

# ALPHA ANNUAL REVIEW



## 2022 YEAR IN RETROSPECT 年度市場回顧

皇冠資本集團

第三十期 - 2022 年回顧

香港告士打道151號  
資本中心8層807室

電話: +852-2539 9088  
傳真: +852-2880 0005  
電郵: [alpha.cs@alphacapital-group.com](mailto:alpha.cs@alphacapital-group.com)

[www.alphacapital-group.com](http://www.alphacapital-group.com)

# 前言

新冠疫情淡化過後的全球經濟復甦於2022年卻被頑強通脹，利率攀升以及俄烏戰爭威脅，驅使國際市場回調修正。面對供應鏈瓶頸問題持續，政治衝突導致各類能源商品價格上升，民衆被逼正視生活成本的結構性改變，企業也必需承受融資條件緊縮的事實，投資者的風險傾向明顯轉至保守。儘管世界銀行預計2022年全球經濟GDP按年依然能夠增長3.1%，但經濟基礎不穩固導致個別國家面臨實體經濟萎縮的可能性也開始冒起。發達和新興市場面臨的不確定性居多，國際股市經過兩年的牛市後2022年態勢明顯轉弱，MSCI全球指數承壓並錄得按年-19.1%的大幅下調。然而，除股票市場出現修正之外，個別貨幣和商品卻錄得亮麗表現，西方普遍的通脹問題2022年也並沒有困擾亞太區主要市場，不同地區面對的政治矛盾和挑戰也各不相同，值得我們利用本月的年度市場回顧作進一步探討。

## 內容

- 2 美國市場回顧
- 3 歐洲市場回顧
- 4 亞太區市場回顧
- 5 商品與外匯市場回顧
- 6 2023年國際市場展望

## 美國市場回顧

道瓊斯	33,147	- 9.4%
標準普爾 500	3,839	- 19.9%
納斯達克	10,466	- 33.8%

2022年按年升跌

### 通脹持續侵擾，央行加息不斷

不管是美國還是國際市場，國家央行加息企圖壓抑通脹都成為2022年全球經濟的主要挑戰。美國前期的量化寬鬆政策在2022年終於呈現市場過熱的反效果，當地按年通脹率從去2021年底的7.0% 攀升至2022年中的9.1%，創下四十年以來的高點。面對價格飆升的局面，美聯儲被逼加息打壓通脹的態勢持續接近一整年，基準利率從2022年初近乎0%的水平升至年底4.75-5%的範圍，但每月加息0.5-0.75%的緊縮效應卻在下半年才開始呈現。

經過半年以上的持續加息，按年通脹率在七月開始慢步回落至年底7.1%的水平，但按月比較依然維持高企，核心通脹的下降幅度更是微不足道，而按年高基數誇大表面上通脹下行的速度也是不可避免的事實。儘管如此，個別領域價格開始下行的趨向有目共睹，但美聯儲表示不會在短期內暫停加息的決定，市場對2023年的經濟動態依然保持保守態度。

### 美股大幅承壓，實體經濟穩健

美國股市經過2020-2021兩年被量化寬鬆刺激的牛市後，2022年受到美聯儲的強力加息態勢影響大幅回落。投資者整年的焦點

集中於每月的通脹數據、美聯儲的加息決定及主席鮑威爾的言論，但通脹回落的寄望卻多次落空，緊縮政策改變投資者風險傾向讓資金撤離市場導致三大指數無一倖免地曾一度跌超過20%，符合技術性熊市的定義。雖然年底通脹回落增添股市回升動力，但至今多次的短暫反彈也未能逆轉股市的整體弱勢。道瓊斯工業指數(Dow Jones)，標普500指數(S&P500)，及納斯達克指數(NASDAQ)整年分別下跌-9.4%，-19.9%和-33.8%。

股市下行修正卻並沒有影響到美國實體經濟的穩健。就業市場方面，非農就業人數每月增幅維持正面，整年的失業率也一直徘徊在3.5-3.7%的近半世紀低位水平，而當地企業年中多次公佈大型裁員計劃也沒有影響失業率回升。美國民衆的消費意欲也維持高

