



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

研究論文 70：2021 年環球及香港證券市場回顧（內附關於科技股及 MSCI 中國 A50 互聯互通指數期貨合約的專欄）

2022 年 2 月 4 日

摘要

1. 2021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**18.7%**、**21.4%**及**26.9%**。主要歐洲市場亦造好，英國富時指數、德國DAX指數及法國CAC指數分別上升**14.3%**、**15.8%**及**28.9%**。美國三大指數、德國DAX指數及法國CAC指數均連續創下歷史新高。大規模的財政刺激措施及利好的貨幣政策為經濟復甦提供支持，提振了市場對企業盈利的樂觀情緒。然而，有關通脹升溫及估值偏高的憂慮令市場受壓。
2. 內地方面，上證綜合指數及深證綜合指數分別上漲**4.8%**及**8.6%**。市場期望推出支持經濟增長的措施和寬鬆的貨幣政策，提振了投資者情緒。經濟有復甦跡象，企業盈利向好，帶動了市場升勢。然而，市場關注對不同行業更嚴格的監管審查，加上有關地產發展商流動性狀況的不明朗因素，令升幅受限。
3. 香港方面，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了**14.1%**、**23.3%**及**32.7%**。股市表現遜色，主要是由於大型內地科技股出現調整。鑑於科技股在主要基準指數中佔比重大，其下跌影響了香港股市。美國對內地公司實施更嚴格的披露規定，加上這些公司可能在美國被除牌的風險，令美國上市的內地股票表現疲軟，亦影響了投資者情緒。市場關注內地地產發展商的信貸狀況，而且新的**2019**冠狀病毒病變種病毒擴散，增加了市場的不確定性。此外，投資者憂慮海外市場收緊貨幣政策，令市場受壓。
4. **MSCI 中國 A50 互聯互通指數期貨(MSCI A 股期貨)** 合約於**2021年10月18日**在香港推出。這項新產品為國際投資者提供了有效的對沖工具，讓他們可透過香港管理其於**A**股市場的風險，因而鞏固香港作為內地風險管理中心的角色。該合約自上市至今，交易有序，也錄得穩健增長。

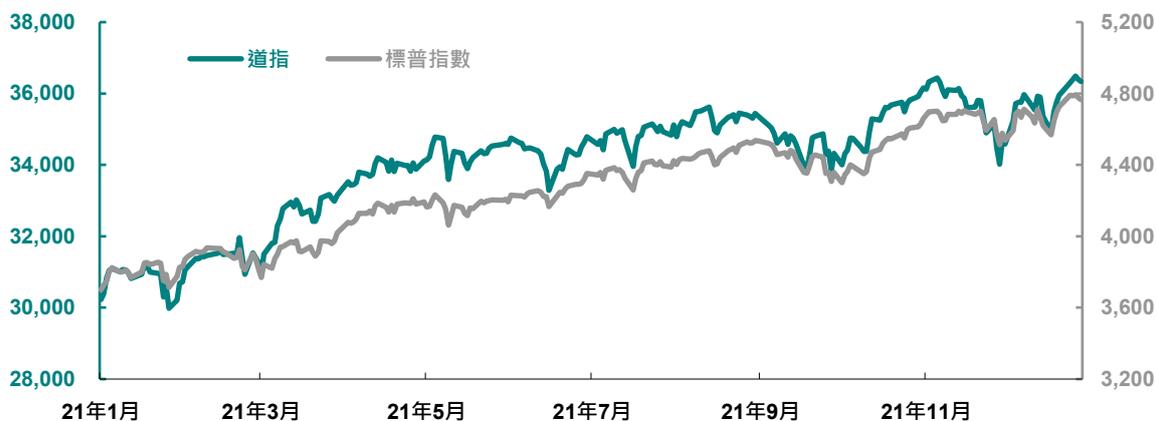
股市表現

5. 雖然財政和貨幣政策的支持將一些主要海外市場在 2021 年推至歷史新高，但由於內地科技及地產股受不明朗因素影響，香港股市持續波動。投資者情緒因疫情威脅及對央行貨幣政策可能有變的憂慮而變得脆弱。此外，市場亦關注到某些海外市場面臨因估值較高而出現調整的風險。

