

荊棘滿途

東亞銀行經濟研究部



香港經濟展望

聚焦香港重新對外開放步伐

上半年香港經濟按年收縮2.6%，主要受基數效應、本地經濟活動復甦較預期緩慢、對外貿易加速放緩以及投資疲弱有關。上半年遜於預期的經濟表現，加上外圍經濟表現褪色，特區政府把今年經濟增長預測由1至2%，下調至收縮0.5%至增長0.5%區間。我們亦把今年香港實質經濟增長預測下調至0.2%，略高於政府預測範圍中值。若疫情影響減退，社交距離及跨境限制措施進一步放寬，本地經濟活動（消費及投資）料將持續復甦，並逐步消化環球主要央行加息及地緣政治不明朗等因素，2023年經濟增長或有望回升至2.8%左右。

本地生產總值主要開支部分按年變化



資料來源：香港政府統計處，數據截至2022年8月12日

如何在有效防疫及減少對經濟影響之間取得平衡，依然是香港中短期面對的挑戰。9月單日新增確診宗數反覆回升至逾萬宗，惟特區政府未有大幅收緊防疫限制。自8月起香港引入健康碼制度，限制具較高傳播風險人士的活動，並同時部署逐步重新對外開放，包括取消海外抵港人士的強制酒店檢疫要求。

行政長官即將宣讀首份施政報告，除經濟政策以外，防控政策會否調整亦是市民關注。雖然特區政府對疫情態度依然審慎，放寬防疫措施的過程或較緩慢，惟隨着環球疫情威脅降溫，特區政府的政策方向相信會傾向放寬而非收緊。踏入第四季，一些國際峰會及賽事將會在香港舉行，若未來能舉辦更多大型活動，或意味香港經濟活動能加快恢復，並有助逐步恢復消費信心。

就業市場繼續改善

疫情對就業市場影響正逐步減退。失業率持續回落，6至8月失業率從早前高位5.4%回落至4.1%。一些受疫情打擊最深的行業，包括零售、住宿和餐飲服務業等就業情況明顯改善。本地疫情漸趨穩定，預期今年年底香港失業率降至4%以下，全年失業率約在4.4%。

香港失業率



資料來源：香港政府統計處，數據截至2022年9月19日

7至8月零售銷售額按年微跌0.1%，首8個月計仍跌1.5%，部分受去年高比較基數，以及今年以來疫情反覆和金融狀況趨緊對消費活動構成制約所影響，惟就業市場持續改善，以及第二輪消費券分別於8及10月發放料可對消費表現帶來一些支持。

本地通脹壓力持續可控，8月通脹率按年上升至1.9%，與7月份的升幅持平。環球通脹壓力高企，食品及能源價格保持上升動力，惟本地租金及其他物價升幅緩慢，或可局部減輕本地通脹壓力。預期2022年香港通脹率為1.7%，稍為高於2021年1.6%。

中短期外貿表現或難以重拾增長動力

7、8月香港商品出口分別按年下挫8.9及14.3%，2022年首8個月累計按年下跌2.9%。與此同時，進口亦顯著下跌，月度貿易逆差從6月685億港元分別收窄至7月276億港元及8月133億港元，或對香港經濟增長帶來一些支持。

我們相信下半年，甚至2023年對外貿易仍會受到環球不明朗因素困擾，例如主要央行快速收緊貨幣政策、地緣政局變化、供應鏈受阻、以及疫後消費需求或從商品轉向服務等。由於貿易價格維持相對高企，預期2022年香港出口金額或會大致持平至錄得低單位數跌幅。

宏觀經濟

利率上揚削弱本地樓市氣氛

過去數月，美聯儲合共大幅加息300基點，令港元利率面臨加快上行壓力，其中3個月利率高見3.33%，創2008年來最高。香港銀行於9月份上調最優惠利率12.5個基點至5.125%，是四年多來首次加息。港美息率維持一定息差，帶動本地銀行體系總結餘逐步回落至1,233億港元(截至9月30日)。隨着港元流動性減少，加上美聯儲或會維持緊縮貨幣政策至2024年或以後，1個月及3個月港元同業拆息料將進一步上升至2022年底逾3.8%及4.2%。

拆息及最優惠利率上升，帶動樓按息率一同向上，無疑削弱本地樓市氣氛。根據差餉物業估價署的數據顯示，8月香港私人住宅樓價再跌2.3%，年初至今累計下跌6.5%。另一方面，住宅租金則連升三個月，或反映部分住屋需求流向租務市場。

雖然樓市持續面對多項不明朗因素，包括貨幣政策走向及環球經濟前景轉差，惟我們相信本地經濟復甦、短中期穩定的房屋政策及樓市供應，或可降低樓市大幅調整的風險。若本地經濟加快對外重新開放，人口流動轉趨平衡，則可望紓緩樓市下行壓力。預計2022年香港私人住宅樓價調整或達至高單位數，租金年內跌幅則有望收窄至2%之內。

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9月28日



中國內地經濟展望

8月數據較預期佳，惟復甦之路仍然不穩

儘管受到新冠疫情尚未完結、房地產市場持續調整、區域性缺電及乾旱等多重影響，8月內地經濟復甦步伐較預期為強。大部分經濟指標從第二季受到疫情嚴重打擊的谷底逐步回升，但房地產市場調整亦尚未完成。政策力度正在增強，預期基建投資將繼續成為政策亮點，以圖穩定經濟及就業市場表現。不過，在社會面動態清零方針，以及採取相對保守的刺激經濟態度或會對推動經濟錄得更顯著復甦構成制約。另外，隨着地緣政治緊張局勢升溫和全球貨幣環境迅速轉變，全球主要經濟體需求正在放緩，勢將導致商品出口的增長動力逐漸減弱。

面對外部需求趨軟，8月商品出口增速減慢。俄烏衝突持續及主要央行迅速加息，不確定性升溫持續削弱全球對內地出口商品的需求，8月商品出口按年增長7.1%，結束連續3個月錄得雙位數增長的紀錄，進口增速亦放緩至0.3%。貿易順差則從1,012.7億美元收窄至8月793.9億美元，淨出口對整體經濟增長的支持或會有所減弱。

出入口



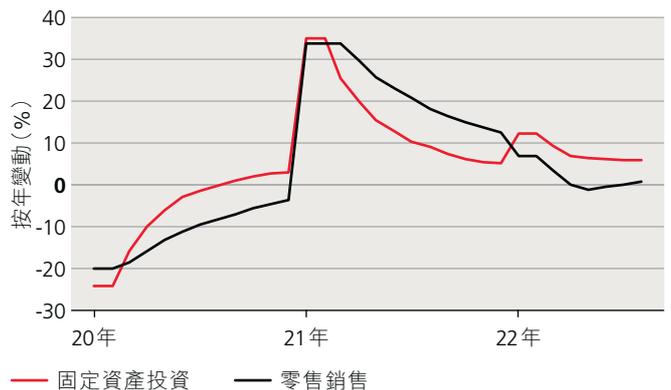
資料來源：海關總署，數據截至2022年9月7日
註：1月及2月數據為兩個月份的平均升幅

極端酷熱天氣對各地區工業生產的影響不一。部分較依賴水力發電的省份如四川(主要生產電腦、通訊及其他電子設備)均受到缺電及乾旱天氣所影響，不過，熱浪同時增加其他地區對空調等電器的電力需求。電力、熱力生產及供應業生產從7月按年10.4%增速顯著加快至8月15.3%。內地當局持續推出支持汽車業發展的政策措施，推動汽車生產表現從7月按年上升22.5%加快至8月30.5%。整體而言，8月工業生產增速較預期為佳，從7月按年3.8%加快至8月4.2%。

各項刺激政策如提前開展專項債等效果正逐步傳導至實體經濟，但信貸需求卻跟隨經濟前景轉弱而持續放緩。8月貨幣供應量M2從7月按年12%增長加速至12.2%，為2016年4月以來最快水平。隨着政府融資放慢及企業融資需求轉弱，8月社會融資規模存量按年增長為10.5%，較7月10.7%低。受專項債發行推動，基建投資增幅從2022年首7個月按年增長7.4%進一步加快至首8個月8.3%，增長動能料將持續。可是，房地產開發投資的跌幅卻進一步擴大，從今年首7個月按年下跌6.4%擴大至首8個月下跌7.4%，顯示固定資產投資的下行壓力尚未明顯緩和。首8個月固定資產投資增速錄得按年5.8%升幅，較首7個月5.7%略為改善。

受惠於低基數，8月內地零售銷售復甦步伐亦較預期為快，按年上升5.4%，其中餐飲業收入重回正增長，8月按年增長達到8.4%，並結束連續5個月的下跌。受惠於刺激政策，個別銷售環節錄得強勁增長，例如，汽車銷售按年上升15.9%，顯著高於7月9.7%升幅。雖然8月整體零售銷售表現不俗，但零售及消費者情緒仍持續受到地區性疫情爆發及嚴格防疫措施所拖累。8月整體消費物價指數(CPI)從7月2.7%輕微回落至8月2.5%，其核心指數則維持於按年0.8%。在整體物價壓力溫和下，預期內地當局將繼續有政策空間以穩定經濟，並不排除或進一步下調存款準備金率等的可能性。

累計固定資產投資及零售銷售



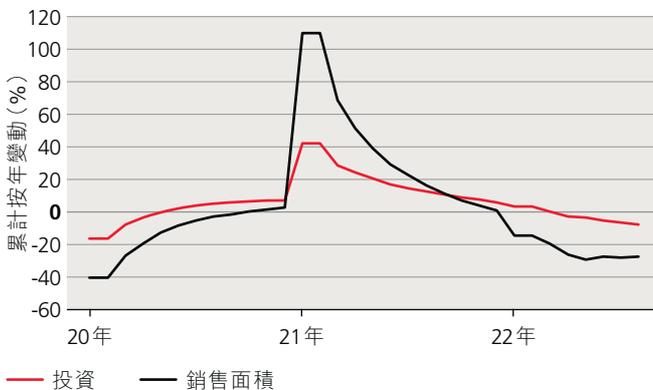
資料來源：國家統計局，數據截至2022年9月16日

宏觀經濟

銷售及投資疲弱趨勢未變，房地產市場信心有待提振

房地產市場方面，內地房貸斷供潮繼續打擊居民等對房地產市場的信心，內地當局正積極加強政策力度以確保能順利「交樓」、降低按揭利率及放寬購房限制等，以提振購房者信心及需求。內地商品住宅銷售面積持續錄得雙位數跌幅，首8個月按年下跌26.8%，期內相關投資則下跌6.9%，較首7個月5.8%跌幅為大，預期地方政府繼續通過專項再貸款及房地產基金等措施，推動房地產開發商復工並完成項目。據報，習主席指示高層領導於一線城市以外，必須進一步推出支持措施並放寬政策以提振房地產市場。近期，中國人民銀行容許部分城市可自主決定維持、下調或取消首套住房利率下限，並據報要求銀行加大對房地產貸款的支持。受惠於按揭利率回落、地方限購政策放寬及更多支持政策推出等，銷售表現（特別是二手銷售）或會有所改善，商品住宅投資能否於短期內見底回升則仍有待觀察。

商品住宅投資及銷售



資料來源：國家統計局，數據截至2022年9月16日

穩經濟及穩就業將繼續主導政策方向，支持力度勢將加大

展望第四季，內地經濟復甦步伐動力有待進一步強化，惟內地當局已進一步從貨幣及財政政策兩大方面加強其政策力度。中國人民銀行於8月22日宣布下調1年期貸款市場報價利率(LPR)5個基點，以及5年期LPR 15個基點。另外，人民銀行亦宣布從9月15日起將外匯存款準備金率從8%下調至6%，以穩定人民幣匯價。財政政策方面，國務院延長對製造業中小企緩稅補繳期限，以及督促地方政府用好5,000億元人民幣的專項債地方結存限額並在10月底前發行完畢等。下一步內地政策的支持力度料將逐步增強，並繼續以穩定經濟增長、就業及房地產市場為主要目標。不過，內地經濟復甦的步伐仍取決於新冠疫情、防疫措施、房地產市場復甦及全球經濟前景等因素，預期2022年內地經濟增長將達到4%左右，通脹則維持溫和。2023年經濟增長或將逐步回升至5%以上。

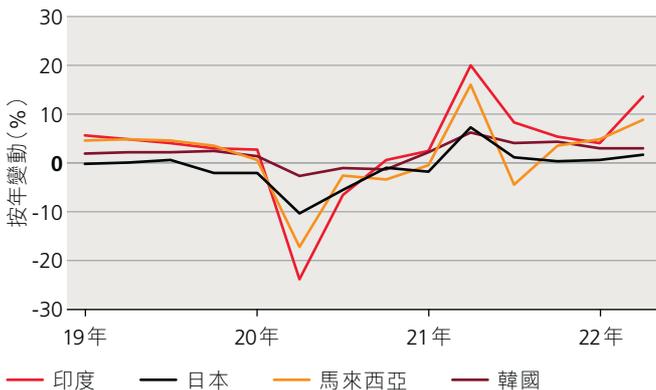


亞洲經濟展望

亞洲經濟復甦加快，通脹壓力仍然高企

隨着疫情威脅逐漸減退及放寬防疫限制，亞洲區內營商氣氛有所改善，推動經濟增長進一步復甦。當中，印度經濟復甦尤其明顯，從第一季按年4.1%增長加速至第二季13.5%。根據國際貨幣基金組織最新數據，印度經濟總量已超越英國成為全球第五大經濟體。日本經濟亦受惠於防疫限制的放寬，推動消費及投資反彈，2022年第二季日本經濟增長加快至按年上升1.6%。馬來西亞經濟則受惠於能源相關出口穩健，加上自4月起國際邊境重開及防疫措施放寬推動國內消費及旅遊活動，第二季經濟增長加速至高於預期的8.9%。不過，面對商品出口趨緩及利率持續上升，韓國經濟則維持溫和增長，第二季按年上升2.9%。

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9月20日

自第二季起，亞洲大部分經濟體已陸續放寬旅客入境限制，日本亦已於第三季逐步重開邊境，當地政府於9月份宣布入境人數上限由每日2萬人增至每天5萬人，並進一步於10月11日開始取消大部分邊境限制措施。目前，新冠疫情對跨境商務及旅遊活動的影響尚未完全消退，且未來亞洲經濟將繼續受到其他外圍因素如地緣政治局勢、主要央行貨幣政策及供應鏈等影響。

由於國際能源及食品價格依然高企，加上主要亞洲貨幣兌美元持續貶值，亞洲區內通脹壓力持續加大，勢將削弱家庭購買力及遏抑消費表現。當中，8月日本整體消費物價指數按年上升3%，比7月份加快0.4個百分點，創2014年9月以來新高。剔除新鮮食品的消費物價核心指數則按年上升2.8%，創近8年新高。雖然韓國整體通脹率自7月高位6.3%回落，8月錄得按年5.7%，但核心通脹率持續上升，從7月按年3.9%升至8月4%，顯示通脹升溫的形勢尚未扭轉。印度通脹壓力維持高企於7%水平。2022年上半年馬來西亞通脹維持於約2%左右，惟食物價格持續上漲，8月通脹迅速加快至4.74%。

亞洲個別經濟體的通脹



資料來源：彭博，數據截至2022年9月20日

大部分亞洲央行將繼續加息，日本央行則維持寬鬆政策

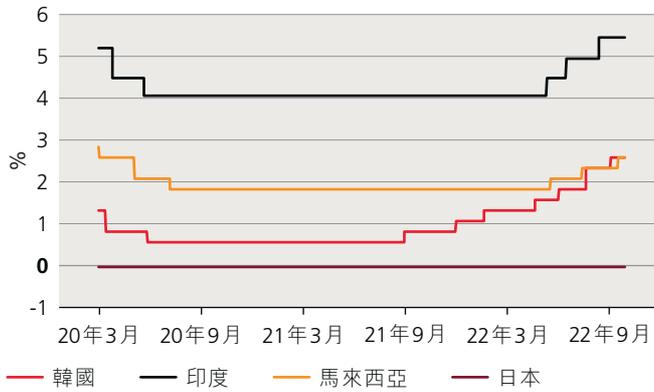
面對通脹持續高企、資金外流壓力不減和美元強勢等因素，第三季多家亞洲央行上調政策利率，甚至大幅度加息。當中，7月份韓國央行宣布上調政策利率50個基點，比早前每次上調25個基點為大，隨後該行於8月再度調升利率25個基點至2.5%。於亞洲區內，印度面對通脹壓力較大，當地央行於8及9月接連上調政策利率共100個基點至5.94%，5至9月期間合共上調利率達190個基點。9月馬來西亞央行宣布上調政策利率25個基點至2.5%，隨着當地通脹逐漸升溫，該行料將加快貨幣政策正常化步伐。

然而，日本央行於9月會議上維持基準政策利率不變，還承諾持續購買10年期國債，以維持其對國債孳息率0.25%上限的支持。相比之下，截至2022年9月，美聯儲已合共上調聯邦基金利率達300個基點，期內英倫銀行亦上調了基準利率達215個基點。日本央行與歐美等主要央行的政策分歧導致日圓匯率持續走弱，未來數月日本通脹或會持續高於央行2%目標。日圓兌美元曾於9月22日跌破1美元兌145日圓水平，促使日本央行及日本政府24年來首次干預匯市提振日圓。



宏觀經濟

亞洲個別經濟體的政策利率



資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

亞洲經濟料將放緩

展望第四季，雖然經濟及國際邊境重啟將有利亞洲經濟從新冠疫情復甦，惟環球主要央行加快收緊貨幣政策、能源及原材料價格高企，歐美等先進經濟體需求放緩、地緣政治緊張局勢持續、以至美元強勢拖累新興市場貨幣等，均會拖慢亞洲經濟復甦步伐，為經濟前景蒙上陰霾。面對多重壓力，亞洲經濟體特別是能源淨進口國的製造及貿易行業料將受較大影響，預期整體亞洲地區的經濟增長步伐將逐漸減慢。當中，9月彭博調查顯示，2022及2023年日本經濟增長料分別為1.6及1.5%，歐美經濟衰退風險增加或會部份抵銷日圓貶值對經濟的支持。



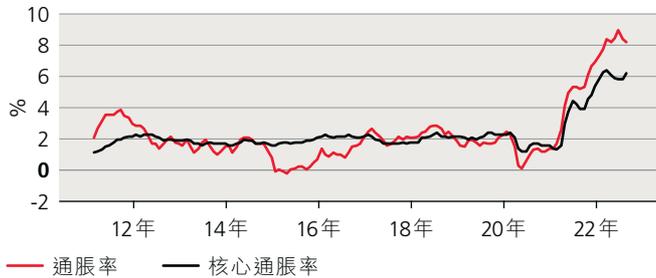
美國經濟展望

美國通脹回落之路仍遠

由於消費開支增長上調抵銷了投資下調的跌幅，第二季美國國內生產總值(GDP)維持按季年率下跌0.6%。第二季經濟總體走勢變化不大，即在庫存、住宅和結構投資拖累下，經濟連續兩個季度負增長，符合技術性衰退的定義，但就業市場保持活躍，相信美國全國經濟研究所尚未確認美國經濟經已步入衰退。

8月份美國通脹處於高位徘徊。受惠於能源價格回落，整體消費物價指數(CPI)的按年升幅從7月8.5%輕微回落至8.3%，能源價格從7月份回落9.1個百分點至23.8%，食品價格升幅則達到1979年5月以來的新高，按年升11.4%，但剔除食品和能源價格的核心CPI，按年升幅則擴大至6.3%。由於就業和房地產市場向好，各主要消費物價類別亦普遍向上，住屋成本按年升幅更達到6.2%，創1990年8月以來最大升幅。鑑於整體通脹持續高企，消費者信心維持低企，密歇根大學消費者情緒指數從8月58.2升至9月58.6，消費者對未來1及5年通脹預期則分別較上月回落0.1及0.2個百分點至4.7及2.7%。

美國通脹率



資料來源：彭博，數據截至2022年9月15日

美國就業市場保持活躍，8月失業率輕微回升0.2個百分點至3.7%，主要反映更多人重返就業市場，令勞工參與率上升0.3個百分點至62.4%。新增非農就業職位數目則放緩至31.5萬份，6、7月數字分別向下修訂10.5萬及2千至29.3萬及52.6萬。2022年首8個月，非農就業職位每月平均增幅為43.8萬，低於2021年每月平均56.2萬，平均時薪則維持於按年5.2%，顯示就業市場或僅從甚為緊張的水平初現降溫。