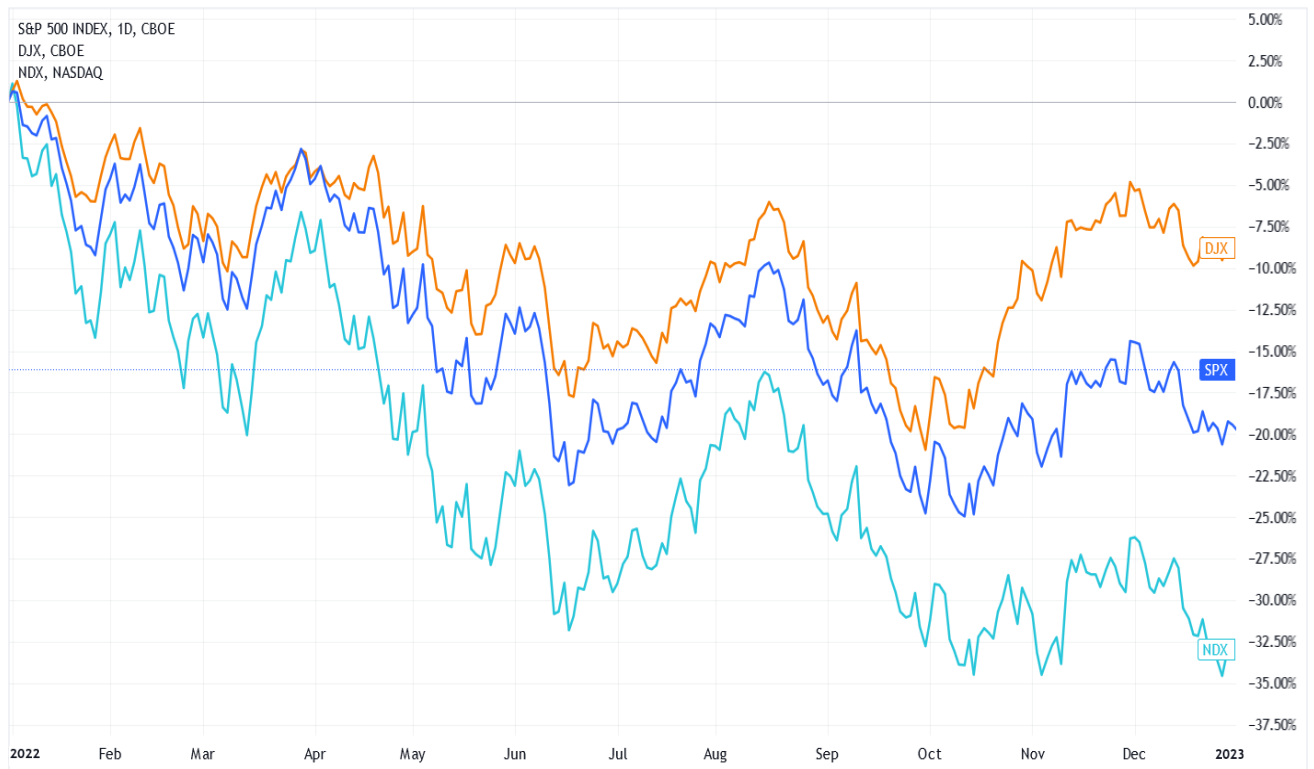
企，年底的零售銷售數據創下歷史新高，而當地GDP按年增率在年中少許下降後年底回升。

### 美中僵局不變，內政分裂持續

美國與中國在國際政壇僵持的局面依然沒有改變，美國於2022年更對中國增添科技制裁，其中包括全面限制向中國出售高端芯片，嚴重打擊中國建立芯片主導地位的資源。美國眾議長佩洛西訪問台灣的事件更為兩國關係造成矛盾，雖然美國總統拜登與中國國家主席習近平在年底會面表面上達成不少共識，但兩國之間的核心分歧依然沒見改善。美國內政方面，在年底舉行的中期選舉，共和黨贏得眾議院，但民主黨卻在參議院險勝，讓美國再次陷入分裂政府。兩黨內部分歧持續，而政府未來希望通過重大法案也將可能面對嚴重停滯。

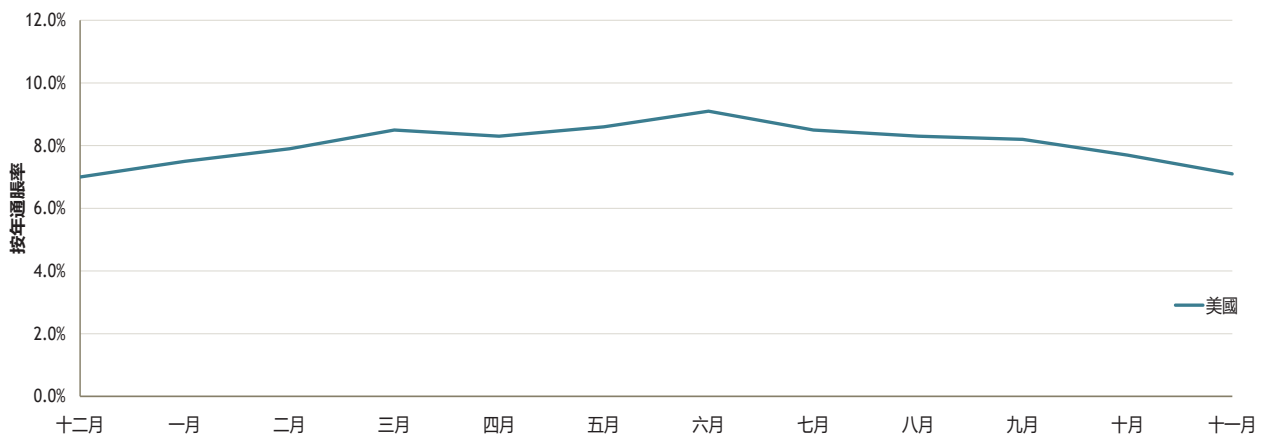


## 2022年美國三大指數走勢



## 2022年美國通脹按年走勢

## 美國通脹走勢 2022



經濟體	十二月	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月
美國	7.0%	7.5%	7.9%	8.5%	8.3%	8.6%	9.1%	8.5%	8.3%	8.2%	7.7%	7.1%

