



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

## 研究論文 71：環球及香港證券市場半年回顧（內附關於賣空活動及科技行業衍生產品生態系統的專欄）

---

2022 年 7 月 29 日

## 摘要

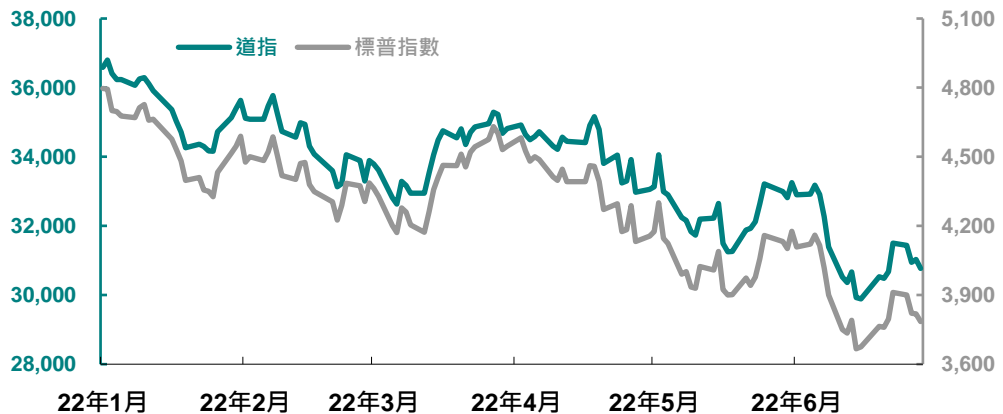
1. 2022 年上半年，主要央行為對抗通脹而加息及縮減資產負債表所帶來的不明朗因素，令全球市場出現波動。烏克蘭地緣政治局勢緊張及俄羅斯被制裁，亦削弱了市場表現。此外，美元轉強令亞洲貨幣受壓，亦影響資金流入區內股市。
2. 主要美股指數下跌，道瓊斯指數（道指）、納斯達克指數（納指）及標普指數的跌幅分別為 15.3%、29.5%及 20.6%。三大指數均錄得自 2008 年來最大的半年跌幅。歐洲方面，英國富時指數、德國 DAX 指數及法國 CAC 指數分別下跌 2.9%、19.5%及 17.2%。通脹壓力持續，促使主要央行採取更進取的貨幣緊縮政策。投資者憂慮全球經濟增長放緩及多家企業發出盈利警告，亦令股市向下。內地方面，上證綜合指數及深證綜合指數分別下跌 6.6%及 12.1%。
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 6.6%、6.9%及 14.1%。由於市場日益憂慮美國加息步伐加快，利率敏感的科技股因而帶頭下跌。鑑於科技股佔相當市場份額及在主要基準指數中佔比重大，其股價下跌拖累香港股市。俄羅斯與烏克蘭之間的地緣政治局勢緊張，進一步令市場受壓。香港市場所面對與俄羅斯相關的風險相對較小，因此所受的直接影響有限，但投資者避險情緒升溫，主要海外市場波動加劇，令香港市場受挫。然而，投資者憧憬中央政府推出提振經濟政策措施，令股市跌幅略為收窄。

