

任重道遠

東亞銀行經濟研究部



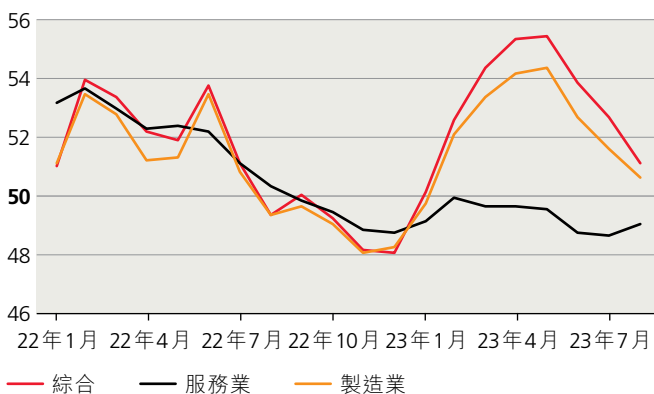
2023年第4季經濟展望 環球經濟展望

環球經濟增長及通脹趨緩，緊縮貨幣政策仍將延續

2023年首3季，環球經濟大致維持低增長格局。美國經濟在內部需求的支持下保持溫和增長，但勞工市場過熱情況僅錄得輕微改善，通脹再加速風險仍然存在；歐洲經濟則受貨幣政策緊縮、政經前景不明朗、能源及供應鏈阻礙等影響而持續疲弱，滯脹風險不容忽視；中國內地經濟繼續以服務消費作為主要增長引擎，近期宏觀政策調控的力度和精準度不斷增強，以穩定信心和釋放需求，為經濟實現平穩復甦打下穩固基礎；其他亞洲經濟體則在外圍需求放緩下略為減速，但區內通脹錄得顯著改善，大部分亞洲央行暫停加息；香港經濟在低基數及經濟重啟的支持下保持平穩復甦。

全球採購經理人指數

>50表示擴張



資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

環球核心通脹回落進程緩慢，物價壓力未見顯著降溫。隨著能源及大宗商品價格回落，以及商品供應恢復，環球整體通脹從高位回落。不過，受工資增長及服務業通脹高企影響，核心通脹回落速度較預期為慢，並遠高於多個先進經濟體的央行政策目標。再者，近期能源價格在主要出口國的減產下錄得回升，部分地區的房地產價格及租金亦出現止跌回穩的勢頭，這些發展或會加大未來整體通脹的壓力，令環球經濟面臨通脹再次加速的風險。

強韌的勞工市場初步降溫，惟主要央行未敢鬆懈。隨著環球經濟動力趨緩，企業對勞工需求亦初步降溫，個別經濟體的失業率正從歷史低位輕微回升，消費信心勢將受到拖累。然而，現時環球主要央行最大憂慮仍是未來通脹會否再度加速，繼而刺激通脹預期迅速上行，令其有需要保持嚴厲的緊縮貨幣政策，以控制通脹。因此，即使環球加息週期接近觸頂，但短期內主要央行將保持鷹派立場，高息率和量化緊縮環境料將延續一段時間。

現時，市場普遍預期環球經濟有望實現軟著陸，通脹有序降溫，而就業市場和經濟增長僅溫和放緩，不致於陷入深度衰退。家庭和企業資產負債表，以至就業市場保持強韌是支持私人消費和投資的主要動力。但值得注意的是，環球經濟形勢仍存著多個不穩定因素，包括：地緣政治局勢發展、貨幣緊縮政策的滯後影響、供應鏈重組、特別財政措施於疫後結束、綠色轉型所催生的通脹效應，以及資產市場波動等。綜合各項因素，預期2023年第4季環球經濟將延續其低增長格局。

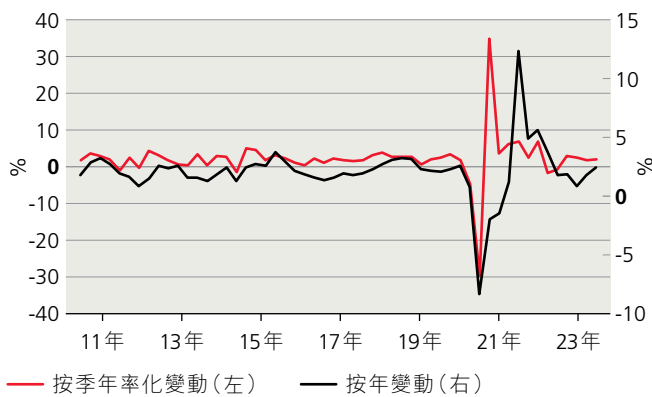


美國經濟展望

美聯儲維持鷹派立場，經濟下行壓力續增

2023年首3季，美國經濟持續展現韌性。儘管美聯儲實施大幅加息和縮表的緊縮貨幣政策，令美國國債收益率顯著上升，並曾導致多間地區性銀行因流動性緊張及資不抵債等問題而倒閉或被接管，但美國經濟表現維持穩步擴張，且超出預期。在低失業率和超額儲蓄的推動下，美國私人消費錄得強勁增長，成為整體增長的主要動力。此外，拜登政府的工業補貼政策也吸引企業增加投資半導體和綠色能源等，令私人投資在高利率下仍可維持增長勢頭。

美國國內生產總值



資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

勞工市場過熱情況錄得輕微改善。2023年第1季，不少美國大型科技和初創企業公布裁員計劃，但相關裁員幅度佔整體規模較小，整體勞工市場未見顯著惡化。勞工需求方面，職位空缺已從2022年初的高位回落，但仍高於2019年疫情前水平；每月非農新增就業數目亦開始放緩，但繼續高於所需吸納的人口增長水平。另一方面，勞動人口參與率逐漸回升，失業率也略為向上，有利於紓緩工資的上漲壓力。近期平均時薪增速有所減慢，惟尚未回落與通脹目標相應的水平。因此，勞工市場仍需要進一步降溫，否則勞工市場偏緊的狀況或會令工資再度升溫，引發通脹出現再次升溫的風險。

通脹高位繼續回落，但美聯儲維持鷹派立場。踏入2023年下半年，美國整體消費物價和其核心指數的按年增長已下降至4%左右，與美聯儲2%通脹目標仍存在較大距離。9月美聯儲在議息會議維持利率在5.25至5.50%不變。根據9月公布的點陣圖，2023年利率中位數預測維持不變於5.6%，2024年利率中位數預測則由6月的4.6上調至5.1%。由於貨幣環境已顯著收緊，加上經濟前景、勞工市場及租金升幅降溫等料將引導通脹進一步放緩，預期美聯儲在2023年第4季將無需再次加息，但高利率仍會持續一段較長時間。

美國通脹率



資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

美國經濟下行壓力料將增強。雖然貨幣緊縮政策尚未顯著拖累美國經濟，但高利率影響將逐步累積，未來企業在進行再融資時或會面對更高的利息成本和更嚴格的信貸審批準則，投資信心料將受壓。另外，疫情期間推出的學生暫緩償還貸款計劃結束也會對私人消費構成制約。預期美國經濟增長在2023年第4季很大機會出現放緩。



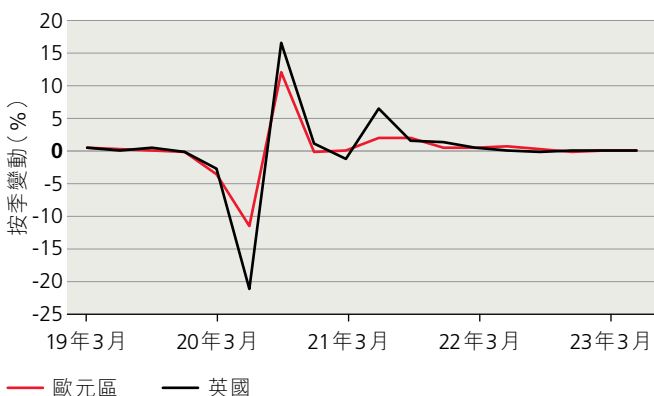
宏觀經濟

歐洲經濟展望

歐洲經濟維持弱復甦步伐，成員國表現分歧

受制於德國經濟疲弱，歐洲經濟僅錄得輕微擴張。在環球貨幣政策緊縮、政經前景不明朗、能源及供應鏈阻礙尚未返回疫情和俄烏衝突前，加上疫後消費模式返回服務業為主，均打擊德國製造業表現，拖累2023年上半年德國經濟錄得輕微收縮，並持續低於去年同期水平。相比之下，法國及意大利經濟錄得溫和增長，上半年分別按年擴張0.9及1.2%；西班牙經濟更受惠於旅遊業強勁復甦及零售消費表現穩固，帶動上半年經濟按年增長2.9%。總體來說，歐元區成員國表現分歧，上半年歐元區經濟僅錄得約0.8%按年增長，第1及第2季分別按季增長0.1%，部分以旅遊及其相關行業佔比較重的成員國表現較佳。另一方面，英國經濟則受惠於服務消費所帶動，於上半年亦錄得約0.3%按年輕微增長。國內生產總值從第1季按季0.1%增長稍微加快至第2季0.2%。民眾對交通、休閒文化活動、餐飲、酒店等消費性服務需求上升，支持住戶消費開支持續增長。

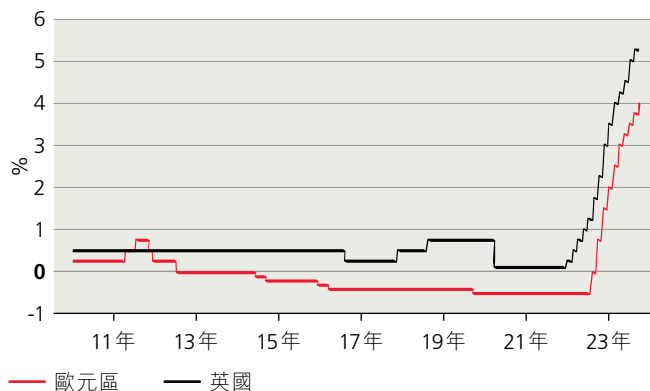
歐元區及英國經濟增長



資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

歐洲通脹從高位回落，但仍遠高於政策目標，央行將維持息率高企更長時間。歐元區及英國整體通脹率均較去年10月高位回落約5個百分點。不過，面對勞工市場偏緊，工資持續較快增長，加上疫後消費模式返回以服務業為主，個別服務行業（如旅遊業）需求釋放等，均使服務價格錄得顯著增長，令核心通脹更具黏性。9月歐洲央行再次加息25個基點，英倫銀行則維持利率不變，兩地央行於是次加息週期至今分別合共加息450及515個基點。目前，他們均表示將以數據表現作為未來是否進一步加息的依據，惟在核心通脹持續高於政策目標下，兩地央行料將維持利率於具限制性水平一段更長時間，直至通脹明顯趨向其政策目標的水平。

歐元區及英國政策利率



資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

高利率及政經前景不明朗下，歐洲經濟料僅輕微擴張，甚至陷於停滯。目前，歐洲央行及英倫銀行已將其政策利率提升至2008年以來最高水平，高利率及量化緊縮對信貸和經濟的影響料將進一步浮現，勢將加劇企業及家庭的借貸成本及負擔，削弱消費、投資，以至買樓置業的意欲。再者，年初以來服務業作為推動歐洲經濟持續增長的主要動力，於近月亦有加速放緩之勢，歐元區及英國服務業採購經理指數均回落至收縮區間，加上製造業採購經理指數已連續多月陷於收縮，顯示歐洲經濟復甦動力或正在轉弱。不過，歐洲勞工市場及民眾收入穩固，將有利於穩定民眾消費及整體經濟表現，預期2023年歐元區經濟錄得約0.7%輕微增長。

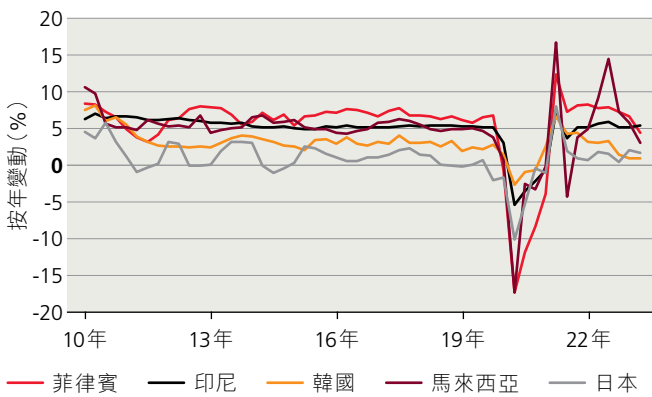


亞洲經濟展望

亞洲經濟基本面穩健，復甦勢頭料將延續

面對外圍需求放緩的衝擊，亞洲地區普遍受到商品出口下滑的拖累。2023年上半年，除日本以外，亞洲主要經濟體增速均有所放緩。日本經濟表現超出預期，上半年增長加速至按年1.8%，主要是受惠於汽車業復甦和入境旅遊業暢旺所帶動。南韓經濟上半年錄得按年增長0.9%，這與全球科技產品週期持續去庫存，導致商品出口疲弱有關。由於出口和投資下挫，台灣經濟上半年錄得按年1%跌幅。期內，東盟主要經濟體增長亦大致放緩。

亞洲個別經濟體的國內生產總值



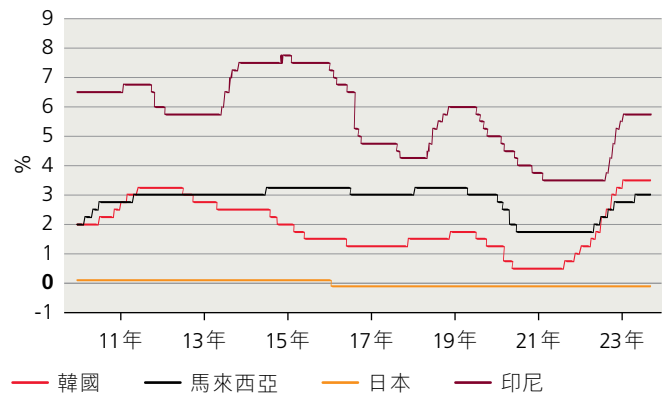
資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

亞洲地區商品出口持續收縮，惟在低基數下，其跌幅勢將逐步收窄。在2023年第3季，外圍商品需求仍然疲弱，歐美先進經濟體的私人消費普遍呈現服務強、商品弱的不平均表現，拖累亞洲經濟體商品出口需求。亞洲先進經濟體中，日本商品出口增長由年初的高位放緩，並在7及8月轉為按年下跌；南韓和台灣在2023年首8個月更一直錄得按年下跌。東盟主要經濟體商品出口亦維持普遍下行走勢。展望2023年第4季，隨著環球貨幣政策持續緊縮，外圍需求將難以顯著改善，但去年低基數的影響將逐漸浮現，預料亞洲經濟體商品出口按年跌幅將會逐步收窄。

亞洲地區跨境旅遊復常進度不一。疫情前，內地旅客是亞洲地區旅遊業的重要客源。今年以來內地逐步放開跨境往來限制，惟航班復飛低於預期，以至旅客出境規模均明顯低於疫情前水平，加上部分經濟體更出現本地居民境外旅遊多於境外旅客入境的情況，令旅遊業對拉動亞洲經濟的動力較預期為弱。目前，內地對旅行社組團出境進一步放寬，內地旅客勢將再次成為亞洲地區旅遊業的重要支撐，為區內經濟注入新動力。

亞洲地區通脹顯著改善。對比歐美先進經濟體，亞洲地區通脹放緩的進程較為理想，部分國家消費物價指數的升幅更重返其央行的通脹目標之內，反映區內通脹壓力穩定。2023年第3季，除泰國央行以外，其他亞洲主要央行普遍維持貨幣政策不變，日本央行更繼續實行負利率政策，把短期利率目標保持於負0.1%不變。展望未來，由於亞洲通脹壓力總體尚算溫和，區內央行有更大靈活性制訂其貨幣政策，無需跟隨歐美央行進一步緊縮。

亞洲個別經濟體的政策利率



資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

總體上，亞洲地區商品出口在外圍需求疲軟下將難以得到提振，惟區內經濟基本面穩固、內部消費市場穩定擴張、旅遊業持續復甦、區域供應鏈重組或可帶來更多新投資和貿易機遇，以至近期中國內地穩增長的政策力度等料將為區內經濟帶來支持。展望未來，預計2023年餘下時間亞洲地區經濟將可保持穩定增長。



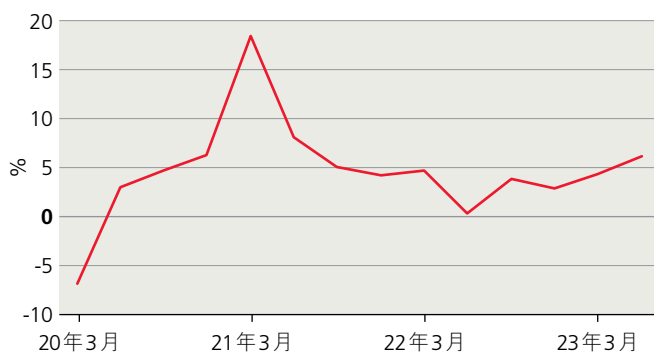
宏觀經濟

內地經濟展望

宏觀政策效果漸現，支持內地經濟穩步復甦

受低比較基數、消費及服務業持續領先所帶動，第2季內地經濟延續復甦勢頭。經濟增速從第1季按年4.5%加快至第2季按年6.3%。2023年上半年，國內生產總值增速達5.5%。最終消費是主要的增長動力，抵銷外部需求放緩及房地產市場調整帶來的壓力。