## 歐洲市場回顧

英國富時 100	7,451	- 0.7 %
德國DAX	13,923	- 13.0%
法國CAC 40	6,473	- 10.3%
歐洲STOXX 600	424	- 13.2%

2022年按年升跌

### 英國政局變遷，通脹攀升不斷

英國2022年“過山車”式的政局變遷某程度上成為了歐洲政治舞台的焦點。首相約翰遜年中被醜聞捆綁被逼辭職，隨後統治英國超過七十年的伊麗莎白女王也不幸去世。新任首相特拉斯上任不久後便發佈極具爭議性的減稅計劃，引發英國債券市場崩潰，驅使央行出手干預穩定英鎊。事件導致國際市場對英國政權信心動搖，財長立刻被替換，幾乎所有原定的減稅措施也被撤銷，而特拉斯更成為英國歷史上任職時間最短的首相，短短四十五天便被同黨的前財長蘇納克代替。

除了政治動蕩，英國2022年的經濟表現也是困難重重。當地的按年通脹率從年初的5.5%攀升至年底的10.7%，創下四十一年以來的高位。矛盾的是英國央行的加息步伐是歐洲主要經濟體裏最強勁的，但持續半年的加息卻沒見到通脹明顯回調的跡象，央行更預計國家將面臨連續兩年的萎縮。然而，富時100指數（FTSE100）卻是2022年歐洲主要股市表現最好的基準指數，整年僅下跌0.7%。

### 德國能源短缺，經濟景氣下沉

隨著俄羅斯和烏克蘭的地域衝突引發歐洲以及國際市場波動，德

國可以說是被影響最深的國家。西方國家合體制裁俄羅斯後，長年依賴俄羅斯天然氣和原油供應的德國2022年面臨前所未見的能源危機，德國政府更發言表明當地的能源價格將“永久性提高”，聲稱廉價能源時代已經結束，嚴重打擊當地製造業和出口業的成本和對外競爭能力。

另一方面，德國與英國一樣在年底突破雙位數通脹率，通脹從年初的4.9%升至年底的10%。頑固通脹和能源危機的雙重打擊也直接影響當地經濟景氣跌至谷底。德國ZEW經濟景氣指數從三月至年底連續錄得長達十個月的負數值，不但跌破2020年新冠疫情爆發時的低點，更錄得從2008年金融海嘯以來的最低水平，反映當地企業對經濟現況和前景的擔憂。德國DAX指數整年錄得-13.0%的跌幅。

### 法國穩中求勝，避免能源危機

法國2022年的經濟表現毫無疑問是歐洲主要經濟體裏最穩健的。總統馬克龍在四月份順利連任，成為法國二十年以來唯一成功連任的總統，保持政權穩定。國家隨後實行一系列措施，包括價值250億歐元的抗通脹方案，推動“法國2030”科技發展計劃，及刺激製造業發展的稅務優惠，推動出口總額在年底創下歷史新高。

另一方面，當地的通脹率雖然與英國和德國同樣創下接近四十年新高，但上升幅度相對較低，從年初的按年2.9%升至年底的6.2%，遠低於上述兩國的雙位數通脹率。其中主要原因歸於當地核電供應比率高達70%，對俄羅斯能源供應的依賴較低，相對地避免能源價格飆升失控的情況。法國CAC40指數整年下跌-10.3%。