## 股市表現

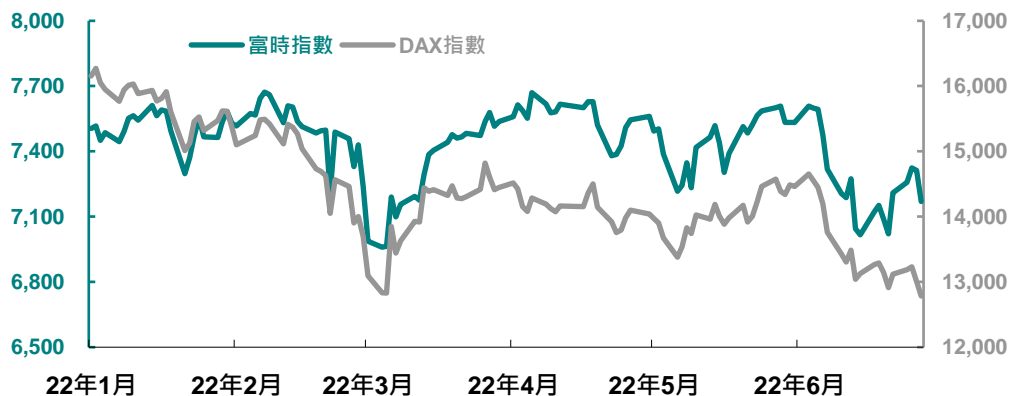
### 海外市場

4. 2022 年上半年，主要美股指數回落，道指、納指及標普指數的跌幅分別為 15.3%、29.5%及 20.6%，均創下自 2008 年來最大的半年跌幅。歐洲方面，英國富時指數、德國 DAX 指數及法國 CAC 指數分別下跌 2.9%、19.5%及 17.2%。
5. 通脹壓力上升，增加市場對各國央行加快加息的憂慮，令全球股市出現波動。對利率敏感的美國科技股表現遜色。美國及英國通脹率升至 40 年高位，而歐元區消費者物價升幅亦屢創新高。聯儲局在 2022 年 3 月、5 月及 6 月先後加息 25 個基點、50 個基點和 75 個基點（自 1994 年以來最大的加息幅度，加幅超出市場預期）。聯儲局亦由 6 月起開始縮減資產負債表。歐洲中央銀行重申進取的貨幣緊縮政策，並且宣布在今年第三季結束其資產購買計劃。
6. 烏克蘭的軍事衝突較市場原先預計持續更長時間，令該國地緣政治緊張局勢加劇。國際對俄羅斯的制裁似乎亦較預期的範圍更廣，也更為嚴厲，這些因素影響了各國從俄羅斯進口原油，令市場對全球供應鏈中斷和商品價格高企的憂慮升溫。
7. 同時，投資者對經濟衰退的擔憂加劇。美國國內生產總值在 2022 年首季出乎意料地收縮 1.6%。在 4 月，國際貨幣基金組織將今年全球國內生產總值增長預測下調接近一個百分點至 3.6%。隨後，世界銀行警告，全球將面對滯脹和經濟增長放緩的風險。部分美國零售股和歐洲金融股發出盈利警告，進一步令市場受壓。

### 2022 年上半年道指及標普指數的表現



### 2022 年上半年富時指數及 DAX 指數的表現



### 主要股票市場的表現

	指數水平	百分率變幅			
		2022 年上半年	2021 年	2020 年	
<b>香港及內地</b>					
香港	-恒指	21,859.8	-6.6%	-14.1%	-3.4%
	-恒生國企指數	7,666.9	-6.9%	-23.3%	-3.8%
	-恒生科技指數	4,870.3	-14.1%	-32.7%	+78.7%
內地	-上證綜合指數	3,398.6	-6.6%	+4.8%	+13.9%
	-深證綜合指數	2,224.2	-12.1%	+8.6%	+35.2%
<b>美國</b>					
美國	-道指	30,775.4	-15.3%	+18.7%	+7.2%
	-納指	11,028.7	-29.5%	+21.4%	+43.6%
	-標普指數	3,785.4	-20.6%	+26.9%	+16.3%
<b>歐洲</b>					
英國	-富時 100 指數	7,169.3	-2.9%	+14.3%	-14.3%
德國	-DAX 指數	12,783.8	-19.5%	+15.8%	+3.5%
法國	-CAC 指數	5,922.9	-17.2%	+28.9%	-7.1%