美國非農就業職位



資料來源：彭博，數據截至2022年10月5日

料美聯儲繼續採取進取加息步伐，美國經濟將緩慢增長

面對遠高目標的通脹水平，加上通脹回落速度較預期為慢，以及就業市場保持活躍，9月份美聯儲會議再次上調聯邦基金利率75個基點至3至3.25%。美聯儲公開市場委員會最新的預測顯示，其對未來經濟增長、失業率和通脹前景持更悲觀的態度。預計2022及2023年經濟增長將分別為0.2及1.2%，分別較6月預測下調1.5和0.5個百分點。美聯儲主席鮑威爾表示，其政策重點是抑制需求，以控制通脹返回2%的政策目標，但他亦承認要實現經濟軟著陸，以及恢復物價穩定具有相當的挑戰性。他強調若未能有效控制通脹返回政策目標，只會為未來經濟帶來更大的痛苦。這意味著美聯儲將於未來數次會議上繼續加息，直至有明確跡象顯示通脹正逐步放緩至接近其政策目標，預期2022及2023年底聯邦基金利率的目標區間或會分別升至4.25至4.5%及4.75至5%。

展望未來，隨着國際能源價格逐漸回落，以及供應鏈瓶頸開始緩解，預料整體通脹有望於年內見頂，明年將繼續回落。9月份彭博調查顯示，2022年第三及第四季整體通脹率將平均分別為8.2及7.2%，均較8月份調查下跌0.2個百分點。

鑑於市場預期美聯儲將維持利率於緊縮水平一段時間，美國經濟或持續放緩，並處於低於趨勢增長，帶動金融市場波動。2022年第二季美國家庭淨資產按季下跌6.1萬億美元至143.8萬億美元。另外，7月份標普20大城市樓價指數的按年升幅亦有所放緩，較上月下跌2.6個百分點至16.1%。在息率持續上升下，預料美國房地產價格升幅將繼續回落，加上金融資產價格持續波動，未來數季美國家庭淨資產將繼續受壓，為美國消費和經濟表現增添不明朗因素。9月份彭博調查顯示2022及2023年美國經濟增長率預期分別為1.6及0.9%，前者較8月份調查持平，後者則較8月低0.2個百分點。世界銀行指出全球各地央行不斷加息以應對高通脹，促使全球陷入衰退邊緣。全球三大經濟體美國、中國大陸和歐元區經濟大幅放緩，或會為2023年全球經濟帶來溫和打擊，甚至可能進入衰退，預料10月份彭博調查或會顯示2023年美國經濟增長率將進一步下調。

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9月27日

宏觀經濟

歐洲經濟展望

經濟重啟推動服務業復甦，能源及原材料價格高企削弱增長動力

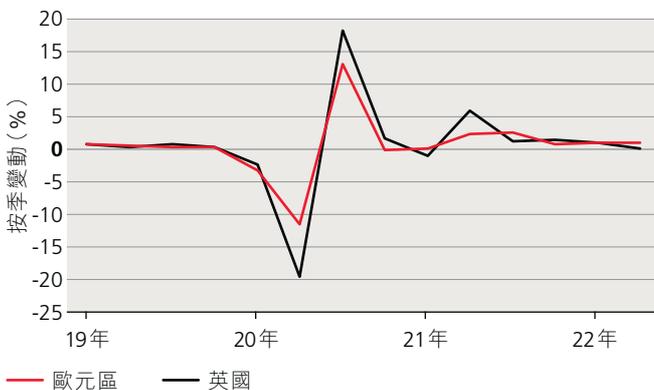
隨著經濟逐步重啟，服務及跨境旅遊業則有所恢復，但在地緣政治局勢緊張及供應鏈受阻下，能源及原材料價格持續高企，對歐洲製造業及建築業等打擊最大，甚或拖累歐洲經濟步入衰退。

第二季歐元區國內生產總值(GDP)按季增長0.8%，較第一季增長0.7%為快，但各成員國的增長動力不一。當中，西班牙及意大利受惠於旅遊業復甦，經濟增長分別從第一季按季0.2及0.1%一同加快至1.1%。不過，在能源價格飆升、俄羅斯天然氣供應大幅減少及消費者和企業情緒驟降下，德國經濟僅按季增長0.1%。另外，繼6月份英國經濟按月收縮0.6%後，7月份回復按月增長0.2%，其中服務業按月上升0.4%，但在原材料價格高企下，工業生產及建築業分別按月下跌0.3及0.8%。

踏入第三季，歐元區生產及零售活動逐步轉弱。7月歐元區工業生產按月下跌2.3%，資本產品生產更下跌4.2%。德國生產規模仍低於2021年底1.8%，反映能源問題及地緣政治緊張局勢持續困擾德國工業表現。歐元區零售銷售繼7月按月下跌0.4%後，8月份再次按月下跌0.3%。其中，德國和英國零售銷售於7月分別按月上升0.7及0.4%後，8月均再次下跌1.3及1.6%，完全抵銷7月份升幅有餘。

另外，歐元區勞工市場表現良好，8月份失業率維持於6.6%。英國勞工市場則持續偏緊，5至7月份失業率較2至4月份下跌0.2個百分點至3.6%，工資則繼續錄得強勁增長，計及花紅的平均週薪於2至4月按年上升6.9%後，5至7月份按年升幅仍達到5.5%。

歐元區及英國經濟增長



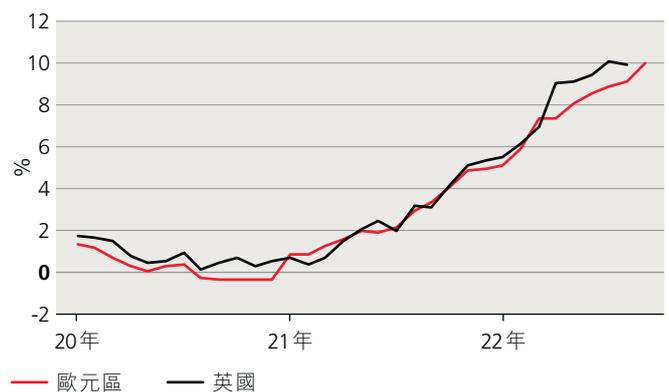
資料來源：彭博，數據截至2022年9月20日

歐洲通脹高企，短期趨勢未變

歐元區能源供應受到俄羅斯天然氣輸送量大減困擾，北溪一號天然氣管道更無限期暫停供氣，各成員國正積極推動天然氣儲備、協商降低天然氣需求及減輕家庭和企業能源費用負擔。能源價格連續18個月錄得雙位數上升，9月按年升幅達到40.8%。整體通脹率再創歷史新高，9月預估值攀升至按年10%。面對能源危機惡化，各成員國正部署推出各項支援政策，以降低能源供應短缺及價格高企對民眾消費和企業生產造成的衝擊，包括擬對能源企業徵收暴利稅，有關稅收料達1,400億歐元，並用於減輕家庭能源支出負擔。能源供應不穩及通脹高企問題料將於冬季更為突出，惟今年以來歐元區成員國為冬季儲氣進度卻比預期佳，加上各成員國同意減少15%天然氣需求等作為應對措施，歐元區通脹或於第四季見頂，2023年初起則有望受惠於高基數而逐步回落，惟仍會超出歐央行通脹目標一段時間。

英國通脹壓力同樣高企。由於能源價格升幅略為放慢，8月消費者物價指數(CPI)按年升幅比7月份減慢0.2個百分點至9.9%，但消費者物價核心指數按年升幅則比上月加快0.1個百分點至6.3%。英國新任首相卓慧思於9月初已宣布推出價值約1,500億英鎊的能源紓困計劃，當中包括凍結住戶平均能源費上限至每年2,500英鎊，為期兩年。

歐元區及英國通脹率



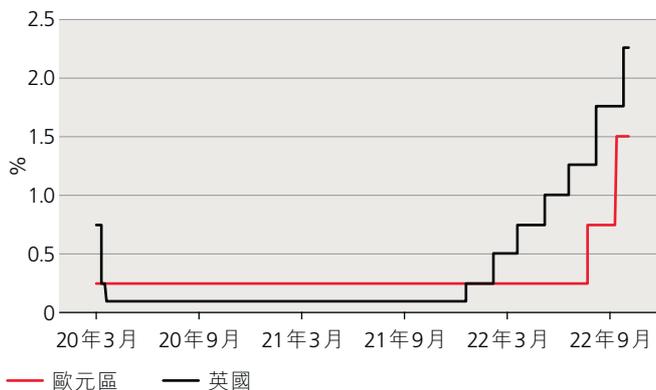
資料來源：彭博，數據截至2022年9月20日

歐洲及英國央行繼續大幅加息

面對通脹高企及持續超出歐央行2%目標，歐洲央行於2022年7月啟動11年來首次加息，並於9月進一步大幅加息，兩次會議分別加息50及75個基點，以遏抑通脹及避免通脹預期失控。除加息外，歐洲央行推出了一項新的買債計劃，名為「傳導保障工具」(Transmission Protection Instrument – TPI)，容許歐洲央行購買其成員國發行的債券，以確保歐元區的貨幣政策能有效傳導，防止高負債成員國的債息無序上升。隨着歐洲央行認為未來一年歐元區通脹將顯著高於目標，料將於未來會議盡快加息至中性，甚至緊縮水平，直至通脹回落至接近目標，加息幅度則取決於經濟數據表現。

9月英倫銀行會議一如預期將銀行利率上調50個基點至2.25%，當中更有3名貨幣政策委員會成員投票支持加息75個基點。雖然新任首相卓慧思推出了凍結能源價格上限措施，短期內有助降低整體通脹壓力，惟英倫銀行預期10月份通脹率將進一步升至接近11%。再者，9月底卓慧思政府宣布「迷你預算」大幅擴大財政開支，包括取消上調企業稅、降低基本稅率及房地產印花稅等。方案引發市場對英國政府財政可持續性的擔憂，甚至可能進一步推高通脹壓力，令市場預期英倫銀行將於11月會議大幅加息，導致英國金融市場波動加劇。因此，為以遏制國債市場的波動，英倫銀行宣布購買650億英鎊的長年期政府債券，並推遲啟動減持政府債券的計劃。

歐元區及英國政策利率

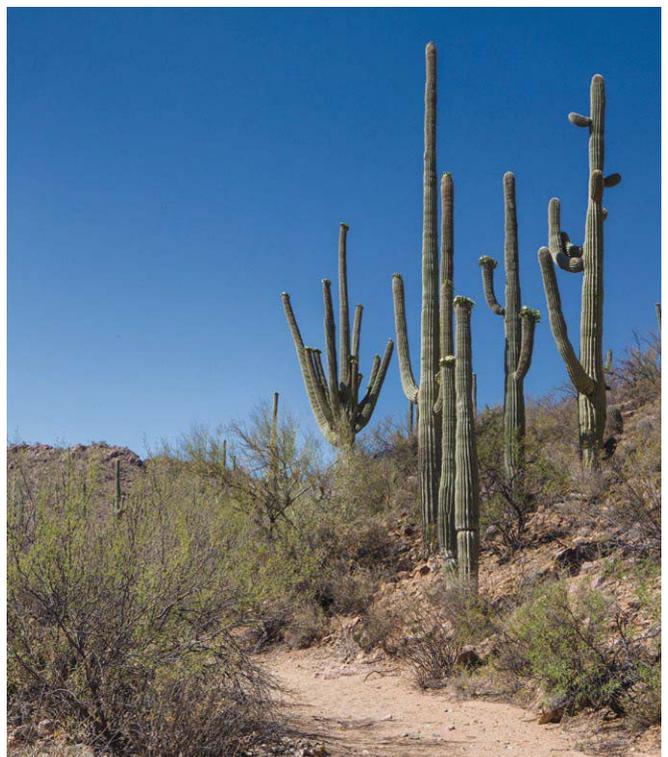


資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

歐洲經濟受多重阻力困擾，經濟步入衰退風險明顯升溫

展望第四季，歐元區經濟步入衰退風險升溫，能源供應受阻及緊縮貨幣政策成為困擾經濟的主要因素。地緣政治緊張局勢未見緩和跡象，俄羅斯天然氣輸送量大減將延長通脹高企的時間，並削弱家庭購買力及消費意慾。通脹持續高於政策目標，預期歐洲央行將加快加息步伐，企業財務及融資成本將進一步上升，對商業投資構成制約。若極端寒冷天氣於今年冬季出現，能源供不應求問題將更為顯著，大幅提高歐元區經濟出現衰退的機會。市場預期2022年歐元區經濟增長將達到2.9%，2023年則大幅放緩至0.3%。

英國方面，雖然首相卓慧思已宣布能源紓困計劃及減稅等措施，但英國經濟仍受多項不明朗因素困擾，如通脹高企、政府債務可持續性、與歐盟關係及蘇格蘭可能舉行第二次獨立公投等，將削弱消費者和企業的信心。根據彭博9月份調查，市場預期英國2022及2023年經濟將分別增長3.5%及收縮0.2%，前者較8月份調查高0.1個百分點，後者則大幅下調了0.7個百分點。



角力

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



角力

上季標題是《歌舞昇平》，列為世界經濟首次席的中美兩國皆在第四季舉行選舉。美國總統拜登早已在俄烏戰爭爭取外交曝光，下半年轉戰內政，包括墮胎法案、開放油儲、打擊通脹等盡得民心，民調急速反彈。中國在嚴謹的抗疫路上刺激經濟，反彈未至但穩住跌勢。南亞地區是中美交惡的受害者，經濟及股市走勢向好。上半季全球基本數據及預測不變下各地股市明顯改善，個別指數反彈至年內跌幅50%黃金比率，呈現技術性逆轉。結果與過去預測大致相若。

不幸地，下半年在美國、歐洲及英國財金官員一再倒戈現有政策及大幅修訂經濟預測後，本已消化大部份風險的股市再一次被打亂，避險情緒把美元推升至20年高位，一次過而且迅速地打垮所有資產。事件再次證明官員(不只一次)朝令夕改才是年內所有投資風險的核心，急功近利的決策、缺乏市場溝通、缺乏時間調配，最終釀成今天「人踩人」式股市跌勢。過去多次強調目前人為操弄凌駕市場運作，已嚴重偏離技術分析範圍。

本季標題是《角力》，比喻未來投資者好淡爭持狀態將會持續，各執一詞，各據一方。理性與感性對峙中資金大幅流竄，形成急升急跌的大波動走勢。疫情及戰事驅使各國意識形態為先，自由經濟引伸以市場力量主導及定價的投資環境逐漸褪色，彼此為經濟設置各式各樣的枷鎖，甚至分道揚鑣。本來暢通無阻的資金唯有繞道而行，增加成本同時降低效率。好比心血管長期窒礙及淤塞，最終影響健康(經濟下滑)甚至生命危險(金融災難)。

多項大型不明朗因素仍然盤踞股市，預測第四季各地股市仍然非常波動，大幅上落情況比比皆是，有危亦有機。敏捷而果斷手法、確立而掌控投資期限、充裕而分注資金、倍加專注市場變化。火中取栗還是隔岸觀火，將成為全球投資者兩大陣營。

環球股市：未來將好淡爭持

悲觀：歷史罕見的人心虛怯

MSCI 各地綜合指數表現						
表現 (%)	全球	美國	歐洲	新興市場	亞洲除日本	南亞(東協)
年初至今	-26.4	-25.7	-19.3	-28.9	-29.3	-16.1
第三季	-6.6	-5.1	-4.5	-12.5	-14.6	-3.0

資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

目前環球股市正處於歷史上罕見的恐慌狀態，無情的拋售暗示技術性觸底訊號(例如嚴重超賣和持倉極低)不再奏效。投資者引頸以待的近代救市英雄「美聯儲認沽期權」(Fed Put)未有出現。守株待兔者一個接一個失望地屈膝，變節後為極度悲觀掩蓋理智分析的跌市漩渦助燃。

過去50年，MSCI全球股票指數首3季表現負值出現15次(佔30%)，今年首3季下跌約26%，是歷年第二差，與2002年齊名，亦超過平均跌幅(約12%)約1.26倍。而今年只花了9個月便下跌超過25%，比過去50年平均須時約20個月少逾一半。

過去50年 MSCI 世界股票指數首3季表現



資料來源：彭博，數據截至2022年10月1日

股票

今年MSCI全球股票指數9月份跌幅約9.5%，是過去20年第三大跌幅。首次名分別是2008年（約負12.1%）及2002年（負11.1%）。

過去20年MSCI全球股票指數9月份表現

年份	表現 (%)	年份	表現 (%)
2002	-11.12	2013	4.82
2003	0.48	2014	-2.88
2004	1.77	2015	-3.86
2005	2.47	2016	0.36
2006	1.07	2017	2.08
2007	4.61	2018	0.39
2008	-12.08	2019	1.94
2009	3.81	2020	-3.59
2010	9.11	2021	-4.29
2011	-8.85	2022	-9.46
2012	2.52		

資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

具防守性的投資策略亦不能幸免，包括「保護性認沽期權」策略 (Protective Put) 年內表現令人失望，尤其新興市場策略跌幅約28%。全球性股債配置亦告失手，所有配置比例跌幅皆超過20%。以對沖風險為目標的股債策略相對表現已經較好，但不論美國或全球性表現皆下跌近17%。

各股票指數之「保護性認沽期權」策略年內表現



資料來源：彭博，數據截至2022年10月1日

股債資產配置及風險平衡策略年內表現

全球性資產配置策略 (股票：債券)	表現 (%)
10:90	-20.39
20:80	-20.89
30:70	-21.4
40:60	-21.92
50:50	-22.45
60:40	-22.99
70:30	-23.53
80:20	-24.08
90:10	-24.64
股票及債券風險平衡策略	表現 (%)
股債對沖：全球	-16.95
10% 風險目標：全球	-25.62
股債對沖：美國	-16.88
10% 風險目標：美國	-24.49

資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

悲觀情緒憂慮各央行政策失誤風險正在上升及歐洲戰爭升級的風險（例如北溪管道被破壞、俄羅斯不排除使用核武），加上當指數失守非常關鍵的支持水平時，代表技術性觸底訊號失效，暗示習慣於零利率期間的一切反彈一去不返，只有美元才是王道，因非美現金亦受匯率風險及購買力平價 (PPP) 下降所影響。

樂觀：相反理論的信徒

CNN商業網站提供一項稱為「恐慌與貪婪指數」(Fear & Greed Index)¹，透過7項衡量股市行為指標，包括市場動能、股價強度、股價廣度、看跌期權和看漲期權、垃圾債券需求、市場波動和避險需求，以平均權重條件下，跟蹤各指標與平均值的偏離程度而彙編。100代表最大貪婪，0代表最大恐懼。當中75以上及25以下分別是「極度貪婪」(Extreme greed)及「極度恐懼」(Extreme fear)。

¹ 見CNN商業網站，<https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>

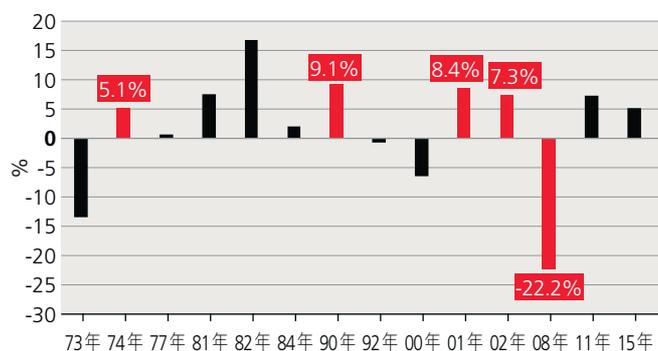
截至9月30日，指數值為15。年內最低及最高水平為3(5月12日)及68(8月12日)，反映8月中起股市由年內最亢奮急墜至極度恐懼的心態，但仍未達最低水平。當指數處於「極度」區域時，反映投資者受情緒及偏見主導，影響其作出理性決策，亦是相反理論信徒出手的機會。人棄我取是相反理論的核心之一，除了入市時機，亦須考慮投資期限及價值投資技巧等配合。

差勁的歷史表現都是過去式，堅持並深入挖掘數據，結果可能是另一片天空。今年首3季全球股市表現失望，但翻查過往週期第四季表現，結果比想像中理想。

抽出過去50年首3季表現出現負值的年份共有14次，當中第四季正負回報表現比例為10比4次，即歷史上首3季負值後第四季出現正值的機率高達71%，平均回報約1.9%，最佳及最差表現分別是16.6%(1982年)及負22.2%(2008年)。再分拆正負值年份的平均回報，分別是6.9及負10.7%，反映每當跌幅出現時將比升幅更大。