內地經濟增長

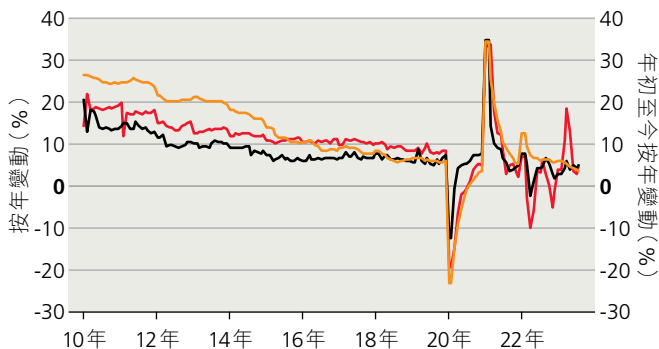


資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

踏入第3季，疫後復甦動力不均逐漸明顯。服務業持續引領消費增長，首8個月服務零售額錄得按年19.4%快速增長，8月及首8個月的餐飲收入亦分別按年上升12.4及19.4%，反映民眾於疫後及假期旺季對旅遊相關服務的需求殷切。不過，與房地產相關的零售銷售如裝修及裝潢材料和家用電器及音像器材等均於8月錄得按年收縮。高比較基數及買家態度轉趨觀望等則制約近月汽車銷售增長。整體而言，隨著內地當局「促消費」政策效應陸續浮現，8月社會消費品零售額按年增長4.6%，較7月2.5%加快。另外，投資活動則反映內地經濟持續邁向高質量方向發展。2023年首8個月固定資產投資增速輕微放緩至按年3.2%，主要受房地產開發投資及民間投資跌幅擴大所致。不過，基建、專用設備及電氣機械和器材製造等投資均錄得較快增長，首8個月分別按年上升6.4、7.5及38.6%，反映內地持續推動產業升級及提升科技水平，並同時帶動相關行業的工業生產活動，1至8月工業生產溫和上升3.9%。



內地零售銷售、工業生產及固定資產投資



資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

面對房地產市場整固，內地當局持續加大對房地產業的支持力度。過去數月，多個部委宣布了一系列政策措施以穩定開發商資金狀況、提振購房者信心及活躍市場交投，例如落實「認房不認貸」、下調存量首套住房貸款利率、降低第二套住房貸款利率下限及調整首套及第二套住房的最低首付比例等。其中一線城市亦帶頭放寬樓市政策，包括廣州下調首套住房貸款利率下限至貸款市場報價利率減10個基點，上海則延長住房公積金購買二手住房的貸款期限。隨著政策放寬，樓市活動於9月初略為回暖，新屋銷售反應正面，惟其可持續性則尚待觀察。

此外，內地當局亦進一步加強貨幣及財政政策對經濟（特別是消費及民營企業等）支持，以穩信心及穩增長。貨幣政策方面，第3季人民銀行先後宣布減息降準，於8月分別把1年期中期借貸便利利率及1年期貸款市場報價利率下調15及10個基點，並於9月再度下調存款準備金率0.25個百分點。同時，國有銀行亦下調存款利率以釋放民眾儲蓄及推動貸款和按揭利率下降，而人行則統籌地方層面提高對民營企業貸款的支持。財政政策方面，內地當局正加大對重點行業及群體的支持力度，例如向小型企業及失業人士申請的創業貸款提供擔保及財政貼息、以及對汽車、家電及旅遊服務等提供財政支持，以刺激相關消費。財政部更宣布下調證券交易印花稅，以活躍資本市場，提振投資者信心。

展望未來，內地經濟將持續穩步復甦。隨著內地當局推出一連串支持政策，對穩定信心及緩和民眾及企業壓力等正面影響料將逐步浮現，有利於支持消費及投資表現。另外，內地政策空間仍較充足，不排除再次輕微下調政策利率及存款準備金率，並增加政策性開發性金融工具額度以推動基建投資等。下一階段，可密切關注全國金融工作會議及第二十屆三中全會等重要會議，以掌握未來經濟及財金政策改革方向及進一步的政策支持措施。整體而言，2023年內地經濟增長料達5.5%左右，並實現2023年政府工作目標5%左右的經濟增長。

香港經濟展望

低基數及經濟重啟支持香港經濟穩步復甦

香港經濟在低基數及經濟重啟的帶動下保持平穩復甦。2023年上半年，香港實質本地生產總值錄得2.2%增幅，訪港旅遊和私人消費是支撐香港經濟復甦的主要動力。自中國內地與香港全面通關以來，訪港旅客人次迅速上升，成為帶動香港服務輸出急速增長的關鍵因素。勞工市場趨緊，以及香港特區政府派發的消費券均有利私人消費顯著復甦。可是，環球經濟下行壓力增加，加上息率高企均對商品貿易和投資表現構成障礙，令香港經濟僅保持平穩復甦。

香港旅客數字

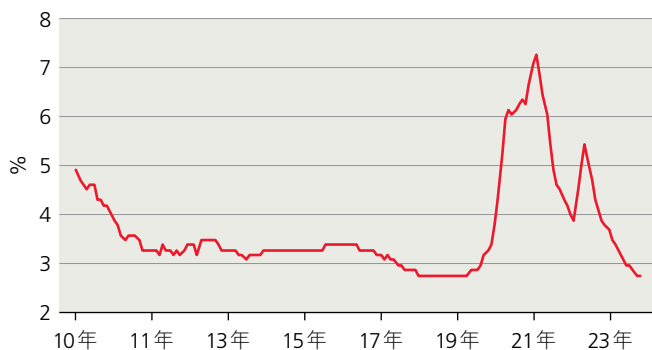
每日入境人次



資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

旅遊相關服務行業在假期和大型活動的推動下保持高速增長勢頭。在2023年第3季暑期旺季，訪港旅客人次延續其強勁升勢，7及8月分別錄得358.9萬人次和407.8萬人次，按月增幅為30.6和13.6%，而9月數字在極端天氣期間過後亦迅速回升。此外，香港特區政府推出了「香港夜繽紛」活動，一系列消閒、美食、音樂及文化主題活動在中秋節、國慶、萬聖節等節慶推出。同時，香港旅發局積極推動多項大型盛事，例如：「香港美酒佳餚巡禮」、「香港繽紛冬日巡禮」、「香港跨年倒數」等。預料服務輸出將繼續是香港經濟的重要增長引擎。

香港失業率



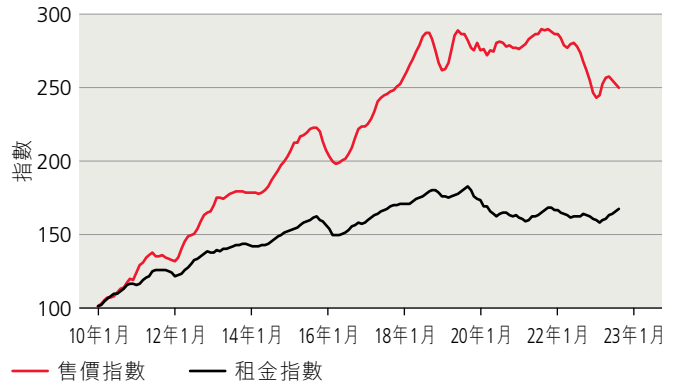
資料來源：香港政府統計處，數據截至2023年9月25日

勞工市場持續擴張，失業率處於接近全民就業的水平。自2023年起，香港就業前景保持良好，職位空缺數字高企，為住戶收入帶來重要支持。針對香港長遠發展的需要，香港特區政府推出了多項人才計劃。截至7月底，超過3.8萬名申請者已抵港，超出了政府全年輸入3.5萬名人才的目標。另外，「補充勞工優化計劃」已於9月起接受申請。該計劃將可紓緩建造業和運輸業等低技術勞工短缺問題。

貨幣政策緊縮和環球經濟下行，對香港經濟全面改善構成制約。2023年首3季，香港商品出口持續收縮。不過，低基數效應將於2023年第4季逐漸浮現，預期商品貿易表現將漸趨穩定。同時，歐美先進經濟體貨幣政策持續緊縮，且料較長時間維持於較高水平，港元利率亦跟隨上升，加上環球經濟前景不明朗，亦對企業投資等帶來影響。在此背景下，香港特區政府將2023年全年經濟增長預測由4.5至5.5%調低至4至5%。

香港住宅售價及租金指數

2010年1月為基數100



資料來源：差餉物業估價署，數據截至2023年9月25日

香港樓市交投活動大致靠穩。經過2023年第1季錄得較快復甦後，本地住宅市場活動受利率上升影響而有所降溫，住宅樓價和成交量轉向平穩發展。然而，私人住宅租金價格在抵港人才及非本地大專生租務需求帶動下保持上升動力。預料香港樓市將保持平穩走勢。

拐點

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



東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

拐點

上季標題是《火中取栗》。預測環球經濟持續疲弱，缺乏基本面支持的成熟市場股市（尤其美股），上半年表現一枝獨秀後將出現回吐，並極大可能是由科技相關的增長型股份引爆。日本及歐洲經濟前景較美國更不明朗，估值急升對當地股市不利。多項分析支持資金正有序撤出股市，與輿論大肆唱好走勢有著明顯背馳，反映潛在風險將較想像中高。雖然面對回調風險，但策略上並非要一股不留，應逐步由增長型股份轉到價值型股份較佳。如投資者堅持火中取栗，謹記眼明手快，嚴守止蝕，見好即收。今天結果與上季預測大致相若。

本季標題是《拐點》。不單指股市走勢，更重要是人心。年內官方與民間對經濟及利率預測持續性分歧，噪音不斷轟爆後，投資者心理呈現疲態。心態主導行為，各地成交量下降反映資金失望離場，衍生工具市場活躍顯現避險情緒。歷史上經濟及利率逆轉帶來策略性啟示，價值型股份抬頭，情況在未來將變得更明顯。漠視指數連盈利增長連續4季出現下跌，好友執意上調行業銷售及盈利預測作全力反抗，同溫層裡繼續唱好增長型股份。壁壘分明，投資者對號入座，兩端爭持不下，最終一方兵敗山倒。

美國股市：金玉其外

《宏觀策略》中分析美國經濟增長並非建基於基礎因素，而是不斷加大財赤，增幅媲美同期美聯儲縮表規模。例如削減或延後學生貸款動輒數千億美元支出，藉以刺激消費以紓緩工商業受暴力加息及去全球化的負面影響。可是央行高舉縮表旗幟，唯有透過財政部重施故技，大幅發行國債吸收海外美元以彌補境內財赤缺口，但間接釀成美元及國債收益率攀升，加大未來溢出現象（詳情可參閱《外匯》及《債券》章節）。說穿了是以海量資金掩蓋經濟問題，再買時間憧憬經濟能夠自行復原。此舉並非正視經濟內核性衰退和削弱中產財富等剛性問題。

以2008年為例，部份流動性盤踞金融資產上空轉，造成另一輪資產泡沫，實體經濟最終受惠多少？印鈔式消費曇花一現，確信民間真心樂意地消費？高息利刃懸掛在頭上，把地區銀行、房地產、私人及商業信貸、非投資級別債券推向懸崖，決策者是否可以袖手旁觀？心照不宣。

反觀仿效當年量化寬鬆效果，美股年內表現拋離其他市場，主因受惠「放水」政策。差別是今天以「科技創新」掛帥，更甚是高度集中於數隻股份，個別年內錄得高雙位數甚至數倍升幅，市盈率飆升至百倍計，撫心自問源於基本

因素還是炒作？不排除科技突破在未來可造福世人，但眼前投資市場趁機大肆炒作，最終導致生靈塗炭的教訓還歷歷在目。遠至千禧年科網泡沫，到近年曾染指元宇宙及NFT等虛擬資產的股份，當中有多少仍能屹立不倒？又有多少由昔日的天之驕子最後淪為過街老鼠？種種烙印警惕著投資者應存有戒心。

《宏觀策略》章節透過分析CPI及GDP走勢，反映過去兩季G20經濟體在去全球化及中美博弈影響下正同步走弱，各國相關性趨升將不利分散地區性組合風險，而資產價格單邊式急升急降，令主動且頻繁調配組合時風險更高，導致部份投資者開始對股市產生厭惡心態，不論眼前賺或賠，套現後現金為王，靜觀其變。

側線分析：騰籠換鳥

開宗明義，本季維持看淡美股觀點，但並非一股不留，焦點是市弱時倉位調動得宜，回報可期。

上季利用多個技術分析，包括估值、指數差異和經濟預測等，指出美股風高浪急，以風險調整後回報考量下，提出有序沽出美股的投資策略。以第3季數據更新分析，結果沒有大幅改變，避免重複，在此不再累贅。本季將透過側線分析，例如資金流向、投資者情緒及衍生工具數據，預測美股短期走勢。

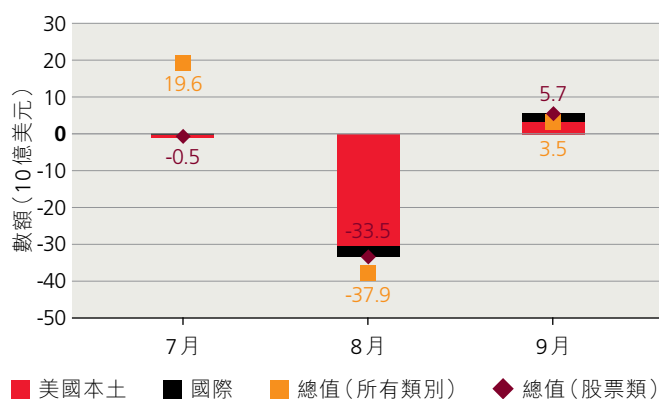
資金流向：以腳投票

經濟學提出「以腳投票(Foot voting)」理論，意謂境內各轄區福利及稅務等條件差異中，以人口數據反映各區執政優劣。今天常套用在投資市場當中。

美國投資公司協會提供各類在美國註冊的開放式基金及ETF資金流狀態。截至9月20日數據顯示，第3季整體股票類錄得淨流出282億(美元，下同)，超過所有類別總額近1倍(148億)，反映股票類淨流出同時有個別資產錄得淨流入(詳情可參閱《債券》章節)。主要流出發生在8月，股票類單月流出共335億，而7及9月則只分別輕微流出5億及流入57億。資金同步且大幅流動造成股市非常波動，反映投資者情緒繃緊，任何訊息或流言蜚語(例如利率變化及經濟數據)都觸動投資者神經。細分股票類數據，主要變化出現在美國本土類型，最大資金進出差距達338億，國際類型只有53億，暗示美股上半年表現跑贏全球後，高處不勝寒之感較其他市場更高。

股票

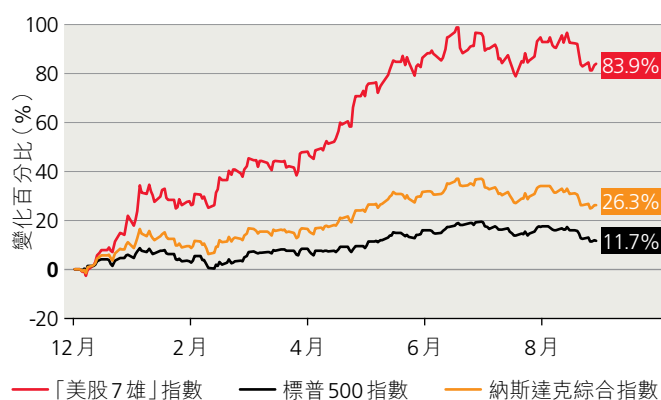
美國註冊基金及ETF資金流



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2023年9月20日

投資市場往往結果重於一切。截至9月30日，標普500指數年內升幅近12%，納斯達克綜合指數升幅更高達近26%，冠絕全球。不過，美股的風險不單在升幅，而是市寬十分狹窄。年內兩大指數大部份升幅源自7隻科技及非必需品股份；市稱「美股7雄(Magnificent 7)」。它們年內飆升近84%，遠遠拋離全球所有股市，甚至主要資產。全球資金嚴重集中，風險之高可想而知，任何逆轉將帶來全球性恐慌。

美股指數及股票組合年內表現



資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

「精明資金流」指數紀錄標普500指數開市首及尾1小時內資金流量，被喻為機構投資者日內最活躍時段。年內該指數與標普500指數走勢相若，直到8月精明資金開始逆轉並持續至季末，反映機構投資者恐慌情緒趨升，亦與上述基金及ETF資金流分析相若。8及9月資金跌勢較股指更快，推測有一定程度的個人投資者「留戀」市場(配合下文分析)，抵消機構投資者套現對指數壓力，但血肉長城最終只是螳臂擋車。

「精明資金流」指數及標普500指數



資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

投資者情緒：心灰意冷

美國個人投資者協會(The American Association of Individual Investors, AAI)公布截至9月28日「AAI情緒調查」顯示¹，個人投資者對股市短期前景的悲觀情緒升至5月中旬以來最高水平，同時樂觀情緒跌至4個月低位。看漲情緒(預期股價將在未來6個月上漲)比例下降3.5至27.8%。最近1次樂觀情緒偏低是5月25日(27.4%)，亦低於37.5%有紀錄平均值。中性情緒(預期基本保持不變)下降2.8至31.3%，與平均值相若(31.5%)。看跌情緒(預期下跌)比例上升6.3至40.9%，上次走高是今年5月11日，高於平均值(31.0%)外，漲跌比例差距(看漲減去看跌情緒)暴跌9.8至負13.2%，上1次走低是今年5月18日(負16.8%)。

另外，協會詢問成員對美聯儲9月維持利率不變觀點。結果如下：

意見	比例 (%)
正確	66.3
應該加息	18.6
應該減息	6.3
不確定或沒有意見	8.6

資料來源：美國個人投資者協會¹，數據截至2023年9月30日

調查發現近3分之2個人受訪者支持美聯儲決定，同時支持加息者差不多是減息者3倍，與輿論中部份知名投行或學者大力抨擊美聯儲決定背馳，亦解釋上文為何當股指持續下跌時，仍有投資者願意以血肉之軀去擋子彈。

¹ 見美國個人投資者協會網站，<https://www.aaii.com/latest/article/88780-aaii-sentiment-survey-highest-pessimism-since-mid-may>