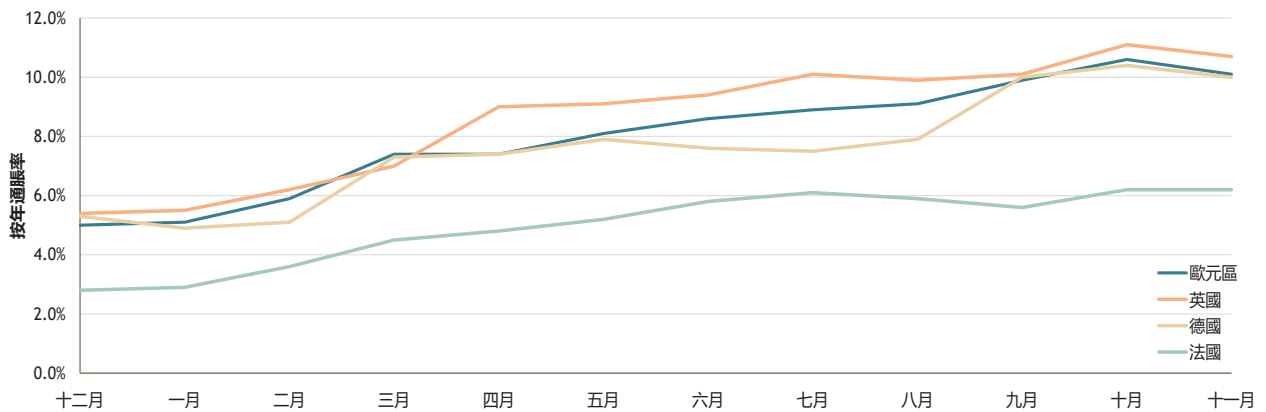


2022年歐洲主要經濟體基準指數走勢



2022年歐洲主要經濟體按年通脹走勢

## 歐洲通脹走勢 2022



經濟體	十二月	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月
歐元區	5.0%	5.1%	5.9%	7.4%	7.4%	8.1%	8.6%	8.9%	9.1%	9.9%	10.6%	10.1%
英國	5.4%	5.5%	6.2%	7.0%	9.0%	9.1%	9.4%	10.1%	9.9%	10.1%	11.1%	10.7%
德國	5.3%	4.9%	5.1%	7.3%	7.4%	7.9%	7.6%	7.5%	7.9%	10.0%	10.4%	10.0%
法國	2.8%	2.9%	3.6%	4.5%	4.8%	5.2%	5.8%	6.1%	5.9%	5.6%	6.2%	6.2%

## 亞太區市場回顧

恆生指數	19,781	- 15.0%
上證綜合	3,089	- 14.9%
加權指數	19,781	- 22.6%
日經指數	27,279	- 10.9%

2022年按年升跌

### 中國房產拖累，動態清零矛盾

中國2022年的經濟動態繼續被2021年年底爆發的房地產危機影響，經濟增長明顯放緩。從2021年恆大集團債務危機爆發開始至2022年年底，花樣年，佳兆業和融創等大型開發商也陸續冒出債券違約的消息，而全國一百家最大開發商的銷售總額在年底更錄得按年-28.4%的跌幅。房屋占了一般中國家庭資產的絕大比重，因而房屋價格下行嚴重影響經濟景氣，其中社會零售總額更在2022年錄得共八個月的按月下跌。中國人民銀行更多次降低存款準備金利率刺激資金流通，不同地方政府甚至決定出手買房，但房產市場至年底依然維持低迷。

動態清零政策也嚴重影響經濟發展步伐。多個城市在不同時段曾被全面或局面封控，導致2022年前三季度GDP同比增長分別錄得1.6%，-2.7%和3.9%的不穩走勢。清零政策也為人民帶來嚴重的社會矛盾，在年底卻一觸即發演變成當地超過三十年以來最大的民衆抗議活動。雖然政府在年底已明顯放鬆清零監管，但在經濟發展與社會穩定之間取得平衡，還有待時間證明。上證綜合指數(SSE)整年錄得-14.9%的跌幅。

### 香港復甦停滯，股市後勁有力

香港於2021年錄得連續四季的高速GDP增長後，2022年初遭到新一輪疫情打擊影響經濟下沉，正面的增速步伐至年底依然難以恢復。當地前三季度GDP同比增長分別錄得-3.9%，-1.3%和-4.5%的連續三季收縮，主要被出口下跌拖累，其中與內地的跨境陸路貨運持續受阻，導致對內地出口跌幅擴大。然而，當地政府在年底決定放寬入境限制，並決定在一月實行中港通關，雖然旅遊業的復甦需時，但對外開放方向明顯，為經濟恢復邁向重要的一步。

香港股市本年面對中國與國際市場多方面的不確定因素，指數相對以往動蕩，而當地的經濟收縮也顯然地影響投資者的風險傾向，導致股市幾乎整年處於下行

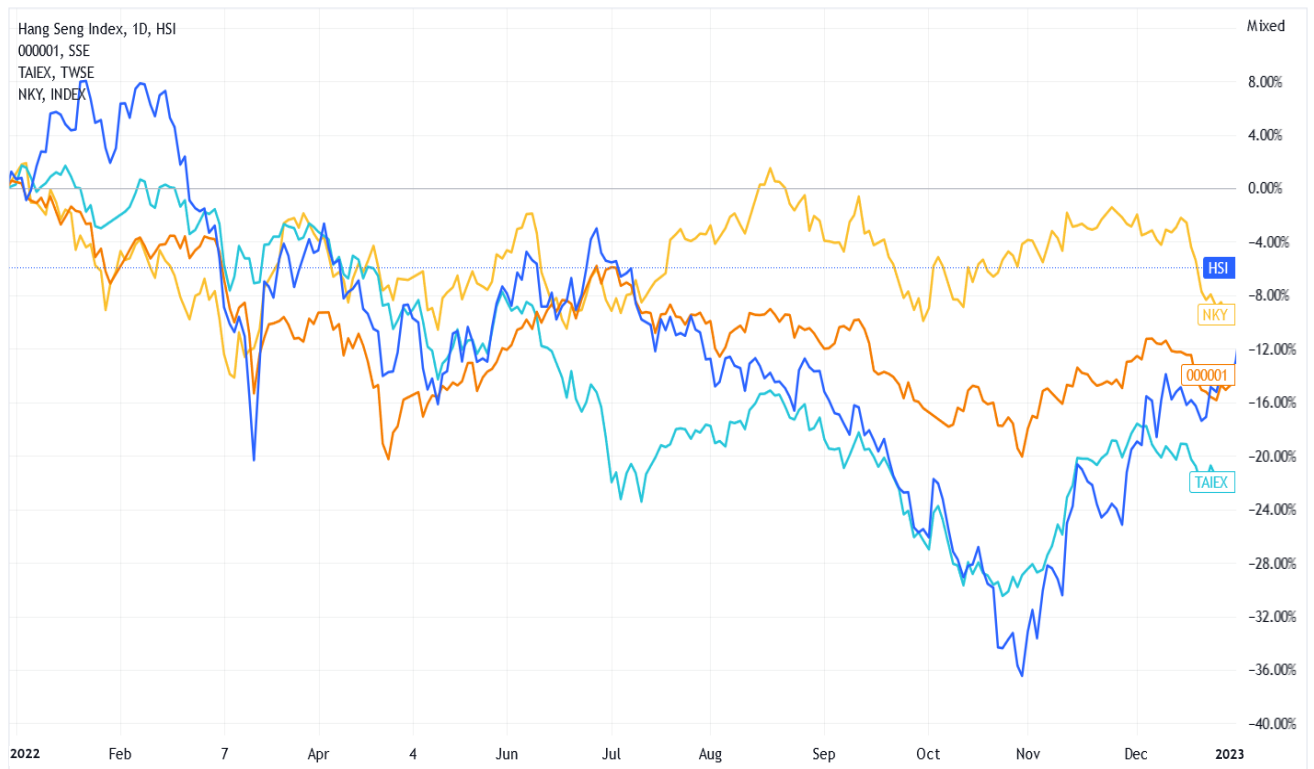
走勢。然而，從十一月開始投資者大力回購以及中國改變放寬清零政策引發股市強烈反彈至年底，但恆生指數(Hang Seng)整年依然錄得15.0%的跌幅。

