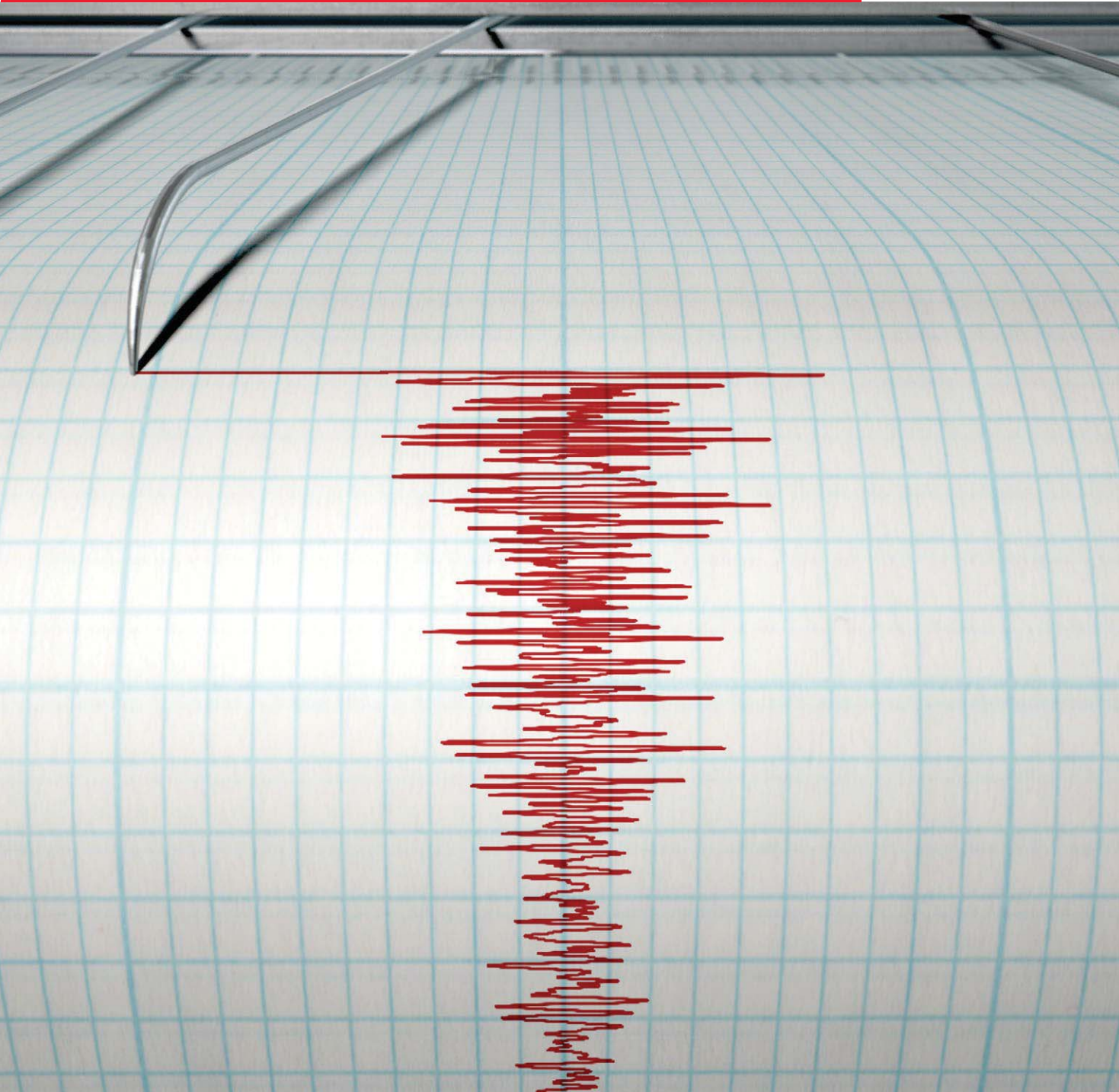


餘波未了

東亞銀行經濟研究部

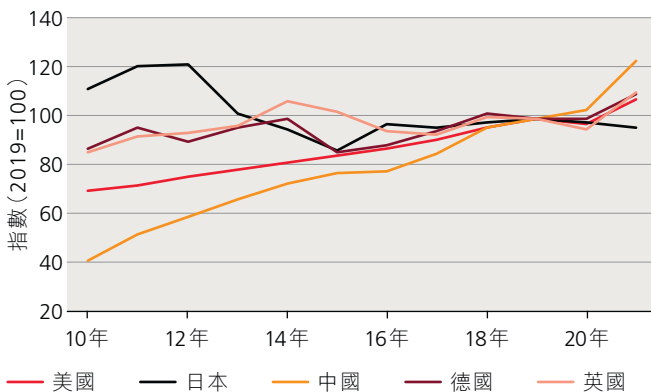


環球經濟展望

通脹高企，主要發達經濟體央行大幅加息

回顧2022年，全球經濟出現顯著變化。從年初經濟受惠疫情過後重開，以及各地政府和央行推出寬鬆政策，拉動全球經濟錄得高於趨勢的恢復性增長。可是，縱使主要經濟體已逐漸重開，但疫情對經濟、供應和運輸等影響尚未過去，加上俄烏軍事衝突加深經濟前景不確定性，對能源和食品供應等構成打擊，甚至引發歐洲能源危機，推動歐美等先進經濟體的通脹升至數十年來新高，促使美聯儲、歐洲央行及英倫銀行等先進經濟體央行快速調整其貨幣政策，從原來認為通脹屬暫時性無需急於加息，轉變為以數十年來最快速度加息以遏抑通脹，引發新一輪金融和房地產市場的波動，嚴重抑壓家庭和企業的財政狀況，令全球經濟前景轉趨黯淡，甚至引發經濟陷入滯漲的憂慮。

主要經濟體名義國內生產總值

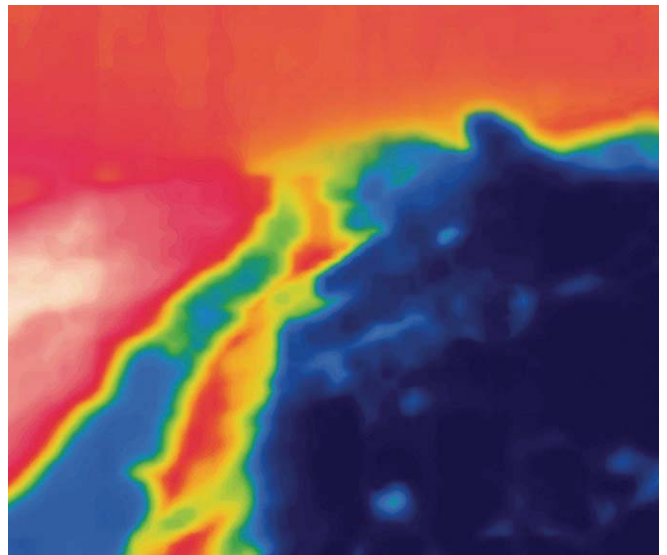


資料來源：國際貨幣基金組織，數據截至2022年12月29日

面對通脹和利率升溫，先進經濟體的家庭正以早前財政刺激措施帶來的儲蓄，以至部分經濟體推出能源補貼等來渡過難關，但未來消費的可持續性仍取決於就業市場的表現。至目前為止，縱使全球經濟面對前景黯淡、通脹和利率高企等打擊，但仍難以按傳統定義判斷經濟經已陷入衰退，與其就業市場保持穩定有關。受到疫情等導致勞工參與率下降影響，主要經濟失業率仍處於數十年來的低位，薪金水平持續較快增長，為整體經濟和消費等帶來一定支持，未來經濟能夠軟著陸將取決於就業市場的變化。可是，在利率急速上升下，不單對利率敏感的部門如商業及房地產投資正逐步降溫，再加上地緣政治、能源危機和眾多不明朗因素，令整體商業和家庭部門對經濟前景亦變得更為審慎，先進經濟體亦沒有進一步放寬財政和貨幣政策的空間，令2022年下半年主要經濟體的增長普遍錄得放緩。

展望2023年，疫情、地緣政治、通脹和利率高企等不明朗因素將持續困擾經濟表現，預期全球經濟將錄得低增長，個別經濟體甚至負增長，其中美國或可避免衰退，歐洲和英國難免陷入負增長，內地和香港經濟則有望受惠疫情防控 and 宏觀政策調整而加快復甦。國際貨幣基金組織(IMF) 2022年10月的《世界經濟展望》預測2023年全球經濟增長2.7%，較7月預測低0.2個百分點，並較2022年3.2%增長低0.5個百分點。

通脹則從數十年來的高企逐漸放緩，相信美國和歐洲通脹分別已經見頂及於2022年第四季見頂，但2023年仍會高於其央行2%左右的政策目標，內地和香港通脹則相對溫和。IMF預測2023年全球通脹率為6.5%，較7月預測高0.8個百分點，並較2022年8.8%低2.2個百分點。高利率環境則料維持一段時間，2023年初美聯儲、歐洲央行及英倫銀行等先進經濟體央行料將進一步加息，預期緊縮貨幣政策將會維持一段時間，直至通脹出現明顯下行至2%左右的趨勢。香港料將跟隨美國進一步加息，但內地則有條件實施較寬鬆的貨幣政策。總體而言，2023年全球經濟將出現低增長、高通脹見頂回落，以及利率高企的格局。



美國經濟展望

美國經濟能否軟著陸存在不確定性

2022年上半年，美國經濟錄得連續兩個季度負增長，但分別是與貿易逆差擴大和庫存縮減有關，加上就業市場保持穩健，以及2022年第三季實質經濟錄得按季年率3.2%增長，相信美國經濟尚未被其全國經濟研究所定義為衰退。可是，自2022年至今，美國經濟的焦點是通脹情況。受早前疫情導致供應鏈瓶頸、俄烏軍事衝突推高國際能源及食品價格，以至早前寬鬆財政及貨幣政策推動房地產市場急升，就業市場向好帶動服務價格上揚等支持，美國消費物價普遍上升。其中整體消費物價指數按年增長已從2022年6月9.1%的40年高位，逐步受惠於供應鏈瓶頸紓緩和能源價格升幅回落，整體通脹於11月份回落至7.1%。惟在住房成本和核心服務價格高企下，10月份消費物價核心指數按年升幅仍達6%，而美聯儲慣常使用的通脹指標，即個人消費開支核心價格指數於11月份亦維持於4.7%，均大幅高於美聯儲2%的目標，顯示該局仍有需要進一步收緊貨幣政策。

面對通脹居高不下，2022年美聯儲已大幅加息遏抑通脹，累計加息425個基點至4.25至4.5%。在利率大幅上升下，不單金融市場出現顯著波動，對息率敏感的房地產市場亦急速降溫，標普20大城市樓價指數已連續4個月錄得按月跌幅。鑑於房地產價格的變化需要一段時間才能傳導至消費物價指數的住房成本，預期未來數月住房成本將維持高企，隨後才逐步見頂回落。

若供應鏈瓶頸、能源及食品，以至住房成本均有望於未來逐步見頂回落的話，目前美聯儲加息是希望透過緩和就業市場的需求以達致控制通脹的目標。目前，美國就業市場僅有初步放緩跡象，如11月份失業率從低位略為回升至3.7%，非農職位數目回落至26.3萬份，過去3個月平均每月非農職位數目為27.2萬份，較對上3個月平均37.4萬有所回落。可是，疫情過後的勞工參與率處於較低水平，

穩健的勞工市場帶動平均時薪較快增長，11月份仍達按年5.1%升幅，高於10月4.9%，並遠高於美聯儲認為與其通脹目標相適應的水平，故相信該局在確信就業市場回復供求平衡，工資增長返回長期平均趨勢前，仍會維持緊縮貨幣政策，美聯儲主席預期2023年第一季美聯儲將最少再加息兩次，聯邦基金利率或將會升至約5至5.25%水平，往後才按經濟和通脹情況決定未來的息率變化，預期2023年餘下時間聯邦基金利率將維持於該水平不變。

展望2023年，美國通脹壓力料已見頂，惟其從高位回落仍需過程，相信2023年全年亦難以返回其政策目標。2022年11月份彭博調查顯示，預期2023年第一及二季美國消費物價指數按年升幅分別為6.1及4.3%，較10月份調查分別調升0.2及0.3個百分點。面對美聯儲進一步收緊貨幣政策，難免增加金融資產和房地產價格調整的風險，負財富效應勢將拖累消費及經濟前景。受股市回調拖累，2022年第三季美國家庭淨資產按季再下跌0.4萬億美元至143.3萬億美元。此外，標普20大城市樓價指數繼9月份按月跌1.3%後，10月份再按月跌0.5%。加上美國穩健的就業市場亦出現放緩跡象，若就業市場逐步降溫並帶動工資增長回落的話，料將為2023年美國消費開支前景帶來隱憂。

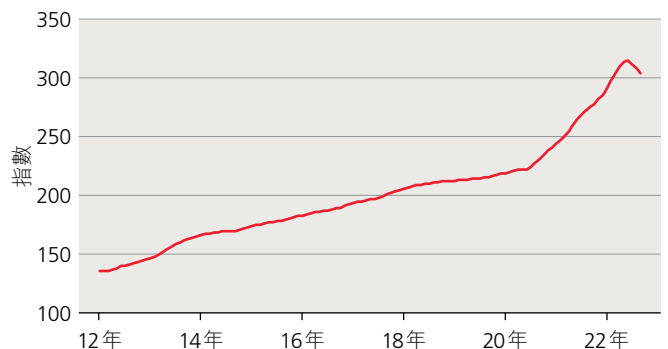
同時，美聯儲於12月會議發布的經濟預測顯示，經濟增長將於2023年減慢至0.5%，較9月份預測低1.2個百分點。個人消費開支價格核心指數的升幅則將於2023年降至3.5%，較9月的預測高0.4個百分點。失業率將於2023年第四季升至4.6%，較9月的預測高0.2個百分點，美國經濟能否達成軟著陸，將視乎通脹和就業市場的變化。若地緣政治等再次導致供應鏈受壓，或就業市場未能放緩至足以令通脹降溫，或會逼使美聯儲進一步加息，勢將導致新一輪金融市場波動，打擊家庭及企業的信心，故美國2023年經濟增長預測存在下行風險。

美國通脹率



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

標普 CoreLogic Case-Shiller 20城綜合樓價指數



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

宏觀經濟

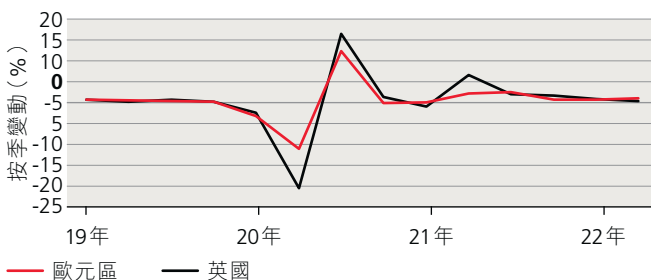
歐洲經濟展望

地緣政治等下行壓力仍大，歐洲經濟前景不甚樂觀

繼2022年夏季經濟重啟帶動歐洲經濟快速復甦後，經濟增長動力迅速降溫，與俄烏軍事衝突持續、打擊歐洲能源供應，導致天然氣等價格以倍數增長，促使歐洲央行等快速收緊貨幣政策以遏抑通脹，嚴重影響歐洲製造行業，甚至家庭部門的生計，拖累消費和投資表現，相信歐洲經濟於2022年第四季快將步入負增長。

2022年上半年，歐元區實質經濟增長按季平均擴張約0.7%，至第三季增幅明顯放緩至0.3%，其中德國、法國、意大利和西班牙於第三季仍分別錄得0.4、0.2、0.5及0.2%按季增長，顯示區內主要經濟體面對眾多不明朗因素維持輕微增長。英國經濟則從上半年按季平均0.4%，回落至第三季收縮0.3%，部分與英女王葬禮外假期，以至影響消費和投資情緒有關。

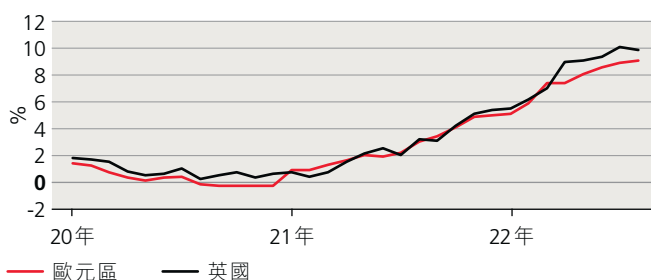
歐元區及英國經濟增長



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

能源供應安全及通脹高企是2022年歐洲經濟的焦點。鑑於俄烏軍事衝突，歐洲向俄羅斯實施制裁，導致俄羅斯縮減向歐洲提供天然氣的供應，但替代供應不是一時三刻可以彌補，加上天然氣價格以倍數增長，觸發當地社會和市場對歐洲於冬季可能出現能源危機的憂慮。因此，歐盟及各成員國努力商討如何化解能源危機，包括加快儲存天然氣和興建替代能源基礎設施的步伐、各國於2022年7月底同意減少15%天然氣需求、以及提出共同採購天然氣及建議設立天然氣價格上限於每百萬瓦時275歐元等。歐洲天然氣價格曾於2022年8月升至紀錄新高每百萬瓦時346歐元，故較俄烏衝突爆發前升逾數倍，截至12月28日為止，天然氣價格則已從高位回落76%至每百萬瓦時81歐元。

歐元區及英國通脹率

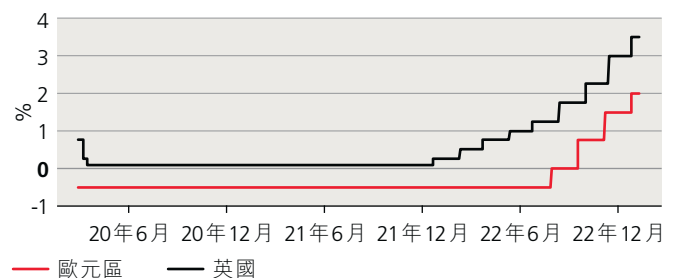


資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

面對能源價格屢創新高，歐元區和英國通脹持續升溫，兩者於2022年10月分別按年升至10.6及11.1%的歷史及41年來新高。縱使2022年11月歐元區通脹回落至按年10.1%，英國11月通脹亦回落至10.7%，但歐元區和英國通脹是否經已見頂仍言之尚早，未來仍有可能受能源價格調整而於高位波動。面對數十年來最嚴峻的通脹環境，歐洲央行和英倫銀行亦已加快其貨幣政策緊縮步伐，前者自2022年7月起累計加息2.5%，後者則自2021年12月起累計加息3.4%，並已開展主動出售國債以推動資產負債表正常化。

在物價和息率大幅上升的背景下，歐洲各地企業和家庭部門面對沉重的財政壓力。目前，家庭部門正透過早前疫情期間的財政寬鬆、能源補貼措施，以及穩健就業市場支持其渡過難關。縱使歐洲經濟前景甚不明朗，可幸的是其就業市場保持穩定，成為經濟避免陷入深度衰退的重要支撐。2022年10月歐元區和2022年8至10月英國失業率分別為6.5及3.7%，前者創歷史新低，後者僅從1974年來的低點略為回升。

歐元區及英國政策利率



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

展望2023年，歐洲經濟前景並不樂觀，地緣政治仍然是歐洲經濟最大不明朗因素，加上通脹高企，歐洲央行等繼續收緊貨幣政策，對財政狀況較差的成員國或會構成壓力，進一步制約成員國提供財政和能源補貼措施的支持，預期消費和投資勢將保持低迷。對外貿易則料受益於歐元和英鎊匯率低企，但以美元計價的能源進口卻會對貿易平衡帶來壓力，相信歐元區和英國經濟於2022年第四季及2023年上半年將會錄得負增長，全年能否避免陷入衰退則取決於上述不明朗因素何時減退。另外，英國辛偉誠政府的秋季預算報告則料不致對英國短期經濟表現構成明顯影響。國際貨幣基金組織預測2023年歐元區和英國經濟將分別錄得0.5及0.3%增長，分別較2022年低2.6及3.3個百分點。

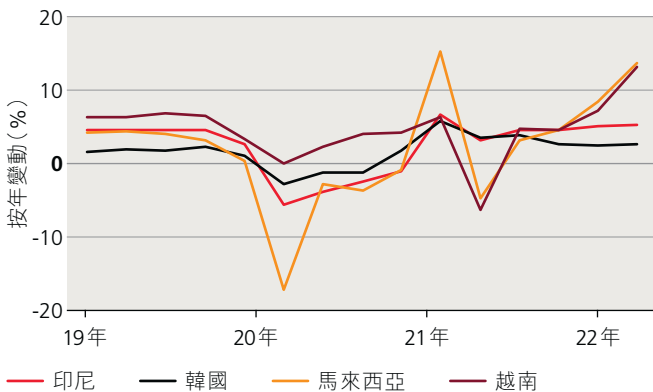
相對美國而言，歐元區和英國經濟料將迅速降溫。目前歐元區和英國屢創新高的通脹，或會受惠於高基數、能源價格回落，以至經濟下行壓力帶動而逐漸緩和。國際貨幣基金組織預測2023年歐元區和英國通脹率將分別為5.7及9%，高於歐央行和英倫銀行約2%的政策目標。相信歐央行和英倫銀行將於2023年初持續加息分別至最少3及4.25%，隨後將於高位維持不變一段時間，以評估最新的經濟和通脹情況再作下一步部署。