另外，CNN商業編制的恐懼與貪婪指數²是衡量股市走勢比較定價合理程度的參考指數，亦是投資者引用相反理論的指標，例如應在「極度貪婪」時套現離場。指數通過7個指標以均權形式彙編：市場動力、股價強度、股價廣度、看跌及看漲期權比例、垃圾債券需求、市場波動性和避險需求。門檻分布如下：

分數	市場情緒
0至24	極度恐懼
25至44	恐懼
45至55	中性
56至75	貪婪
76至100	極度貪婪

資料來源：CNN商業²，數據截至2023年9月30日

指數由7月21日報83水平後反覆下跌，截至9月29日指數報28，反映市場由7月下旬「極度貪婪」情緒不斷下修至「恐懼」水平。同期標普500指數反覆下跌約7%，與上文資金流向分析吻合。過去1年只有2次低於此水平，分別是5月中旬(23)及去年10月中旬(16)，兩者往後1個月內，標普500指數便在調整後反彈，反映指數在相反理論的實踐。簡單而言，短期內股指弱勢將會持續，但距離見底反彈不遠，耐心等待「極度恐懼」出現並持續數週後，才是尋底好時機。

現代投資界巨人巴菲特提出「別人恐懼時貪婪」的相反理論，古時孟子曰：「生於憂患，死於安樂」，兩者根本性異曲同工。心理質素往往是投資取勝關鍵。

衍生工具：早著先機

五花八門的衍生工具有著1個共同特點：綜合投資者對後市觀點。

例如不問當中行使價或槓桿率，認沽期權合約量上升反映投資者正為看淡後市部署，認購期權作相反操作。認沽除以認購合約量作比例，數值高於1水平時代表看淡人數較多，反之亦然。根據芝加哥期貨交易所提供標普500股票

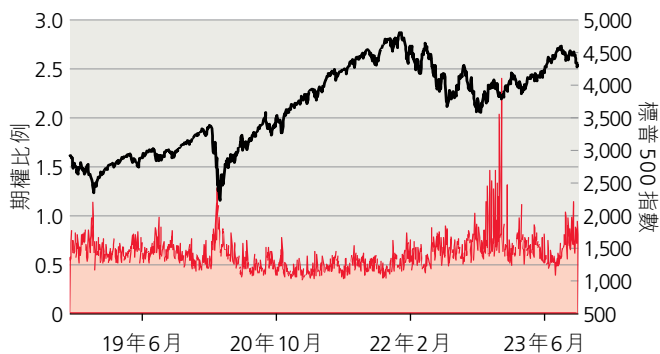
期權合約量數據，每逢比例朝向1水平時，股指便開始走弱，1以上時更出現明顯下跌。過去5年該比例只有2%數據出現在1水平以上，實屬非常罕見。除了今年，過去3次高於1以上時段數據如下：

年份	期間最高比例	期間標普500最大跌幅(%)
2018	1.13	19.5
2020	1.28	33.9
2022	2.40	25.3

資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

今年3月中旬(最高1.11，正值美國中小型銀行擠提事件)及今年9月中旬(最高1.14，正值美聯儲議息前夕)都吻合第1及3季中下旬股指偏弱走勢，亦折射當季最大跌幅分別為7.8及6.9%。比例在9月27日報1.29，彷彿為第4季股指走勢響起警號。

標普500指數及其期權合約量比例



■ 認沽與認購期權合約量比例(左) — 標普500指數(右)

資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

期權金變化也可預測市場情緒。瑞士信貸銀行自2009年推出「瑞士信貸恐懼雨晴表(Credit Suisse Fear Barometer, CSFB)」，主要追蹤標普500指數零溢價「上下線」或「領子」期權策略(Zero-premium collar options strategy)需支付之期權金變化，反映投資者願意付出多少去對沖下行風險，指數愈高暗示恐懼情緒愈濃。此類期權策略多為機構投資者使用，因此普遍作為反映高層或高端階層對後市觀點。

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

股票

另一個更普遍採用的是VIX波動指數，直接抽取標普500指數期權價格計算得出，其結構相對簡單，普遍作為反映一般個人投資者對後市觀點。該指數通常與股指走勢相反，因此分析多以拐點作為重要訊號，例如VIX持續低於均值或歷史低位，便預期投資者過於安逸或暗示股指短期內將出現調整。

由於兩項指數都有其不足之處，例如CSFB過於複雜而且使用層面狹窄，預測能力較為飄忽；VIX卻過於簡單，而且除拐點訊號外大部份時間誤判機率偏高。兩者背後的投資群組對後市觀點經常南轅北轍，單獨使用時成效不彰。加上兩者都有均值回歸(Mean reversion)傾向，分析上以兩者比例預測股指走勢，有助改善預測效率。

過去5年兩項指數比例呈現大幅波動走勢，源於期權乃集思廣益之地，波動性較一般正股大是常態。然而，整體走勢與標普500指數相若，反映方向性預測表現值得參考。標普500指數及其期權金變化指數比例9月29日報1.14，較6月時高於2水平時明顯下降，對照同期股指弱勢。相較過去3次低潮時全線低過1水平，現在仍未算恐慌，但9月起呈現急挫，走勢與2018及2020年時相若。當時股指最終跌入熊市，投資者應多加警惕。數據上反映當比例逆轉後大約1個月，股指便明顯掉頭下跌。注意比例低見1水平後，以上分析料將逐步實現。最後，注意兩項期權的內涵合約期皆為3個月，因此預測結果以短線為準。

投資市場中割韭菜，薊羊毛本是常事，差別在於誰能未雨綢繆，早著先機。

標普500指數及其期權金變化指數比例



資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

綜合以上數據除了支持上季本章節預測結果，在此重申對美股觀點：火中取栗需技巧及膽識並重，勉強而為代價將難以想像，非此路者應三思。市場充斥著「別無他選(There is no alternative, TINA)」及「錯失恐懼(Fear of missing out, FOMO)」等口號式策略時，投資者更需額外留神。突破盲點，投資世界其實較想像中更大。

投資策略：拐點尋商機

利差優勢下美元持續偏強，持有美元當然可投資相當吸引的短期美債（詳情可參閱《債券》章節），但美股亦並非一文不值，尤其在經濟增長與利率週期兩大拐點同時出現，投資者可在十年一閱的大時代中尋找長線投資良機。

經濟拐點：醜婦終須見家翁

拜登政府大量提升財赤養活美國經濟，但單靠打補針未能真正固本培元。近期更出現虛不受補，例如通脹反彈、破產數字屢創新高、消費及就業疲態畢現等（詳情可參閱《宏觀策略》章節），加上10月後進入美國下一個財年，正值明年美國總統大選，早前共和黨在財赤問題上先下一城，以政府停擺迫使民主黨下修預算內容，例如再檢討對烏克蘭支援，但保留天災相關的撥款。當中滲出陣陣選舉交鋒的氣息，亦預期未來美國經濟將步履蹣跚，是否一如官方預測般欣欣向榮實在值得商榷，但低於平均預測可信性較高。

過去30年美國按年實質GDP增長及綜合CPI平均值約為2.5%，反映長線或理論上經濟增長與通脹表現應該並駕齊驅，而中性利率正反映此平衡點的定價。反觀今天高於平均的CPI(3.7%)與低於平均的GDP(2.4%)，才是基本風險所在。

過去30年數據，抽出GDP低過同時CPI高過其平均值（以下簡稱「狀況」）季度，總共有21個，分別在1995、2001、2003、2007、2009、2011、2022及2023年。值得注意的是2009年前經濟大約相隔5年便出現1次拐點，但2011至22年間相差共3,834天才出現1次，反映美聯儲多次量寬已打亂美國經濟週期。因果循環，預期延後只會帶來更大代價。

透過上述 21 個季度，找出當時標普 500 指數及其 11 項行業分類指數表現，推測未來在這狀況下投資策略。數據及分析結果如下：

指數 (%)	標普 500 指數	科技	能源	公用	非必需品	醫療護理	金融	必需品	工業	通訊	房地產	物料
平均回報	-2.0	-1.0	1.1	-1.2	-1.9	0.2	-4.8	0.6	-1.2	-2.3	-1.6	-0.9
標準差	8.2	14.7	12.3	8.4	10.7	7.3	10.2	6.0	11.0	9.8	9.2	11.3
比例	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	-0.2	0.0	-0.5	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1
評審指標		科技	能源	公用	非必需品	醫療護理	金融	必需品	工業	通訊	房地產	物料
季度回報排列	首 3 位次數	7	10	6	4	5	2	7	6	4	6	6
	尾 3 位次數	7	4	5	8	3	11	4	5	8	4	4
	純優異次數	0	6	1	-4	2	-9	3	1	-4	2	2
回報正及負值次數	正值次數	10	12	11	9	11	6	13	10	9	10	11
	負值次數	11	9	10	12	10	15	8	11	12	7	10
	純優異次數	-1	3	1	-3	1	-9	5	-1	-3	3	1
值博率	最大值 (%)	25.1	21.7	8.4	15.8	12.3	13.0	12.0	18.7	20.2	14.9	14.7
	最小值 (%)	-34.0	-24.9	-18.7	-26.3	-15.0	-23.1	-10.2	-21.5	-20.9	-15.5	-25.0
	絕對值比例 >1	非	非	非	非	非	非	是	非	非	非	非
表現優異次數		0	3	0	0	2	0	4	0	0	2	1

資料來源：彭博，數據截至 2023 年 9 月 29 日 (每項指標最佳表現首 3 位以橙色方格表達，綜合表現最佳首 3 位以灰色方格表達)

- 首項指標是全期共 21 個季度的平均回報與標準差比例，數值愈大愈好。11 項行業指數中只有 3 個出現正值，分別是能源、醫療護理及必需品板塊。同期整體指數比例是負 0.2，暗示狀況下投資指數蝕本機會偏高；
- 另外，21 個季度中把 11 個行業回報以優劣排序，再找出各行業錄得首 3 及尾 3 位次數，最後相減得出純優異次數，愈多愈好。最佳者為能源、醫療護理、必需品、房地產及物料板塊；
- 下一個是單獨觀察行業回報中出現正值及負值次數，相減得出純優異次數，愈多愈好。最佳者為能源、必需品及房地產板塊；



股票

- 最後是值博率。找出行業回報中最大及最小值，再以絕對值相除，比例高於1為佳。結果只有必需品板塊達標。

綜合以上4大指標，得到優異表現最多行業分別是能源、醫療護理、必需品及房地產板塊。如未來經濟持續走弱同時通脹高企不下，歷史反映這4大行業指數預期表現將較突出。

利率拐點：信不信由你

除了經濟出現拐點，近年市場特別關注美國利率短期內好大可能出現拐點。依據9月最新美聯儲點陣圖顯示，再加息

多1次後利率便會見頂，而明年中位數顯示央行將減息50點子。此舉向市場釋出1個非常重要訊號：本次加息週期終於完結（詳情可參閱《債券》章節）。勿論何時第1次及最終減息幅度，但未來至少6個月將出現另一「狀況」：利率見頂至第1次減息之時段，分析標普500指數及其11項行業指數當時表現。

30年間出現5次共24個季度，分別在1995、1997、2000、2006及2018年，平均相距4.8季，最短也相隔3季，因此投資者不應憧憬最後1次加息後，便會立即減息，相反應以美聯儲多次強調「Higher for longer」作為利率部署主軸。

套用剛才分析及評審指標，利率變化狀況下數據及分析結果如下：

指數 (%)	標普 500 指數	科技	能源	公用	非必需品	醫療護理	金融	必需品	工業	通訊	房地產	物料
平均回報	2.4	2.0	2.3	5.1	2.1	5.0	3.8	4.3	2.5	2.8	3.4	1.6
標準差	7.9	15.3	8.8	7.4	8.8	9.3	10.2	7.9	8.9	10.1	7.9	9.4
比例	0.3	0.1	0.3	0.7	0.2	0.5	0.4	0.6	0.3	0.3	0.4	0.2
評審指標		科技	能源	公用	非必需品	醫療護理	金融	必需品	工業	通訊	房地產	物料
季度回報排列	首3位次數	11	6	10	3	12	7	8	6	8	5	5
	尾3位次數	10	9	7	9	8	5	5	6	9	3	10
	純優異次數	1	-3	3	-6	4	2	3	0	-1	2	-5
回報正及負值次數	正值次數	15	16	20	15	17	17	20	14	16	7	14
	負值次數	9	8	4	9	7	7	4	10	8	3	10
	純優異次數	6	8	16	6	10	10	16	4	8	4	4
值博率	最大值 (%)	25.1	15.4	31.9	18.1	25.1	23.3	20.7	20.1	19.9	16.6	21.6
	最小值 (%)	-33.4	-24.4	-7.6	-16.7	-15.0	-21.8	-15.8	-17.7	-19.4	-10.1	-15.7
	絕對值比例 >1	非	非	是	是	是	是	是	是	是	是	是
表現優異次數		0	0	4	1	4	2	4	1	1	1	1

資料來源：彭博，數據截至2023年9月29日（每項指標最佳表現首3位以橙色方格表達，綜合表現最佳首3位以灰色方格表達）

不再累贅逐項描述評審結果。雖然平均回報與標準差比例為正0.3，但注意整體指數在利率拐點時值博率相較行業結果仍然偏低，反映投資行業較指數優勝。綜合而言，當利率狀況出現時，公用、醫療護理及必需品板塊預期表現將較其他行業優異。

回歸原點，問題在於過去1年美聯儲信譽幾許蕩然無存。例如由忽視通脹存在到急轉軟加息；又例如去年6月稱加息75點子屬「非常態」，最後卻連續多3次加息75點子；再到今年經濟預測由去年2.5不斷下調至0.4%，又忽然連續兩季以倍數式上調至2.1%。全球最大央行理應擁有最多數據及最佳分析團隊，1年內如此飄忽行徑在美聯儲過去的行事表現中非常罕見，做法實在令人咋舌。然而，美聯儲主席鮑威爾卻仍樂此不疲地利用惹人非議的修詞演說，和故弄玄虛手段傳釋央行立場。訊息紊亂下，市場偏向極化，導致各資產價格大幅單邊性波動，這才是近2年間全球最大風險源頭。

雖然利率路徑較過往清晰，但仍應警惕美聯儲在11月1日議息會議後，再次變臉可能性。



最後，未來6個月有極大機會同時出現以上兩個狀況（詳情可參閱《宏觀策略》及《債券》章節），綜合11個行業表現最優異次數，結果如下：

狀況分析結果	科技	能源	公用	非必需品	醫療護理	金融	必需品	工業	通訊	房地產	物料
經濟基本面偏弱	0	3	0	0	2	0	4	0	0	2	1
利率週期拐點	0	0	4	1	4	2	4	1	1	1	1
表現優異總次數	0	3	4	2	6	2	8	1	1	3	2

資料來源：彭博，數據截至2023年9月29日（表現最佳首3位以灰色方格表達）

過去30年數據分析，當兩大狀況出現時，公用、醫療護理及必需品行業表現最好，而且以表現優異總次數衡量，它們表現將拋離其他行業。分析結果其實不難理解，當經濟不景時，資金偏向民生相關的防守性板塊屬理所當然。尤其注意眼下如日中天的科技板塊總得分是所有行業表現中最差，0分正正反映其劣勢。

投資策略：價值型優先

綜合以上分析，拐點出現時投資策略應偏向防守型或所謂價值型股份，同時逐步套現增長型或估值偏高股份。結果亦與上季策略吻合。

以MSCI世界增長型與價值型指數比例作兩者互動指標，參考過去30年按季數據，今年第3季報0.74，屬過去3年中游位置，亦反映增長型股份仍然偏強。數據上曾出現兩次急挫時段，都值得今天借鏡。

2000年科網泡沫爆破，當時GDP由5.2急降至0.2%，其時聯邦利率原本穩步上升，但因事態嚴重，緊急由6.5下調至1%。科技股為主的增長型指數急跌近57%才止跌，價值型指數跌幅較小，但都有近37%。比例由當時最高0.72降至0.46。

股票

另一次是2020年疫情期間，當時GDP由3.2急降至負0.75%，直接跌入衰退。聯邦利率緊急由1.75下調至0.25%，並持續至去年。政府亦大量補貼支持民生性消費，增長型指數輕微調整後反而上升，而傳統股份為主的價值型指數持續下跌，導致比例在疫情初期反而升至0.85新高。之後歐美市場較早放鬆抗疫措施，價值型升幅較增長型高，比例再次下跌。

MSCI全球增長型與價值型指數比例



資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

以上案例歸納出：

- GDP及利率拐點出現時指數比例將大幅下跌；
- 全球大型危機爆發後比例急挫平均約3成；
- 比例下跌時增長與價值型指數可以同時下跌，只是價值型跌幅較小，亦並非暗示任何反向操作。

較近似今天情況應是2000年科網危機，只是今天換成AI概念。增長型股份賴以生存的「美股7雄」上季已由高位下跌近11%，當中部份股份由高位曾下跌逾15至25%不等。加上9月底非必需品開始走弱，預期增長型板塊逆風將至，輿論或持份者需面對現實。當AI炒風急轉，早有準備的機構投資者便會順水推舟，配合知名學者或投行加持，熟練的操作釀成人踏人式急挫，歷史上屢見不鮮。等待炒風過後，市場才回歸基本面。

根據上文分析，經濟及利率拐點理應增持防守及價值型股份，公用、必需品及醫療護理板塊過去1年表現黯然失色，排列11項行業尾端，卻反而造就預測市盈率跌入吸引水平，尤其公用及必需品板塊。

行業	預測市盈率		
	9月30日 (倍)	3年平均 (倍)	與平均值差距 (%)
公用	15.9	19.5	負18.5
必需品	19.6	21.4	負8.4
醫療護理	18.4	17.3	正6.4