### 日本貨幣下沉，旅游支撐復甦

日本經濟2022年對比其它亞太區市場表現較為平穩，前三季度GDP同比增長分別錄得-0.5%，1.1%和-0.2%，符合當地近年較慢的經濟發展步伐。日本2022年與亞太區其它主要經濟體一樣沒被高通脹困擾，而央行面對美元攀高打壓日元的同時卻堅持整年不加息的方針。日元貶值的同時卻受惠出口業，出口總額在年底更創下歷史新高，而十月開放外國遊客自由入境後，旅遊業也大幅反彈，支撐經濟復甦。日經指數(Nikkei)整年錄得-10.9%的跌幅。

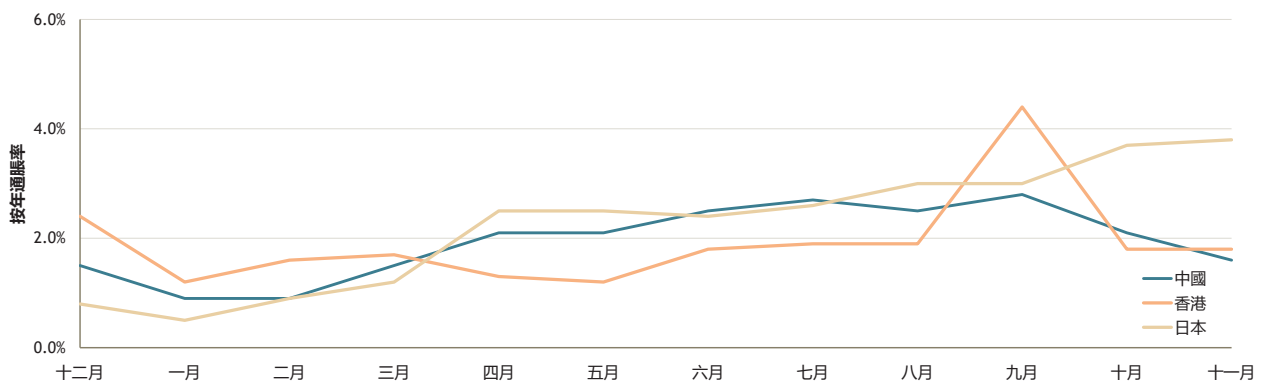


2022年亞太區主要經濟體基準指數走勢



2022年亞太區主要經濟體按年通脹走勢

## 亞太區通脹走勢2022



經濟體	十二月	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月
中國	1.5%	0.9%	0.9%	1.5%	2.1%	2.1%	2.5%	2.7%	2.5%	2.8%	2.1%	1.6%
香港	2.4%	1.2%	1.6%	1.7%	1.3%	1.2%	1.8%	1.9%	1.9%	4.4%	1.8%	1.8%
日本	0.8%	0.5%	0.9%	1.2%	2.5%	2.5%	2.4%	2.6%	3.0%	3.0%	3.7%	3.8%



## 商品與外匯回顧

黃金	1,830	+ 0.1%
白銀	24.18	+ 3.5%
WTI 原油	80.51	+ 7.0%
歐元 / 美元	1.071	- 5.8%
美元 / 日元	131.12	+ 13.9%

