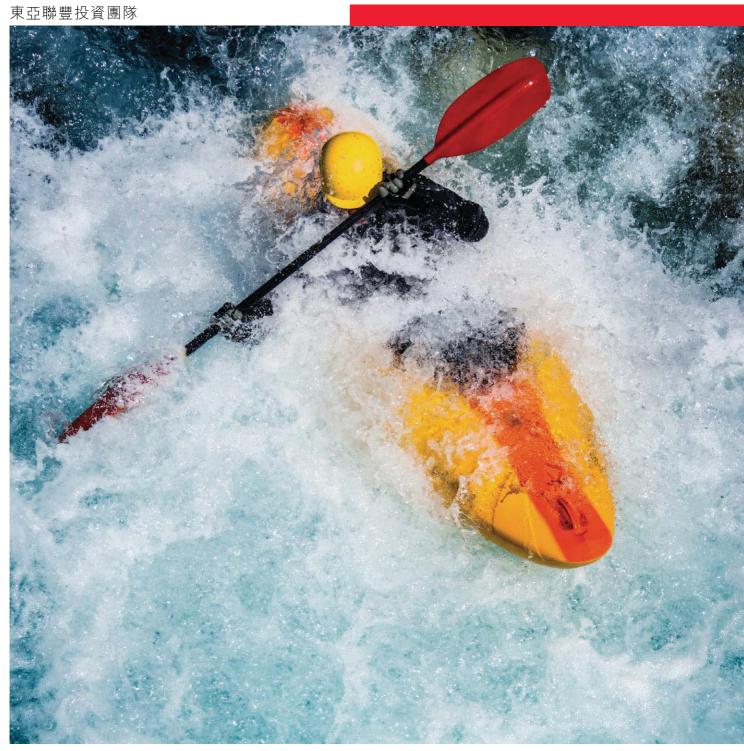
股票

逆流暗湧

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



逆流暗湧

上季標題是《鏡花水月》。成功預測環球股市反彈只屬虛幻之象,季中各項股指出現轉勢,季結時部份更是平手或損手收場。高通脹下歐美唯有持續加息,操作仿如80年代美聯儲手法,最終達至衰退以壓低通脹。另外,分析美國歷次衰退時標普500指數走勢,基本預測為衰退屬短暫性,期間指數跌幅約低至中雙位數,及後第1季將出現明顯反彈。同樣分析套用在行業預測,結果反映「先防守、後週期」策略較佳。最後分享其他影響股市主題,包括油價、美國黨爭、全球經濟「碎片化」及中美「政策套戥」投資概念。結果與上季預測大致相若。

本季標題是《逆流暗湧》。銀行危機、歐美與中國經濟各走偏鋒、中美加速競賽等逆流同時在短期交織於全球股市,流於表面的地區性指數未能呈現經濟底層的急流暗湧,行業間引力及碰撞才是未來真正戰場,適度擴大至國際及產間分配可減低組合風險。歐美衰退只是藥引,潛伏的金融風險正逐漸蠶蝕市場樂觀情緒。預期中美競賽主要在金融及科技,兩地房地產行業亦是風眼之一,為兩地股市帶來風險與機會。總言之作為個人投資者,在複雜多變環境下更須要靈活敏捷,乘著政策導向投放資金,風管為先。

首季不明朗因素將延續

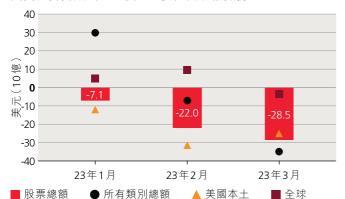
首季全球股市受俄烏戰事升溫、歐美銀行危機及中國復常影響,整體仍然波動,大部份呈現「先高後低」走勢。抽出全球 19大主要股票指數並以地區分類作分析,數據如下:

地區	分析項目	季初 (12 月30日)	季內最高點	季末 (3 月3 1 日)	季內表現 (%)	季初與最高 升幅(%)	最高點與季尾 表現(%)
世界	MSCI世界	2,603	2,848	2,791	7.3	9.4	-2.0
美國	標普 500	3,840	4,180	4,109	7.0	8.9	-1.7
	道瓊斯工業平均	33,147	34,303	33,274	0.4	3.5	-3.0
	納斯達克	10,940	13,181	13,181	20.5	20.5	0.0
	羅素 2000	1,761	2,001	1,802	2.3	13.6	-9.9
歐/英	德國 DAX	13,924	15,654	15,629	12.2	12.4	-0.2
	法國CAC	6,474	7,373	7,322	13.1	13.9	-0.7
	英國富時100	7,452	8,014	7,632	2.4	7.5	-4.8
東北亞	日經 225	26,095	28,623	28,041	7.5	9.7	-2.0
	韓國KOSPI	2,226	2,484	2,477	11.3	11.6	-0.3
	台灣加權	14,138	15,915	15,868	12.2	12.6	-0.3
	恒生指數	19,781	22,689	20,400	3.1	14.7	-10.1
	滬深300	3,872	4,201	4,051	4.6	8.5	-3.6
南亞	印度SENSEX	60,841	61,320	58,992	-3.0	0.8	-3.8
	泰國 SET	1,669	1,691	1,609	-3.6	1.4	-4.9
	印尼雅加達	6,851	6,942	6,805	-0.7	1.3	-2.0
	馬來西亞吉隆坡	1,495	1,500	1,423	-4.9	0.3	-5.2
	新加坡海峽時報	3,251	3,394	3,259	0.2	4.4	-4.0
拉丁	MSCI拉丁美洲	2,128	2,355	2,194	3.1	10.7	-6.8
		平均值			5.0	8.7	-3.4
		標準差			6.7	5.6	3.0

數據顯示首季平均回報為5%,當中只有4項指數錄得跌幅,全部屬於南亞區。有8項指數高於平均值,當中歐洲3項中有2項錄得雙位數升幅。另外,超過一半指數在1月20日至2月2日期間登頂,期間有8項指數達雙位數升幅。及後大部份指數因銀行危機而回吐,由最高點至季結時跌幅較少集中在歐美市場。季內表現最佳是美國納指,升幅超過兩成並以最高點季結,「牛」氣沖天。但反觀美國其他指數季內表現只屬一般,道指更曾出現跌幅,最後以接近持平結束本季。東北亞中以恒指波動最大,曾經升約15%登頂,再由高點下跌約10%,最後以3.1%季結。

除了指數表現,美國投資公司協會提供截至3月29日數據顯示,首3個月在美註冊的開放式(Open-end)基金及交易所買賣基金(ETF)之股票類別總資金流出共約576億(美元,下同),比較同期所有類別(包括債券及商品類等)資金流出約123億多近3.7倍,反映投資者對股票類基金信心正在減弱。股票類別中細分美國本土及全球兩個次類別,美國本土流出682億但全球流入106億,兩者差距超過780億,反映投資者主要對美國本土股票已失去信心。按月數據顯示美國本土連續3個月流出,尤其3月當銀行危機爆發後,單月流出249億,佔首季約37%,暗示恐慌源於銀行業,相信等待危機明朗化後流出勢頭才會紓緩。全球類別首季只有3月份錄得流出36億,1及2月分別流入49及93億,反映恐慌由3月起有蔓延跡象。

美國註冊開放式基金及 ETF 按月交易額數據



資料來源:美國投資公司協會,數據截至2023年3月31日

以上分析都顯示季中多項不明朗因素浮現抵銷年初樂觀氣 氛。雖然銀行危機淡化,但未來其漣漪效應仍在,例如併 購爭議及歐美央行在通脹及流動性風險中兩難處境。另 外,銀行危機好比去年流動性大幅而急速收緊影響下,金 融體系最終出現第一條裂縫。預期下一個領域將是多年來 受惠超寬鬆政策的歐美房地產及高息債券市場(詳情可參閱 《債券》章節),影響不下於銀行危機。 回應本季在《宏觀策略》中分析,未來成熟股市將面臨兩大主題:衰退及中美競賽。影響因素迅速變化,之間盤根錯節及牽一髮而動全身,不再可能以簡單二元法畫清,例如中美互相排斥但亦有殊途同歸,盟國向心力與離心力受制於國際及國內形勢。兩大主題影響層面廣闊而短期內不會逆轉。本季將以「敏捷靈活」及「風管為先」為策略宗旨。

