟衰退的風險。一些大型公司公布的盈利結果未如理想，並發出盈利警告，加大了股市跌幅。
9. 烏克蘭的地緣政治緊張局勢持續，加上歐洲能源短缺，已對全球經濟造成了廣泛影響。疫情的不明朗因素，導致全球需求及供應鏈受到長期影響。
10. 儘管如此，隨著物價壓力及加息憂慮得到緩解，大部分主要海外市場在 2022 年底出現反彈。美國及歐元區通脹逐漸緩和，令人憧憬貨幣緊縮的步伐可能減慢。一些主要央行暗示未來加息步伐可能放緩。
11. 隨著美國國內生產總值的增長在第三季升至 3.2%，扭轉了前兩季收縮 1.6%及 0.6%的局面，全球經濟前景在 2022 年底有所改善。歐洲方面，投資者對解決能源價格高企的措施持樂觀態度。

2022 年道指及標普指數的表現



2022 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		
			2022 年	2021 年	2020 年
香港及內地					
香港	-恒指	19,781.4	-15.5%	-14.1%	-3.4%
	-恒生國企指數	6,704.9	-18.6%	-23.3%	-3.8%
	-恒生科技指數	4,128.8	-27.2%	-32.7%	+78.7%
內地	-上證綜合指數	3,089.3	-15.1%	+4.8%	+13.9%
	-深證綜合指數	1,975.6	-21.9%	+8.6%	+35.2%
美國					
美國	-道指	33,147.3	-8.8%	+18.7%	+7.2%
	-納指	10,466.5	-33.1%	+21.4%	+43.6%
	-標普指數	3,839.5	-19.4%	+26.9%	+16.3%
歐洲					
英國	-富時 100 指數	7,451.7	+0.9%	+14.3%	-14.3%
德國	-DAX 指數	13,923.6	-12.3%	+15.8%	+3.5%
法國	-CAC 指數	6,473.8	-9.5%	+28.9%	-7.1%

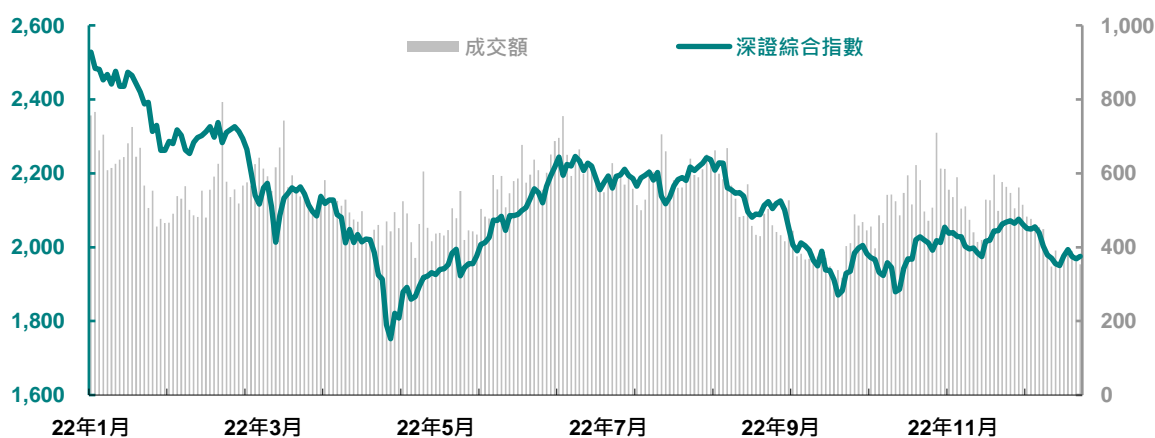
內地

12. 2022年，上證綜合指數下跌15.1%，而深證綜合指數則下跌21.9%。內地股市的平均每日成交額為人民幣9,251億元，較2021年的人民幣10,583億元的平均水平低12.6%。
13. 疫情的不明朗因素及供應鏈中斷加劇了市場對內地經濟復甦造成影響的憂慮。國內生產總值增長由2021年的8.4%減慢至2022年首季及第二季的4.8%及0.4%，其後於第三季反彈至3.9%。
14. 此外，人民幣轉弱（在2022年貶值7.9%），令人憂慮其對內地企業以港元計算盈利造成的影響。
15. 年內，支持性的經濟政策幫助股市收窄部分跌幅。減稅及基建投資等措施均為經濟增長帶來動力。存款準備金比率在2022年曾被兩度調低，合共下調了50個基點。