2022年按年升跌

### 原油先升後跌，能源商品火熱

毫無疑問，2022年對國際政壇和全球民生引起最大衝擊的單一事件必然是俄烏的地域衝突。俄羅斯被西方國家強力制裁，市場擔心原油供應問題導致原油價格上升，而隨著各國對疫情的邊境限制下降及國際航班回增拉高原油需求，價格在七月更一度打破120的關口，創新2008年以來的新高。然而，在全球多國央行加息不斷引發環球經濟衰退擔憂和國際三大能源機構（EIA/IEA/OPEC）發出需求放緩預告的前提下，原油價格從年中開始回調下降，至年底更基本抵消了前半年的漲幅。WTI原油整年錄得7.0%的上漲。

除了原油之外，俄烏戰爭也激發了其它能源商品上升，其中天然氣也成為國際，特別是歐洲市場的焦點。西方國家為制裁俄羅斯決定減少及停止進口各項能源商品，但歐洲多國對俄羅斯天然氣的依賴卻不能在短期內找到替代，引發電力供不應求的狀況，導致歐洲天然氣價格攀升至歷史新高，其中英國和德國的經濟更嚴重受損。雖然天然氣價格在年底已回落不少，但俄烏卡戰爭激發的歐洲能源危機卻隱約持續。

### 保值金屬冷淡，加密板塊崩潰

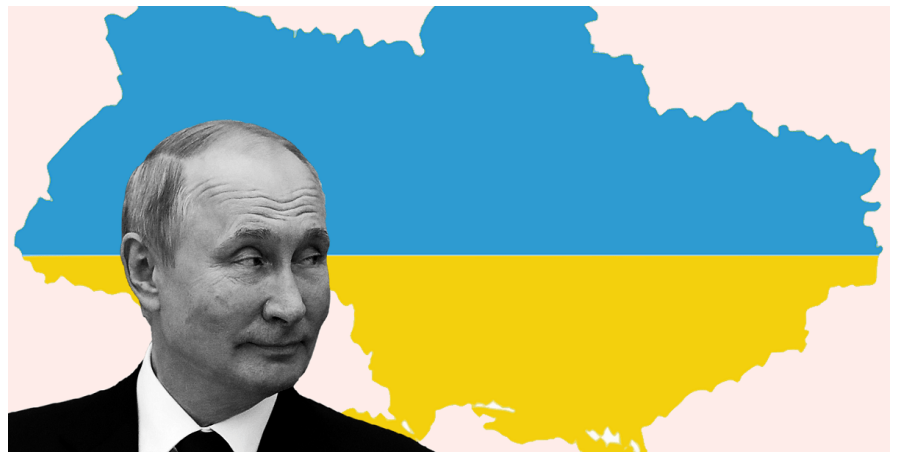
黃金在過去兩年的股市牛態未能發揮其避險特質，但2022年全球通脹蔓延，政治局勢不穩和股市不利的情況下卻依然吸引不了投資者的目光。黃金在年初短暫突破2,000關口後一直維持下行軌道，未能展現其對抗通脹的防守性作用，雖然年底顯現回調上升的跡象，但保值金屬2022年基本持續2021年的平淡走勢，黃金按年僅錄得0.1%的漲幅。

不得不提的還有加密板塊在2022年的奔潰式下沉。隨著年中LUNA突然脫鈎崩盤引起的大幅拋售現象，至年底全球第二大加密貨幣交易平台FTX因資金短缺被逼破產，市場對加密板塊的透明度及可信性抱著前所未有的懷疑。比特幣整年錄得-65.3%的驚人跌幅。