歐美市場:衰退陰影下投資策略

卜季分析了標普500指數在美國衰退期間(連續兩季按季 GDP出現負值)及不同行業表現,在此作簡單回顧。過去 50年美國共出現了7次衰退,平均維持2.4季,最長都只是 2008年共4季。雖然指數平均跌幅只有0.3%,但相較回 報率,標準差屬偏高水平(約15.5%),最大及最小值為正 21.6及負26.1%,數據反映各衰退期指數表現的波動率非 常高。如抽出雙位數跌幅年份,8成出現在2000年之後, 相信與多次量寬後市場流動性較2000年前更大有關,暗示 不容忽視本次衰退對指數的影響。以GDP跌幅分類,指數 雙位數跌幅集中在負3至5%間,而大部份預測本次衰退只 會在負1%之內,所以就算出現衰退,指數跌幅只是高單 位數左右。衰退後翌季指數表現全數上升,平均為5.3%, 標準差8.2%,兩者實屬匀稱。最大及最小值為15.0及負 5.3%,反映衰退時入市,翌季表現值博率較高。同期行業 分析結果與傳統投資智慧相若,即衰退期間防守性行業表 現較好,例如必需品及醫療護理等,衰退過後週期性行業 抬頭,例如工業、金融及非必需品消費等。

行業調配為衰退準備

衰退至今仍未出現,經濟數據好壞參半,「好到不能信」的 就業市場帶動國內消費,但工商業活動、公私營投資及進 出口等數據持續疲弱,加上大部份學者、國際組織、公營 與業內權威分析都指出美國將出現衰退(詳情可參閱《宏觀 策略》章節),就業市場將是最後稻草。

雖然只聞樓梯響,亦無法肯定那刻出現衰退,但未雨綢繆 是必需的。根據彭博及紐約聯儲銀行預測未來12個月內出 現衰退機率偏高為基礎(詳情可參閱《宏觀策略》章節), 以衰退出現前最多4個季度為投入時段,再推算持有至衰 退一刻的期間表現作比較。鑒於標普500行業指數始於 1989年,過去約35年間出現過4次衰退。綜合上述條件, 分析結果如下:

	持有至衰退出現	金融	科技	公用	通訊	工業	非必需品	必需品	醫療護理	能源	房地產	物料
	1990年第4季	-24.4	0.5	-7.3	-17.7	-10.3	-14.9	12.4	14.1	-1.4		-13.9
衰退出現	2008年第3季	-41.3	-24.0	-17.0	-35.6	-26.4	-23.7	-1.7	-13.9	-15.6	-18.4	-23.1
前早4季	2020年第1季	-19.0	8.9	-4.5	-4.6	-21.1	-12.0	-3.4	-2.8	-54.4	-14.1	-18.4
投入	2022年第1季	12.7	19.9	16.3	-1.8	4.6	9.1	13.2	17.2	57.3	22.4	11.9
	平均值	-18.0	1.3	-3.2	-14.9	-13.3	-10.4	5.1	3.7	-3.5	-3.4	-10.9
	標準差	22.6	18.6	14.0	15.4	13.7	13.9	8.9	14.6	46.3	22.4	15.6
	持有至衰退出現	金融	科技	公用	通訊	工業	非必需品	必需品	醫療護理	能源	房地產	物料
	1990年第4季	-15.4	-7.2	0.5	-9.5	-11.5	-13.1	19.5	21.7	0.3		-8.7
衰退出現	2008年第3季	-31.0	-23.9	-22.3	-31.7	-22.4	-14.7	-4.8	-13.5	-18.9	-3.6	-22.8
前早3季	2020年第1季	-24.6	3.0	-7.0	-8.5	-23.4	-16.1	-6.2	-3.7	-52.6	-15.5	-22.9
投入	2022年第1季	4.4	7.7	17.6	-11.1	0.5	2.2	9.7	8.6	42.9	9.0	7.0
	平均值	-16.6	-5.1	-2.8	-15.2	-14.2	-10.4	4.6	3.3	-7.1	-3.4	-11.8
	標準差	15.4	14.0	16.6	11.0	11.2	8.5	12.3	15.2	39.8	12.2	14.2
	持有至衰退出現	金融	科技	ΑШ	大学 デル	— 3 44	HE AVER ID	N == ロ	医6 1学 7年 1田	AKNE	后此女	المادكة
	付付王农巡山况	立隅	件权	公用	通訊	工業	非必需品	必需品	醫療護理	能源	房地產	物料
	1990年第4季	-18.3	-15.1	1.6	坦 訊 -7.7	工業 -15.2	非必需品 -17.9	必需···· 3.5	3.1	0.6	厉地産	物料-7.5
衰退出現											房地産 -5.5	
前早2季	1990年第4季	-18.3	-15.1	1.6	-7.7	-15.2	-17.9	3.5	3.1	0.6		-7.5
	1990年第4季 2008年第3季	-18.3 -19.1	-15.1 -10.1	1.6 -13.0	-7.7 -20.0	-15.2 -18.7	-17.9 -9.1	3.5 -2.0	3.1	0.6 -12.2	-5.5	-7.5 -19.9
前早2季	1990年第4季 2008年第3季 2020年第1季 2022年第1季 平均值	-18.3 -19.1 -25.7	-15.1 -10.1 0.1	1.6 -13.0 -14.2	-7.7 -20.0 -10.1	-15.2 -18.7 -23.8	-17.9 -9.1 -16.3	3.5 -2.0 -11.0	3.1 -1.7 -1.0	0.6 -12.2 -48.9	-5.5 -20.9	-7.5 -19.9 -22.3
前早2季	1990年第4季 2008年第3季 2020年第1季 2022年第1季 平均值 標準差	-18.3 -19.1 -25.7 2.1 -15.2 12.0	-15.1 -10.1 0.1 6.5	1.6 -13.0 -14.2 16.5	-7.7 -20.0 -10.1 -12.3 -12.5 5.3	-15.2 -18.7 -23.8 5.3 -13.1 12.8	-17.9 -9.1 -16.3 2.3	3.5 -2.0 -11.0 10.8	3.1 -1.7 -1.0 7.5	0.6 -12.2 -48.9 47.0 -3.4 39.6	-5.5 -20.9 8.7 -5.9	-7.5 -19.9 -22.3 11.4 -9.6 15.4
前早2季	1990年第4季 2008年第3季 2020年第1季 2022年第1季 平均值 標準差 持有至衰退出現	-18.3 -19.1 -25.7 2.1 -15.2 12.0	-15.1 -10.1 0.1 6.5 -4.7 9.8 科技	1.6 -13.0 -14.2 16.5 -2.3 14.4	-7.7 -20.0 -10.1 -12.3 -12.5 5.3 通訊	-15.2 -18.7 -23.8 5.3 -13.1 12.8	-17.9 -9.1 -16.3 2.3 -10.2 9.2 非必需品	3.5 -2.0 -11.0 10.8 0.3 9.2 必需品	3.1 -1.7 -1.0 7.5 1.9 4.2 醫療護理	0.6 -12.2 -48.9 47.0 -3.4 39.6 能源	-5.5 -20.9 8.7 -5.9	-7.5 -19.9 -22.3 11.4 -9.6 15.4