資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

另類策略：平行時空

《宏觀策略》章節中分析今天公私營機構對未來經濟預測存在明顯分歧甚至矛盾，彷彿在平行時空中各自存在，但無法溝通。官方喉舌及國際組織對美國經濟偏向樂觀，市場總有篤信此道者，而且部份受限制資金必需跟蹤官方數據部署，例如退休基金或被動式指數基金。另外，又有華爾街知名投行在9月議息後高調爭先唱出反高潮預測³，加上美聯儲善變經驗，預期11月議息前又會牽起新一輪由利率預測分歧引起的炒作。

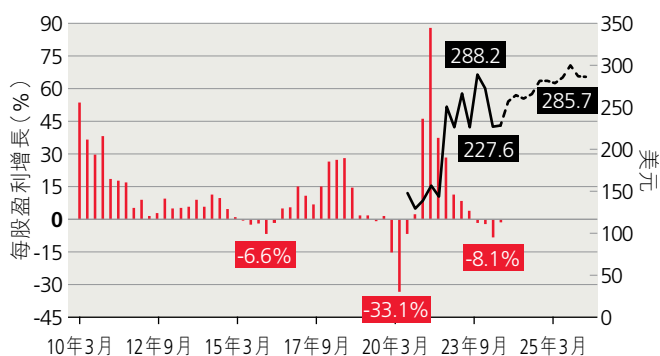
雖然這些觀點與上文分析淵藪全不咬弦，但換位思考，策略上可參考標普500指數未來每股盈利(EPS)增長、銷售及盈利預測作部署。

今天EPS增長連續4季下跌，近代只有2015及2020年媲美，分別連續反覆下跌共5次。撇開天災因素，較接近今天狀態是2015年，當時美聯儲結束超低息時代並首次加息。初段EPS增長連續下跌5度後觸底反彈，期間最大單季跌幅為負6.6%，翌季回升至負1.7%，及後保持升勢直到加息潮完結，尤其尾段升勢凌厲，最高單季增長報27.9%。

今天最大單季跌幅報8.1%，大於2015年但同樣上季開始回升至負1.3%。以2015年經驗推算，未來數季EPS增長將遞升。再參考每股盈利金額，雖然由近年高位288.2美元下跌至新低227.6美元，幅度近21%，但預測本季起將出現明顯反彈，而且反覆上升至2026年6月，預測屆時為285.7美元，期間升幅近26%。雖然不應將預測與股指走勢直線比較，惟EPS增長及金額預測向好將有利今天市場情緒。

³ 見財富網站，<https://fortune.com/2023/09/26/jamie-dimon-jpmorgan-ceo-the-fed-interest-rates-7-percent-soft-hard-landing-recession/>

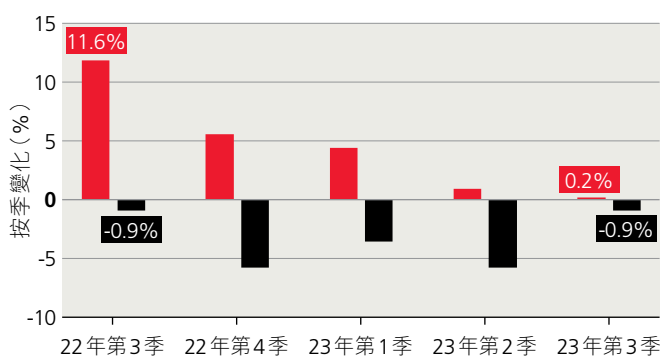
標普 500 指數每股盈利增長及其金額



■ 每股盈利增長(左) — 每股盈利金額(右)
 ---- 每股盈利預測金額(右)

資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

標普 500 指數銷售及盈利增長



■ 銷售增長 ■ 盈利增長

資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

再深入觀察上季標普 500 指數銷售及盈利增長走勢，自去年第 3 季起銷售與盈利增長持續出現背馳，銷售向好但盈利下跌。期間銷售及盈利增長皆呈現均值回歸走勢，由正負差距最大 12.5%，遞減至上季只有 1.1%，整體有利日後股指走勢。

同樣概念套用在標普 500 指數中 11 項行業指數。不論未來 4 季個別銷售及盈利增長預測數值是正是負，簡單而言合併總值愈高愈好。結果如下：

指數及行業	季度預測總值 (%)				位列首 3 位次數
	今年第 4 季	明年第 1 季	明年第 2 季	明年第 3 季	
綜合指數	11.5	13.8	17.5	19.3	0
能源	-30.5	-9.9	28.9	7.9	1
物料	-12.7	-7.7	3.9	22.2	0
工業	8.6	16.4	10.5	25.5	1
非必需品	25.2	24.7	16.2	26.0	3
必需品	5.9	10.2	10.5	14.5	0
醫療護理	4.8	9.3	30.6	16.4	1
金融	10.2	8.1	8.0	13.7	0
科技	20.7	26.7	23.3	28.7	2
通訊	57.1	33.4	24.6	24.0	3
公用	46.0	13.5	13.2	12.0	1
房地產	14.7	10.1	3.4	15.4	0

資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日 (每個季度最佳表現首 3 位以橙色方格表達，綜合表現最佳首 3 位以灰色方格表達)

股票

分析反映未來4季預期最佳表現將是非必需品、通訊及科技板塊，結果與上半年行業指數表現排序相若。得分為0的行業有5個，換句話說，市場預期市寬嚴重偏窄狀態將會延續至明年第3季。

今年上半年行業表現如下：

行業	上半年表現 (%)
科技	42.06
通訊	35.58
非必需品	32.33
工業	9.22
物料	6.61
房地產	1.85
必需品	-0.04
金融	-1.51
醫療護理	-2.33
公用	-7.16
能源	-7.26

資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

對短炒為主的投資者而言，分析顯示非必需品板塊之銷售及盈利增長將保持強勁，而且持續至明年第3季。通訊板塊也會維持向好，但明年中起回落。接力將是科技板塊，期內增長預測總值將會間歇性起伏。畢竟上半年高速增長及股價升超過4成後，高基數效應將逐步浮現。

以未來季度分類結果如下：

季度	季度總值首3位行業		
今年第4季	非必需品	公用	通訊
明年第1季	非必需品	科技	通訊
明年第2季	能源	醫療護理	通訊
明年第3季	非必需品	科技	工業

資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

重申以上分析結果是建基於行業銷售及盈利預測數據，它們可以因某些事件或訊息作大幅修正，而且各分析員預測可以南轅北轍，變化幅度可以頗大。因此投資者應以短炒而非中長線組合式投資策略看待較為合適。

不難發現，基於經濟拐點分析結果偏重於價值型股份，而基於行業預測數據則偏重於增長型股份。雙方就如活在平行時空，投資者彷彿精神分裂下部署。股市大幅波動源於各方觀點極化，核心是官方數據與民間感知落差及美聯儲似是而非的利率操作，預期這狀態將延伸至年底，甚至明年美國總統大選。總之，風管為先。



東亞銀行財富管理處投資策略師 陳偉聰

香港及內地股市展望：勢均力敵

第3季度市況呈弱勢盤整，能源、電訊、原材料板塊成逆市奇葩

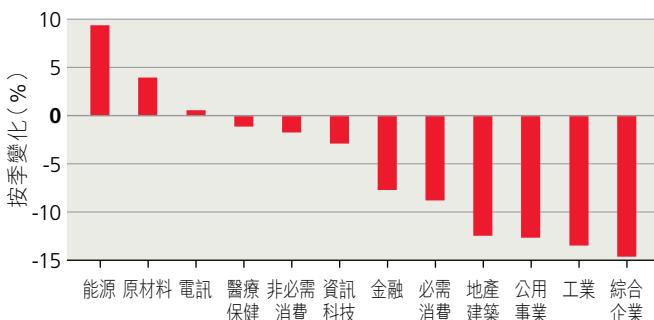
第3季內地A股與港股市場續呈好淡角力之格局，指數走勢先高後低。7月底召開的中央政治局會議釋出強烈穩增長訊號，提出優化民企經營環境、活躍資本市場、加速城中村改造、實施一籃子化債方案等政策方向，更令市場始料不及的是刪掉「房住不炒」的措辭。

市場風險胃納在會議後迅速攀升，國內與海外資金爭相入市，刺激恒生指數及滬深300指數於短短1週內分別急漲9.7及7.0%，並觸及其時季內高位20,361及4,064點。可惜升勢僅屬曇花一現，中國在8月公布的宏觀經濟數據意外急轉直下，當中居民消費價格指數(CPI)跌至負值引發通縮憂慮，加上中港兩市企業公布的中期業績表現普遍遜預期，相關指數成份股的盈利預測再遭大範圍下砍，導致股指之前的漲幅於8月中旬已全數被抹去。禍不單行的是，個別早前獲標籤為「示範民企」的內房企業無法如期兌付票據利息，連帶中資大型信託產品爆雷，內房債務危機會否死灰復燃的憂慮，觸發市場避險情緒再度升溫。

外圍市況亦向港股落井下石，惠譽(Fitch)下調美國信貸評級、國際油價重拾漲勢、美聯儲強調利率將更高更久，均導致美元匯價和美國國債收益率節節上升，離岸人民幣匯價因此下跌至近15年新低，拖累恒生指數及滬深300指數一度下探年內新低17,573及3,695點。有見及此，國內決策層連環出招以圖穩定市場信心，包括降息降準、鬆綁重點城市房地產限購、下調二套房首付比例及利率、股票印花稅減半徵收、限制首次公開招股(IPO)和控股股東減持行為等，一度為市場帶來短暫亢奮。然而，恒生指數反彈至18,900點邊緣便告行人止步，更於9月下旬再度破底低見17,352點。

總結季內，恒生指數及滬深300指數分別下挫5.9及4.0%。板塊表現方面，能源、原材料、電訊和資訊科技均跑贏大市，前三者在期內更能逆市走高。反之，地產建築、公用事業、必需消費及金融業分類指數表現則較遜色。

第3季恒生綜合行業分類指數期內回報



資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

本季大市機遇挑戰並存，重點關注三方面因素

本期題為「勢均力敵」，意謂中港股市好淡角力之局預期仍將難分難解。好友一方固然可藉國內穩增長政策進一步發力帶動經濟數據回暖，醞釀絕地反擊；但同時淡友亦不會輕易鳴金收兵，料間歇利用國內債務困局、美國利率高企、中美摩擦加劇等利空因素進行突擊。

金融市場變幻莫測，最終鹿死誰手尚未可知，投資者更需為此做好準備。本期嘗試從經濟數據面、政策面、利率與資金面3個角度去分析A股與港股在第4季的投資機遇與風險。

經濟數據面：曙光初現

隨着各項刺激政策發力，國內本季出爐的經濟數據表現料會漸入佳境。事實上，與製造業關聯度較高的3項數據：生產物價指數(PPI)、製造業採購經理指數(PMI)、工業企業利潤，均已於第3季初出現拐點，若回升勢頭可延續至今年底，傳統週期性較強的板塊(如原材料、工業、消費等)可謂最大的潛在受益者。與此同時，PPI及工業企業利潤的表現跟大市走勢存在頗高相關性，尤其是在負值轉正值的復甦週期。根據過去14年的數據顯示，內地PPI曾3度出現按年由負轉正的週期，期內恒生指數及滬深300指數均錄得正回報，平均升幅分別達15及21%。自2011年至今，工業企業利潤按年變動也曾出現3次較明顯扭負為正的情況，港股與A股指數同樣錄得不俗漲幅。背後邏輯不難理解，隨著企業降價去庫存週期接近尾聲，工業品出廠價格跌勢自然收斂甚至重拾增長，利好工業企業利潤率。觀乎8月內地PPI和工業企業利潤，按年分別錄得負3.0%和正17.2%，皆已從年內低點(6月：負5.4%和3月：負19.2%)顯著反彈，或顯示兩項數據經已進入谷底回升週期，恒生指數及滬深300指數是否可於本季一洗頹風，可拭目以待。

2008年至今中國PPI與恒生指數



資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

股票

2011年至今中國工業企業利潤與恒生指數



資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

此外，國內房地產相關數據對大市的影響亦舉足輕重，過去數月房地產寬鬆政策頻繁出台，市場已急不及待透過房企銷售、房價指數、房地產固投等數據去驗證成效。根據最新30大中城市商品房成交面積數據顯示，自9月以來，商品房成交量的按年負增長已明顯收窄，一線城市的二手房成交面積也逐步轉為正增長。當然，國內房地產市場始終存在著庫存過剩和房企債務高企等結構性問題，要在短時間內完全化解實在是緣木求魚，故暫不寄望房企銷售數據的復甦可一蹴而就，惟只要確認最壞時間已過，相信對目前萎靡不振的港股來說，已是一劑強心針。

政策面：盡力而為

自8月以來，中央決策層密鑼緊鼓推出穩增長政策，並將焦點放在降低企業融資成本、激活資本市場和穩定房地產市場3方面，某程度上緩衝了中港兩地股市之跌勢。不過，在人民幣下行壓力及地方債務高企的制約下，現階段難以大舉放寬貨幣政策或財政政策，令政策對股市的短期提振僅收事倍功半之效。踏入第4季，國內多個重磅會議如第20屆三中全會、中央政治局會議及中央經濟工作會議將陸續召開，市場會憧憬當局釋出更多促進內需、推動樓市復甦、拓展新興產業、化解債務風險等措施，包括一)加碼鬆綁重點一二線城市房地產限購及二套房按揭貸款政策；二)重啟政策性金融工具(如抵押補充貸款, PSL)，推進地方基建及城中村改造項目；三)發行特殊再融資債券(預期總額約1.5萬億人民幣)償還個別地方債務，或安排商業銀行進行城投債務置換；四)圍繞通用人工智能、汽車智能化、工業互聯網、能源及電力改革等領域，推出更具體的支持政策。

整體而言，本季政策博弈的相關行情，表面上仍然值得期待，惟實際上仍是暗湧處處，中央能否在支持經濟增長、穩定匯率表現及化解債務風險三者之間取得恰到好處的平衡，將主導中資股的走向。

這邊廂，香港特別行政區行政長官在10月25日將發表新一份《施政報告》，樓市政策方向成市場焦點，短期有機會左右港股氣氛。近月本港樓價跌勢加劇，期望港府有序「減辣」，買家印花稅(BSD)、雙倍印花稅(DSD)及額外印花稅(SSD)希望會有不同程度的調整，該可為本地地產板塊短線帶來一絲暖意。然而，本地樓市交投及地產收租股的表現與利率走勢的相關度遠高於樓市政策，倘若港元同業拆息(HIBOR)高踞不下，銀行或需進一步上調按揭封頂利率，業主供款成本急增下，難免打擊置業和投資的需求，地產股未來3個月銷售表現料持續低迷，而且不少本港地產企業上半年的融資成本已跟隨HIBOR急升，個別發展商為求套現減債可能會再度劈價推售新盤，令樓市雪上加霜。

總括來說，港府鬆綁樓市辣招對港股的利好僅屬杯水車薪，當美國利率與HIBOR正式確認見頂，方是本港地產收租股絕處逢生之時。

2016年至今HIBOR與恒生地產分類指數



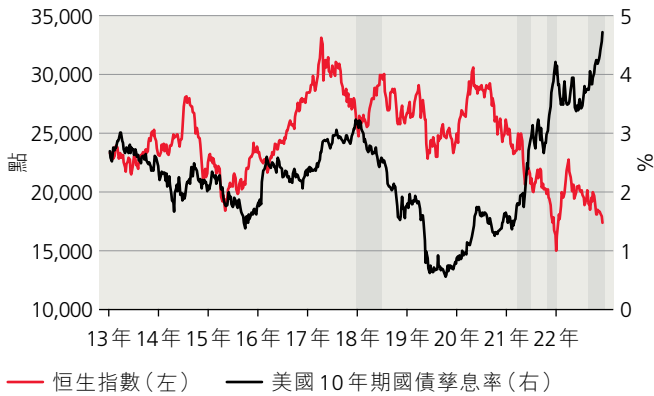
資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

利率與資金面：顛簸不平

美聯儲大幅上調明年經濟增長預測目標，9月發布的點陣圖亦調高2024和25年之目標利率中位數，無疑加劇市場對利率可能維持更高更久的恐慌。事實上，年初至今港股估值持續受壓，很大程度是受到美國激進升息所導致的3個負面狀況所拖累，包括：一)美國10年期國債息率(股票估值模型通用的無風險利率)抽升至4.7%，現金流存續期較長的增長型股票首當其衝，另外以高派息為賣點的公用股和房地產投資信託基金(REITs)也因息差吸引力下降而遭拋售；二)中美息差擴闊令人民幣匯價持續承壓，在港上市(並以港元計價)的中資股估值因匯兌因素驟然變貴，股價需作出相應下調；三)HIBOR跟隨擔保隔夜融資利率(SOFR)飆升，除了直接削弱港股市場流動性外，亦大舉增加依賴港元或美元作債務融資的港澳企業的融資成本，其中本港地產收租、公用事業、交通運輸、澳門博彩等板塊屬最大苦主。

總括而言，美聯儲何時釋出較強烈的利率見頂訊號，對港股估值修復至關重要。近月美國核心通脹回落趨勢已成，加上美國大型車廠罷工和華府面臨削減財赤壓力，均可能逼使美聯儲提前結束加息縮表週期，有助港股與A股扭轉乾坤。但另一邊廂，9月國際油價表現勢如破竹，大有破百美元之勢，或重燃市場對通脹的憂慮，若美聯儲因而維持偏鷹姿態，甚至在11月再次加息，將引導美國10年期國債息率直指5.0%，上述提及的各個板塊，甚至整個港股市場，短期走勢料將變得更顛簸不平。

