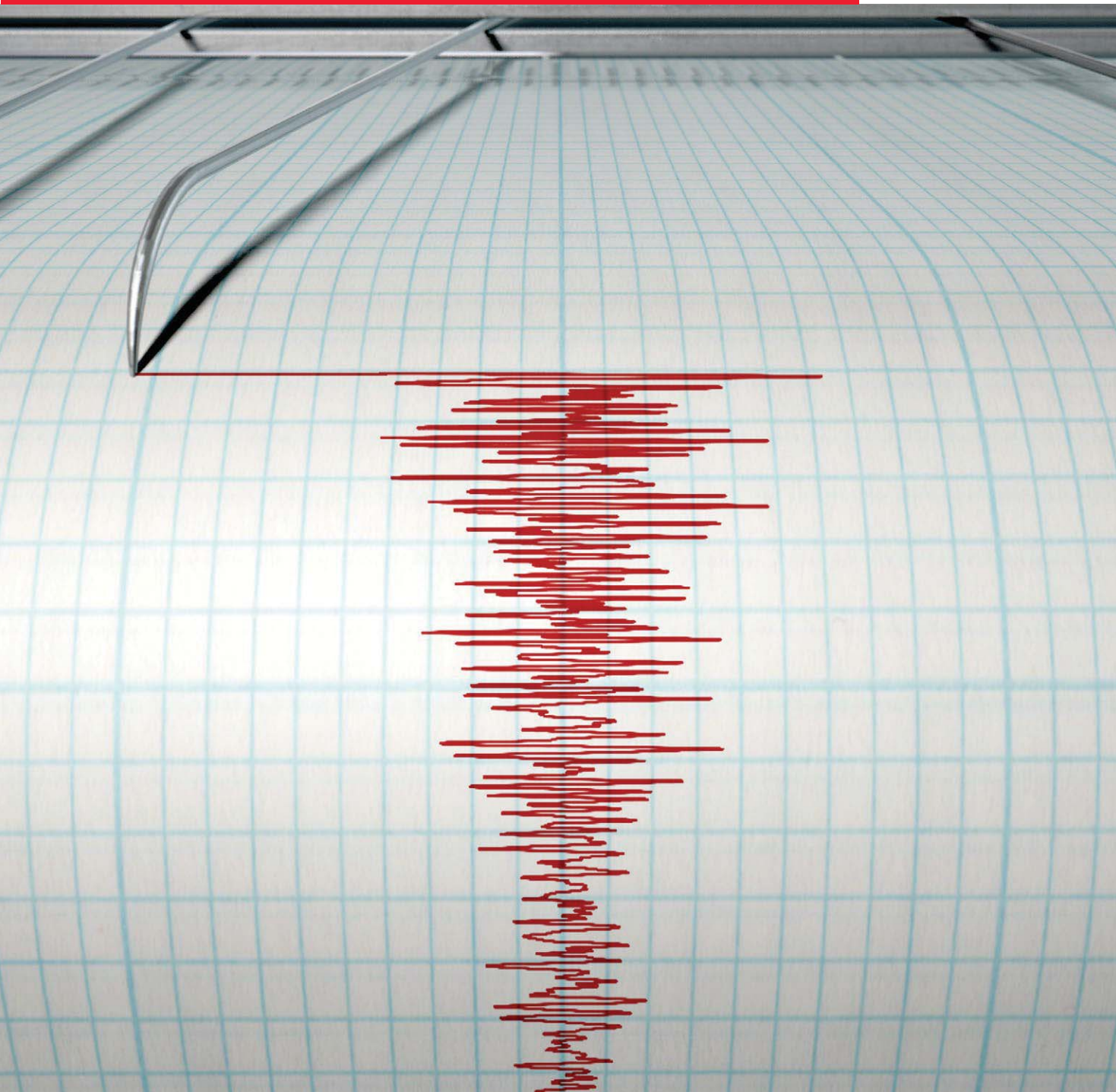


宏观经济

馀波未了

东亚银行经济研究部

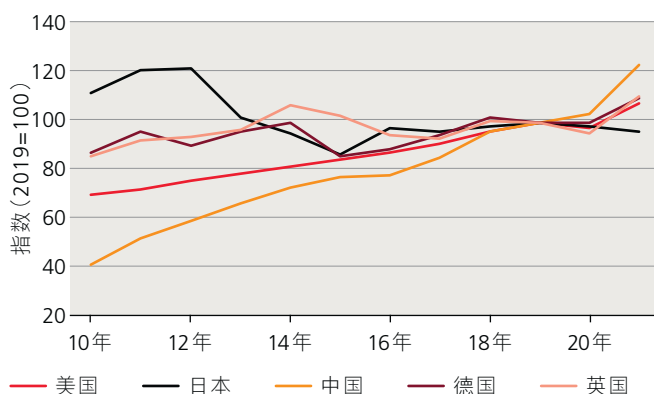


环球经济展望

通胀高企，主要发达经济体央行大幅加息

回顾2022年，全球经济出现显著变化。从年初经济受惠疫情过后重开，以及各地政府和央行推出宽松政策，拉动全球经济录得高于趋势的恢复性增长。可是，纵使主要经济体已逐渐重开，但疫情对经济、供应和运输等影响尚未过去，加上俄乌军事冲突加深经济前景不确定性，对能源和食品供应等构成打击，甚至引发欧洲能源危机，推动欧美等先进经济体的通胀升至数十年来新高，促使美联储、欧洲央行及英伦银行等先进经济体央行快速调整其货币政策，从原来认为通胀属暂时性无需急于加息，转变为以数十年来最快速度加息以遏抑通胀，引发新一轮金融和房地产市场的波动，严重抑压家庭和企业的财政状况，令全球经济前景转趋黯淡，甚至引发经济陷入滞涨的忧虑。

主要经济体名义国内生产总值

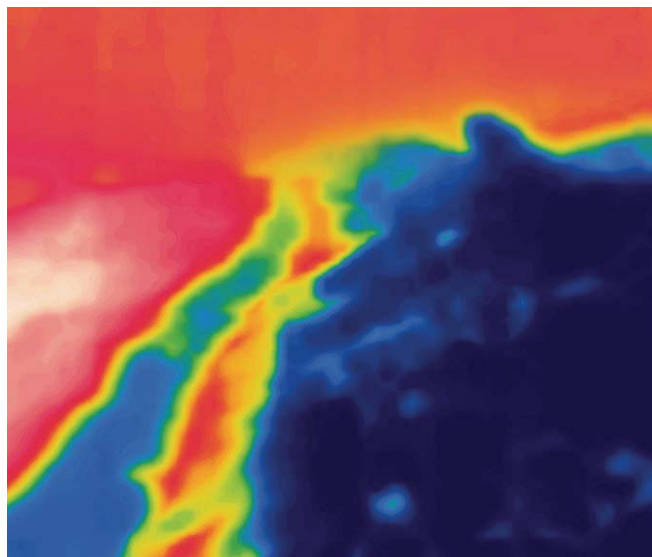


资料来源：国际货币基金组织，数据截至2022年12月29日

面对通胀和利率升温，先进经济体的家庭正以早前财政刺激措施带来的储蓄，以至部分经济体推出能源补贴等来渡过难关，但未来消费的可持续性仍取决于就业市场的表现。至目前为止，纵使全球经济面对前景黯淡、通胀和利率高企等打击，但仍难以按传统定义判断经济经已陷入衰退，与其就业市场保持稳定有关。受到疫情等导致劳工参与率下降影响，主要经济失业率仍处于数十年来的低位，薪金水平持续较快增长，为整体经济和消费等带来一定支持，未来经济能够软着陆将取决于就业市场的变化。可是，在利率急速上升下，不单对利率敏感的部门如商业及房地产投资正逐步降温，再加上地缘政治、能源危机和众多不明朗因素，令整体商业和家庭部门对经济前景亦变得更为审慎，先进经济体亦没有进一步放宽财政和货币政策的空间，令2022年下半年主要经济体的增长普遍录得放缓。

展望2023年，疫情、地缘政治、通胀和利率高企等不明朗因素将持续困扰经济表现，预期全球经济将录得低增长，个别经济体甚至负增长，其中美国或可避免衰退，欧洲和英国难免陷入负增长，内地和香港经济则有望受惠疫情防控和宏观政策调整而加快复苏。国际货币基金组织(IMF)2022年10月的《世界经济展望》预测2023年全球经济增长2.7%，较7月预测低0.2个百分点，并较2022年3.2%增长低0.5个百分点。

通胀则从数十年来的高企逐渐放缓，相信美国和欧洲通胀分别已经见顶及于2022年第四季见顶，但2023年仍会高于其央行2%左右的政策目标，内地和香港通胀则相对温和。IMF预测2023年全球通胀率为6.5%，较7月预测高0.8个百分点，并较2022年8.8%低2.2个百分点。高利率环境则料维持一段时间，2023年初美联储、欧洲央行及英伦银行等先进经济体央行料将进一步加息，预期紧缩货币政策将会维持一段时间，直至通胀出现明显下行至2%左右的趋势。香港料将跟随美国进一步加息，但内地则有条件实施较宽松的货币政策。总体而言，2023年全球经济将出现低增长、高通胀见顶回落，以及利率高企的格局。



美国经济展望

美国经济能否软着陆存在不确定性

2022年上半年，美国经济录得连续两个季度负增长，但分别是与贸易逆差扩大和库存缩减有关，加上就业市场保持稳健，以及2022年第三季实质经济录得按季年率3.2%增长，相信美国经济尚未被其全国经济研究所定义为衰退。可是，自2022年至今，美国经济的焦点是通胀情况。受早前疫情导致供应链瓶颈、俄乌军事冲突推高国际能源及食品价格，以至早前宽松财政及货币政策推动房地产市场急升，就业市场向好带动服务价格上扬等支持，美国消费物价普遍上升。其中整体消费物价指数按年增长已从2022年6月9.1%的40年高位，逐步受惠于供应链瓶颈纾缓和能源价格升幅回落，整体通胀于11月份回落至7.1%。惟在住房成本和核心服务价格高企下，10月份消费物价核心指数按年升幅仍达6%，而美联储惯常使用的通胀指标，即个人消费开支核心价格指数于11月份亦维持于4.7%，均大幅高于美联储2%的目标，显示该局仍有需要进一步收紧货币政策。

面对通胀居高不下，2022年美联储已大幅加息遏抑通胀，累计加息425个基点至4.25至4.5%。在利率大幅上升下，不单金融市场出现显著波动，对息率敏感的房地产市场亦急速降温，标普20大城市楼价指数已连续4个月录得按月跌幅。鉴于房地产价格的变化需要一段时间才能传导至消费物价指数的住房成本，预期未来数月住房成本将维持高企，随后才逐步见顶回落。

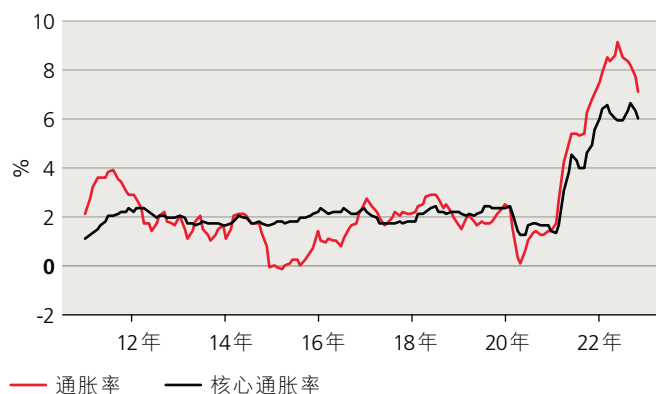
若供应链瓶颈、能源及食品，以至住房成本均有望于未来逐步见顶回落的话，目前美联储加息是希望透过缓和就业市场的需求以达致控制通胀的目标。目前，美国就业市场仅有初步放缓迹象，如11月份失业率从低位略为回升至3.7%，非农职位数目回落至26.3万份，过去3个月平均每月非农职位数目为27.2万份，较对上3个月平均37.4万有所回落。可是，疫情过后的劳工参与率处于较低水平，

稳健的劳工市场带动平均时薪较快增长，11月份仍达按年5.1%升幅，高于10月4.9%，并远高于美联储认为与其通胀目标相适应的水平，故相信该局在确信就业市场回复供求平衡，工资增长返回长期平均趋势前，仍会维持紧缩货币政策，美联储主席预期2023年第一季美联储将最少再加息两次，联邦基金利率或将会升至约5至5.25%水平，往后才按经济和通胀情况决定未来的息率变化，预期2023年余下时间联邦基金利率将维持于该水平不变。

展望2023年，美国通胀压力料已见顶，惟其从高位回落仍需过程，相信2023年全年亦难以返回其政策目标。2022年11月份彭博调查显示，预期2023年第一及二季美国消费物价指数按年升幅分别为6.1及4.3%，较10月份调查分别调升0.2及0.3个百分点。面对美联储进一步收紧货币政策，难免增加金融资产和房地产价格调整的风险，负财富效应势将拖累消费及经济前景。受股市回调拖累，2022年第三季美国家庭净资产按季再下跌0.4万亿美元至143.3万亿美元。此外，标普20大城市楼价指数继9月份按月跌1.3%后，10月份再按月跌0.5%。加上美国稳健的就业市场亦出现放缓迹象，若就业市场逐步降温并带动工资增长回落的话，料将为2023年美国消费开支前景带来隐忧。

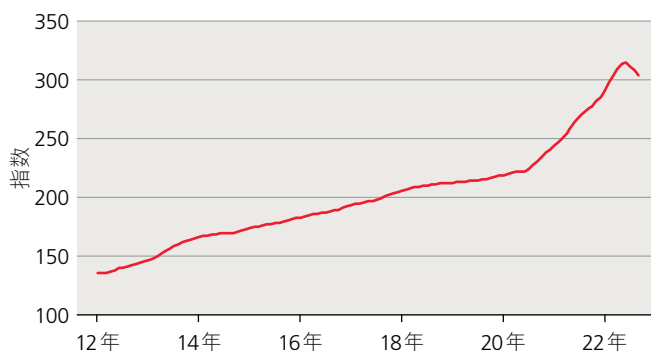
同时，美联储于12月会议发布的经济预测显示，经济增长将于2023年减慢至0.5%，较9月份预测低1.2个百分点。个人消费开支价格核心指数的升幅则将于2023年降至3.5%，较9月的预测高0.4个百分点。失业率将于2023年第四季升至4.6%，较9月的预测高0.2个百分点，美国经济能否达成软着陆，将视乎通胀和就业市场的变化。若地缘政治等再次导致供应链受压，或就业市场未能放缓至足以令通胀降温，或会逼使美联储进一步加息，势将导致新一轮金融市场波动，打击家庭及企业的信心，故美国2023年经济增长预测存在下行风险。

美国通胀率



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

标普 CoreLogic Case-Shiller 20 城综合楼价指数



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

宏观经济

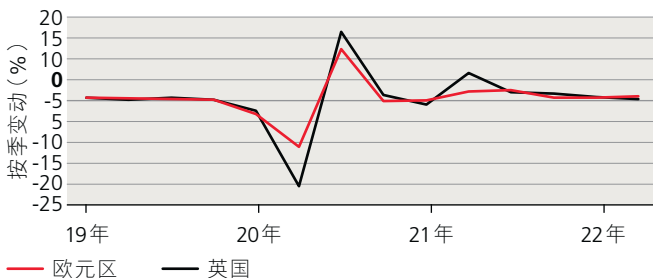
欧洲经济展望

地缘政治等下行压力仍大，欧洲经济前景不甚乐观

继2022年夏季经济重启带动欧洲经济快速复苏后，经济增长动力迅速降温，与俄乌军事冲突持续、打击欧洲能源供应，导致天然气等价格以倍数增长，促使欧洲央行等快速收紧货币政策以遏抑通胀，严重影响欧洲制造行业，甚至家庭部门的生计，拖累消费和投资表现，相信欧洲经济于2022年第四季快将步入负增长。

2022年上半年，欧元区实质经济增长按季平均扩张约0.7%，至第三季增幅明显放缓至0.3%，其中德国、法国、意大利和西班牙于第三季仍分别录得0.4、0.2、0.5及0.2%按季增长，显示区内主要经济体面对众多不明朗因素维持轻微增长。英国经济则从上半年按季平均0.4%，回落至第三季收缩0.3%，部分与英女皇国葬额外假期，以至影响消费和投资情绪有关。

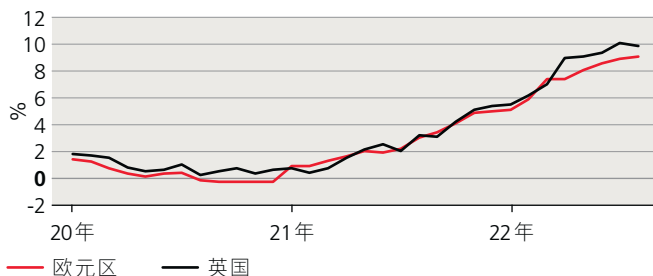
欧元区及英国经济增长



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

能源供应安全及通胀高企是2022年欧洲经济的焦点。鉴于俄乌军事冲突，欧洲向俄罗斯实施制裁，导致俄罗斯缩减向欧洲提供天然气的供应，但替代供应不是一时三刻可以弥补，加上天然气价格以倍数增长，触发当地社会和市场对欧洲于冬季可能出现能源危机的忧虑。因此，欧盟及各成员国努力商讨如何化解能源危机，包括加快储存天然气和兴建替代能源基础设施的步伐、各国于2022年7月底同意减少15%天然气需求、以及提出共同采购天然气及建议设立天然气价格上限于每百万瓦时275欧元等。欧洲天然气价格曾于2022年8月升至纪录新高每百万瓦时346欧元，故较俄乌冲突爆发前升逾数倍，截至12月28日为止，天然气价格则已从高位回落76%至每百万瓦时81欧元。

欧元区及英国通胀率

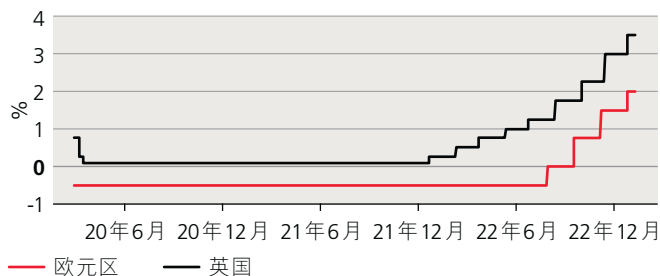


资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

面对能源价格屡创新高，欧元区及英国通胀持续升温，两者于2022年10月分别按年升至10.6及11.1%的历史及41年来新高。纵使2022年11月欧元区通胀回落至按年10.1%，英国11月通胀亦回落至10.7%，但欧元区和英国通胀是否经已见顶仍言之尚早，未来仍有可能受能源价格调整而于高位波动。面对数十年来最严峻的通胀环境，欧洲央行和英伦银行亦已加快其货币政策紧缩步伐，前者自2022年7月起累计加息2.5%，后者则自2021年12月起累计加息3.4%，并已开展主动出售国债以推动资产负债表正常化。

在物价和息率大幅上升的背景下，欧洲各地企业和家庭部门面对沉重的财政压力。目前，家庭部门正透过早前疫情期间的财政宽松、能源补贴措施，以及稳健就业市场支持其渡过难关。纵使欧洲经济前景甚不明朗，可幸的是其就业市场保持稳定，成为经济避免陷入深度衰退的重要支撑。2022年10月欧元区和2022年8至10月英国失业率分别为6.5及3.7%，前者创历史新高，后者仅从1974年来的低位略为回升。