亞洲經濟展望

亞洲經濟看高一線，惟下行風險仍在

2022年第三季亞洲主要經濟體普遍錄得穩健按年增長，但個別亞洲先進經濟體按季增長放慢，甚至收縮。其中日本及南韓均受貨幣兌美元貶值影響，拖累淨出口表現。日本國內生產總值按季增長由第二季上升1.1%回落至第三季收縮0.3%，南韓國內生產總值按季增長從第二季的0.7%減慢至第三季的0.7%。發展中經濟體則繼續錄得強勁增長，其中越南國內生產總值按年增長由第二季7.7%加快至第三季13.7%，主要受惠製造業於2021年第三季受防疫措施影響導致的低基數，以至該行業大幅反彈所帶動。2022年第三季印尼及馬來西亞國內生產總值則分別錄得5.7及14.2%增長。

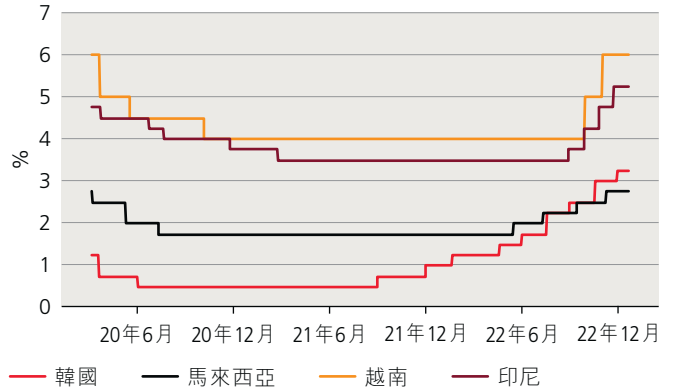
亞洲個別經濟體的國內生產總值



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

雖然亞洲地區通脹壓力較歐美等先進經濟體為低，但由於俄烏軍事衝突推高國際能源和食品價格，加上供應鏈瓶頸困擾，以及發展中經濟體貨幣兌美元貶值，2022年亞洲地區主要經濟體均錄得通脹升溫。其中日本消費價格指數由2022年10月按年3.7%升幅加快至11月3.8%，創1990年12月以來新高；印尼消費價格指數則於2022年6月升至6%的7年新高，於11月份回落至5.4%，但仍連續7個月高於央行2至4%的目標範圍。鑑於通脹高企和美元強勢，除日本央行外，區內主要央行於2022年大致跟隨先進經濟體收緊貨幣政策。其中南韓央行更早於2021年8月開始上調政策利率，至2022年11月累積加息275個基點；菲律賓央行則自2022年5月開始加息，至2022年12月累積加息350個基點；越南央行亦於2022年9及10月累積加息200個基點。

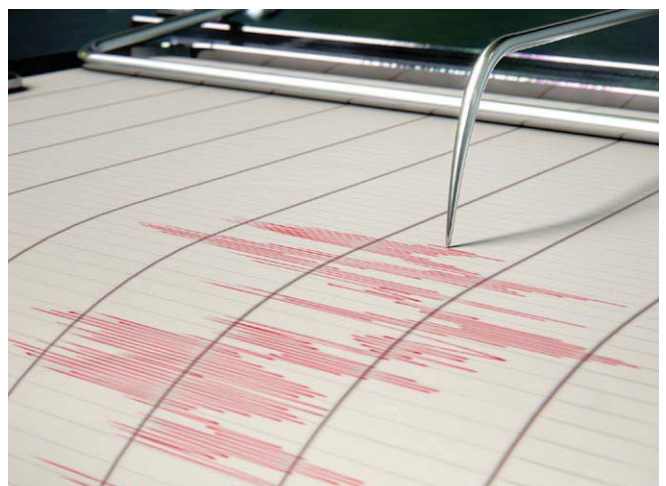
亞洲個別經濟體的政策利率



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

展望2023年，隨著內地宣布進一步優化防控措施，經濟有望進一步重啟，勢將刺激需求及經濟活動出現反彈，為亞洲地區經貿投資進一步復甦提供支持。同時，亞洲地區防疫限制進一步放寬及各國邊境重開，均有利旅遊業復甦。隨著基數效應，以至供應鏈瓶頸和能源價格緩和等，預計2023年亞洲地區的通脹壓力將逐漸緩和，為區內主要央行放慢加息步伐提供空間，促進區內消費及投資氣氛逐步回穩。

另外，《區域全面經濟夥伴關係協議(RCEP)》於2022年1月生效，部份亞太區發展中經濟體，如越南等將明顯受惠於削減關稅及非關稅壁壘，以至區內供應鏈重組，勢將推動其出口及投資表現。印尼作為大宗商品出口國，則較少受到能源價格上升的衝擊，並將受惠於商品需求回升所帶動。10月國際貨幣基金組織《亞太地區經濟展望》預測亞洲區2023年經濟增長為4.3%，當中越南及印尼將分別增長6.2及5%，兩國通脹率則分別為3.9及5.5%。然而，2023年主要先進經濟體的增長勢將大幅放緩，加上地緣政治風險揮之不去，將為亞洲區出口及經濟前景帶來不明朗性。



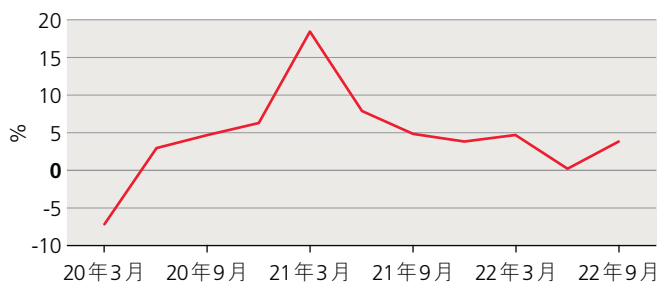
宏觀經濟

中國內地經濟展望

內地經濟處於復甦的有利位置

繼2021年強勁反彈後，內地經濟於2022年受到區域性疫情爆發、中美競爭、房地產市場調整、加強新經濟產業監管等不明朗因素所拖累，復甦步伐未如預期。不過，內地當局持續加大宏觀政策力度，以穩增長和穩就業，帶動內地經濟從第二季受疫情打擊的谷底回升，首三季經濟錄得3%按年增長。其中，內地當局支持企業在疫情期間維持正常運作，並加快專項債發行及使用，故工業生產及基建投資提供主要增長動力，服務業及房地產表現則受疫情防控措施和開發商流動性問題等困擾。此外，地緣政治局勢升溫及環球主要央行迅速收緊貨幣政策，全球經濟下行壓力增加，拖累內地商品出口對經濟復甦的貢獻。

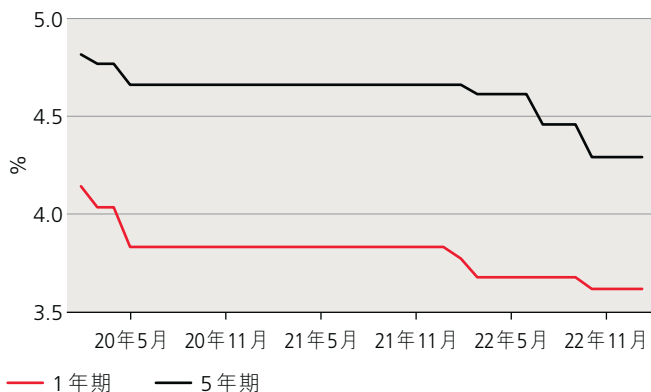
內地經濟增長



資料來源：國家統計局，數據截至2022年12月30日

為緩和經濟下行壓力，以達致穩經濟和穩就業，內地當局加強財政及貨幣政策的寬鬆力度。自2022年以來，人民銀行合共下調5年期貸款市場報價利率(LPR)35個基點，1年期LPR則下調15個基點。另外，繼2022年4月下調存款準備金率(RRR)25個基點後，12月再度下調RRR 25個基點，有助於降低企業融資及房貸成本，並維持流動性合理充裕。同時，國務院於2022年5月以來多次宣布穩定經濟措施，包括新增政策性開發性金融工具額度、延長製造業中小企緩稅補繳期限、督促地方政府用好專項債等。

內地貸款市場報價利率



資料來源：中國人民銀行，數據截至2022年12月29日

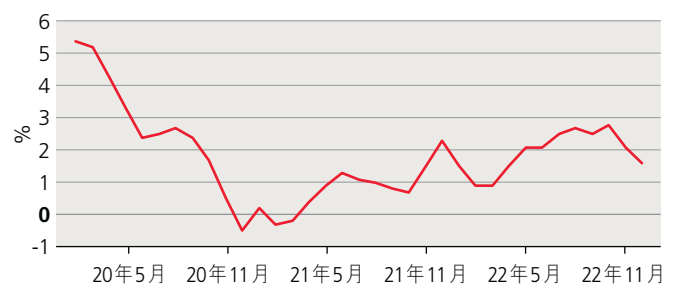
縱使內地經濟短期面對一些挑戰，但其自疫情以來的整體復甦步伐均較其他主要經濟體為佳，且預期2023年內地將在疫情防控、房地產和宏觀政策作出調整，支持經濟處於復甦有利位置，推動經濟穩步復甦，中長線向好趨勢維持不變。

首先，內地正進一步優化防疫措施，既從疫情防控、經濟成本及社會負擔上尋求平衡，亦為全面復常作出準備。2022年11月中，內地當局宣布優化疫情防控工作的20條措施，包括取消入境航班熔断機制、對結束閉環作業的高風險崗位從業人員由7天集中隔離或居家隔離調整為5天居家健康監測等。隨後，於12月初再發布10項防疫政策優化措施，包括縮小核酸檢測範圍及頻率等，並有望於2023年1月8日起將新冠肺炎改稱新冠病毒感染，並對疫情實施「乙類乙管」，大幅調整出入境措施，包括對入境人士免除核酸檢測及集中隔離要求等。隨着內地當局有序放寬疫情防控要求，城市間人員流動料將增加，受遏抑的需求將被釋放，帶動服務業及零售消費等行業復甦。

其次，在堅持房住不炒方針下，內地當局將加大力度支持財政狀況較佳的開發商，滿足民眾合理住房需求及穩定房地產市場。2022年11月，人民銀行和中國銀保監會推出16條措施，包括延長「兩道紅線」政策過渡期(即銀行業房地產貸款佔比上限，以及個人房貸佔比上限)、為質素較佳的開發商發債提供增信擔保等支持。中國銀行間交易商協會則支持包括房地產開發商在內的民營企業債務融資，並透過人民銀行提取再貸款資金支持。中國證監會亦支持房企股權融資，反映內地當局正從銀行貸款、債券及股權融資三大渠道改善開發商的財務和流動性狀況、以保交樓和項目完工，引導市場預期好轉，穩定房地產市場的表現。

再者，相比歐美先進經濟體正在收緊財政和貨幣政策，內地通脹壓力溫和及其較佳的財政紀律均為其目前寬鬆宏觀政策提供空間，有利於推動整體經濟從疫情中逐漸復甦過來。加上內地當局正邁向高增值和高品質方向發展，落實雙循環戰略，並促進創新科技發展，消費和服務業發展成為推動內地經濟增長的主要動力，支持其返回中長期發展之路，預期2023年內地經濟增長將達5.2%左右，通脹則維持溫和於約2.2%。

內地通脹率



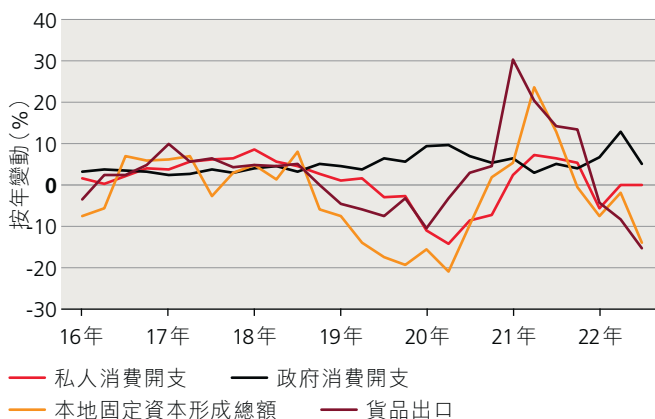
資料來源：國家統計局，數據截至2022年12月29日

香港經濟展望

香港經濟有望從疫情和外圍不明朗中加快復甦

2022年，香港作為小型開放經濟體，難免受到外圍因素，如全球經濟低迷、利率迅速上升、美元匯率走強、地緣政治局勢等所影響，加上2022年上半年疫情升溫，特區政府大幅收緊防疫措施，包括取消大型活動、餐廳堂食限制及酒吧停業等，對消費和營商信心等均帶來沉重打擊，拖累首三季香港經濟均陷入負增長，平均按年收縮3.3%。

本地生產總值主要開支部分

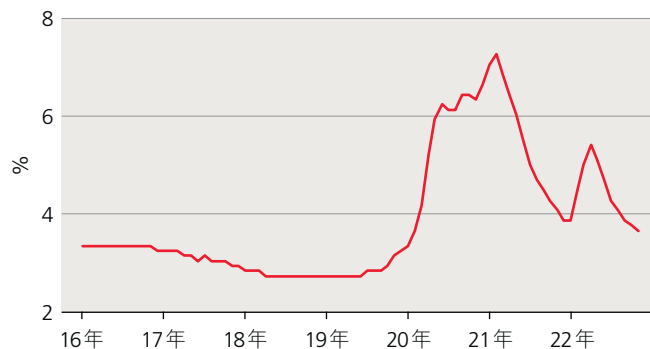


資料來源：香港政府統計處，數據截至2022年12月29日

具體而言，2022年消費和投資表現明顯落後。私人消費繼第一季按年收縮後連續兩季出現停滯，受年初嚴格的疫情防控措施和2021年發放消費券的高基數影響。本地固定資本形成總額則連續四季按年收縮，且跌幅較大，2022年第三季更錄得14.3%按年下跌，料與本地疫情、環球經濟不明朗、環球金融環境趨緊及資產市場調整等有關。對外貿易方面，疫情緩和和全球經濟加大對內地製造業商品的倚賴復歸正常，經濟復常帶動對服務需求的釋放，以至環球經濟前景轉趨黯淡等，首三季實質貨物出口均錄得9.7%跌幅，較貨物進口9.5%跌幅略大，惟服務出口表現略優於服務進口，令淨出口不致拖累整體經濟表現。

然而，特區政府已於2022年4月底起分階段放寬防疫措施，例如堂食每枱人數限制、宴會人數上限及餐廳營業時間等，於12月底宣布取消口罩令以外，幾乎所有防疫措施，並快將與內地通關，勢將帶動本地經濟活動更全面重啟，推動就業市場復甦，失業率從高位回落，2022年8至10月失業率錄得3.8%，較2至4月高位低1.6個百分點。

香港失業率



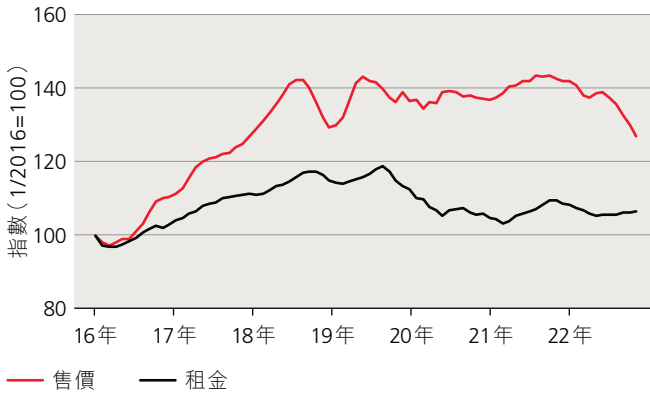
資料來源：香港政府統計處，數據截至2022年12月29日

此外，本地資產市場受到環球金融環境趨緊影響而有所轉弱。2022年以來，環球主要央行以數十年來最快速度收緊貨幣政策，不單加大金融市場的波動，也增添了房地產市場下行的壓力。其中美聯儲累計加息425個基點，港元同業拆息(HIBOR)亦跟隨上漲，1個月及3個月HIBOR較2021年底高至少約400及450個基點；香港商業銀行於2022年9月起亦累計上調最優惠利率62.5個基點。在預期未來美聯儲將進一步加息下，香港大型銀行最優惠利率亦料將跟隨於2023年至少上調至6.125%水平，往後香港加息的步伐將視乎美聯儲貨幣政策取態。在息率上升，經濟前景不明朗下，2022年11月私人住宅售價指數較2021年底下跌13.8%，惟相對其他資產類別仍尚算平穩。



宏觀經濟

住宅售價及租金指數

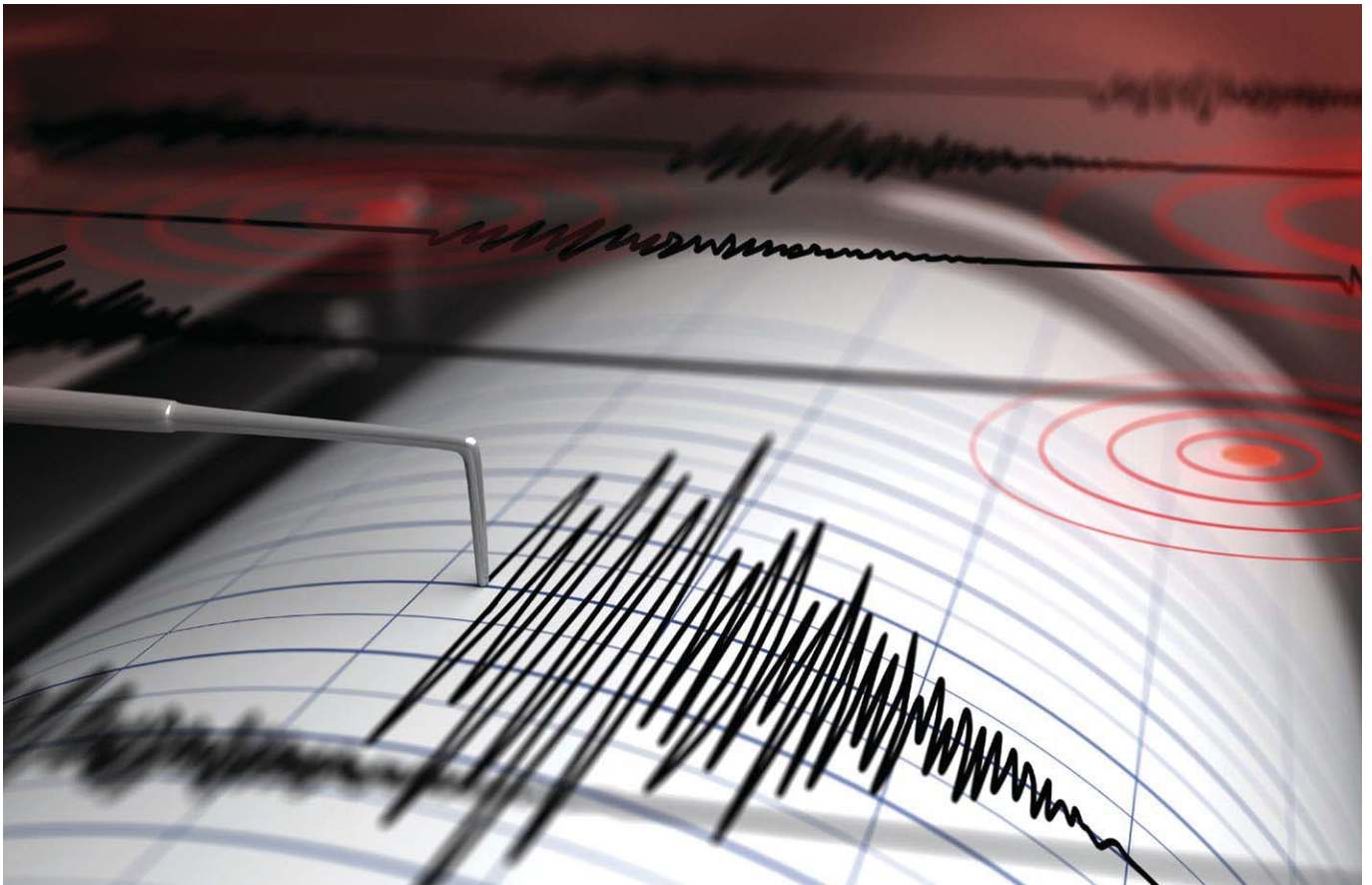


資料來源：差餉物業估價署，數據截至2022年12月29日

展望2023年，香港與內地免檢通關落實在即，加上若特區政府推出新一輪逆週期措施的話，將有利香港整體經濟及眾多旅遊和零售相關行業早日全面復甦，失業率有望進一步回落，經濟表現再上新的台階。同時，行政長官於施政報告提出了多方面招商引資引才，強化競爭力，以及對接國家戰略，增強發展動能的措施：包括引進生命健康科技、人工智能與數據科學、金融科技、先進製造與新能