再抽出14次首3季表現錄負值中跌幅超過20%的年份，共有5次，而該年第四季的平均回報為1.5%。當中正負回報表現比例為4比1次，即當首3季跌幅超過20%後第四季出現正值的機率高達80%，4次的平均升幅為7.5%。當中唯一跌市出現在2008年，跌幅為22.2%，與所有參數分析中最差結果相同。

過去50年首3季出現負值年份之MSCI全球股票指數第四季表現(紅色為首3季跌幅超過20%年份)



資料來源：彭博，數據截至2022年10月1日

今年MSCI全球股票指數已下跌26.4%，以上結果預測第四季表現將是非常偏鋒，大機率(高過70%)支持正回報及升幅穩定(約7至8%)。但一旦出現負值，結果將是再一次雙位數跌幅。延伸分析，所有參數(首3季表現出現負值)及

濃縮參數(跌幅超過20%)中，最關鍵因子在於今天經濟及投資環境是否如2008年般惡劣，「否」便應入市投資以獲取平穩回報，「是」便應持盈保泰。

再分拆MSCI全球股票指數按月表現，今年9月表現是過去20年尾三。縱使如此，10、11及12月按月錄得正回報率分別是65、70及70%，即不論季內哪個月份投入的機率相約近70%。回報率數據如下：

數據	10月	11月	12月
正回報年份次數	13	14	14
負回報年份次數	7	6	6
正回報年份平均回報(%)	4.5	3.2	3.1
負回報年份平均回報(%)	-5.2	-3.2	-3.0
全期平均回報(%)	1.1	1.3	1.3
全期最佳回報(%)	10.3	12.7	7.3
全期最差回報(%)	-19.0	-6.7	-7.7

資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

數據顯示按月升跌回報偏向對稱，雙方並無優勢，亦在5%之內。全期最佳及最差表現卻偏向樂觀，升幅明顯比跌幅大，反映第四季值博率較高。

價值投資技巧上，以往優質股份正處於或接近歷史底價，便宜貨多如牛毛，但重點在於投資期限(Investment horizon)。因價值投資建基於長線投資，短線炒作不在此道。歷史上最差的環境總有過去的一天，如以年數去投資今天股市，長線下行空間相對可控。

震央：美股表現主宰環球股市

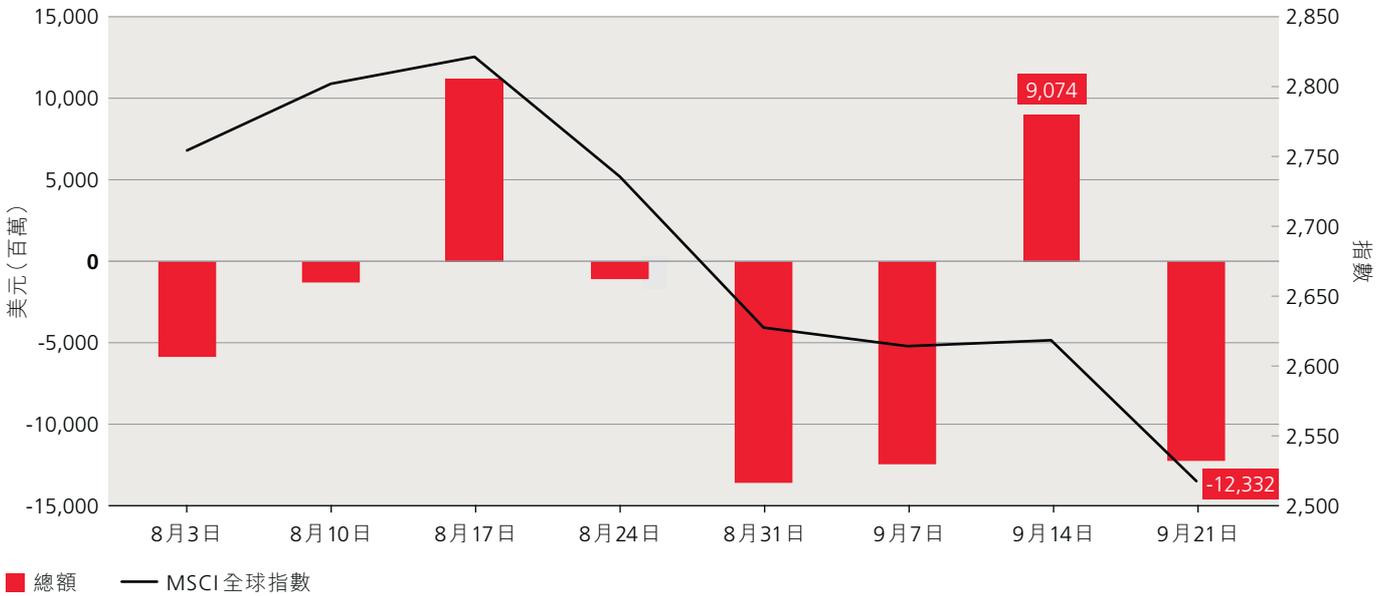
以上數據分析反映現時投資者心理上不安的核心及風險認知中劃分兩大投資陣營，當然資金流向更突顯行動與心靈的矛盾。

美國投資公司協會提供每週在美國註冊的基金及ETF資金流數據顯示²，由8月3日至9月21日共8週錄得資金淨流出總量達約264.9億(美元，下同)，當中只有兩週錄得共約203.5億流入，反之其餘6週流出總量達468.4億，是流入量約1.3倍以上。而且走勢顯示每當錄得單週流入後隨之錄得大幅流出，反映悲觀陣營見反彈便趁勢沽貨。例如MSCI全球指數8月中起急跌，9月14日忽然錄得單週超過90億流入，反映樂觀陣營力挽狂瀾，不過翌週便立即錄得約123.3億流出，沖散對方樂觀意志。

² 見美國投資公司協會商業網站，https://www.ici.org/research/stats/combined_flows

股票

美國註冊基金及ETF資金淨流量總額及MSCI全球指數



資料來源：彭博，數據截至2022年10月1日

數據中細分為投資於美股的「美國本土」及非美股的「環球」類別，再組合成「淨流出」及「淨流入」後顯示：

- 全期16項數據(8週及兩類別)中只有5項錄得流入(佔約31%)，反映悲觀情緒主導市場；
- 不論淨流入或流出，「美國本土」是「環球」類別流量的3至5倍，尤其當樂觀陣營出手時皆集中流入美股。撇開本土偏好(Home bias)因素，反映環球股市興衰關鍵在於美股之中。

以美國本土及環球分類下基金資金流量數據(美元, 百萬)

狀態	日期	淨流量	美國本土	環球
淨流出	8月3日	-5,883	-8,100	2,218
	8月10日	-1,327	2,574	-3,901
	8月24日	-1,111	641	-1,752
	8月31日	-13,674	-12,786	-888
	9月7日	-12,516	-11,630	-886
	9月21日	-12,332	-7,872	-4,461
	總額		-46,843	-37,173
淨流入	8月17日	11,277	13,700	-2,423
	9月14日	9,074	11,542	-2,468
	總額	20,351	25,242	-4,891

資料來源：美國投資公司協會，數據截至2022年9月30日



美國股市：冷靜與熱情之間

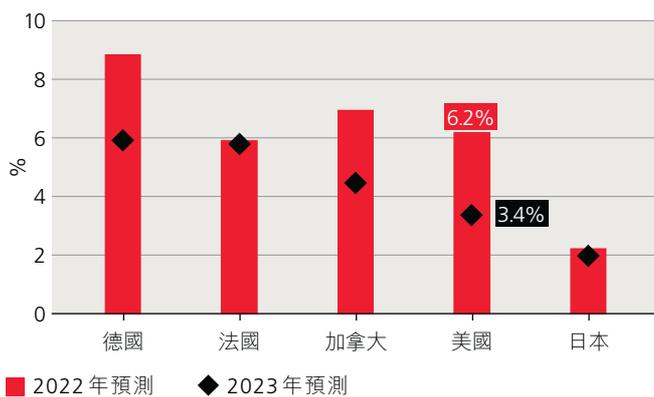
美國衰退迫在眉睫，有人辭官歸故里，有人漏夜趕科場。好淡陣營各有理據，取決於個人投資技巧及風險承受能力。

加息與衰退：美聯儲將求仁得仁

歷年10月份美股表現總是偏向兩極，源於1929、1987及2008年股災始於此，華爾街稱為「厄運月」。但也被稱為「熊市殺手」，意謂年內疲弱走勢將在10月停止下跌。標普500指數過去20年按月數據顯示，9月到10月走勢逆轉出現機率近55%，而且平均回報由跌轉升幅度是所有月份中最大。如此分歧的暱稱暗示傳統上10月波動性偏高，另反映看好與看淡兩大陣營的對峙，當中爭論核心是美聯儲執意加息對打擊通脹的成效，及美國財金官員政策是緩和還是根本導致衰退出現的元兇（詳情可參閱《宏觀策略》章節）。

經濟合作暨發展組織(OECD)最新報告顯示³，就算美聯儲「狂鷹」姿態仍不能在明年內解決通脹問題。預測今明兩年美國通脹分別為6.2及3.4%，明年通脹明顯改善，主因預測能源及食品價格顯著回落，而且與經濟下滑打擊需求有關。但數字仍高於美聯儲2%目標，反映美聯儲將維持偏高利率水平。

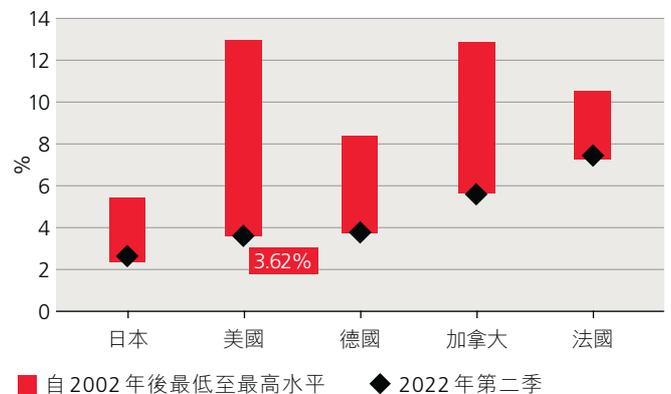
OECD 部份成員國通脹預測



資料來源：OECD，數據截至2022年9月30日

美聯儲主席鮑威爾在9月議息會議中預告沒有無痛方案解決通脹，尤其經濟預測中明年失業率由3.9%上調至4.4%，彷彿忘了早前公開表示就業市場處於健康水平的聲明。市場認為他正仿效80年代沃爾克方案，希望透過失業去打擊需求意欲，經濟下滑後通脹自然回落。OECD提供的數據顯示，歐美國家目前失業率接近自2002年以來最低水平，反映決策者仍有大量空間實施「自殘」式方案打擊通脹。

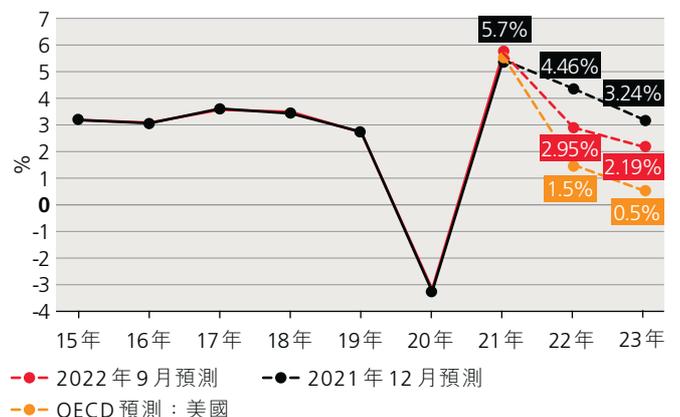
OECD 部份成員國之失業率



資料來源：OECD，數據截至2022年9月30日

鮑威爾能否打響如意算盤仍是未知數，但斷送經濟增長欲「求仁得仁」。早前美國各財金官員紛紛為衰退定義咬文嚼字（詳情可參閱《宏觀策略》章節），但OECD下修全球經濟預測卻替他們打臉。OECD預期成員國今明兩年綜合國內生產總值(GDP)增長皆向下修正，今年由4.46%下調至2.95%，明年由3.24%下調至2.19%。當中美國今明兩年預測只有1.5及0.5%，比綜合數字更低，比較去年5.7%更是慘不忍睹，暗示明年美國將立於衰退邊緣。

OECD 成員國綜合及美國 GDP 增長預測



資料來源：OECD，數據截至2022年9月30日

³ 見經濟合作暨發展組織網站，<https://www.oecd.org/economic-outlook/september-2022/>

股票

以史為鑑：衰退前入市風險偏高

環球股市主要憂慮歐美市場將墜入經濟衰退，甚至出現前所未見的極端環境。以史為鑑，抽取由1958年(共64年)有紀錄的經濟及股市數據，相信當中已涵蓋歷年戰事、政策失誤、天災人禍等極端因素之影響。另外，「極端環境」設定為GDP低過64年平均值(3.0%)及核心消費物價指數(CPI)高過64年平均值(3.7%)，並須要連續3季或以上同時在同一季度出現。數據中只有1968、1973、1978及1989年曾經出現。

為求得出「前所未見」的效果，把已抽出「極端環境」數據再分拆成超出兩項指標的1及2個標準差(GDP及核心CPI標準差同時為約2.5%)。



今天悲觀的投資者普遍預期下年中(非即時)才出現全球極端衰退。有見及此，緊接抽出以上各衰退案例前3個季度(非衰退當刻)，各美股指數表現作分析。結果如下：

年份	維持季度	極端程度	衰退前3個季度指數總表現(%)：		
			標普500	納指	羅素2000
1968	9	1至2個標準差內	-5.9	不適用	
1973	8	超出2個標準差	-6.4		
1978	16	超出2個標準差	-0.9		
1989	10	1個標準差內	18.4	21.8	12.5

資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

因為年代久遠，納指及羅素2000指數未能在首3次極端環境下提供數據，但標普500表現卻清晰地顯示在超出1個甚至2個標準差條件下，指數全線下跌，亦支持股市普遍先行於經濟數據的論述。相反，預期經濟及通脹風險可控下(1個標準差內)，美股3大指數反而向好。

因數據不足而剔除納指及羅素2000指數，再就標普500指數衰退前3個季度數據分拆為按季表現，結果如下：

季度	按季表現(%)	季度	按季表現(%)
31/12/1968	1.2	30/09/1978	7.3
31/03/1969	-2.3	31/12/1978	-6.3
30/06/1969	-3.7	31/03/1979	5.7
30/06/1973	-6.5	31/03/1989	6.2
30/09/1973	4.0	30/06/1989	7.8
31/12/1973	-10.0	30/09/1989	9.8
包含所有數據分析結果：		剔除1989年數據分析結果：	
平均回報(%)	1.1	平均回報(%)	-1.2
最高回報(%)	9.8	最高回報(%)	7.3
最低回報(%)	-10.0	最低回報(%)	-10.0
正回報機率(%)	58	正回報機率(%)	44
負回報機率(%)	42	負回報機率(%)	56

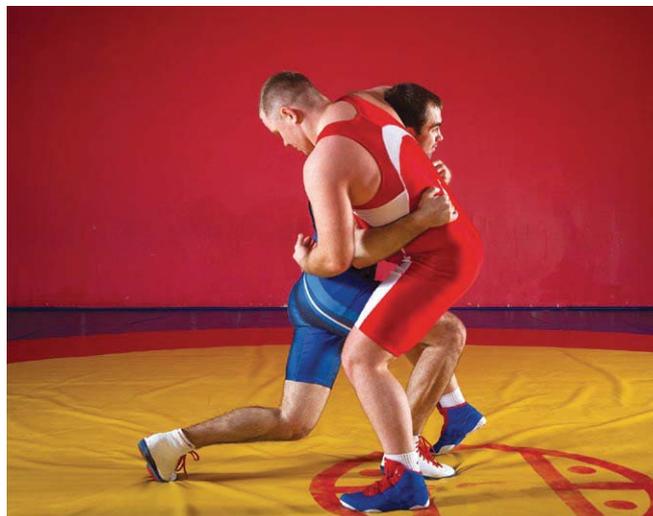
資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

結果發現當剔除 1989 年 (風險可控) 數據後，分析結果出現逆轉。雖然最低回報同樣是負 10%，但最高回報下降 2.5%，反映值博率大減。平均回報及正負回報機率優勢亦出現逆轉，即在衰退出現前 3 個季度的任何一季入市，風險同樣偏高。

衰退前仍有樂土

同樣分析技巧套用在標普 500 行業分類時，結果卻並非如預期般不濟。

行業分類數據由 1989 年 9 月起提供，因此未能得出此日之前極端環境季度分析。另外，因數據不足及為求保持其可靠性，以下將上述 GDP 及核心 CPI 條件由「同時出現」修正為「其中一項出現」。結果有 8 個年份符合要求，再抽出各年份之前 3 個季度的行業數據作分析。結果如下：



年份	能源	公用	醫療護理	必需品	工業	金融	原材料	科技	非必需品	房地產	通訊
1989	9.3	0.0	-0.4	-0.5	1.0	-17.8	-6.6	-0.7	-8.1	不適用	-1.8
2000	8.6	36.1	10.3	22.8	7.6	25.4	11.5	-42.7	-9.5	不適用	-28.4
2005	0.2	-8.2	1.9	0.9	11.3	10.3	18.1	5.0	3.5	14.1	12.1
2010	35.7	11.1	11.6	15.6	26.4	15.7	38.9	22.6	28.7	22.7	26.2
2012	2.4	3.8	6.8	5.3	-1.3	-1.3	-0.5	-0.4	3.8	3.6	20.3
2014	-6.0	-12.3	8.7	-2.1	-4.1	-1.3	-0.6	0.0	6.0	-7.3	0.6
2018	12.6	4.3	17.1	2.4	5.5	0.1	1.9	15.8	16.3	5.1	5.9

分析結果：

平均回報 (%)	9.0	5.0	8.0	6.3	6.6	4.4	8.9	-0.1	5.8	7.6	5.0
最高回報 (%)	35.7	36.1	17.1	22.8	26.4	25.4	38.9	22.6	28.7	22.7	26.2
最低回報 (%)	-6.0	-12.3	-0.4	-2.1	-4.1	-17.8	-6.6	-42.7	-9.5	-7.3	-28.4
正回報機率 (%)	86	57	86	71	71	57	57	43	71	80	71
負回報機率 (%)	14	43	14	29	29	43	43	57	29	20	29

■ 該指標最佳表現首三板塊

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 9 月 30 日

股票

如從分析結果中各項目找出表現最佳首3位行業，例如最低回報中跌幅最少及正回報機率最高，不難發現綜合表現較佳(各項目中列為首3名次數最多者)分別是能源、醫療護理及原材料。

如再配合按季分析，結果如下：

年份	能源	公用	醫療護理	必需品	工業	金融	原材料	科技	非必需品	房地產	通訊
30/09/1989	-0.3	0.0	4.0	3.4	0.6	3.8	-0.4	-3.4	0.3	不適用	3.5
31/12/1989	11.2	8.4	6.2	5.8	-0.3	-8.0	-0.9	-8.3	-6.1	不適用	7.9
31/03/1990	-1.7	-7.8	-6.2	-6.0	1.3	-10.7	-5.8	8.3	-2.1	不適用	-9.0
30/06/2000	2.4	4.8	23.1	13.1	-1.4	-3.4	-15.4	-9.3	-8.8	不適用	-14.3
30/09/2000	8.0	31.9	-0.5	1.7	8.5	23.3	-8.3	-14.0	-5.3	不適用	-11.2
31/12/2000	0.5	3.2	10.8	20.7	-0.8	1.7	21.6	-33.4	-4.5	不適用	-19.4
30/09/2005	17.8	6.4	1.1	2.5	1.9	0.1	1.3	5.8	-1.1	2.5	-2.0
31/12/2005	-7.7	-6.3	1.0	-0.1	4.5	7.5	10.6	0.9	0.8	0.1	-1.1
31/03/2006	8.6	-2.0	0.9	1.0	6.5	2.6	6.8	4.0	2.7	13.9	13.4
30/06/2010	-13.2	-4.8	-12.3	-8.8	-12.8	-13.6	-15.7	-12.5	-11.2	-4.6	-5.6
30/09/2010	12.3	11.1	8.2	9.8	13.7	4.1	17.3	11.5	14.7	13.5	19.1
31/12/2010	20.9	0.0	3.1	5.3	11.2	11.2	18.5	10.0	12.1	8.1	5.9
31/03/2012	3.4	-2.7	8.4	4.8	10.7	21.5	10.6	21.1	15.5	9.2	0.6
30/06/2012	-6.5	5.5	1.1	2.1	-4.2	-7.3	-4.8	-7.0	-3.0	3.2	12.6
30/09/2012	9.5	-1.5	5.6	3.1	3.0	6.4	4.5	7.0	7.1	0.4	6.8
31/12/2014	-11.3	12.2	7.0	7.4	6.2	6.7	-2.3	4.9	8.3	12.8	-5.3
31/03/2015	-3.6	-6.0	6.2	0.4	-1.4	-2.5	0.4	0.2	4.4	2.8	0.2
30/06/2015	-2.6	-6.7	2.4	-2.4	-2.8	1.2	-1.0	-0.2	1.6	-9.8	0.4
31/03/2018	-6.6	-4.2	-1.6	-7.8	-2.0	-1.4	-6.0	3.2	2.8	-5.8	-8.7
30/06/2018	12.7	2.8	2.7	-2.3	-3.7	-3.6	2.1	6.7	7.8	5.1	-2.3
30/09/2018	-0.1	1.5	14.0	4.9	9.5	3.9	-0.1	8.5	7.8	0.0	8.4
分析結果：											
平均回報 (%)	2.6	2.2	4.1	2.8	2.3	2.1	1.6	0.2	2.1	3.4	0.0
最高回報 (%)	20.9	31.9	23.1	20.7	13.7	23.3	21.6	21.1	15.5	13.9	19.1
最低回報 (%)	-13.2	-7.8	-12.3	-8.8	-12.8	-13.6	-15.7	-33.4	-11.2	-9.8	-19.4
正回報機率 (%)	52	52	81	71	57	62	48	62	62	73	52
負回報機率 (%)	48	48	19	29	43	38	52	38	38	27	48