欧元区及英国政策利率



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

展望2023年，欧洲经济前景并不乐观，地缘政治仍然是欧洲经济最大不明朗因素，加上通胀高企，欧洲央行等继续收紧货币政策，对财务状况较差的成员国或会构成压力，进一步制约成员国提供财政和能源补贴措施的支持，预期消费和投资势将保持低迷。对外贸易则料受益于欧元和英镑汇率低企，但以美元计价的能源进口却会对贸易平衡带来压力，相信欧元区和英国经济于2022年第四季及2023年上半年将会录得负增长，全年能否避免陷入衰退则取决于上述不明朗因素何时减退。另外，英国辛伟诚政府的秋季预算报告则料不致对英国短期经济表现构成明显影响。国际货币基金组织预测2023年欧元区和英国经济将分别录得0.5及0.3%增长，分别较2022年低2.6及3.3个百分点。

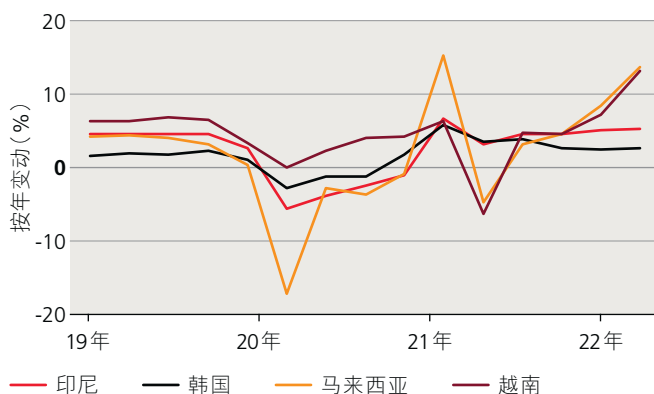
相对美国而言，欧元区和英国经济料将迅速降温。目前欧元区和英国屡创新高的通胀，或会受惠于高基数、能源价格回落，以至经济下行压力带动而逐渐缓和。国际货币基金组织预测2023年欧元区和英国通胀率将分别为5.7及9%，高于欧央行和英伦银行约2%的政策目标。相信欧央行和英伦银行将于2023年初持续加息分别至最少3及4.25%，随后将于高位维持不变一段时间，以评估最新的经济和通胀情况再作下一步部署。

亚洲经济展望

亚洲经济看高一线，惟下行风险仍在

2022年第三季亚洲主要经济体普遍录得稳健按年增长，但个别亚洲先进经济体按季增长放慢，甚至收缩。其中日本及南韩均受货币兑美元贬值影响，拖累净出口表现。日本国内生产总值按季增长由第二季上升1.1%回落至第三季收缩0.3%，南韩国内生产总值按季增长从第二季的0.7%减慢至第三季的0.7%。发展中经济体则继续录得强劲增长，其中越南国内生产总值按年增长由第二季7.7%加快至第三季13.7%，主要受惠制造业于2021年第三季受防疫措施影响导致的低基数，以至该行业大幅反弹所带动。2022年第三季印尼及马来西亚国内生产总值则分别录得5.7及14.2%增长。

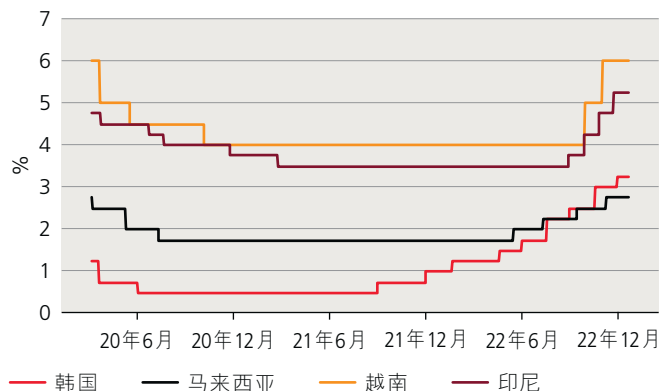
亚洲个别经济体的国内生产总值



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

虽然亚洲地区通胀压力较欧美等先进经济体为低，但由于俄乌军事冲突推高国际能源和食品价格，加上供应链瓶颈困扰，以及发展中经济体货币兑美元贬值，2022年亚洲地区主要经济体均录得通胀升温。其中日本消费价格指数由2022年10月按年3.7%升幅加快至11月3.8%，创1990年12月以来新高；印尼消费价格指数则于2022年6月升至6%的7年新高，于11月份回落至5.4%，但仍连续7个月高于央行2至4%的目标范围。鉴于通胀高企和美元强势，除日本央行外，区内主要央行于2022年大致跟随先进经济体收紧货币政策。其中南韩央行更早于2021年8月开始上调政策利率，至2022年11月累积加息275个基点；菲律宾央行则自2022年5月开始加息，至2022年12月累积加息350个基点；越南央行亦于2022年9及10月累积加息200个基点。

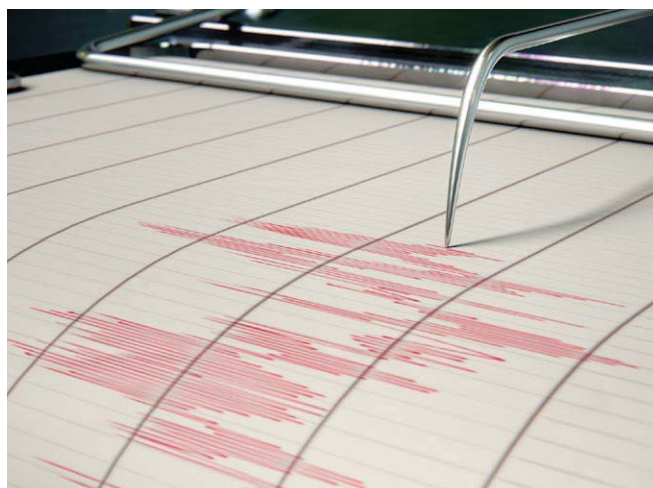
亚洲个别经济体的政策利率



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

展望2023年，随著内地宣布进一步优化防控措施，经济有望进一步重启，势将刺激需求及经济活动出现反弹，为亚洲地区经贸投资进一步复苏提供支持。同时，亚洲地区防疫限制进一步放宽及各国边境重开，均有利旅游业复苏。随著基数效应，以至供应链瓶颈和能源价格缓和等，预计2023年亚洲地区的通胀压力将逐渐缓和，为区内主要央行放慢加息步伐提供空间，促进区内消费及投资气氛逐步回稳。

另外，《区域全面经济伙伴关系协议(RCEP)》于2022年1月生效，部份亚太区发展中经济体，如越南等将明显受惠于削减关税及非关税壁垒，以至区内供应链重组，势将推动其出口及投资表现。印尼作为大宗商品出口国，则较少受到能源价格上升的冲击，并将受惠于商品需求回升所带动。10月国际货币基金组织《亚太地区经济展望》预测亚洲区2023年经济增长为4.3%，当中越南及印尼将分别增长6.2及5%，两国通胀率则分别为3.9及5.5%。然而，2023年主要先进经济体的增长势将大幅放缓，加上地缘政治风险挥之不去，将为亚洲区出口及经济前景带来不明朗性。



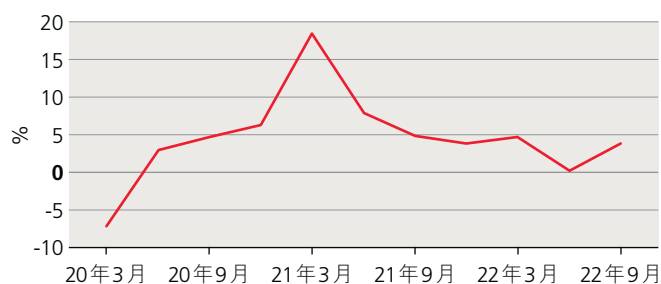
宏观经济

中国内地经济展望

内地经济处于复苏的有利位置

继2021年强劲反弹后，内地经济于2022年受到区域性疫情爆发、中美竞争、房地产市场调整、加强新经济产业监管等不明朗因素所拖累，复苏步伐未如预期。不过，内地当局持续加大宏观政策力度，以稳增长和稳就业，带动内地经济从第二季受疫情打击的谷底回升，首三季度录得3%按年增长。其中，内地当局支持企业在疫情期间维持正常运作，并加快专项债发行及使用，故工业生产及基建投资提供主要增长动力，服务业及房地产业表现则受疫情防控措施和开发商流动性问题等困扰。此外，地缘政治局势升温及环球主要央行迅速收紧货币政策，全球经济下行压力增加，拖累内地商品出口对经济复苏的贡献。

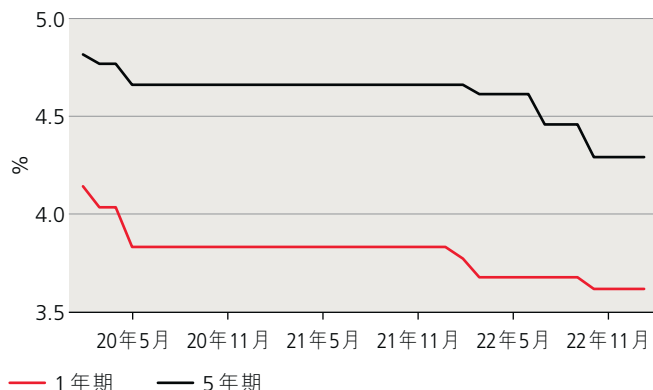
内地经济增长



资料来源：国家统计局，数据截至2022年12月30日

为缓和下行压力，以达致稳经济和稳就业，内地当局加强财政及货币政策的宽松力度。自2022年以来，人民银行合共下调5年期贷款市场报价利率(LPR)35个基点，1年期LPR则下调15个基点。另外，继2022年4月下调存款准备金率(RRR)25个基点后，12月再度下调RRR 25个基点，有助于降低企业融资及房贷成本，并维持流动性合理充裕。同时，国务院于2022年5月以来多次宣布稳定经济措施，包括新增政策性开发性金融工具额度、延长制造业中小企缓税补缴期限、督促地方政府用好专项债等。

内地贷款市场报价利率



资料来源：中国人民银行，数据截至2022年12月29日

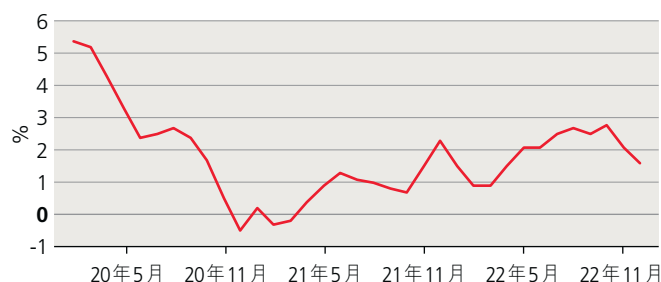
纵使内地经济短期面对一些挑战，但其自疫情以来的整体复苏步伐均较其他主要经济体为佳，且预期2023年内地将疫情防控、房地产和宏观政策作出调整，支持经济处于复苏有利位置，推动经济稳步复苏，中长线向好趋势维持不变。

首先，内地正进一步优化防疫措施，既从疫情防控、经济成本及社会负担上寻求平衡，亦为全面复常作出准备。2022年11月中，内地当局宣布优化疫情防控工作的20条措施，包括取消入境航班熔断机制、对结束闭环作业的高风险岗位从业人员由7天集中隔离或居家隔离调整为5天居家健康监测等。随后，于12月初再发布10项防疫政策优化措施，包括缩小核酸检测范围及频率等，并有望于2023年1月8日起将新冠肺炎改称新冠病毒感染，并对疫情实施「乙类乙管」，大幅调整出入境措施，包括对入境人士免除核酸检测及集中隔离要求等。随着内地当局有序放宽疫情防控要求，城市间人员流动料将增加，受遏抑的需求将被释放，带动服务业及零售消费等行业复苏。

其次，在坚持房住不炒方针下，内地当局将加大力度支持财政状况较佳的开发商，满足民众合理住房需求及稳定房地产市场。2022年11月，人民银行和中国银保监会推出16条措施，包括延长「两道红线」政策过渡期(即银行业房地产贷款占比上限，以及个人房贷占比上限)、为素质较佳的开发商发债提供增信担保等支持。中国银行间交易商协会则支持包括房地产开发商在内的民营企业债务融资，并透过人民银行提取再贷款资金支持。中国证监会亦支持房企股权融资，反映内地当局正从银行贷款、债券及股权融资三大渠道改善开发商的财务和流动性状况，以保交楼和项目完工，引导市场预期好转，稳定房地产市场的表现。

再者，相比欧美先进经济体正在收紧财政和货币政策，内地通胀压力温和及其较佳的财政纪律均为其目前宽松宏观政策措施提供空间，有利于推动整体经济从疫情中逐渐复苏过来。加上内地当局正迈向高增值和高品质方向发展，落实双循环战略，并促进创新科技发展，消费和服务业发展成为推动内地经济增长的主要动力，支持其返回中长期发展之路，预期2023年内地经济增长将达5.2%左右，通胀则维持温和于约2.2%。

内地通胀率



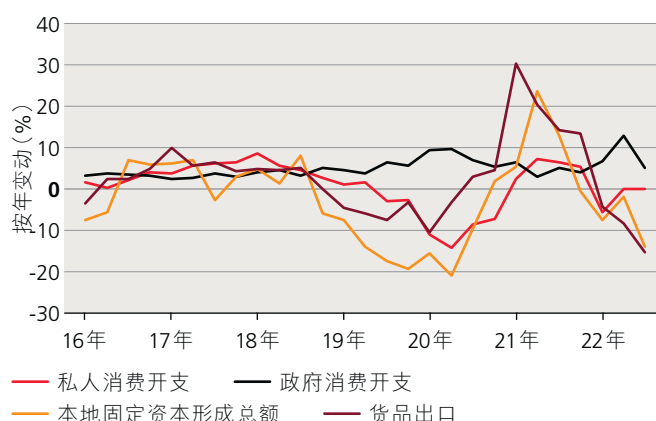
资料来源：国家统计局，数据截至2022年12月29日

香港经济展望

香港经济有望从疫情和外围不明朗中加快复苏

2022年，香港作为小型开放经济体，难免受到外围因素，如全球经济低迷、利率迅速上升、美元汇率走强、地缘政治局势等所影响，加上2022年上半年疫情升温，特区政府大幅收紧防疫措施，包括取消大型活动、餐厅堂食限制及酒吧停业等，对消费和营商信心等均带来沉重打击，拖累首三季香港经济均陷入负增长，平均按年收缩3.3%。

本地生产总值主要开支部分

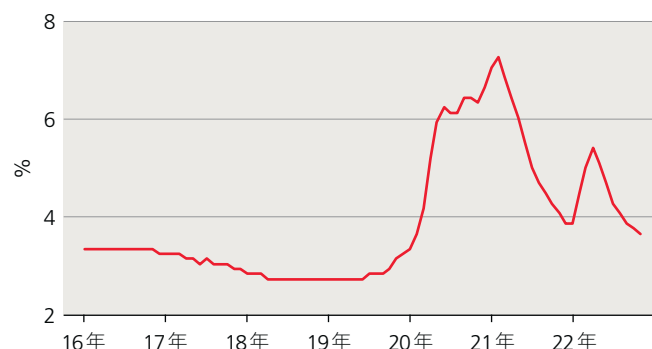


资料来源：香港政府统计处，数据截至2022年12月29日

具体而言，2022年消费和投资表现明显落后。私人消费继第一季按年收缩后连续两季出现停滞，受年初严格的疫情防控措施和2021年发放消费券的高基数影响。本地固定资本形成总额则连续四季按年收缩，且跌幅较大，2022年第三季更录得14.3%按年下跌，料与本地疫情、环球经济不明朗、环球金融环境趋紧及资产市场调整等有关。对外贸易方面，疫情缓和全球经济加大对内地制造业商品的倚赖复归正常，经济复常带动对服务需求的释放，以至环球经济前景转趋黯淡等，首三季实质货物出口均录得9.7%跌幅，较货物进口9.5%跌幅略大，惟服务出口表现略优于服务进口，令净出口不致拖累整体经济表现。

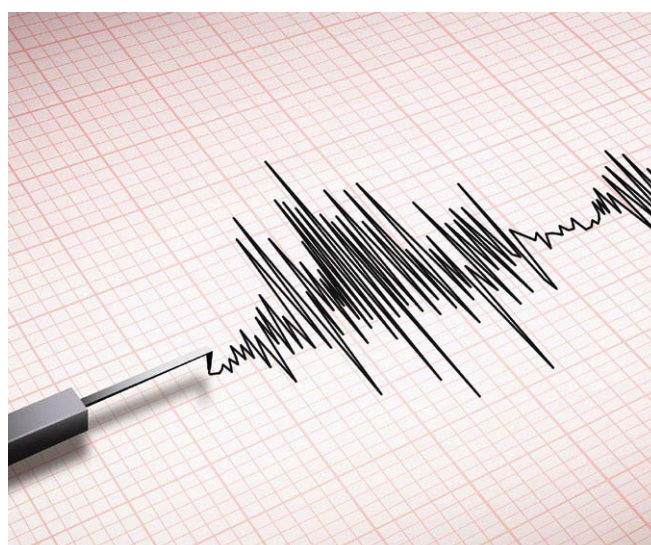
然而，特区政府已于2022年4月底起分阶段放宽防疫措施，例如堂食每桌人数限制、宴会人数上限及餐厅营业时间等，于12月底宣布取消口罩令以外，几乎所有防疫措施，并快将与内地通关，势将带动本地经济活动更全面重启，推动就业市场复苏，失业率从高位回落，2022年8至10月失业率录得3.8%，较2至4月高位低1.6个百分点。

香港失业率



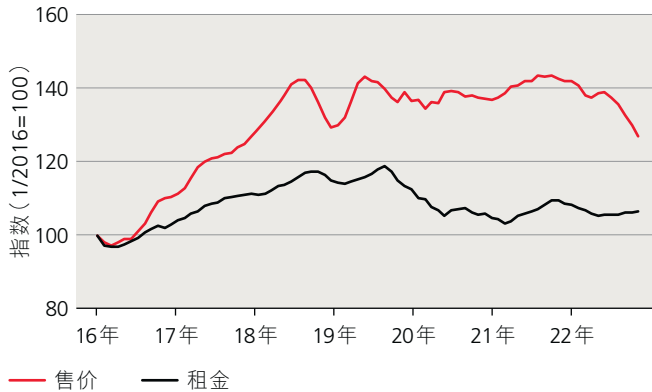
资料来源：香港政府统计处，数据截至2022年12月29日

此外，本地资产市场受到环球金融环境趋紧影响而有所转弱。2022年以来，环球主要央行以数十年来最快速度收紧货币政策，不单加大金融市场的波动，也增添了房地产市场下行的压力。其中美联储累计加息425个基点，港元同业拆息(HIBOR)亦跟随上涨，1个月及3个月HIBOR较2021年底高至少约400及450个基点；香港商业银行于2022年9月起亦累计上调最优惠利率62.5个基点。在预期未来美联储将进一步加息下，香港大型银行最优惠利率亦料将跟随于2023年至少上调至6.125%水平，往后香港加息的步伐将视乎美联储货币政策取向。在息率上升，经济前景不明朗下，2022年11月私人住宅售价指数较2021年底下跌13.8%，惟相对其他资产类别仍尚算平稳。