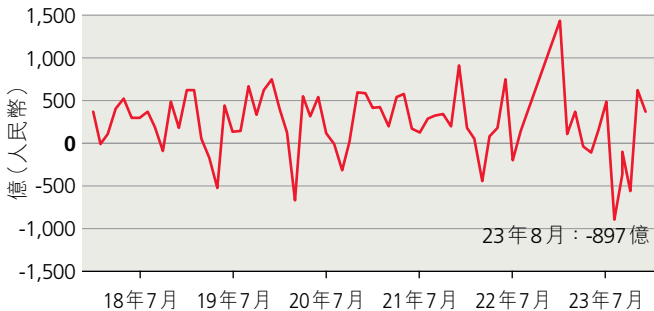
2013年至今美國10年期國債息率與恒生指數



資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

外資對中資股的風險偏好能否於短期內改善，也是本季大市關鍵的風向標。參考滬深港通北向資金流數據，上季出現罕見的巨額淨流出，當中8月錄得淨流出金額高達830億人民幣，創下近5年來最大單月淨流出。外資近月對A股避之則吉，某程度上是因為擔憂國內經濟將陷入長期低迷，以及房地產和地方債務之違約風險。同時，美國政府對中國個別行業及科企施加的單邊投資限制，也導致美國資金被動撤離相關中資股票。隨著財政及貨幣政策發力，第4季國內經濟下行壓力可望緩和，早前過度低配中資股的外資基金或需於年結前重新建倉買入，惟在中美緊張關係未見明顯好轉之前，北向資金淨流入的動能與持續性也將受限。

過去5年滬深港通每月北向成交淨額

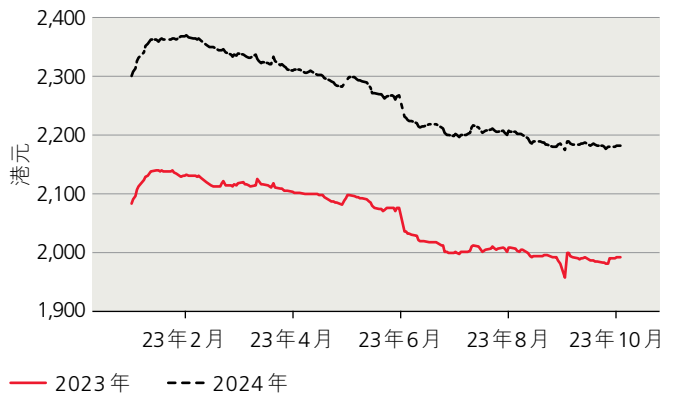


資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

港股盈測見底在望惟估值修復需時，下修恒生指數目標至19,600點

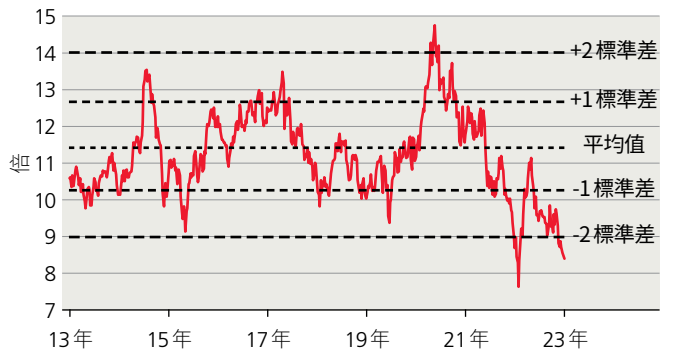
內地經濟復甦動能較預期弱，房地產及地方政府相關債務問題對經濟增長的制約也未見明顯消退，故我們將恒生指數2023年每股盈利預測從2,100下調至2,000港元（目前彭博預測為1,990港元），惟在密集穩增長政策加持下，相信指數盈利見底在望。估值方面，因美國長期國債利率可能較預期維持於更高水平，我們亦一併下調恒生指數2023年預測市盈率目標至9.8倍（第3季為10.5倍），並調整恒生指數未來12個月目標水平至19,600點（第3季為22,050點）。值得注意的是，目前恒生指數約9倍的預測市盈率已低於過去10年平均2個標準差，以中長線價值投資角度而言實屬吸引，只要待美國利率確認見頂、中美緊張關係緩和及中央推出令人信服的化債方案，港股估值重估將一觸即發。

年初至今恒生指數盈利預測趨勢



資料來源：彭博，數據截至2023年10月4日

恒生指數預測市盈率



資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

股票

本季重點關注板塊：

行業/主題板塊	重點投資邏輯	看好程度 [#]
互聯網 (線上遊戲)	<ol style="list-style-type: none"> 國家新聞出版署在第3季批出177個國產遊戲版號及31個進口遊戲版號，首3季合共發放國產遊戲及進口遊戲版號分別757及58個，反映審批流程已趨正常化，行業監管風險降低。 龍頭遊戲開發及運營企業年初至今發布多隻新遊戲，均錄得不俗流水收益，全年業績達標能見度較高。 多隻重磅新遊戲預期可於未來數月發布上架，例如《元夢之星》、《寶可夢大集結》、《燕雲十六聲》、《指環王-紛爭》等，有利業務增長勢頭延續至明年。 	****
原材料 (有色金屬)	<ol style="list-style-type: none"> 國內刺激經濟措施密集出台，帶動9月製造業PMI重返50以上擴張區間，預期房地產以外的之下游行業(如新能源車、家電產品、建築機械、新能源發電設備、電網投資等)，對銅鋁等金屬需求仍然穩固。 第4季屬內地傳統採暖季節，工業限電限產次數較頻繁，或限制電解鋁、冶煉銅等潛在供應，庫存維持低企將支持相關金屬價格。 若人民幣匯價下行壓力持續，海外礦產及金屬產品出口業務(收入以美元計價)料可受惠。 	***
中資電訊	<ol style="list-style-type: none"> 受惠內地數碼化加速、人工智能大模型訓練及應用範疇擴大，新興企業業務收入(如雲計算及數據中心)今年首8個月按年增長19%，相關收入佔比提升至21%，預期高增長勢頭具持續性。 5G業務投資高峰期已過，相關資本開支自去年起已見頂回落，有利提升企業自由現金流，用作派息或股份回購。 龍頭電訊營運商過去兩年逐步提升派息比率，且表明今年將進一步上調，目前預測股息率高達6.5至7.5%，屬波動市況中穩守突擊之選。 	****
內地旅遊概念 (線上訂票平台、酒店、澳門博彩)	<ol style="list-style-type: none"> 下半年至今，內地居民出遊需求持續火熱，旅遊相關消費韌性遠高於商品消費。國慶中秋假期首4天，國內航空及鐵路日均客運量較2019年同期分別增長12及21%，表現較暑假及五一假期優勝。期內旅遊收入按年增長逾125%，相關企業全年業績達標能見度較高。 國內第3季恢復旅行社組團到訪多國國家，包括美、日、韓、澳等，加上簽證速度持續加快及國際航班運力改善，預期較高毛利率的出境遊訂單將加速復甦。 國慶中秋假期首4天，到訪澳門的旅客人次已回復至2019年同期的86%，雖低於暑假的超過100%，惟顯著高於五一假期的60%，預期可帶動10月澳門博彩收入穩步恢復。此外，澳門政府擬打擊賭場無牌現金兌換行為，惟料對賭收影響有限，但需關注後續有否更多跨境資本管制措施出台。 	***

[#]看好程度以*數目作為評分，最高5*，最低1*。5/4/3/2/1星分別代表非常看好/看好/審慎樂觀/持平/看淡

中國及亞洲股市展望 — 環球經濟分野擴大，股票投資機會分散

全球各國經濟和貨幣政策不同步，但宏觀經濟形勢似乎漸趨穩定。東亞聯豐預計投資者對股票的風險胃納有機會逐步恢復。從資產配置角度，東亞聯豐看好股票，偏好美國增長股。而中國和亞洲的價值型股份則較為吸引。

美國宏觀數據接連帶來驚喜

美國就業市場具韌性，企業盈利和經濟出乎意料持續靠穩，8月份美國供應管理協會製造業指數高於市場預測。多項數據均指向美國經濟軟著陸的可能。撇除食品和能源價格美國8月核心通脹按月上升0.3%，按年增幅4.3%，核心通脹走勢大致符合預期。11、12月美國會否再度加息仍屬未知之數。市場原本認為明年有減息的可能，但鑒於通脹壓力猶在，經濟強韌，普遍認為高利率可能將維持比預期長的時間，減息可能要待2025年才發生。東亞聯豐認為現時作此推論言之尚早。

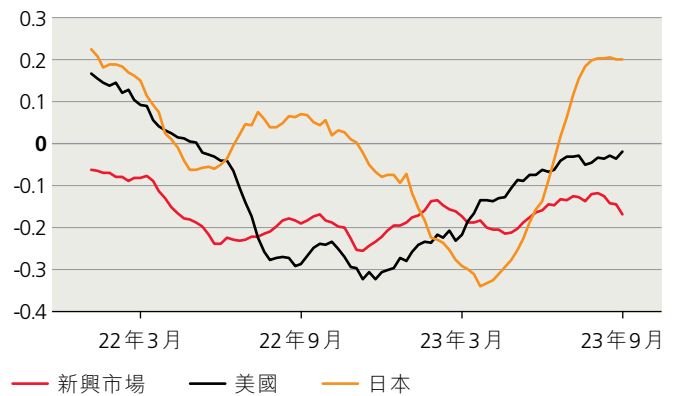
亞洲方面，日本受國內需求下降，第2季經濟增長經調整後為4.8%，但整體仍較疫情前有所增長。另一方面，中國8月底加大力度推出一系列措施包括降低首期和貸款利率等，希望有助支持經濟。雖然中國復甦尚未有太大起色，但近日公布的宏觀數據包括零售銷售等都比預期好。經濟是否出現轉機仍有待確認。而東亞聯豐相信未來一段日子，當局仍會保持寬鬆貨幣政策以刺激增長。至於其他亞洲新興市場，經濟基調相對平穩。不少亞洲國家面對的通脹壓力較西方經濟體輕，因此很多都已經停止加息，例如南韓、印度、印尼和馬來西亞等。當中，印度的結構性增長前景尤其穩健，宏觀數據更是不斷帶來驚喜。

看好美股因美國經濟具韌性，日本企業盈利上調有利當地股市

投資團隊看好發達國家市場，尤其美股。美國經濟增長比預期理想，就業市場雖然有放緩趨勢，但整體仍具韌性。美國8月零售銷售按月上升0.6%，超出市場預期，主要受燃油價格帶動。美國在人工智能和科技範疇的領先優勢將繼續吸引資金流入，企業盈利有機會受惠。

日本股市也受團隊青睞，當地較早前宣布推行企業管治改革，吸引資金繼續流入當地。東京早前宣布新市場規則，上市公司的市賬率如果低於1倍，需要解釋並提升其資本效率。該改革受日本市場歡迎，對當地企業盈利預測有正面影響。事實上，近日不少企業公布業績，整體表現也符合預期。經過25年通縮，日本今年喜見通脹的降臨。經歷年頭的消費價格上升，近日通脹壓力有所放緩，但市場仍然對走勢表示樂觀。同時，投資者亦關注央行會否趁機調整一向其超寬鬆貨幣措施。

全球 — 花旗盈利修正指數

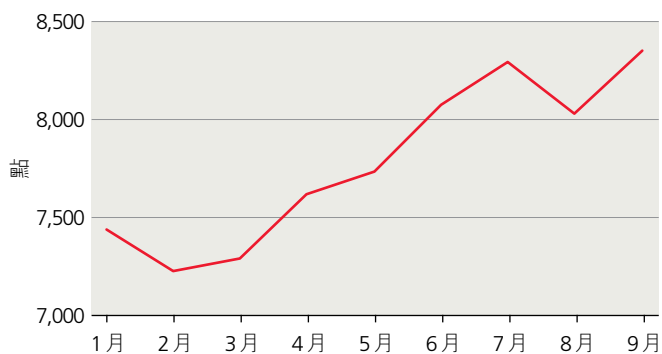


資料來源：花旗集團，花旗盈利修正指數，數據截至2023年9月1日

亞洲新興市場方面，團隊尤其看好印度市場。該國4至6月之間的經濟增長達7.8%，8月製造業採購經理指數亦升至3個月高位，加上企業盈利表現穩健，種種有利因素吸引大量外資流入。印度兩大主要指數孟買敏感指數(BSE SENSEX)和印度指數50(Nifty 50)於9月中不斷創下歷史新高，投資者關注股市會否出現獲利回吐。印度消費物價指數今年一直回軟，唯7月出現單月反彈，8月掉頭回落至6.83%，但仍高於央行目標範圍。雖然該國自今年4月暫停加息，但表明有需要時仍會再度收緊銀根。團隊會密切注視市況走勢，我們認為印度整體長遠結構性增長前景樂觀。亞洲開發銀行預測印度今個財政年度的經濟增長達6.4%，明年更達6.7%。

股票

印度 Nifty 50 指數 2023 年表現



資料來源：彭博，數據截至2023年9月18日

中國經濟發展形勢審慎，挑選估值合理和高息率的價值型股份

至於中國，我們對其經濟發展形勢保持審慎，繼續採取平衡的投資取向，專注挑選一些估值合理和高息率的價值型股份。8月底，當局放寬房地產政策，並且降低中期貸款利率15點子以及下調一年期貸款優惠利率10點子，以刺激經濟和帶動住宅需求等。另外，央行今年第2次降準，下調金融機構存款準備金25點子，希望增加市場流動性，有利放貸及商業活動。早前各種跡象顯示中國經濟復甦欠動力。消費和生產價格、地產市道、零售銷售和採購經理指數等維持低迷。唯近日數據開始企穩，8月出入口雖然繼續下跌，但跌幅少過預期。8月零售銷售按年上升4.6%，高於7月的2.5%增幅，也超出市場預期。

亞洲科技板塊週期有機會逐漸見底，需求有望回升。加上人工智能的帶動，板塊的潛力龐大。目前，由於供應鏈正常化和全球經濟放緩，中國電子市場未有起色。加上中美地緣政治升溫，打擊中國貿易和出口到往西方市場。今年我們對中國手機和個人電腦等個人消費電子行業的前景保持審慎。隨著全球經濟企穩以及中國的刺激措施帶動，板塊有機會於2024年有所改善。若中美緊張局勢有所緩和，將可更添增長動力。

該板塊在過去兩年已經出現大幅調整，而庫存不足以及產品更換的需求有機會帶動中國科技股的估值回升。團隊將留意供求關係的變化，尋找合適的投資機會。與此同時，在科技板塊中，我們尤其注視人工智能帶來的機遇，包括人工智能服務器供應商。人工智能發展尚在早期階段，由於需要巨大運算能力，將刺激高端半導體芯片的需求，並衍生龐大的投資機會。

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



熊出沒注意

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



東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

熊出沒注意

上季標題是《暗渡陳倉》。資金有序地由氣氛高漲的股市中靜靜流出，反映股市升勢進入尾聲。歐美經濟表面風光，但當官方再掩飾不了令人生畏的核心數據，避險情緒便會急升，並支持債市表現。美聯儲修辭技巧繼續令人費解，就算市場利率預測極化都阻擋不了長債收益率穩步走高，加上別國持續拋售美國國債更是雪上加霜。投資者將會為忽視違約風險作出代價，新興市場高息債市將首當其衝。在經濟衰退時，黃金將是分散風險恩物。過去預測大致與今天結果相若。

本季標題是《熊出沒注意》，它是日本北海道地區常見的警告牌，提醒途人注意熊蹤。若將其套用在債市中，不單是向投資者警示近月債市波動尚未完結，亦能帶出歷史上當利率或經濟出現拐點時，美國國債收益率曲線將出現罕見走勢：「熊式走峭(Bear Steepening)」。美國國債猶如飲鳩止渴的困局，對未來經濟打擊較想像更大。在美聯儲眼中，年內再加息已是板上釘釘，長債收益率在量化預測中騰飛，投資者應及早做足準備。策略上凸顯經濟和利率拐點出現，正是投入債市最佳之時。「短債為先」的策略維持不變，亦可考慮跨國息差操作，分散集中於美債風險。

債市波動將波及全球資產

近月美國長債收益率飆升，把各地投資市場弄得滿城風雨。普遍輿論對長息抽升咄咄稱奇，言論背後完全忽視聯邦利率正處於多年新高，債息長期在被壓抑狀態下，曲線正常化只是時間問題。過去3季本章節從經濟及利率作多層分析，成功預測今天債市表現，尤其在債息走勢及錨定水平作出了精關預測，有興趣者可重溫相關章節。

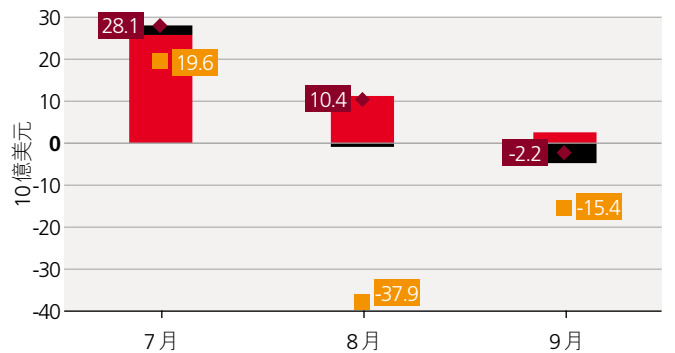
10年期債息急升預示全球資產市場受過去持續加息影響的漣漪效應終於揭開序幕，未來因各國債息變化引發的經濟及投資市場波動料將每下愈況，官方再漂亮修辭亦難以掩飾風險臨近。機構及高端投資者早已聞風先遁，過於安逸才是個人投資者最大風險。

資金流向：避險高漲

美國投資公司協會(Investment Company Institute, ICI)統計在美註冊基金的資金流向，包括開放式和封閉式基金管理公司、投資顧問和基金託管人。截至9月27日，債券類別中，涉及投資應課稅債券型基金連續3個月錄得淨流入，尤其7月單月流入近258億(美元，下同)，佔當月債券總流入量超過9成。雖然隨後淨流入有所遞減，但上季總流入報397億，是同期債券總流入約109%。地方債券變化不大，7至9月分別錄得流入22億，流出9億及流出48億，總流出只有近34億，啟示性不大。