海外市場

6. 主要美股指數上升，道指、納指及標普指數的升幅分別為 18.7%、21.4%及 26.9%。主要歐洲市場亦造好，英國富時指數、德國 DAX 指數及法國 CAC 指數分別上升 14.3%、15.8%及 28.9%。美國三大指數、德國 DAX 指數及法國 CAC 指數均連續創下歷史新高。
7. 重大的刺激措施為經濟復甦和企業盈利提供支持。美國通過了大規模的財政方案，以增加基礎建設開支及減輕 2019 冠狀病毒病對經濟的影響。歐洲議會亦批准疫情大流行復甦基金。主要央行維持寬鬆的貨幣政策，流動資金充裕，進一步帶動了市場升勢。
8. 經濟前景年內有所改善。在美國，雖然國內生產總值增長由 2021 年第一季的 6.4%及第二季的 6.7%，放緩至 2021 年第三季的 2.3%，但消費及就業等其他主要經濟指標維持強勁。歐盟委員會表示經濟正由復甦邁向擴張。雖然出現新的 2019 冠狀病毒病變種病毒，但在疫苗和治療方面取得進展，緩和了市場對經濟復甦受到影響的部分擔憂。
9. 供應鏈中斷和油價上升，令通脹憂慮加劇。美國及歐元區消費者物價的升幅創下多年新高。各央行警告，通脹高企可能並非如過往所預測僅屬暫時性。聯儲局公布其計劃在 2022 年 3 月前終止其資產購買計劃。
10. 市場對估值偏高的憂慮揮之不去，原因是主要美股指數自 2018 年底起上漲了 56%至 136%，而同期主要歐洲股市則上升 10%至 51%。標普指數在 2021 年錄得 70 次破頂紀錄，頻密程度是近年來最高。

2021 年道指及標普指數的表現



2021 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		
			2021 年	2020 年	2019 年
香港及內地					
香港	-恒指	23,397.7	-14.1%	-3.4%	+9.1%
	-恒生國企指數	8,236.4	-23.3%	-3.8%	+10.3%
	-恒生科技指數	5,671.0	-32.7%	+78.7%	+36.2%
內地	-上證綜合指數	3,639.8	+4.8%	+13.9%	+22.3%
	-深證綜合指數	2,530.1	+8.6%	+35.2%	+35.9%
美國					
美國	-道指	36,338.3	+18.7%	+7.2%	+22.3%
	-納指	15,645.0	+21.4%	+43.6%	+35.2%
	-標普指數	4,766.2	+26.9%	+16.3%	+28.9%
歐洲					
英國	-富時 100 指數	7,384.5	+14.3%	-14.3%	+12.1%
德國	-DAX 指數	15,884.9	+15.8%	+3.5%	+25.5%
法國	-CAC 指數	7,153.0	+28.9%	-7.1%	+26.4%