宏观经济

住宅售价及租金指数

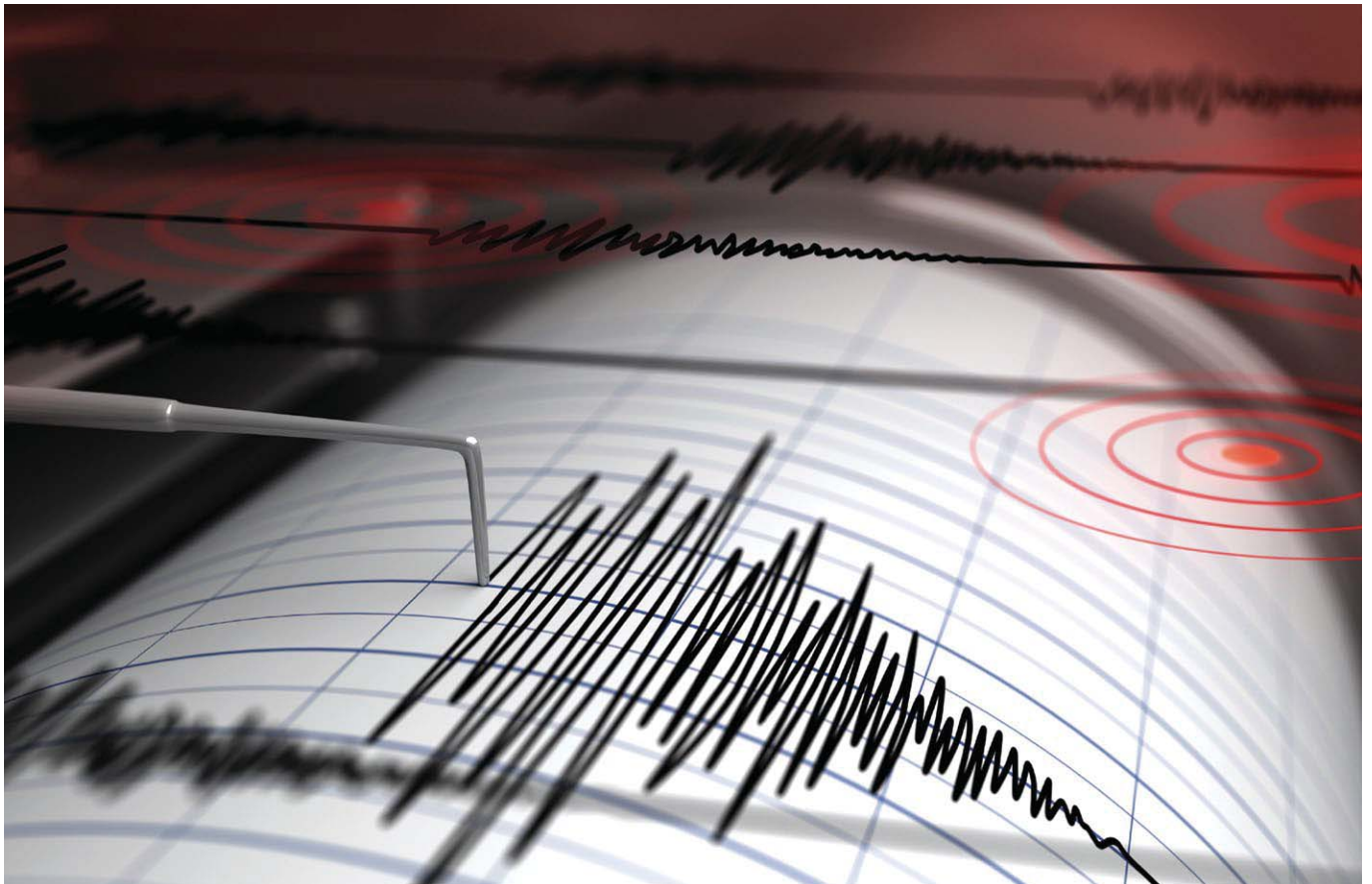


资料来源：差饷物业估价署，数据截至2022年12月29日

展望2023年，香港与内地免检通关落实在即，加上若特区政府推出新一轮逆周期措施的话，将有利香港整体经济及众多旅游和零售相关行业早日全面复苏，失业率有望进一步回落，经济表现再上新的台阶。同时，行政长官于施政报告提出了多方面招商引资引才，强化竞争力，以及对接国家战略，增强发展动能的措施：包括引进生命健康科技、人工智能与数据科学、金融科技、先进制造与新

能源科技等策略产业的重点企业；积极优化原有的或开展新的输入外来人才计划以在全球范围争夺人才；充分把握「十四五」规划、大湾区建设和「一带一路」倡议等国家战略带来的种种机遇，特别是提升香港融资平台国际化、强化最大离岸人民币业务中心优势、加强互联互通、发展绿色和可持续金融等，以至发展「北部都会区」等项目，既可推动创新科技和基础建设的发展，亦可解决房屋和土地短缺的问题，成为驱动香港经济的新引擎。因此，预期2023年香港经济表现将较2022年为佳，或可达到3.5%左右，通胀压力则维持温和。

住宅楼市方面，目前香港经济前景仍受不明朗因素困扰，加上香港银行将进一步加息等，短期内难免会影响楼市气氛。然而，本轮加息周期的幅度大大低于1970至1980年代大幅加息。若本地经济加快复苏，在放宽跨境限制和特区政府招商引资引才等措施的带动下，料可强化经济活力，推动人口流动转趋平衡，加上按揭贷款审慎措施有效控制过度借贷，短中期房屋政策及楼市供应保持稳定等，料可有助缓和住宅楼市下行的压力，预期2023年香港私人住宅楼价仅温和调整。

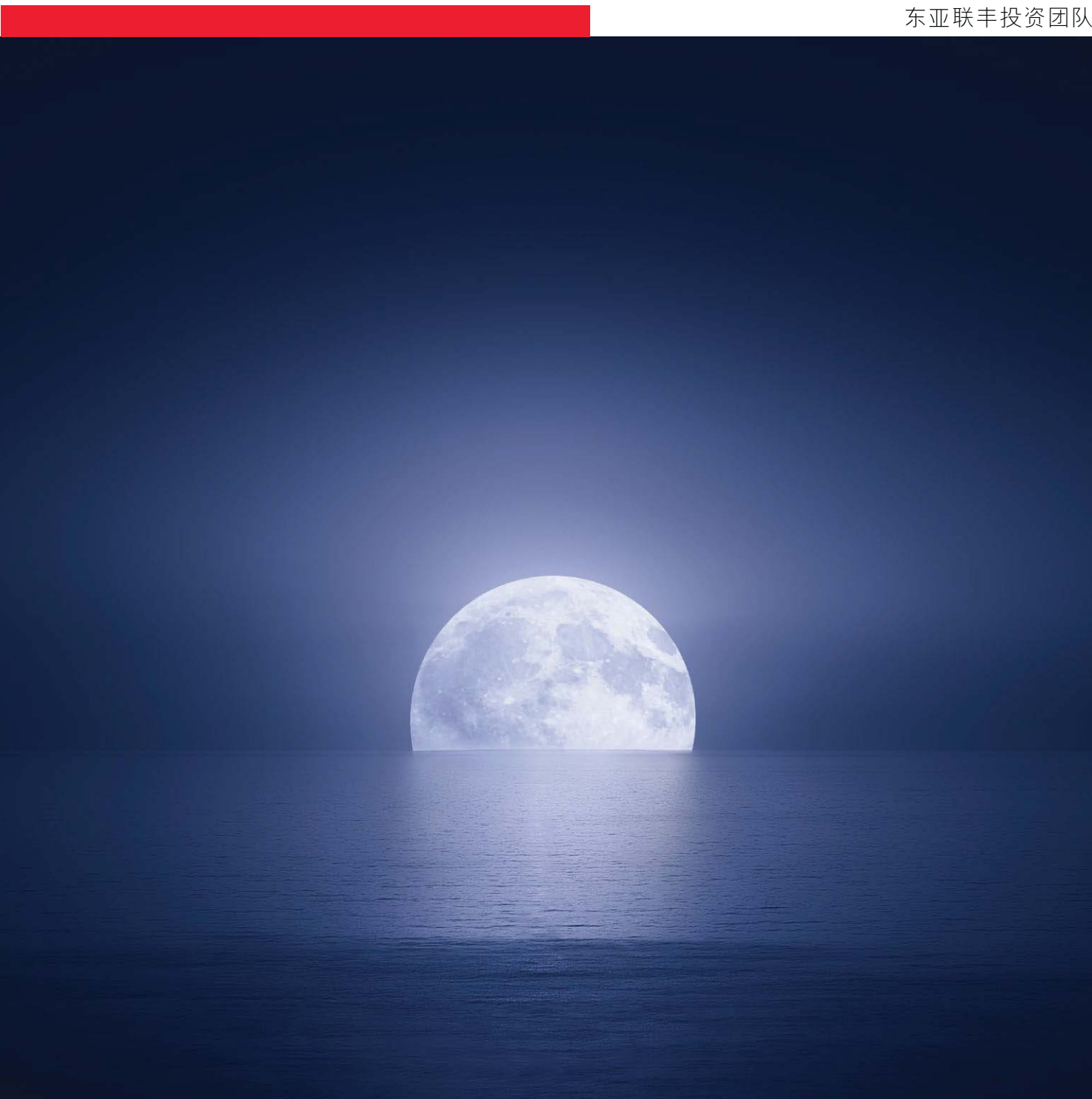


镜花水月

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪

东亚银行财富管理处投资策略师 | 陈伟聪

东亚联丰投资团队



股票

东亚银行财富管理处首席投资策略师 李振豪

镜花水月

上季标题是《角力》。成功预测欧美股市首3季大跌后第四季将出现技术性反弹，中期大选前美股将出现歌舞升平之象，但战事、加息及经济衰退风险仍盘踞市场。资金大幅流窜拖拉走势，形成急速且大幅波动，当中能源、原材料、必需品、医疗护理及公用板块表现将优于大市。成熟股市在危与机、好与淡争持中度过。结果与过去预测大致相若。

本季标题是《镜花水月》，比喻良辰美景总是虚幻不实的。去年首3季各地指数大幅下跌后资金开始积极吸纳，各地股市上季出现明显修复。俄乌战事淡化及各央行加息步入尾声，中国放宽抗疫政策都为市场带来无限憧憬。但否极泰来并不代表一蹴而就，战事阴魂不散，能源价格馥温犹存，通胀高企未言加息结束，中国防疫成效仍有待观察。以为拿捏大好形势，最后发现身处虚幻的美景之中。

基本分析：全球股市如履薄冰

上季分析去年美股首3季表现是过去50年来第二差的年份，预测第四季将出现反弹，但不代表脱离颓势。基本风险因素没有逆转，指数只是朝向改善方向（详情可参阅上季《股票》章节）。结果第四季主要美股指数上涨5.78至15.59%，承压较大的纳指只轻微下跌0.74%。同样状态出现在全球22项主要股票指数，参考去年第四季及年内表现结果如下：



指数	第四季 (%)	年内 (%)	指数	第四季 (%)	年内 (%)
MSCI 世界股票	9.52	-19.39	法国 CAC	22.58	-14.89
MSCI 美国	6.79	-20.65	英国富时 100	17.34	-9.56
MSCI 欧洲	9.90	-11.33	日经 225	11.17	-20.38
MSCI 日本	3.68	-7.97	南韩 KOSPI	22.05	-26.59
MSCI 亚洲除日本	10.46	-21.92	恒生指数	14.45	-16.32
MSCI 新兴市场	9.02	-22.50	沪深 300	4.40	-28.17
标普 500	7.23	-19.33	台湾加权	10.31	-29.18
道琼斯工业平均	15.59	-8.63	新加坡海峡时报	11.48	4.94
纳斯达克 100	-0.74	-32.90	印尼雅加达	-4.80	-4.61
罗素 2000	5.78	-21.57	印度 NIFTY	3.78	-29.16
德国 DAX	24.96	-17.86	马来西亚吉隆坡	10.83	-11.41

资料来源：彭博，数据截至2022年12月23日

以年内出现双位数跌幅后第四季又出现双位数升幅作为「大幅波动」的指标，22项中有8项符合条件，全数为欧洲及亚洲股市。反映去年全球高通胀及持续加息，高利率加上美元独大对欧亚市场冲击较大，但当利率流传见顶及美元回软后，两区反弹力亦较美股更强。

上季升势能否延续至今年？资金流向呈现出不同的解读。根据美国投资公司协会提供的美国注册投资基金资金流动额数据显示¹，资金总体（包括股票、债券、商品及混合类）年内流出约3,827亿（美元，下同），股票类却流入150亿，反映其他类别才是重灾区（例如债券）。

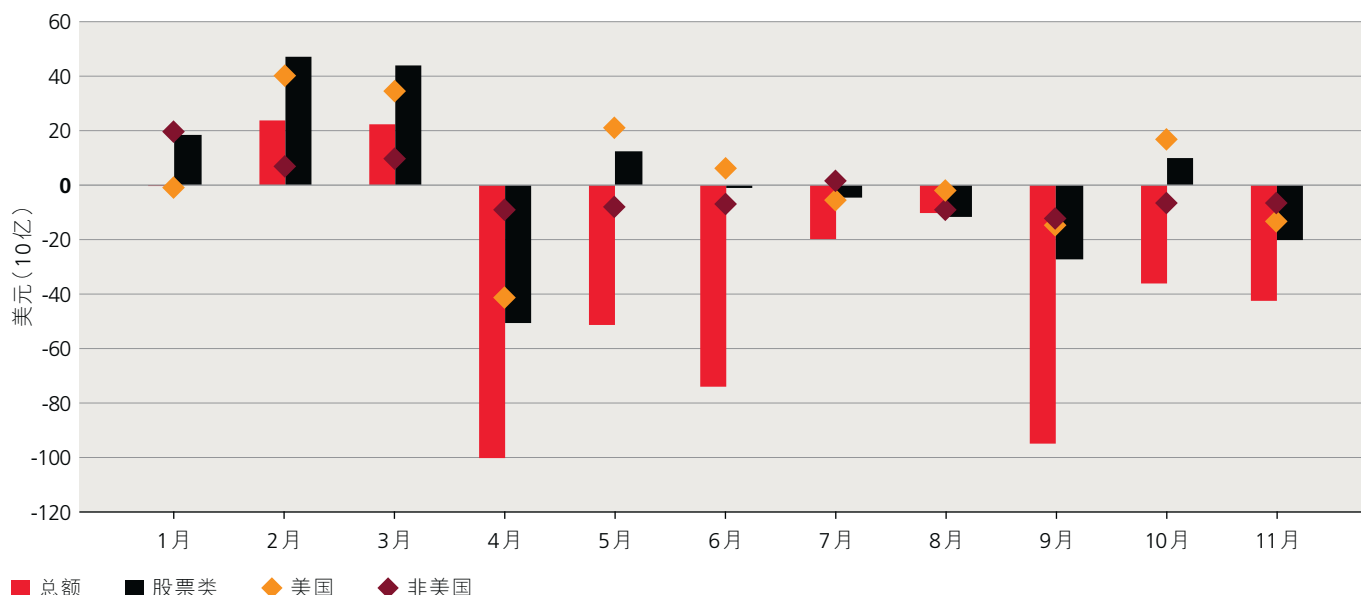
月份数据呈现出另一个分析角度。不论总体或股票类资金流入主要集中首3个月，俄乌战事爆发刺激避险情绪笼罩全球，资金明显流出各项投资基金，尤其4月战事之初及9月美联储再次大幅加息75点子及下修经济预测至衰退边缘，加剧恐慌情绪。及后股价类中只有5及10月出现正流入，反映高风险投资者在股市大跌后轻微趁低吸纳，但发现结果徒然后再度沽货离场。幸好同期股票类占总额比例偏低，反映投资者即使集体流出套现，但股票类并非首选。

再把股票类分拆为美股及非美股类，结果与上述相若，美股类在5、6及10月录得流入，非美股类更只有7月单月流入，其他月份全线下跌。而年内美股类录得382亿流入，非美股类却录得232亿流出，走势大相径庭，反映资金仍对非美股市却步。

资金流反映投资者行为，CNN提供的「恐慌与贪婪指数」（Fear & Greed Index）反映投资者情绪²。指数由0至100划分出5个区域，数值最少为「极度恐慌」而最大为「极度贪婪」。当指数处于两大「极度」区域时，投资者受情绪及偏见主导，非理性作出投资决策，亦是信奉「人弃我取」这相反理论信徒的出手时机。

截至12月24日，指数显示由1个月前「贪婪」区域（数值62）跌至「恐慌」区域（数值39），反映投资者由亢奋跌入恐惧的情绪摇摆，与全球股市走势相若，但仍存有适度理性或并非相反理论策略的最佳时机。

2022年美国注册投资基金资金流数额



资料来源：美国投资公司协会，数据截至2022年12月27日

¹ 见美国投资公司协会网站，<https://www.ici.org/research/stats/weekly-combined>

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

股票

综合分析，未来全球股市走势基本预期如下：

- 承受较高风险投资者去年5及10月入市后损失，最后稻草折断令投资者情绪短期内难以趋向乐观，或对后市心存警惕。最多只是逃出最差空间，股市大幅下跌机率不大，但并非乐观而大幅入市。止跌不等于升势，信心及资金缺乏下预期全球股市走势仍是步履蹒跚；
- 年内最大流出资产并非股票，甚至录得正流入，反映战事影响虽大，但复合加息冲击下其他资产（例如债券）投资者恐慌较投资股票更大。短期内经济数据影响利率走势将主导资金流，尤其中国经济反弹与欧美经济放缓如何取得平衡，静观其变将取代上季亢奋的升势；
- 非美市场投资者没有因反弹浪而追入，只是较美股放慢抛售步伐。资金流数据可能部份受本土偏好（Home bias）影响，但不能否定全球持续跌势中投资者对美股信心较大。预期各央行仍以美联储为马首是瞻，放慢并非停止加息步伐，美息带动美元在高位徘徊将延续美元资产去年的强势，成熟市场中美股表现较为可靠。

美股：镜花水月

指数分析：苦尽才甘来

本季《宏观策略》已剖析未来美国经济放缓的各方数据及分析，在此不再累赘。但是次经济放缓较最近两次2001及2008年最大分别是起源及解决方法，亦预期美股走势将与前两次截然不同。

2001年源于科技热潮孳生缺乏盈利的企业，只要与科网有相关的股价都可扶摇直上，高估值潜伏泡沫爆破风险。2008年源于金融工具创新，低利率加持资金投入复杂衍生工具，但缺乏监管下野蛮生长，最后造成环球金融灾难。过去两次美联储都是扮演拯救世界的角色，美股随即上升。但今次是美联储刻意酝酿放缓，甚至可能是始作俑者。原因为何？相信主要与通胀有关。

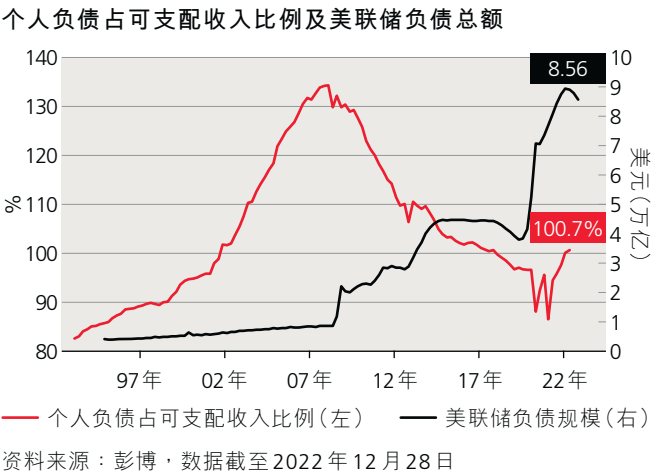
分析前两次及去年经济数据其实已找到端倪。数据表列如下：

经济数据 (%)	2001 年变化	2008 年变化	2022 年变化
GDP (按年)	2.9 降至 0.2	2.2 降至 负 2.5	5.7 降至 1.9
CPI (按年)	3.4 降至 1.6	4.1 降至 0.1	7.4 升至 7.11
联邦利率 (名义)	6.50 降至 1.75	4.25 降至 0.25	0.25 升至 4.50
联邦利率 (实质)	3.10 降至 0.15	维持 0.15	负 7.15 降至 负 2.61

资料来源：彭博，数据截至2022年12月28日

美联储最主要的职责是制定及执行货币政策，透过调控基准利率和货币流通量以维持美国通胀、就业及经济增长稳定。过去两次美联储透过宽松货币政策填补经济缺口，包括减息及大量购入国债。2001年联邦利率由6.5%降至1.75%，减幅4.75%，而2008年由4.25%降至0.25%，减幅4%。当时美联储不担心通胀蚕蚀消费者购买力或企业投资，因就算减息后实质利率仍是正值，有利经济自行复苏，两次结果皆约在1年后经济增长回复正轨，美股扶摇直上。