■ 該指標最佳表現首三板塊

資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

同樣透過綜合表現中最佳3名分別是醫療護理、必需品及房地產。

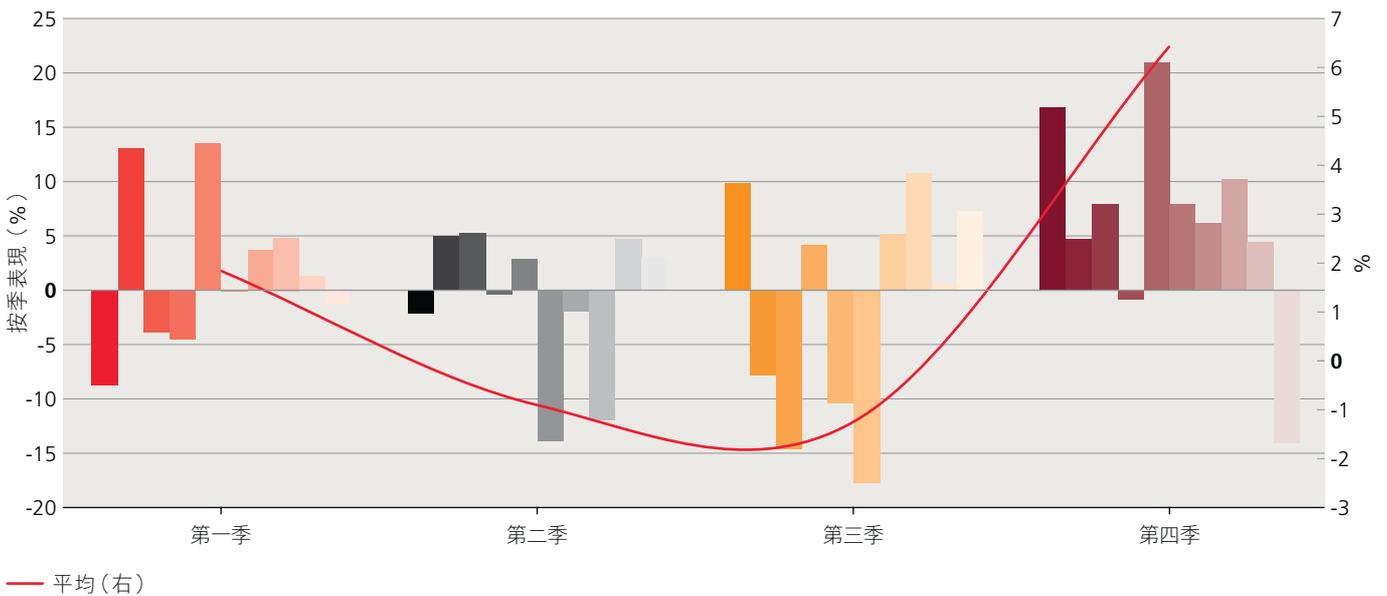
最後把以上兩個結果再合併，找出所有項目中列為首3名次數最多5個行業，由最多至少依次序分別是醫療護理、必需品、房地產、公用及能源。如引用今年8月15日美股出現急挫至9月30日收市恐慌性拋售作比對，當時表現最佳(跌幅最少)的5個行業分別是能源、醫療護理、必需品、金融及公用，當中4個與上文分析不謀而合。

如希望在市場「極端悲觀」時投入韌性及潛力較高的行業，以上分析中5大行業可作參考。相反，如衰退風險並非上文分析中嚴峻，或希望透過目前急挫後作長線(以年數計算)投資，相信在相反理論中未來投資機會將比比皆是。

中期大選：選舉結果影響輕微

除了較中期的衰退因素外，期待已久的美國中期大選將在11月8日舉行。過去3期季報已詳細分析選舉前美股走勢及選舉工程的影響。在此只重申一點，過去10次選舉(共40年數據)中標普500指數平均按季回報顯示，走勢持續下跌至第三季觸底，第四季表現急升至全年最佳水平。其他分析在此不再累贅。

過去10次中期大選年內標普500指數按季表現



資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日



數據上首3季表現與今年走勢十分相似。進入第四季，延續上季分析再推演至選舉結果的影響及其後美股走勢。

過去10次中有9次選舉結果是當屆執政黨落敗，唯一勝出是2002年時任美國總統喬治 W 布殊所屬共和黨事後掌控兩院(詳情可參閱第一季《宏觀策略》章節)。今天民調顯示落後的拜登政府正急起直追，但市場普遍預測民主黨將失掉參議院控制權，「藍色浪潮」宣布結束。

股票

今次同樣引用過去10次選舉中標普500指數表現，但以按月數據突顯當中變化，另加上翌年1至3月表現作中線走勢參考。詳細數據如下：

年份	按月變化(%)					
	10月	11月	12月	翌年1月	翌年2月	翌年3月
1982	11.0	3.6	1.5	3.3	1.9	3.3
1986	5.5	2.1	-2.8	13.2	3.7	2.6
1990	-0.7	6.0	2.5	4.2	6.7	2.2
1994	2.1	-4.0	1.2	2.4	3.6	2.7
1998	8.0	5.9	5.6	4.1	-3.2	3.9
2002	8.6	5.7	-6.0	-2.7	-1.7	0.8
2006	3.2	1.6	1.3	1.4	-2.2	1.0
2010	3.7	-0.2	6.5	2.3	3.2	-0.1
2014	2.3	2.5	-0.4	-3.1	5.5	-1.7
2018	-6.9	1.8	-9.2	7.9	3.0	1.8
數據分析結果：						
正回報次數	8	8	6	8	7	8
負回報次數	2	2	4	2	3	2
平均回報(%)	3.7	2.5	0.0	3.3	2.0	1.7
最高回報(%)	11.0	6.0	6.5	13.2	6.7	3.9
最低回報(%)	-6.9	-4.0	-9.2	-3.1	-3.2	-1.7
正回報時平均回報(%)	5.6	3.7	3.1	4.8	3.9	2.3
負回報時平均回報(%)	-3.8	-2.1	-4.6	-2.9	-2.4	-0.9

資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

數據分析反映：

- 不論結果，第四季出現正回報次數(機率)高達73%。而且10及11月正回報機率更高見80%，佐證上季分析選舉前美股普遍「歌舞昇平」。翌年首3個月正回報機率顯示77%，全部6個月機率為75%，注意12月機率只有60%；
- 選舉前平均回報約2至4%，但注意按月表現有遞減跡象，12月更是零回報，相信與短期獲利回吐有關。翌年表現一般，都是徘徊在2至3%之間；
- 最高及最低回報主要傾斜向正值，即兩者絕對值普遍以正值較高，反映整體值博率較高，尤其翌年1月。唯一偏差是12月，結果傾向負值，相信與上述選舉後獲利盤有關；
- 正負回報時的平均回報結果與上述相若，兩者絕對值普遍以正值較高。而且正回報時平均按月回報徘徊3至6%，負回報時則介乎2至4%，反映整體值博率較高，同樣只有12月風險較高。

以第四季及翌年第一季比較，再剔除2002年數據後分析選舉結果影響，數據如下：

項目 (所有年份)	第四季	翌年第一季
正回報機率 (%)	73	77
負回報機率 (%)	27	23
正回報時平均回報 (%)	4.2	4.0
負回報時平均回報 (%)	-3.8	-2.1
項目 (剔除2002年數據)	第四季	翌年第一季
正回報機率 (%)	74	81
負回報機率 (%)	26	19
正回報時平均回報 (%)	3.9	3.8
負回報時平均回報 (%)	-3.5	-2.1

資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

剔除2002年數據以反映執政黨落敗的預測，結果顯示整體正回報機率都上升，尤其翌年第一季由77升至81%。第四季正負回報時平均回報彼此同樣下調0.3%，反映選舉結果沒有影響平均回報的偏向性，唯一影響是翌年第一季正回報時平均回報下跌了0.2%，負回報數據不變，反映執政黨落敗輕微影響明年部署。

過去40年執政黨勝出唯一參考是2002年數據，10及11月升幅明顯較平均值高，但由12月至翌年第一季表現卻持續低於平均值，反映選舉前「歌舞昇平」換來往後多月表現低迷，亦是執政黨在選舉前好大喜功後社會付出的代價。

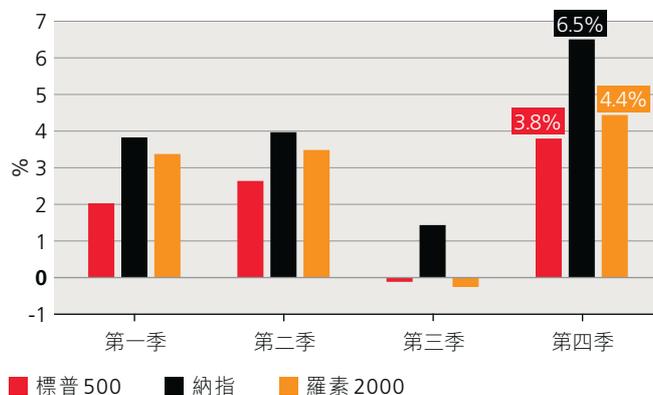
綜合分析，選舉前入市的正回報機率及整體回報率較高，風險最高在12月，而翌年表現則視乎選舉結果。

量化分析：極端環境下指數按季表現

後市的質化分析不外乎地緣因素及經濟危機（詳情可參閱《宏觀策略》章節），當中由心理或情緒帶動投資決定。量化或理性分析則建基於數據及歷史循環，反映投資者潛行於心的決定。在此暫時放下好或淡、樂或悲等「二元法」取態，用數據說話。

美國3大指數分別代表不同市場特質，標普500屬大型經濟主流股份、納指屬新經濟增長型股份及羅素2000代表中小企但潛力較高股份。由1972年至今年第三季數據顯示（共50年），第四季平均表現是年內最佳一季，3大指數按季平均回報分別約3.8%、6.5%及4.4%。

過去50年美國3大股票指數平均按季表現



資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

同期數據中抽取連續最少3季下跌為極端環境案例，3大指數共出現13次，最長紀錄出現在2008年，標普500指數由當年第一季持續下跌至翌年第一季，共5季跌幅約40%。其次數據如下：

指數	連續出現 下跌年份	連跌季數	期內跌幅 (%)	期後一 季表現 (%)	
標普500	1974	3	-32.4	7.9	
	1983	4	-7.8	8.4	
	2000	4	-20.2	5.5	
	2002	3	-28.9	7.9	
	2008	5	-39.7	15.2	
	以上平均			-25.8	9.0
	2022	3	-20.9	?	
羅素2000	1983	4	-14.6	0.2	
	2007	3	-14.6	5.7	
	2008	3	-37.8	20.2	
	以上平均			-22.3	8.7
2022	3	-19.6	?		
納指	2000	4	-58.2	16.3	
	2002	3	-42.7	18.2	
	以上平均			-50.4	17.3
	2022	3	-26.1	?	
平均連跌季度				3.5	
期內總平均跌幅 (%)				-28.0	
期後一季總平均表現 (%)				10.6	

資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

股票

分析結果顯示，3大指數同時出現連續3季下跌是歷來首次，確立今天狀況屬極端性。但3大指數年內跌幅皆未達過去各指數的平均跌幅，更全部低過總平均值。

雖然納指年內跌幅只達平均值約一半，但可參考案例唯一是科網泡沫爆破，與今天質化因素有明顯差異。預期標普500及羅素2000指數未來仍有下跌機會但空間不大，而且跌勢預期最多延續多一季，畢竟只有2008年金融海嘯才出現歷史上唯一「5連跌」，當時市場過度自滿與今天嚴陣以待截然不同。災難往往發生在疏於防範，今天並非如此。

再分析連續跌市後的下一季表現，3大指數皆出現反彈，而且呈現跌幅愈大反彈幅度愈大的可預期結果。其總平均回報約10.6%，以今天跌幅不及過往，預期就算出現反彈亦將在單位數之內。

量化分析：債息及美元指數主導後市走勢

是次風險實在源於美國為打擊通脹而持續加息，令美元指數急升導致非美貨幣急挫。歐美12個月內出現衰退機率上升，引發避險資金流入美債，最終屬風險資產的股市年內持續下跌。

再集中年內數據（截至9月30日，總交易日數為188日），相關系數分析結果如下：

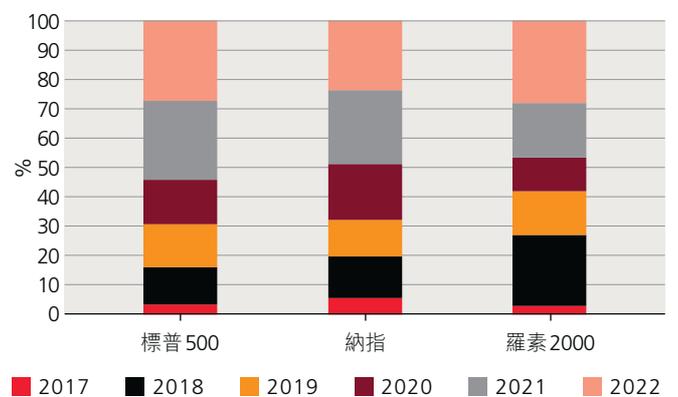
分析項目	標普500	納指	羅素2000	平均
負值日數	122	134	120	125
佔總交易日數比例(%)	65	71	64	67
20天相關系數低過-0.7之日數	46	53	48	49
佔總交易日數比例(%)	24	28	26	26

資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

數據顯示3大指數首3季出現負值日數平均佔比高見67%，當中20天相關系數低過負0.7（嚴重背馳）更有26%，尤其納指（28%），即超過四分之一交易日3大指數嚴重受制債息走勢。更甚是由8月29日至9月30日，3大指數全部交易日皆超過負0.7，最高更見負0.95。

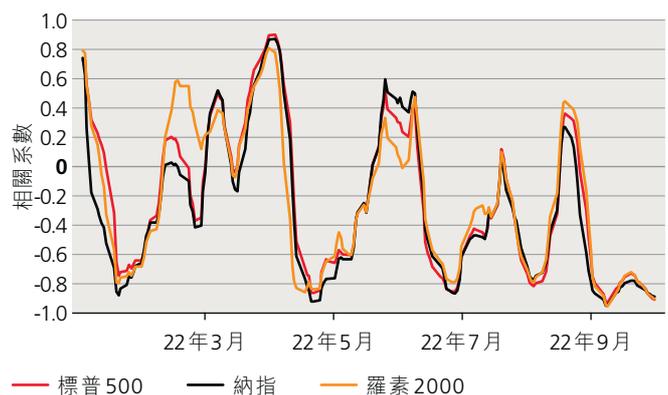
過去5年，標普500、納指及羅素2000與美國10年期國債收益率之20天相關系數出現負值總日數分別是499、567及430日，佔5年共1,255個交易日分別是36、45及34%，看似關係性不高。但拆開每年計算，發現近最近兩年負值日佔總數皆約50%，反映最近兩年指數與債息走勢背馳情況急遽上升。

美股指數與美國10年期國債收益率之負20天相關系數佔比



資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

美股指數與美國10年期國債收益率之20天相關系數

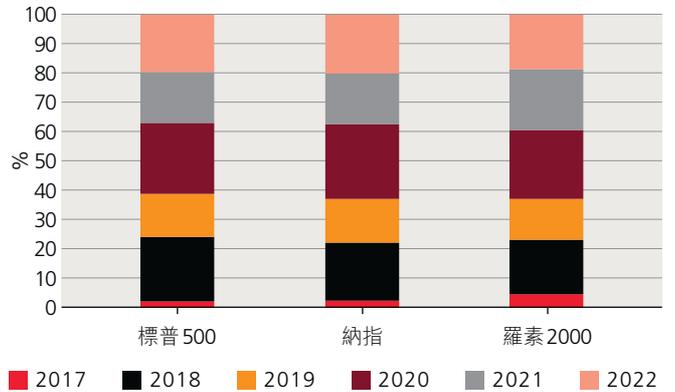


資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

美聯儲有意年內把目標利率推升至4.4%，以今天3.25%計算，暗示11及12月料共加息125點子。透過回歸分析，再加125點子後，預測屆時美國10年期國債收益率將處於4.1%以上(可靠性近83%)(債息分析，詳情可參閱《債券》章節)，暗示年內美股仍有下跌機會，但債息上升之影響力將遞減。

同樣分析技巧套用在美元指數，標普500、納指及羅素2000與美元指數之20天相關係數出現負值總日數分別是855、801及889日，佔5年共1,255個交易日分別是68、64及71%，關係性偏高。拆開每年計算，同樣地最近兩年數據佔總數約40%，反映最近兩年指數與美元指數走勢背馳情況明顯上升。

美股指數與美元指數之負20天相關係數佔比



資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

再集中年內數據(截至9月30日，總交易日數為188日)，相關係數分析結果如下：

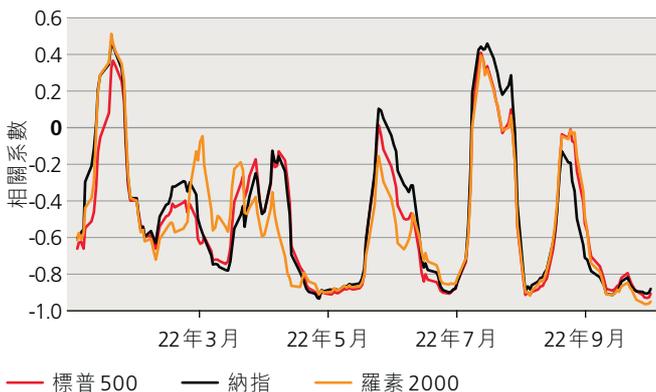
分析項目	標普500	納指	羅素2000	平均
負值日數	169	162	167	166
佔總交易日數比例(%)	90	86	89	88
20天相關係數低過0.7之日數	73	77	70	73
佔總交易日數比例(%)	39	41	37	39

資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

數據顯示3大指數首3季出現負值日數平均佔比高見88%，當中20天相關係數低過負0.7(嚴重背馳)更有39%，納指仍是最高(41%)，近4成交易日3大指數嚴重受制美元指數走勢。早在7月28日至第三季末，3大指數全部交易日皆超過負0.7，最高更見負0.96，比債息影響更早(8月29日)更深。

同樣透過迴歸分析，就算年內美聯儲再加125點子或債息升穿4%，屆時美元指數的合理水平應是約100水平(比9月份普遍110或以上水平為低)，但可靠性卻只約50%，反映聯邦利率或債息直接影響美元指數走勢的力量不足，暗示美股仍對美元指數走勢非常敏感，但內在原因已與美國利率關係不大。

美股指數與美元指數之20天相關係數



資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

估值：下修將帶來另一次市場調整

第四季將公布第三季業績，相信未如理想的盈利表現已大部份在9月美股調整時計入。但當美聯儲9月會議中上調年內目標利率及向下修正經濟預測後，美股估值迫不得已再次被向下修訂相信是各分析員的共識，問題只是修訂幅度多寡而矣。