數據顯示，上季債券類總額錄得淨流入363億，反而所有類別總額淨流出337億。除走勢明顯背馳外，亦反映上季資金正由非債券類別大量流出，藉歐美股市回吐及利率有可能見頂時大量流入債券，暗喻市場避險情緒高漲。股市表面上仍在一片歡呼聲中，但大筆資金其實靜靜地流入債市，結果與上季主題《暗渡陳倉》預測一致。

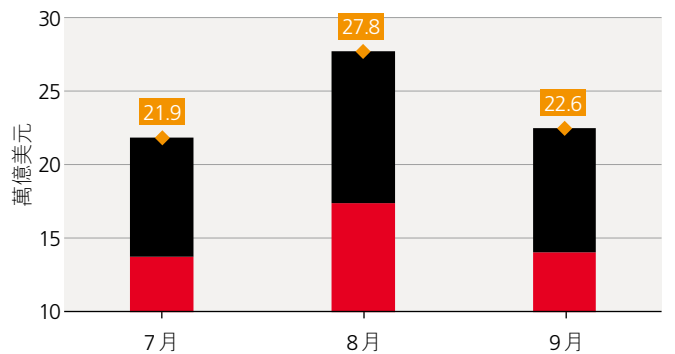
2023年美國註冊基金資金流量 — 開放式基金及ETF



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2023年10月6日

貨幣基金普遍投入短期美債及票據。當美元短息持續上升配合市場避險情緒，貨幣基金自然大受投資者青睞。貨幣基金上季錄得淨流入72.3萬億，連續3個月流入量平均在20萬億以上，反映投資者魚貫入場。當中機構及零售類資金分別佔總量63及37%，反映機構投資者的敏感度較高，聞風先遁。

2023年美國註冊基金資金流量 — 貨幣基金



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2023年10月6日

債券

參考EPFR環球提供各債券基金資金流變化¹，利率走勢仍是最大考慮因素。截至10月2日，投資者整體風險偏好驟降，就算美國主權債券基金繼續吸納新資金，但非投資級別債券基金出現大規模贖回，導致連續38週資金淨流入至美國債券基金的紀錄斷纜。

高收益債券基金錄得自2月第3週以來最大單週流出，資金連續第9週流出新興市場債券基金，地方政府債券基金則創年內最大流出，導致非投資級別債券基金創自2022年第4季末以來最大單次淨流出。

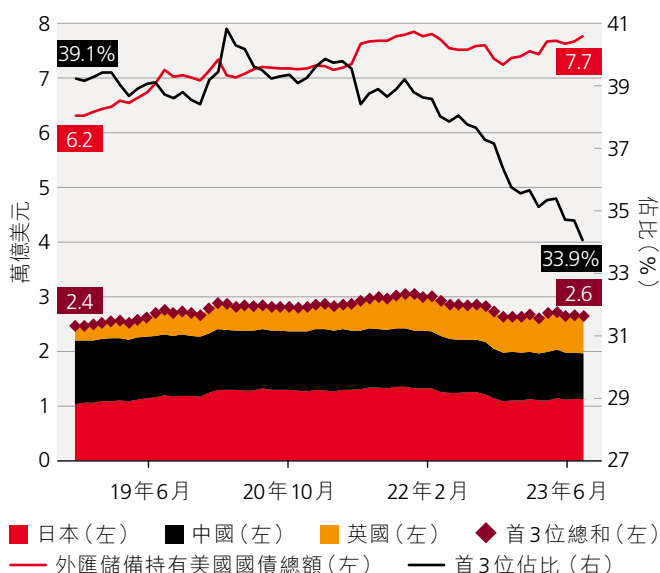
美國主權債券基金受惠資金積極流入。雖然投資者偏好短期債券，但中及長期的主權債券基金淨流入金額分別創下5和8週新高。另外，海外註冊美國債券基金延續自5月初起淨流入趨勢。

歐洲投資者偏好主權債券而唾棄企業債券。歐洲主權債券基金創下7週淨流入新高，同時連續33週錄得淨流入，投資者尤其偏好西班牙及意大利的債券。至於歐洲企業債券則創下3週以來最大淨流出。

核心風險：美國國債困局

美元特權下，各國外匯儲備持有美國國債一直行之有效，但近年地緣緊張等因素導致各國的美國國債持倉量產生明顯變化。截至7月31日，過去5年全球多國的外匯儲備持有美國國債總值由6.2升至7.7萬億(美元，下同)，升幅近24%。不過，當中持有最多美國國債的首3個國家分別是日本、中國及英國，總數由2.4升至2.6萬億，升幅只有近8%。同時，該3個國家持有美國國債佔整體比例由39.1%下降至33.9%。因此，不論從數額、升幅及佔比來看，均反映出全球政府持有美國國債整體雖有上升，但並非由日、中、英三國所作主要貢獻。

外匯儲備持有美國國債總額及首3位國家持有數據



資料來源：彭博，數據截至2023年10月3日

若再分拆首3個國家的相關數據，結果顯示日本持有美國國債的規模沒有太大變化，但中國則由1.1降至0.8萬億，同期英國則由0.3升至0.7萬億，英國的增持抵銷了中國減持。再觀察G7持倉在5年間變化，英國在期內上升1.4倍，法國升近1倍，加拿大增幅更驚人地大增超過2倍。根據《宏觀策略》章節分析，美國財政部迫切大量發債以便續期及填補不斷飆升的財赤，數字間凸顯了中美博弈時，中國與美國盟友對美債的取態相映成趣。



¹ 見EPFR環球網站，<https://epfr.com/insights/global-navigator/us-bond-fund-flows-hit-the-buffers-investor-sentiment-sector-rotation-strategy-financial-markets-data-asset-allocations-equity-fund-flows/>

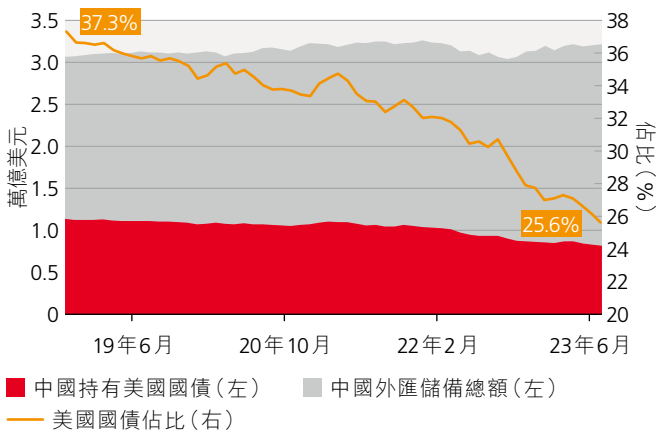
過去5年除美國外，G7國家持有美國國債數量及變化：

持有量 (萬億美元)	日本	英國	加拿大	法國	德國	意大利
2018年7月	1.04	0.27	0.10	0.11	0.07	0.04
2023年7月	1.11	0.66	0.29	0.23	0.10	0.05
5年變化 (%)	7.4	143.8	205.8	105.0	35.1	19.8

資料來源：彭博，數據截至2023年10月3日

細心分析中國持有美國國債數量的變化。過去5年中國外匯儲備升幅輕微，由3.1升至3.2萬億，但持有美國國債量卻下跌0.3萬億，跌幅近27%，令美債佔中國的外匯儲備比例由37.3%降至25.6%。減持的舉動不但回應了2018年時任美國總統特朗普開打貿易戰，同時為未來「去美元化」做好部署，亦可減輕加息潮壓抑美元債價的影響，一舉三得。

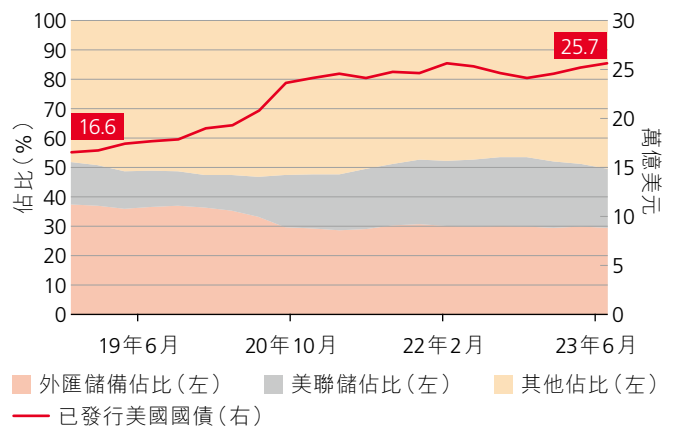
中國外匯儲備及持有美國國債數據



資料來源：彭博，數據截至2023年10月3日

從另一角度來看，持有美國國債不單是各國的外匯儲備，還有美聯儲及其他機構投資者，例如開放式基金、退休基金和高端個人客戶。美國國債在過去5年間已發行量由16.6萬億增至25.7萬億，近55%升幅實在驚人。美國國債在各國的外匯儲備佔比由37.5%下降至29.5%，反映美債在各國政府心目中的受歡迎程度驟降。美國自行印鈔回購國債已成了慣性操作，從美聯儲佔比由14.3%升至20.0%可見一斑，但始終治標不治本。美國國債最後唯有向私人市場兜售，其佔比由48.2%升至50.0%。外匯儲備被視為長線投資者，考量點並非單純回報，當中涉及國際關係等因素。然而，私人投資者則是以違約率及回報率等利益掛帥，現在達一半國債由私人機構持有，佔比愈高預示美債波動性較大，日後須以更高收益率利誘投資者，造成惡性循環。美國貴為世界最大經濟體及擁有無限印鈔的美元特權，仍要透過利誘才能成功發債，實在並不健康，亦反映投資者對其財政紀律及無限債務的憂慮，長遠將動搖其國家信譽。

已發行美國國債總額及持有者佔比



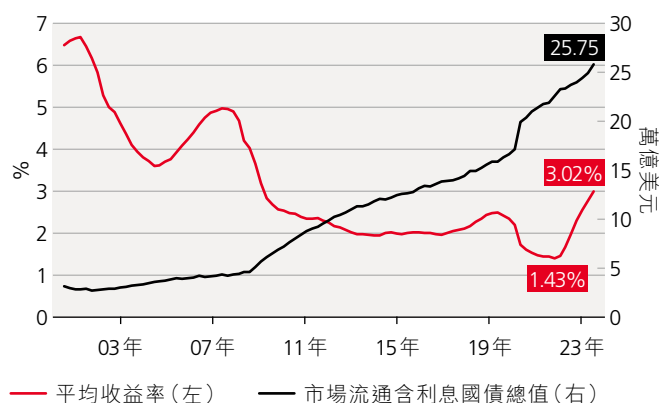
資料來源：彭博，數據截至2023年10月3日

債券

年內美國財政部需發行近1萬億新債²，6月國會同意把債務上限討論延後至2025年³，變相協助美國財政部大量發債。加息週期內，近5厘或以上的2年期以內國債普遍受市場歡迎，相反長債的存續期風險偏高，需求相對疲弱，當局唯有抬高新發行長債收益率才能利誘資金買入。例如在高利率環境下，8月10日美國財政部拍賣380億的10年期國債⁴，中標利率高見3.999厘，接近當時拍賣前市價。投標倍數為2.56，反映投資者「向錢看」的現實取態。

單純計算市場流通含利息支出的美國國債已創23年新高，報25.75萬億，多得美聯儲推波助瀾，平均收益率自去年3月1.43%的23年低位急升至今今年9月報3.02%，升幅達1.59個百分點。重回2008年第4季水平，亦打破2004年1.35個百分點的升幅，創歷史新高。如果本季美聯儲再加息，料再改寫上述數據。

平均利率及市場流通含利息國債總值



資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

大量發債加上收益率攀升，未來利息負擔愈見沉重。美國國會預算辦公室數據顯示⁵，今年淨利息支出將達到6,400億，佔全年聯邦政府收入約13%，10年後基本預測淨利息支出佔比將升至約20%。5分之1的年收入花在償還利息，財政捉襟見肘可想而知，試問國家如何發展？難怪美國經濟前景令人擔憂，評級機構亦早已作出警告。

財政敗壞導致債台高築，信譽下降被各國的外匯儲備唾棄，利誘私人市場只是飲鳩止渴，勉強維持高息只會加速經濟衰落。如此困局將如何解決？真正考驗著美國領導層的智慧。

話雖如此，只要美元特權存在，美國自然可以在緊急關頭時印鈔解困，免疫於違約。評級機構對美國評級愈低，全球危機愈高，受害者只會是別國而非美國國債。屆時在恐慌下非美收益率升幅更高，與美國信貸息差進一步擴大，違約風險引導資金重回美國國債懷抱，美國國債始終是全球投資者避險資產中最終選擇。這套系統助長美國在財政操作上肆無忌憚的財政操作，直至出現更具吸引力的替代方案才會終結，例如去美元化。

利率預測：牽一髮而動全身

利率是計算所有資產價格之本，如何狡辯都不能抵抗估值驟降這事實。9月下旬美國國債長息飆升，不單只打擊債市，估值早已偏高的美股也受累，在匯市中一注獨贏的美元及按揭利率創近代新高的房市等，彼此都不能倖免。

聯邦利率預測：Don't fight the Fed

美聯儲9月議息會議決定維持利率不變並不令人意外，出乎意料的是言詞中隱藏偏鷹立場。

據點陣圖顯示，有12位委員中位數投票在5.625%水平，7票5.375%，反映委員們心無旁騖。除了暗示年內仍有1次加息25點子機會，票數上亦較上季中位數9票為多，反映委員們對年內再加息1次意志較過往堅定。上次高過中位數有3票，但今次是0票，這也給市場一個非常重要訊息，5.75%（假設本季加息25點子）將是本次加息週期的峰值。

明年中位數為5.125%，暗示將會減息50點子。上次會議的中位數是4.625%，其暗示減息100點子，兩者足足相差一半。再者，上次有8票低過當時中位數，最低票位是3.625%，今次有9票低於中位數，最低票位是4.375%，暗示委員會認為明年最多減息125點子，較上次200點子明顯減少，反映委員會同意明年減息，但非市場預期般大刀闊斧。

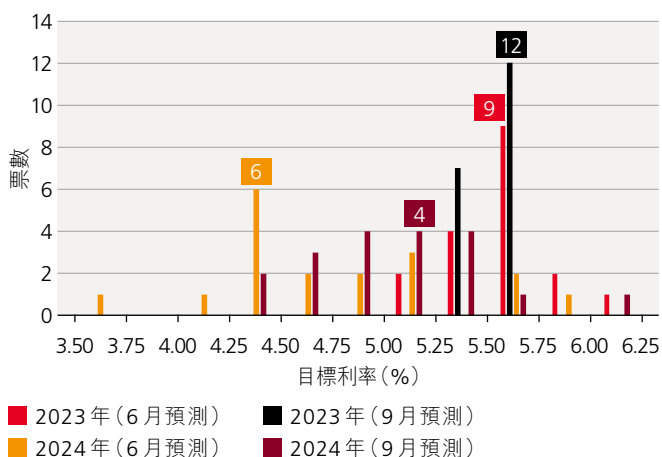
² 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-06-03/trillion-dollar-treasury-vacuum-is-coming-for-wall-street-rally>

³ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/us/debt-ceiling-deal-ignores-us-debt-time-bomb-2023-06-05/>

⁴ 見雅虎金融網站，https://finance.yahoo.com/news/treasuries-yields-dip-solid-auction-191643271.html?_guc_consent_skip=1696482571

⁵ 見美國國會預算辦公室網站，<https://www.cato.org/blog/cbo-budget-economic-outlook-post-covid-fiscal-era>

美聯儲6及9月點陣圖數據



資料來源：彭博，數據截至2023年10月3日

點陣圖訊息不言而喻，鷹派立場在經濟預測上更是昭然若揭。

過往美聯儲以倍數上調實質GDP增長預測並非罕見，3月時今年經濟增長預測為0.4%，6月提升至1.0%，到9月再升至2.1%。美聯儲主席鮑威爾對調整經濟增長預測的解話內容每次皆相若，都是視乎就業及消費復甦，軟著陸並非基本預測云云。事實與否並非重點，弦外之音更值得注意，就是美國經濟向好有助於不斷加息的底氣，及提高明年利率中位數條件，同時反駁坊間「好快減息」預測。另外，對於明年經濟增長預測，由6月1.1%上調至9月1.5%，與今年預測相比，暗示美國經濟將見頂回落，為明年減息向市場作預期管理。

值得注意的是，投資者不應對此太過認真。畢竟自去年起，投資者已逐漸習慣美聯儲朝令夕改，下次對經濟增長的預測可能又會面目全非。

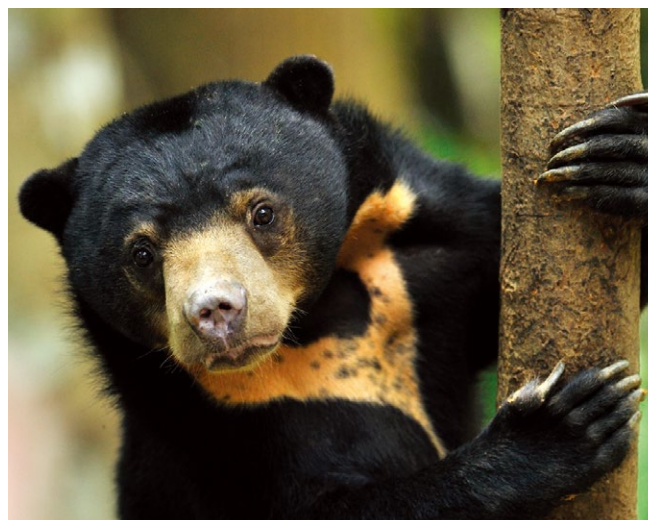
美聯儲6及9月對今明兩年經濟預測：

預測 (%)	今年			明年		
	實質GDP	失業率	核心個人消費支出 (PCE)	實質GDP	失業率	核心個人消費支出 (PCE)
6月	1.0	4.1	3.9	1.1	4.5	2.6
9月	2.1	3.8	3.7	1.5	4.1	2.6