去年美国通胀持续上升并在40年高位徘徊，未有战事爆发前实质利率已出现负值，及后通胀攀升迫使美联储追赶加息，成功控制通胀升至9.1%后见顶回落。但负利率仍维持在2.61%，唯有继续加息才能引导经济原生性增长（详情可参阅《宏观策略》章节）。另一大问题是美联储的负债规模去年已升至约9万亿，而千禧年代当时不足1万亿。今天政府负债占国内生产总值（GDP）比例超过137%，仅次于日本排行全球第二，比当时不足70%风险明显更高，反映「缩表」已迫在眉睫。如美联储就手旁观，相信爆破后再补救的社会成本比今天「自行了断」更高，亦解释去年美联储自被市场诟病所谓「Behind the curve」忽然转「鹰」至「Beyond the curve」。加上个人负债占可支配收入比例由2008年有纪录高峰约134%持续下降至约100%，反映民间对经济衰退韧性较好，持续加息可能推升该比例，但对整体经济影响仍属可控，为美联储「缩表」同时加息，双管齐下方式收紧流通性建好基础，但流动性收紧不利未来美股走势。



相信美联储明白问题核心源自俄乌战争，货币政策并非解决战争方案，初期唯有被动地观察通胀反应。直到食品及能源价格飙升开始传导至核心通胀，主席鲍威尔便不能坐以待毙。最近似今天状况是80年代初，时任美联储主席沃尔克大幅加息藉以压制能源危机引发的通胀（详情可参阅上季《债券》章节）。今天美联储希望重拖故技，自行酝酿一个事先张扬的衰退，参考最近3次美联储连续向下修订经济预测至0.5%盛衰边缘可见一斑。虽然沃尔克操作最后通胀未有预期般下跌，但仍是今天两害取其轻的权宜之计。何况衰退与否是由全国经济研究所(NBER)一锤定音，就算去年第一及二季美国按季GDP连续两季出现负增长（负1.6及负0.6%），NBER列出它对「衰退」的定义³，并明确表示当时美国没有衰退⁴。NBER背书下美联储更执意并排除万难都要紧缩货币政策，纠正多年量宽遗留的祸根，投资者更不应奢望美联储仿效过去两次以「联储局认沽期权」(Fed put)拯救美股。



放弃为衰退定义咬文嚼字，分析过去按季GDP走势对美股影响较为实际。过去50年连续两季或以上按季GDP出现负值及当季标普500指数表现如下：

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

资料来源：彭博，数据截至2022年12月28日

³ 见全国经济研究所网站，<https://www.nber.org/research/business-cycle-dating/business-cycle-dating-procedure-frequently-asked-questions>
⁴ 见商业内幕网站，<https://markets.businessinsider.com/news/stocks/economy-nber-will-not-declare-official-recession-gdp-growth-jobs-2022-8>

股票

数据显示过去50年符合条件的共出现7次，连续两季出现负值有5次，连续出现3及4季只各1次，暗示今年即使衰退，超过70%机会只连续两季。按季GDP跌幅平均值及中位数分别是负5.1及负3.7%，两者相差偏高，加上标准差为6.8%，暗示波幅比平均值更大；最小及最大跌幅分别是-0.5及-29.9%，反映极端的分布扭曲预测可靠性。如剔除最大及最小值，平均值及中位数分别是负3.8及负3.7%，标准差下跌至2.5%，修正后反映美国按季GDP出现约负3.7%机会较大。

数据显示股指表现却相对较清晰。按季表现平均只有负0.3%，中位数更出现正回报5.5%，看似经济负增长对股市影响不大，但同样地标准差高见15.5%，暗示当负增长出现时，股指波动将非常大，或取决于触发衰退的原因，例如2008年金融灾难引发全球性衰退，其影响力是数据中最长及幅度偏大；其次是1974年石油危机，当时股指出现有纪录中最大单季跌幅负26.1%。以正负值次数及最大与最小值分析，结果非常平均，正负次数比例是9比8，最大与最小值分别是正21.6及负26.1%，反映值博率非常接近，未分高下。

考虑经济结构转变与现今状况相关性，把数据浓缩至千禧年后，分析结果如下：

指标	GDP (按季 %)	股指变化 (%)
平均	-6.6	-6.2
中位数	-3.4	-10.3
标准差	9.8	15.8
正值数量	0	2
负值数量	8	6
最大值	-0.6	20.0
最小值	-29.9	-22.6

资料来源：彭博，数据截至2022年12月28日

结果显示除中位数，GDP按季变化在各项指标中都转差，反映千禧年后每当经济出现衰退，情况将较过去50年严重。股指各指标分析亦较悲观：

- 3次案例中共有8季负增长，当中有6季为负值，下跌机率升至75%；
- 跌幅为6.2至10.3%之间，明显比整体数据分析差；

- 标准差与整体数据相若，最大与最小值趋向平衡（约正20与负23%），反映千禧年后极端结果的值博率相若。

调整数据后分析结果显示美国按季GDP好大可能跌约3至4%，当时美股下跌约6至10%。

本季《宏观策略》阐述大部份分析都认为美国今年好大机会出现衰退，但预测程度各异。根据同样数据但以衰退程度划分，分析结果如下：

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

资料来源：彭博，数据截至2022年12月28日

数据显示17个季度中按季GDP出现负3%以上共有10次，机率近60%。股指表现方面，单季出现双位数下跌次数随著GDP跌幅递增。当跌幅2%以下或4%以上时，股指平均变化不大。但当跌幅在2至4%区间，股指跌幅明显高过其他水平（约9%）。根据上述分析，美国按季GDP较大机率下跌约3%，美股则下跌约9%，与刚才分析十分相近。

衰退过后第一季，股指是否向好？同样数据中 7 次衰退后第一季表现如下：

日期	GDP (按季 %)	股指变化 (%)
30/06/1975	2.9	14.2
31/12/1980	7.7	8.2
30/06/1982	1.8	-2.1
30/06/1991	3.2	-1.1
30/09/2009	1.5	15.0
30/09/2020	35.3	8.5
30/09/2022	3.2	-5.3
平均	7.9	5.3
中位数	3.2	8.2
标准差	12.2	8.2
正值数量	7	4
负值数量	0	3
最大值	35.3	15.0
最小值	1.5	-5.3

资料来源：彭博，数据截至 2022 年 12 月 28 日



衰退后第一季 GDP 按季表现预期中亮丽，平均升幅约 8%，最少约 1.5%。就算剔除 2020 年极端数据，平均升幅都有约 3.4%。股指变化较衰退时稳定，平均及中位数为约 5 至 8%，与标准差相若。虽然正负次数比例相若，但最大与最小值明显偏向正回报，反映值博率偏高。简单而言，当经济真正出现衰退时投入美股，数季后美股升幅较明显及可靠。

行业分析：衰退中寻宝

同样分析套在标普 500 中 11 项行业分类指数，但因为行业数据始于 1989 年，同时抽取 GDP 连续两季按季负值的次数只有 4 次（1990、2008、2020 及 2022 年）。整体数据分析并以颜色方格为指标中首 3 名表现最佳行业，例如平均值最高、标准差最低、负值数量最少及最大值最高（同分者都配以颜色方格），结果如下：

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

资料来源：彭博，数据截至 2022 年 12 月 29 日

股票

行业表现中平均及中位数较高同时标准差又较低的是必需品消费及健康护理，亦是普遍预期在衰退时防守性股份表现较好。所有行业正负回报率相若，但最大与最小值差距明显，极端比例(最大除最小值)显示必需品消费、健康护理及非必需品消费值博率较高。

同样以衰退程度分析，并以颜色方格为指标中首3名表现最佳行业，结果如下：

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

资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

刚才在指数分析中表现最差集中在按季GDP下跌2至4%区间，但行业分析结果显示双位数跌幅次数随衰退程度递增(红色字体)，反映当GDP跌幅愈大，行业表现普遍愈差。所有行业正负回报率相若，最大与最小值差距同样较大，值博率偏低分别是房地产、工业及物料等周期性股份，吻合传统分析的结果。综合指标表现中，必需品消费、健康护理、科技及非必需品消费是行业最佳。

衰退后第一季表现分析并以颜色方格为指标中首3名表现最佳行业，结果如下：

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

资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

分析结果与传统认知相若，当经济见底反弹时，周期性行业跑出。平均及中位数最佳表现是工业、金融及非必需品消费。正负值次数非必需品消费全胜(4比0)，极端比例结果中，这3大行业更是明显抛离其他行业，反映经济反弹与衰退时资金流向同样集中，有利制定股票策略。

最后，以上3大分析11个行业分类指数中得到颜色方格次数结果如下：

指标	能源	公用	必需品消费	健康护理	工业	金融	物料	房地产	科技	非必需品消费	通讯
整体数据	2	4	7	5	0	2	0	1	3	2	0
衰退程度	0	1	0	1	7	3	4	2	0	7	0
衰退后第一季	4	2	5	5	2	4	0	2	3	5	0
最终结果	6	7	12	11	9	9	4	5	6	14	0

资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

首5名得分最高行业依次序分别是非必需品消费、必需品消费、健康护理、工业及金融。以衰退为主题的投资策略中必需品消费及健康护理行业跑出实属正常，而非必需品消费得分最高反映了该行业在衰退前表现中规中矩，衰退后表现突出，因为美国GDP结构以内需为主导，经济反弹大多受国内消费支持，尤其偏重非必需品消费，所以资金追入该行业分类指数实属合理，工业及金融亦是传统周期股份之选。

综合分析，掌握投资时间在衰退期的行业投资策略中十分重要。初阶应集中在防守型股份，数据上必需品消费及健康护理为首选。当经济逐步回暖，周期性股份开始见底，分段分时吸纳周期性股份并等待经济走出困境，尤其非必需品消费表现料将傲视同侪。

估值分析：调整后才见吸引

截至12月28日，标普500指数预测市盈率约为17.3倍，与30年平均值17.7倍相若，不算昂贵但未言便宜，加上美国经济前景未明，以此水平入市诱因不大。再细心观察预测市盈率背后的预测盈利更令人诟病。同期指数每股盈利(EPS)为207.27美元，但市场1年后预测盈利为219.16美元，隐含增长率为约5.7%。美联储12月再提醒市场经济将明显放缓，将今年实质GDP增长下修至只有0.5%，各路分析更预期出现负增长(详情可参阅《宏观策略》章节)。再参考纽约联储银行预测1年后美国个人盈利或盈收增长率由去年10月3%下调至11月2.8%，此数据反映预测市盈率中隐含盈利增长率相对偏高或过于乐观。

美国注册投资基金资金流数额



资料来源：美国投资公司协会，数据截至2022年12月27日

以去年12月28日每股盈利207.27美元及标普500指数收市价3,783.22为基准，配合以下假设场景分析：

- 预测市盈率低过长期平均值作为入市准则，分析以30年平均值及每0.5个标准差向下修定至低1个标准差；
- 囊括上述各项盈利预测，以每1%向上及向下修定至正6%及负4%。

股票

以每股盈利为基础，标普500指数各预测水平的矩阵结果如下：

每股盈利： \$207.27	预测市盈率（倍）		
	30年平均值： 17.7	低0.5个标准 差：16.0	低1个标准差： 14.3
每股盈利 变化率（%）	标普500指数预测水平		
6	3,889	3,515	3,142
5	3,852	3,482	3,112
4	3,815	3,449	3,082
3	3,779	3,416	3,053
2	3,742	3,383	3,023
1	3,705	3,349	2,994
0	3,669	3,316	2,964
-1	3,632	3,283	2,934
-2	3,595	3,250	2,905
-3	3,559	3,217	2,875
-4	3,522	3,184	2,845

资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

得出上述不同场景的指数预测并比较设定收市价，指数百分比变化（%）的矩阵结果如下：

指数收市价： 3,783.22	预测市盈率（倍）		
	30年平均值： 17.7	低0.5个标准 差：16.0	低1个标准差： 14.3
每股盈利 变化率（%）	预测指数百分比变化（%）		
6	2.8	-7.1	-17.0
5	1.8	-8.0	-17.7
4	0.8	-8.8	-18.5
3	-0.1	-9.7	-19.3
2	-1.1	-10.6	-20.1
1	-2.1	-11.5	-20.9
0	-3.0	-12.3	-21.7
-1	-4.0	-13.2	-22.4
-2	-5.0	-14.1	-23.2
-3	-5.9	-15.0	-24.0
-4	-6.9	-15.8	-24.8

资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

33个场景中只有3个录出正回报，其余近91%都是亏损。就算上调每股盈利亦改善不了美股弱势，但跌超过20%所谓技术性熊市的机会亦不大，结果中只有7个场景即约21%机率。总体平均回报率为负11.5%，最差场景为

下跌近25%，最佳预测结果只有2.8%。以标普500指数3,783.22点为基础，美股下跌11.5%，即3,348.15点才算合理水平，这亦与上述指数分析吻合。配合适时投资策略，历史上短期经济衰退往往是长期吸纳的机会。

衰退主题外的其他因素

馀温犹存的能源板块

俄乌战事后欧美与俄罗斯在能源领域互相制裁，最新包括欧盟对俄罗斯原油实施进口禁令和G7集团设定的价格上限，俄方亦坚持宁愿减产也不会向实施上限的国家出售石油。表面上制裁窒碍供应，但禁令可通过允许第三方买家使用欧盟海事服务来促进与俄方贸易，价格上限设在现货水平更高的位置，对俄罗斯影响实在隔靴搔痒，对油价影响微乎其微。

根据国际能源署12月报告显示⁵，俄罗斯石油继续全球流动，尽管对欧洲出货量下降43万桶（每天，下同），讽刺是11月俄方石油出口总量反而增加27万桶至810万桶，为4月以来最高水平。去年11月石油输出国组织+（OPEC+）减产200万桶，但非OPEC+国家连续多月增产，尤其美国、巴西及北海集团，年内增幅达310万桶，完全抵销OPEC+减产的影响。

尽管全球石油需求季节性放缓，但近月石油消耗量持续走高，非OECD地区尤其明显，包括中国、印度及中东。相比之下，OECD石油需求仍然低迷，宏观经济逆风持续，整体取决于经济复苏表现。

去年石油需求全年增长230万桶，今年预期将增长170万桶，达到每天使用量1.02亿桶。随著欧盟对俄罗斯原油进口禁令和G7集团的价格上限生效，预计今年供应将出现大幅下跌。去年全球年度增长470万桶，今年预期只有77万桶，使每天供应量达到1.01亿，令全球供需大致平衡。

虽然油价下跌对面临通胀飙升风险的消费者无疑是喜讯，但国际能源署认为随著冬季过去及预期今年第二季将实现供需平衡，油价再下跌空间不大。对俄罗斯能源供应全面禁运的影响仍有待观察，加上中国放宽抗疫限制料刺激这世界第二大石油消费国的需求更快复苏，不排除再次出现油价上涨的可能性，有利能源行业盈利维持去年水平。

党争趋向白热化

上季《股票》章节中已分析过去40年共10次中期大选，选举结果执政党失去其中一个议院控制权共出现9次，今次选举结果符合上季预期。

⁵ 见国际能源署网站，<https://www.iea.org/reports/oil-market-report-december-2022>

拜登执政民主党失去众议院控制权，「蓝色浪潮」正式落幕。总统任期下半场料执政民主党将受到共和党在施政上各方阻挠，尤其财政支出上，因共和党经常将高通胀归咎于拜登执政头两年支出方案⁶。尽管拜登已签署《通胀削减法案》⁷，但未来共和党仍可通过其他手段阻止或削弱法案执行，包括新能源产业链、芯片及晶片研发等发展将面临阻力。

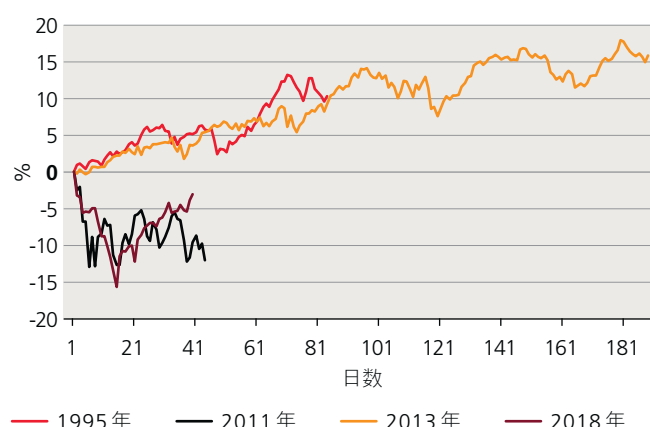
更迫在眉睫的将是债务上限讨论。根据美国财政部演绎⁸，债务上限是国会对联邦政府可拥有未偿还国债数额施加的限制。财政部利用国债来支付到期的票据及未来的投资，但当债务达到上限，联邦政府便失去支付账单和资助项目或服务的能力。但仍可使用国会授权的特别措施暂时中止某些政府内部债务，使在达到上限后限内为项目或服务提供资金，避免债务违约。虽然美国从未违约，尚未清楚相关负面影响，但相信会对美国甚至全球市场带来灾难性影响。

近代两党因债务上限(连带财政预算案)争论导致政府停摆，甚至影响主权评级屡见不鲜：

- 1995年时任总统克林顿任期内共和党控制参众两院，并在减税及医疗拨款等经常针锋相对。当年11月政府首次停摆5日后又在12月停摆21日，最终翌年3月达成共识并设定上限为5.5万亿美元⁹；
- 2011年8月两党争辩导致标准普尔首次将美国政府信用评级由AAA下调至AA+。时任总统奥巴马最终同意10年内削减超过2万亿美元支出以结束危机¹⁰；
- 2013年1月时任总统奥巴马与共和党再次对峙。共和党反对上调债务上限，目标是废除当时奥巴马政府标志性的《平价医疗法案》，最终在大幅修正法案并抗辩至10月才结束¹¹；
- 2018年12月，民主党拒绝在兴建美墨边境围墙的57亿美元拨款上达成共识，迫使政府进入局部停摆。直到翌年1月时任总统特朗普让步并签署不包括围墙费用的政府预算案。这次停摆长达35日，成为美国史上最长的停摆¹²。

根据上述近4次美国政府停摆，期间标普500指数表现两极：1995及2013年持续走高，相反2011持续弱势，虽然2018年事件中指数曾出现反弹，但完结前仍低过最初水平。结果显示没有偏袒于政党，但持续时间较短反而对指数不利。

美国政府停摆期间标普500指数变化



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

截至12月28日，联邦债务总额达31.32万亿美元¹³，料在年内达到2021年12月设定约31.4万亿美元的上限。共和党有意在执掌众议院后将提高债务上限与削减政府支出捆绑起来，包括削减社会保障及医疗补助计划等，料拜登政府将积极反抗。但两党相争，受害的是美国经济及民生。

民情上共和党或在妇女堕胎权、枪支管制等较争议性法案上拖垮民主党执政，迫使拜登政府将重心转移至外交，对外强硬姿态继续成为政策主轴，例如中美关系恶化。

经济碎片化有利政策套戥

「去全球化」概念已成为投资策略中不能忽视的因素，根据OECD数据显示，国际贸易限制对各主要经济体都没有好处，实质GDP影响各异但以东南亚地区影响较大，毕竟该地区仍是以出口为主的经济体占比较大。

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

⁷ 见民主党参议院网站，https://www.democrats.senate.gov/imo/media/doc/inflation_reduction_act_one_page_summary.pdf

⁸ 见美国财政部网站，<https://fiscaldata.treasury.gov/americas-finance-guide/national-debt/>

⁹ 见美国政府问责署网站，<https://www.gao.gov/products/aimd-96-130>

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

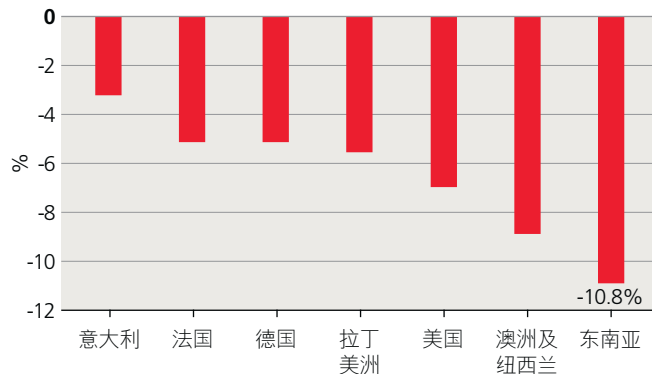
¹¹ 见CNN网站，<https://edition.cnn.com/2013/10/16/politics/shutdown-showdown/index.html>