股票

每股盈利的修訂普遍在經濟數據公布之前大約6個月至1年出現，因此股價通常先行於實際經濟環境。參考彭博提供數據，未來12個月盈利預測增長仍是雙位數，與美聯儲及再下一個財年預測大相徑庭，未來可能出現低單位數甚至負值，指數隨之下滑亦屬正常。如長期增長率都被下調，計算上指數跌幅將更大。

過去30年3大指數平均市盈率分別為17.7(標普500)、23.7(納指)及28.7倍(羅素2000)，反映納指及羅素2000現股值相對便宜。而平均市賬率分別為3.1、4.6及2倍，只有羅素2000現水平低過平均值，餘下兩項指數估值仍然偏高。

價值投資亦受當時投資氣氛影響，料下修完成後才是較佳入市時機。

彭博綜合分析預測3大指數估值數據

估值指標	預測每股盈利增長率(%)		
	未來12個月預測	再下一個財年預測	長期增長率(%)
每股盈利(美元)			
標普500	14.38	4.30	11.07%
納指	16.78	7.25	25.44%
羅素2000	不適用	8.89	不適用
市盈率(倍數)	未來12個月預測	再下一個財年預測	
標普500	16.21	15.54	
納指	20.41	19.04	
羅素2000	18.94	17.4	
市賬率(倍數)	未來12個月預測	再下一個財年預測	
標普500	3.55	3.21	
納指	5.62	4.92	
羅素2000	1.61	1.45	

資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

綜合以上所有分析，美股首3季出現大跌，但透過不同極端環境分析後，預期第四季將出現技術性反彈，加上中期大選前夕美股普遍向好，配合看好資金入市，升幅將是吸引人的。但財金決策者堅持抉擇，基本層面不確定性持續轉差，及受制於債息與美元走勢，當盈利下修時，3大指數將迎來另一壓力。最終各指數走勢還看冰火交戰中彼此較勁。

投資者抉擇火中取栗還是隔岸觀火，須了解個人投資技巧及風險承受能力。



香港及內地股市展望 — 靜待黎明

市場基本面仍受內外夾擊，宜靜待熊轉牛轉捩點

第三季中港股市表現慘不忍睹，恒生指數、恒生科技指數、上證綜合指數及滬深300指數分別下挫21、29、11及15%，表現遠遜歐美及亞洲其他主要市場。歸根究底，期內港股和A股市場備受內外因素夾擊。外圍方面，美聯儲加息力度遠較預期激進，導致美國國債孳息率飆升，而人民幣匯價急轉直下下跌穿7算，在港上市的中資股份首當其衝。恒生指數幾乎複製2019年第三季及2020年上半年人民幣匯價跌破7.0水平的下跌行情。美國無風險利率抽升，亦加劇一眾概念性增長型股份的「殺估值」壓力。國內方面，新冠疫情此起彼伏，成都、深圳等重點城市先後大規模封控，窒礙經濟復甦之路，令各大券商下調中國全年經濟增長目標，企業盈利預測往下修訂也在所難免。期內恒生指數及滬深300指數的2022年每股盈利預測分別下調6.7及1.3%。此外，台海局勢烽煙四起，俄烏戰事醞釀升級，以及愈趨緊張的中美關係持續為中港市場增添陰霾。當整個大環境未見根本性轉變下，預料第四季初期港股和內地股市仍然荊棘滿途，惟黑夜盡頭必見曙光，以下幾項因素可能隨時成為股市由熊轉牛的轉捩點，中長線投資者可伺機部署，靜待黎明出現時賺取回報。



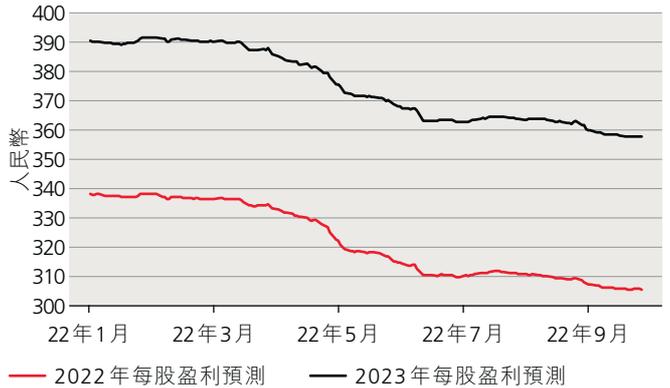
過去10年恒生指數及人民幣匯價走勢



年初至今恒生指數盈利預測趨勢



年初至今滬深300指數盈利預測趨勢



中央多管齊下穩增長，二十大後可望回暖

中港股市向來受內地政策主導，每當宏觀經濟數據出現嚴重滑坡，往往是中央政府大刀闊斧推出逆週期刺激政策之時，股市見底就不遠矣，甚至是觸發新一輪牛市的契機，可參考2011、2012、2015、2018及2020年的行情。

2007年至今恒生指數及中國製造業PMI指數走勢



股票

年初至今，內地經濟再度面臨重大挑戰，而穩增長措施自7月初以來加快落地，包括延續新能源車免徵購置稅期限、推出多項購車補貼及稅務減免、新增超過6,000億（人民幣、下同）政策性開發性金融工具投放額度力挺基建投資、促進平台經濟健康發展等。此外，中央亦多管齊下化解房地產市場風險，例如要求地方政府成立紓困基金保障樓房項目交付、放寬國企及優質民企境內發債限制，以及於多個城市鬆綁限購限貸等調控措施。貨幣政策方面，人民銀行明確表示要求金融機構增加對實體經濟的貸款投放，並引導實際融資利率穩中有降，8月份便將1和5年期貸款市場報價利率（LPR）下調5和15點子。以上措施於過去數月密集出台，相信可於第四季逐步傳導至實體經濟，企業盈利的下行壓力有望緩和。

當然，中共「二十大」召開在即，由於現時主理內地經濟環節的領導班子預計將卸任，而繼任人選不明朗，會議前國務院頒布經濟提振政策的力度料趨緩，市場反應暫會較冷淡。相信隨著新一任經濟班底揭曉，穩增長、托樓市的政策將加碼推出，關鍵時間點或會在12月舉行的中央經濟工作會議，中港股市或可漸入佳境。受惠國策的板塊如國潮品牌消費、汽車、新能源、電力設備、軍工及基建建築等，屆時可多加留意。更進一步的是，若然目前相對嚴格的防疫封控標準能稍作調整，甚至適時重新對全球開放，這對處於漫長黑夜的中港股市來說該是破曉之時。

香港與國際通關如火如荼，本地相關板塊續估值重估

港府9月下旬宣布取消入境人士酒店檢疫限制，改為實施「0+3」措施，另外訪港旅客登機前可以快測代替核酸檢測要求，並取消未完成接種疫苗香港居民不能登機返港限制。以上措施於9月26日正式落實後，料可吸引商務活動、文娛活動及大型體育項目今季逐步回流香港，經濟活動有望重拾增長。對本地業務為主的銀行、保險、零售、餐飲、酒店、交通運輸、地產租務等行業來說，可謂久旱逢甘露，中線存在業績復甦及估值重估的空間。然而，環顧亞洲主要經濟體如日本、新加坡等接近完全通關，香港現階段防疫政策的調整仍然保守，例如3天「黃碼」到店堂食限制，對休閒為主的旅客仍然吸引力欠奉，故港府何時放寬至「0+0」、取消限聚令、恢復餐廳酒吧通宵營業等，是另一關鍵。

此外，由於國內依然維持「動態清零」防疫方針，香港要與內地完全通關似乎不是朝夕之事，且觀望內地「二十大」後的政策變化。始終疫情前內地遊客佔訪港總旅客的比例超過75%，對香港零售、酒店行業的貢獻更是舉足輕重，假如有關當局釋出放寬通關意向，屆時就是本地消費、收租、航空和酒店板塊的真正復甦之時。

估值已跌至歷史窪地，靜待向上重估催化劑

以估值角度分析，恒生指數及滬深300指數目前的2022年預測市盈率分別為9.5及12.5倍，較過去15年平均估值折讓22及12%，亦較過去數次熊市的低點相差無幾，現估值該已反映大部份上文提及的負面因素，以中長線價值驅動資產配置角度而言，港股吸引力正初步浮現。只要第四季沒爆發極端黑天鵝事件，相信港股和A股指數進一步下行的空間有限。當然，要令估值顯著向上重估，市場還需要更強烈的催化劑。例如1)中美審計協議順利執行；2)國內房地產提振政策加碼出台，大型財困房企能有序進行債務重組；3)中美緊張關係緩；4)美國通脹回落，美聯儲釋出息率將見頂訊號。

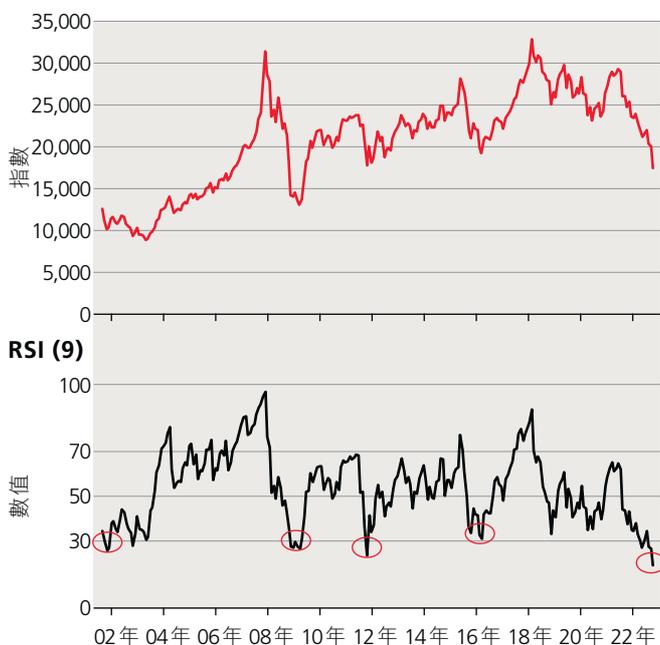
恒生指數及滬深300指數預測市盈率



資料來源：彭博，數據截至2022年9月27日

技術走勢分析，目前恒生指數日線、週線及月線圖之相對強弱指標(9期)(RSI)分別已跌至18、20及19水平，均屬嚴重超賣，過去20年恒指月線RSI更從未跌穿22水平，每次跌至30水平下方時均已屬熊市尾聲，後續反彈或轉勢回升的幅度相當驚人。今回港股會否複製過往行情絕處逢生，拭目以待。

過去 20 年恒生指數走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2022年9月27日

板塊分析：必需品消費 — 食品飲料

今年初俄烏戰事爆發導致環球大宗商品價格飆升，國內食品飲料行業首當其衝，上半年各細分領域(如乳品、方便麵、樽裝飲品、啤酒等)龍頭品牌之毛利率幾乎全線收縮。然而，隨著主要原材料和包裝品(例如棕櫚油、小麥、白糖、原鋁、PET粒子等)的期貨價格已從上半年高位大幅下調，加上享有早前產品加價的優勢，意味企業毛利率可拾級回穩。再者，國內居民對日常飲食的要求正不斷提升，尤其注重產品品質和保健，正好造就龍頭食品企業加速邁向高端化，以提升盈利能力。

即使內地防疫政策短期內未有大幅鬆綁空間，但隨著檢測技術越趨成熟，以及與穩增長目標拿捏平衡之下，後續的封控範圍、時間可望作進一步調整，對消費面的邊際影響料大不如前。一般來說，食品飲料的消費需求在經濟不景時展現出較強韌性，全國首8個月社會消費品零售總額同比增長0.5%，惟糧油食品、飲料這兩類的銷售額卻上漲9.2和7.2%，因此這個板塊某程度上是市場資金於經濟下行週期下的避風港。整體我們較看好乳品、啤酒、飲品和方便麵的龍頭品牌企業。

4月至今食品飲料主要原材料價格變化



資料來源：彭博，數據截至2022年9月27日

板塊分析：中資電訊

根據內地工信部數據，今年首8個月3家基礎電信企業移動數據業務收入4,390億元，同比增長0.5%，明顯較過去數年減速。無可否認的是，經過近4年的快速冒起，國內目前的5G滲透率已上升至58%，行業雖未算得上是完全飽和，惟移動業務高增長的時代已經告一段落。同時，國內近年提倡數碼經濟基礎設施升級，今年初國務院印發《十四五數字經濟發展規劃》，文件明確要加快企業數碼化進程，並須加強建設信息網路基礎設施，中資電訊板塊順理成章地成為政策下的受益者。綜觀上市企業年報，內地電訊龍頭企業最近兩年的收入增長引擎已轉移至面向企業客戶的產業互聯網新業務，例如雲計算、大數據、互聯網數據中心及物聯網業務，預期未來數年的增長空間依然龐大。

此外，中資電訊股成為今年熊市之中的逆市奇葩，三大龍頭股錄得0至21%的收益，除了業務穩定並相對免疫於環球加息及地緣政治事件之外，企業管理層承諾增加派息比率和股份回購亦是一大催化劑。以9月27日股價計算，三大龍頭電訊股的股息率高達8.4至12%，較不少傳統公用股還高，屬波動市中的避險首選。



板塊分析：非必需消費 — 汽車

今年4至5月國內長三角地區多個城市因疫情爆發而嚴格封控，導致汽車行業於產銷兩端均出現懸崖式下滑。隨著上海於6月解封，供應鏈和整車生產線全面恢復，同時中央接二連三推出利好政策，包括針對價格低於30萬人民幣的低排量乘用車實施購置稅減半徵收、增加主要城市汽車發牌數量、鼓勵地方政府推出置換新能源車補貼等，促進汽車消費之效果立竿見影。根據乘聯會數據，今年6、7和8月份全國乘用車銷量同比增長23、20和29%，成功扭轉4月和5月的-36和-17%。

今年國內新能源車市場尤其熾熱，根據乘聯會數據，1至7月全國新能源乘用車零售銷量同比增長120%，截至7月底，新能源車的市場滲透率提升至26.7%（去年同期：14.8%），提前實現中央訂下2025年滲透率升至25%之目標。事實上，市場一直看好新能源車行業的基本邏輯依然未變，例如國策扶持、油價高企、產能持續釋放等，長線來說此產業價值仍有高度的釋放空間。

然而，對於一些正在醞釀的風險因素卻不可掉以輕心，其中之一是產業內部競爭不斷加劇。由於內地新能源造車行業的准入門檻並不高，特別是15萬元以下的中低端車型，車企不容易建立強大經濟護城河，後起之秀往往能靠著「燒錢式」投資去搶奪市場份額，上市車企銷量和定價正面臨嚴峻考驗。我們對汽車板塊之看法屬謹慎樂觀，惟致勝關鍵在於選股，可重點配置符合以下四大元素的車企：1) 高端車型（35萬元以上）銷售佔比較高；2) 新產品訂單理想及產能爬坡快；3) 新能源車市場份額持續增長；4) 維持正數經營現金流。

中國及亞洲股市展望

概述

- 市場繼續在通脹高企和經濟衰退憂慮之間拉鋸，短期缺乏刺激
- 「增長型」股份於利率趨穩時，可受惠於資產配置而反彈
- 受惠商品價格高企，看好澳洲和印尼商品出口行業
- 對中國內地整體維持審慎，但受惠結構性增長的企業值得留意

市場資金充裕，提早為利率趨穩時部署

環球市場在通脹高企和經濟衰退兩大憂慮牽引下持續波動，直至明朗化之前，東亞聯豐對股票持「中性」態度。雖然市場短期缺乏利好因素，對前景感悲觀，事實上投資者資金充裕，靜待機會。年初至今，市場調整的幅度，很大程度已經反映疲弱的宏觀經濟和地緣政治的負面因素。因此，我們相信當通脹和美國債息穩定下來。環球經濟和公司盈利較為清晰時，市場情緒和估值有機會得到大幅改善，資金將回流入市。

防禦性高，具長期結構性增長能力或受惠高商品價格的板塊有優勢

面對經濟放緩，防禦性高的股份，能產生強勁現金流和盈利清晰度較高的行業都被看好，例如能源、必需品和電訊等。低碳經濟是各國長遠目標，加上市場對可再生能源、電動汽車鋰電池等領域需求殷切，是商家必爭之地。無論經濟前景如何，各國以至相關企業，都不會停止投資領域。與此同時，受惠價格高企和供應緊張，商品和原材料股可以作為對沖通脹的板塊。投資團隊預計，隨著息率走勢趨穩，債券收益率下降，對息率走勢敏感的「增長型」股份將由2021年底大幅跑輸「價值型」股份的不濟表現中反彈。而資訊科技股份業績可能已經見底，一旦利率穩定，板塊有望回升。

亞洲基本面對平穩，通脹壓力較溫和

鑑於商品價格從高位稍為回落、供應鏈改善加上經濟放緩令整體需求回軟，環球通脹增速稍微放緩。然而，通脹仍維持高水平，遠超大部分央行可接受的程度。美國聯儲局主席鮑威爾明言，儘管經濟可能出現衰退，但在通脹降至2%之前，不會放慢加息步伐。因此，美國經濟增長受阻只是時間和程度的問題。

不過在亞洲，各國面對的經濟狀況與挑戰則各有不同。美國聯儲局調高利率後，雖然一眾國家例如澳洲、馬來西亞、新加坡和南韓等跟隨，但通脹壓力較成熟市場溫和，經濟亦相對穩健。以南韓為例，該國是全球率先實現利率正常化的國家之一。

自從去年8月，南韓先後7次加息，最近一次在8月加息幅度已由7月份的50點子回落到25點子，規模漸趨正常化。南韓政府更表示，會以其他手段代替大幅度加息以控制通脹。另外，受惠煤炭和棕櫚油價格高企，印尼股債市場表現一直不俗，股市年初至今升幅已接近10%，該國第二季度經濟較上季度增長3.7%。印尼於過去一直沒有跟隨美國加息，但於8月亦不敵通脹壓力，息口向上調整25點子。煤炭價格高企也有利支持澳洲經濟持續增長，第一及第二季經濟數據均分別按年上升3.3和3.6%。

澳洲儲備銀行商品價格指數



(特別提款權 2020/21 平均=100，對數尺度)

資料來源：澳洲儲備銀行，數據截至2022年9月

至於中國，政府沒有為今年經濟增長定下具體目標，但中央希望透過貨幣政策，加上財政措施去支持受防疫政策窒礙的經濟活動。同時為穩定經濟以及支持人民幣匯價，9月初政府把外匯存款準備金由8%降低至6%，是今年第二次。不過中國房地產「爛尾樓」危機持續發酵，拖累中資銀行股和內房股，打擊市場信心及投資情緒。



股票

亞洲商品出口國受惠

東亞聯豐相信能源板塊可持續造好。儘管商品價格有所回落，但仍處於高位，有利印尼和澳洲商品出口國。

外圍大幅波動時，印尼市場相對平穩。經濟基調良好、貨幣穩定、製造業採購經理人指數持續擴張，加上受棕櫚油和煤炭價格上漲，貿易順差創歷史新高。印尼一直沒有跟隨外圍加息。直至7月份通脹按年升4.94%，央行於8月才加息25點子，相比其他國家，加息步伐溫和。受惠商品出口帶動，該國第二季經濟增長按年上升5.4%。棕櫚油和煤炭為印尼主要出口商品，兩者價格均受俄烏衝突而大幅攀升，有助商品出口商提升現金儲備。

高煤炭價格同時有助澳洲商品出口企業。澳洲紐卡斯爾煤炭期貨於今年3月份創新高，升至每噸440美元。縱使之後有所回落，價格仍高於每噸400美元。相比在過去十年，售價僅為每噸50至120美元。價格高企是由於俄烏戰事嚴重影響供應，需求持續旺盛。加上歐盟隨後禁止進口俄羅斯煤炭，迫使許多歐洲國家向遠在澳洲等地採購燃料。冬季來臨，加上俄羅斯無限期暫停通過北溪管道向歐洲輸出天然氣，歐洲將要改用煤炭作為燃料，因此對亞洲煤炭的需求可能會進一步飆升，市場緊張情況可預期延續至明年以後。

具結構性增長潛力的中國企業看高一線

中國經濟復甦步伐將取決於防疫政策，及促進經濟政策的落實速度。中央較早前在政治局會議表明，國家經濟增長目標將「保持在合理區間增長」，因此市場對重大刺激經濟措施出台的期望已經消退。加上，中美就台灣問題的緊張局勢等均窒礙投資者信心。另外，基於中美貨幣政策分歧繼續擴大，市場預計人民幣兌美元會持續疲弱。