源科技等策略產業的重點企業；積極優化原有的或開展新的輸入外來人才計劃以在全球範圍爭奪人才；充分把握「十四五」規劃、大灣區建設和「一帶一路」倡議等國家戰略帶來的種種機遇，特別是提升香港融資平台國際化、強化最大離岸人民幣業務中心優勢、加強互聯互通、發展綠色和可持續金融等，以至發展「北部都會區」等項目，既可推動創新科技和基礎建設的發展，亦可解決房屋和土地短缺的問題，成為驅動香港經濟的新引擎。因此，預期2023年香港經濟表現將較2022年為佳，或可達到3.5%左右，通脹壓力則維持溫和。

住宅樓市方面，目前香港經濟前景仍受不明朗因素困擾，加上香港銀行將進一步加息等，短期內難免會影響樓市氣氛。然而，本輪加息週期的幅度大大低於1970至1980年代大幅加息。若本地經濟加快復甦，在放寬跨境限制和特區政府招商引資引才等措施的帶動下，料可強化經濟活力，推動人口流動轉趨平衡，加上按揭貸款審慎措施有效控制過度借貸，短中期房屋政策及樓市供應保持穩定等，料可有助緩和住宅樓市下行的壓力，預期2023年香港私人住宅樓價僅溫和調整。



鏡花水月

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪

東亞銀行財富管理處投資策略師 | 陳偉聰

東亞聯豐投資團隊



鏡花水月

上季標題是《角力》。成功預測歐美股市首3季大跌後第四季將出現技術性反彈，中期大選前美股將出現歌舞昇平之象，但戰事、加息及經濟衰退風險仍盤踞市場。資金大幅流竄拖拉走勢，形成急速且大幅波動，當中能源、原材料、必需品、醫療護理及公用板塊表現將優於大市。成熟股市在危與機、好與淡爭持中度過。結果與過去預測大致相若。

本季標題是《鏡花水月》，比喻良辰美景總是虛幻不實的。去年首3季各地指數大幅下跌後資金開始積極吸納，各地股市上季出現明顯修復。俄烏戰事淡化及各央行加息步入尾聲，中國放寬抗疫政策都為市場帶來無限憧憬。但否極泰來並不代表一蹴而就，戰事陰魂不散，能源價格餘溫猶存，通脹高企未言加息結束，中國防疫成效仍有待觀察。以為拿捏大好形勢，最後發現身處虛幻的美景之中。

基本分析：全球股市如履薄冰

上季分析去年美股首3季表現是過去50年來第二差的年份，預測第四季將出現反彈，但不代表脫離頹勢。基本風險因素沒有逆轉，指數只是朝向改善方向（詳情可參閱上季《股票》章節）。結果第四季主要美股指數上漲5.78至15.59%，承壓較大的納指只輕微下跌0.74%。同樣狀態出現在全球22項主要股票指數，參考去年第四季及年內表現結果如下：



指數	第四季 (%)	年內 (%)	指數	第四季 (%)	年內 (%)
MSCI 世界股票	9.52	-19.39	法國 CAC	22.58	-14.89
MSCI 美國	6.79	-20.65	英國富時 100	17.34	-9.56
MSCI 歐洲	9.90	-11.33	日經 225	11.17	-20.38
MSCI 日本	3.68	-7.97	南韓 KOSPI	22.05	-26.59
MSCI 亞洲除日本	10.46	-21.92	恒生指數	14.45	-16.32
MSCI 新興市場	9.02	-22.50	滬深 300	4.40	-28.17
標普 500	7.23	-19.33	台灣加權	10.31	-29.18
道瓊斯工業平均	15.59	-8.63	新加坡海峽時報	11.48	4.94
納斯達克 100	-0.74	-32.90	印尼雅加達	-4.80	-4.61
羅素 2000	5.78	-21.57	印度 NIFTY	3.78	-29.16
德國 DAX	24.96	-17.86	馬來西亞吉隆坡	10.83	-11.41

資料來源：彭博，數據截至2022年12月23日

以年內出現雙位數跌幅後第四季又出現雙位數升幅作為「大幅波動」的指標，22項中有8項符合條件，全數為歐洲及亞洲股市。反映去年全球高通脹及持續加息，高利率加上美元獨大對歐亞市場衝擊較大，但當利率流傳見頂及美元回軟後，兩區反彈力亦較美股更強。

上季升勢能否延續至今年？資金流向呈現出不同的解讀。根據美國投資公司協會提供的美國註冊投資基金資金流動額數據顯示¹，資金總體（包括股票、債券、商品及混合類）年內流出約3,827億（美元，下同），股票類卻流入150億，反映其他類別才是重災區（例如債券）。

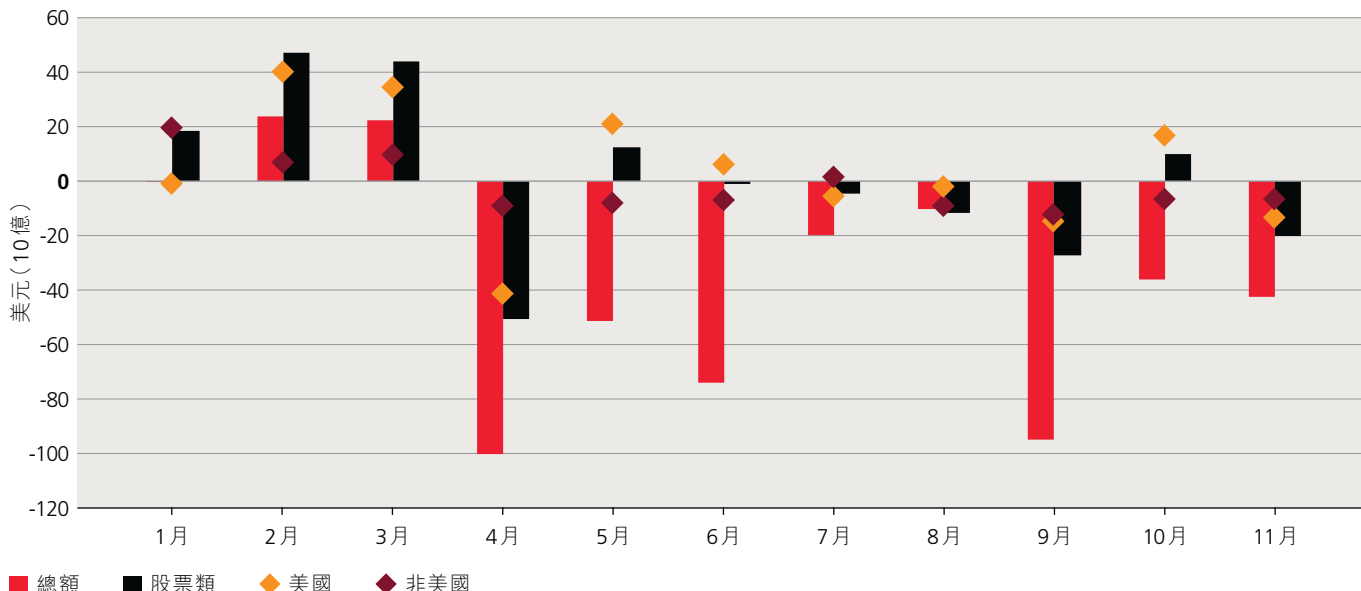
月份數據呈現出另一個分析角度。不論總體或股票類資金流入主要集中首3個月，俄烏戰事爆發刺激避險情緒籠罩全球，資金明顯流出各項投資基金，尤其4月戰事之初及9月美聯儲再次大幅加息75點子及下修經濟預測至衰退邊緣，加劇恐慌情緒。及後股價類中只有5及10月出現正流入，反映高風險投資者在股市大跌後輕微趁低吸納，但發現結果徒然後再度沽貨離場。幸好同期股票類佔總額比例偏低，反映投資者即使集體流出套現，但股票類並非首選。

再把股票類分拆為美股及非美股類，結果與上述相若，美股類在5、6及10月錄得流入，非美股類更只有7月單月流入，其他月份全線下跌。而年內美股類錄得382億流入，非美股類卻錄得232億流出，走勢大相徑庭，反映資金仍對非美股市卻步。

資金流反映投資者行為，CNN提供的「恐慌與貪婪指數」（Fear & Greed Index）反映投資者情緒²。指數由0至100劃分出5個區域，數值最少為「極度恐慌」而最大為「極度貪婪」。當指數處於兩大「極度」區域時，投資者受情緒及偏見主導，非理性作出投資決策，亦是信奉「人棄我取」這相反理論信徒的出手時機。

截至12月24日，指數顯示由1個月前「貪婪」區域（數值62）跌至「恐慌」區域（數值39），反映投資者由亢奮跌入恐懼的情緒搖擺，與全球股市走勢相若，但仍存有適度理性或並非相反理論策略的最佳時機。

2022年美國註冊投資基金資金流數額



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2022年12月27日

¹ 見美國投資公司協會網站，<https://www.ici.org/research/stats/weekly-combined>

² 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>

股票

綜合分析，未來全球股市走勢基本預期如下：

- 承受較高風險投資者去年5及10月入市後損失，最後稻草折斷令投資者情緒短期內難以趨向樂觀，或對後市心存警惕。最多只是逃出最差空間，股市大幅下跌機率不大，但並非樂觀而大幅入市。止跌不等於升勢，信心及資金缺乏下預期全球股市走勢仍是步履蹣跚；
- 年內最大流出資產並非股票，甚至錄得正流入，反映戰事影響雖大，但複合加息衝擊下其他資產（例如債券）投資者恐慌較投資股票更大。短期內經濟數據影響利率走勢將主導資金流，尤其中國經濟反彈與歐美經濟放緩如何取得平衡，靜觀其變將取代上季亢奮的升勢；
- 非美市場投資者沒有因反彈浪而追入，只是較美股放慢拋售步伐。資金流數據可能部份受本土偏好（Home bias）影響，但不能否定全球持續跌勢中投資者對美股信心較大。預期各央行仍以美聯儲為馬首是瞻，放慢並非停止加息步伐，美息帶動美元在高位徘徊將延續美元資產去年的強勢，成熟市場中美股表現較為可靠。

美股：鏡花水月

指數分析：苦盡才甘來

本季《宏觀策略》已剖析未來美國經濟放緩的各方數據及分析，在此不再累贅。但是次經濟放緩較最近兩次2001及2008年最大分別是起源及解決方法，亦預期美股走勢將與前兩次截然不同。

2001年源於科技熱潮孳生缺乏盈利的企業，只要與科網有相關的股價都可扶搖直上，高估值潛伏泡沫爆破風險。2008年源於金融工具創新，低利率加持資金投入複雜衍生工具，但缺乏監管下野蠻生長，最後造成環球金融災難。過去兩次美聯儲都是扮演拯救世界的角色，美股隨即上升。但今次是美聯儲刻意醞釀放緩，甚至可能是始作俑者。原因為何？相信主要與通脹有關。

分析前兩次及去年經濟數據其實已找到端倪。數據表列如下：

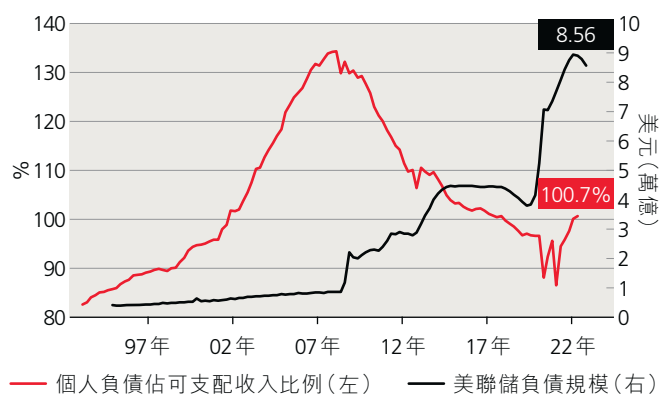
經濟數據 (%)	2001年 變化	2008年 變化	2022年 變化
GDP (按年)	2.9 降至 0.2	2.2 降至 負 2.5	5.7 降至 1.9
CPI (按年)	3.4 降至 1.6	4.1 降至 0.1	7.4 升至 7.11
聯邦利率 (名義)	6.50 降至 1.75	4.25 降至 0.25	0.25 升至 4.50
聯邦利率 (實質)	3.10 降至 0.15	維持 0.15	負 7.15 降至 負 2.61

資料來源：彭博，數據截至2022年12月28日

美聯儲最主要的職責是制定及執行貨幣政策，透過調控基準利率和貨幣流通量以維持美國通脹、就業及經濟增長穩定。過去兩次美聯儲透過寬鬆貨幣政策填補經濟缺口，包括減息及大量購入國債。2001年聯邦利率由6.5%降至1.75%，減幅4.75%，而2008年由4.25%降至0.25%，減幅4%。當時美聯儲不擔心通脹蠶蝕消費者購買力或企業投資，因就算減息後實質利率仍是正值，有利經濟自行復甦，兩次結果皆約在1年後經濟增長回復正軌，美股扶搖直上。

去年美國通脹持續上升並在40年高位徘徊，未有戰事爆發前實質利率已出現負值，及後通脹攀升迫使美聯儲追趕加息，成功控制通脹升至9.1%後見頂回落。但負利率仍維持在2.61%，唯有繼續加息才能引導經濟原生性增長（詳情可參閱《宏觀策略》章節）。另一大問題是美聯儲的負債規模去年已升至約9萬億，而千禧年代當時不足1萬億。今天政府負債佔國內生產總值（GDP）比例超過137%，緊次於日本排行全球第二，比當時不足70%風險明顯更高，反映「縮表」已迫在眉睫。如美聯儲就手旁觀，相信爆破後再補救的社會成本比今天「自行了斷」更高，亦解釋去年美聯儲自被市場詬病所謂「Behind the curve」忽然轉「鷹」至「Beyond the curve」。加上個人負債佔可支配收入比例由2008年有紀錄高峰約134%持續下降至約100%，反映民間對經濟衰退韌性較好，持續加息可能推升該比例，但對整體經濟影響仍屬可控，為美聯儲「縮表」同時加息，雙管齊下方式收緊流通性建好基礎，但流動性收緊不利未來美股走勢。

個人負債佔可支配收入比例及美聯儲負債總額



資料來源：彭博，數據截至2022年12月28日

相信美聯儲明白問題核心源自俄烏戰爭，貨幣政策並非解決戰爭方案，初期唯有被動地觀察通脹反應。直到食品及能源價格飆升開始傳導至核心通脹，主席鮑威爾便不能坐以待斃。最近似今天狀況是80年代初，時任美聯儲主席沃爾克大幅加息藉以壓制能源危機引發的通脹（詳情可參閱上季《債券》章節）。今天美聯儲希望重拖故技，自行醞釀一個事先張揚的衰退，參考最近3次美聯儲連續向下修訂經濟預測至0.5% 盛衰邊緣可見一斑。雖然沃爾克操作最後通脹未有預期般下跌，但仍是今天兩害取其輕的權宜之計。何況衰退與否是由全國經濟研究所(NBER)一錘定音，就算去年第一及二季美國按季GDP連續兩季出現負增長（負1.6及負0.6%），NBER列出它對「衰退」的定義³，並明確表示當時美國沒有衰退⁴。NBER背書下美聯儲更執意並排除萬難都要緊縮貨幣政策，糾正多年量寬遺留的禍根，投資者更不應奢望美聯儲仿效過去兩次以「聯儲局認沽期權」(Fed put) 拯救美股。



放棄為衰退定義咬文嚼字，分析過去按季GDP走勢對美股影響較為實際。過去50年連續兩季或以上按季GDP出現負值及當季標普500指數表現如下：

年份	季度	GDP (按季 %)	股指變化 (%)	季數
1974 至 1975 年	第三季	-3.7	-26.1	3
	第四季	-1.5	7.9	
	第一季	-4.8	21.6	
1980 年	第二季	-8.0	11.9	2
	第三季	-0.5	9.8	
1981 至 1982 年	第四季	-4.3	5.5	2
	第一季	-6.1	-8.6	
1990 至 1991 年	第四季	-3.6	7.9	2
	第一季	-1.9	13.6	
2008 至 2009 年	第三季	-2.1	-8.9	4
	第四季	-8.5	-22.6	
	第一季	-4.6	-11.7	
	第二季	-0.7	15.2	
2020 年	第一季	-4.6	-20.0	2
	第二季	-29.9	20.0	
2022 年	第一季	-1.6	-4.9	2
	第二季	-0.6	-16.4	
平均		-5.1	-0.3	2.4
中位數		-3.7	5.5	2
標準差		6.8	15.5	0.8
正值數量		0	9	-
負值數量		17	8	-
最大值		-0.5	21.6	4
最小值		-29.9	-26.1	2

資料來源：彭博，數據截至2022年12月28日

³ 見全國經濟研究所網站，<https://www.nber.org/research/business-cycle-dating/business-cycle-dating-procedure-frequently-asked-questions>

⁴ 見商業內幕網站，<https://markets.businessinsider.com/news/stocks/economy-nber-will-not-declare-official-recession-gdp-growth-jobs-2022-8>

股票

數據顯示過去50年符合條件的共出現7次，連續兩季出現負值有5次，連續出現3及4季只各1次，暗示今年即使衰退，超過70%機會只連續兩季。按季GDP跌幅平均值及中位數分別是負5.1及負3.7%，兩者相差偏高，加上標準差為6.8%，暗示波幅比平均值更大；最小及最大跌幅分別是-0.5及-29.9%，反映極端的分佈扭曲預測可靠性。如剔除最大及最小值，平均值及中位數分別是負3.8及負3.7%，標準差下跌至2.5%，修正後反映美國按季GDP出現約負3.7%機會較大。

數據顯示股指表現卻相對較清晰。按季表現平均只有負0.3%，中位數更出現正回報5.5%，看似經濟負增長對股市影響不大，但同樣地標準差高見15.5%，暗示當負增長出現時，股指波動將非常大，或取決於觸發衰退的原因，例如2008年金融災難引發全球性衰退，其影響力是數據中最長及幅度偏大；其次是1974年石油危機，當時股指出現有紀錄中最大單季跌幅負26.1%。以正負值次數及最大與最小值分析，結果非常平均，正負次數比例是9比8，最大與最小值分別是正21.6及負26.1%，反映值博率非常接近，未分高下。

考慮經濟結構轉變與現今狀況相關性，把數據濃縮至千禧年後，分析結果如下：

指標	GDP (按季%)	股指變化 (%)
平均	-6.6	-6.2
中位數	-3.4	-10.3
標準差	9.8	15.8
正值數量	0	2
負值數量	8	6
最大值	-0.6	20.0
最小值	-29.9	-22.6

資料來源：彭博，數據截至2022年12月28日

結果顯示除中位數，GDP按季變化在各項指標中都轉差，反映千禧年後每當經濟出現衰退，情況將較過去50年嚴重。股指各指標分析亦較悲觀：

- 3次案例中共有8季負增長，當中有6季為負值，下跌機率升至75%；
- 跌幅為6.2至10.3%之間，明顯比整體數據分析差；

- 標準差與整體數據相若，最大與最小值趨向平衡(約正20與負23%)，反映千禧年後極端結果的價值率相若。

調整數據後分析結果顯示美國按季GDP好大可能跌約3至4%，當時美股下跌約6至10%。

本季《宏觀策略》闡述大部份分析都認為美國今年好大機會出現衰退，但預測程度各異。根據同樣數據但以衰退程度劃分，分析結果如下：

衰退程度	GDP (按季%)	次數	股指變化 (%)	股指平均表現 (%)
0至負1%	-0.5	3	9.8	2.9
	-0.6		-16.4	
	-0.7		15.2	
負1至2%	-1.5	3	7.9	5.5
	-1.6		-4.9	
負2至3%	-1.9	1	13.6	-8.9
	-2.1		-8.9	
負3至4%	-3.6	2	7.9	-9.1
	-3.7		-26.1	
負4至5%	-4.3	4	5.5	-1.1
	-4.6		-11.7	
	-4.6		-20.0	
	-4.8		21.6	
負5%以上	-6.1	4	-8.6	0.2
	-8		11.9	
	-8.5		-22.6	
	-29.9		20.0	