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

¹³ 见美国财政部网站，<https://fiscaldata.treasury.gov/datasets/debt-to-the-penny/debt-to-the-penny>

股票

国际贸易限制对实质 GDP 影响



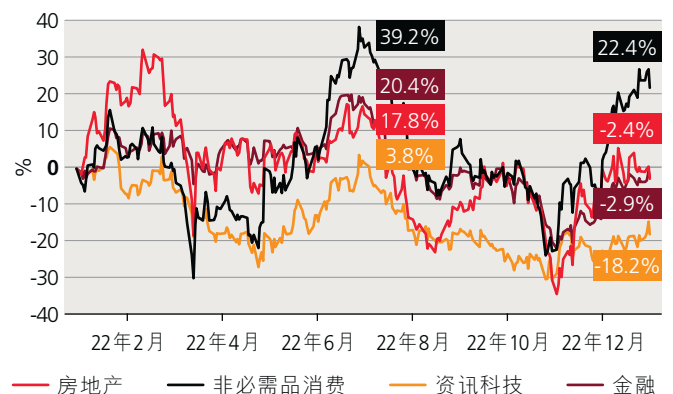
资料来源：经济合作暨发展组织，数据截至 2022 年 11 月 22 日

俄乌战事后各国领导人眼见参与国不惜一切地互相制裁，其他国家除了保持中立，亦不想坐以待毙，促使各国突破地理上局限，以意识形态、经济结构，甚至民化历史互相吸引，同时排斥异己，引伸出「经济碎片化」的新秩序（详情可参阅上季《宏观策略》章节）。有危有机，当中经济脱钩造就政策套戥 (Policy arbitrage) 的投资机会，参考例子如下：

- 房地产：中国人民银行及银保监会去年 11 月发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》(简称「金融 16 条」)，及于 12 月中央经济工作会议中发出确保房地产市场平稳发展讯息，与 2020 年中国政府为针对房地产企业债务风险提出的「三条红线、四档管理」监管要求成强烈对比，货币政策逆转有利资金重投中国房地产板块。相反，美联储多次强调遏抑通胀为重中之重，未达到 2% 目标前货币政策将持续紧缩。全美住宅建筑商协会 (NAHB) 房产市场指数去年 12 月为 31，距离 5 年底部 30 (2020 年 4 月) 只差一线，指数低过 50 为发展商趋向悲观；
- 非必需品消费：中国中央经济工作会议中把「内需」放在首项，配合「国内国际双循环」为经济主体，加上预期经济增长在放宽抗疫政策后反弹，料将出现一轮复常后「报复式」消费，有利周期性的中国内需板块。相反，美国上市的国际企业，尤其过去盈利丰厚的金融及科技公司，都提出不同的裁员计划，目标大多为中层职位。加上冷却房市将带来逆财富效应，减低中产可支配收入将影响美国本土消费。

- 资讯科技：中央经济工作会议其中一项重点是支持平台经济发展及创新，更重要是「走出去」在国际市场大显身手。相比 2020 年时在科技金融、民生相关的科企提出不同领域的行业整改，防止行业野蛮生长。今天政策出现明显逆转料将有利中港科技板块。相反，欧美科技企业在资金充裕时可在研发部门 (R&D) 投入大量资源，但发现回报未如理想 (例如「元宇宙」产业)，加上美联储收紧货币政策，唯有尽快止蚀离场。另外被中国拒诸门外的虚拟货币市场出现大型违规事件，将窒碍行业发展。
- 银行：近 10 年欧美央行利用宽松货币政策以刺激经济增长，但遮掩核心问题，例如企业及个人高杠杆，游资投入资产市场 (例如房市、股市) 而非实体经济，银行业当然受惠其中。相反，中国经历过 2008 年的教训，近年来坚持不会「大水猛灌」，产生出「定向降准」等以对症下药的货币政策，更重要是 2020 年大规模进行去杠杆，全球大幅加息前先为经济动「大手术」，确保经济在大风浪中平稳发展。今天欧美金融业当然受惠息差上升，但更大风险是违约率递增。当经济步入衰退，更高利率都不敌「落雨收遮」的传统银行操作，再高利率都无福消受。

中美各行业分类指数比例变化



资料来源：彭博，数据截至 2022 年 12 月 29 日

以 MSCI 提供的中国行业指数与标普 500 行业分类指数走势作比例呈现，例如 MSCI 中国金融指数除以标普 500 金融指数，比例走势愈高反映中国金融股表现较佳，反之亦然。结果显示由去年 11 月起 4 大行业 (资讯科技、金融、房地产及非必需品消费) 走势表现中，中国比美国指数表现更佳。虽然资讯科技、金融及房地产表现仍较年初落后，但近月升势凌厉，较年内高位仍有超过 20% 空间。非必需品消费较年初已高出超过 20%，比年内高位仍有约 17% 空间。

「东升西降」可能在政策反差上更好呈现，透过政策套戥寻找利润空间亦视作另类的股票投资策略。

香港及内地股市展望 — 冬去春来

去季大市来回地狱人间 国内政策转向造就绝地反击

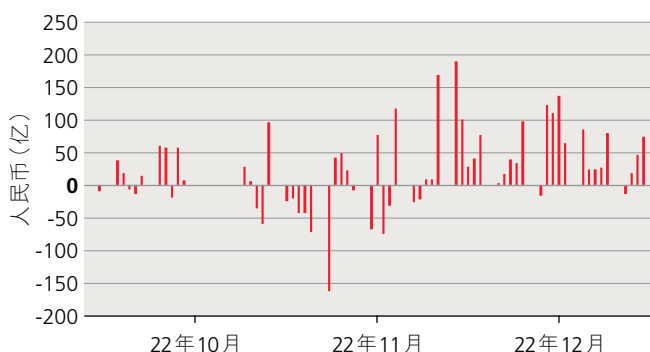
去年第四季，中港股市走势峰回路转，10月内地召开「中共20大」后惹来市场担忧新任经济团队的专业与经验，以及是否继续以推动经济增长作为发展重心，加上国内经济数据因疫情封控影响急转直下，触发外资大举减磅中资股。另一边厢，美联储的激进加息之路未见尽头，10年期美国国债收益率一度抽升至4.3%，同时美元屡创近年新高，离岸人民币曾跌至7.5水平，均导致港股「一沉百踩」。恒生指数期内最低下试14,597点，创2009年以来新低，按月跌幅高达15%。内地A股表现虽较港股坚挺，惟上证综合指数及沪深300指数也分别下挫4.6及7.8%。正当市场气氛充斥著绝望和恐慌，认为港股正堕进万劫不复的深渊之际，又有谁人可以料到当刻可能已经是漫长黑夜之尽头，破晓就在顷刻之间？

上期本栏的主题为「静待黎明」，意谓在情绪极度恐慌的熊市末期当中，投资者更须冷静沉稳，静待黑夜尽头之曙光，亦即是恐慌性抛售过后人弃我取的机会。上季曾提及港股估值已处于历史洼地，动量技术指标亦属极端超卖，物极则必反，只待数个转捩点出现就将成为好友绝地反击之时机，现在回望结果也相差无几。

首先，11月美国最新公布的通胀数据显著回落，确立通胀见顶预期。美联储官员「鹰姿」稍作收敛，开始释出放慢加息讯号，此后美元汇价及美国债息从高位迅速回落，为港股反弹行情揭开序幕。其后美国中期大选结果与预期相若，中美元首于G20峰会前举行会晤成果亦正面，双方共同传达避免对抗冲突的立场，台海紧张局势短期得以降温，也是此轮港股估值向上修复的重要助燃剂。当然，中港股市得以绝处逢生，国内政策之修正及加持最为功不可没。在防疫政策上，中央先后发布「优化防控20条」及防疫「新10条」，删去动态清零的表述，其后更将新冠病毒的防控标准从「甲类」降级为「乙类乙管」，并不再对确诊者或密切接触者实施强制隔离，变相与外国的抗疫政策逐步接轨，令市场憧憬复常之路指日可待。此外，过去一年不断缠扰市场的内房债务问题也随著多项支持政策推出而渐见缓解，当中以提供银行授信、担保发债及股权融资的「三箭齐发」最为震撼，为财困房企及时补充流动性，避免骨牌式无序违约继续发酵。

随著以上各个转捩点逐步显现，中港股市于11月初起大幅反弹，截至12月29日，恒生指数、恒生科技指数、上证综合指数及沪深300指数分别从低点回升34、44、6及10%，远胜欧美股市同期表现。另外根据沪深港通北向资金数据，11及12月（截至19日）别录得762亿及797亿人民币之净流入，大举扭转10月录得237亿净流出局面，反映海外资金正密集加仓配置中资股，象徵市况曙光初现。

沪深股通北向资金净流入



资料来源：AASTOCKS.com，数据由2022年9月16日至2022年12月19日

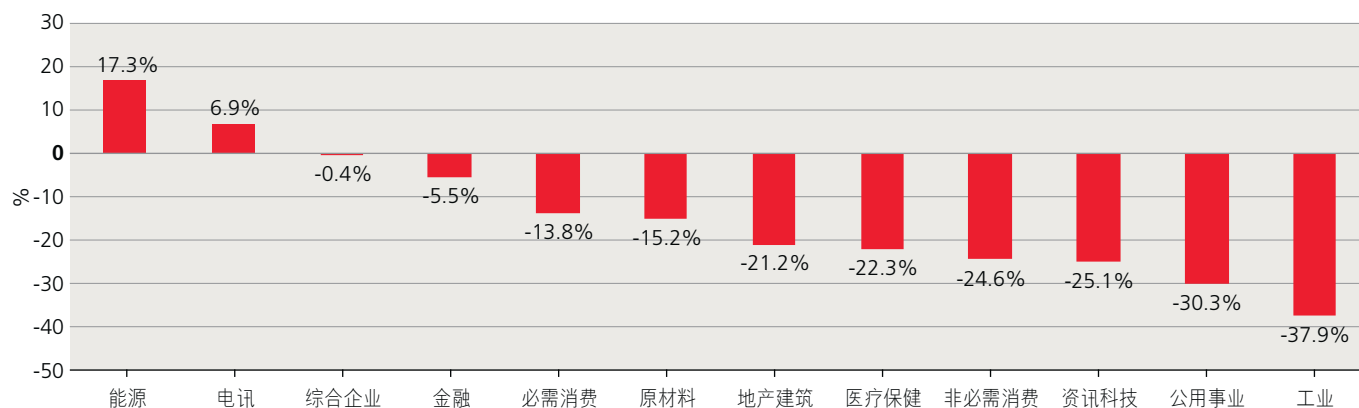
摆脱极端漫长熊市 今年料迎来和煦春天

过去两年中港股市经历的熊市，调整行情不论以深度还是时间长度计算均已是历史级别。期内MSCI中国指数自2021年2月高点下跌至2022年10月低点，跌幅高达63%，属2008年金融海啸之后的最深跌浪。下行周期达621日，更是近20年来最长的熊市。从港股分类行业表现看，截至2022年12月9日，除能源业与电讯业外，其余各个分类行业指数年初至今均录得跌幅，当中工业、公用事业、资讯科技业及非必需消费行业表现最为差，下跌幅度介乎24.6至37.9%。

经历过极端严寒的冬天后，我们相信2023年中港股市将迎来和煦的春天。受惠内地疫后经济重启、国策方向稳增长优先、房地产风险化解、中概股审计检查进度理想、美国通胀及利率见顶等潜在利好因素，可望率先推动估值收复，继而企业盈利预测上调，新一轮牛市可能已悄悄展开。当然，中国放开防疫措施初期可能面临感染人数急速反弹的风险，对劳动生产力、社会消费层面或造成一定程度扰动，经济数据乍暖还寒，但对中港股市的影响料短暂而有限，若首季大市出现适度回调，反而是一个逢低做多的时机。

股票

2022年港股各行业分类指数表现



资料来源：彭博，数据截至2022年12月31日

内地疫后复常之路料崎岖 旅游消费航空板块可趁回调吸纳

随著中央政府宣布撤除大部份防疫措施，中国经济重启蓄势待发，被遏抑多时的消费及出游需求料于传统春节旺季爆发性释放。根据网上旅游平台携程的数据，防疫「新10条」公布后，内地机票搜索量升160%，春节前夕（年廿五至除夕）的机票搜索量猛增至三年来最多。虽然最终订购量与搜索量可能存在一定偏差，惟反映国内居民经历过以往几年「就地过年」后，今年春节可回乡度岁的殷切期盼。再者，由于国内城市取消落地检测，并大幅放宽进入旅游景区的标准，例如免除核酸检测要求、调高入场人数上限等，预期沉寂多时的长途跨省游活动将重拾生机。至于针对入境人士的检疫时间，上季先从「7+3」调整至「5+3」，及后甚至完全撤销集中隔离管制，中央政府亦表示将有序恢复国民出境旅游，消息公布后内地主要线上旅游平台的国际机票及海外旅游签证的搜索量瞬即飙升，憧憬国际旅游将于今年次季的清明长假期间强劲复苏。从投资角度

看，最直接受惠的板块包括航空、线上旅游平台、旅游用品相关消费、免税店、澳门博彩、啤酒、餐饮、酒店等，而自11月以来相关股份表现气势如虹，升幅介乎23至114%，大幅跑赢大盘指数。

然而，疫后重启之路往往不是一帆风顺。春节前后大规模人口流动和人员聚集，将极大机会导致感染人数急剧飙升。参考韩国及台湾等地的经验，放松防疫措施后的经济活动大致呈现J曲线，即是开放后短期内因为多人确诊反而会令消费及生产活动暂时下降，待达到疫情高峰后再逐步收复。在这个过渡阶段中，不排除早前已累积一定涨幅的潜在受惠板块须先行回调，同时须密切关注重症及死亡率的变化、医疗体系的负荷水平、官方对疫情的措辞和取态等指标，若情况未有明显逆转，相信一至两季内可实现全民免疫，后续疫情对经济和股市的困扰可进一步弱化，故首季较理想的投资部署是伺机而动，待回调时候低吸吸纳。

各受惠板块表现

板块	代表股份数目	股价平均升幅（11月1日至12月30日）	受惠理由
航空	4	22.9%	预期春节国内航线客运量急速提升，国际航线稳步复苏，且票价持续高企可助收益率改善
澳门博彩	6	114%	憧憬内地加速发放电子签证及复办访澳旅行团，今年赌企博彩收益可望录得强劲反弹
啤酒、餐饮	6	60%	餐饮企业及酒吧营运时间可回复正常，不但可提升短期同店销售表现，且有利加快开店步伐；线下渠道恢复，有助高端啤酒销情回勇
线上旅游平台、免税店	4	61.2%	景点门票、机票及酒店预订量料大幅反弹，海南属内地居民的热门旅游热点，当地免税店人流及奢侈品销售额料显著受益

中港通关如箭在弦 本地多个板块蓄势待发

随著内地大刀阔斧调整疫情防控后，港府亦于12月下旬大幅修订入境检疫政策，并近乎移除所有剩余的社交距离限制措施，例如旅客入境香港前毋须进行核酸检测、出入场所毋须持有疫苗通行证、公众地方聚集人数不再设限、密切接触者毋须隔离检疫等，相信这将有助海外旅客回流之余，中港免检疫通关亦仅是一步之遥，势将提振内地访港旅客人数和相关消费力。由于疫情前国内旅客占访港旅客总数比例高达78%，对香港旅游业和零售业可谓举足轻重，故一旦通关，最直接的受惠板块必然是本地非必需消费、餐饮、地产收租、酒店及交通运输等。此外，国内旅客对美元和港元计价的理财产品（如基金、保险、信托等）一直情有独钟，因此本港及国际银行和保险相关股份也将间接获益，例如银行股的非利息收入及保险股的新业务价值料出现显著改善。

当然，香港此刻与疫情前相比，很多客观因素也不尽相同，最明显的是人民币汇价较疫情前数年转弱不少，这某程度打击内地人士访港购物意欲。此外，国内政策近年主张拓展内需消费，例如派发消费券鼓励居民留国消费、下调多项商品消费税率、支持免税店行业发展等，均难免对香港传统购物天堂和旅游热点带来冲击。如此，投资上述本地零售与收租等相关股份时，我们认为可参考该股份2018至2019年（社会事件及疫情前）的高位，再打折扣10至15%，来作为今年上半年的目标价。参考MSCI香港指数（主要成份股为香港本地企业），虽然上季已从低点反弹逾30%，惟现水平仍低于2019年高位约21%，意味未来半年尚有接近15%的潜在上望空间。

过去5年 MSCI 香港指数走势



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

「两会」调升GDP目标势在必行 内需消费板块可重点配置

去年12月召开的中央经济工作会议表明，今年政策重心从防疫转为全面稳增长，当中新增「加大宏观政策调控力度」的表述，反映新任决策层对稳增长的决心，经济增长可能重新成为地方政府今年最重要的绩效指标。若然三月举行的「两会」将年内经济增长目标调升至5%或更高，势将成为一众中资股盈利预测上调的催化剂。此外，中经会进一步强化扩大内需的重要性，特别点出「要把恢复和扩大消费摆在优先位置」，可见跟2022年扩内需的重点比较依赖增加基建投资、引导制造业转型升级等方面不同，今年扩内需的引擎将重新回归至居民消费层面。我们预期：i) 地方政府派发消费券的规模将继续增加，直接补贴购买消费电子产品和家电产品；ii) 鼓励发展服务性消费，如文化旅游、育儿养老、医疗保健、教育体育等；iii) 支持低碳消费，如新能源车、节能家电等。

在上述大前提之下，我们同时看好必需和可选消费板块。整体来说，前者较受惠产品升级、原材料和包装成本回落，带动毛利率改善，当中啤酒、饮料、乳品等行业稍看高一线；后者则受惠线下销售渠道正常化，以及经济复常下刺激居民购买力释放，龙头品牌企业同店销售反弹有望，其中旅游、电影、运动用品、珠宝钟表、家电等细分行业料较易突围而出；另外互联网电商平台股份亦可望受益于GMV及广告收入同步回暖，加上中经会提及「提升平台经济常态化监管水平，支持企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手」，可见政策监管风险已大致消退，股价该可跟随大市逐步收复失地。

政策倾斜内房板块 国企内房股值博率较高

国内上季发布支持房地产业的「金融16条」政策，从起初重点支持保交楼，逐步扩大至主力为房地产企业融资保驾护航，例如：i) 指导国有及大型股份制银行向数十家优质房企签订授信协议，总额超过2万亿人民币；ii) 中债信用增进投资公司为多家民营房企担保发债，大幅减低其发债成本；iii) 恢复上市房企于A股市场再融资，支持兼并重组相关股权融资等。以上措施即使未能完全根本性化解内房行业积聚多年的债务问题，但至少降低了短期出现大规模违约、火烧连环船的金融系统性风险。事实上，多家财困民营房企近期与债权人商讨债务重组方案的进度变得更顺利，不少已成功签订延期还款等协议。更重要的是，当房企现金流压力得以纾缓，早前停工的项目可逐步恢复并加快交楼步伐，居民购房置业的信心自然谷底回升。再者，我们预期上半年中央将推出更多提振住房需求的措施，包括限购松绑、购房退税、降低首付比例和房贷利率等，预期可支持内房企业合约销售于第二季回稳、下半年重拾同比增长。