中國「爛尾樓」項目從200個增加到7月底的300多個，業主集體停繳按揭貸款。鑑於政府傾向保護買家，讓銀行承擔損失，預計銀行將首當其衝。儘管有消息指國務院可能向私人地產商提供巨額財產保護基金，投資團隊仍然擔心出現連鎖效應，對中國房地產以及金融板塊抱審慎態度。

具結構性增長企業如可再生能源、工業自動化和國內消費等領域均提供投資機會。面對氣候變化，政策將繼續支持電動汽車相關行業和可再生能源發展。國際能源署預計，到2025年中國可能擁有全球95%的太陽能供應鏈，太陽能電池板的生產關鍵部件幾乎都依賴中國供應。另外，開發電動車電池成為必爭之地，而研發電動車電池的中國企業具領導地位，當中不乏為主要的國際電動汽車製造商提供產品。

**中國：電動車佔客車生產比例**

資料來源：Alpine Macro，數據截至2022年8月

我們也看好防守性高和有能力回購股份的企業。預期環球經濟陷入衰退，投資團隊特別看好具領導地位，有穩固資產負債表和現金流的公司。面對供應鏈挑戰、投資不足和政策變動，這些企業在這環境下仍然有實力捉緊商機。

供求失衡造就機遇有利香港航運業

東亞聯豐尋求於「增長型」股份和「週期性」股份之間的平衡，專注捕捉結構性的增長機遇。當中包括新能源板塊（例如電動車相關行業和太陽能板塊）以及非必需消費品板塊（如啤酒和運動服裝等）。投資團隊就環球市場對貨物 and 商品需求持續上升的趨勢，於週期性股份中，看好受惠於供求失衡的行業，如航運運輸。另外，在疫情期間，很多公司大量投放資源在科技保安等項目，但面對經濟下行風險，公司將放慢有關投資，因此對於科技資訊類股份，我們持審慎態度。

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。

灰犀牛

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



灰犀牛

上季標題是《五味雜陳》，意謂債券投資者在國際亂局、全球衰退迫在眉睫及央行互動的空間中嘗盡五味攻心，陰霾處處。預期整體債市悲觀情緒將會延續，美國利率政策受消費物價指數(CPI)數據主導，從歷史數據上今天美聯儲仍有加息空間，對美債不利。歐洲及美國衰退只是一步之遙，但在高通脹及貨幣考量上無可選擇地跟隨加息，勉強而為只會適得其反，債券違約風險甚囂塵上。日本無意加息，正「享受」等待數十年的通脹。亞洲債市的「性價比」較其他地區高，預測其表現將優於同儕。過去預測大致與今天結果相若。

本季標題是《灰犀牛》，金融市場中比喻為大機率且影響巨大的潛在危機。牠高調地遊蕩並吸引旁人目光，看似遲鈍但發難時卻無可抵禦。今天各投資者朗朗上口的負面因素：滯脹風險、地緣緊張及政策失誤等，無人不知但無法解決。步步進逼之勢將要壓毀整個債市：美債受制於不斷加息，非美元債券受外匯貶值打擊，新興債市更擔心違約風險。但是，數據上債息將在年底至明年初接近是次加息週期底部，歷史上債券指數普遍在加息週期尾段開始見底，亞洲債市在風暴中的韌性仍然吸引。所謂「柳暗花明又一村」，只要順應灰犀牛的節奏及習性，就算靠在身旁牠也可以是你的朋友。

債市回顧：逆境中的韌性

上季預期各央行執意加息對債市的壓力將蓋過俄烏戰事爆發後避險資金的支持，第三季整體債市悲觀情緒將會延續。結果與當時預期相若。根據彭博20項債券指數顯示，第三季及年內錄得下跌分別有17及18項(佔最少85%)，平均下跌4及14.7%。當中有3項錄得正回報，分別是亞太累計、中國累計及加拿大累計，而只有亞太累計及中國累計錄得年內及上季皆是正值，反映與過去兩季本季報預測相若(亞太債市分析，詳情請參閱過去兩季《債券》章節)。



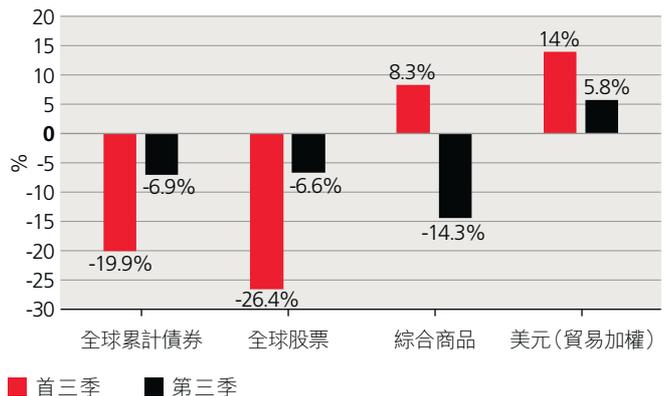
彭博各項債券指數表現

指數	第三季表現(%)	首三季表現(%)
全球通脹掛鈎	-10.0	-24.0
全球國債	-7.6	-22.1
全球累計	-6.9	-20.4
全球信貸	-6.6	-21.5
泛歐洲累計	-6.0	-18.2
美國MBS	-5.4	-14.0
美國企業	-5.1	-18.5
美國累計	-4.8	-14.6
歐元累計	-4.6	-16.7
美國政府/信貸	-4.6	-15.0
美國綜合	-4.5	-14.9
美國國債	-4.4	-12.9
新興美元累計	-4.1	-20.9
政府相關機構	-3.9	-12.7
全球高息	-2.7	-19.7
泛歐高息	-0.9	-15.1
美國高息企債	-0.7	-14.1
亞太累計	0.2	5.7
加拿大累計	0.4	-10.3
中國累計	1.6	4.9
平均	-4.0	-14.7

資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

全球各主要資產表現，債券第三季表現與股票相若(約負7%)，比綜合商品的跌幅少約一半(約負14%)；而債券首三季表現錄得負20%，正式跌入技術性熊市，跌幅比股票少(負26%)，但當然比綜合商品(正8.3%)及美元(貿易加權)(正14%)表現遜色。債券整體表現可算是中規中矩，但預期弱勢將在央行加息陰霾中持續。

各主要資產年內及第三季表現



資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

債券

除了回報，波幅走勢在環球經濟重重陰霾下對資金流向更顯重要。簡單而言，債券類波幅處於中游位置。除了變化最少的綜合商品類(少過5%)及最大的外匯(近正30%)，股票類走勢與債券類走勢相似，兩者波幅曾下降近20至30%，但幅度以股票較大。反映利率等因素如何大幅變更，波幅平穩的債券類在投資世界中仍有堅定的支持者。

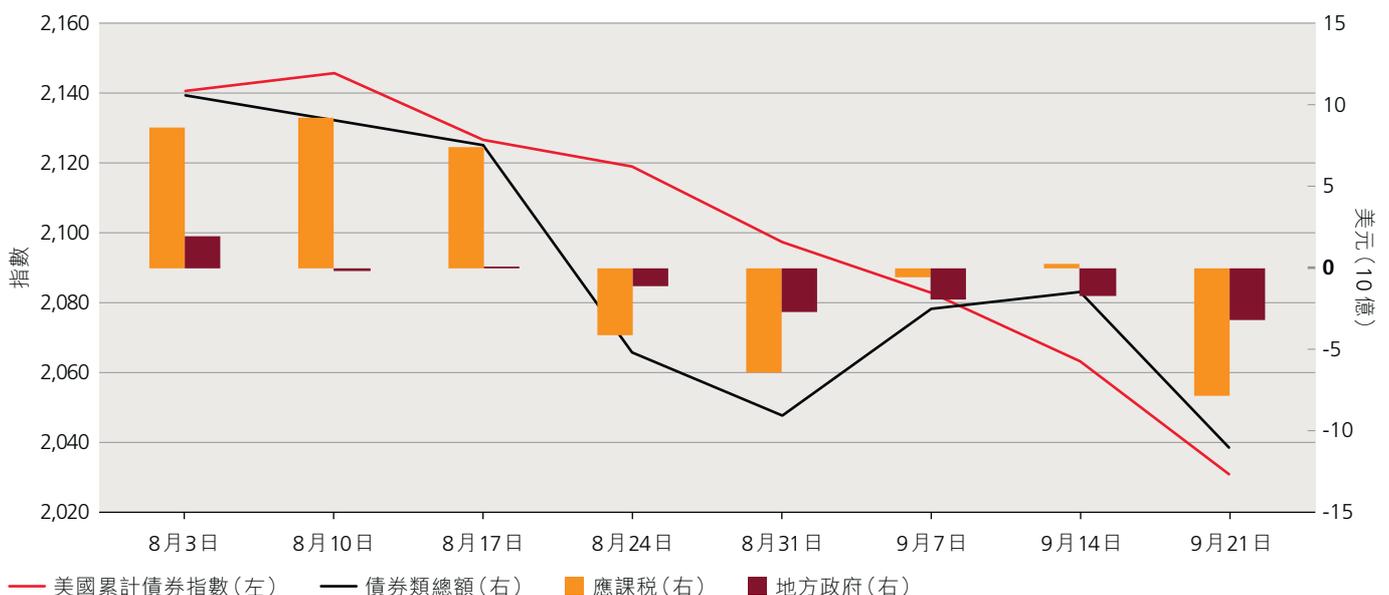
各主要資產第三季波幅指數變化



資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

最能反映支持者的忠誠是參考資金流向。美國投資公司協會提供美國註冊基金及ETF債券類資金由8月3日至9月21日

美元累計債券指數及美國註冊基金及ETF債券類資金流量



資料來源：彭博，美國投資公司協會，數據截至2022年9月30日

按週數據顯示¹，債券總流量走勢與彭博美國累計債券指數走勢相似，全期債券類流出量共20億(美元，下同)，但只佔總流出量(436億)約4.5%，比較最大佔比的股票類(約佔61%)更突顯其優勢。如剔除9月21日當週，期內其實出現約90億淨流入而非流出，但當美聯儲再次推升今明兩年聯邦目標利率後，9月21日當週便淨流出110億，反映債券投資者對利率變化非常敏感及行動非常敏捷。另再把債券類分拆為「應課稅類」(如企債)及「地方政府類」，全期分別錄得淨流入67億及淨流出87億，如此南轅北轍走勢反映今天投資者仍然認為違約風險仍偏低及考慮收益率為先(「應課稅類」違約風險較高而「地方政府類」收益率較低)，但當利率步伐穩定或加息尾聲時，預期此走勢將會逆轉。

利率走勢預測：達峰後高位徘徊

過去多次強調單單加息並非市場急挫的主因，而是過於倉卒而急進的決定，未給予市場消化及安排，最終造成擁擠地拋售後各資產價格急挫。

今天美聯儲操作屬歷年罕見

為增加利率政策透明度，美聯儲自2012年1月開始透過點陣圖公開議息結果。點陣圖每季度發布一次，顯示美聯儲利率制定機構(FOMC)中12名委員對未來3年及長期聯邦基金利率目標的投票結果，亦是個人或機構投資者賴以根據去調配資產組合，從而影響未來各資產價格。

¹ 見美國投資公司協會網站：https://www.ici.org/research/stats/combined_flows

上一次加息為2015年，抽取自2013年12月至2015年12月共9次點陣圖內容，結果如下：

公布日	2014年目標利率(點子)	變化(點子)	2015年目標利率(點子)	變化(點子)	2016年目標利率(點子)	變化(點子)
2013年12月	25	不適用	75	不適用	175	不適用
2014年3月	25	0	100	25	225	50
2014年6月	25	0	115	15	250	25
2014年9月	25	0	135	20	285	35
2014年12月	25	0	115	-20	250	-35
2015年3月	不適用	不適用	65	-50	185	-65
2015年6月	不適用	不適用	65	0	165	-20
2015年9月	不適用	不適用	35	-30	135	-30
2015年12月	不適用	不適用	35	0	135	0

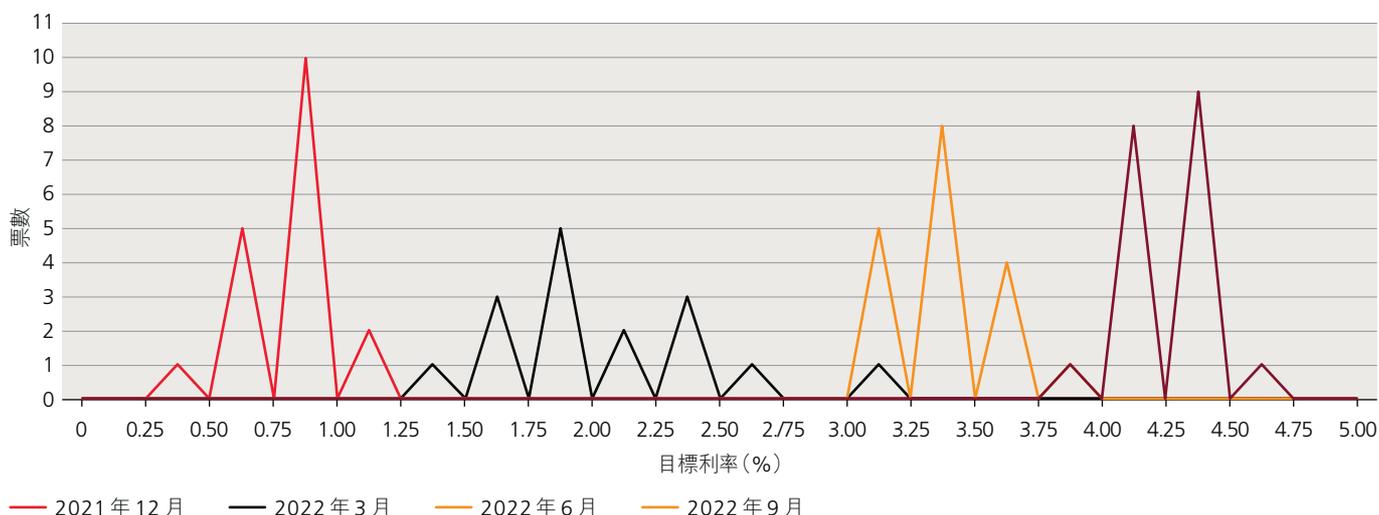
資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

數據顯示時任主席耶倫領導下，就算最終在2015年12月首次加息，委員會早在2013年開始討論並公開內容。週期內最終加息幅度為225點子（詳細數據請參考下文），與2014年中委員會內預測2016年目標相若。歷史反映當時美聯儲給予市場多達兩年時間準備，最終加息結果亦取信於民。

上次與是次加息週期距離7年，已換作鮑威爾為本屆主席。但他處理手法及與市場溝通方式卻與耶倫大相徑庭。去年12月各方市場參與者多次提醒通脹將至，但擁有較市場更多更精準經濟數據的美聯儲充耳不聞，支吾以對，並把今年目標利率定為0.875%。直到今年2月敲定並開啟他第二

個4年任期後，卻一反過去模稜兩可態度，在3月16日更新點陣圖時大幅上調目標利率至1.875%，單次升幅為100點子，是推出點陣圖後首次。其後6及9月更新分別再上調150及100點子。相比上次加息週期共9次數據中變化（絕對值）50點以上只出現3次，最大亦只有65點子，可見今天如何倉卒。連續3次超過100點子（合共350點子）的上調，試問金融投資者及實業經營者如何在不足1年內調配資金或部署？經濟急降、前景悲觀及資產價格急挫是無可避免的（其他美聯儲最新行動及預測分析，詳情請參閱《宏觀策略》章節）。

美聯儲委員在不同時期對今年目標利率投票結果



資料來源：彭博，數據截至2022年10月1日

債券

除了利率目標預期管理失准，利率變化幅度亦有別歷任。

美聯儲在今年6、7及9月議息會議後宣布各加息75點子，如此連續及大幅加息實在罕見。在1971年1月至今年9月期間，美聯儲有紀錄單次75點子或以上利率變化數據分析如下：

時段	加息時	減息時	合共次數	期內開會次數	佔比 (%)
1971至1987年	24	21	45	128	35.2
1988至2004年	2	2	4	128	3.1
2005至2022年	3	5	8	134	6.0
總數	29	28	57	406	14.0

資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

- 符合條件者共有57次，佔已開會次數約14%，反映單次而大幅改變利率屬極端策略；
- 拆開加息及減息時數據，結果各佔約一半，反映並無偏袒加息或減息；
- 把全期均分為3個時段，顯示數據集中在1987年前，佔期內開會次數約35%。當時加息次數(24次)佔總數(29次)約83%，反映大幅加息近代已不復出現，亦可見今天如何急進。

按連續性而言，除了今年，同期符合連續(3次或以上)同時大幅變化(75點子或以上)案例只有6次，分佈在1974至1985年，自此未曾出現。再其中抽出加息案例，更只有2次(1974及1980年)，可見今天如何急進。當時是石油危機及高通脹時代，與今天基調不謀而合(70至80年代案例分析，詳情請參考下文)。

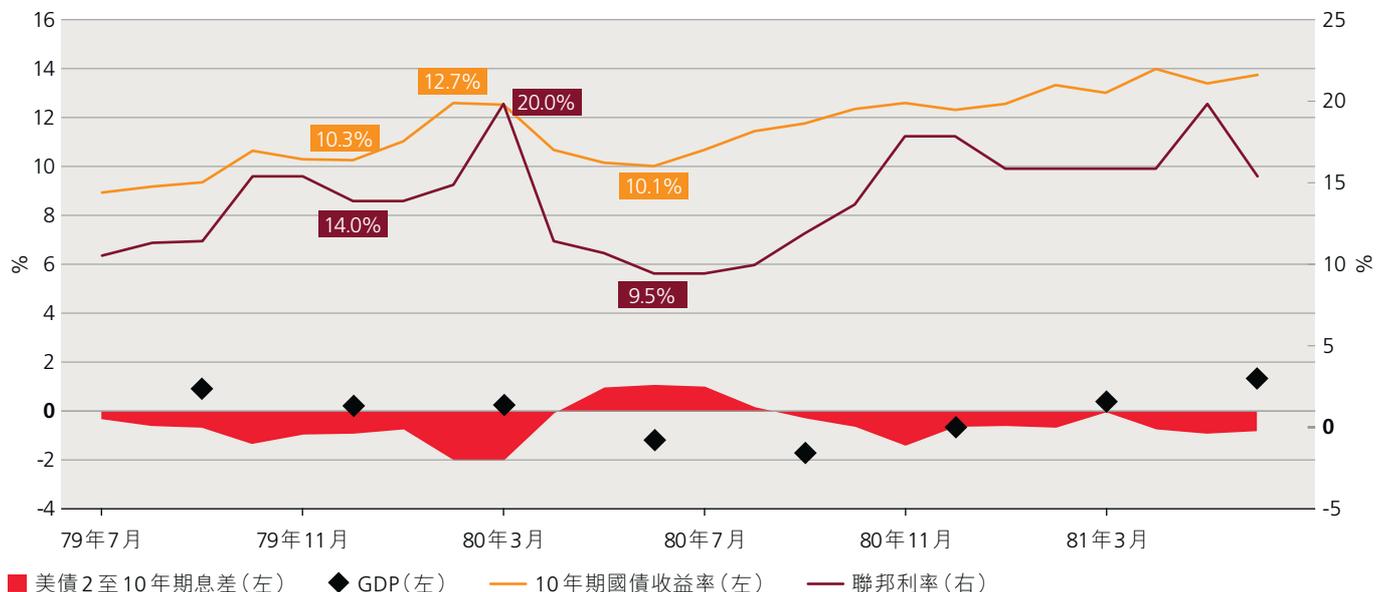
以史為鑑：沃爾克時代

上文分析，今天全球面對的困境與70至80年代案例相若，鮑威爾的「非常手段」也酷似時任主席沃爾克「大刀闊斧」政策。

當時受中東局勢影響，能源價格急升刺激美國通脹不斷攀升。沃爾克在1979年8月接掌美聯儲主席一職後，隨即在當年10月大幅加息400點子，更在翌年3月加息500點子，聯邦利率由14%一直推至20%。之後不消3個月，國內生產總值(GDP)便由1.4%直接跌至負0.8%衰退區域，通脹亦由高峰13.6%開始逆轉。