資料來源：彭博，數據截至2022年12月28日

數據顯示17個季度中按季GDP出現負3%以上共有10次，機率近60%。股指表現方面，單季出現雙位數下跌次數隨著GDP跌幅遞增。當跌幅2%以下或4%以上時，股指平均變化不大。但當跌幅在2至4%區間，股指跌幅明顯高過其他水平(約9%)。根據上述分析，美國按季GDP較大機率下跌約3%，美股則下跌約9%，與剛才分析十分相近。

衰退過後第一季，股指是否向好？同樣數據中7次衰退後第一季表現如下：

日期	GDP (按季 %)	股指變化 (%)
30/06/1975	2.9	14.2
31/12/1980	7.7	8.2
30/06/1982	1.8	-2.1
30/06/1991	3.2	-1.1
30/09/2009	1.5	15.0
30/09/2020	35.3	8.5
30/09/2022	3.2	-5.3
平均	7.9	5.3
中位數	3.2	8.2
標準差	12.2	8.2
正值數量	7	4
負值數量	0	3
最大值	35.3	15.0
最小值	1.5	-5.3

資料來源：彭博，數據截至2022年12月28日



衰退後第一季GDP按季表現預期中亮麗，平均升幅約8%，最少約1.5%。就算剔除2020年極端數據，平均升幅都有約3.4%。股指變化較衰退時穩定，平均及中位數為約5至8%，與標準差相若。雖然正負次數比例相若，但最大與最小值明顯偏向正回報，反映值博率偏高。簡單而言，當經濟真正出現衰退時投入美股，數季後美股升幅較明顯及可靠。

行業分析：衰退中尋寶

同樣分析套在標普500中11項行業分類指數，但因為行業數據始於1989年，同時抽取GDP連續兩季按季負值的次數只有4次(1990、2008、2020及2022年)。整體數據分析並以顏色方格為指標中首3名表現最佳行業，例如平均值最高、標準差最低、負值數量最少及最大值最高(同分者都配以顏色方格)，結果如下：

日期	GDP (按季 %)	能源	公用	必需品消費	健康護理	工業	金融	物料	房地產	科技	非必需品消費	通訊
31/12/1990	-3.6	-2.9	9.2	14.9	12.9	7.4	12.8	9.3	N/A	9.4	8.8	2.8
31/03/1991	-1.9	5.6	2.8	17.2	18.4	15.1	25.1	8.7	N/A	14.1	21.2	2.8
30/09/2008	-2.1	-24.9	-18.7	4.1	0.0	-9.1	-0.1	-22.9	0.9	-12.1	-1.0	-15.7
31/12/2008	-8.5	-21.0	-11.9	-13.5	-12.7	-24.7	-37.6	-31.4	-42.9	-26.0	-23.4	-2.9
31/03/2009	-4.6	-12.1	-11.9	-11.3	-8.5	-21.8	-29.5	-2.8	-36.4	4.0	-8.6	-8.5
30/06/2009	-0.7	10.1	8.8	8.9	8.3	18.0	35.1	15.5	31.3	19.4	17.7	1.9
31/03/2020	-4.6	-51.1	-14.2	-13.4	-13.1	-27.4	-32.3	-26.6	-19.8	-12.2	-19.6	-17.2
30/06/2020	-29.9	28.7	1.8	7.3	13.1	16.4	11.4	25.3	12.3	30.1	32.6	19.6
31/03/2022	-1.6	37.7	4.0	-1.6	-3.0	-2.7	-1.9	-2.8	-6.9	-8.6	-9.2	-12.1
30/06/2022	-0.6	-6.1	-5.7	-5.2	-6.3	-15.2	-17.9	-16.3	-15.4	-20.4	-26.3	-20.9
平均	-5.8	-3.6	-3.6	0.7	0.9	-4.4	-3.5	-4.4	-9.6	-0.2	-0.8	-5.0
中位數	-2.9	-4.5	-1.9	1.3	-1.5	-5.9	-1.0	-2.8	-11.2	-2.3	-4.8	-5.7
標準差	8.8	26.0	10.2	11.5	11.5	17.7	25.1	19.3	24.6	18.4	20.2	12.3
正值數量	0	4	5	5	4	4	4	4	3	5	4	4
負值數量	10	6	5	5	6	6	6	6	5	5	6	6
最大值	-0.6	37.7	9.2	17.2	18.4	18.0	35.1	25.3	31.3	30.1	32.6	19.6
最小值	-29.9	-51.1	-18.7	-13.5	-13.1	-27.4	-37.6	-31.4	-42.9	-26.0	-26.3	-20.9
極端比例	0.0	0.74	0.49	1.27	1.40	0.66	0.93	0.80	0.73	1.16	1.24	0.94

資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

股票

行業表現中平均及中位數較高同時標準差又較低的是必需品消費及健康護理，亦是普遍預期在衰退時防守性股份表現較好。所有行業正負回報機率相若，但最大與最小值差距明顯，極端比例(最大除最小值)顯示必需品消費、健康護理及非必需品消費值博率較高。

同樣以衰退程度分析，並以顏色方格為指標中首3名表現最佳行業，結果如下：

衰退程度	GDP (按季%)	能源	公用	必需品 消費	健康護理	工業	金融	物料	房地產	科技	非必需品 消費	通訊
0至負1%	-0.6 -0.7	2.0	1.5	1.8	1.0	1.4	8.6	-0.4	7.9	-0.5	-4.3	-9.5
1至負2%	-1.6 -1.9	21.6	3.4	7.8	7.7	6.2	11.6	3.0	-6.9	2.8	6.0	-4.7
2至負3%	-2.1	-24.9	-18.7	4.1	0.0	-9.1	-0.1	-22.9	0.9	-12.1	-1.0	-15.7
3至負4%	-3.6	-2.9	9.2	14.9	12.9	7.4	12.8	9.3	N/A	9.4	8.8	2.8
4至負5%	-4.6 -4.6	-31.6	-13.0	-12.3	-10.8	-24.6	-30.9	-14.7	-28.1	-4.1	-14.1	-12.8
負5%以上	-8.5 -29.9	3.8	-5.1	-3.1	0.2	-4.1	-13.1	-3.1	-15.3	2.1	4.6	8.4
平均	-5.8	-5.3	-3.8	2.2	1.8	-3.8	-1.9	-4.8	-8.3	-0.4	0.0	-5.3
中位數	-2.9	-0.5	-1.8	3.0	0.6	-1.4	4.2	-1.7	-6.9	0.8	1.8	-7.1
標準差	8.8	19.7	10.6	9.4	8.0	11.9	17.2	11.9	14.1	7.3	8.4	9.4
正值數量	0	3	3	4	4	3	3	2	2	3	3	2
負值數量	10	3	3	2	2	3	3	4	3	3	3	4
最大值	-0.6	21.6	9.2	14.9	12.9	7.4	12.8	9.3	7.9	9.4	8.8	8.4
最小值	-29.9	-31.6	-18.7	-12.3	-10.8	-24.6	-30.9	-22.9	-28.1	-12.1	-14.1	-15.7
極端比例	0.02	0.69	0.49	1.21	1.19	0.30	0.41	0.40	0.28	0.78	0.63	0.53

資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

剛才在指數分析中表現最差集中在按季GDP下跌2至4%區間，但行業分析結果顯示雙位數跌幅次數隨衰退程度遞增(紅色字體)，反映當GDP跌幅愈大，行業表現普遍愈差。所有行業正負回報機率相若，最大與最小值差距同樣較大，值博率偏低分別是房地產、工業及物料等週期性股份，吻合傳統分析的結果。綜合指標表現中，必需品消費、健康護理、科技及非必需品消費是行業最佳。

衰退後第一季表現分析並以顏色方格為指標中首3名表現最佳行業，結果如下：

日期	GDP (按季%)	能源	公用	必需品 消費	健康護理	工業	金融	物料	房地產	科技	非必需品 消費	通訊
30/06/1991	3.2	-4.0	-4.6	-4.6	-1.1	2.4	-1.9	9.4	N/A	-8.9	2.8	-2.1
30/09/2009	1.5	9.5	5.0	10.5	8.9	21.2	25.1	21.0	31.7	16.7	18.8	3.9
30/09/2020	35.3	-20.9	5.2	9.6	5.4	12.0	3.8	12.7	1.2	11.7	14.9	8.7
30/09/2022	3.2	1.2	-6.7	-7.2	-5.6	-5.1	-3.6	-7.6	-11.7	-6.4	4.1	-12.9
平均	10.8	-3.6	-0.3	2.1	1.9	7.6	5.9	8.9	7.1	3.2	10.2	-0.6
中位數	3.2	-1.4	0.2	2.5	2.1	7.2	1.0	11.1	1.2	2.6	9.5	0.9
標準差	16.4	12.8	6.2	9.3	6.5	11.5	13.2	12.0	22.3	12.8	7.9	9.3
正值數量	4	2	2	2	2	3	2	3	2	2	4	2
負值數量	0	2	2	2	2	1	2	1	1	2	0	2
最大值	35.3	9.5	5.2	10.5	8.9	21.2	25.1	21.0	31.7	16.7	18.8	8.7
最小值	1.5	-20.9	-6.7	-7.2	-5.6	-5.1	-3.6	-7.6	-11.7	-8.9	2.8	-12.9
極端比例	23.53	0.45	0.77	1.45	1.61	4.15	6.94	2.75	2.72	1.87	6.75	0.67

資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

分析結果與傳統認知相若，當經濟見底反彈時，週期性行業跑出。平均及中位數最佳表現是工業、金融及非必需品消費。正負值次數非必需品消費全勝(4比0)，極端比例結果中，這3大行業更是明顯拋離其他行業，反映經濟反彈與衰退時資金流向同樣集中，有利制定股票策略。

最後，以上3大分析11個行業分類指數中得到顏色方格次數結果如下：

指標	能源	公用	必需品消費	健康護理	工業	金融	物料	房地產	科技	非必需品消費	通訊
整體數據	2	4	7	5	0	2	0	1	3	2	0
衰退程度	0	1	0	1	7	3	4	2	0	7	0
衰退後第一季	4	2	5	5	2	4	0	2	3	5	0
最終結果	6	7	12	11	9	9	4	5	6	14	0

資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

首5名得分最高行業依次序分別是非必需品消費、必需品消費、健康護理、工業及金融。以衰退為主題的投資策略中必需品消費及健康護理行業跑出實屬正常，而非必需品消費得分最高反映了該行業在衰退前表現中規中矩，衰退後表現突出，因為美國GDP結構以內需為主導，經濟反彈大多受國內消費支持，尤其偏重非必需品消費，所以資金追入該行業分類指數實屬合理，工業及金融亦是傳統週期股份之選。

綜合分析，掌握投資時間在衰退期的行業投資策略中十分重要。初階應集中在防守型股份，數據上必需品消費及健康護理為首選。當經濟逐步回暖，週期性股份開始見底，分段分時吸納週期性股份並等待經濟走出困境，尤其非必需品消費表現料將傲視同儕。

估值分析：調整後才見吸引

截至12月28日，標普500指數預測市盈率約為17.3倍，與30年平均價值17.7倍相若，不算昂貴但未言便宜，加上美國經濟前景未明，以此水平入市誘因不大。再細心觀察預測市盈率背後的預測盈利更令人詬病。同期指數每股盈利(EPS)為207.27美元，但市場1年後預測盈利為219.16美元，隱含增長率為約5.7%。美聯儲12月再提醒市場經濟將明顯放緩，將今年實質GDP增長下修至只有0.5%，各路分析更預期出現負增長(詳情可參閱《宏觀策略》章節)。再參考紐約聯儲銀行預測1年後美國個人盈利或盈收增長率由去年10月3%下調至11月2.8%，此數據反映預測市盈率中隱含盈利增長率相對偏高或過於樂觀。

美國註冊投資基金資金流數額



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2022年12月27日

以去年12月28日每股盈利207.27美元及標普500指數收市價3,783.22為基準，配合以下假設場景分析：

- 預測市盈率低過長期平均值作為入市準則，分析以30年平均價值及每0.5個標準差向下修定至低1個標準差；
- 囊括上述各項盈利預測，以每1%向上及向下修定至正6%及負4%。

股票

以每股盈利為基礎，標普500指數各預測水平的矩陣結果如下：

每股盈利： \$207.27	預測市盈率(倍)		
	30年平均價值： 17.7	低0.5個標準 差：16.0	低1個標準差： 14.3
每股盈利 變化率(%)	標普500指數預測水平		
6	3,889	3,515	3,142
5	3,852	3,482	3,112
4	3,815	3,449	3,082
3	3,779	3,416	3,053
2	3,742	3,383	3,023
1	3,705	3,349	2,994
0	3,669	3,316	2,964
-1	3,632	3,283	2,934
-2	3,595	3,250	2,905
-3	3,559	3,217	2,875
-4	3,522	3,184	2,845

資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

得出上述不同場景的指數預測並比較設定收市價，指數百分比變化(%)的矩陣結果如下：

指數收市價： 3,783.22	預測市盈率(倍)		
	30年平均價值： 17.7	低0.5個標準 差：16.0	低1個標準差： 14.3
每股盈利 變化率(%)	預測指數百分比變化(%)		
6	2.8	-7.1	-17.0
5	1.8	-8.0	-17.7
4	0.8	-8.8	-18.5
3	-0.1	-9.7	-19.3
2	-1.1	-10.6	-20.1
1	-2.1	-11.5	-20.9
0	-3.0	-12.3	-21.7
-1	-4.0	-13.2	-22.4
-2	-5.0	-14.1	-23.2
-3	-5.9	-15.0	-24.0
-4	-6.9	-15.8	-24.8

資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

33個場景中只有3個錄出正回報，其餘近91%都是虧損。就算上調每股盈利亦改善不了美股弱勢，但跌超過20%所謂技術性熊市的機會亦不大，結果中只有7個場景即約21%機率。總體平均回報率為負11.5%，最差場景為

下跌近25%，最佳預測結果只有2.8%。以標普500指數3,783.22點為基礎，美股下跌11.5%，即3,348.15點才算合理水平，這亦與上述指數分析吻合。配合適時投資策略，歷史上短期經濟衰退往往是長期吸納的機會。

衰退主題外的其他因素

餘溫猶存的能源板塊

俄烏戰事後歐美與俄羅斯在能源領域互相制裁，最新包括歐盟對俄羅斯原油實施進口禁令和G7集團設定的價格上限，俄方亦堅持寧願減產也不會向實施上限的國家出售石油。表面上制裁窒礙供應，但禁令可通過允許第三方買家使用歐盟海事服務來促進與俄方貿易，價格上限設在現貨水平更高的位置，對俄羅斯影響實在隔靴搔癢，對油價影響微乎其微。

根據國際能源署12月報告顯示⁵，俄羅斯石油繼續全球流動，儘管對歐洲出貨量下降43萬桶(每天，下同)，諷刺是11月俄方石油出口總量反而增加27萬桶至810萬桶，為4月以來最高水平。去年11月石油輸出國組織+(OPEC+)減產200萬桶，但非OPEC+國家連續多月增產，尤其美國、巴西及北海集團，年內增幅達310萬桶，完全抵銷OPEC+減產的影響。

儘管全球石油需求季節性放緩，但近月石油消耗量持續走高，非OECD地區尤其明顯，包括中國、印度及中東。相比之下，OECD石油需求仍然低迷，宏觀經濟逆風持續，整體取決於經濟復甦表現。

去年石油需求全年增長230萬桶，今年預期將增長170萬桶，達到每天使用量1.02億桶。隨著歐盟對俄羅斯原油進口禁令和G7集團的價格上限生效，預計今年供應將出現大幅下跌。去年全球年度增長470萬桶，今年預期只有77萬桶，使每天供應量達到1.01億，令全球供需大致平衡。

雖然油價下跌對面臨通脹飆升風險的消費者無疑是喜訊，但國際能源署認為隨著冬季過去及預期今年第二季將實現供需平衡，油價再下跌空間不大。對俄羅斯能源供應全面禁運的影響仍有待觀察，加上中國放寬抗疫限制料刺激這世界第二大石油消費國的需求更快復甦，不排除再次出現油價上漲的可能性，有利能源行業盈利維持去年水平。

黨爭趨向白熱化

上季《股票》章節中已分析過去40年共10次中期大選，選舉結果執政黨失去其中一個議院控制權共出現9次，今次選舉結果符合上季預期。

⁵ 見國際能源署網站，<https://www.iea.org/reports/oil-market-report-december-2022>

拜登執政民主黨失去眾議院控制權，「藍色浪潮」正式落幕。總統任期下半場料執政民主黨將受到共和黨在施政上各方阻撓，尤其財政支出上，因共和黨經常將高通脹歸咎於拜登執政頭兩年支出方案⁶。儘管拜登已簽署《通脹削減法案》⁷，但未來共和黨仍可通過其他手段阻止或削弱法案執行，包括新能源產業鏈、芯片及晶片研發等發展將面臨阻力。

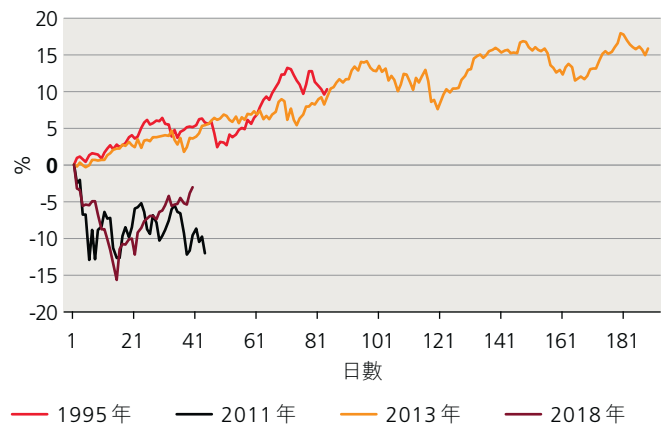
更迫在眉睫的將是債務上限討論。根據美國財政部演繹⁸，債務上限是國會對聯邦政府可擁有未償還國債數額施加的限制。財政部利用國債來支付到期的票據及未來的投資，但當債務達到上限，聯邦政府便失去支付賬單和資助項目或服務的能力。但仍可使用國會授權的特別措施暫時中止某些政府內部債務，使在達到上限後限時內為項目或服務提供資金，避免債務違約。雖然美國從未違約，尚未清楚相關負面影響，但相信會對美國甚至全球市場帶來災難性影響。

近代兩黨因債務上限（連帶財政預算案）爭論導致政府停擺，甚至影響主權評級屢見不鮮：

- 1995年時任總統克林頓任期內共和黨控制參眾兩院，並在減稅及醫療撥款等經常針鋒相對。當年11月政府首次停擺5日後又在12月停擺21日，最終翌年3月達成共識並設定上限為5.5萬億美元⁹；
- 2011年8月兩黨爭辯導致標準普爾首次將美國政府信用評級由AAA下調至AA+。時任總統奧巴馬最終同意10年內削減超過2萬億美元支出以結束危機¹⁰；
- 2013年1月時任總統奧巴馬與共和黨再次對峙。共和黨反對上調債務上限，目標是廢除當時奧巴馬政府標誌性的《平價醫療法案》，最終在大幅修正法案並擾攘至10月才結束¹¹；
- 2018年12月，民主黨拒絕在興建美墨邊境圍牆的57億美元撥款上達成共識，迫使政府進入局部停擺。直到翌年1月時任總統特朗普讓步並簽署不包括圍牆費用的政府預算案。這次停擺長達35日，成為美國史上最長的停擺¹²。

根據上述近4次美國政府停擺，期間標普500指數表現兩極：1995及2013年持續走高，相反2011年持續弱勢，雖然2018年事件中指數曾出現反彈，但完結前仍低過最初水平。結果顯示沒有偏袒於政黨，但持續時間較短反而對指數不利。

美國政府停擺期間標普500指數變化



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

截至12月28日，聯邦債務總額達31.32萬億美元¹³，料在年內達到2021年12月設定約31.4萬億美元的上限。共和黨有意在執掌眾議院後將提高債務上限與削減政府支出網綁起來，包括削減社會保障及醫療補助計劃等，料拜登政府將積極反抗。但兩黨相爭，受害的是美國經濟及民生。

民情上共和黨或在婦女墮胎權、槍枝管制等較爭議性法案上拖垮民主黨執政，迫使拜登政府將重心轉移至外交，對外強硬姿態繼續成為政策主軸，例如中美關係惡化。

經濟碎片化有利政策套戲

「去全球化」概念已成為投資策略中不能忽視的因素，根據OECD數據顯示，國際貿易限制對各主要經濟體都沒有好處，實質GDP影響各異但以東南亞地區影響較大，畢竟該地區仍是以出口為主的經濟體佔比較大。

⁶ 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2022/09/11/politics/inflation-republican-messaging/index.html>

⁷ 見民主黨參議院網站，https://www.democrats.senate.gov/imo/media/doc/inflation_reduction_act_one_page_summary.pdf

⁸ 見美國財政部網站，<https://fiscaldata.treasury.gov/americas-finance-guide/national-debt/>