股票

毋庸置疑，今年内房行业的基本面在政策倾斜下已摆脱寒冬。以目前整个板块的市帐率仅为0.7倍左右计，仍低于2010年以来平均值(1.13倍)超过1个标准差，估值料尚有上调空间。不过，投资者对以下两项风险因素也不能掉以轻心，其一是内地住房单位库存高企，发展商短期内仍需减价套现，故房价之跌势暂难言见底，房企毛利率下行之势上半年将延续；此外，当股价累积一定升幅时，内房配股融资的活动将陆续有来，尤其对本身负债比率较高、短期现金比例较低的民营房企而言，配股集资用作还债可谓顺理成章，且根据上季的经验，配股价的折让幅度往往超过10%，对股权做成的摊薄颇大。因此，投资内房板块时的选股条件相当重要，我们认为首选是具央企或国企背景的内房企业，因这类企业财务状况稳健、信贷或发债融资成本相对较低，出现大折让配股的机会很微。同时，它们拥有充沛高素质土地和可售项目储备，未来更有机会对民企的优质资产进行并购，可望成为行业持续整合下的赢家。

过去10年沪深300房地产分类指数市帐率



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

中港股市盈利预测与估值料续上调 恒生指数半年目标21,840点

中港股市的每股盈利预测过去一年持续被市场下调，期内恒生指数及沪深300指数的每股盈利预测(未来12个月)分别下调15及3.8%，惟最近一个月渐见回稳。假设内地疫后复常进度理想，我们相信今年企业盈利将于次季重拾增长。恒生指数每股盈利预测(未来12个月)可从目前的1,896港元上移至1,950港元。估值方面，目前恒生指数未来12个月预测市盈率为10.9倍，虽已较上季的历史低点8.3倍显著调升，但仍然低于过去15年平均值(11.9倍)约1个标准差，料尚有向上修复空间。若给予预测市盈率11.2倍，恒生指数上半年的目标水平为21,840点。

2018年至2022年恒生指数盈利预测趋势



资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

恒生指数预测市盈率



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

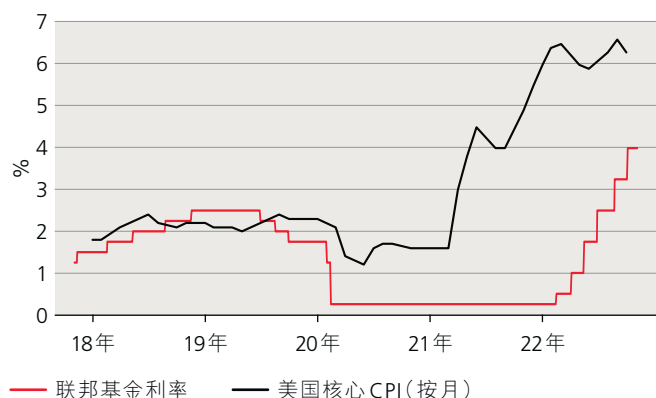
中国及亚洲股市展望 — 2023 年市场继续充满挑战

全球通胀虽然处于结构性高位，但有下行趋势。经济衰退将取代加息成为困扰市场焦点。欧美经济将无可避免陷入衰退。东亚联丰认为，明年风险资产情绪将有所改善。资金可能要待明年下半年才较显著地流入股市，投资者对固定收益资产，也会重拾兴趣。

加息周期接近尾声，环球股市有望温和复苏

面对加息、通胀等风险因素，过去一年投资者减少对股票的配置。东亚联丰认为 2023 年风险资产的前景将会改善。虽然来年经济前景依然不明朗，个别企业盈利受压，但由于预计美国联储局不再大幅加息，股市因而面对的估值下调压力有所纾缓，环球股市调整相信接近尾声。随市场审视未来几个月通胀数据是否见顶，资金才较明显流入风险资产，相信股市于 2023 年下半年有温和回升的空间。

美国通胀出现缓和迹象



资料来源：东亚联丰投资、彭博，数据截至 2022 年 12 月 5 日

随著加息周期接近尾声，预示美元汇价抽升至数十年高位的情景不再。当美国加息步伐放缓，利率波动转弱，美元升势将缺乏支持，加上全球央行和美国货币政策距离渐渐收窄，有利估值偏低的非美元计价股票，例如欧洲和包括中国在内的亚洲地区。当中投资团队尤其看好亚洲，特别是东盟成员国。

重启经济带动消费、通讯科技；流动性减少下仍须严选个股

在亚洲，受需求复苏和中国放宽疫情限制带动，团队看好受惠重启经济下的板块，例如通讯、必须消费品、科技和医疗保健等。而俄乌战争，严寒天气等因素所引发的能源供不应求情况，则有利能源股。板块同时亦能够为通胀作对冲。相反，任何倚重高昂的能源价格或环球供应链的行业均不被看好。

在经济下行周期，面对央行紧缩政策，市场流动性将减少，企业如果财政状况脆弱，具融资压力，所面对的风险会是很高的，因此，团队在各板块严选个股，只会挑选现金流强劲、盈利能见度高和具防御性的企业。

中国股市现曙光，具战略性投资机会

中国新出台的房地产和疫情措施有助改善整体投资气氛，带动经济复苏的预期。我们看好增长型股份以及受惠重启经济的板块。除了科技股和内房股，我们也看好科技硬件，认为明年下半年将出现改善。

虽然我们对中国股市的悲观情绪有所减轻，但团队对整体形势仍保持警惕。原因之一是结构性不明朗因素犹在。中国与西方国家之间的紧张关系将持续，有机会在中期加剧。其二，当局虽然三年来首次放宽疫情政策，包括缩小核酸检测范围、出入公共场所不须要再检查核酸证明以及缩短入境人员隔离期等，但执行起来的实际情况仍有待观察。地方城市对病例增加的容忍度、加强老年人疫苗接种和医院的准备工作，以及放宽政策后个案会否大幅上升等都有待时间考证，因此，团队会平衡周期性和结构性股份配置。

长远投资角度来说，我们认为绿色技术和医疗保健两者不单具发展潜力，亦得到政府政策支持。医疗保健行业估值处于低水，且创新医药兼享优惠政策。而中国企业在太阳能电池板和电动车锂离子电池生产等各种绿色技术领域上享有全球占领导地位的优势。

股票

东盟银行股和澳洲能源股备受瞩目

中国以外，亚洲股票尤其是东盟地区，前景持续明朗。以印尼和新加坡为例，两国的经济基础强劲，在放宽防疫措施限制后，两地的经济稳步复苏。息率上升有利银行业，因为银行可为贷款重新定价，从而提高利润和资产回报率。而印尼和新加坡银行业的信贷质量及贷款增长均属理想，因此，我们认为前景相当乐观。

另外，我们仍然看好印尼的能源股。印尼是棕榈油、煤炭、天然气和铜矿石的主要能源和商品出口国，受惠于仍然高企的商品价格，石油和天然气出口增加，令该国10月份录得56.7亿美元的盈余。澳洲同样拥有许多发展电动汽车、交通工具和其他绿色技术的重要矿产。尽管中国经济疲弱影响需求，但全球的铝、铜、镍和锌等库存量偏低，为金属价格带来支持。工业金属面对供应短缺，需求却受绿色能源发展而不断增加，为工业生产国的股份注入动力，制造更具吸引力的前景。

同样是主要能源出口国，澳洲能源股亦被看好。澳洲与卡塔尔和美国并列为主要液化天然气出口国，俄乌战争影响能源供应，澳洲商品出口公司因高企的石油、煤炭和液化天然气价格而录得丰厚收益。面对地缘政治局势持续紧张以及对冲通胀的需求，相信能源供应短缺不会在短期内消退，价格会在高位徘徊一段时间，投资团队因此对能源股维持积极态度，捕捉能源公司潜在的强劲现金流和盈利。面对市场资本流动性收紧，稳健的资产负债表将成关键指标。团队会密切留意经济放缓减少需求所带来的影响。

个别亚太股票市场如澳洲表现优异



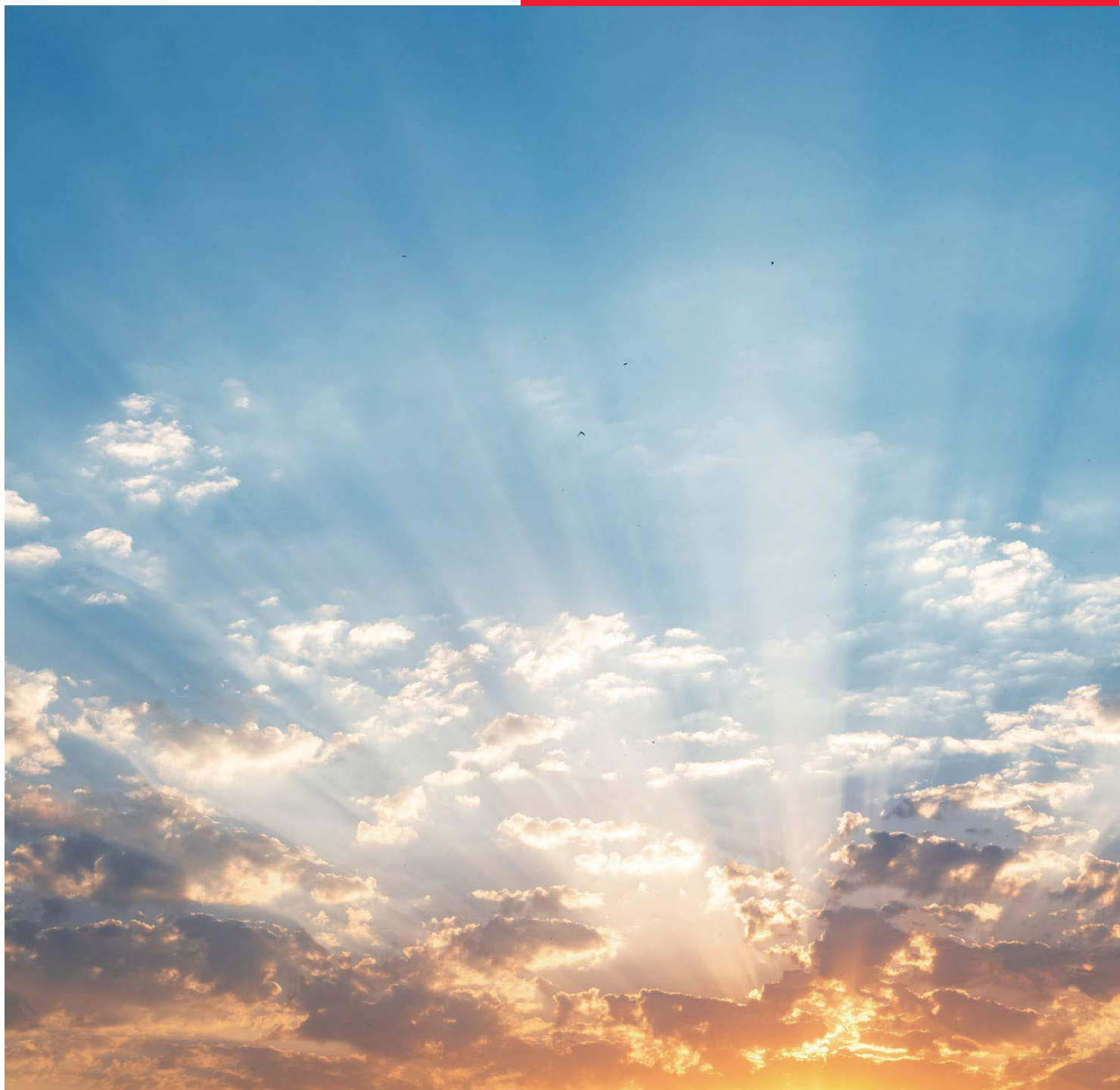
资料来源：东亚联丰投资，数据截至2022年11月30日

本文由东亚联丰投资管理有限公司(「东亚联丰投资」)编制，仅供参考之用。东亚联丰投资并不以此资料邀请作任何行动，或提供任何建议或推介。本文或其内容并不构成任何促使、邀请、广告、诱因、承诺、保证或作出任何类型或形式的代表及东亚联丰投资就此表明并不为此负上相关责任。本文所载资料根据东亚联丰投资认为可靠并以「现况」的基础上提供。即使竭尽所能力求准确，东亚联丰投资及其辖下董事/职员并不为其内容的准确性、完整性或时间性负上任何责任。所载资料乃属东亚联丰投资拥有。未经东亚联丰投资事先书面同意，本文或其任何内容均不可予以复印或分发予第三者。本文未经香港证券及期货事务监察委员会审阅。



否极泰来

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪
东亚联丰投资团队



否极泰来

上季标题是《灰犀牛》。债市首3季表现令人失望，主要受美联储及其他央行不断加息影响，但加息未言结束，预期11及12月各加息75及50点子后，2023年才有可能随通胀回落时暂停，同时偏高利率支持强美元带来的质化因素以支持疲弱经济。非美元债券市场违约风险上升，尤其欧洲企业债券信贷违约掉期(CDS)急升突显战事带来的负面影响，同时欧猪国家国债收益率正逼近7%的危险水平。亚洲央行加息步伐加快及本币受强美元冲击，都令强势的亚洲债券开始转弱。过去预测大致与今天结果相若。

本季标题是《否极泰来》。去年债券市场的表现为近代最差，物极必反，预期今年将迎来长期投资机遇。虽然全球加息潮仍未完结，预期美联储可能加息2至3次，并维持高利率至年底。但历史数据显示衰退同时加息的环境中，收益率正常化提供了可取的投资操作。长期曲线上升对债市造成负面影响，但分类指数分析中不乏化繁为简的投资选择。最后，加息周期末端往往是最佳投资切入点。当然否极泰来不代表一蹴而就，各违约风险处于高位，投资者仍须审慎应对。

美国利率：加息未尽、减息未至

美联储去年加息7次共4.25%，并以每月950亿(美元，下同)幅度缩表，美联储资产负债表成功止升为跌，截至去年12月28日，数值由最高的8.97万亿下降至8.55万亿。当然以上目的是遏抑由多种原因多年来交加的高通胀风险：多年来量化宽松政策、疫情突击迫使央行再增加流动性、俄乌战事刺激能源及食品价格上升、美国经济结构问题等。相信美联储明白紧缩货币政策不能解决所有问题，但这是主席鲍威尔仅能够主导的方法。

美联储的2%通胀目标是绝对性概念，缺乏与经济及市场表现互动，美联储亦较难解释在未达标前暂停加息。但实质利率是相对性概念，在经济数据互动下可能更有说服力。今天4.5%(名义)联邦利率相对4.7%核心个人消费支出(PCE)，只有负0.2%实质利率，较去年约负5%已明显收窄。美联储将今年利率目标设定为5.1%，暗示仍有60点子上升空间，预期美联储最少在上半年以每次25点子幅度加息两次。配合未来核心PCE有序下跌，相信当时实质利率将转为正值，有利推动经济实质性增长，美联储亦可藉此暂停加息。相反如通胀数据未见显著下降，美联储有可能再加息多25点子(详情请参阅《宏观策略》章节)。

全球通胀维持偏高水平

经济合作暨发展组织(OECD)预期全球通胀数据今明两年将维持偏高水平，OECD及G20成员国今年综合通胀预测分别为6.6及6%，主要源于欧洲国家普遍预测高过6%，新兴国家例如阿根廷及土耳其更出现83及45%通胀率，反映

无论俄乌战事结果如何，对全球通胀的影响将延续至今明两年。预期亚洲区通胀仍然受控，尤其中国通胀率维持较全球偏低水平，而且稳定徘徊在2%，间接反映中国货币及财政政策配合得宜的成果。

OECD 全球通胀预测					
组织	2023	2024	组织	2023	2024
OECD	6.6	5.1	G20	6.0	5.4
地区/国家	2023	2024	地区/国家	2023	2024
澳洲	4.5	2.5	阿根廷	83.0	60.0
加拿大	4.1	2.4	巴西	4.2	4.5
欧元区	6.8	3.4	中国	2.2	2.0
德国	8.0	3.3	印度	5.0	4.3
法国	5.7	2.7	印尼	4.1	2.5
意大利	6.5	3.0	墨西哥	5.7	3.3
西班牙	4.8	4.8	俄罗斯	6.7	6.1
日本	2.0	1.7	沙地阿拉伯	3.2	2.3
南韩	3.9	2.3	南非	5.9	4.9
英国	6.6	3.3	土耳其	44.6	42.1
美国	3.5	2.6			

资料来源：彭博，数据截至2022年11月22日

OECD预期美国通胀率今年只有约3.5%，与美联储预期一致，较彭博综合市场预期4%低一点，但无阻美国通胀见顶回落的共识。衍生工具市场预期结果相若，不论通胀掉期及通胀平衡利率，1及2年期利率持续下降，截至去年12月30日，4项数据徘徊在2.1至2.5%，反映市场预期较官方更进取。如此乐观预测，美联储是否将一改去年「鹰」姿？相信结果是否定的。

美国通胀相关衍生工具指标



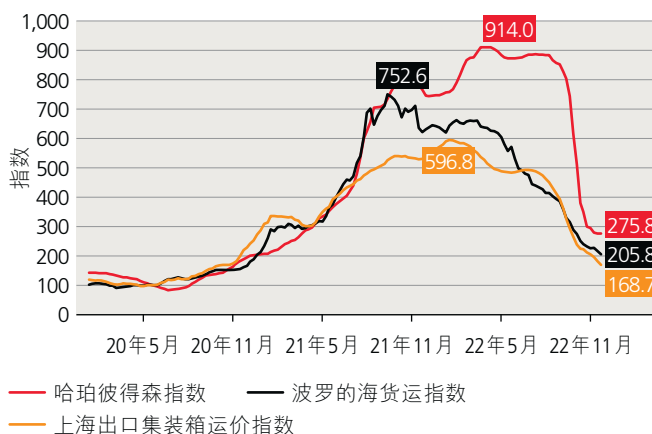
资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

债券

高粘性通胀左右决策

是次通胀除了是多次量宽积累的结果外，引爆点实是疫情导致供应链紧张，再到俄乌战事打乱全球能源及食品供应，供应侧传导至需求侧主导初期变化。及后当各国疫后复常，供应链逐步纾缓，本应有利全球通胀率回落。参考全球3大航运指数走势显示，去年第一季达峰后高位徘徊，直至下半年回吐。截至去年11月底，3大指数差不多回归至2020年初疫前水平，去年整体由高位急挫超过70%，加上能源及食品价格同期明显下降（纽约期油及标普高盛农产品指数同期下跌超过30%），都有利纾缓供应侧压力。

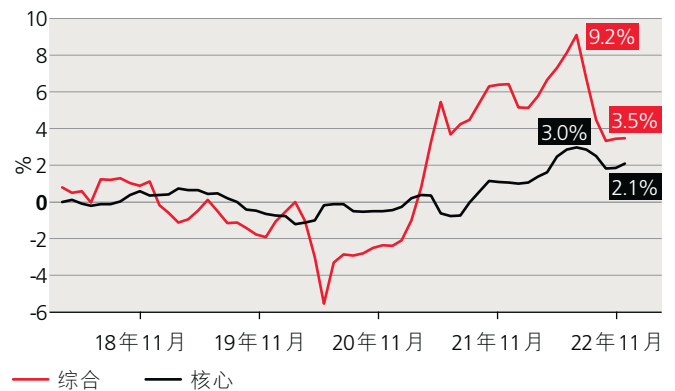
全球航运指数



资料来源：OECD，数据截至2022年11月22日

参考美国综合生产物价指数（PPI）与消费物价指数（CPI）差距，由2020年中开始持续上升至去年6月9.2%见顶，及后持续下跌至3.5%。同期核心PPI与CPI差距由高峰3%下降至2.1%。两者反映去年下半年航运、能源及食品价格下跌改善了综合通胀数据，但影响美国利率决策较大的核心PPI与CPI差距却没有明显变化。市场憧憬减息条件未能受核心通胀表现支持，更大问题是通胀成因已由供应侧流向需求侧，例如工资上涨、住房支出高企等，对货币政策敏感度较低或通胀粘性较高，并带有滞后性，例如失业数据普遍在经济放缓之后一季才会上升，令决策者更难落实政策。