看似成功逆轉通脹，背後經濟卻付出沉重代價。有見經濟驟降過急，沃爾克緊急煞停加息步伐，並在利率達峰至20%後一口氣減息850點子，單月內一次過回吐差不多所有加息幅度。如此倉卒而大幅逆轉利率政策，當然不能挽救經濟衰退。及後沃爾克再減息至9.5%，GDP在負1.6%後喘定。注意當時核心CPI都只是由高峰13.6%輕微下降至12.2%，成功逆轉但非大幅修正，事後學術上質疑以大幅加息遏抑通脹成效，甚至認為通脹下跌是中東局勢緩和而非貨幣政策功勞。

美國國債收益率與息差、聯邦利率及GDP



資料來源：彭博，數據截至2022年10月4日

今天市場普遍認為鮑威爾學習沃爾克操作。參考沃爾克執政時，相比聯邦利率，10年期債息沒有明顯變化，而2年與10年期息差除了在衰退期間出現短暫正值外，息差長期負值（即曲線倒掛），收益率走勢實在與今天相似。因此，今天債券投資者普遍以此曲線形態作債券部署（例如存續期平衡債券策略）。

但核心問題是，猛烈加息以遏抑通脹成效存疑，付出的卻是不爭的經濟衰退。前車可鑑，為何美聯儲如此堅持加息？未來利率走勢將會如何？

利率走勢：量化預測

鑒於經濟基調及金融市場發展，2000年後出現的加息週期參考價值較高，詳細資料如下：

年份	2004	2015
開始月份	2004年6月	2015年12月
結束月份	2006年6月	2018年12月
總月數	25月	25月
利率起點(%)	1	0.25
利率終點(%)	5.25	2.5
幅度(%)	4.25	2.25
峰值平原期	15個月	7個月
峰值後首次減息月份(幅度)	2007年9月(50點子)	2019年7月(25點子)
首次減息後發生之極端事件(距離月數)	次按風暴(13個月)	新冠肺炎(8個月)

資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

2004及2015年時任主席分別為格林斯潘及耶倫，兩次加息週期皆花了25個月。截至10月5日，利率期貨市場預測是次週期將維持至明年5月，以今年3月首次加息計算，即約14個月便結束，比過去兩次少近一半。

加息幅度而言，今年已加息3%，超越了2015年2.25%。9月份點陣圖預測是次加息峰值將在4.6%，即全期加息4.35%，與2004年相若。截至9月30日，美聯儲已加息3%，套在2004年速度，按比例應用17個月，但是次只用了6個月，約三分之一時間。

美國聯邦利率、核心CPI及GDP



資料來源：彭博，數據截至2022年10月1日

多次強調太過急進對經濟打擊將以倍數計算（乘數效應），預期GDP下跌速度將比早前案例更快。參考2004年數據，當美聯儲啟動加息時，GDP便在2004年3月高峰4.4%開始下跌。雖然加息持續至2006年6月停止，但GDP跌勢持續。直到2008年12月出現負值。雖然停止加息後超過兩年才出現衰退，但是次加息速度是2004年的三分之一，預期美國衰退將比過去更快出現。

可是，經濟衰退不代表加息停止。是次美聯儲多次強調目標為CPI非GDP，須要透過放棄經濟增長以達到通脹降至2%。參考以上兩次案例，停止加息後CPI便拾級而下，由當時CPI不足3%下降至約1%。但今天CPI超過8%，同樣加息幅度相信難以大幅遏制CPI，不能忽視是次全期加息將超過4.25%，而且過去兩次停止加息後，利率將高位徘徊7至15個月，即就算明年5月停止加息，在CPI及歷史操作而言，立即加息變減息的機會不大。

綜合分析，預測是次週期將最少維持至明年第一季，而且延後機會偏高。總幅度將比過去兩次更高，超過9月份目標4.6%的機會仍在。除了爆發雷達以外的極端事件，就算明年停止加息，利率亦將在一段時間內高位橫行，而非立即減息。引述東亞銀行經濟研究部預測，11及12月將再加息75及50點子，明年2及3月各加息25點子，今年年底聯邦基金利率目標區間分別為4.25至4.50%及4.75至5.00%，比美聯儲明年目標高出25至50點子（其他經濟預測，詳情請參閱《宏觀經濟》章節）。

債券

利率走勢：質化預測

歷史上不惜一切地收緊流動性，其延後影響才是最致命的風險。

參考2004年案例，雖然2006年6月停止加息，但2007年8月美國開始出現大規模次按違約，按揭抵押證券價格大幅波動，陰霾迅速蔓延全球。雖然美聯儲在當年9月果斷減息50點子，但當時充斥大規模場外結構產品炒作。及後在2008年1月再大幅減息125點子，但為時已晚，未能扭轉劣勢。直到2008年9月，投資銀行倒閉觸發全球金融災難。

今天美國房市及按揭市場的防守力遠較2008年改善，但倉卒、急進及缺乏市場共識地加息將令房市受壓，推升社會成本及打擊投資氛圍，但不幸地以上都是今天美聯儲賴以打擊通脹的目標。

近年債券場外市場發展出不同明目的變種「債券」，當中條款及價格未曾受市場洗禮，影響幅度及覆蓋範圍仍是疑問。不斷加息對債價造成壓力，尤其附加不同條款的債券。歷史上巧立名目的投資產品叢生，影響的不但是個人投資者，金融機構倒閉將對全球經濟造成無法挽回的衝擊。

今天地緣政局波瀾，領導層無意紓緩緊張局勢。美國財金官員彷彿視若無睹，加息外再執行較上次快約1倍規模的縮表，其他央行(尤其歐洲)更執意在風眼中收緊流動性，流動性收緊令風險迅速蔓延及發酵。預期溢出加上乘數風險並非美聯儲一夫當關能夠解決(詳情請參閱《宏觀策略》章節)。

歷年繁多的例子反映在多重因素互動下執意收緊流動性，後果堪虞。更何況加息對今天問題核心(俄烏戰事)並無直接關係，為何美聯儲如此鏗而不捨地加息？以下是背後有可能的質化分析：

- 各央行實施多年多次貨幣寬鬆政策後，美聯儲的資產規模已升至近9萬億。此水平不但影響美元在國際上可靠性，長遠亦不利政府財政，「縮表」勢在必行。但代價是缺乏流動性將拖慢經濟增長，不利已千瘡百孔的美國經濟。唯有比其他央行更進取地加息，透過利差強化美元，吸引海外資金兌換美元並回歸美國，填補縮表帶來的流動性缺口；
- 美元強勢變相降低入口價格，有利抵銷本土物價上升或實質可支配支出降幅，尤其中低端消費或基本消費品多以入口為主，透過消費支撐下墜的美國經濟。同時，此舉變相輸出通脹到其他國家，減輕美國在國際貿易上負擔；

- 俄烏戰事後，石油盧布甚至石油人民幣正打擊美元霸主地位，「去美元化」氣焰席捲全球。以無可抵抗方式加息，強美元令資本在非美元環境下無處可逃，連傳統避險資產，如日圓、瑞士法郎及黃金一次過被打跨，別無他選下把「去美元」念頭摧毀於萌芽時；
- 戰事後國際性貿易制裁有利改善美國貿易逆差，甚至透過外交手段迫使海外及本地企業不計成本地在美國設廠(否則被制裁)，在國際經濟脫鈎大局中間接支持強美元及美元回籠策略。

在宏觀局勢及權衡利弊後，主席鮑威爾領軍下美聯儲加息背後實在有必然性，其他代價已不足為道。

收益率走勢預測：蠕動式上升

皆因加息的必然性，高收益率將成未來債市新常態。在利率套戥機制下聯邦利率上升將引領美國國債收益率上升，尤其較短年期債息。市場普通以2年期債息為代表，把過去50年按月債息及聯邦利率數據，透過迴歸分析顯示它們相關性高達正向97%。同樣方式套用在10年期債息，結果是相關性正向91%，反映預測可信性十分高。

參考點陣圖公布今明兩年聯邦利率目標為4.4及4.6%，利用迴歸分析中線性關係模型預測2及10年期債息的合理水平如下：

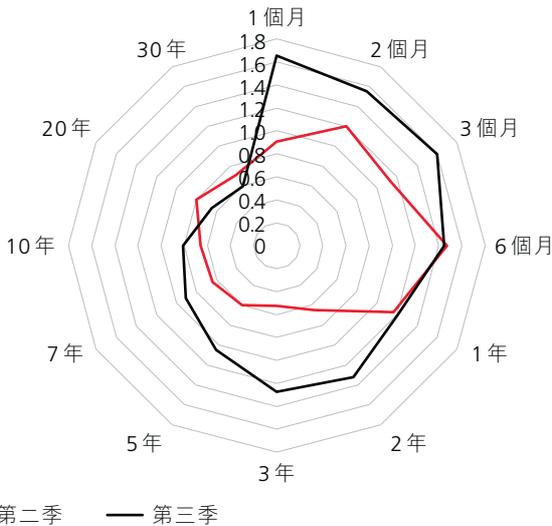
債息	2年期	10年期
與聯邦利率相關性	正向97%	正向91%
合理水平：今年(%)	4.7	5.6
合理水平：明年(%)	4.9	5.8
截至9月30日數據	4.3	3.8

資料來源：彭博，數據截至2022年10月4日

結果吻合債券在加息週期末段才會觸底的分析(詳情請參閱第一季《債券》章節)，亦暗示年內債息仍有上升空間，對整體債市未言樂觀。結果亦反映了另一現象，10年期債息明顯偏低，而且長短利率倒掛現象預期持續。主要原因是上文分析美元強勢有利美國經濟，加上地緣緊張刺激避險情緒，迫使投資者(尤其機構型)唯有持有美元。除現金狀態外，大多會投入無違約風險的美國國債市場，甚至透過金融技巧及工具(例如利率掉對或套戥)把利率風險轉移或提升回報。因此市場對美債或高評級債券需求殷切，間接扭曲債息走勢，情況亦與上文描述「沃爾克時代」相似。

預期第四季將維持現況，聯邦利率牽引2及10年期債息向上，但同時美債需求遏抑其升勢，走勢料如第三季般反覆向上而非一步到位格局，而且其他非主流年期收益率亦隨之揣進。

美國國債收益率第二及三季變化 (%)



資料來源：彭博，數據截至2022年10月1日

非美元債券市場：風雨飄搖

預期非美元債市將繼續面對拋售壓力，主要因為：

- 偏高的匯兌風險令貨幣對沖成本急升，不利持有非美元債券；
- 非美央行為防禦本幣貶值，勉強加息將打擊本地經濟，更令本幣債券價格下跌；
- 部份機構投資者因抵押品（當地債券）價格下跌，被迫加保證金（Margin call）甚至被迫斬倉，情況嚴重除了影響投資銀行盈利，亦可能撼動金融市場穩定性。

新興市場更首當其衝，「競爭性升值」打擊脆弱經濟體，資金嚴重流失釀成當地政局不穩及金融危機（如斯里蘭卡）。就算成熟的歐洲及英國債市亦受貨幣政策混亂及地緣緊張衝擊，意大利及希臘10年期國債息率升至近5%，英國亦突破4%，反映兩地債市風險正在升溫。各央行執意收緊流動性後風險集中在非美元地區，稍有差池危害的不單是債市，而是全球性金融災難。

違約風險：集中美國以外地區

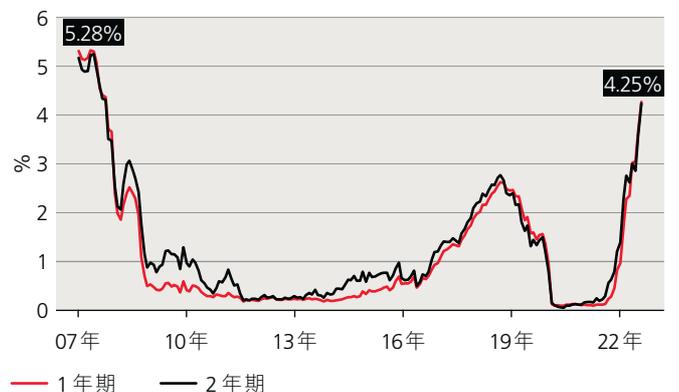
在《宏觀策略》及《股票》章節中分析今天投資環境是歷年排名尾二，比目前更差的是2008年次按危機引發的金融海嘯。

當時美國房價急挫，按揭抵押證券（MBS）價格下跌，賴作抵押品的投資戶口被追加保證金，部份觸發違約，銀行率先收緊流動性。另外，缺乏監管下各金融機構大量推出以MBS作抵押的結構產品，當走勢逆轉後違約風險增加，銀行再大幅收緊流動性，導致投資銀行及金融機構骨牌式倒閉。

當年央行主動加大流動性（即寬鬆貨幣政策）以填補私人市場缺口，並以減息紓緩債價跌勢。但目前最大分別是流動性收緊源於各央行本身（即緊縮貨幣政策），就算債券及抵押品下跌導致違約風險上升，逆轉政策卻有違國策，而且覆水難收。債券投資者唯有目送緊張狀態拉至斷裂邊緣，無助地等待各央行收回成命，否則將複製2008年的金融災難。這就是目前整體債市揮之不去的核心風險。

市場普遍參考擔保隔夜融資利率（SOFR）與隔夜指數掉期（OIS）息差反映金融（尤其銀行）流動性狀況，2007至08年1及2年期最高錄得5.36及5.28%。截止9月30日，兩者分別錄得4.29及4.25%，與高峰只相差1.07及1.03%。並且由2021年12月美聯儲開始預演緊縮計劃後急速反彈，反映流動性狀況持續惡化。加上以美聯儲縮表規模每月950億（美元，下同）計算，到2024年底時將從市場抽回約2.2萬億流動性²。雖然美聯儲堅決收緊流動性，但美元強勢吸收海外美元，抵銷部份美國本土違約風險。但美國以外地區卻在資金流出及勉強加息影響下，可預期未來當地債券違約風險債券將不能避免地攀升。

SOFT與OIS息差



資料來源：彭博，數據截至2022年10月1日

² 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20220504b.htm>

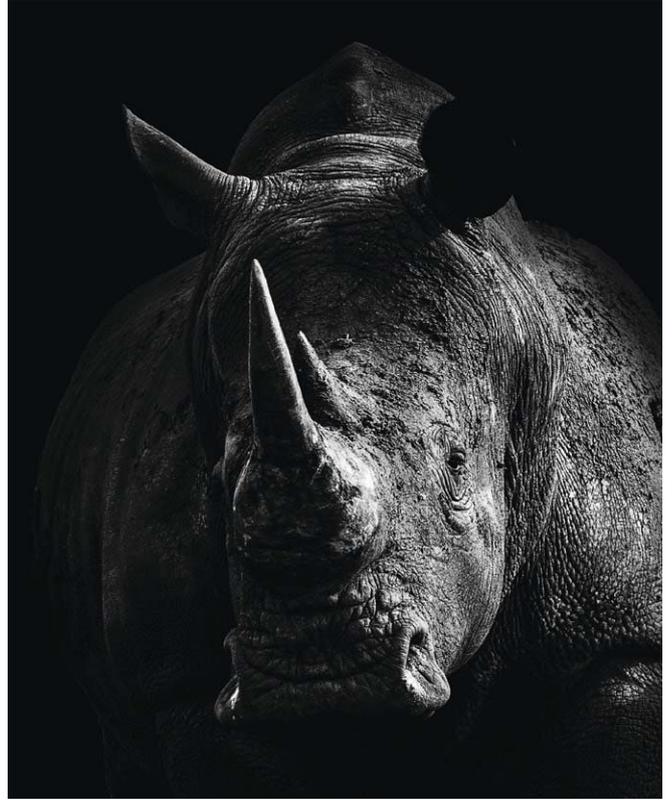
債券

信貸違約掉期(CDS)是市場上常用為持有投資組合作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。截至10月4日，主要分類中歐非中東地區所有類別正發出警號，不論3個月均值及其變化皆以雙位數點子或相對現值以10%以上遞增，反映區內違約風險正大規模擴散。亞洲(除日本)高評級類別現值雖然屬中游位置，但遞增速度偏高(20%以上)，反映該類別違約風險正在惡化。反觀美國現值及均值明顯低過其他地區，差距及變化值輕微升降反映當地債券違約未受美聯儲期內大幅加息(7及9月共加息150點子)影響。

各債券類別的信貸違約掉期利率(點子)數據

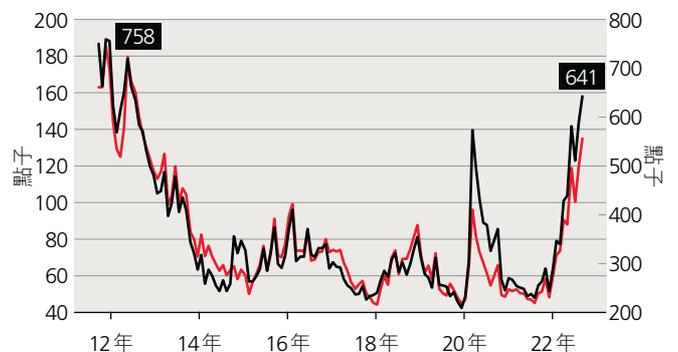
債券類別(點子)	現值	3個月均值	現值減均值差距	3個月均值變化
美國				
高評級	102.3	89.4	+12.9	+8.9
高息	97.0	99.7	-2.7	-2.1
地方政府有關機構	84.9	84.0	+0.9	+1.5
歐洲、中東和非洲(歐非中東)				
歐洲高評級	132.4	113.7	+18.7	+14.7
歐洲高息	638.3	562.4	+75.9	+55.1
首次金融	146.9	124.5	+22.4	+17.3
次級金融	269.9	231.4	+38.5	+22.9
亞洲				
日本	107.4	94.0	+13.4	-5.1
亞洲(除日本)高評級	184.7	152.5	+32.2	+31.6
澳洲	135.9	115.0	+20.9	-4.1
新興市場				
新興市場	90.9	90.8	+0.1	+0.8

資料來源：彭博，數據截至2022年10月4日



集中觀察歐洲地區CDS利率走勢，雖然未能提供2010年歐債危機時數據，但截至10月4日，歐洲高評級及高息債券CDS利率分別是135及641點子，比2012年時峰值185及758只差30及117點子。相信最快年底達峰，反映目前歐洲違約風險差不多媲美歐債危機水平。

歐洲CDS利率



— 歐洲高評級(左) — 歐洲高息(右)

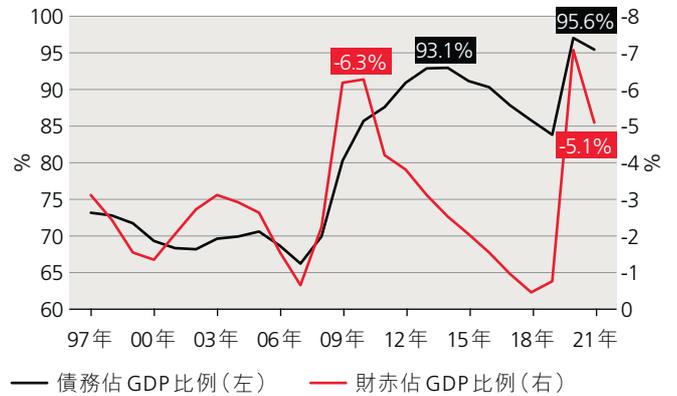
資料來源：彭博，數據截至2022年10月4日

今天最大風險應該在能源相關企業。芬蘭經濟部長 Mika Lintila 在歐盟常務會議中警告³，預計歐洲電力或能源公司正面臨達 1.5 萬億美元的追加保證金通知，瑞典、芬蘭政府正介入事件以避免出現類似「次按風暴」式違約事件，歐盟正考慮設立基金以避免能源衍生產品市場崩潰。

歐洲債市：債務危機 2.0？

除了個別違約風險，市場更擔憂國家級違約危機。預期歐洲最快在第四季跌入衰退，2010 年歐債危機陰影再次投射在投資者心中。經過超過 10 年光景，雖然歐洲金融界防禦性比過去強大，歐洲銀行業管理局在 6 月對大型銀行進行壓力測試，結果全部過關⁴，但俄烏戰事揭露了歐洲經濟的軟肋：基本資源（尤其能源）缺乏。多方制裁後歐洲國家唯有向非俄國家購入價格高昂的能源，加上過去兩年疫情打擊仍未回復，截至 2021 年數據，歐元區債務佔 GDP 比例（95.6%）已高過 2010 年水平（93.1%），反映債台高築情況較歐債危機時更差。雖然財赤佔 GDP 比例（負 5.1%）仍低過 2010 年水平（負 6.3%），但捉襟見肘的財政狀況限制了政府出手改善經濟，預期今年數字將創新高。