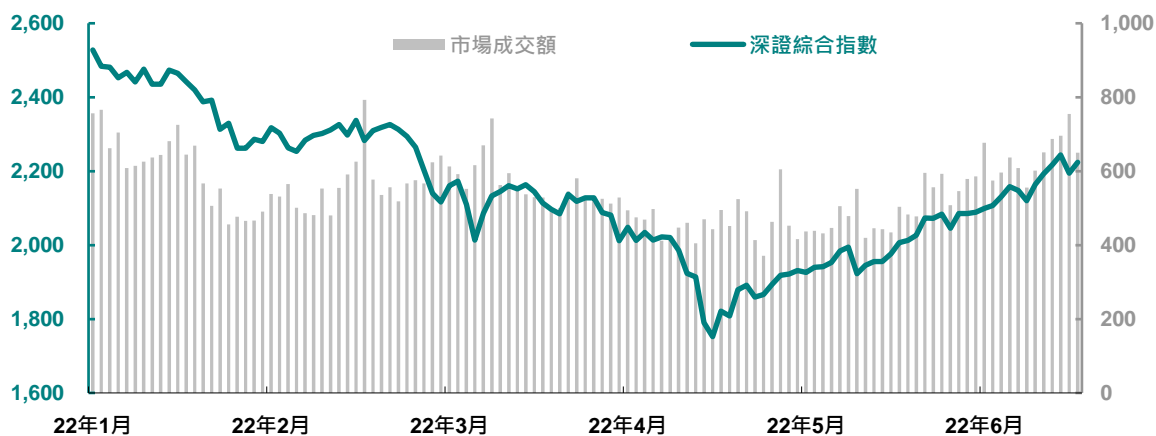
## 內地

8. 2022年上半年，上證綜合指數及深證綜合指數分別下跌6.6%及12.1%，雙雙跌至自2020年5月以來的最低水平。內地市場平均每日成交額為人民幣9,754億元，較2021年的平均人民幣10,583億元的水平低7.8%。
9. 2019 新冠病毒變異株擴散，令市場憂慮供應鏈中斷及其對內地經濟復甦步伐的影響。內地國內生產總值增長由2021年的8.1%減慢至今年首季的4.8%。2022年的官方國內生產總值增長目標為5.5%左右。此外，美元轉強令亞洲貨幣受壓，亦影響資金流入區內股市。在2022年上半年，人民幣觸及自2020年10月以來的低點，並且貶值5%。市場亦關注部分地產發展商的信貸狀況。
10. 然而，隨著中央政府公布振興經濟的具體細節，投資者對當局經濟政策的支持力度感到樂觀，帶動股市收復部分失地。相關措施包括減稅及基建投資，而中國人民銀行亦將存款準備金率下調25個基點。

2022年上半年上證綜合指數表現及市場成交額（以人民幣十億元計）



## 2022 年上半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

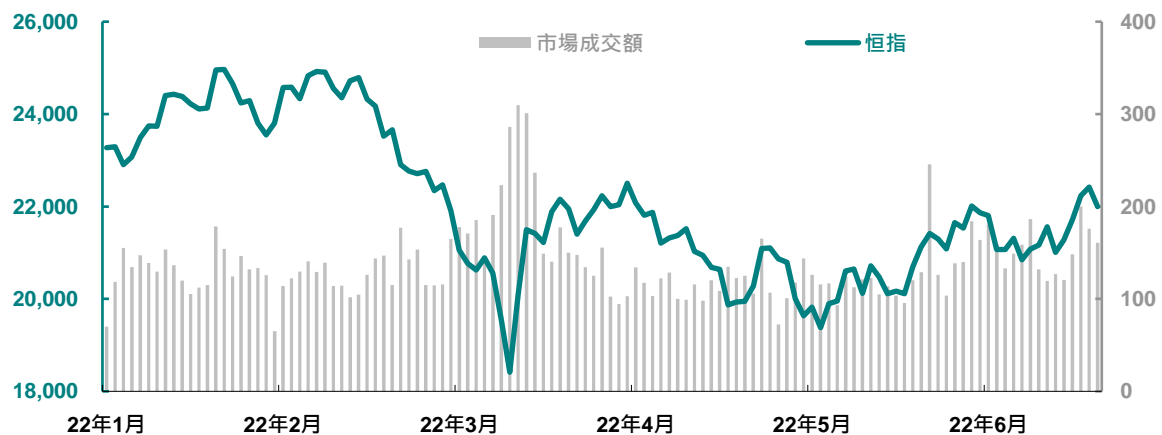
11. 2022 年上半年，香港股市下跌，恒指、恒生國企指數及恒生科技指數的跌幅分別為 6.6%、6.9%及 14.1%。市場表現波動，尤其是在 3 月，恒指及恒生國企指數分別觸及六年及 13 年以來的低位，而恒生科技指數更一度下滑至歷史新低。
12. 股市下跌，主要受累於對利率敏感的科技股因美國同業股價下挫而出現調整。市場對聯儲局大幅加息及縮減資產負債表的憂慮加劇。部分內地公司的美國預託證券面臨被除牌的風險，加上科技行業面對的政策發展，亦影響了投資者情緒。科技股在主要基準指數中佔很大比重，因此其股價下跌對香港市場造成重大影響。
13. 俄羅斯與烏克蘭之間地緣政治局勢緊張，亦令市場受壓。由於香港市場所面對與俄羅斯相關的風險相對較小，因此所受的直接影響有限，但投資者避險情緒升溫，主要海外市場出現調整，令香港市場受挫。此外，投資者憂慮對俄羅斯的制裁及供應鏈中斷可能會影響全球經濟前景。
14. 然而，市場對中央政府推出更多財政及貨幣政策支持經濟增長感到樂觀，令股市跌幅略為收窄。
15. 2022 年上半年，本地股票市場交投下跌。平均每日成交額跌至 1,383 億元<sup>1</sup>，較 2021 年的 1,667 億元少 17%。然而，由於市場波動加劇，賣空活動有所增加。