美国PPI与CPI差距



资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

加息解决国债流动性问题

从整体财政角度分析，除遏抑通胀，持续加息亦有其他隐藏功能。

财政部长耶伦曾表示为国债市场流动性不足感到忧虑¹。美国国债供应激增以资助政府支出，但金融法规（补充杠杆率或其他资本要求）限制了大型金融机构参与国债交易的意欲。耶伦没有直言美联储执行「量化紧缩」（Quantitative Tightening, QT）加剧了债市流动性担忧，使央行可能不再是政府债务的主要买家，只表示美联储设有常备回购工具（即美联储规定按时购入一定数额国债），为国债提供流动性支持只是「可能会有所帮助」。

除美国法规及央行政策限制了债券造市商（Market-maker）投入无限量发行的美国国债，近年经济增长放缓（例如高增值工业外流、偏重内需及服务业、面对新兴国家挑战等），但社会支出不断上升（例如人口老龄化及疫后对社会保障、医疗保险和医疗补助需求上升等），加上去年俄乌战事后能源补贴，多重夹击下突显美国经济的软肋。虽然美国是「违约免疫」的国家，但2021年美国联邦债务相等于国内生产总值（GDP）约137%，料2022年总值将更高，市场开始质疑美国偿还债务能力。

更严重是「去美元化」影响。各国逐步减持美国国债。截至去年10月数据显示，海外持有量首次两席的日本及中国分别减持了2,260亿（美元，下同）及1,590亿，减持总量是第三位英国持有量（6,385亿）的约60%，更超过第四位比利时3,273亿总额。海外国家减持驱使国际投资者对美国国债更趋向审慎。

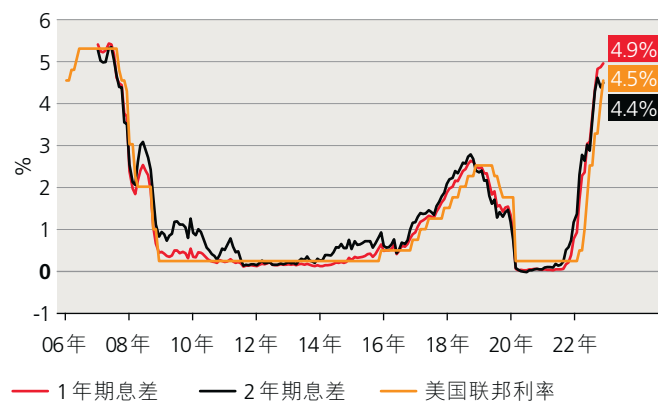
¹ 见彭博网站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-10-12/yellen-worries-over-loss-of-adequate-liquidity-in-treasuries?leadSource=uverify%20wall>

长期入不敷支的财政，连央行都自行修身，再多的国债找谁来买？这正是上述耶伦的潜台词。但因为美元及美债是全球金融市场的基石，美国国债市场失灵对每个人来说都是灾难。解铃还须系铃人，潜在违约风险上升应以市场规律提升风险溢价，以更高的收益率去吸引可承受风险投资者。因此，去年美国10年期国债收益率在持续加息下由最低约1.51%升至最高4.24%，引导新债收益率同步上升以吸引更多买家。利率牵引下加息有助逐步推升收益率，有利国债销情。

加息解决金融流动性问题

金融市场流动性正处于危险边缘。上季已分析当美联储执意快速且双管齐下地（加息同时缩表）收紧市场流动性，只会把金融市场流动紧张状况推向2008年金融灾难时水平。当时市场藉监管漏洞酿成金融灾难，最终由央行出手解决问题。但今天始作俑者是央行本身，今次谁有资格担任白武士？或者目送流动性断裂酿成另一次全球金融灾难（详情请参阅上季《债券》章节）？

SOFR与OIS息差及联邦利率



资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

截至去年12月30日，担保隔夜融资利率（SOFR）与隔夜指数掉期（OIS）的1及2年期息差分别是4.9及4.4%，上季两者分别是4.29及4.25%，当中1年期走势明显上升，反映金融（尤其银行）状况中短期流动性紧张情况恶化。同时两者与2007年高位分别5.4及5.3%进一步拉近，意谓流动性断裂风险趋升。但办法总比问题多，上季亦分析了美联储排除万难地加息，其中一个任务是透过官方息差不断推高美元，藉以吸纳境外美元来填补境内缩表的缺口。参考

2007年SOFR与OIS息差达峰时联邦利率是5.3%，与美联储去年12月点阵图中预测今年利率目标为5.1%相若，亦暗示如流动性继续恶化，与鲍威尔声明中「不排除进一步加息」的言论吻合²。

持续加息实在有其根本性原因，对遏抑通胀亦初见成效，贸然停止加息只是功亏一篑，更遑论减息？

衰退同时加息环境下的投资机会

纠缠于憧憬美联储减息实是「口惠而实不至」，分析加息对收益率影响及利率周期变化可能更见实际。

2000年后美国联邦利率开始其长期下降走势，2008年后更多次推出量宽政策，利率长期处于历史低位。当中曾经在2005及2015年出现数次加息，但因金融灾难及疫情迫使美联储回归原点。持续超过20年的下降轨迹，投资者仿佛已默认利率「只减不加」的悖论。超低利率下持有现金（例如存款）价值不高，投入债市赚取息差成为过去20年的投资主流。但投入资金愈多，收益率便愈压愈低，驱使整条收益率曲线愈见平坦。长短期息差不断下降，持有长期债券的时间（机会）成本递增，短炒债券取代「Buy-and-hold」策略成为近10年零售债市中投资风潮。直到美联储主席鲍威尔表示「负利率并不适合美国」³，暗示把0%设定为降息的终结。

时移势易，今天美联储主动加息，加息潮又有没有参考的终点？收益率随之上升又是否必然？

收益率曲线趋向正常化的投资操作

各项利率隐藏不同的互动及牵引性，主要受利率套戥或套息交易等活动驱动。正如存款利率高过债券收益率，假设并无违约环境下投资者将套出债券投入存款，发行人须要提升收益率才能与银行竞争资金，互动下利率及收益率有序递升，直到平衡。

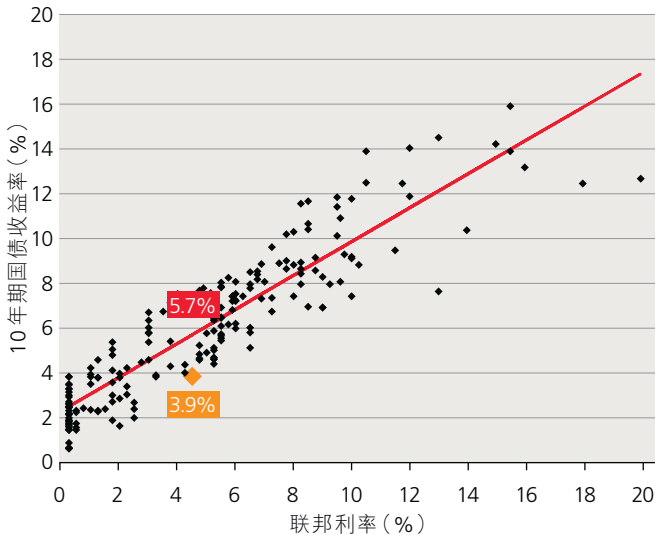
美国联邦利率与10年期国债收益率走势相若，但未能量化其关系性。根据过去40年按季数据并透过回归分析，结果显示两者有著长期正向关系（分析可靠度超过80%），而且在联邦利率8%以下的相关性更高。

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

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

债券

回归分析：美国联邦利率与10年期国债收益率



资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

今天联邦利率为4.5%，回归分析显示10年期国债收益率的合理水平应是约5.7%，突显去年底10年期国债收益率长期低过4%并不合理。差距当然包括时间值（10年期）及交易成本等技术性因素，但更重要是受到避险资金为应对未来经济衰退而大量囤积长期国债，令10年期或以上国债收益率普遍下跌，而2年期收益率受加息预期牵引向上，导致2与10年期收益率差距自去年6月起持续处于负值，亦曾出现负84点子历年第二低水平。因此，基本预测美联储年内最少加息50点子，加上避险资金因素，年内10年期收益率预期将最少升至4.3至4.5%水平。

美国2及10年期国债收益率



注：橙色面积为收益率差距负值地带

资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

收益率曲线倒挂传统上反映市场预测衰退将至，但数据上当真正落实衰退后，收益率差距大多为正值。抽取始于1977年2与10年期收益率差距数据，并以连续两季GDP增长出现负值为衰退指标，分析结果如下：

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

资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日



Image source: Unsplash

近45年数据中曾出现6次衰退，共14个季度中只有3个收益率差距出现负值，即正值比例约79%。暗示当衰退落实后近8成机会当时收益率差距将是正值，而整体平均值为80.5点子，较去年底约负84点子形成颠倒状态。

因不同分析对「衰退」一词解读各异，如放宽条件至每次按季GDP出现负值都纳入分析，结果如下：

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

资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

近45年数据中曾出现23次按季GDP负值，当中只有4个收益率差距出现负值，即正值比例约83%。反映当GDP按季负值出现后近8成收益率差距都是正值，结果与上文分析相若。平均值为97.4点子，较上述分析更高。

综合上述分析，当衰退出现时2与10年期收益率好大可能由负转正，而且是2年期下降与10年期上升同时进行。强调利率之间存在牵引性，当衰退出现时市场对未来加息预期开始下降，甚至有可能出现减息，2年期收益率随之逐步回落。回归分析显示市场早已部署衰退出现并投入长期国债，导致10年期收益率处于不合理地低水平，因此当衰退出现时料相较2年期降幅为低，甚至有可能上升，此消彼长下收益率差距自然收窄。

投资市场中大型波动往往带来不同投资操作。衰退出现前收益率曲线「倒挂」现象，吸引投资者先沽出短债(2年期)同时买入长债(10年期)操作，衰退落实后逆转或平仓，即买入短债同时沽出长债。

收益率变化对债券价格影响在不同年期并非一致。根据彭博美国累计债券指数及其分类指数去年表现作指标，结果如下：

指数	回报(%)
美国累计	-13.01
年期	
1至3年期	-3.72
3至5年期	-7.84
5至7年期	-10.78
7至10年期	-14.82
10年期以上	-27.12

资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

债券

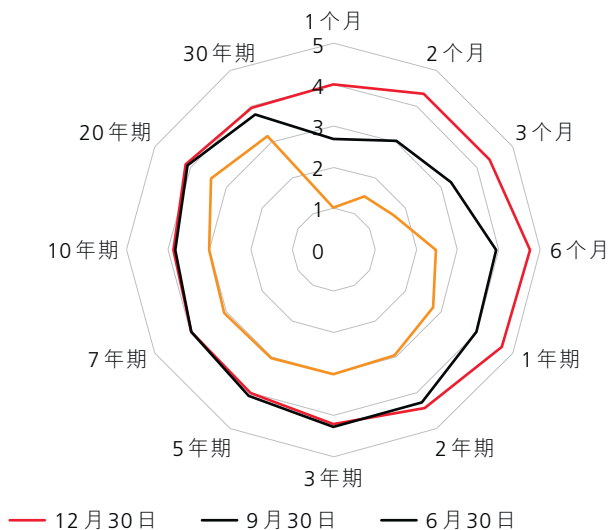
美国累计指数去年共下跌约13%，但以年期分布中年期愈短跌幅愈小，并以7至10年期为分水岭，这就是投资市场上所谓存续期风险。如未来衰退出现时，根据上文分析预期10年期收益率升幅将较2年期跌幅为大，存续期风险影响下当时10年期债券价格跌幅将较2年期升幅为大，那上文「买短沽长」操作便会亏本？

收益率曲线由「倒挂」趋向「正常化」时，不同年期债券持仓比例并非一致，而是取决于两项（或多项）收益率变化比例，尤其经济数据令利率预期转变并非固定的线性关系，及各收益率敏感度亦有所不同。

衰退中债市寻宝：化繁为简

不论在任何融资渠道，央行加息都不能避免提升融资成本，国债也不例外。根据较多市场交易的美国国债年期作指标（如2及10年期），由去年6月30日至12月30日各项年期的收益率全线上升，只是幅度上差异。美联储年内利率目标设定为5.1%，暗示收益率曲线仍有上升空间。撇开各年期收益率变化幅度不同，整条曲线升势未止是否对整体债券市场不利？

美国国债收益率按季变化（%）



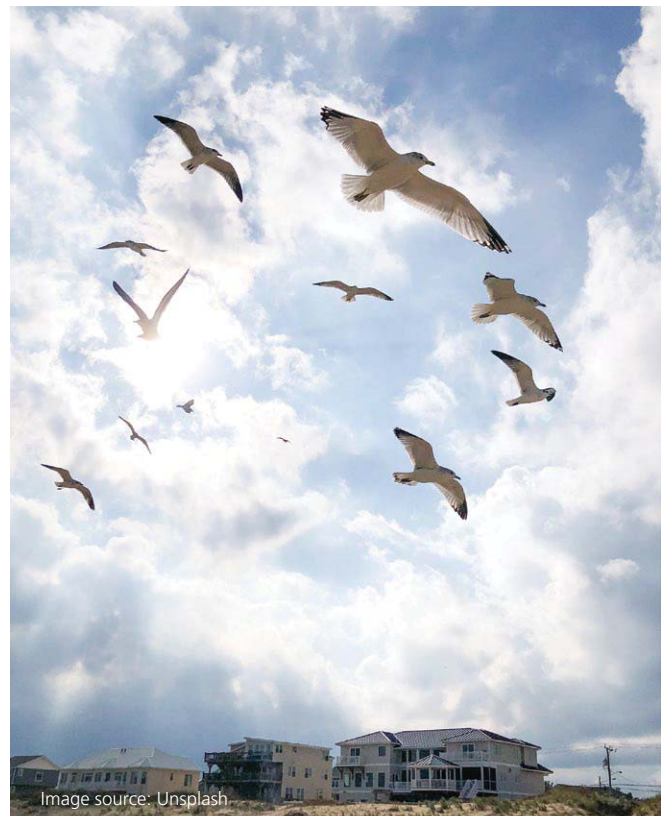
资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

过去30年按月数据显示，美国10年期国债收益率与彭博全球累计债券指数呈现明显逆向走势。正如上述分析，近代因长期宽松货币政策支持债券价格只升不跌的「神话」在主要央行逆转政策下结束，这是否代表未来不应再投资债券市场？当然不是，利率（或融资行为）早在5,000年前已出现⁴，当然不会因当代数十年的利率政策而消失，更何况利率政策往往时移势易，过程中的变化更值得参考。

美国国债收益率及彭博债券指数



资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日



⁴ 见商业内幕网站，<https://www.businessinsider.com/chart-5000-years-of-interest-rates-2015-9>

今年债券市场不外乎面对「加息」及「衰退」两大因素，但只闻梯响，又不知就里。抽取过去 50 年按季 GDP 表现并以连续两季或以上出现负值作为「衰退」标准，同时透过彭博美国累计债券指数及其 5 项分类指数表现作指数代表，包括「企业高息债券」、「美国政府/信贷」、「美国国债」、「美国综合」及「企业高评级债券」，并加上同期利率变化作一并分析，结果如下：

年份	季度	按季 GDP (%)	指数变化 (%)						联邦利率 (%)
			美国累计债券	企业高息债券	美国政府/信贷	美国国债	美国综合	企业高评级债券	
1974 至 1975 年	第三季	-3.7	–	–	0.1	2.7	–	-2.2	-3.8
	第四季	-1.5	–	–	5.6	4.5	–	6.1	-1.3
	第一季	-4.8	–	–	3.7	2.0	–	5.5	-2.5
1980 年	第二季	-8.0	18.8	–	18.1	15.1	–	22.4	-10.5
	第三季	-0.5	-6.6	–	-6.2	-4.6	–	-8.4	2.5
1981 至 1982 年	第四季	-4.3	10.6	–	10.3	9.6	–	11.7	-3.5
	第一季	-6.1	3.9	–	3.5	3.2	–	4.0	3.0
1990 至 1991 年	第四季	-3.6	5.1	-1.7	5.1	5.5	4.9	4.0	-1.0
	第一季	-1.9	2.8	20.7	2.7	2.1	3.1	4.3	-1.0
2008 至 2009 年	第三季	-2.1	-0.5	-8.9	-1.6	2.3	-1.2	-7.8	0.0
	第四季	-8.5	4.6	-17.9	6.4	8.8	2.7	4.0	-1.8
	第一季	-4.6	0.1	6.0	-1.3	-1.3	0.4	-1.9	0.0
	第二季	-0.7	1.8	23.1	1.9	-3.0	2.9	10.4	0.0
2020 年	第一季	-4.6	3.1	-12.7	3.4	8.2	1.3	-3.6	-1.5
	第二季	-29.9	2.9	10.2	3.7	0.5	3.8	9.0	0.0
2022 年	第一季	-1.6	-5.9	-4.8	-6.3	-5.6	-6.1	-7.7	0.3
	第二季	-0.6	-4.7	-9.8	-5.0	-3.8	-5.1	-7.3	1.3
平均值		-5.1	2.6	0.4	2.6	2.7	0.7	2.5	-1.2
中位数		-3.7	2.8	-3.3	3.4	2.3	2.0	4.0	-1.0
标准差		6.8	6.6	14.1	6.1	5.6	3.8	8.4	3.0
正值数量		0	10	4	12	12	7	10	4
负值数量		17	4	6	5	5	3	6	9
最大值		-0.5	18.8	23.1	18.1	15.1	4.9	22.4	3.0
最小值		-29.9	-6.6	-17.9	-6.3	-5.6	-6.1	-8.4	-10.5

资料来源：彭博，数据截至 2022 年 12 月 30 日

数据中所有指数的平均变化约 2.1%，84 个纪录回报内正回报占比约 65%（55 个），最大值为 23.1% 而最小值为负 17.9%，反映整体上在衰退时投入债券市场值博率较高。分类指数方面，以 7 个评审指标，包括平均值、中位数、标准差、正及负值数量、最大及小值，该指标最佳首 3 名以颜色方格标示，最后以颜色方格最多为总表现评审。结果发现「美国政府/信贷」类别，即地方或州政府或有关机构发行债券表现最为突出，其次是「美国国债」及「美国累计债券」。简单而言，当经济不景气时，偏向保守及官方发行的债券较为可取。如没有分类偏好，直接投入包罗万有的累计指数都是不错选择。

债券

衰退时理应减息纾缓经济，但历年来衰退时加息亦非罕有。数据上共 17 个衰退季度中有 8 个当时利率维持不变甚至加息，占约 47%。如抽取该 8 个季度再套用上述指标分析，结果如下：

日期	按季 GDP (%)	指数变化 (%)						联邦利率 (%)
		美国累计	企业高息债券	美国政府/信贷	美国国债	美国综合	企业高评级债券	
9/30/1980	-0.5	-6.6	—	-6.2	-4.6	—	-8.4	2.5
3/31/1982	-6.1	3.9	—	3.5	3.2	—	4.0	3.0
9/30/2008	-2.1	-0.5	-8.9	-1.6	2.3	-1.2	-7.8	0.0
3/31/2009	-4.6	0.1	6.0	-1.3	-1.3	0.4	-1.9	0.0
6/30/2009	-0.7	1.8	23.1	1.9	-3.0	2.9	10.4	0.0
6/30/2020	-29.9	2.9	10.2	3.7	0.5	3.8	9.0	0.0
3/31/2022	-1.6	-5.9	-4.8	-6.3	-5.6	-6.1	-7.7	0.3
6/30/2022	-0.6	-4.7	-9.8	-5.0	-3.8	-5.1	-7.3	1.3
平均	-5.8	-1.1	2.6	-1.4	-1.5	-0.9	-1.2	0.9
中位数	-1.9	-0.2	0.6	-1.5	-2.2	-0.4	-4.6	0.1
标准差	10.0	4.1	12.9	4.2	3.3	4.1	7.9	1.2
正值数量	0	4	3	3	3	3	3	4
负值数量	8	4	3	5	5	3	5	0
最大值	-0.5	3.9	23.1	3.7	3.2	3.8	10.4	3.0
最小值	-29.9	-6.6	-9.8	-6.3	-5.6	-6.1	-8.4	0.0