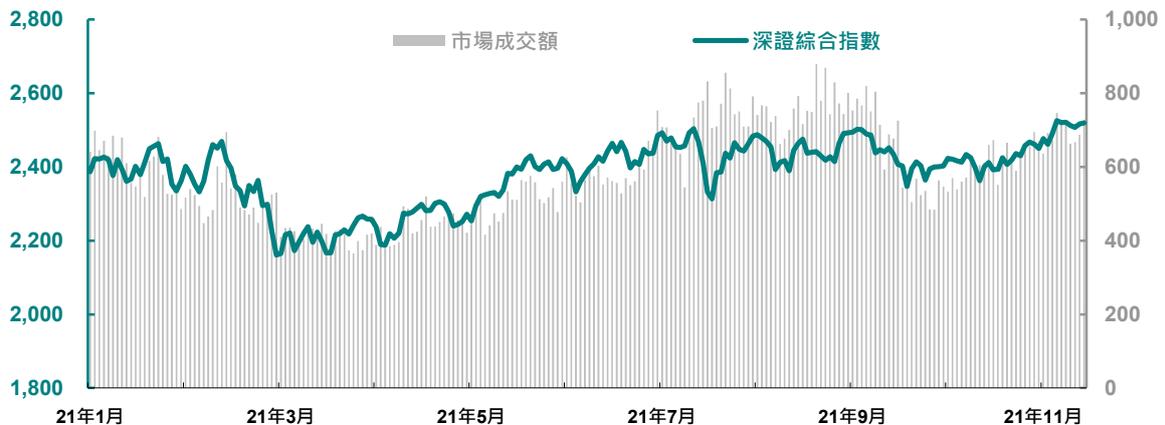
內地

11. 2021年，上證綜合指數及深證綜合指數分別上漲4.8%及8.6%，兩者均創下逾五年以來的最高水平。內地市場平均每日成交額為人民幣10,583億元，較2020年的平均值人民幣8,482億元高出24.8%。
12. 市場對刺激本地消費的經濟政策感到樂觀，因而提振了市場情緒。中國人民銀行兩度降低銀行存款準備金率，合共下調了100個基點，並承諾會維持穩定的貨幣政策。深圳股市表現優於大市，部分是由於市場期望政府對小型企業作出政策支持。
13. 企業盈利在2021年保持穩健。零售和貿易數據表現強勁，提振了投資者情緒。2021年第一季的國內生產總值增長升至18.3%，創下歷史新高，其後放緩至第二季的7.9%及第三季的4.9%。
14. 然而，市場關注科技、教育和相關行業受到更嚴格的監管，加上投資者對地產發展商的流動性狀況持謹慎態度，令升幅受限。限電及節能措施引起市場對生產線受到負面影響的擔憂。供應鏈出現瓶頸，令通脹憂慮加劇。