前早2季	1990年第4季 2008年第3季 2020年第1季 2022年第1季 平均值 標準差 持有至衰退出現 1990年第4季	-18.3 -19.1 -25.7 2.1 -15.2 12.0	-15.1 -10.1 0.1 6.5 -4.7 9.8	1.6 -13.0 -14.2 16.5 -2.3 14.4	-7.7 -20.0 -10.1 -12.3 -12.5 5.3	-15.2 -18.7 -23.8 5.3 -13.1 12.8	-17.9 -9.1 -16.3 2.3 -10.2	3.5 -2.0 -11.0 10.8 0.3 9.2	3.1 -1.7 -1.0 7.5 1.9 4.2	0.6 -12.2 -48.9 47.0 -3.4 39.6	-5.5 -20.9 8.7 -5.9	-7.5 -19.9 -22.3 11.4 -9.6 15.4
前早2季 投入 衰退出現	1990年第4季 2008年第3季 2020年第1季 2022年第1季 平均值 標準差 持有至衰退出現 1990年第4季 2008年第3季	-18.3 -19.1 -25.7 2.1 -15.2 12.0	-15.1 -10.1 0.1 6.5 -4.7 9.8 科技	1.6 -13.0 -14.2 16.5 -2.3 14.4	-7.7 -20.0 -10.1 -12.3 -12.5 5.3 通訊	-15.2 -18.7 -23.8 5.3 -13.1 12.8	-17.9 -9.1 -16.3 2.3 -10.2 9.2 非必需品	3.5 -2.0 -11.0 10.8 0.3 9.2 必需品	3.1 -1.7 -1.0 7.5 1.9 4.2 醫療護理	0.6 -12.2 -48.9 47.0 -3.4 39.6 能源	-5.5 -20.9 8.7 -5.9	-7.5 -19.9 -22.3 11.4 -9.6 15.4
前早2季 投入 衰退出現 前早1季	1990年第4季 2008年第3季 2020年第1季 2022年第1季 平均值 標準差 持有至衰退出現 1990年第4季 2008年第3季	-18.3 -19.1 -25.7 2.1 -15.2 12.0 金融 12.8	-15.1 -10.1 0.1 6.5 -4.7 9.8 科技 9.4	1.6 -13.0 -14.2 16.5 -2.3 14.4 公用 9.2	-7.7 -20.0 -10.1 -12.3 -12.5 5.3 通訊 2.8	-15.2 -18.7 -23.8 5.3 -13.1 12.8 工業 7.4	-17.9 -9.1 -16.3 2.3 -10.2 9.2 非必需品 8.8	3.5 -2.0 -11.0 10.8 0.3 9.2 必需品 14.9	3.1 -1.7 -1.0 7.5 1.9 4.2 醫療護理 12.9	0.6 -12.2 -48.9 47.0 -3.4 39.6 能源 -2.9	-5.5 -20.9 8.7 -5.9 14.8 房地產	-7.5 -19.9 -22.3 11.4 -9.6 15.4 物料 9.3
前早2季 投入 衰退出現	1990年第4季 2008年第3季 2020年第1季 2022年第1季 平均值 標準差 持有至衰退出現 1990年第4季 2008年第3季 2022年第1季	-18.3 -19.1 -25.7 2.1 -15.2 12.0 金融 12.8 -0.1	-15.1 -10.1 0.1 6.5 -4.7 9.8 科技 9.4 -12.1	1.6 -13.0 -14.2 16.5 -2.3 14.4 公用 9.2 -18.7	-7.7 -20.0 -10.1 -12.3 -12.5 5.3 通訊 2.8 -15.7	-15.2 -18.7 -23.8 5.3 -13.1 12.8 工業 7.4 -9.1	-17.9 -9.1 -16.3 2.3 -10.2 9.2 非必需品 8.8 -1.0	3.5 -2.0 -11.0 10.8 0.3 9.2 必需品 14.9 4.1	3.1 -1.7 -1.0 7.5 1.9 4.2 醫療護理 12.9 0.0	0.6 -12.2 -48.9 47.0 -3.4 39.6 能源 -2.9 -24.9	-5.5 -20.9 8.7 -5.9 14.8 房地產	-7.5 -19.9 -22.3 11.4 -9.6 15.4 物料 9.3 -22.9 -26.6
前早2季 投入 衰退出現 前早1季	1990年第4季 2008年第3季 2020年第1季 2022年第1季 平均值 標準差 持有至衰退出現 1990年第4季 2008年第3季	-18.3 -19.1 -25.7 2.1 -15.2 12.0 金融 12.8 -0.1 -32.3	-15.1 -10.1 0.1 6.5 -4.7 9.8 科技 9.4 -12.1	1.6 -13.0 -14.2 16.5 -2.3 14.4 公用 9.2 -18.7 -14.2	-7.7 -20.0 -10.1 -12.3 -12.5 5.3 通訊 2.8 -15.7 -17.2	-15.2 -18.7 -23.8 5.3 -13.1 12.8 工業 7.4 -9.1 -27.4	-17.9 -9.1 -16.3 2.3 -10.2 9.2 非必需品 8.8 -1.0	3.5 -2.0 -11.0 10.8 0.3 9.2 必需品 14.9 4.1 -13.4	3.1 -1.7 -1.0 7.5 1.9 4.2 醫療護理 12.9 0.0	0.6 -12.2 -48.9 47.0 -3.4 39.6 能源 -2.9 -24.9	-5.5 -20.9 8.7 -5.9 14.8 房地產 0.9	-7.5 -19.9 -22.3 11.4 -9.6 15.4 物料 9.3 -22.9