⁹ 見美國政府問責署網站，<https://www.gao.gov/products/aimd-96-130>

¹⁰ 見CNN網站，https://money.cnn.com/2011/08/05/news/economy/downgrade_rumors/index.htm

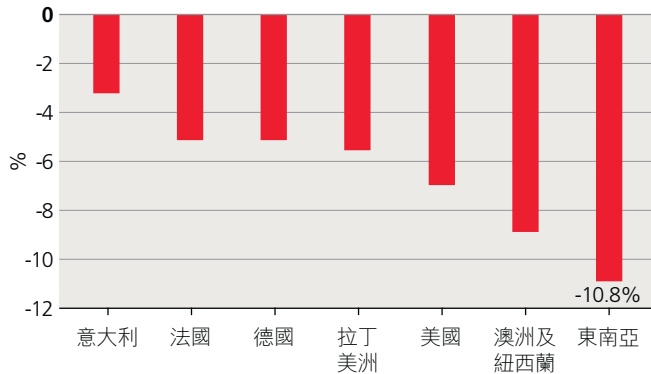
¹¹ 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2013/10/16/politics/shutdown-showdown/index.html>

¹² 見BBC網站，<https://www.bbc.com/zhongwen/trad/world-46846441>

¹³ 見美國財政部網站，<https://fiscaldata.treasury.gov/datasets/debt-to-the-penny/debt-to-the-penny>

股票

國際貿易限制對實質 GDP 影響



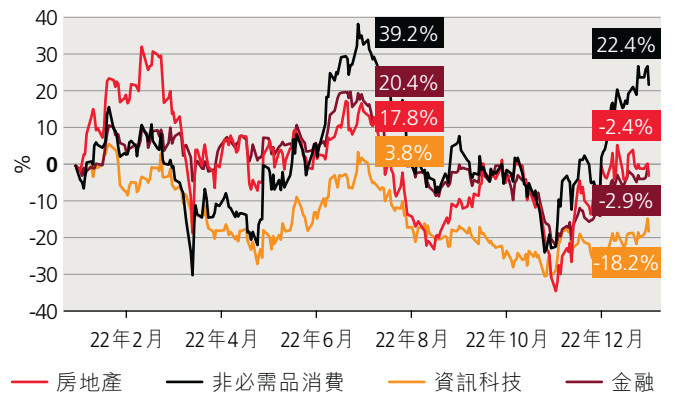
資料來源：經濟合作暨發展組織，數據截至2022年11月22日

俄烏戰事後各國領導人眼見參與國不惜一切地互相制裁，其他國家除了保持中立，亦不想坐以待斃，促使各國突破地理上局限，以意識形態、經濟結構，甚至民化歷史互相吸引，同時排斥異己，引伸出「經濟碎片化」的新秩序（詳情可參閱上季《宏觀策略》章節）。有危有機，當中經濟脫鉤造就政策套戩 (Policy arbitrage) 的投資機會，參考例子如下：

- 房地產：中國人民銀行及銀保監會去年11月發布《關於做好當前金融支持房地產市場平穩健康發展工作的通知》(簡稱「金融16條」)，及於12月中央經濟工作會議中發出確保房地產市場平穩發展訊息，與2020年中國政府為針對房地產企業債務風險提出的「三條紅線、四檔管理」監管要求成強烈對比，貨幣政策逆轉有利資金重投中國房地產板塊。相反，美聯儲多次強調遏抑通脹為重中之重，未達到2%目標前貨幣政策將持續緊縮。全美住宅建築商協會 (NAHB) 房產市場指數去年12月為31，距離5年底部30 (2020年4月) 只差一線，指數低過50為發展商趨向悲觀；
- 非必需品消費：中國中央經濟工作會議中把「內需」放在首項，配合「國內國際雙循環」為經濟主體，加上預期經濟增長在放寬抗疫政策後反彈，料將出現一輪復常後「報復式」消費，有利週期性的中國內需板塊。相反，美國上市的國際企業，尤其過去盈利豐厚的金融及科技公司，都提出不同的裁員計劃，目標大多為中層職位。加上冷卻房市將帶來逆財富效應，減低中產可支配收入將影響美國本土消費。

- 資訊科技：中央經濟工作會議其中一項重點是支持平台經濟發展及創新，更重要是「走出去」在國際市場大顯身手。相比2020年時在科技金融、民生相關的科企提出不同領域的行業整改，防止行業野蠻生長。今天政策出現明顯逆轉料將有利中港科技板塊。相反，歐美科技企業在資金充裕時可在研發部門 (R&D) 投入大量資源，但發現回報未如理想 (例如「元宇宙」產業)，加上美聯儲收緊貨幣政策，唯有盡快止蝕離場。另外被中國拒諸門外的虛擬貨幣市場出現大型違規事件，將窒礙行業發展。
- 銀行：近10年歐美央行利用寬鬆貨幣政策以刺激經濟增長，但遮掩核心問題，例如企業及個人高槓桿，游資投入資產市場 (例如房市、股市) 而非實體經濟，銀行業當然受惠其中。相反，中國經歷過2008年的教訓，近年來堅持不會「大水猛灌」，產生出「定向降準」等以對症下藥的貨幣政策，更重要是2020年大規模進行去槓桿，全球大幅加息前為經濟動「大手術」，確保經濟在大風浪中平穩發展。今天歐美金融業當然受惠息差上升，但更大風險是違約率遞增。當經濟步入衰退，更高利率都不敵「落雨收遮」的傳統銀行操作，再高利率都無福消受。

中美各行業分類指數比例變化



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

以MSCI提供的中國行業指數與標普500行業分類指數走勢作比例呈現，例如MSCI中國金融指數除以標普500金融指數，比例走勢愈高反映中國金融股表現較佳，反之亦然。結果顯示由去年11月起4大行業 (資訊科技、金融、房地產及非必需品消費) 走勢表現中，中國比美國指數表現更佳。雖然資訊科技、金融及房地產表現仍較年初落後，但近月升勢凌厲，較年內高位仍有超過20%空間。非必需品消費較年初已高出超過20%，比年內高位仍有約17%空間。

「東升西降」可能在政策反差上更好呈現，透過政策套戩尋找利潤空間亦視作另類的股票投資策略。

香港及內地股市展望 — 冬去春來

去季大市來回地獄人間 國內政策轉向造就絕地反擊

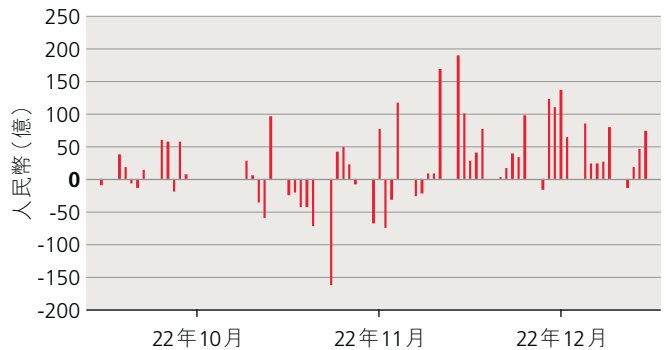
去年第四季，中港股市走勢峰迴路轉，10月內地召開「中共20大」後惹來市場擔憂新任經濟團隊的專業與經驗，以及是否繼續以推動經濟增長作為發展重心，加上國內經濟數據因疫情封控影響急轉直下，觸發外資大舉減磅中資股。另一邊廂，美聯儲的激進加息之路未見盡頭，10年期美國國債收益率一度抽升至4.3%，同時美元屢創近年新高，離岸人民幣曾跌至7.5水平，均導致港股「一沉百踩」。恒生指數期內最低下試14,597點，創2009年以來新低，按月跌幅高達15%。內地A股表現雖較港股堅挺，惟上證綜合指數及滬深300指數也分別下挫4.6及7.8%。正當市場氣氛充斥著絕望和恐慌，認為港股正墮進萬劫不復的深淵之際，又有誰人可以料到當刻可能已經是漫長黑夜之盡頭，破曉就在頃刻之間？

上期本欄的主題為「靜待黎明」，意謂在情緒極度恐慌的熊市末期當中，投資者更須冷靜沉穩，靜待黑夜盡頭之曙光，亦即是恐慌性拋售過後人棄我取的機會。上季曾提及港股估值已處於歷史窪地，動量技術指標亦屬極端超賣，物極則必反，只待數個轉捩點出現就將成為好友絕地反擊之時機，現在回望結果也相差無幾。

首先，11月美國最新公布的通脹數據顯著回落，確立通脹見頂預期。美聯儲官員「鷹姿」稍作收斂，開始釋出放慢加息訊號，此後美元匯價及美國債息從高位迅速回落，為港股反彈行情揭開序幕。其後美國中期大選結果與預期相若，中美元首於G20峰會前舉行會晤成果亦正面，雙方共同傳達避免對抗衝突的立場，台海緊張局勢短期得以降溫，也是此輪港股估值向上修復的重要助燃劑。當然，中港股市得以絕處逢生，國內政策之修正及加持最為功不可沒。在防疫政策上，中央先後發布「優化防控20條」及防疫「新10條」，刪去動態清零的表述，其後更將新冠病毒的防控標準從「甲類」降級為「乙類乙管」，並不再對確診者或密切接觸者實施強制隔離，變相與外國的抗疫政策逐步接軌，令市場憧憬復常之路指日可待。此外，過去一年不斷纏擾市場的內房債務問題也隨著多項支持政策推出而漸見緩解，當中以提供銀行授信、擔保發債及股權融資的「三箭齊發」最為震撼，為財困房企及時補充流動性，避免骨牌式無序違約繼續發酵。

隨著以上各個轉捩點逐步顯現，中港股市於11月初起大幅反彈，截至12月29日，恒生指數、恒生科技指數、上證綜合指數及滬深300指數分別從低點回升34、44、6及10%，遠勝歐美股市同期表現。另外根據滬深港通北向資金流數據，11及12月（截至19日）別錄得762億及797億人民幣之淨流入，大舉扭轉10月錄得237億淨流出的局面，反映海外資金正密集加倉配置中資股，象徵市況曙光初現。

滬深港通北向資金淨流入



資料來源：AASTOCKS.com，數據由2022年9月16日至2022年12月19日

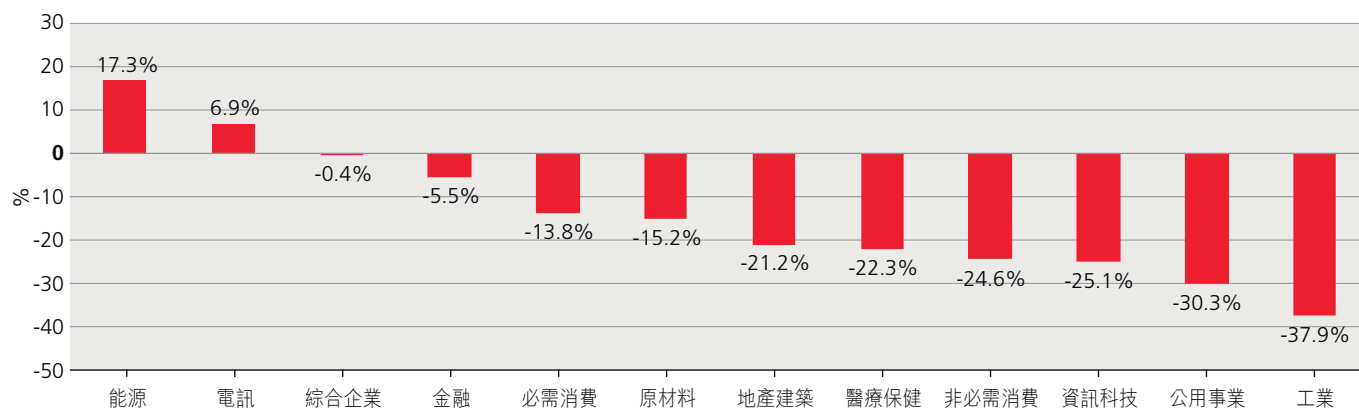
擺脫極端漫長熊市 今年料迎來和煦春天

過去兩年中港股市經歷的熊市，調整行情不論以深度還是時間長度計算均已是歷史級別。期內MSCI中國指數自2021年2月高點下跌至2022年10月低點，跌幅高達63%，屬2008年金融海嘯之後的最深跌浪。下行週期達621日，更是近20年來最長的熊市。從港股分類行業表現看，截至2022年12月9日，除能源業與電訊業外，其餘各個分類行業指數年初至今均錄得跌幅，當中工業、公用事業、資訊科技業及非必需消費行業表現最為差，下跌幅度介乎24.6至37.9%。

經歷過極端嚴寒的冬天後，我們相信2023年中港股市將迎來和煦的春天。受惠內地疫後經濟重啟、國策方向穩增長優先、房地產風險化解、中概股審計檢查進度理想、美國通脹及利率見頂等潛在利好因素，可望率先推動估值收復，繼而企業盈利預測上調，新一輪牛市可能已悄悄展開。當然，中國放開防疫措施初期可能面臨感染人數急速反彈的風險，對勞動生產力、社會消費層面或造成一定程度擾動，經濟數據乍暖還寒，但對中港股市的影響料短暫而有限，若首季大市出現適度回調，反而是一個逢低做多的時機。

股票

2022年港股各行業分類指數表現



資料來源：彭博，數據截至2022年12月31日

內地疫後復常之路料崎嶇 旅遊消費航空板塊可趁回調吸納

隨著中央政府宣布撤除大部份防疫措施，中國經濟重啟蓄勢待發，被遏抑多時的消費及出遊需求料於傳統春節旺季爆發性釋放。根據網上旅遊平台攜程的數據，防疫「新10條」公布後，內地機票搜索量升160%，春節前夕（年廿五至除夕）的機票搜索量猛增至三年來最多。雖然最終訂購量與搜索量可能存在一定偏差，惟反映國內居民經歷過以往幾年「就地過年」後，今年春節可回鄉度歲的殷切期盼。再者，由於國內城市取消落地檢測，並大幅放寬進入旅遊景區的標準，例如免除核酸檢測要求、調高入場人數上限等，預期沉寂多時的長途跨省遊活動將重拾生機。至於針對入境人士的檢疫時間，上季先從「7+3」調整至「5+3」，及後甚至完全撤銷集中隔離管制，中央政府亦表示將有序恢復國民出境旅遊，消息公布後內地主要線上旅遊平台的國際機票及海外旅遊簽證的搜索量瞬即飆升，憧憬國際旅遊將於今年次季的清明長假期間強勁復甦。從投資角度

看，最直接受惠的板塊包括航空、線上旅遊平台、旅遊用品相關消費、免稅店、澳門博彩、啤酒、餐飲、酒店等，而自11月以來相關股份表現氣勢如虹，升幅介乎23至114%，大幅跑贏大盤指數。

然而，疫後重啟之路往往不是一帆風順。春節前後大規模人口流動和人員聚集，將極大機會導致感染人數急劇飆升。參考韓國及台灣等地的經驗，放鬆防疫措施後的經濟活動大致呈現J曲線，即是開放後短期內因為多人確診反而會令消費及生產活動暫時下降，待達到疫情高峰後再逐步收復。在這個過渡階段中，不排除早前已累積一定漲幅的潛在受惠板塊須先行回調，同時須密切關注重症及死亡率的變化、醫療體系的負荷水平、官方對疫情的措辭和取態等指標，若情況未有明顯逆轉，相信一至兩季內可實現全民免疫，後續疫情對經濟和股市的困擾可進一步弱化，故首季較理想的投資部署是伺機而動，待回調時候低吸納。

各受惠板塊表現

板塊	代表股份數目	股價平均升幅（11月1日至12月30日）	受惠理由
航空	4	22.9%	預期春節國內航線客運量急速提升，國際航線穩步復甦，且票價持續高企可助收益率改善
澳門博彩	6	114%	憧憬內地加速發放電子簽證及復辦訪澳旅行團，今年賭企博彩收益可望錄得強勁反彈
啤酒、餐飲	6	60%	餐飲企業及酒吧營運時間可回復正常，不但可提升短期同店銷售表現，且有利加快開店步伐；線下渠道恢復，有助高端啤酒銷情回勇
線上旅遊平台、免稅店	4	61.2%	景點門票、機票及酒店預訂量料大幅反彈，海南屬內地居民的熱門旅遊熱點，當地免稅店人流及奢侈品銷售額料顯著受益

中港通關如箭在弦 本地多個板塊蓄勢待發

隨著內地大刀闊斧調整疫情防控後，港府亦於12月下旬大舉修訂入境檢疫政策，並近乎移除所有剩餘的社交距離限制措施，例如旅客入境香港前毋須進行核酸檢測、出入場所毋須持有疫苗通行證、公眾地方聚集人數不再設限、密切接觸者毋須隔離檢疫等，相信這將有助海外旅客回流之餘，中港免檢疫通關亦僅是一步之遙，勢將提振內地訪港旅客人數和相關消費力。由於疫情前國內旅客佔訪港旅客總數比例高達78%，對香港旅遊業和零售業可謂舉足輕重，故一旦通關，最直接的受惠板塊必然是本地非必需消費、餐飲、地產收租、酒店及交通運輸等。此外，國內旅客對美元和港元計價的理財產品(如基金、保險、信託等)一直情有獨鍾，因此本港及國際銀行和保險相關股份也將間接獲益，例如銀行股的非利息收入及保險股的新業務價值料出現顯著改善。

當然，香港此刻與疫情前相比，很多客觀因素也不盡相同，最明顯的是人民幣匯價較疫情前數年轉弱不少，這某程度打擊內地人士訪港購物意欲。此外，國內政策近年主張拓展內需消費，例如派發消費券鼓勵居民留國消費、下調多項商品消費稅率、支持免稅店行業發展等，均難免對香港傳統購物天堂和旅遊熱點帶來衝擊。如此，投資上述本地零售與收租等相關股份時，我們認為可參考該股份2018至2019年(社會事件及疫情前)的高位，再打折扣10至15%，來作為今年上半年的目標價。參考MSCI香港指數(主要成份股為香港本地企業)，雖然上季已從低點反彈逾30%，惟現水平仍低於2019年高位約21%，意味未來半年尚有接近15%的潛在上望空間。

過去5年MSCI香港指數走勢



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

「兩會」調升GDP目標勢在必行 內需消費板塊可重點配置

去年12月召開的中央經濟工作會議表明，今年政策重心從防疫轉為全面穩增長，當中新增「加大宏觀政策調控力度」的表述，反映新任決策層對穩增長的決心，經濟增長可能重新成為地方政府今年最重要的績效指標。若然三月舉行的「兩會」將年內經濟增長目標調升至5%或更高，勢將成為一眾中資股盈利預測上調的催化劑。此外，中經會進一步強化擴大內需的重要性，特別點出「要把恢復和擴大消費擺在優先位置」，可見跟2022年擴內需的重點比較依賴增加基建投資、引導製造業轉型升級等方面不同，今年擴內需的引擎將重新回歸至居民消費層面。我們預期：i) 地方政府派發消費券的規模將繼續增加，直接補貼購買消費電子產品和家電產品；ii) 鼓勵發展服務性消費，如文化旅遊、育兒養老、醫療保健、教育體育等；iii) 支持低碳消費，如新能源車、節能家電等。

在上述大前題之下，我們同時看好必需和可選消費板塊。整體來說，前者較受惠產品升級、原材料和包裝成本回落，帶動毛利率改善，當中啤酒、飲料、乳品等行業稍看高一線；後者則受惠線下銷售渠道正常化，以及經濟復常下刺激居民購買力釋放，龍頭品牌企業同店銷售反彈在望，其中旅遊、電影、運動用品、珠寶鐘錶、家電等細分行業料較易突圍而出；另外互聯網電商平台股份亦可望受益於GMV及廣告收入同步回暖，加上中經會提及「提升平台經濟常態化監管水平，支持企業在引領發展、創造就業、國際競爭中大顯身手」，可見政策監管風險已大致消退，股價該可跟隨大市逐步收復失地。

政策傾斜內房板塊 國企內房股值博率較高

國內上季發布支持房地產業的「金融16條」政策，從起初重點支持保交樓，逐步擴大至主力為房地產企業融資保駕護航，例如：i) 指導國有及大型股份制銀行向數十家優質房企簽訂授信協議，總額超過2萬億人民幣；ii) 中債信用增進投資公司(NAFMII)為多家民營房企擔保發債，大幅減低其發債成本；iii) 恢復上市房企於A股市場再融資，支持兼併重組相關股權融資等。以上措施即使未能完全根本性化解內房行業積聚多年的債務問題，但至少降低了短期出現大規模違約、火燒連環船的金融系統性風險。事實上，多家財困民營房企近期與債權人商討債務重組方案的進度變得更順利，不少已成功簽訂延期還款等協議。更重要的是，當房企現金流壓力得以紓緩，早前停工的項目可逐步恢復並加快交樓步伐，居民購房置業的信心自然谷底回升。再者，我們預期上半年中央將推出更多提振住房需求的措施，包括限購鬆綁、購房退稅、降低首付比例和房貸利率等，預期可支持內房企業合約銷售於第二季回穩、下半年重拾同比增長。