2021年上證綜合指數及市場成交額（以人民幣十億元計）



2021 年深證綜合指數及市場成交額（以人民幣十億元計）



香港

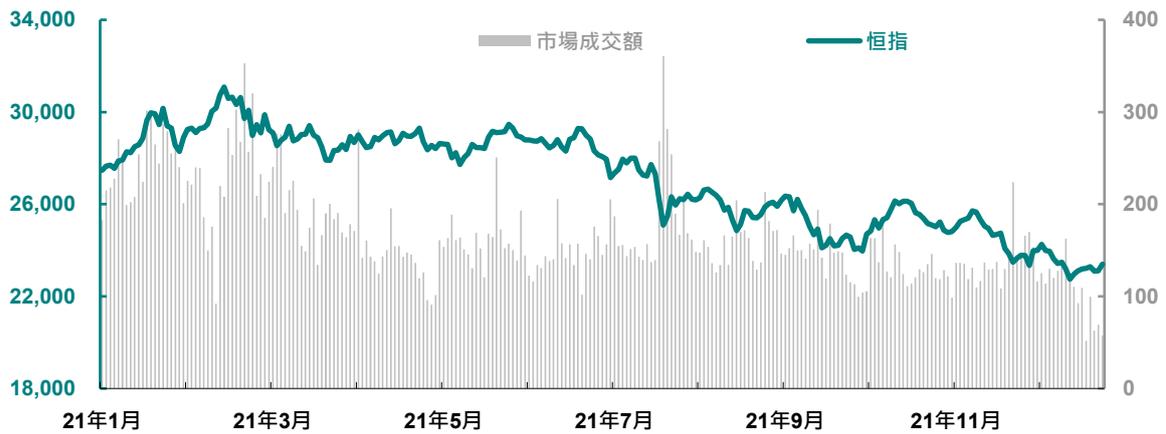
市場表現

15. 香港方面，恒指、恒生國企指數及恒生科技指數分別下跌了 14.1%、23.3%及 32.7%。大市波動，恒指在 2021 年 12 月跌至 21 個月以來的低位。
16. 市場調整主要是由於大型內地科技股因所從事的行業受制於內地收緊監管政策而表現遜色所致。由於這些大型內地科技股在恒指中佔比重大，其股價下跌影響了香港股市。美國實施更嚴格的披露規定及在美國的內地公司可能被除牌的風險，令美國上市的內地股票下跌，亦影響了投資者情緒。
17. 有關內地地產股的不明朗因素亦影響了市場情緒。市場對面臨流動性問題的內地發展商信貸狀況感到關注。到目前為止，對其他行業產生的溢出效應有限。
18. 此外，投資者對主要央行可能縮減各項經濟刺激措施十分敏感。美國聯儲局已開始實施貨幣緊縮措施。投資者對早於預期收緊貨幣政策感到關注。
19. 新的 2019 冠狀病毒變種病毒出現，令疫情大流行的風險徘徊不去。世界多地推出新一輪的封城措施和旅遊限制，加上供應鏈中斷令人關注，引起市場對全球經濟復甦走勢的擔憂。
20. 由於海外市場錄得強勁升幅，估值較高的問題愈來愈受關注，引發了一些獲利套現活動，因而影響本地市場。
21. 2021 年，本地股票市場交投活躍。成交額在 2021 年 7 月 27 日升至 3,612 億元的歷史新高。平均每日成交額攀升至 1,667 億元，較 2020 年的 1,295 億元高出 29%，其部分原因是受股票市場交易互聯互通機制下強勁的南向交易推動所致。
22. 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。2021 年，內地股票佔市場總成交額的 73%（2020 年為 68%），而恒指（內地股除外）所佔份額則大約為 6%（2020 年為 9%）。

市場前景及風險

23. 展望未來，有關疫情的風險將會繼續影響全球經濟前景。鑑於通脹壓力升溫，有關加息時間的不明朗因素增加。海外市場的估值問題備受關注，可能會增添市場的波動性。內地方面，地產發展商的流動性狀況及經濟前景亦可能影響投資者情緒。

2021 年恒指及香港市場成交額（以十億元計¹）



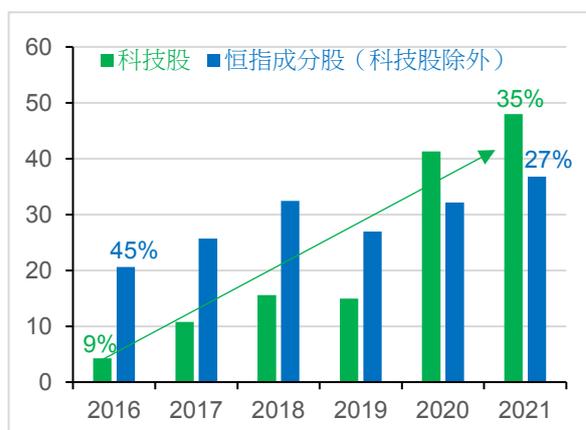
¹ 除另有註明外，本報告所述貨幣為港元。

科技股對香港股市的重要性與日俱增

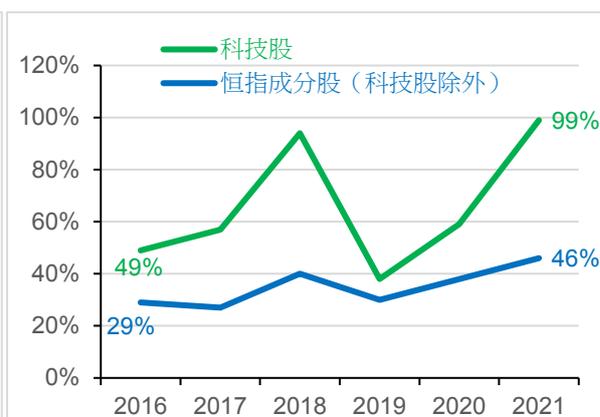
過去數年，香港市場的結構發生了重大變化，科技股²變得愈來愈重要。這些股票（包括擁有不同投票權架構的公司及第二上市股票）上市，大幅提振了交易活動。這些科技股通常都是知名品牌及大型股，故投資者興趣濃厚。在 2021 年，