資料來源:彭博,數據截至2023年3月31日

- 衰退前早4季投入並持有至衰退出現,11項行業分類指數平均負6.1%,當中有8個行業錄得負值,反映衰退前1年投入,70%以上機率出現負回報,虧本機率頗高;
- 同樣分析套用在早3、2、1季投入,平均表現為負7.2、6.8及6.3%,與早4季投入表現相若。但行業負回報數量卻由8遞增至10,反映覆蓋面跟隨愈近衰退出現而遞增;
- 再深入分析根據以上4個時段投入各行業時,以平均值 及標準差作指標,列出指標篩選(平均值最大及標準差 最小)首5位行業並以橙色作標記,最後抽出4個時段中 須同時在平均值及標準差獲得首5名的行業。結果如下:

衰退出現前投入,平均及標準差同時獲得首5名								
早4季	公用	必需品	醫療護理					
早3季	不適用	必需品	房地產					
早2季	科技	必需品	醫療護理					
早1季	不適用	必需品	醫療護理					

資料來源:彭博,數據截至2023年3月31日

結果顯示必需品行業全數勝出,而且它是唯一能在4次衰退及4個時段中平均回報都是正值的行業。綜合而言,只要相信未來12個月內經濟出現衰退,投資者應該遞增必需品及醫療護理持股比例,以對沖其他行業受未來衰退之影響。

指數分散風險空間愈見收窄

除了衰退前調配行業持股比例,透過分散全球不同指數以減低宏觀組合性風險亦是防患未然之舉。《宏觀策略》章節中分析今年當歐美經濟放緩時,中國經濟卻出現反彈。銀行危機折射出歐美問題集中於區域性,對中國甚至亞洲影響輕微。中美競賽將排斥以往兩地圖利的行業甚至國家,資金「選邊站」跡象愈趨明顯。



宏觀組合性風險最重要並非組合中項目多寡,而是項目之間的相關系數,正1至負1之間以愈小愈好為標準。根據上文選用的19項全球指數之季內數據,相關系數矩陣如下:

		世界		美	國			歐/英				東北亞					南亞			拉丁
分類	股票指數	MSCI世界	標普500	道瓊斯 工業平均	納斯達克	羅素 2000	德國DAX	法國CAC	英國 富時100	日經225	韓國 KOSPI	台灣加權	恒生指數	滬深300	印度 SENSEX	泰國SET	印尼 雅加達	馬來西亞 吉隆坡	新加坡 海峽時報	MSCI 拉丁美洲
世界	MSCI世界	1.00																		
	標普500	0.98	1.00																	
* ca	道瓊斯 工業平均	0.63	0.61	1.00																
美國	納斯達克	0.62	0.68	-0.15	1.00															
	羅素 2000	0.83	0.78	0.76	0.19	1.00														
	德國DAX	0.75	0.70	0.13	0.69	0.56	1.00													
歐/英	法國CAC	0.66	0.62	0.04	0.67	0.52	0.97	1.00												
	英國 富時 100	0.64	0.55	0.60	0.04	0.86	0.65	0.65	1.00											
	日經225	0.50	0.48	-0.23	0.75	0.26	0.77	0.77	0.29	1.00										
	韓國 KOSPI	0.83	0.80	0.20	0.78	0.57	0.88	0.83	0.49	0.76	1.00									
東北亞	台灣加權	0.50	0.50	-0.29	0.87	0.18	0.81	0.81	0.22	0.86	0.81	1.00								
	恒生指數	0.54	0.45	0.83	-0.22	0.63	0.09	-0.02	0.48	-0.21	0.25	-0.30	1.00							
	滬深300	0.78	0.68	0.57	0.25	0.76	0.57	0.51	0.65	0.28	0.68	0.29	0.74	1.00						
	印度 SENSEX	0.26	0.20	0.72	-0.47	0.59	-0.04	-0.07	0.63	-0.25	-0.10	-0.45	0.62	0.33	1.00					
	泰國SET	0.31	0.24	0.83	-0.48	0.56	-0.15	-0.22	0.47	-0.43	-0.07	-0.52	0.84	0.45	0.81	1.00				
南亞	印尼 雅加達	0.58	0.54	0.42	0.20	0.64	0.32	0.32	0.55	0.37	0.40	0.18	0.37	0.51	0.51	0.42	1.00			
	馬來西亞 吉隆坡	0.31	0.22	0.82	-0.53	0.62	-0.12	-0.17	0.56	-0.36	-0.07	-0.54	0.83	0.50	0.88	0.94	0.45	1.00		
	新加坡 海峽時報	0.68	0.64	0.81	0.01	0.74	0.20	0.12	0.54	0.01	0.39	-0.09	0.82	0.65	0.59	0.80	0.63	0.73	1.00	
拉丁	MSCI 拉丁美洲	0.68	0.57	0.72	-0.02	0.77	0.43	0.36	0.68	0.13	0.48	0.00	0.81	0.83	0.51	0.64	0.41	0.71	0.68	1.00