<sup>1</sup> 除另有註明外，本報告所述貨幣為港元。

## 市場前景及風險

16. 展望未來，由於主要央行嘗試在紓緩通脹壓力與支持脆弱的經濟復甦之間取得平衡，貨幣政策可能會持續影響全球市場表現。烏克蘭地緣政治緊張局勢及俄羅斯被制裁，亦會令投資者情緒受壓。此外，疫情形勢，以及中美關係的發展，亦可能會影響市場前景。

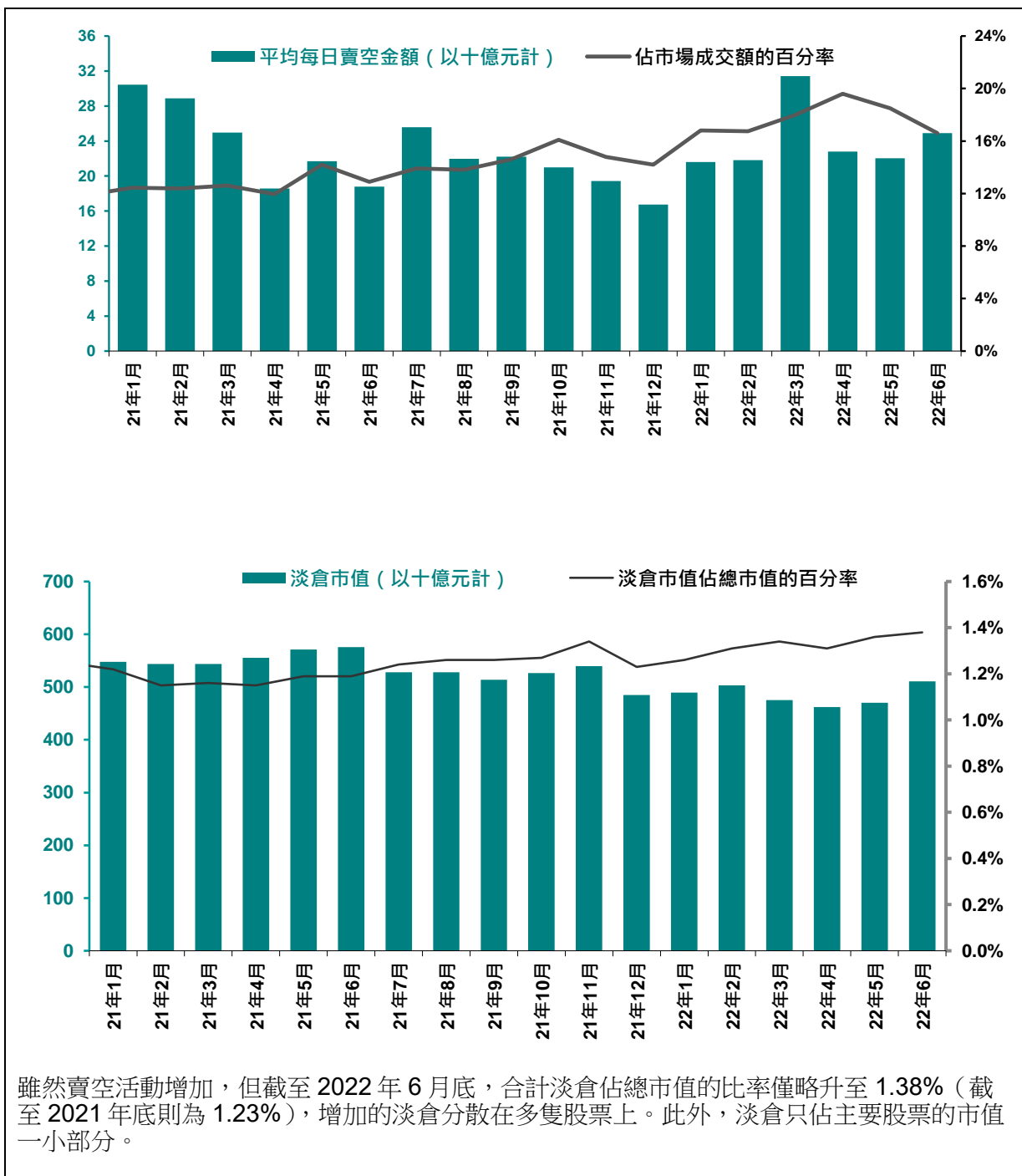
2022 年上半年恒指表現及香港市場成交額（以十億元計）



### 香港的賣空活動及合計淡倉數量

在市場大幅波動時，投資者通常對賣空有較大需求，以管理投資組合的風險水平。2022 年上半年，儘管賣空活動曾升至高位，但合計淡倉佔總市值的比率僅略有增加。平均每日賣空成交額增加至 243 億元，賣空比率升至 17.6%（2021 年下半年則為 211 億元及 14.5%）。