- 它們佔股票市場成交額的 35%（2016 年為 9%），而恒指成分股（科技股除外）的佔比則下跌至 27%（2016 年為 45%）；及
- 恒生科技指數的成交額比率上升至 99%（2016 年為 49%），遠高於恒指成分股（科技股除外）的 46%（2016 年為 29%）。

科技股交易錄得強勁增長



科技股的成交額比率高企



備註：

左圖：百分率代表於總成交額的佔比。

右圖：成交額比率指全年成交額與年末市值的比例。

美國亦出現科技股大幅增長的情況，該行業的股票交易十分活躍，所錄得的升幅遠超傳統行業股。在 2021 年，五大科技股的平均每日成交額約為：

- 五大傳統行業股（金融及能源界別）平均每日成交總額的四倍；及
- 2016 年平均每日成交額的十倍，而五大傳統行業股的升幅則為 46%。

一般來說，科技股相對較為波動，其歷史市盈率亦處於高水平（截至 2021 年底，恒生科技指數：14.9 倍；恒指：9.3 倍），可能會對大市構成影響。

香港證券市場的活動

股票市場交易互聯互通機制

24. 2021 年，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 1,201 億元，佔內地市場成交額的 5.7%（2020 年則為人民幣 913 億元及佔市場成交額的 5.4%）；及
- 南向交易的平均每日成交額（包括買賣交易的成交額）為 417 億元，佔香港市場成交額的 12.5%（2020 年則為 244 億元及佔市場成交額的 9.4%）。

² 在這個分析中，科技股指恒生科技指數的成分股。

25. 2021 年，淨買入額如下：

- 北向交易為人民幣 4,322 億元（2020 年則為人民幣 2,089 億元）；及
- 南向交易為人民幣 3,823 億元（2020 年則為人民幣 6,032 億元）。

賣空活動

26. 2021 年，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微跌。平均每日賣空成交額在 2021 年達到 224 億元，佔市場總成交額的 13.5%（2020 年為 176 億元及 13.6%）。
27. 須申報淡倉的市值及其佔市場市值的百分比均有所下跌。根據證監會獲呈交的數據，截至 2021 年底，合計淡倉達 4,850 億元（截至 2020 年底則為 5,244 億元）。淡倉佔市場市值的百分比為 1.23%（截至 2020 年底則佔 1.25%）。

交易所買賣衍生產品

28. 2021 年，交易所買賣衍生產品的平均每日成交量與 2020 年相比高出 2.5%。
- 期貨產品的成交量下跌 7.5%，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，分別佔所有期貨成交量的 32.4%及 29.9%。兩者的成交量分別下跌了 17.1%及 12.3%。恒生科技指數期貨佔所有期貨成交量的 3.4%。在 2021 年 10 月推出的 MSCI A 股期貨佔所有期貨成交量的 2.7%。
 - 期權產品的成交量上升 9.4%。股票期權仍然是交投最活躍的期權產品，佔所有期權產品成交量的 86.8%。股票期權的成交量較 2020 年上升 21.1%。

MSCI A 股期貨

MSCI A 股期貨於 2021 年 10 月 18 日在香港推出。

- 這項新產品為國際投資者提供了有效的對沖工具，讓他們可透過香港管理其於 A 股市場的風險，因而鞏固了香港作為內地風險管理中心的角色。
- 其掛鈎指數包含 50 隻來自不同行業的大型 A 股，具有均衡的行業代表性。這 50 隻指數成分股均可藉由股票市場交易互聯互通機制下的北向交易進行買賣。