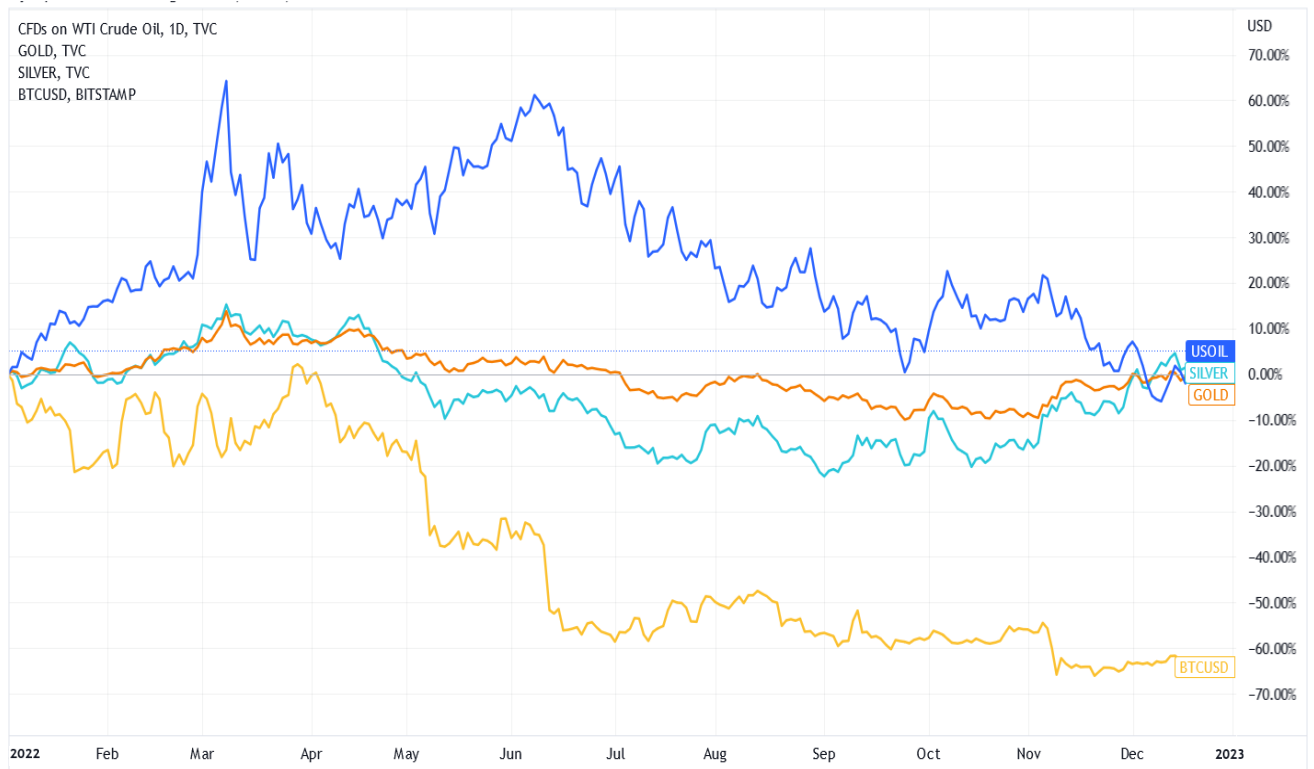
### 美元牛態不斷，非美貨幣破底

外匯市場2022年的焦點必然是美元的強勢攀升。美聯儲持續多月的加息提高當地公債的吸引力，十年公債殖利率更一度突破4.2%，創下2008年以來的新高。高利率低風險回報吸引國際資金不斷回流美國，成為年投資者的避險首選，雖然年底回調，但DXY指數整年依然錄得7.8%的漲幅。

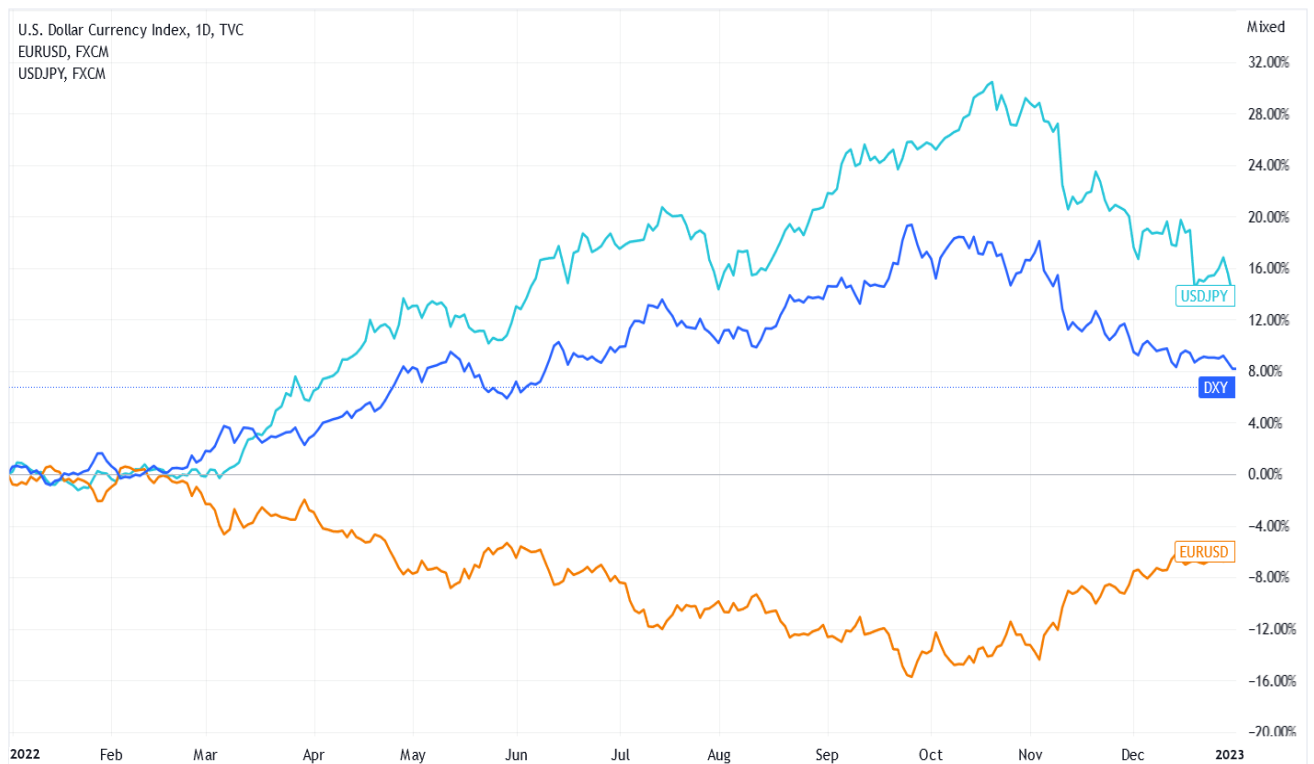
美元的牛態也直接拉低非美貨幣的價值。歐元被歐洲央行較慢的加息步伐和影響，EUR/USD一度跌至0.96，整年錄得-5.8%的跌幅。日元被日本央行堅持寬鬆貨幣政策的決定拉低，讓美日公債利差不斷擴大，貨幣曾突破150的關口，但年底央行調升基準利率目標空間後回升，USD/JPY整年錄得13.9%的漲幅。