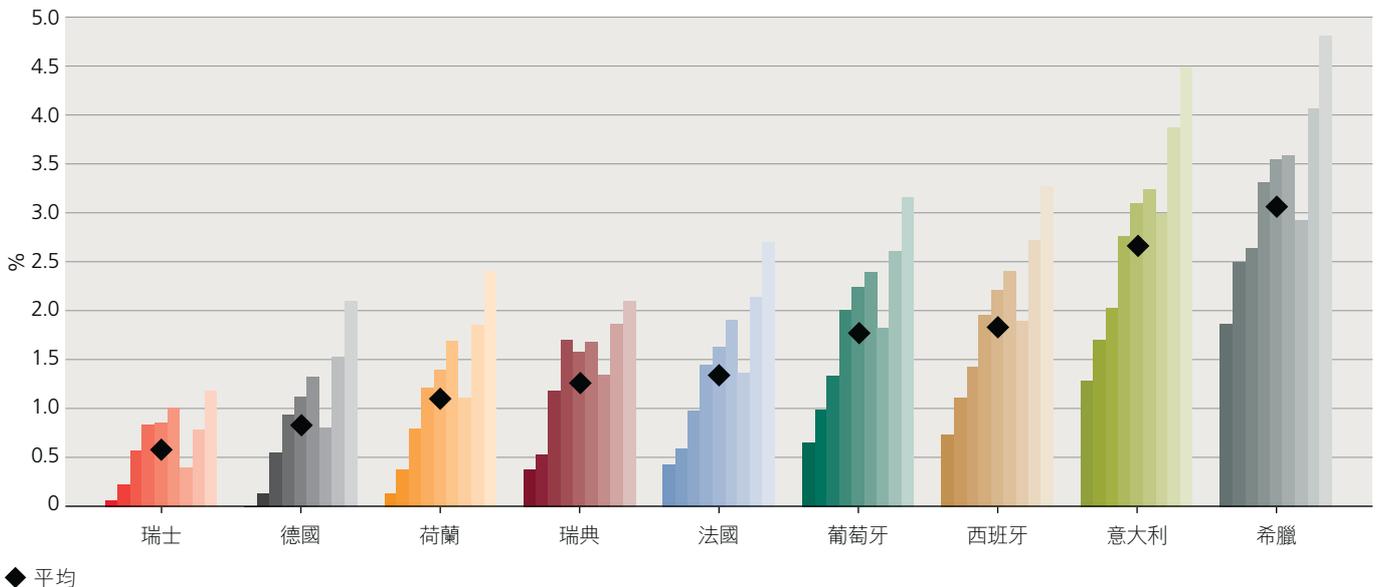
歐元區債務及財赤佔 GDP 比例



資料來源：彭博，數據截至 2022 年 10 月 4 日

其實國家違約的憂慮早已呈現。市場普遍以 10 年期國債收益率作為指標，2010 年時有所謂「7% 魔咒」：當 10 年期債息升至 7% 後便出現國債違約。當時希臘在 2012 年 9 月曾高見 32.6%，最終出現局部違約。其他風險偏高國家例如葡萄牙（最高 15.7%），意大利（最高 7.1%）及西班牙（最高 6.7%），被暱稱為「歐豬」(PIGS)。

歐元區主要國家 10 年期國債收益率 (由 2022 年 1 至 9 月)



資料來源：彭博，數據截至 2022 年 10 月 4 日

³ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/energy/sweden-offer-23-bln-liquidity-guarantees-energy-firms-2022-09-04/>

⁴ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/us/european-banks-ace-us-feds-stress-test-show-strong-capital-levels-2022-06-23/>

債券

今天較高風險國家仍是「歐豬」成員，尤其意大利及希臘債息由1月分別約1.2及1.3%，升至9月份約4.5及4.8%，是列國之冠，但水平較2010年時仍有距離。另一指標是個別國家與德國（經濟龍頭）息差，以反映區內相對風險程度。結果顯示除了意大利稍為接近當時平均值外，其他「歐豬」風險仍遠低於當時水平。

總結上述分析，今天歐洲個別企業（尤其能源相關）出現違約機會偏高，結果取決於能源價格及歐央行流動性支援（例如）。但認為歐洲再次爆發國債違約便有點言過其實，但考慮衰退及各央行同時加息的乘數及溢出效應並未完全浮現，防範於未然實在未嘗不可。

2010年及今天各國與德國息差數據

國家	意大利	希臘	西班牙	葡萄牙
2010至2013年： 平均值(%)	2.7	13.0	2.9	5.9
2010至2013年： 最高值(%)	5.2	30.8	5.5	13.9
截至2022年9月 30日(%)	2.4	2.7	1.2	1.1

資料來源：彭博，數據截至2022年10月4日

亞洲債市：疲態畢露

過去預測亞太國家在地緣中立及資源豐富的條件下通脹普遍較成熟市場低，加息壓力不大。區內債券表現將優於同儕。至今結果與預測相若。

彭博各類亞太累計債券指數及亞元指數表現

(2021年12月31日為基點)



資料來源：彭博，數據截至2022年10月4日

年內彭博亞太累計指數(日圓結算)表現出韌性，在云云跌市中仍維持正回報(3.74%)。但美元獨大，投資非美元債券中外匯風險影響非常大，亞洲債市亦不能幸免。比較日圓與美元結算指數表現相差約21%，正好與日圓年內跌幅22%相若，因此能對沖外匯環境下才投資亞太債市較為合宜。如非日圓結算類別，可參考彭博亞洲貨幣指數(簡稱「亞元指數」)年內跌幅約10%，即非日圓結算的本幣亞洲債券表現將較日圓結算為佳。

除了外匯風險，債券組合中中國相關債券亦是影響最終表現因素。同樣以美元結算，亞太(除中國)累計指數表現較包括中國債券的原生指數低約4.5%，反映在多項不利消息影響下，中國債券表現更勝市場預期。畢竟在金融體量及債市發展速度，中國債券(尤其高評級債券)仍受機構投資者青睞。

進入第四季，亞太區債市風險預期將會上升，抑制回報外亦打擊需求(資金流入)，尤其當美國11及12月再加碼加息，進一步蠶蝕亞太債市優勢。

國債市場中一般以10年期較投資者歡迎，流通量亦是最大。因此，其收益率變化可反映當地債市吸引程度及潛在回報。過去一季全球大部份國債收益率都跟隨美息上升，只是幅度不一。抽取亞洲GDP最高首10個國家(簡稱「亞洲十國」)為代表，分析自身及與美息差距變化，結果顯示上季亞太收益率平均升幅(0.3%)仍較美國(0.81%)低，反映區內債市受利率變化影響較低。另外，印度、印尼、菲律賓及南韓收益率仍較美國高，反映其回報較美債吸引。除南韓外，其餘3國的變化亦較平均值低，反映印度、印尼及菲律賓債市將是亞太中首選。另外，上季只有印度及中國收益率出現下跌，反映兩地經濟加息壓力(甚至可能減息)不高，風險管理上對利率變化敏感度的存續期風險較低。

以上皆突顯亞太債市獨立性及韌性特質，但相對美債的優勢正在遞減。假設其他因素不變，與美債的收益率差距反映亞太債券在回報上的吸引力，但按季下跌了0.51%，以回報率計算幅度更下降了44%。結果顯示亞太債市吸引力仍在但正迅速下降。

亞洲十國 10 年期收益率變化及與美息差距變化 (%)						
亞洲十國	6 月 30 日	9 月 30 日	第三季變化	與美息差距 (6 月 30 日)	與美息差距 (9 月 30 日)	第三季差距變化
印度	7.45	7.39	-0.06	4.44	3.57	-0.87
印尼	7.18	7.32	0.14	4.17	3.50	-0.67
菲律賓	7.07	7.09	0.02	4.06	3.27	-0.79
馬來西亞	4.24	4.38	0.14	1.23	0.56	-0.67
南韓	3.64	4.11	0.47	0.63	0.29	-0.34
新加坡	2.95	3.45	0.50	-0.06	-0.37	-0.31
泰國	2.80	2.97	0.17	-0.21	-0.85	-0.64
中國	2.81	2.73	-0.08	-0.20	-1.09	-0.89
越南	3.37	5.02	1.65	0.36	1.20	0.84
日本	0.22	0.23	0.01	-2.79	-3.59	-0.80
平均	4.17	4.47	0.30	1.16	0.65	-0.51
美國	3.01	3.82	0.81			

資料來源：彭博，數據截至2022年9月30日

亞太區通脹上半年普遍較成熟市場低，加息壓力不大有利區內債市。但到了下半年，亞洲十國CPI升幅加快，尤其南亞地區升幅較大，尤其馬來西亞，當中南韓及泰國通脹亦有輕微回落。反觀G7國家，上半年CPI升勢開始放緩，尤其北美的美國及加拿大較明顯。兩組數據平均變化都是0.4%，過去亞太債市的優勢逐漸褪色。



第三季各國 CPI 變化 (%)			
亞洲十國	CPI (6 月)	CPI (最新)	變化
中國	2.5	2.5	0.0
日本	2.4	3.0	0.6
印度	7.0	7.0	0.0
南韓	6.0	5.6	-0.4
印尼	4.4	6.0	1.7
泰國	7.7	6.4	-1.3
菲律賓	6.1	6.9	0.8
新加坡	6.7	7.5	0.8
馬來西亞	3.4	4.7	1.3
越南	3.4	3.9	0.6
平均	4.9	5.4	0.4
G7 國家	CPI (6 月)	CPI (最新)	變化
美國	8.6	8.3	-0.3
加拿大	8.1	7.0	-1.1
英國	9.4	9.9	0.5
法國	5.8	5.6	-0.2
德國	7.6	10.0	2.4
意大利	8.0	8.9	0.9
日本	2.4	3.0	0.6
平均	7.1	7.5	0.4

資料來源：彭博，數據截至2022年10月4日

債券

通脹上升，加息次數亦隨之上升。亞洲十國及G7國家在5月前共加息4及10次，但6至9月走勢逆轉，期間兩地區分別加息14及12次，亞洲十國次數反勝G7國家，加息速度明顯加快，而且比5月前以倍數上升。幅度方面，亞洲十國5月前總升幅只有1%，但6至9月期間共加息5.75%，區內債市壓力可想而知。雖然幅度未及G7國家共8%，但上半年優勢殆盡。

亞太債券違約風險亦比前3季明顯上升。不論亞洲高評級或高息債券，本來6至9月期間走勢下跌，但在9月12日美聯儲一改其經濟預測至悲觀狀態後，兩項指標隨即持續上升，反映當地美元計價的對沖成本遞增，區內違約風險上升。回應上文，亞洲除日本CDS利率走勢相若，6月跌勢直到9月中逆轉向上，雖然未至1年高位，但預計只是時間問題。

綜合分析，預期第四季亞太債市仍然表現韌性，但比較成熟市場的優勢遞減。需求支持下急跌機會偏低，但違約風險有可能以「黑天鵝」式出現，遏抑後市走勢，上升空間不大。

年內各國加息次數及幅度變化

亞洲十國	次數(5月前)	次數(6至9月)	年內總計	幅度(5月前) (%)	幅度(6至9月) (%)	年內總計 (%)
中國	0	0	0	0	0	0
日本	0	0	0	0	0	0
印度	0	0	0	0	0	0
南韓	2	3	5	0.5	1.25	1.75
印尼	0	2	2	0	0.5	0.5
泰國	0	2	2	0	0.5	0.5
菲律賓	1	4	5	0.25	2	2.25
新加坡	0	0	0	0	0	0
馬來西亞	1	2	3	0.25	0.5	0.75
越南	0	1	1	0	1	1
總計	4	14	18	1	5.75	6.75
G7國家	次數(5月前)	次數(6至9月)	年內總計	幅度(5月前) (%)	幅度(6至9月) (%)	年內總計 (%)
美國	3	2	5	1.5	1.5	3
加拿大	3	2	5	1.25	1.75	3
英國	4	2	6	1	1	2
法國	0	2	2	0	1.25	1.25
德國	0	2	2	0	1.25	1.25
意大利	0	2	2	0	1.25	1.25
日本	0	0	0	0	0	0
總計	10	12	2	3.75	8	11.75

資料來源：彭博，數據截至2022年10月4日

中國及亞洲債市回顧與展望

概述

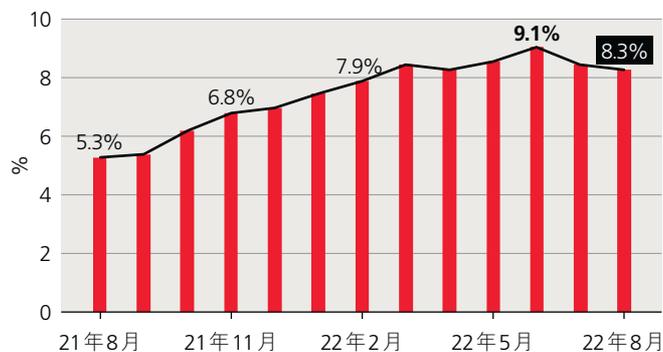
- 市場繼續在通脹高企和經濟衰退憂慮之間拉鋸，美債短期在區間上落
- 投資級別債券：看好具防守性和高質素的南韓債券，印尼石油和天然氣出口商債券
- 高收益債券：看好具長期結構性增長的印度可再生能源債；印尼房地產業債券
- 看淡中國房地產和澳門博彩業債券

加息壓抑通脹，增加衰退風險，美債短期在區間上落

美聯儲大幅加息壓抑通脹，成效暫未呈現，但投資者擔心加息會引致經濟嚴重衰退。兩項因素將繼續於市場角力，造成環球市況波動。東亞聯豐預計美債將維持在區間徘徊，對長存續期債券的看法稍為謹慎。美國8月非農就業人口新增31.5萬人，顯示美國勞動市場雖然回軟，但整體服務和就業市場數據依然理想，加上歐洲汽油價格高企，債券價格可能就美國加快加息步伐的預期作出調整。

商品價格如小麥、鐵礦石、銅及黃金，均從一年高位回落，供應鏈改善加上經濟放緩引至需求回軟，尤其來自中國的需求下降，令通脹增速減慢。但走勢仍然充滿變數。

美國1年消費者物價指數趨勢



資料來源：東亞聯豐、彭博，數據截至2022年8月

美國消費者物價指數(CPI)8月份按年上升8.3%，較7月份8.5%稍為放緩，但按月計算有所上升。撇除食品和原油價格，8月份通脹按月上升0.6%，高於市場平均預測0.3%。美聯儲較早前表明，儘管經濟可能出現衰退，但在通脹降至2%之前，都不會放慢加息步伐。

偏愛具防守性的高質亞洲債券

亞洲方面各國所面對的經濟狀況與挑戰各有不同。除了中國，大部分亞洲國家，包括新加坡、日本和南韓等，均放寬了對疫情的限制，有助刺激經濟活動。

雖然一眾亞洲國家包括澳洲、馬來西亞、新加坡和南韓等跟隨美國調高利率，但通脹壓力較成熟市場溫和，經濟亦相對穩健。以南韓為例，是全球率先實現利率正常化的國家之一，因此，相對外圍波動市況，其債市亦較為平穩。南韓政府9月初宣布為壓抑通脹，明年將縮減政府開支。

另外，印尼政府預測2022年通脹達6.6至6.8%，較8月份的4.69%為高。該國央行表示雖然利率會持續攀升，但力度將遠不及美國聯儲局。有序的加息步伐，還有煤炭和棕櫚油價格高企，有利印尼企業和債市平穩發展。

至於中國，為確保流動性支持經濟活動，人民銀行於8月中旬減息，人民幣兌美元和在岸債券收益率隨即回落。其後，為穩定匯價，央行9月初降低存款準備金。東亞聯豐預計，由於房地產不景氣解決需時、防疫政策繼續影響零售市道，以及中美貨幣政策分歧持續擴大，人民幣兌美元短期將持續偏軟，在岸人民幣債券收益率相信也會在低位徘徊。

而中國以外的亞洲區高息債券，當中有部分提供大約7至15%的收益率，具投資價值。

亞洲區高息債券收益率例子

到期收益率	印度高收益 (金融除外)	印尼高收益 工業	印尼高收益 房地產
2022年8月 22日	7至15%	7至16%	8至10%

資料來源：東亞聯豐、彭博，截至2022年8月22日

債券

地區分析

南韓 — 新發行投資級別金融債券估值吸引、質素高，投資潛力較優

南韓早於去年8月開始加息，雖然加息步伐並未停止，但加幅漸趨正常化。同時，南韓政府宣布提供信貸計劃，向陷入困境的金融公司提供擔保，避免發生違約事件而導致更大的經濟損失。此舉有助穩定投資者對韓國債市的信心。因此，從防守性高和利差角度分析，東亞聯豐認為現時韓國投資級別債券吸引，尤其是短期債券。當中投資團隊特別看好可提供高溢價，吸引估值的新發行、A級別或以上的短期金融債券類別。剛過去的夏季，新債券發行量有所放緩，但預計9月份新發行銀行債券可回升，溢價將繼續具吸引力。

印度 — 看好可再生能源高收益債券，基本面穩固和受到政策支持

印度央行在8月再次加息50點子。通脹正慢慢回落，而經濟動力仍然強勁。其中印度可再生能源的高收益債券受各項政策支持，基本面穩固，具長期經營專利和固定價格優勢，值得關注。

近日，總理莫迪敦促各州政府向電力公司償還欠款，有助逐步減少拖欠發電商等130億美元的款項。根據當地已定下2030年目標，屆時當地一半的用電量會以潔淨能源生產，同時亦會提升可再生能源產能，總生產量將由2021年的151千兆瓦大幅提升至500千兆瓦。我們預計再生能源公司可從多種渠道以合理借貸成本進行融資，推行再融資和新項目。

中國 — 發展商陷困境，看淡中國房地產和銀行債券

中國經濟復蘇步伐取決於防疫政策，及施行促進經濟政策的落實速度。由於行業的監管風險，加上房地產疲弱，對於中國投資級別和高收益債券，投資團隊仍然審慎。但當中個別行業包括資產管理公司和科技企業等，由於估值已大幅下挫，於供應緊張的情況下，不排除出現技術性反彈。

中國爛尾樓7月底增加到300多個，出現買家集體停止償還貸款，加上房屋銷售疲軟，地產商流動資金緊拙，預計違約企業的數目將繼續上升。

鑑於政府傾向保護買家，讓銀行承擔損失，銀行業將首當其衝。我們相信雖然對四大國有銀行的影響可控，但對股份制銀行和農村銀行則影響甚深。儘管消息指國務院可能向私人發展商提供巨額財產保護基金，我們仍繼續對地產債券前景抱審慎態度。市場亦憂慮房地產問題會出現連鎖效應，拖累銀行業，因此，我們現時對銀行和資產管理公

司投資級別債券的投資加倍嚴格。但相信資產管理公司債券成為墮落天使的風險不高，價格或有機會修復。

印尼 — 偏好石油和天然氣投資級別半主權債券，房地產高收益債券基本面良好

印尼經濟基調穩健，貨幣政策穩定，製造業採購經理指數持續擴張，加上棕櫚油和煤炭價格上漲，貿易順差創歷史新高。

雖然印尼政府表示將繼續加息壓抑持續升溫的通脹，但力度會遠遜美國聯儲局。加上受惠商品價格持續高企，印尼債市於區內具吸引力，相信資金將繼續流入。其中半主權債券和高受益企業債券不乏投資潛力。儘管印尼進入加息周期，但貸款利率仍然偏低，為房地產需求提供支持。印尼首半年房屋銷售額佔企業指引的44至61%，有望實現全年目標。東亞聯豐預期未來合約銷售將保持強勁，購物中心客流量將繼續恢復，為地產商帶來充裕的資金流。整體而言，房地產高收益債券備受看好。

另外，印尼30年長期半主權債券估值吸引，尤其是長期石油和天然氣半主權投資級別債券。地緣政局緊張，全球煤炭需求被推高，而持續高企的價格，為商品出口商帶來充裕的現金流。再者，政府提供補貼，令企業基本面穩定，債券違約風險甚微。

澳門 — 高收益債券前景持續不明朗

自今年6月中旬疫情再度爆發，澳門博彩收入一蹶不振。鑑於邊境重開時間表不明朗，評級機構和市場均降低澳門博彩業今明兩年的復蘇速度預期。隨著賭場流動性漸趨緊拙，企業被下調評級的可能性日漸提高。儘管一些博彩運營商的母公司提供股東貸款以增強流動性，但行業的基本面仍然疲軟。投資團隊對澳門博彩高收益債券維持審慎。

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。