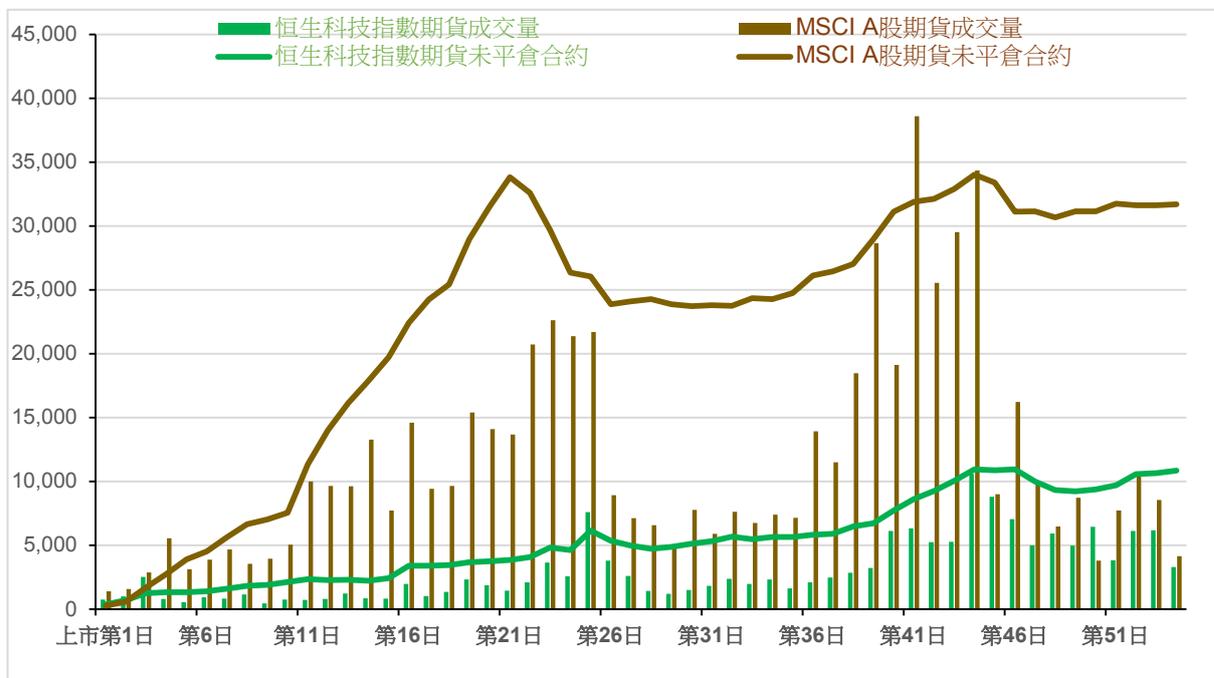
就成交量及未平倉合約數量而言，MSCI A 股期貨合約已經成為港交所 MSCI 指數衍生產品之中最大的指數期貨。

- 在 2021 年 10 月 18 日至 12 月 31 日期間，MSCI A 股期貨的平均每日成交量為 11,558 張合約，名義價值為 7.94 億美元（約 62 億元）。
- 截至 2021 年底，未平倉合約數量上升至 31,710 張合約，名義價值為 21.67 億美元（約 169 億元）。

MSCI A 股期貨的增長似乎已經超過另一隻快速增長的指數期貨——約一年前推出的恒生科技指數期貨。

- 自產品上市以來，MSCI A 股期貨的成交量和未平倉合約數量普遍超過恒生科技指數期貨的同期水平。

比對 MSCI A 股期貨與恒生科技指數期貨自上市以來的成交量及未平倉合約 (合約張數)



各大投資銀行越來越積極參與 MSCI A 股期貨交易，是這產品的主要持倉者及股票市場交易互聯互通機制下北向交易的主要參與者。