2022年上證綜合指數表現及市場成交額（以人民幣十億元計）



2022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

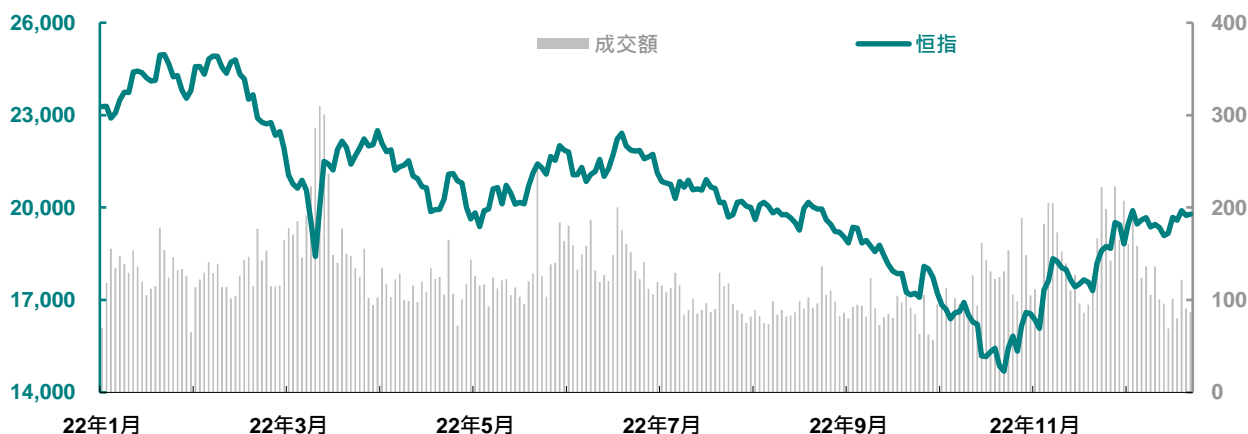
市場表現

16. 2022年，香港股市下跌，並大幅波動。例如，恒指繼3月14至15日累計下跌2,138點後，在之後兩日共上漲3,086點。此外，在10月，恒指及恒生國企指數觸及13及17年來的低位，按百分率計算錄得自2008年10月及2011年9月以來的最大單月跌幅。恒生科技指數一度跌至歷史低位，並創下自推出以來的最大單月跌幅。
17. 雖然市場波動性時有增加，但香港市場仍然維持穩健。交易一直有序進行，而市場的各部分均如常運作。各類券商和投資者的交易維持相對穩定。似乎沒有出現任何可能影響金融穩定的異常情況。
18. 年內，恒指、恒生國企指數及恒生科技指數的跌幅分別為15.5%、18.6%及27.2%。香港股市表現似乎與主要海外市場基本一致。而且，從國際投資者的角度來看，由於大部分主要歐洲和區內市場的貨幣兌美元貶值，這些股市以美元計算的跌幅更為顯著。
19. 在2022年的大部分時間，香港市場下滑，很大程度上是由於外部宏觀因素導致全球市場大幅波動。首先，通脹持續高企令市場憂慮美國加息，美元一度升至20年以來的高位，這觸發更多資金流向美元資產，進而影響區內股市表現。人民幣轉弱，令投資者憂慮內地上市公司的股價可能受到影響。
20. 第二，持續的地緣政治緊張局勢令歐洲出現能源供應問題及供應鏈中斷，導致市場對全球經濟增長放緩的憂慮加劇。
21. 第三，受累於對美國加息的憂慮升溫，大型科技股緊隨美國同類股出現調整後領跌。部分內地公司的美國預託證券面臨在美國被除牌的風險，加上科技行業面對的政策發展，亦影響了投資者情緒。
22. 2022年底，香港股市出現強勁反彈。11至12月，恒指及恒生國企指數按百分率計算分別錄得自1999年4月及2007年10月以來最大的兩個月漲幅，而恒生科技指數則創下自其推出以來的最大升幅。
23. 隨著投資者對美國未來加息步伐放緩持樂觀態度，本地市場收復部分失地。消費者物價上漲減慢，緩解了市場對通脹及進一步貨幣緊縮政策的憂慮。對內地房地產發展商財務狀況的憂慮減退，加上內地及香港放寬防疫限制，進一步為市場帶來支持。市場憧憬更多提振經濟的政策支持，亦令投資者情緒有所改善。