資料來源：美聯儲⁶，數據截至2023年10月6日

最後要提到的是市場較少提及的縮表規模。美聯儲自2022年每月以950億(美元，下同)縮減買債規模，令資產負債表由高峰位約8.4萬億下降1萬億至7.4萬億⁷，但仍遠高於較疫前約4萬億的水平。縮表行動從資產負債表管理角度上是正確的，但對資本市場而言，由銀行到企業，由債市到股市，盡皆是惡夢。持續縮表令銀根收緊，配合持續加息令持有大量長債的銀行，其財務處境進一步惡化。加上，明年須執行《巴塞爾協定三》對資本提升要求⁸，中小銀行只好用更高利率再舉債和吸納存款。然而，經過3月銀行危機後，存戶和投資者更趨謹慎，擠提風險重燃打擊銀行業。同樣危機亦正在高息債券、商業貸款及房地產市場出現。雖然官方表示銀行體系仍然穩健，但年初教訓不是說了算便能抹去。

「Higher for longer」高唱入雲，其實「Don't fight the Fed」才是主旋律。



⁶ 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20230920.pdf>

⁷ 見市場內幕者網站，<https://markets.businessinsider.com/news/bonds/federal-reserve-balance-sheet-reductions-quantitative-tightening-trillion-bond-market-2023-9>

⁸ 見穆迪分析網站，<https://www.moodyanalytics.com/regulatory-news/jul-12-23-implementation-status-of-final-basel-iii-reforms-varies-across-globe#:~:text=The%20final%20Basel%20III%20reforms,and%20an%20aggregate%20output%20floor.>

債券

10年期國債收益率預測：意猶未盡

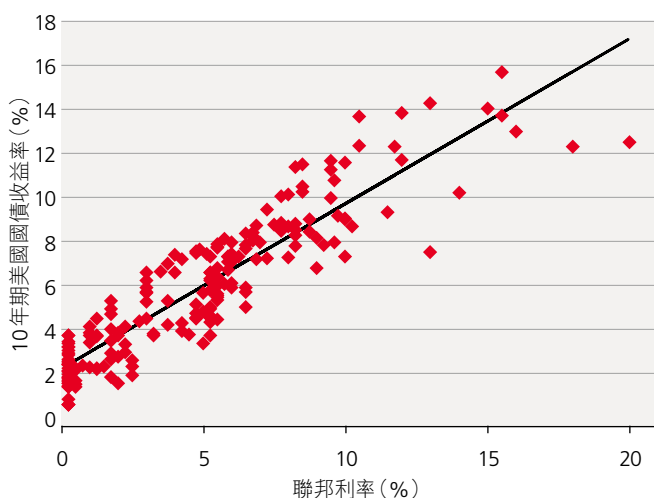
開宗明義，預期美國國債收益率曲線尾端升勢將會持續。升幅受多項數據影響，包括聯邦利率、核心CPI及按季GDP，尤其當數據趨向拐點，相關影響將更加左右預測。

統計學上透過迴歸分析去了解兩個或多個變量數關係，並預測變量後結果。根據過去50年按季數據，利用簡單線性迴歸模型，以聯邦利率(自變數, Independent variable)去推算10年期美國國債收益率(應變數, Dependent variable)，結果如下：

聯邦利率 (%)	10年期美國國債收益率推算結果 (%)
5.50	4.83
5.75	4.97

資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

美國國債收益率迴歸分析



資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

迴歸分析結果顯示，當聯邦利率報5.50%，10年期美國國債收益率合理水平應是4.83%。假設本季加息25點子至5.75%，相對債息將是4.97%。9月底相關收益率報約4.6%，按分析結果預測，債息升勢仍未完結。

採用多項式線性迴歸模型，以聯邦利率、核心CPI及按季GDP為自變數，再次推算10年期美國國債收益率，結果如下：

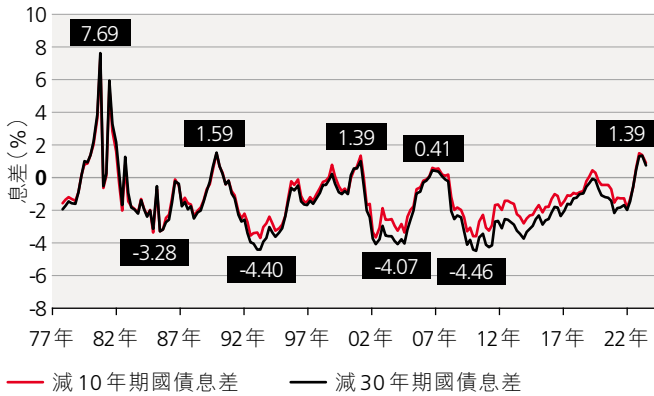
自變數 (%)	10年期美國國債收益率推算結果 (%)	自變數 (%)	10年期美國國債收益率推算結果 (%)
聯邦利率：5.50	4.82	聯邦利率：5.50	4.84
核心CPI：4.35		核心CPI：4.35	
按季GDP：2.10		按季GDP：3.00	
聯邦利率：5.75	4.96	聯邦利率：5.50	4.81
核心CPI：4.35		核心CPI：4.10	
按季GDP：2.10		按季GDP：2.10	

資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

截至10月6日，聯邦利率為5.50%，核心CPI及按季GDP分別報4.35及2.10%，推算收益率合理值為4.82%。假設其他不變並只上調聯邦利率25點子，收益率合理值將是4.96%。依據彭博9月底預期按季GDP增長將高見3.00%，其他數據不變時，債息合理水平應是4.84%。若只改變核心CPI數值至市場預期4.1%，相對債息應是4.81%。最後不斷重複以上組合變化，預測結果都是介乎4.8至5.0%。以上兩項分析都設定信賴區間(Confidence interval)為95%，判定系數(R平方)高達83%，反映結果可信性偏高。除非未來3項經濟數據超出分析區間，否則10年期國債收益率將徘徊4.8至5%之間。

撇開上述複雜的分析，以最簡單行為思想去進行推算。自1977年第1季至今年第3季數據顯示，年內聯邦利率減去10及30年期債息，息差最高分別報1.41及1.39%。雖然不及1980及1989年分別7.69及1.59%的高峰，但現時的數值與2000年看齊，創23年新高。歷史上相關數據過去3次達峰後，息差便明顯並持續下跌。原理十分顯淺，假設投資者持有10或30年期美國長債，其收益率較銀行定存或短期票據更低，套息利誘投資者沽出持有長債並轉投定存或票據，令市場長債供應上升，價格下跌，帶動收益率上升，此乃正常不過預測。

美國聯邦利率與美國國債息差



資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

美聯儲暗示年內結束本次加息週期，利率錨定同時息差收窄。雖然短期內息差未至於跌至負值，但逆轉才剛開始，仍有大量空間給套息力量發揮作用。以此基礎預期10年期債息將繼續上升，9月底報約4.6%並非終點，與上述分析結果吻合。

投資策略：按部就班

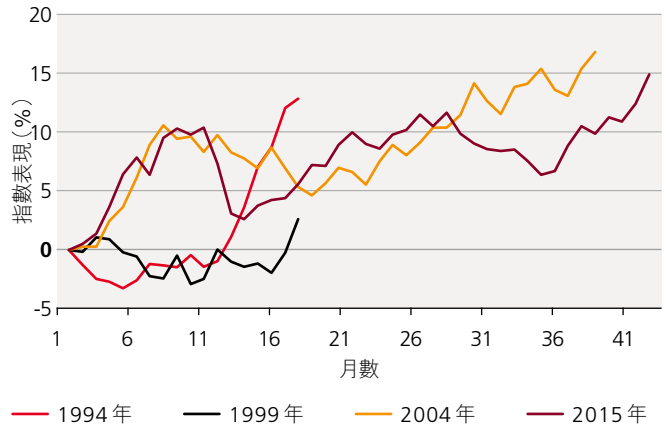
基本分析：加息尾聲正是切入之時

第1季本章節已分析加息潮完結對債市影響，雖然美聯儲變臉操作已司空見慣，但舊有分析至今仍可大派用場。回顧早前內容：

過去30年曾出現過4次加息週期，分別是1994、1999、2004及2015年。首2次維持17個月，後2次分別維持了39及43個月。以彭博全球累計債券指數作代表，並以月數作為4次週期同一時軸，結果顯示加息初期對債券指數影響不大，但中期時指數明顯走弱，進入尾段時期指數則出現見底反彈，惟彼此走勢各有出入，未能凸顯當中投資亮點。

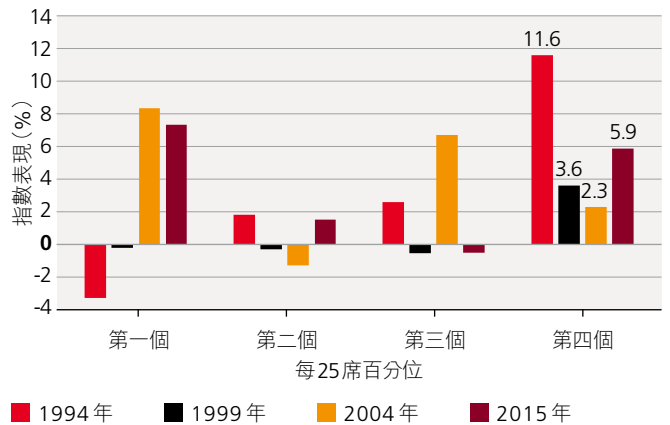
利用統計學中每25席百分位(25th percentile)概念，平均把數據分成4個階段，再觀察債券指數按各階段表現。結果清晰顯示出最後階段(第四個25席百分位)全數出現正回報，平均回報約5.9%，最高及最低回報分別約11.6及2.3%。

過去4次加息週期彭博全球累計債券指數表現



資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

彭博全球累計債券指數在加息週期中分段表現



資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

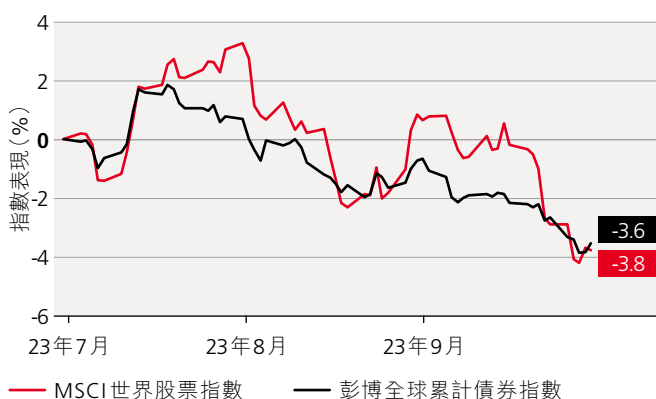
美聯儲9月點陣圖預示今年利率將達峰，明年開始減息。若以此基礎預期本季將是加息潮尾段，現時正是投資債券的最佳切入之時。不過，近期10年期債息不斷攀升，債市充斥恐慌情緒，是否單純地湧入債市便可？當中應採用什麼投資策略？

債券

基本策略：維持「短債為先」

上半年美股獨力支撐全球股市，反而全球債市受加息陰霾影響黯然失色。直到上季美股由盛轉衰。成敗蕭何，美股拖累全球股市下跌，按季計全球債券表現終於超越股市。

MSCI全球股票指數及彭博全球累計債券指數回報



資料來源：彭博，數據截至2023年10月3日

自第1季已率先提倡「債優於股」策略，但上半年美股表現一枝獨秀，是否反映策略失誤？首先該策略焦點是全球而非單一美股，強調相對而非絕對表現，滾動而非定點性操作。以MSCI世界股票指數與彭博全球累計債券指數代表全球股債表現，根據各20天移動回報並找出兩者差距（即股票減以債券）作指標，數值愈高代表股票表現愈好，反之亦然。年初指標處於年內高位，反映股票較債券回報高出7.4%。3月因美國銀行危機令差距大幅下跌至年內最低，當時債券較股票高出6.5%。及後反彈但無阻其下降趨勢，直至10月3日報負2.6%。指標走勢反映策略上逐步減持股票並增持債券策略是正確的。投資組合概念中資產多元化是核心，並根據風險承受能力分配資產，上述「債優於股」策略便是一例。

2023年全球股票及累計債券20天移動回報差距



資料來源：彭博，數據截至2023年10月3日

第2季添加「短債優於長債」策略。套用上述概念，以彭博美國累計債券指數1至3年期及10年期以上作為短期及長期代表。純回報表現呈現明顯落差，就算期內美聯儲不斷加息，對短債影響輕微。雖然兩季總回報只有0.4%，但走勢非常平穩。相反長債持續反覆下跌，總回報為負10%，風險調整後回報更突出短債優勢。兩者分野源於利率敏感度不同，債券限期愈長愈敏感。未來高利率環境下壓力未言消退，如果再加息將令長債百上加斤。

2023年彭博美國累計債券1至3年期及10年期以上指數表現



資料來源：彭博，數據截至2023年10月3日

同樣以20天移動回報差距（即短債減以長債）作指標，數值愈高代表短債表現愈好，反之亦然。結果顯示，期內正值佔比高達77%，即超過4分之3時間短債表現較好。另外，相關走勢與美聯儲議息日期及結果也有著微妙關係。第2季市場普遍預期利率見頂，資金追入長債令回報差距向下（長債佔優）。惟7月會議最終決定加息25點子並強調鷹派立場，長債應聲下跌。8月又炒作利率見頂，長債再次反彈。雖然9月暫停加息，但言論再三強調鷹派不變，長債又再下跌。訊息紊亂在回報差距大幅波動中表露無遺，美聯儲撲朔迷離的決策才是當前風險核心。堅持「短優於長債」策略正為對沖當中風險應運而生。

美國聯邦利率及彭博美國累計債券指數1至3年期及10年期以上之20天移動回報差距



資料來源：彭博，數據截至2023年10月3日

上季投資巨匠巴菲特在旗下管理基金中不斷減持股票⁹，並同時增持美國短期國債¹⁰。雖然此舉發生在惠譽(Fitch)下調美國長期外幣債務評級之後¹¹，但他表示投資決定不會受評級下調的結果影響，而且對美元或國債市場不感擔心。巴菲特背後操作理念路人皆知，就是避險。除了避開股市估值過高的風險，還有長債收益率上升風險。

年內美國10年期收益率低見3.3%後拾級而上，回應上文預測未來處徘徊4.8至5.0%，反映存續期風險陰魂不散。債券期限愈長，債價受壓幅度愈大，故重申維持「短債為先」策略。

組合策略：「熊式走峭」

歷史上美國國債收益率曲線(簡稱「曲線」)由「倒掛」(意謂長息較短息低)至「正常化」(意謂朝向正向斜率的演變過程)過程中包含利率及經濟週期，當中大致分為4個階段。整個過程通常歷時以季，甚至年數計算，投資者應耐心等待，並順勢調配投資組合。

早在第1季已強調利率牽引性是當時債市風險之一。簡單而言，各項利率受制套息交易等活動牽動。從投資者角度上，當定存利率高過債息，撇除違約考慮下應沽出債券投入定存以賺取息差。從債券發行人角度上，則需提高債息與銀行競爭，直到利率及債息平衡。而銀行短息受制聯邦利率，當時美聯儲有意持續加息，因此預測曲線將有序上移(Shift)。結果與預測十分吻合，詳情可回顧第1季《債券》章節。這是第1階段。

第2季提出「存續期中性策略(Duration-neutral strategy)」：存續期指債券價格對利率變化敏感度，限期愈長敏感度愈高；中性是指債券價格不受利率變化影響的債券限期。合併兩者即「存續期中性」策略，是在長短息同時扭動(Twist)時，直接投入或透過衍生工具(例如利率掉期)以加權平均方式調配債券組合限期，直到達至關鍵存續期限(Key duration)為目標。好比錨定蹺蹺板支點，不論曲線兩端大幅起伏，投資者不受債息波動影響下賺取關鍵存續期限提供的穩定回報。

引用過去6個月真實數據去闡述操作。上半年收益率曲線出現嚴重倒掛，2減去10年期息差低見100點子以上，3個月期息差更低見190.5點子。風險同時帶來投資機會，套息活動帶動曲線開始扭動。7月起兩項息差開始逆轉，暗示曲線由逆變正向斜率扭動。



⁹ 見雅虎金融網站，https://finance.yahoo.com/news/warren-buffett-sells-8-billion-190940745.html?_guc_consent_skip=1696425115

¹⁰ 見金融時報網站，<https://www.ft.com/content/a89fa03c-7c41-432d-9b67-fca6119c8018>

¹¹ 見惠譽網站，<https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-united-states-long-term-ratings-to-aa-from-aaa-outlook-stable-01-08-2023>