股票

無庸置疑，今年內房行業的基本面在政策傾斜下已擺脫寒冬。以目前整個板塊的市帳率僅為0.7倍左右計，仍低於2010年以來平均值(1.13倍)超過1個標準差，估值料尚有上調空間。不過，投資者對以下兩項風險因素也不能掉以輕心，其一是內地住房單位庫存高企，發展商短期內仍需減價套現，故房價之跌勢暫難言見底，房企毛利率下行之勢上半年將延續；此外，當股價累積一定升幅時，內房配股融資的活動將陸續有來，尤其對本身負債比率較高、短期現金比例較低的民營房企而言，配股集資用作還債可謂順理成章，且根據上季的經驗，配股價的折讓幅度往往超過10%，對股權做成的攤薄頗大。因此，投資內房板塊時的選股條件相當重要，我們認為首選是具央企或國企背景的內房企業，因這類企業財務狀況穩健、信貸或發債融資成本相對較低，出現大折讓配股的機會很微。同時，它們擁有充沛高質素土地和可售項目儲備，未來更有機會對民企的優質資產進行併購，可望成為行業持續整合下的贏家。

過去10年滬深300房地產分類指數市帳率



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

中港股市盈利預測與估值料續上調
恒生指數半年目標21,840點

中港股市的每股盈利預測過去一年持續被市場下調，期內恒生指數及滬深300指數的每股盈利預測(未來12個月)分別下調15及3.8%，惟最近一個月漸見回穩。假設內地疫後復常進度理想，我們相信今年企業盈利將於次季重拾增長。恒生指數每股盈利預測(未來12個月)可從目前的1,896港元上移至1,950港元。估值方面，目前恒生指數未來12個月預測市盈率為10.9倍，雖已較上季的歷史低點8.3倍顯著調升，但仍然低於過去15年平均值(11.9倍)約1個標準差，料尚有向上修復空間。若給予預測市盈率11.2倍，恒生指數上半年的目標水平為21,840點。

2018年至2022年恒生指數盈利預測趨勢



資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

恒生指數預測市盈率



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

中國及亞洲股市展望 — 2023年市場繼續充滿挑戰

全球通脹雖然處於結構性高位，但有下行趨勢。經濟衰退將取代加息成為困擾市場焦點。歐美經濟將無可避免陷入衰退。東亞聯豐認為，明年風險資產情緒將有所改善。資金可能要待明年下半年才較顯著地流入股市，投資者對固定收益資產，也會重拾興趣。

加息週期臨近尾聲，環球股市有望溫和復蘇

面對加息、通脹等風險因素，過去一年投資者減少對股票的配置。東亞聯豐認為2023年風險資產的前景將會改善。雖然來年經濟前景依然不明朗，個別企業盈利受壓，但由於預計美國聯儲局不再大幅加息，股市因而面對的估值下調壓力有所紓緩，環球股市調整相信接近尾聲。隨市場審視未來幾個月通脹數據是否見頂，資金才較明顯流入風險資產，相信股市於2023年下半年有溫和回升的空間。

美國通脹出現緩和跡象



資料來源：東亞聯豐投資、彭博，數據截至2022年12月5日

隨著加息週期接近尾聲，預示美元匯價抽升至數十年高位的情景不再。當美國加息步伐放緩，利率波動轉弱，美元升勢將缺乏支持，加上全球央行和美國貨幣政策距離漸漸收窄，有利估值偏低的非美元計價股票，例如歐洲和包括中國在內的亞洲地區。當中投資團隊尤其看好亞洲，特別是東盟成員國。

重啟經濟帶動消費、通訊科技；流動性減少下仍須嚴選個股

在亞洲，受需求復甦和中國放寬疫情限制帶動，團隊看好受惠重啟經濟下的板塊，例如通訊、必須消費品、科技和醫療保健等。而俄烏戰爭，嚴寒天氣等因素所引發的能源供不應求情況，則有利能源股。板塊同時亦能夠為通脹作對沖。相反，任何倚重高昂的能源價格或環球供應鏈的行業均不被看好。

在經濟下行週期，面對央行緊縮政策，市場流動性將減少，企業如果財政狀況脆弱，具融資壓力，所面對的風險會是很高的，因此，團隊在各板塊嚴選個股，只會挑選現金流強勁、盈利能見度高和具防禦性的企業。

中國股市現曙光，具戰略性投資機會

中國新出台的房地產和疫情措施有助改善整體投資氣氛，帶動經濟復甦的預期。我們看好增長型股份以及受惠重啟經濟的板塊。除了科技股和內房股，我們也看好科技硬件，認為明年下半年將出現改善。

雖然我們對中國股市的悲觀情緒有所減輕，但團隊對整體形勢仍保持警惕。原因之一是結構性不明朗因素猶在。中國與西方國家之間的緊張關係將持續，有機會在中期加劇。其二，當局雖然三年來首次放寬疫情政策，包括縮小核酸檢測範圍、出入公共場所不須要再檢查核酸證明以及縮短入境人員隔離期等，但執行起來的實際情況仍有待觀察。地方城市對病例增加的容忍度、加強老年人疫苗接種和醫院的準備工作，以及放寬政策後個案會否大幅上升等都有待時間考證，因此，團隊會平衡周期性和結構性股份配置。

長遠投資角度來說，我們認為綠色技術和醫療保健兩者不單具發展潛力，亦得到政府政策支持。醫療保健行業估值處於低水，且創新醫藥兼享優惠政策。而中國企業在太陽能電池板和電動車鋰離子電池生產等各種綠色技術領域上享有全球佔領導地位的優勢。

股票

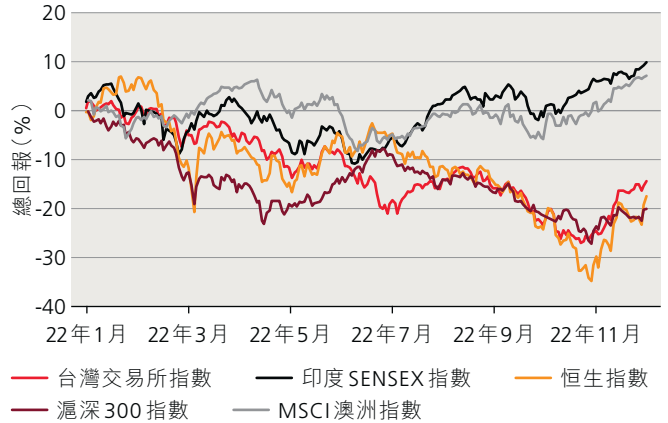
東盟銀行股和澳洲能源股備受矚目

中國以外，亞洲股票尤其是東盟地區，前景持續明朗。以印尼和新加坡為例，兩國的經濟基礎強勁，在放寬防疫措施限制後，兩地的經濟穩步復甦。息率上升有利銀行業，因為銀行可為貸款重新定價，從而提高利潤和資產回報率。而印尼和新加坡銀行業的信貸質量及貸款增長均屬理想，因此，我們認為前景相當樂觀。

另外，我們仍然看好印尼的能源股。印尼是棕櫚油、煤炭、天然氣和銅礦石的主要能源和商品出口國，受惠於仍然高企的商品價格，石油和天然氣出口增加，令該國10月份錄得56.7億美元的盈餘。澳洲同樣擁有許多發展電動汽車、交通工具和其他綠色技術的重要礦產。儘管中國經濟疲弱影響需求，但全球的鋁、銅、鎳和鋅等庫存量偏低，為金屬價格帶來支持。工業金屬面對供應短缺，需求卻受綠色能源發展而不斷增加，為工業生產國的股份注入動力，製造更具吸引力的前景。

同樣是主要能源出口國，澳洲能源股亦被看好。澳洲與卡塔爾和美國並列為主要液化天然氣出口國，俄烏戰爭影響能源供應，澳洲商品出口公司因高企的石油、煤炭和液化天然氣價格而錄得豐厚收益。面對地緣政治局勢持續緊張以及對沖通脹的需求，相信能源供應短缺不會在短期內消退，價格會在高位徘徊一段時間，投資團隊因此對能源股維持積極態度，捕捉能源公司潛在的強勁現金流和盈利。面對市場資本流動性收緊，穩健的資產負債表將成關鍵指標。團隊會密切留意經濟放緩減少需求所帶來的影響。

個別亞太股票市場如澳洲表現優異



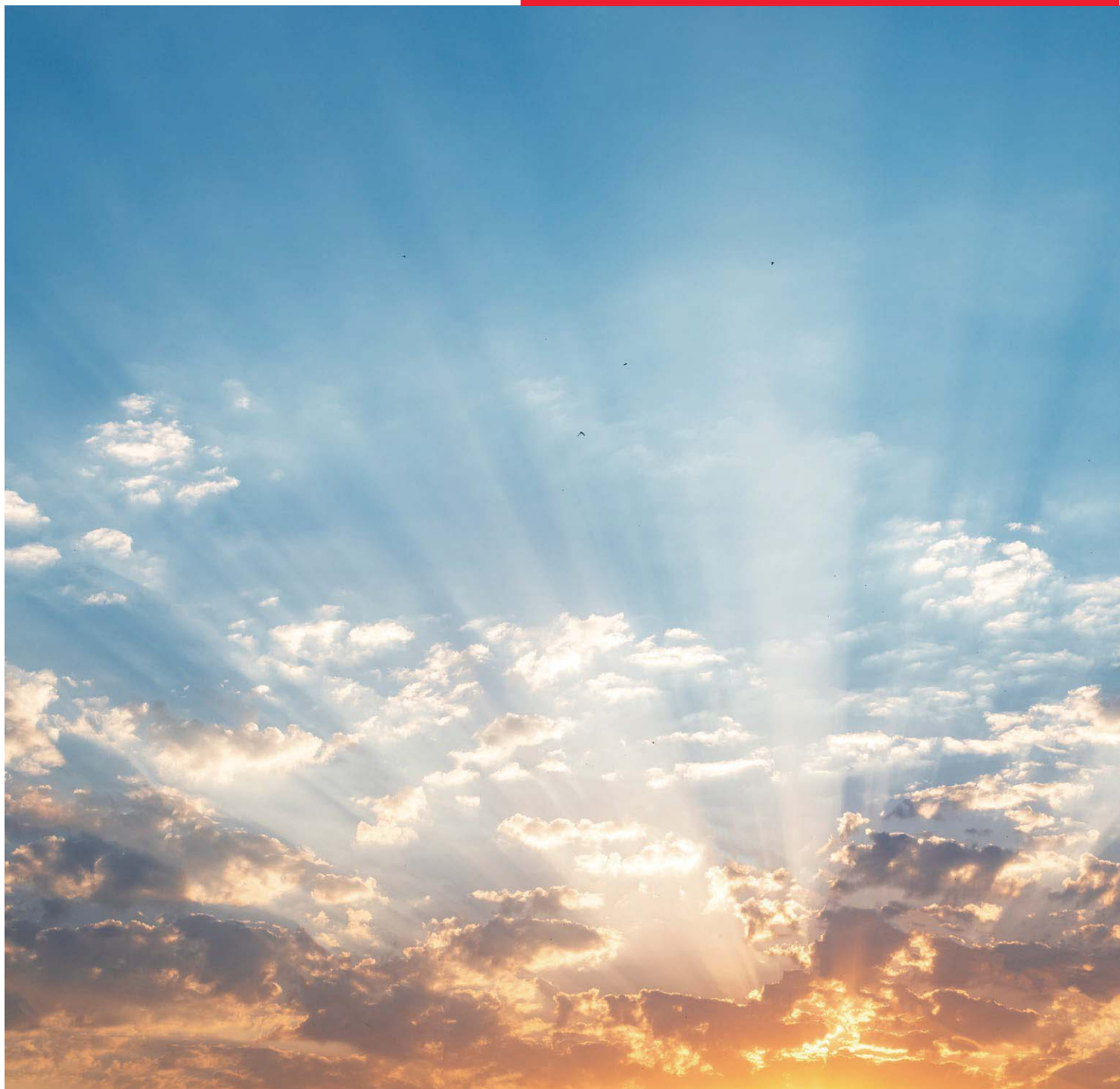
資料來源：東亞聯豐投資，數據截至2022年11月30日

本文由東亞聯豐投資管理有限公司(「東亞聯豐投資」)編製，僅供參考之用。東亞聯豐投資並不以此資料邀請作任何行動，或提供任何建議或推介。本文或其內容並不構成任何促使、邀請、廣告、誘因、承諾、保證或作出任何類型或形式的代表及東亞聯豐投資就此表明並不為此負上相關責任。本文所載資料根據東亞聯豐投資認為可靠並以「現況」的基礎下提供。即使竭盡所能力求準確，東亞聯豐投資及其轄下董事/職員並不為其內容的準確性、完整性或時間性負上任何責任。所載資料乃屬東亞聯豐投資擁有。未經東亞聯豐投資事先書面同意，本文或其任何內容均不可予以複印或分發予第三者。本文未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。



否極泰來

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪
東亞聯豐投資團隊



否極泰來

上季標題是《灰犀牛》。債市首3季表現令人失望，主要受美聯儲及其他央行不斷加息影響，但加息未言結束，預期11及12月各加息75及50點子後，2023年才有可能隨通脹回落時暫停，同時偏高利率支持強美元帶來的質化因素以支持疲弱經濟。非美元債券市場違約風險上升，尤其歐洲企業債券信貸違約掉期(CDS)急升突顯戰事帶來的負面影響，同時歐豬國家國債收益率正迫近7%的危險水平。亞洲央行加息步伐加快及本幣受強美元衝擊，都令強勢的亞洲債券開始轉弱。過去預測大致與今天結果相若。

本季標題是《否極泰來》。去年債券市場的表現為近代最差，物極必反，預期今年將迎來長期投資機遇。雖然全球加息潮仍未完結，預期美聯儲可能加息2至3次，並維持高利率至年底。但歷史數據顯示衰退同時加息的環境中，收益率正常化提供了可取的投資操作。長期曲線上升對債市造成負面影響，但分類指數分析中不乏化繁為簡的投資選擇。最後，加息週期末段往往是最佳投資切入點。當然否極泰來不代表一蹴而就，各違約風險處於高位，投資者仍須審慎應對。

美國利率：加息未盡、減息未至

美聯儲去年加息7次共4.25%，並以每月950億(美元，下同)幅度縮表，美聯儲資產負債表成功止升為跌，截至去年12月28日，數值由最高的8.97萬億下降至8.55萬億。當然以上目的是遏抑由多種原因多年來交加的高通脹風險：多年來量化寬鬆政策、疫情突擊迫使央行再增加流動性、俄烏戰事刺激能源及食品價格上升、美國經濟結構問題等。相信美聯儲明白緊縮貨幣政策不能解決所有問題，但這是主席鮑威爾僅能夠主導的方法。

美聯儲的2%通脹目標是絕對性概念，缺乏與經濟及市場表現互動，美聯儲亦較難解釋在未達標前暫停加息。但實質利率是相對性概念，在經濟數據互動下可能更有說服力。今天4.5%(名義)聯邦利率相對4.7%核心個人消費支出(PCE)，只有負0.2%實質利率，較去年約負5%已明顯收窄。美聯儲將今年利率目標設定為5.1%，暗示仍有60點子上升空間，預期美聯儲最少在上半年以每次25點子幅度加息兩次。配合未來核心PCE有序下跌，相信當時實質利率將轉為正值，有利推動經濟實質性增長，美聯儲亦可藉此暫停加息。相反如通脹數據未見顯著下降，美聯儲有可能再加息多25點子(詳情請參閱《宏觀策略》章節)。

全球通脹維持偏高水平

經濟合作暨發展組織(OECD)預期全球通脹數據今明年將維持偏高水平，OECD及G20成員國今年綜合通脹預測分別為6.6及6%，主要源於歐洲國家普遍預測高過6%，新興國家例如阿根廷及土耳其更出現83及45%通脹率，反映

無論俄烏戰事結果如何，對全球通脹的影響將延續至今明兩年。預期亞洲區通脹仍然受控，尤其中國通脹率維持較全球偏低水平，而且穩定徘徊在2%，間接反映中國貨幣及財政政策配合得宜的成果。

OECD 全球通脹預測					
組織	2023	2024	組織	2023	2024
OECD	6.6	5.1	G20	6.0	5.4
地區/國家	2023	2024	地區/國家	2023	2024
澳洲	4.5	2.5	阿根廷	83.0	60.0
加拿大	4.1	2.4	巴西	4.2	4.5
歐元區	6.8	3.4	中國	2.2	2.0
德國	8.0	3.3	印度	5.0	4.3
法國	5.7	2.7	印尼	4.1	2.5
意大利	6.5	3.0	墨西哥	5.7	3.3
西班牙	4.8	4.8	俄羅斯	6.7	6.1
日本	2.0	1.7	沙地阿拉伯	3.2	2.3
南韓	3.9	2.3	南非	5.9	4.9
英國	6.6	3.3	土耳其	44.6	42.1
美國	3.5	2.6			

資料來源：彭博，數據截至2022年11月22日

OECD預期美國通脹率今年只有約3.5%，與美聯儲預期一致，較彭博綜合市場預期4%低一點，但無阻美國通脹見頂回落的共識。衍生工具市場預期結果相若，不論通脹掉期及通脹平衡利率，1及2年期利率持續下降，截至去年12月30日，4項數據徘徊在2.1至2.5%，反映市場預期較官方更進取。如此樂觀預測，美聯儲是否將一改去年「鷹」姿？相信結果是否定的。

美國通脹相關衍生工具指標



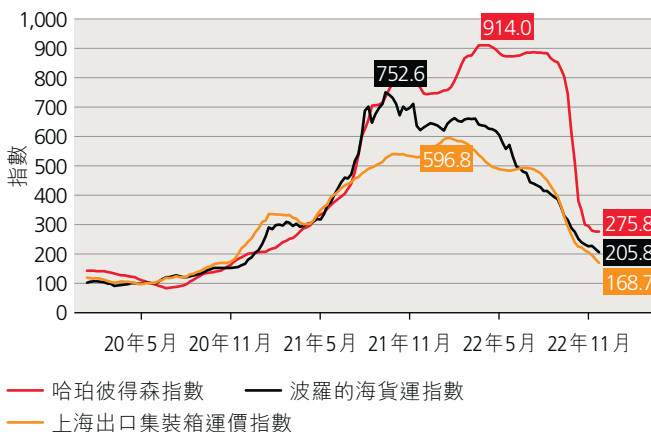
資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

債券

高粘性通脹左右決策

是次通脹除了是多次量寬積累的結果外，引爆點實是疫情導致供應鏈緊張，再到俄烏戰事打亂全球能源及食品供應，供應側傳導至需求側主導初期變化。及後當各國疫後復常，供應鏈逐步紓緩，本應有利全球通脹率回落。參考全球3大航運指數走勢顯示，去年第一季達峰後高位徘徊，直至下半年回吐。截至去年11月底，3大指數差不多回歸至2020年初疫前水平，去年整體由高位急挫超過70%，加上能源及食品價格同期明顯下降（紐約期油及標普高盛農產品指數同期下跌超過30%），都有利紓緩供應側壓力。

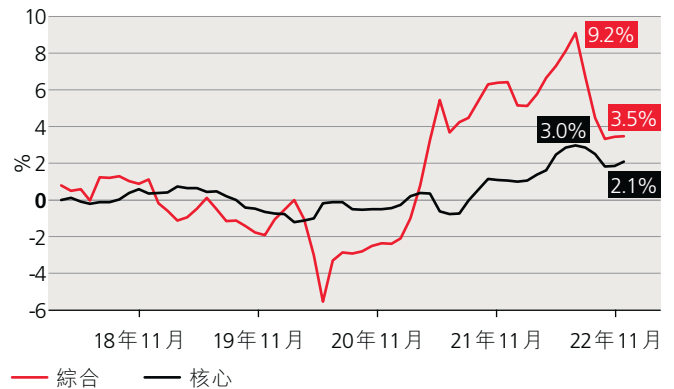
全球航運指數



資料來源：OECD，數據截至2022年11月22日

參考美國綜合生產物價指數（PPI）與消費物價指數（CPI）差距，由2020年中開始持續上升至去年6月9.2%見頂，及後持續下跌至3.5%。同期核心PPI與CPI差距由高峰3%下降至2.1%。兩者反映去年下半年航運、能源及食品價格下跌改善了綜合通脹數據，但影響美國利率決策較大的核心PPI與CPI差距卻沒有明顯變化。市場憧憬減息條件未能受核心通脹表現支持，更大問題是通脹成因已由供應側流向需求側，例如工資上漲、住房支出高企等，對貨幣政策敏感度較低或通脹粘性較高，並帶有滯後性，例如失業數據普遍在經濟放緩之後一季才會上升，令決策者更難落實政策。