市場前景及風險

24. 展望未來，主要央行為紓緩通脹壓力而採取的貨幣緊縮政策的步伐及規模，可能會繼續影響全球市場表現。全球經濟衰退的風險可能亦會加劇市場波動。與此同時，美元走勢可能會影響資本流入新興市場及亞洲股市表現。烏克蘭持續的地緣政治緊張局勢，可能亦會影響市場情緒。此外，內地支持經濟增長的政策及中美關係的發展，或會影響市場前景。

2022 年恒指表現及市場成交額（以十億元計¹）

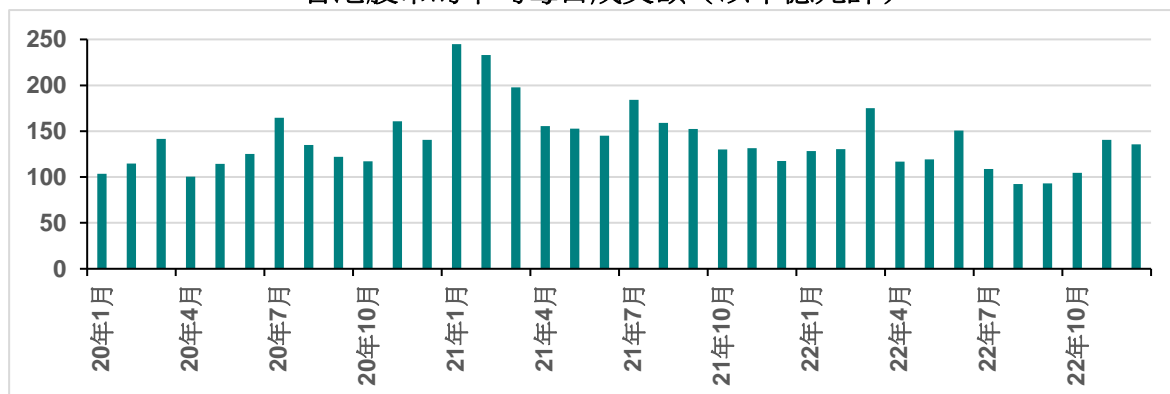


專欄 1: 市場成交額下跌

2022 年香港股市的成交額有所下跌，平均每日成交額跌至 1,249 億元，較 2021 年的 1,667 億元低 25%。特別是，8 月的平均每日成交額為 924 億元，創下 2019 年 12 月以來的最低水平。

- 市場成交額走低，部分歸因於市場調整後的價格效應。
- 而且，2022 年的平均每日市場成交額僅較 2020 年的 1,295 億元低 4%。
- 股市成交額似乎廣泛下跌。恒生科技指數成分股的平均每日成交額減少 28%，部分歸因於投資者憂慮美國預託證券面臨在美國被除牌的風險及加息步伐不明朗。
- 南向交易的平均每日成交額亦下跌 24%。儘管如此，以佔香港市場成交額的百分比計算，南向交易所佔的份額由 12.5% 微升至 12.7%。

香港股市的平均每日成交額（以十億元計）



而且，香港股市成交額的跌幅與海外市場的趨勢基本一致。以美元計算，內地、英國、日本、新加坡及台灣的平均每日市場成交額下跌了 4% 至 43%。

鑑於經濟前景不明朗，投資者可能已將投資從較高風險的資產重新分配至避險資產，導致股市活動有所減少。

¹ 除另有註明外，本報告所述貨幣為港元。

香港證券市場的活動

股票市場交易互聯互通機制

25. 2022 年，股票市場交易互聯互通機制繼續佔成交額的重要比重：
- 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 1,004 億元，佔內地市場成交額的 5.4%（2021 年則為人民幣 1,201 億元，佔市場成交額的 5.7%）；及
 - 南向交易的平均每日成交額（包括買入及賣出交易）為 317 億元，佔香港市場成交額的 12.7%（2021 年則為 417 億元，佔市場成交額的 12.5%）。
26. 北向及南向交易在 2022 年均錄得淨買入。
- 2022 年，北向交易的淨買入額為人民幣 900 億元（2021 年則為人民幣 4,322 億元）。北向交易在 2022 年 10 月錄得淨賣出，金額為人民幣 573 億元，亦是股票市場交易互聯互通機制推出以來的第二大單月淨賣出。由於 2022 年底市場情緒有所改善，北向交易於 11 至 12 月錄得人民幣 951 億元的淨買入額。
 - 2022 年，南向交易的淨買入額為人民幣 3,394 億元（2021 年則為人民幣 3,823 億元）。南向交易連續 13 個月錄得淨買入。
27. 交易所買賣基金互聯互通（ETF 通）於 2022 年 7 月 4 日推出。
- 北向交易方面，涵蓋了 83 隻追蹤主要指數的 ETF，例如上證 50 指數、上證 180 指數、滬深 300 指數和創業板指數等。
 - 南向交易方面，涵蓋了 5 隻 ETF，包括盈富基金、恒生中國企業 ETF、南方恒生科技 ETF、安碩恒生科技 ETF 及南方恒指 ETF。
 - 2022 年，北向平均每日成交額為人民幣 0.667 億元，而南向平均每日成交額為 9.081 億元。
 - 期內，北向交易淨買入額為人民幣 15 億元，而南向交易淨買入額為 47 億元。