剔除同一指數之相關系數(數值為1),並以系數「少過0.3」 及「大過0.7」為「有效」及「無效」分散風險指標,0.3至0.7 之間為表現「一般」。171個系數中有53個屬「有效」組合, 佔比反映诱過多元化指數組合以分散風險只有約3成機率, 换句話説有7成是「一般」及「無效」,反映季內全球指數走 勢非常相似。當中最有效組合為台灣加權與馬來西亞吉隆 坡指數,負0.54為矩陣中最低。系數最高(0.98)組合為 MSCI世界與標普500指數,走勢差不多一模一樣。另外 值得注意是,台灣加權與恒指、滬深300及所有南亞指數 皆屬「有效」表現,甚至大部份錄得負數,但與納指、德、 法、日、韓指數則超過0.8。台灣股市在系數分析中表現兩 極,反映現實中台灣處於中美競賽夾縫中,尤其是芯片戰 中核心(與納指及日韓股市高度相關)。同樣結果亦在恒指 出現,但剛好顛倒。恒指與滬深300及南亞地區指數高度 相關,但與納指、德、法、日、韓、台指數大多出現0或負 水平,反映加入恒指在成熟股票組合將有效地分散風險, 亦呈現出中美金融脱鈎現況。

地區分類方面,各地區擁有不同數量指數(例如美國擁有道指、標普、納指及羅素4大指數),分析指標為計算區域組合中出現「有效」及「無效」指數組合多寡。結果如下:

相關系數少 過 0.30	世界	美國	歐/英	東北亞	南亞	拉丁
世界	0					
美國	0	2				
歐/英	0	3	0			
東北亞	0	7	4	5		
南亞	1	8	8	12	0	
拉丁	0	1	0	2	0	0
相關系數為	世界	美國	歐/英	東北亞	南亞	拉丁
0.70至0.99						
世界	0					
美國	2	2				
歐洲/英國	1	1	1			
東北亞	2	6	6	4		
南亞	0	5	0	3	5	
拉丁	0	2	0	2	1	0

資料來源:彭博,數據截至2023年3月31日

分散風險結果以南亞地區表現最好,首5名區域組合中南亞地區佔首3席,與東北亞地區更出現12個指數組合系數低過0.3,反映分散風險能力非常好。東北亞與美國(尤其中美股市)及東北亞自身(尤其中港與日韓台股市)都表現優異。

「無效」區域組合集中在東北亞地區,尤其與西方地區有關。看似與上述分析矛盾,但細心觀察「無效」指數組合,不難理解集中在日、韓、台與納指、歐洲指數一方陣營,與恒指與滬深300另一方陣營,同時在東北亞出現但互相排擠。

綜合而言,東北亞地理上不能掰開,但中美競賽正逐步撕裂區內經濟及指數表現,預期未來只會愈演愈烈。南亞地區勢成關鍵,指數上反映其中立地位正有效地分散歐美及東北亞股市,但當戰火不斷蔓延,隔岸觀火的空間愈見收窄,對沖風險能力亦隨之下降。重申本季操作:世局變幻中,雖被動但敏捷地調動指數組合為主軸。

風險中股債組合表現優異

根據以上降低衰退風險分析,美股中較有效的行業調配只集中在兩個行業,全球指數相關系數愈見上升,以多項指數分散投資的傳統概念又太集中於小數地區,成效不彰。另一傳統概念:以資產類別分散風險表現又如何?以MSCI股市系列為代表,債券則以彭博全球累計指數作代表,並透過每10%比例變化為資產分配標準,最後尋找3月(銀行危機高峰期)及季內各分配標準表現。結果如下:

類別	股債比例 (股:債)	3月表現 (%)	季內表現 (%)
	10:90	3.15	3.49
	20:80	3.15	3.97
	30:70	3.14	4.45
	40:60	3.13	4.93
全球股市	50:50	3.13	5.41
	60:40	3.12	5.9
	70:30	3.11	6.38
	80:20	3.1	6.86
	90:10	3.1	7.34
	10:90	2.66	3.45
	20:80	2.79	3.94
	30:70	2.91	4.43
	40:60	3.04	4.92
美國股市	50:50	3.16	5.41
	60:40	3.29	5.9
	70:30	3.41	6.39
	80:20	3.54	6.89
	90:10	3.66	7.37
平均	匀值	3.1	5.4
標準	集差	0.2	1.3