美國PPI與CPI差距



資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

加息解決國債流動性問題

從整體財政角度分析，除遏抑通脹，持續加息亦有其他隱藏功能。

財政部長耶倫曾表示為國債市場流動性不足感到憂慮¹。美國國債供應激增以資助政府支出，但金融法規（補充槓桿率或其他資本要求）限制了大型金融機構參與國債交易的意欲。耶倫沒有直言美聯儲執行「量化緊縮」（Quantitative Tightening, QT）加劇了債市流動性擔憂，使央行可能不再是政府債務的主要買家，只表示美聯儲設有常備回購工具（即美聯儲規定按時購入一定數額國債），為國債提供流動性支持只是「可能會有所幫助」。

除美國法規及央行政策限制了債券造市商（Market-maker）投入無限量發行的美國國債，近年經濟增長放緩（例如高增值工業外流、偏重內需及服務業、面對新興國家挑戰等），但社會支出不斷上升（例如人口老齡化及疫後對社會保障、醫療保險和醫療補助需求上升等），加上去年俄烏戰事後能源補貼，多重夾擊下突顯美國經濟的軟肋。雖然美國是「違約免疫」的國家，但2021年美國聯邦債務相等於國內生產總值（GDP）約137%，料2022年總值將更高，市場開始質疑美國償還債務能力。

更嚴重是「去美元化」影響。各國逐步減持美國國債。截至去年10月數據顯示，海外持有量首次兩席的日本及中國分別減持了2,260億（美元，下同）及1,590億，減持總量是第三位英國持有量（6,385億）的約60%，更超過第四位比利時3,273億總額。海外國家減持驅使國際投資者對美國國債更趨向審慎。

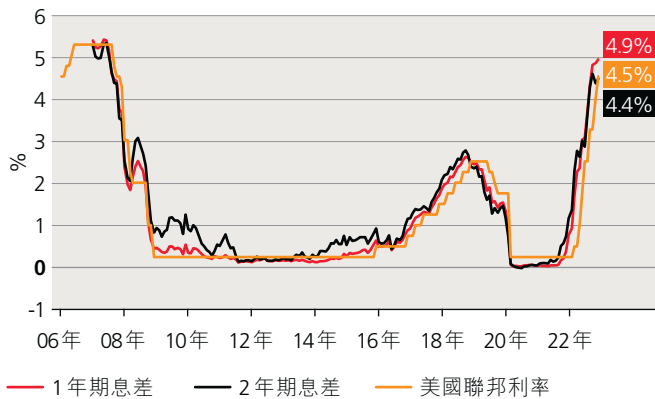
¹ 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-10-12/yellen-worries-over-loss-of-adequate-liquidity-in-treasuries?leadSource=verify%20wall>

長期入不敷支的財政，連央行都自行修身，再多的國債找誰來買？這正是上述耶倫的潛台詞。但因為美元及美債是全球金融市場的基石，美國國債市場失靈對每個人來說都是災難。解鈴還須繫鈴人，潛在違約風險上升應以市場規律提升風險溢價，以更高的收益率去吸引可承受風險投資者。因此，去年美國10年期國債收益率在持續加息下由最低約1.51%升至最高4.24%，引導新債收益率同步上升以吸引更多買家。利率牽引下加息有助逐步推升收益率，有利國債銷情。

加息解決金融流動性問題

金融市場流動性正處於危險邊緣。上季已分析當美聯儲執意快速且雙管齊下地(加息同時縮表)收緊市場流動性，只會把金融市場流動緊張狀況推向2008年金融災難時水平。當時市場藉監管漏洞釀成金融災難，最終由央行出手解決問題。但今天始作俑者是央行本身，今次誰有資格擔任白武士？或者目送流動性斷裂釀成另一次全球金融災難(詳情請參閱上季《債券》章節)？

SOFR 與 OIS 息差及聯邦利率



資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

截至去年12月30日，擔保隔夜融資利率(SOFR)與隔夜指數掉期(OIS)的1及2年期息差分別是4.9及4.4%，上季兩者分別是4.29及4.25%，當中1年期走勢明顯上升，反映金融(尤其銀行)狀況中短期流動性緊張情況惡化。同時兩者與2007年高位分別5.4及5.3%進一步拉近，意謂流動性斷裂風險趨升。但辦法總比問題多，上季亦分析了美聯儲排除萬難地加息，其中一個任務是透過官方息差不斷推高美元，藉以吸納境外美元來填補境內縮表的缺口。參考

2007年SOFR與OIS息差達峰時聯邦利率是5.3%，與美聯儲去年12月點陣圖中預測今年利率目標為5.1%相若，亦暗示如流動性繼續惡化，與鮑威爾聲明中「不排除進一步加息」的言論吻合²。

持續加息實在有其根本性原因，對遏抑通脹亦初見成效，貿然停止加息只是功虧一簣，更遑論減息？

衰退同時加息環境下的投資機會

糾纏於憧憬美聯儲減息實是「口惠而實不至」，分析加息對收益率影響及利率週期變化可能更見實際。

2000年後美國聯邦利率開始其長期下降走勢，2008年後更多次推出量寬政策，利率長期處於歷史低位。當中曾經在2005及2015年出現數次加息，但因金融災難及疫情迫使美聯儲回歸原點。持續超過20年的下降軌跡，投資者彷彿已默認利率「只減不加」的悖論。超低利率下持有現金(例如存款)價值不高，投入債市賺取息差成為過去20年的投資主流。但投入資金愈多，收益率便愈壓愈低，驅使整條收益率曲線愈見平坦。長短期息差不斷下降，持有長期債券的時間(機會)成本遞增，短炒債券取代「Buy-and-hold」策略成為近10年零售債市中投資風潮。直到美聯儲主席鮑威爾表示「負利率並不適合美國」³，暗示把0%設定為降息的終結。

時移勢易，今天美聯儲主動加息，加息潮又有沒有參考的終點？收益率隨之上升又是否必然？

收益率曲線趨向正常化的投資操作

各項利率隱藏不同的互動及牽引性，主要受利率套戥或套息交易等活動驅動。正如存款利率高過債券收益率，假設並無違約環境下投資者將套出債券投入存款，發行人須要提升收益率才能與銀行競爭資金，互動下利率及收益率有序遞升，直到平衡。

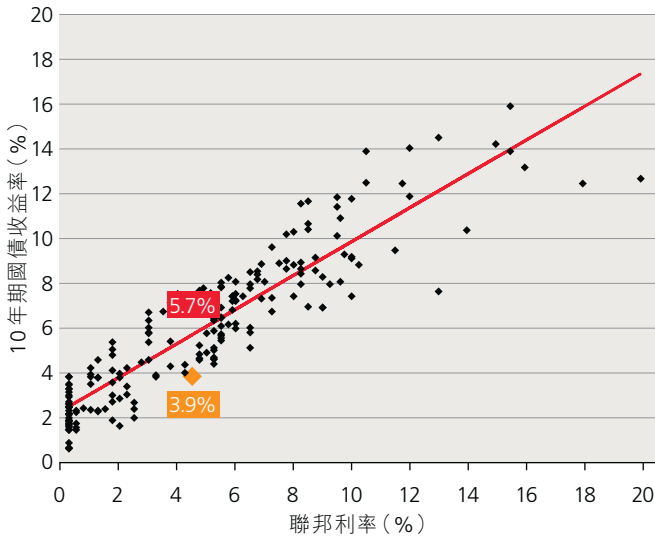
美國聯邦利率與10年期國債收益率走勢相若，但未能量化其關係性。根據過去40年按季數據並透過迴歸分析，結果顯示兩者有著長期正向關係(分析可靠度超過80%)，而且在聯邦利率8%以下的相關性更高。

² 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/us/fed-set-slow-pace-rate-hikes-inflation-grinch-loses-steam-2022-12-14/>

³ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2020/03/15/powell-says-the-fed-doesnt-see-negative-rates-as-appropriate-policy-for-the-united-states.html>

債券

迴歸分析：美國聯邦利率與 10 年期國債收益率



資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

今天聯邦利率為4.5%，迴歸分析顯示10年期國債收益率的合理水平應是約5.7%，突顯去年底10年期國債收益率長期低過4%並不合理。差距當然包括時間值（10年期）及交易成本等技術性因素，但更重要是受到避險資金為應對未來經濟衰退而大量囤積長期國債，令10年期或以上國債收益率普遍下跌，而2年期收益率受加息預期牽引向上，導致2與10年期收益率差距自去年6月起持續處於負值，亦曾出現負84點子歷年第二低水平。因此，基本預測美聯儲年內最少加息50點子，加上避險資金因素，年內10年期收益率預期將最少升至4.3至4.5%水平。

美國 2 及 10 年期國債收益率



註：橙色面積為收益率差距負值地帶

資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

收益率曲線倒掛傳統上反映市場預測衰退將至，但數據上當真正落實衰退後，收益率差距大多為正值。抽取始於1977年2與10年期收益率差距數據，並以連續兩季GDP增長出現負值為衰退指標，分析結果如下：

年份	季度	按季 GDP (%)	收益率差距 (點子)	季數
1980年	第二季	-8.0	111.4	2
	第三季	-0.5	-27.7	
1981至1982年	第四季	-4.3	34.4	2
	第一季	-6.1	-34.7	
1990至1991年	第四季	-3.6	83.9	2
	第一季	-1.9	103.0	
2008至2009年	第三季	-2.1	186.0	4
	第四季	-8.5	144.6	
	第一季	-4.6	186.5	
	第二季	-0.7	242.1	
2020年	第一季	-4.6	42.0	2
	第二季	-29.9	50.4	
2022年	第一季	-1.6	-0.1	2
	第二季	-0.6	5.1	
平均值			80.5	

資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日



Image source: Unsplash

近45年數據中曾出現6次衰退，共14個季度中只有3個收益率差距出現負值，即正值比例約79%。暗示當衰退落實後近8成機會當時收益率差距將是正值，而整體平均值為80.5點子，較去年底約負84點子形成顛倒狀態。

因不同分析對「衰退」一詞解讀各異，如放寬條件至每次按季GDP出現負值都納入分析，結果如下：

日期	按季GDP (%)	收益率差距 (點子)	日期	按季GDP (%)	收益率差距 (點子)
12/31/1977	0	50.4	9/30/2008	-2.1	186.0
6/30/1980	-8	111.4	12/31/2008	-8.5	144.6
9/30/1980	-0.5	-27.7	3/31/2009	-4.6	186.5
6/30/1981	-2.9	-80.7	6/30/2009	-0.7	242.1
12/31/1981	-4.3	34.4	3/31/2011	-1	264.7
3/31/1982	-6.1	-34.7	9/30/2011	-0.2	167.1
9/30/1982	-1.5	49.4	3/31/2014	-1.4	229.6
12/31/1990	-3.6	83.9	3/31/2020	-4.6	42.0
3/31/1991	-1.9	103.0	6/30/2020	-29.9	50.4
3/31/2001	-1.3	70.4	3/31/2022	-1.6	-0.1
9/30/2001	-1.6	179.4	6/30/2022	-0.6	5.1
3/31/2008	-1.6	182.1			

資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

近45年數據中曾出現23次按季GDP負值，當中只有4個收益率差距出現負值，即正值比例約83%。反映當GDP按季負值出現後近8成收益率差距都是正值，結果與上文分析相若。平均值為97.4點子，較上述分析更高。

綜合上述分析，當衰退出現時2與10年期收益率好大可能由負轉正，而且是2年期下降與10年期上升同時進行。強調利率之間存在牽引性，當衰退出現時市場對未來加息預期開始下降，甚至有可能出現減息，2年期收益率隨之逐步回落。迴歸分析顯示市場早已部署衰退出現並投入長期國債，導致10年期收益率處於不合理地低水平，因此當衰退出現時料相較2年期降幅為低，甚至有可能上升，此消彼長下收益率差距自然收窄。

投資市場中大型波動往往帶來不同投資操作。衰退出現前收益率曲線「倒掛」現象，吸引投資者先沽出短債(2年期)同時買入長債(10年期)操作，衰退落實後逆轉或平倉，即買入短債同時沽出長債。

收益率變化對債券價格影響在不同年期並非一致。根據彭博美國累計債券指數及其分類指數去年表現作指標，結果如下：

指數	回報 (%)
美國累計	-13.01
年期	
1至3年期	-3.72
3至5年期	-7.84
5至7年期	-10.78
7至10年期	-14.82
10年期以上	-27.12

資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

債券

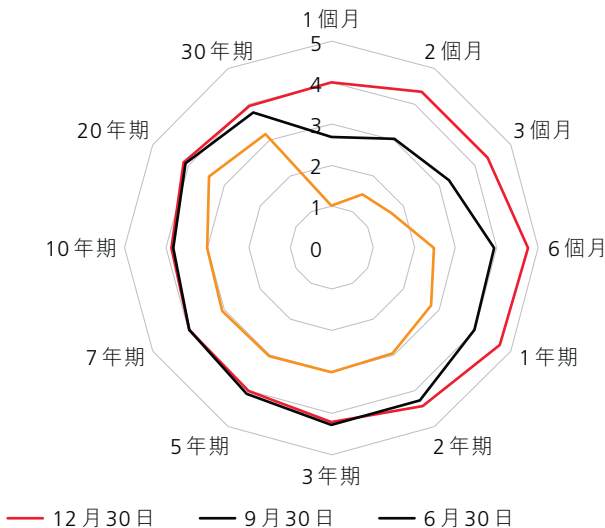
美國累計指數去年共下跌約13%，但以年期分佈中年期愈短跌幅愈小，並以7至10年期為分水嶺，這就是投資市場上所謂存續期風險。如未來衰退出現時，根據上文分析預期10年期收益率升幅將較2年期跌幅為大，存續期風險影響下當時10年期債券價格跌幅將較2年期升幅為大，那上文「買短沽長」操作便會虧本？

收益率曲線由「倒掛」趨向「正常化」時，不同年期債券持倉比例並非一致，而是取決於兩項(或多項)收益率變化比例，尤其經濟數據令利率預期轉變並非固定的線性關係，及各收益率敏感度亦有所不同。

衰退中債市尋寶：化繁為簡

不論在任何融資渠道，央行加息都不能避免提升融資成本，國債也不例外。根據較多市場交易的美國國債年期作指標(如2及10年期)，由去年6月30日至12月30日各項年期的收益率全線上升，只是幅度上差異。美聯儲年內利率目標設定為5.1%，暗示收益率曲線仍有上升空間。撇開各年期收益率變化幅度不同，整條曲線升勢未止是否對整體債券市場不利？

美國國債收益率按季變化(%)



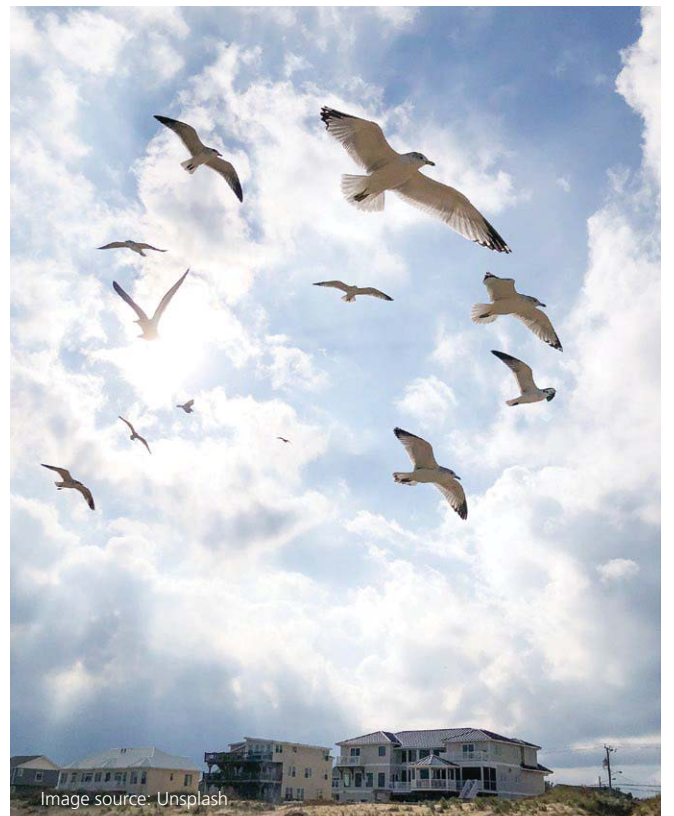
資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

過去30年按月數據顯示，美國10年期國債收益率與彭博全球累計債券指數呈現明顯逆向走勢。正如上述分析，近代因長期寬鬆貨幣政策支持債券價格只升不跌的「神話」在主要央行逆轉政策下結束，這是否代表未來不應再投資債券市場？當然不是，利率(或融資行為)早在5,000年前已出現⁴，當然不會因當代數十年的利率政策而消失，更何況利率政策往往時移勢易，過程中的變化更值得參考。

美國國債收益率及彭博債券指數



資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日



⁴ 見商業內幕網站，<https://www.businessinsider.com/chart-5000-years-of-interest-rates-2015-9>

今年債券市場不外乎面對「加息」及「衰退」兩大因素，但只聞梯響，又不知就裡。抽取過去50年按季GDP表現並以連續兩季或以上出現負值作為「衰退」標準，同時透過彭博美國累計債券指數及其5項分類指數表現作指數代表，包括「企業高息債券」、「美國政府/信貸」、「美國國債」、「美國綜合」及「企業高評級債券」，並加上同期利率變化作一併分析，結果如下：

年份	季度	按季 GDP (%)	指數變化 (%)						聯邦利率 (%)
			美國累計債券	企業高息債券	美國政府/信貸	美國國債	美國綜合	企業高評級債券	
1974至1975年	第三季	-3.7	-	-	0.1	2.7	-	-2.2	-3.8
	第四季	-1.5	-	-	5.6	4.5	-	6.1	-1.3
	第一季	-4.8	-	-	3.7	2.0	-	5.5	-2.5
1980年	第二季	-8.0	18.8	-	18.1	15.1	-	22.4	-10.5
	第三季	-0.5	-6.6	-	-6.2	-4.6	-	-8.4	2.5
1981至1982年	第四季	-4.3	10.6	-	10.3	9.6	-	11.7	-3.5
	第一季	-6.1	3.9	-	3.5	3.2	-	4.0	3.0
1990至1991年	第四季	-3.6	5.1	-1.7	5.1	5.5	4.9	4.0	-1.0
	第一季	-1.9	2.8	20.7	2.7	2.1	3.1	4.3	-1.0
2008至2009年	第三季	-2.1	-0.5	-8.9	-1.6	2.3	-1.2	-7.8	0.0
	第四季	-8.5	4.6	-17.9	6.4	8.8	2.7	4.0	-1.8
	第一季	-4.6	0.1	6.0	-1.3	-1.3	0.4	-1.9	0.0
	第二季	-0.7	1.8	23.1	1.9	-3.0	2.9	10.4	0.0
2020年	第一季	-4.6	3.1	-12.7	3.4	8.2	1.3	-3.6	-1.5
	第二季	-29.9	2.9	10.2	3.7	0.5	3.8	9.0	0.0
2022年	第一季	-1.6	-5.9	-4.8	-6.3	-5.6	-6.1	-7.7	0.3
	第二季	-0.6	-4.7	-9.8	-5.0	-3.8	-5.1	-7.3	1.3
平均值		-5.1	2.6	0.4	2.6	2.7	0.7	2.5	-1.2
中位數		-3.7	2.8	-3.3	3.4	2.3	2.0	4.0	-1.0
標準差		6.8	6.6	14.1	6.1	5.6	3.8	8.4	3.0
正值數量		0	10	4	12	12	7	10	4
負值數量		17	4	6	5	5	3	6	9
最大值		-0.5	18.8	23.1	18.1	15.1	4.9	22.4	3.0
最小值		-29.9	-6.6	-17.9	-6.3	-5.6	-6.1	-8.4	-10.5

資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

數據中所有指數的平均變化約2.1%，84個紀錄回報內正回報佔比約65%（55個），最大值為23.1%而最小值為負17.9%，反映整體上在衰退時投入債券市場值博率較高。分類指數方面，以7個評審指標，包括平均值、中位數、標準差、正及負值數量、最大及小值，該指標最佳首3名以顏色方格標示，最後以顏色方格最多為總表現評審。結果發現「美國政府/信貸」類別，即地方或州政府或有關機構發行債券表現最為突出，其次是「美國國債」及「美國累計債券」。簡單而言，當經濟不景氣時，偏向保守及官方發行的債券較為可取。如沒有分類偏好，直接投入包羅萬有的累計指數都是不錯選擇。

債券

衰退時理應減息紓緩經濟，但歷年來衰退時加息亦非罕有。數據上共 17 個衰退季度中有 8 個當時利率維持不變甚至加息，佔約 47%。如抽取該 8 個季度再套用上述指標分析，結果如下：