賣空活動

28. 2022 年，香港的賣空成交額有所下跌，但佔市場總成交額的百分比則上升，部分歸因於交投活動下跌。2022 年，平均每日賣空成交額達 217 億元，佔市場總成交額的 17.4%（2021 年則為 224 億元或 13.5%）。

交易所買賣衍生產品

29. 2022 年，交易所買賣衍生產品的平均每日成交量較 2021 年增加 12.2%。
- 期貨產品的成交量上升 38.3%。
 - 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 25.8% 及 31%。恒指期貨及恒生國企指數期貨的成交量分別上升 10% 及 43.4%。
 - 恒生科技指數期貨的成交量較 2021 年高出約四倍，部分原因是對沖需求因科技股波動而增加所致。

- MSCI 中國 A50 互聯互通指數期貨交投亦相當活躍，這項產品為投資者提供有效的對沖工具，以便他們管理投資 A 股市場的風險；其平均每日成交量與 2021 年相比高出 46.1%²。
- 期權產品的成交量下跌 3%。股票期權仍然交投最活躍，佔期權產品總成交量的 82.6%。股票期權的成交量較 2021 年下跌 7.8%。

專欄 2: 香港股市的淡倉概況

2022 年，賣空比率一度升至高水平（例如 10 月 10 日曾創下 24.5% 的歷史高位），但按價值計算合計淡倉有所下跌，而佔市值的比率則僅略為增加。

- 截至 2022 年底，在淡倉申報制度下所申報的淡倉總值為 4,298 億元（佔總市值的 1.27%），而截至 2021 年底則為 4,850 億元（或 1.23%）。

沒有跡象顯示個別證券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。

淡倉層面

- 淡倉分散於眾多證券（648 隻）。
- 持倉量最大的前 20 隻證券主要是大型股，但亦僅佔市場淡倉總額的 37%。
- 在證券層面上，大部分淡倉（64%）相對較小（低於 3 億元）。
- 大部分淡倉（74%）佔證券市值的比例偏低（少於 2%）。

截至 2022 年底的個別證券淡倉分布（按市值劃分）

淡倉市值	證券數目（佔總數的百分比）
< 3 億	416 (64%)
3 億至 10 億	130 (20%)
10 億至 50 億	85 (13%)
> 50 億	17 (3%)
市場總計	648 (100%)

截至 2022 年底的淡倉分布（按佔證券市值的份額劃分）

淡倉佔證券市值的百分比	證券數目（佔總數的百分比）
< 2.00%	477 (74%)
2.00%至 5.00%	125 (19%)
5.00%至 10.00%	39 (6%)
> 10.00%	7 (1%)
市場總計	648 (100%)

持有人層面

- 大部分持有人（56%）的淡倉相對較小（低於 3 億元）。

² MSCI 中國 A50 互聯互通指數期貨於 2021 年 10 月 18 日推出。

- 該等淡倉分散在眾多淡倉持有人（181名）上，在持有人層面沒有出現顯著集中的情況。最大的持有人通常是投資銀行，它們持有淡倉的主要原因是為了利便客戶業務。此外，該等淡倉大致上分散在眾多證券（就最大型的投資銀行而言，數目大約或超過500隻證券）上。

截至2022年底的個別持有人淡倉分布（按市值劃分）

淡倉市值	持有人數目（佔總數的百分比）
< 3 億	101 (56%)
3 億至 10 億	43 (24%)
10 億至 50 億	21 (12%)
> 50 億	16 (9%)
市場總計	181 (100%)

香港股市的淡倉