资料来源：彭博，数据截至 2022 年 12 月 30 日

把数据浓缩至同期利率不变及加息季度，并以颜色方格作评审。最佳分类指数是「美国综合」，该指数大部分投资于美国政府及其相关债务、按揭抵押贷款 (MBS) 及企业高评级债券，另一指数同分是「美国累计债券」指数。简单而言，与上述分析结果一致，当经济不景气时依赖个人偏好风险较高，直接投入综合或累计指数，方便快捷。

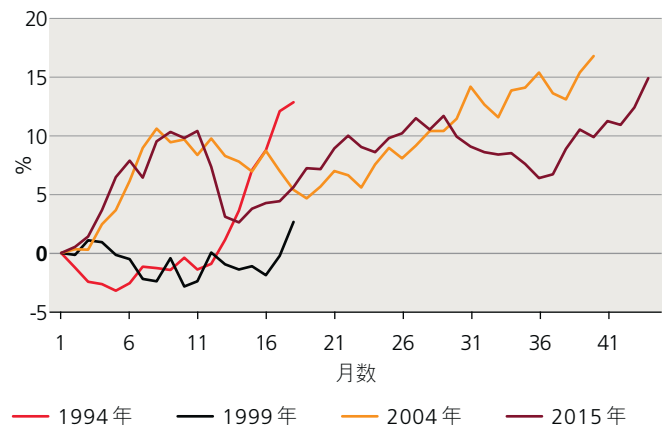
加息尾声正是切入之时

上文已分析衰退时收益率变化及相对投资操作，长期曲线上升对债市影响及个别债券分类在衰退中表现及选择，最后是入市时间。

去年美国政府在第一季及第二季 GDP 连续出现负值时都不承认经济已出现衰退，并以不同方式解释其衰退的见解。在此不作评论，但反映出以衰退作为入市切入点较为含糊及难于拿捏，反观加息周期较易明白及清晰。虽然美联储主席鲍威尔能言善辩，但加与不加之间没有灰色地带，最多是时间差异。

过去 30 年曾出现过 4 次加息周期，分别是 1994 年、1999 年、2004 年及 2015 年。首 2 次维持了 17 个月，后 2 次分别为 39 及 43 个月。以彭博全球累计债券指数作为代表，并以月数作为 4 次周期的同一时间轴，结果显示加息初段对债券指数影响不大，但中段指数表现明显走弱，尾段出现反弹回升。但彼此表现各有出入，亦未能明显突显切入点。

过去 4 次加息周期全球累计债券指数表现

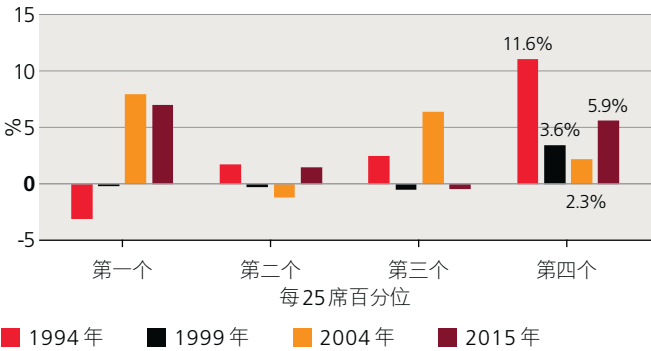


资料来源：彭博，数据截至 2022 年 12 月 30 日

以统计学中每 25 席百分位 (25th percentile)，平均把数据分成 4 个阶段，再观察债券指数按阶段表现。结果清晰地显示最后阶段 (第四个 25 席百分位) 中全数出现正回报 (100%)，平均回报约 5.9%，最高及最低回报分别约 11.6 及 2.3%。

去年美联储已加息 7 次，点阵图预示今年加息至 5.1%，明年将出现减息，市场普遍预期再加息 2 至 3 次后是次加息周期便会完结。以此推演，假设加息共 10 次，最后阶段便是 7.5 次，反映当下加息周期将进入最后阶段，正是投入债券市场最佳的切入点。

全球累计债券在加息周期中分段表现



资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

风险：违约危机仍未过去

投资债券除利率风险，更大的的是违约风险。OECD去年底报告中指出2019至2022年处于财困的低收入国家占世界银行纪录中超过50%，较2009至2014年间不足30%明显上升（详情请参阅《宏观策略》章节）。暗示投资者不能忽视非美国国家尤其新兴市场的违约问题。

信贷违约掉期(CDS)是市场上常用为持有投资组合对冲违约的金融工具，各利率变化是衡量不同债券类别的违约风险指标。参考国债CDS及个别CDS指数过去1及3个月变化如下：

国债 CDS	1 个月变化 (点子)	3 个月变化 (点子)	CDS 指数	1 个月变化 (点子)	3 个月变化 (点子)
美洲			美国		
巴西	14.6	-19.3	高评级	-1.2	-18.3
墨西哥	0.9	-20.4	高息	0	3.0
美国	0.8	-1.1	地方政府有关机构	0.5	-3.6
加拿大	-1.6	-2.4	欧洲、中东和非洲 (欧非中东)		
哥伦比亚	-4.9	-70.7	欧洲高评级	-4.5	-41.3
欧洲、中东和非洲 (欧非中东)			欧洲高息	-8.7	-159.2
瑞典	0.2	-3.5	金融 (高级别)	-6.1	-49.1
瑞士	0.0	0.3	金融 (次级别)	-10.4	-91.6
德国	-0.5	-5.2	亚洲		
法国	-0.7	-2.7	日本	7.4	-21.6
英国	-1.1	-0.2	亚洲 (除日本) 高评级	-20.8	-55.0
葡萄牙	-2.6	-2.5	澳洲	-7.1	-47.2
荷兰	-2.9	-3.7	新兴市场		
西班牙	-3.0	-1.8	新兴市场	0.3	3.1
意大利	-7.4	-17.1			
希腊	-10.9	-23.7			
亚太					
日本	0.7	-0.6			
纽西兰	0.0	-1.3			
澳洲	-0.4	-5.7			
中国	-2.2	-19.3			
南韩	-3.6	-9.9			

资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

整体数据上不论1及3个月变化不大，国债CDS中新兴国家更出现明显改善，例如哥伦比亚、巴西及希腊等都录得双位数跌幅。CDS指数显示欧洲及亚洲指数明显下降，尤其欧洲高息债指数下跌近160点子。虽然核心供应问题仍未解决，但能源问题随冬天过去，至少解决了燃眉之急。

须知道全球经济问题，例如欧美国家步入衰退、俄乌战事后续影响及中国复常之路颠簸等，都可能令债券市场违约风险无预警下急升，投资者仍须保持审慎。



中国及亚洲债市展望 — 2023年亚洲债券重获市场目光

主要国家的货币政策尤其美国虽然维持紧缩，但相信不会再度大幅收紧。各国央行目标将由遏抑通胀转移至缩减资产负债表，因此资本和信贷市场的流动性预计会减少。东亚联丰认为，投资者对固定收益资产，会重拾兴趣。

市场经过多月的震荡，已经消化了通胀、高利率等多项因素，目前债价已相当吸引力，收益率亦接近周期性高位，但上升空间有限，因为美国接连大幅加息的机会不大。

东亚联丰认为债市将回暖，投资级别和高收益债券再呈投资价值。考虑到经济衰退的风险，加息周期何时完结仍是未知之数。投资级别债券可以对冲部分利率上升，债券价格下跌的风险。加上一般发行人基本面稳固，所以违约风险有限。一旦经济衰退较预期严重，息差扩阔，虽然高收益债券将承受较大的压力，但只要懂得小心挑选，仍然不难发掘一些提供吸引息率，而基本面也不俗的高收益债券。预计明年市场流动性将续步收紧，我们评估债券时，会特别留意其资产负债表是否稳健，以衡量他们再融资的压力，及抵御温和经济衰退的能力。

放宽疫情措施和房地产三支箭为中国债券提供投资机遇

一直备受严谨疫情措施和房地产问题困扰的中国，近日因新措施出台而初现曙光，整体投资气氛转好。东亚联丰亦重整对中国投资级别和高收益债券的评估。

为挽救销售疲弱和受烂尾楼危机困扰的房地产，自11月中开始，内地接连发出「三支箭」及「金融16条」，通过债券、信贷和资本市场融资各项政策，鼓励银行向房企发放信贷、支持民企发债融资，以及恢复上市房企进行再融资等。希望藉这些措施为陷入财困的房地产行业提供充足的融资渠道。虽然政府加大支持房地产的力度，为内房债券设下有利条件，气氛和市场预期有明显改善，但我们仍然维持审慎态度，检视政策落实的实际情况，例如是否具龙头地位、具规模的企业才能受益？已经出现债务违约的内房民营企业能否受惠？这些细节尚有待观察。政府对地方疫情措施的调整不单会左右楼市复苏的步伐，也会影响其他板块。鉴于政府放宽防疫政策措施较市场预期为早，有助个别行业的周期性反弹，例如工业板块债券。

政府要在控制疫情和重启经济两者之间取得平衡。人民银行也在平衡货币政策的力度，一方面进行货币宽松政策以支持经济，另一方面则避免过度减息刺激通胀，也避免与美国息差持续扩大，导致资金外流。人行于12月5日降低存款准备金25点子，向市场释放5,000亿人民币以支持经济，是今年4月以来第二次降准。我们相信当局仍会继续采取相对宽松的货币政策，但债券收益率明年仍然有机会上升。至于人民币走势，基于美联储加息幅度放缓的预期以及中国放宽疫情限制带动经济复苏的憧憬，美元强势将出现逆转，环球和亚洲货币走势将恢复。因此，我们对人民币的走势没有以往悲观，相信会在区间上落。

中国放宽防疫措施同时有助带动澳门旅游业，刺激赌场入场人数。东亚联丰对澳门博彩业债券改观。加上早前澳门6间赌场营运商牌照已批出，不明朗因素减少。至于香港债券市场基本面仍然十分稳健。

印度并未受外围拖累，金融和可再生能源高收益债券续看好

印度跟印尼一样，当地经济一直良好发展。世界银行把印度这个财政年度的经济增长预测，由原来6.5%提升至6.9%，是全球增长最快的主要经济之一。现时印度银行业放贷的速度，是8年来最快，意味这个全球第5大经济体，正展开新的投资周期。因此，团队看好印度短期高收益金融类债券，例如从事黄金贷款、商业贷款、个人贷款和金融咨询服务的非传统银行发行人。

另一个基本面稳固的板块，同样深受团队看好的是印度的可再生能源高收益债券。作为全球主要耗电量的国家，印度同时是主要可再生能源生产国。其目标是到2030年能够减少碳排放10亿吨，碳强度降至低于45%。要减排同时满足人口增长对电力增长的需求，该国计划把可再生能源产能扩大到500吉瓦(Gigawatt)。有机构预计，到2030年，印度低碳技术的市场规模将高达800亿美元。要实践这些目标，须要有利的政策来支持可再生能源企业，为他们提供融资渠道去进行工程。因此，我们相信可再生能源企业的基本面将维持稳健。

亚洲区高息债券收益率(2022年12月2日)例子

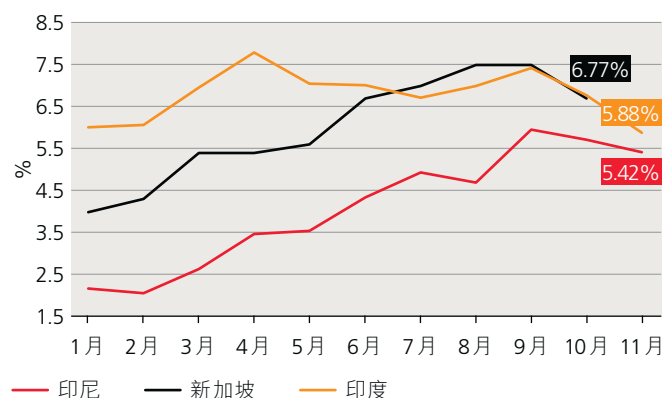
	中国高收益 – 房地产BB级别	中国高收益 – 房地产B级别	中国高收益 – 工业	印度高收益 (金融除外)	印尼高收益 – 工业	印尼高收益 – 房地产
到期收益率	27至39%	约20%	10至30%	5至7%	7至10%	20至30%

资料来源：东亚联丰投资，彭博，数据截至2022年12月1日

看好印尼投资级别债券，受惠国家经济基本面强劲，地产高收益债券前景看好

受惠于美国国债孳息率回落，以及国家基本面稳固，我们将寻找机会增持印尼的投资级别债券，包括能源债。当外围经济环境严峻，但印尼自身并没有受到太大困扰。该国通胀由10月份的5.71%放缓至11月的5.42%，虽然高于历史平均水平，但压力远低于其他国家。为防止通胀飙升以及支持汇价，该国防犯于未然，央行11月把利率上调50点子。

通胀率：印尼通胀较其他国家为低

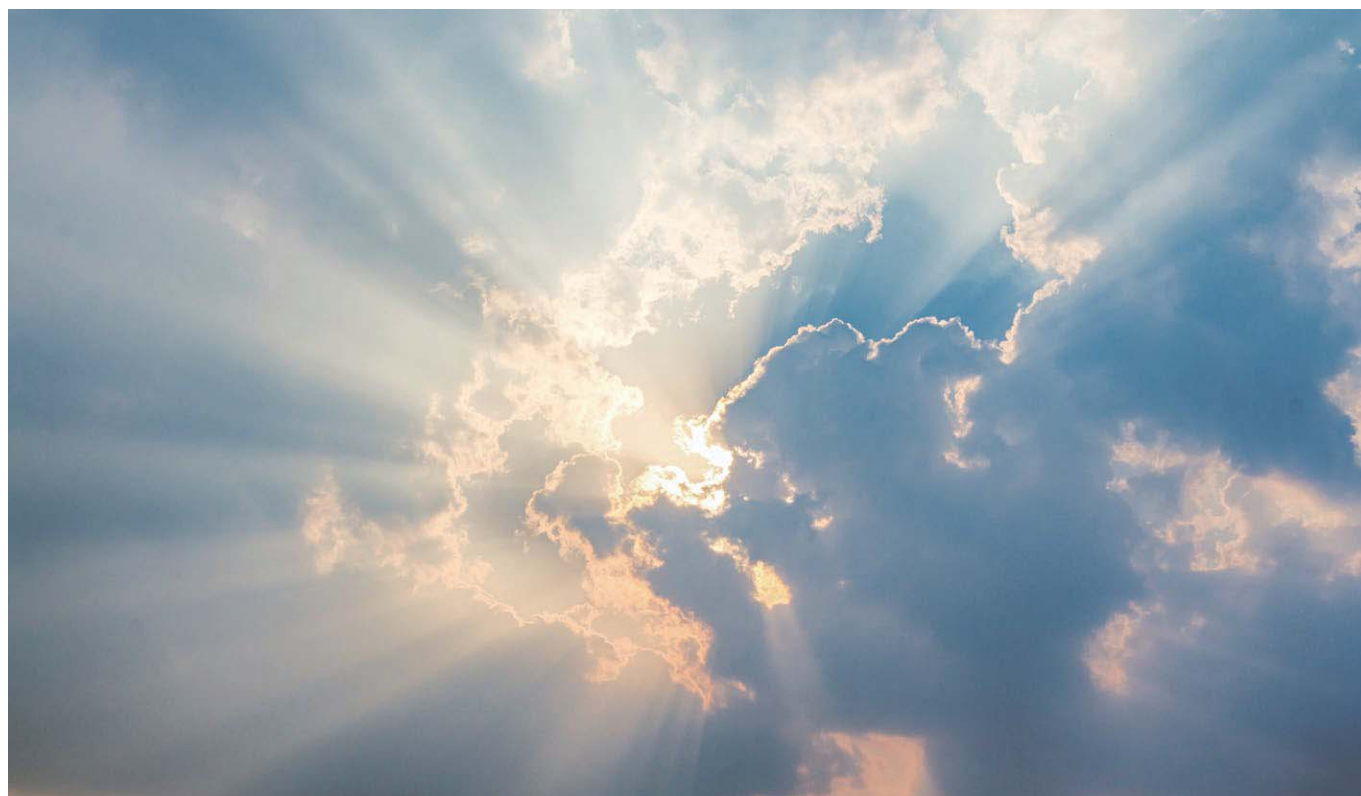


资料来源：彭博，数据截至2022年12月20日

印尼基调良好，受惠商品价格高企，需求旺盛，带动经济和出口，预计2022年印尼的经常账户将录得盈余。俄乌战争影响能源供应，支持石油和天然气价格，为能源公司带来丰厚利润和可观的现金流，支持资产负债表。

能源板块之外，投资团队也看好印尼房地产高收益债券。虽然印尼发展商所公布的首3季销售喜坏参半，占全年销售目标56至87%不等，但基于印尼消费者信贷健康，经济稳健，加上央行把所有房屋置业零首期的优惠政策，延长至2023年底，预计能促进房地产行业的信贷增长。

本文由东亚联丰投资管理有限公司(「东亚联丰投资」)编制，仅供参考之用。东亚联丰投资并不以此资料邀请作任何行动，或提供任何建议或推介。本文或其内容并不构成任何促使、邀请、广告、诱因、承诺、保证或作出任何类型或形式的代表及东亚联丰投资就此表明并不为此负上相关责任。本文所载资料根据东亚联丰投资认为可靠并以「现况」的基础上提供。即使竭尽所能力求准确，东亚联丰投资及其辖下董事/职员并不为其内容的准确性、完整性或时间性负上任何责任。所载资料乃属东亚联丰投资拥有。未经东亚联丰投资事先书面同意，本文或其任何内容均不可予以复印或分发予第三者。本文未经香港证券及期货事务监察委员会审阅。



免责声明

免责声明及重要通知

本文件由东亚银行有限公司(「东亚银行」)和东亚联丰投资管理有限公司(「东亚联丰投资」)编制，仅供客户参考之用。其内容是根据大众可取得并有理由相信为可靠资料制作而成，惟该等资料来源未经独立核证。

有关资料所表达的预测及意见只作为一般的市场评论，并不构成任何投资的要约或有关要约的招揽、建议、投资意见或保证回报。本文件所表达的资讯、预测及意见以截至发布之日期为依据，可予修改而毋须另行通知，及不可被视为就任何投资产品或市场的建议。有关资料未经香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局或任何香港监管机构审核。

东亚银行会按需要更新已发布之研究。除了定期发布的报告外，东亚银行亦会按需要不定期发布其他报告，不作另行通知。

东亚银行对本文件内有关资料的准确性及完整性或任何所述的回报并不作出任何代表或保证、陈述或暗示及对有关资料所引致的任何问题及/或损失(不论属侵权或合约或其他方面)概不负责。投资涉及风险，投资产品之价格可升亦可跌，甚至变成毫无价值。投资产品之过往业绩并不代表将来表现。阁下在作出任何投资决定前，应详细阅读及了解有关投资产品之销售文件及风险披露声明，并应谨慎考虑阁下的财务情况，投资经验及目标。

投资决定是由阁下自行作出的，但阁下不应投资任何产品，除非中介人于销售该产品时已向阁下解释经考虑阁下的财务情况、投资经验及目标后，该产品是适合阁下的。

本文件是东亚银行的财产，受适用的相关知识产权法保护。未经东亚银行事先书面同意，本文件内的资料之任何部分不允许以任何方式(包括电子、印刷或者现在已知或以后开发的其他媒介)进行复制、传输、出售、散布、出版、广播、传阅、修改、传播或商业开发。

本文件所有内容均已由中文翻译成英文。如中、英文版本有任何抵触或不相符之处，应以中文版本为准。

东亚联丰投资为东亚银行及德国德联丰投资(Union Asset Management Holding AG)在2007年成立的合营公司。

东亚银行(中国)有限公司(「东亚中国」)是东亚银行在内地注册成立的全资附属银行。