- 自 2022 年 3 月以來，賣空比率有所上升。
  - 賣空比率從 2022 年 1 月至 2 月期間的 16.8% 上升至 3 月至 5 月期間的 18.5%。
  - 賣空比率在 4 月 28 日創下 22.5% 的新高。
  - 香港市場在 6 月穩定下來，賣空比率降至 16.6%。
- 賣空比率較以往的波動時期相對略高：
  - 在 2020 年 5 月為 15.2%，當時 2019 新冠疫情引起市場憂慮，令投資氣氛受到影響；及
  - 在中美貿易緊張局勢下，於 2019 年 8 月達 16.7%。
- 最近賣空活動活躍，某程度上因全球市場調整所致。
- 主要交易所買賣基金（ETF）及科技股亦令最近的賣空活動有所增加。儘管如此，市場參與者就這些證券持有的淡倉大致保持穩定。目前並無發現大額淡倉累積的情況。至於 ETF，大多數淡倉似乎在短時間內被平倉，並未對整體市場產生重大的系統性影響。
- 此外，市場沒有出現賣空活動集中於個別股票或經紀的情況。





## 香港證券市場的活動

### 股票市場交易互聯互通機制

17. 2022 年上半年，股票市場交易互聯互通機制交投活躍：

- 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 1,039 億元，佔內地市場成交額的 5.3%（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（包括買賣交易的成交額）為 332 億元，佔香港市場成交額的 12%（2021 年則為 417 億元，佔市場成交額的 12.5%）。

18. 期內，淨買入額如下：

- 北向交易為人民幣 718 億元（2021 年則為人民幣 4,322 億元）；及
- 南向交易為人民幣 1,750 億元（2021 年則為人民幣 3,823 億元）。

### 交易所買賣衍生產品

19. 2022 年上半年，交易所買賣衍生產品的平均每日成交量按年增加 8.7%。

- 期貨產品的成交量上升 39.6%。
  - 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 26.3% 及 30.3%。恒指期貨及恒生國企指數期貨的成交量分別按年上升 7.9% 及 48.6%。
  - 恒生科技指數期貨的成交量較去年上半年高出逾七倍，部分原因是對沖需求因科技股交投活躍而增加所致。
  - 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 71.9%<sup>2</sup>。
- 期權產品的成交量下跌 8.1%。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 84.1%。股票期權的成交量較 2021 年上半年下跌 12.1%。

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

## 科技行業的衍生產品生態系統

恒生科技指數於 2020 年 7 月推出，涵蓋在香港上市 30 家最大型的科技公司。該指數已成為具代表性基準指數，以追蹤日益重要的內地科技行業。

- 與 2019 年的水平比較，這 30 隻科技股的市值及成交額分別上升了 23% 和 234%，而恒指卻下跌 22%，恒生科技指數則上升 3%。
- 這些科技股目前佔總市值的 30% 和總市場成交額的 27%。

隨著科技股在股市中的份額日益增長，市場已發展出一個科技行業的衍生產品生態系統。

- 該指數的期貨合約及期權合約分別於 2020 年 11 月和 2021 年 1 月開始買賣。
- 涉及該指數的 ETF、槓桿及反向產品和結構性產品（包括衍生權證及牛熊證）亦已面世。
- 這些產品有助滿足市場對涵蓋科技股的風險管理工具的需求。

恒生科技指數期貨最近錄得強勁增長。

- 以名義價值計算，2022 年 6 月 27 日，成交量一度升至約 520 億元的高位。2022 年上半年平均每日成交量約為 149 億元，與 2021 年相比高出超過 300%。
- 2022 年 6 月，未平倉合約名義價值一度升至約 363 億元的高位。截至 6 月底，未平倉合約名義價值約為 260 億元，較 2021 年底水平高出近一倍。

恒生科技指數期貨已成為香港第三大交投最活躍的期貨產品，僅次於恒指期貨及恒生國企指數期貨。

- 恒生科技指數期貨佔香港整體期貨成交量約十分之一，反映這產品或有進一步發展的潛力。
- 2022 年上半年的趨勢顯示，恒生科技指數期貨成交量的增長速度已超過了恒指期貨及恒生國企指數期貨。

此外，在香港十大交投最活躍的 ETF 與槓桿及反向產品中，有四隻是追蹤恒生科技指數的。這顯示投資者對與科技股相關的金融產品有強烈需求，以管理風險。

恒生科技指數期貨成交量和未平倉合約 (以名義價值計算, 以十億元計)