2022年整年 - WTI原油/黃金/白銀/比特幣價格走勢



2022年整年 - 美元DXY / 歐元EURUSD / 日元USDJPY 貨幣走勢



## 2023年國際市場展望

承接2022年全球經濟所面臨的多樣化和複雜的挑戰，2023年仍將會是艱難的一年。全球通脹，寬鬆貨幣政策的結束，供應鏈中斷和無端戰爭等，都隱藏著不可預測的投資風險。耐心和專注是我們基金管理團隊在過往幾年賴以發揮有效管理的主要元素，這對於未來一至兩年尤為重要。至於2023年的市場展望，主旋律圍繞著經濟衰退和軟著陸之間，美聯儲將會減緩加息並維持高利率一段時間，抑或會調降息口以防範衰退加劇，兩者將引領來年全球經濟走向截然不同的發展方向。

我們展望2023年上半年將因為普遍對經濟衰退的憂慮而令全球投資市場蒙上陰影，主要以歐洲，英國和美國受損最甚。亞洲市場所受影響相對輕微，加上中國大陸防疫政策放鬆，下半年的區域經濟發展可望大幅改善。尤幸歐洲地區並沒有出現預期的寒冬，能源市場危機得以舒緩，再生能源和可持續能源更得以被重視，為未來與化石燃料市場發揮平衡作用做好鋪墊，提供碳減排一大助力。氣候變化仍將是國際議題，我們看到美中兩國之間的角力並沒有影響到兩國在這議題上的合作態度，氣候投資將會是未來全球經濟發展的一大動力。

在高通脹仍將維持並普遍影響著市場投資氣氛的陰霾下，適當調整投資組合是每一個投資人最需考慮的2023年問題，平衡股票和債券比重尤其重要，股票估值下降而債券收益率上升將持續至美聯儲下一階段的貨幣政策調整時間。仍然具備吸引力的股票類別集中於醫療保健，科技，再生能源和可持續能源，以及電動汽車等綠色工業。基礎設施類別，公共部門類別及受惠於高息的銀行類別股票也是其中選項。持續的通脹將不利於長期政府債券發揮其作為投資組合多元化工具的傳統作用，較值得投資的應該是短期政府債券和抵押貸款證券，這可為投資人提供較高收益率的同時又縮短暴露風險的時間。

經過一整年密集而大幅度的加息動作，當然再加上俄烏戰事的推力，美聯儲成功引領全球資金進入美國金融市場儲水池。在2022年中或之前沒有太矚目的流動性緊蹙狀況，到年底已經表露無遺，導致美國三大股市再也無力支撐。為了挽留這些資金而不令儲水池外洩，從而降低發生金融危機的風險，美聯儲的貨幣政策不可能在短時間內出現鬆綁。這一趨勢將導致資產價格的進一步下滑，甚而拖慢經濟增長的步

伐。如果不涉及美國國內的其他政治因素，相信這一政策取向是美國目前最佳選項。歐洲和英國的狀況可能比美國更糟，除了面對高通脹以外，歐洲更需要同時克服能源尤其是天然氣價格高漲的問題。而英國正面臨一場完美風暴—因強美元而發生的貨幣不穩定狀況，經濟衰退，通脹高企，全國性罷工，獨立公投，重新入歐民意躁動，執政危機等等。

去年連續舉辦的東盟峰會和亞太經合組織兩場會議，反映出大部分亞洲國家傾向於後續經濟發展而迴避地緣政治話題，勾畫出東西方明顯迥異的政經氛圍。亞洲各國普遍致力於基礎建設發展，以及地區自由貿易的進一步規劃，更為積極地面對目前全球性通脹和潛在衰退的衝擊。中國大陸對管控疫情的全面解封，很有可能導致短時間內出現疫情反彈，若然新冠重症，死亡率，以及變種病毒得以受控，則將會讓整個亞洲地區在2023年中以後迎來新一輪的經濟增長。與去年一樣，亞洲地區將會是引領2023年全球經濟發展的最大動力來源。

---

聲明：此文件是營銷材料。本文包含的觀點是作者的觀點和見解，不一定代表其他公司通訊，策略或基金中表達或反映的觀點。本材料僅供參考，本公司不保證其資料完整性或準確性，也不承擔基於資料產生的投資決定帶來的任何責任。所有有關數據可能會隨市場情況而變化。所有投資均涉及風險，包括可能損失本金的風險，本文不應被視為投資建議或用於投資決策。

© 2023 Alpha Capital Group  
All rights reserved.



市場研究部  
[research@alphacapital-group.com](mailto:research@alphacapital-group.com)