日期	按季 GDP (%)	指數變化 (%)						聯邦利率 (%)
		美國累計	企業高息債券	美國政府/信貸	美國國債	美國綜合	企業高評級債券	
9/30/1980	-0.5	-6.6	-	-6.2	-4.6	-	-8.4	2.5
3/31/1982	-6.1	3.9	-	3.5	3.2	-	4.0	3.0
9/30/2008	-2.1	-0.5	-8.9	-1.6	2.3	-1.2	-7.8	0.0
3/31/2009	-4.6	0.1	6.0	-1.3	-1.3	0.4	-1.9	0.0
6/30/2009	-0.7	1.8	23.1	1.9	-3.0	2.9	10.4	0.0
6/30/2020	-29.9	2.9	10.2	3.7	0.5	3.8	9.0	0.0
3/31/2022	-1.6	-5.9	-4.8	-6.3	-5.6	-6.1	-7.7	0.3
6/30/2022	-0.6	-4.7	-9.8	-5.0	-3.8	-5.1	-7.3	1.3
平均	-5.8	-1.1	2.6	-1.4	-1.5	-0.9	-1.2	0.9
中位數	-1.9	-0.2	0.6	-1.5	-2.2	-0.4	-4.6	0.1
標準差	10.0	4.1	12.9	4.2	3.3	4.1	7.9	1.2
正值數量	0	4	3	3	3	3	3	4
負值數量	8	4	3	5	5	3	5	0
最大值	-0.5	3.9	23.1	3.7	3.2	3.8	10.4	3.0
最小值	-29.9	-6.6	-9.8	-6.3	-5.6	-6.1	-8.4	0.0

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 12 月 30 日

把數據濃縮至同期利率不變及加息季度，並以顏色方格作評審。最佳分類指數是「美國綜合」，該指數大部分投資於美國政府及其相關債務、按揭抵押貸款 (MBS) 及企業高評級債券，另一指數同分是「美國累計債券」指數。簡單而言，與上述分析結果一致，當經濟不景氣時依賴個人偏好風險較高，直接投入綜合或累計指數，方便快捷。

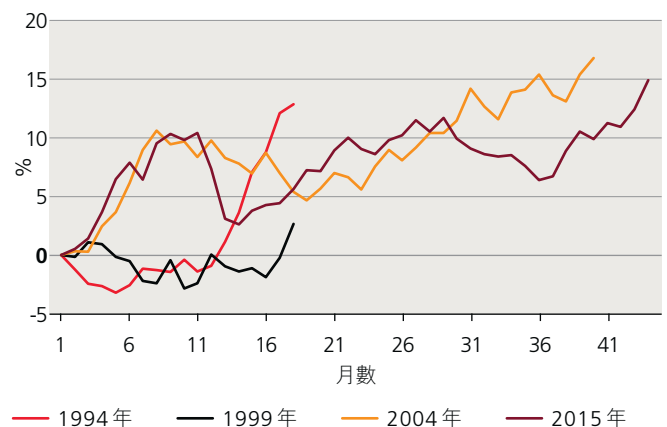
加息尾聲正是切入之時

上文已分析衰退時收益率變化及相對投資操作、長期曲線上升對債市影響及個別債券分類在衰退中表現及選擇，最後是入市時間。

去年美國政府在第一季及第二季 GDP 連續出現負值時都不承認經濟已出現衰退，並以不同方式解釋其衰退的見解。在此不作評論，但反映出以衰退作為入市切入點較為含糊及難於拿捏，反觀加息週期較易明白及清晰。雖然美聯儲主席鮑威爾能言善辯，但加與不加之間沒有灰色地帶，最多是時間差異。

過去 30 年曾出現過 4 次加息週期，分別是 1994 年、1999 年、2004 年及 2015 年。首 2 次維持了 17 個月，後 2 次分別為 39 及 43 個月。以彭博全球累計債券指數作為代表，並以月數作為 4 次週期的同一時間軸，結果顯示加息初段對債券指數影響不大，但中段指數表現明顯走弱，尾段出現反彈回升。但彼此表現各有出入，亦未能明顯突顯切入點。

過去 4 次加息週期全球累計債券指數表現

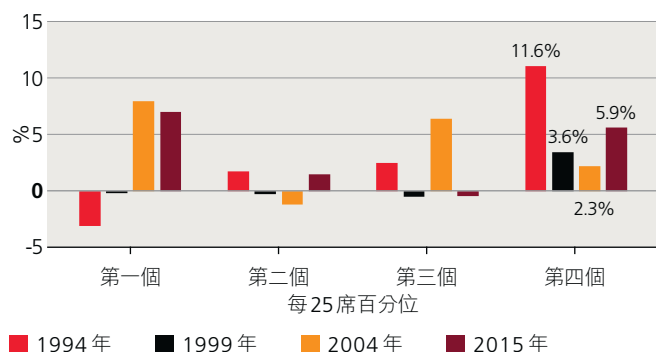


資料來源：彭博，數據截至 2022 年 12 月 30 日

以統計學中每 25 席百分位 (25th percentile)，平均把數據分成 4 個階段，再觀察債券指數按階段表現。結果清晰地顯示最後階段 (第四個 25 席百分位) 中全數出現正回報 (100%)，平均回報約 5.9%，最高及最低回報分別約 11.6% 及 2.3%。

去年美聯儲已加息 7 次，點陣圖預示今年加息至 5.1%，明年將出現減息，市場普遍預期再加息 2 至 3 次後是次加息週期便會完結。以此推演，假設加息共 10 次，最後階段便是 7.5 次，反映當下加息週期將進入最後階段，正是投入債券市場最佳的切入點。

全球累計債券在加息週期中分段表現



資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

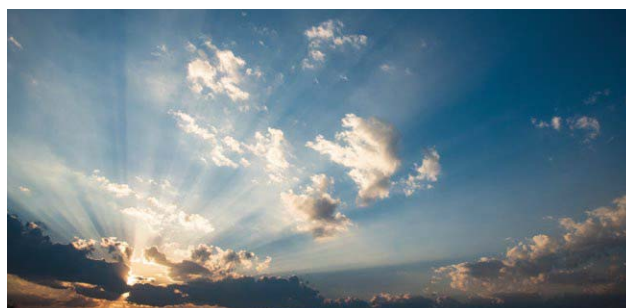
風險：違約危機仍未過去

投資債券除利率風險，更大的的是違約風險。OECD去年底報告中指出2019至2022年處於財困的低收入國家佔世界銀行紀錄中超過50%，較2009至2014年間不足30%明顯上升（詳情請參閱《宏觀策略》章節）。暗示投資者不能忽視非美國家尤其新興市場的違約問題。

信貸違約掉期(CDS)是市場上常用為持有投資組合對沖違約的金融工具，各利率變化是衡量不同債券類別的違約風險指標。參考國債CDS及個別CDS指數過去1及3個月變化如下：

國債 CDS	1個月變化(點子)	3個月變化(點子)	CDS指數	1個月變化(點子)	3個月變化(點子)
美洲			美國		
巴西	14.6	-19.3	高評級	-1.2	-18.3
墨西哥	0.9	-20.4	高息	0	3.0
美國	0.8	-1.1	地方政府有關機構	0.5	-3.6
加拿大	-1.6	-2.4	歐洲、中東和非洲(歐非中東)		
哥倫比亞	-4.9	-70.7	歐洲高評級	-4.5	-41.3
歐洲、中東和非洲(歐非中東)			歐洲高息	-8.7	-159.2
瑞典	0.2	-3.5	金融(高級別)	-6.1	-49.1
瑞士	0.0	0.3	金融(次級別)	-10.4	-91.6
德國	-0.5	-5.2	亞洲		
法國	-0.7	-2.7	日本	7.4	-21.6
英國	-1.1	-0.2	亞洲(除日本)高評級	-20.8	-55.0
葡萄牙	-2.6	-2.5	澳洲	-7.1	-47.2
荷蘭	-2.9	-3.7	新興市場		
西班牙	-3.0	-1.8	新興市場	0.3	3.1
意大利	-7.4	-17.1			
希臘	-10.9	-23.7			
亞太					
日本	0.7	-0.6			
紐西蘭	0.0	-1.3			
澳洲	-0.4	-5.7			
中國	-2.2	-19.3			
南韓	-3.6	-9.9			

資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日



整體數據上不論1及3個月變化不大，國債CDS中新興國家更出現明顯改善，例如哥倫比亞、巴西及希臘等都錄得雙位數跌幅。CDS指數顯示歐洲及亞洲指數明顯下降，尤其歐洲高息債指數下跌近160點子。雖然核心供應問題仍未解決，但能源問題隨冬天過去，至少解決了燃眉之急。

須知道全球經濟問題，例如歐美國家步入衰退、俄烏戰事後續影響及中國復常之路顛簸等，都可能令債券市場違約風險無預警下急升，投資者仍須保持審慎。

中國及亞洲債市展望 — 2023年亞洲債券重獲市場目光

主要國家的貨幣政策尤其美國雖然維持緊縮，但相信不會再度大幅收緊。各國央行目標將由遏抑通脹轉移至縮減資產負債表，因此資本和信貸市場的流動性預計會減少。東亞聯豐認為，投資者對固定收益資產，會重拾興趣。

市場經過多月的震盪，已經消化了通脹、高利率等多項因素，目前債價已相當吸引力，收益率亦接近週期性高位，但上升空間有限，因為美國接連大幅加息的機會不大。

東亞聯豐認為債市將回暖，投資級別和高收益債券再呈投資價值。考慮到經濟衰退的風險，加息週期何時完結仍是未知之數。投資級別債券可以對沖部分利率上升，債券價格下跌的風險。加上一般發行人基本面穩固，所以違約風險有限。一旦經濟衰退較預期嚴重，息差擴闊，雖然高收益債券將承受較大的壓力，但只要懂得小心挑選，仍然不難發掘一些提供吸引息率，而基本面也不俗的高收益債券。預計明年市場流動性將續步收緊，我們評估債券時，會特別留意其資產負債表是否穩健，以衡量他們再融資的壓力，及抵禦溫和經濟衰退的能力。

放寬疫情措施和房地產三支箭為中國債券提供投資機遇

一直備受嚴謹疫情措施和房地產問題困擾的中國，近日因新措施出台而初現曙光，整體投資氣氛轉好。東亞聯豐亦重整對中國投資級別和高收益債券的評估。

為挽救銷售疲弱和受爛尾樓危機困擾的房地產，自11月中開始，內地接連發出「三支箭」及「金融16條」，通過債券、信貸和資本市場融資各項政策，鼓勵銀行向房企發放信貸、支持民企發債融資，以及恢復上市房企進行再融資等。希望藉這些措施為陷入財困的房地產行業提供充足的融資渠道。雖然政府加大支持房地產的力度，為內房債券設下有利條件，氣氛和市場預期有明顯改善，但我們仍然維持審慎態度，檢視政策落實的實際情況，例如是否具龍頭地位、具規模的企業才能受益？已經出現債務違約的內房民營企業能否受惠？這些細節尚有待觀察。政府對地方疫情措施的調整不單會左右樓市復甦的步伐，也會影響其他板塊。鑑於政府放寬防疫政策措施較市場預期為早，有助個別行業的週期性反彈，例如工業板塊債券。

政府要在控制疫情和重啟經濟兩者之間取得平衡。人民銀行也在平衡貨幣政策的力度，一方面進行貨幣寬鬆政策以支持經濟，另一方面則避免過度減息刺激通脹，也避免與美國息差持續擴大，導致資金外流。人行於12月5日降低存款準備金25點子，向市場釋放5,000億人民幣以支持經濟，是今年4月以來第二次降準。我們相信當局仍會繼續採取相對寬鬆的貨幣政策，但債券收益率明年仍然有機會上升。至於人民幣走勢，基於美聯儲加息幅度放緩的預期以及中國放寬疫情限制帶動經濟復蘇的憧憬，美元強勢將出現逆轉，環球和亞洲貨幣走勢將恢復。因此，我們對人民幣的走勢沒有以往悲觀，相信會在區間上落。

中國放寬防疫措施同時有助帶動澳門旅遊業，刺激賭場入場人數。東亞聯豐對澳門博彩業債券改觀。加上早前澳門6間賭場營運商牌照已批出，不明朗因素減少。至於香港債券市場基本面仍然十分穩健。

印度並未受外圍拖累，金融和可再生能源高收益債券續看好

印度跟印尼一樣，當地經濟一直良好發展。世界銀行把印度這個財政年度的經濟增長預測，由原來6.5%提升至6.9%，是全球增長最快的主要經濟之一。現時印度銀行業放貸的速度，是8年來最快，意味這個全球第5大經濟體，正展開新的投資週期。因此，團隊看好印度短期高收益金融類債券，例如從事黃金貸款、商業貸款、個人貸款和金融諮詢服務的非傳統銀行發行人。

另一個基本面穩固的板塊，同樣深受團隊看好的是印度的可再生能源高收益債券。作為全球主要耗電量的國家，印度同時是主要可再生能源生產國。其目標是到2030年能夠減少碳排放10億噸，碳強度降至低於45%。要減排同時滿足人口增長對電力增長的需求，該國計劃把可再生能源產能擴大到500吉瓦(Gigawatt)。有機構預計，到2030年，印度低碳技術的市場規模將高達800億美元。要實踐這些目標，須要有利的政策來支持可再生能源企業，為他們提供融資渠道去進行工程。因此，我們相信可再生能源企業的基本面將維持穩健。

亞洲區高息債券收益率(2022年12月2日)例子

	中國高收益 – 房地產BB級別	中國高收益 – 房地產B級別	中國高收益 – 工業	印度高收益 (金融除外)	印尼高收益 – 工業	印尼高收益 – 房地產
到期收益率	27至39%	約20%	10至30%	5至7%	7至10%	20至30%

資料來源：東亞聯豐投資，彭博，數據截至2022年12月1日

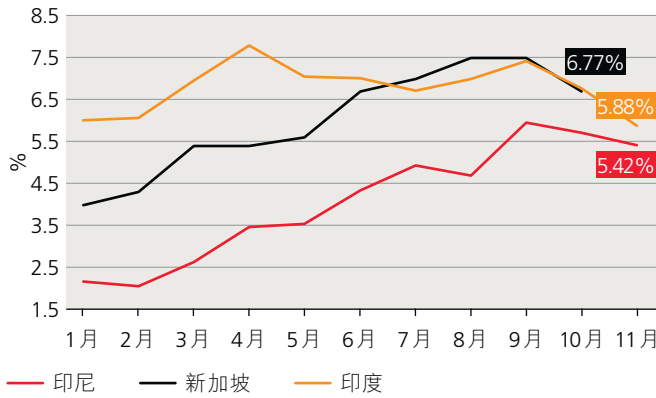
看好印尼投資級別債券，受惠國家經濟基本面強勁，地產高收益債券前景看好

受惠於美國國債孳息率回落，以及國家基本面穩固，我們將尋找機會增持印尼的投資級別債券，包括能源債。當外圍經濟環境嚴峻，但印尼自身並沒有受到太大困擾。該國通脹由10月份的5.71%放緩至11月的5.42%，雖然高於歷史平均水平，但壓力遠低於其他國家。為防止通脹飆升以及支持匯價，該國防犯於未然，央行11月把利率上調50點子。

印尼基調良好，受惠商品價格高企，需求旺盛，帶動經濟和出口，預計2022年印尼的經常賬戶將錄得盈餘。俄烏戰爭影響能源供應，支持石油和天然氣價格，為能源公司帶來豐厚利潤和可觀的現金流，支持資產負債表。

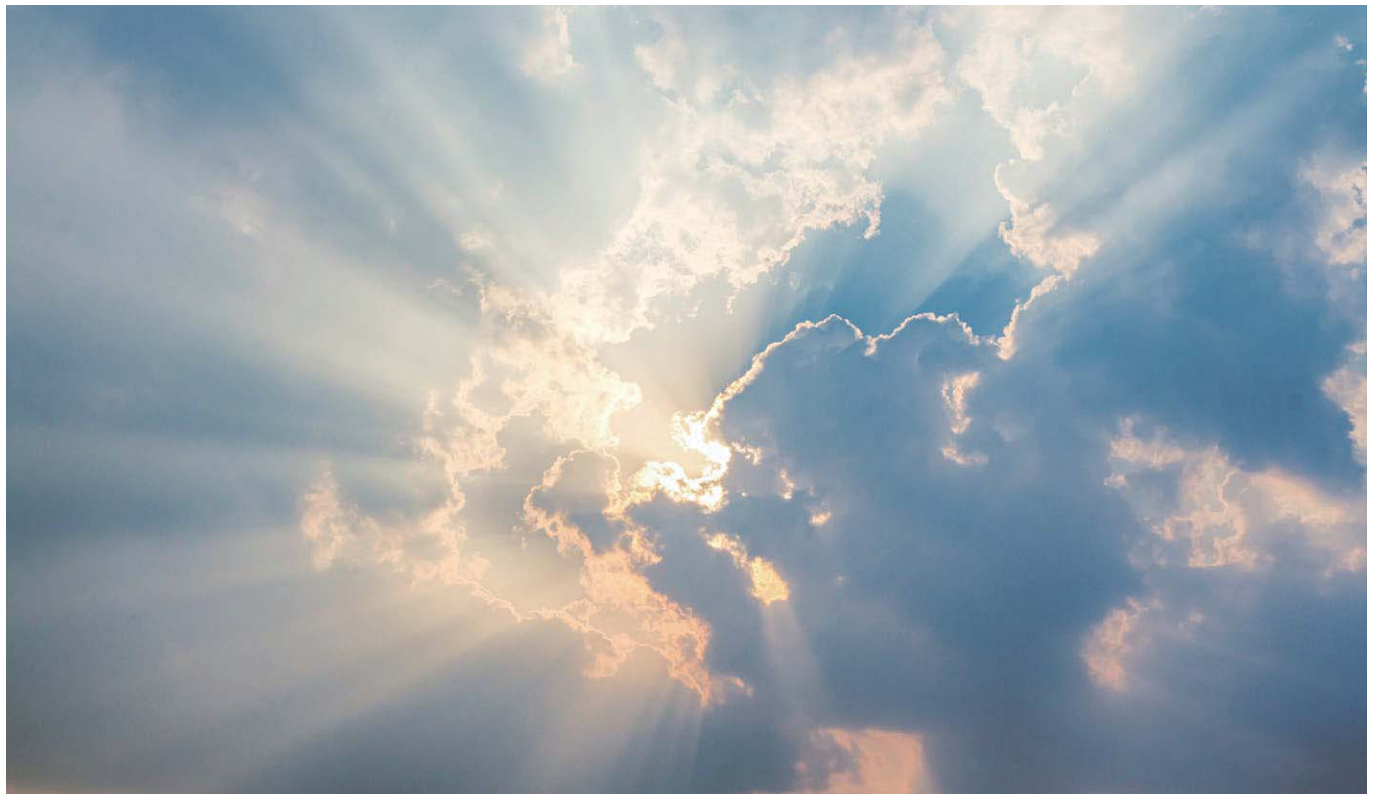
能源板塊之外，投資團隊也看好印尼房地產高收益債券。雖然印尼發展商所公佈的首3季銷售喜壞參半，佔全年銷售目標56至87%不等，但基於印尼消費者信貸健康，經濟穩健，加上央行把所有房屋置業零首期的優惠政策，延長至2023年底，預計能促進房地產行業的信貸增長。

通脹率：印尼通脹較其他國家為低



資料來源：彭博，數據截至2022年12月20日

本文由東亞聯豐投資管理有限公司(「東亞聯豐投資」)編製，僅供參考之用。東亞聯豐投資並不以此資料邀請作任何行動，或提供任何建議或推介。本文或其內容並不構成任何促使、邀請、廣告、誘因、承諾、保證或作出任何類型或形式的代表及東亞聯豐投資就此表明並不為此負上相關責任。本文所載資料根據東亞聯豐投資認為可靠並以「現況」的基礎上提供。即使竭盡所能力求準確，東亞聯豐投資及其轄下董事/職員並不為其內容的準確性、完整性或時間性負上任何責任。所載資料乃屬東亞聯豐投資擁有。未經東亞聯豐投資事先書面同意，本文或其任何內容均不可予以複印或分發予第三者。本文未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。



免責聲明

免責聲明及重要通知

本文件由東亞銀行有限公司(「東亞銀行」)和東亞聯豐投資管理有限公司(「東亞聯豐投資」)編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據大眾可取得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

有關資料所表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。

東亞銀行會按需要更新已發佈之研究。除了定期發佈的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發佈其他報告，不作另行通知。

東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失(不論屬侵權或合約或其他方面)概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

投資決定是由閣下自行作出的，但閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式(包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介)進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。

本文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

東亞聯豐投資為東亞銀行及德國德聯豐投資(Union Asset Management Holding AG)在2007年成立的合營公司。

東亞銀行(中國)有限公司(「東亞中國」)是東亞銀行在內地註冊成立的全資附屬銀行。