債券

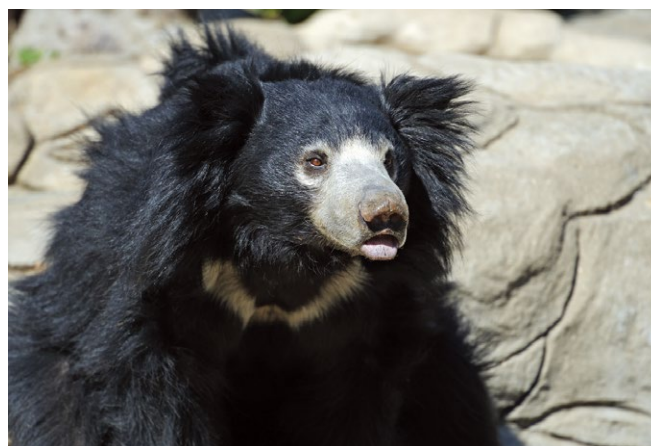
各項美國國債息差



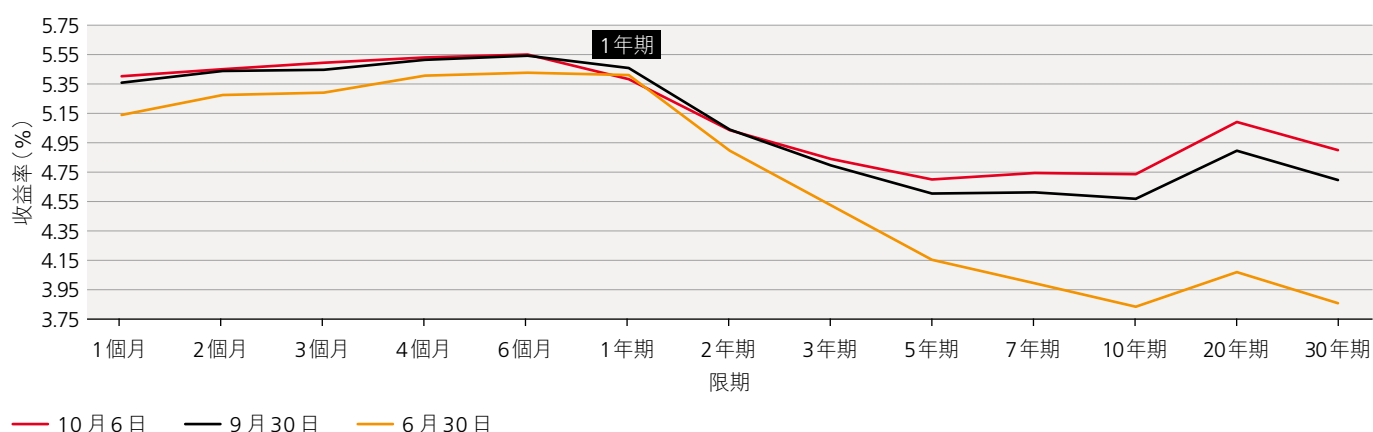
資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

彭博美國累計債券「1至3年期」及「10年期以上」指數過去兩季表現，分別是正0.4%及負10.0%，暗示如果利用長短倉操作進行存續期中性策略，絕對值回報約10.4%。如以當時關鍵存續期限（5年期）為標的，收益率約4.5%。結果與早前預測相若，詳情可回顧第2季《債券》章節。這是第2階段。

今天美聯儲好大可能結束加息週期，本季提倡「熊式走峭（Bear Steepening）」債券策略，是一種當曲線趨向平坦，預測長息較短息變化幅度更大的投資策略。這是第3階段。簡單而言，套用今天高息環境，以2及10年期債息作為短及長息代表，在加息尾聲時，對聯邦利率較敏感的2年期債息將被錨定（Anchoring），但聯邦利率與10年期息差仍然偏高情況下，投資者將加速沽出長債同時投入短債，套息交易驅使10年期以上債息飆升。好比上述蹺蹺板概念，當支點愈接近施力點，愈需要加壓才能平均抗力點一端。過去1季支點已由5年期推前至1年期，反映市場正更大力透過套息交易側重於短債（2年期以下）以平衡組合風險。



美國國債收益率曲線



資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

以史為鑒，歷史上每逢加息進入尾聲時，熊市走峭狀態時有出現。根據過去30年數據，美國曾出現4次加息週期，抽取利率見頂前2個月和之後第1次減息為觀察期(簡稱「期間」)，及2減去10年期國債收益率差距(簡稱「息差」)作分析，按月數據如下：

利率見頂前2個月	當刻息差(點子)	及後第1次減息	當刻息差(點子)	息差變化(點子)	曲線倒掛佔比(%)	熊市走峭佔比(%)
1994年12月	10.65	1995年7月	52.55	41.90	0	71
2000年3月	-41.45	2001年1月	55.90	97.35	90	90
2006年4月	18.94	2007年9月	58.47	39.53	50	47
2018年10月	27.26	2019年7月	14.03	-13.23	0	56

資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

數據顯示，息差變化4次有3次正值，整體平均約42點子，反映曲線趨向正常化。就算2018年息差為負值，但當延後觀察期多1個月(即2019年8月)，息差觸及最小值負1.39點子後急速反彈，並持續至2021年3月報157.62點子，升幅近160點子。可見加息尾聲時，息差上升結果從不缺席，今天亦將只是歷史重演。

另外，曲線倒掛情況並非常見，4次週期共47個月數據中只佔38%。拆細計算逐次佔比，只有2000及2006年週期中出現，反映加息不一定出現倒掛。再觀察長息較短息變化幅度更大的熊市走峭狀態，整體佔比近63%，而且4次週期皆以不同程度呈現，反映週期中普遍出現熊市走峭狀態。當中以2000年對現時最有啟示性，包括期間息差變化幅度最大，期間倒掛及熊市走峭佔比高見90%，當然「科技創新」掛帥的經濟增長與今天情況更是不謀而合。

最後，同樣數據中抽取息差負值維持長逾1個月作為案例，剔除今次數據後只有3次，當中最長維持10個月，最小值報負50.7點子。今次案例仍未完結，截至9月已維持15個月，最小值報負106.30點子，兩項數據打破過去30年紀錄。就算包括今次數據，整體息差負值佔比都只有11%，加上今次破紀錄表現，凸顯今天債市處境更非比尋常。數據如下：

開始月份	結束月份	息差最小值(點子)	維持月數
2000年2月	2000年11月	-50.70	10
2005年12月	2006年2月	-13.28	3
2006年8月	2007年2月	-16.47	7
2022年7月	不適用	-106.30	15(截至今年9月)

資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

綜合而言，預測由10年期以上債息上升帶動曲線正常化過程將會持續，而且其震撼性將較過去30年更高，以對沖利率風險為主並賺取穩定回報的熊市走峭策略值得投資者參考。直到曲線漸見平坦並維持一段時間，債市才會漸趨平穩，相信最早會在明年第2季之後才會出現。

何時及什麼是第4階段？本章節在日後會適時分享分析內容。

債券

延伸策略：跨國息差

曲線正常化及熊市走峭並非美國獨有，參考全球主要國債市場數據可窺探一二：

國家	國債收益率 (%)			3個月間變化 (點子)		
	2年期	10年期	息差	2年期	10年期	差距
美國	5.08	4.80	-0.28	13.5	73.9	60.4
加拿大	4.84	4.15	-0.70	4.5	57.8	53.3
英國	4.86	4.57	-0.29	-50.7	-7.2	43.5
法國	3.39	3.47	0.08	-2.8	28.8	31.6
德國	3.12	2.88	-0.24	-11.7	24.9	36.6
意大利	3.99	4.90	0.91	9.8	55.9	46.1
西班牙	3.49	4.00	0.51	-2.4	32.1	34.5
葡萄牙	3.11	3.60	0.49	8.6	26.5	17.9
瑞典	3.46	3.04	-0.42	0.3	47.4	47.1
荷蘭	3.16	3.24	0.08	-8.4	25.7	34.1
瑞士	1.18	1.12	-0.05	-2.5	14.2	16.7
希臘	3.31	4.36	1.05	3.8	43.1	39.3
日本	0.06	0.80	0.74	11	37.9	26.9
澳洲	4.01	4.54	0.53	-29.1	28.3	57.4
紐西蘭	5.70	5.50	-0.21	12.3	67.6	55.3
南韓	3.98	4.21	0.23	22.1	59.7	37.6
中國	2.18	2.67	0.48	11.5	2.9	-8.6

資料來源：彭博，數據截至2023年10月8日

數據顯示，在過去3個月美國債市風波正蔓延至其他國債市場，以此基礎並設立以下條件，再找出投資亮點：

- 最高2年期國債首5個國家：
- 以2減去10年期收益率釐定國債曲線正處於倒掛狀態：
- 10年期高於2年期變化幅度最高首5個國家。

滿足所有條件的只有3個國家：美國、加拿大及紐西蘭。退而求其次，滿足任何2項條件的國家額外有英國、瑞典及澳洲。結果顯示，上述債券策略亦可應用在非美國家，而且全部是高投資評級國家，其避違約風險普遍偏低，風險調整後的回報仍屬吸引。

以上分析從風險分散角度及跨國性套息操作上帶出不同機會。例如中紐2年期債息套息交易，息差報3.52%。而在中美債市中以長短倉進行熊市走峭操作，絕對值高見69點子。加拿大與希臘國債曲線斜率偏差最大，透過均值回歸概念作跨國利率套戥。

雖然《宏觀策略》章節中預測未來國際間經濟相關系數趨升，但以上跨國性策略對集中美債持倉投資者作分散風險部署，未嘗不可。

同場加映：加息的深層邏輯

自1977年第1季至今年第2季數據顯示，2減去10年期美國國債息差與美國按年GDP走勢背馳。以4至28個季度基準度量兩者相關系數，發現時間愈長，逆向關係愈強，反映息差收窄暗示經濟衰退能力隨時間上升。上文已分享3個月及2年期與10年期息差，自9月起明顯收窄，正是美國經濟步入衰退的警號。這是近50年數據給我們的啟示。

美國按年GDP及2減去10年期國債息差



資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

相關系數	
計算基數(季數)	負值佔比(%)
4	53.6
8	54.2
12	58.3
16	61.4
20	66.5
24	62.0
28	69.8

資料來源：彭博，數據截至2023年10月8日

基準利率其實非常重要，利率變化滯後性及漣漪效應深深而持久地影響生活每一層次。撇開「高大上」理論，純粹用民間思維分析：

- 官方利率高見5厘以上，商人純利有否5%？如不，公司自然減少投資甚至倒閉，經濟會好嗎？
- 公司不欲投資自然會精簡人手，工資可以上升嗎？就算工資提升，幅度及5%嗎？
- 銀行定存高見5%，賺息還是消費？信貸消費驟降，如何填補商業領域頹勢？
- 資金成本上升導致各投資市場成交萎縮，資產價格會上升嗎？如不，逆向財富效應拉倒個人投資及消費意欲，經濟會增長嗎？
- 經濟收縮，政府稅收下降，兌付利息都有壓力，仍有餘力刺激經濟嗎？
- 資金投入美債避險，債息不斷攀升，美國經濟收縮，政府稅收下降，入不敷支下誰來兌付利息？再發行更高息國債，誰來投資？重拾印鈔會否惹起國際公憤？

美聯儲主席鮑威爾3月在國會聽證會中闡述他對利率操作立場：「歷史強烈警告不要過早放鬆政策」¹²，亦經常信誓旦旦地強調通脹高於目標2%前都需要維持利率高企。事實是早在5月實質利率已出現正值，標榜通脹蠶蝕消費力理據根本站不住腳。截至10月8日，5年加5年期美元通脹掉期及美國官方預測明年通脹為2.7%，5年期美國抗通膨債券收益率報2.6%。公私陣營預測全數高於2%。加上，歐美盟國正號召「去風險」行動，逆轉數十年來建立起的全球化合作模式，專工專項變成架床疊屋，成本上升導致全球物價高企不下。種種跡象顯示，通脹不大可能下降至2%，美聯儲為何罔顧一切地執意加息？

吹開通脹面紗，全球多極化局勢正在演進，加息帶有更深層意義：高財赤及無限的債務上限需要更高收益率來吸收全球資金，以維持美國經濟增長；高利率可迫使競爭對手經濟上棄械投降，再從中收割紅利；藉高利率燃燒美元，以將「去美元化」打擊在萌芽之時。成功可名留清史，就算失敗而回，決策者們也能輕鬆拂袖而去，爛攤子卻留給眾人承受。一石多鳥，何樂而不為？加息背後是否源於口中經濟數據？值得深思。

明白利率不會無止境地上升，但縱觀美聯儲加息歷史，在不引發衰退情況下緩衝通脹，幾近是不可能的任務。綜合《宏觀策略》及《股票》章節中，預測美國衰退將至，未來公私陣營為「衰退」咬文嚼字都只是口舌之爭。一葉知秋，輿論風向由「現金是垃圾」轉投「現金為王」，看風駛棹是投資市場中生存之道，投資者應為未來各資產大幅波動做好準備。

天佑全球，天佑我們。

¹² 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2023/03/22/fed-announces-interest-rate-hike-of-25-basis-points.html>

中國及亞洲債市展望

美息快將見頂，有利亞洲投資級別債券

美國8月國債曲線出現熊市陡峭，2年期國債收益率持平，10年期國債收益率上升10點子，但曾一度突破4.3%水平，引發市場避險情緒。8月利差擴大，各長短債利率均有所回升。美國經濟數據不斷向上，令市場意外，就業數據、商品和服務消費、甚至房地產市場均保持強勢。另一方面，在核心商品和租金上漲率緩和的影響下，整體通脹呈下跌趨勢。雖然受燃油價格飆升影響，8月通脹有所反彈，但核心通脹仍符合預期。目前市場認為11月會議再次加息的機會率約40%。

由於各國經濟周期和貨幣政策的差異，投資機遇因此分布不同資產類別和地區。受惠美國息口見頂的預期，亞洲投資級別債券具投資價值。當中首選信貸評級穩健的南韓金融以及息差吸引的中國BBB評級科技、媒體和通訊。此外，一些基本面穩健，前景亮麗的高收益債券，例如印度可再生能源和澳門博彩業也備受矚目。

投資級別債券：看好南韓銀行以及中國科技、媒體和通訊板塊

亞洲債券收益率吸引，不少發債企業的信貸基本面穩健，投資團隊尤其偏好金融債券，當中首選南韓金融業，特別是3至5年期債券，且具信貸評級A或BBB級別的銀行、證券和信用卡公司的投資級別債券等。相比亞洲其他地區，

南韓美元債券供應量較多，估值亦相對合理，加上信貸基調相當良好，資產負債表穩健，能應對內外經濟的潛在壓力。當地銀行承保標準嚴格，房貸有良好的抵押，為銀行提供緩衝。南韓銀行資產質量大幅惡化的可能性不高，為當地銀行債券帶來支持。日本銀行和香港藍籌銀行以及地產投資級別債券也屬吸引，不但選擇多，且同樣基本面穩健，估值合理。

中國經濟雖然尚未好轉，隨著房地產刺激政策的推出以及中國信託負面影響消退，情緒有望漸漸向好。我們繼續發掘投資機會，信貸評級達BBB的科技、媒體和電訊便是其中例子。8月底，內地多間科網公司公布業績，大部分符合市場預期，當中個別板塊的業績更有所改善。行業經過3年的大規模改革，加上總理李強7月與多間龍頭科網公司的高層進行會晤，市場相信當局對行業的嚴厲監管大致完成。一大型網絡企業更隨即進行重組，為將來可能把業務分拆上市作準備，顯示當局有意放寬板塊的融資活動，有利科技行業的發展，對債券有支持作用。

高收益債券首選印度可再生能源和澳門博彩業

美國10年期國債收益率飆升至4.11%，主要原因是市場認為美國經濟衰退風險下降、雙赤字出現以及投資者對美國國債的興趣減低。雖然加息預期幾乎沒有變化，但總體來看收益率曲線變陡峭。

亞洲投資級別債券三大有利條件



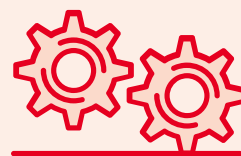
亞洲地區通脹溫和

南韓、印尼和印度已經停止加息，甚至有減息條件，利好債券投資前景。



信貸質素日趨穩健

亞洲銀行和企業所發行的債券違約率偏低，令投資價值增加。



區內機構投資者基礎穩固

為新債發行提供有力支持。同時，他們傾向長線持有債券，令亞洲債券市場相對穩定。

亞洲投資級別債券*

美國投資級別債券*

有效收益率(%)

5.8

4.9

資料來源：東亞聯豐、ICE資料服務，數據截至2023年8月31日

*亞洲投資級別債券代表指數為ICE美銀亞洲貨幣投資級別指數、美國投資級別債券代表指數為ICE美銀美國企業及政府債券指數

印度經濟基調強勁，製造業和服務業採購經理指數 (PMI) 均維持在擴張水平，該國能源消耗量屬全球第三大。為增加潔淨能源的產能，政府大力支持可再生能源的發展，讓相關企業能從不同渠道進行融資，加上結構性增長動力，債券前景看好。印度為達到巴黎協定下的減排目標，該國政府一直多方面促進過渡至潔淨能源。2015年，該國訂下2030年40%發電來自可再生能源，而這個目標早於2021年已經達成。因此，當局加大力度，希望2030年65%的發電量是來自潔淨能源。在剛過去的G20峰會，美國和印度更達成協議，雙方成立10億美元基金，支持印度潔淨能源基建發展。目前印度已是全球第四大水力、風力與太陽能發電國家，潛力不絕。

前景亮麗的還有澳門博彩高收益債券。板塊好消息不絕，澳門博彩總收入繼續攀升，8月按月增長3.3%，趨勢預計能延續到第4季，繼續帶動博彩運營商的盈利和強化其資產負債表。博彩營運商接連公布業績，大部分都符合或高於市場預期。此外，基於博彩收入加速反彈，帶動博彩營運商收入，一間博彩業巨頭近日獲得信貸評級機構標普調升信貸評級至投資級別，前景由負面提升至正面。澳門博彩業基本面大幅改善，因此投資團隊對板塊甚為看好。

至於佔中國高收益板塊最大的內房債，團隊依然維持審慎。買家信心疲弱，加上新盤低迷，中國百強發展商銷售合同8月按年下跌接近34%，按月則輕微下滑1.3%。為刺激需求，當局推出一系列措施，包括把第一套房的首期降至20%，第二套房的首期則減至30%，實際實施情況由個別城市自行決定。我們認為，政策對主要城市起到短暫支持作用，但對於二線或以下城市的影響，則要留待觀察，因為二手市場供應量較高。團隊預計，民營發展商將繼續面對買家信心不足和資金緊拙的情況，並認為下半年有更多信貸事件會陸續浮現。

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



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。