同期 MSCI 各地區指數表現如下:

MSCI	3月表現(%)	季內表現(%)
世界	2.8	7.1
美國	3.4	7.7
歐洲	-0.5	6.9
亞洲除日本	3.3	4.0
東協	3.2	2.0
新興市場	2.7	3.6
平均值	2.5	5.2
標準差	1.5	2.3

資料來源:彭博,數據截至2023年3月31日

結果顯示綜合所有不同股債比例的平均回報率,不論 3 月及季內都較股票組合 (假設均衡地分配) 為高,同時標準差亦全數較股票組合為低,反映季內加息、銀行危機、俄烏戰事升溫、中國復常等不穩定因素下,股債比例表現全勝。另外,觀察 3 月份表現,18 項資產分配的個別回報率全數高過 MSCI 股票組合的平均回報 2.5%,反映人心虛怯於金融危機時,投資者不應考慮如何地區性或指數調配,而是減低整體股票比例同時增持債券。

同樣分析套在季內表現,18中有10項高於股票組合(約57%),雖然未及3月數據全勝,但細心觀察高於股票組合表現的債券比例,不論全球或美股類別都集中分布在50%之內(各5項)。結果顯示雖然資產分配較可取,但債券比例不宜太高,50%以內較為合宜,否則會影響回報,同樣結果反映在3月表現中回報最高首5名都是集中在美股資產分配中債券比例50%以內的組合(重申今年上半年「債優於股」的投資策略,詳情可參閱上季《宏觀策略》及本季《債券》章節)。

價值型投資中尋找亮點

無限量寬支持美國經濟平穩增長,成就美股持續15年的升勢。時移勢易,去年美聯儲決意收緊流動性,去全球化及中美脱鈎確實對全球經濟帶來根本改變,美國未言衰退但至少增長放緩。在此基礎上多年沐浴在熱錢的高估值股份將受「殺估值」打擊,傳統估值掛帥的價值型投資勢將回歸。

引用上文全球19大股票指數過去10年市盈率數據作分析,結果如下:

分析項目	MSCI 世界	標普500	道瓊斯 工業平均	納斯達克	羅素 2000	德國 DAX	法國 CAC	英國 富時 100	日經225	韓國 KOSPI	台灣加權	恒生指數	滬深300	印度 SENSEX	泰國 SET	印尼 雅加達	馬來西亞 吉隆坡	新加坡 海峽時報	MSCI 拉丁美洲
市盈率	17.6	19.7	19.8	29.2	31.0	12.4	12.1	11.0	23.1	12.6	13.4	13.1	14.5	22.3	19.6	14.3	15.0	13.1	6.9
數據偏度	1.7	1.4	1.0	1.3	4.0	1.1	1.6	0.7	1.6	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	3.0	-0.7	1.3	2.7	-0.6
數據峰度	2.6	1.6	0.9	0.8	16.3	1.7	3.2	0.2	2.4	1.2	0.7	-0.2	-0.4	-0.7	10.3	2.0	3.1	8.4	0.1
10年平均值	19.1	20.3	17.7	25.8	43.9	14.9	16.7	16.3	21.1	15.5	16.6	11.9	14.8	23.2	20.0	20.4	17.5	15.8	15.8
高1個標準差	22.3	23.9	20.4	31.3	70.9	17.4	21.0	19.7	26.3	20.5	19.6	13.3	17.3	27.4	25.7	27.2	19.2	19.4	20.3
低1個標準差	16.0	16.7	15.1	20.3	16.8	12.3	12.4	13.0	15.9	10.4	13.7	10.5	12.4	19.0	14.3	13.6	15.8	12.3	11.2
預測市盈率	16.6	18.8	17.1	25.5	24.2	12.0	12.9	10.5	17.0	13.9	15.2	9.7	14.2	19.3	15.5	13.4	13.0	10.7	8.4
現水平高於MSCI世界	否	是	是	是	是	否	否	否	是	否	否	否	否	是	是	否	否	否	否
現值與平均值差距(%)	-8.1	-3.0	11.6	13.3	-29.3	-16.6	-27.6	-32.5	9.1	-18.7	-19.5	9.7	-2.6	-4.2	-2.2	-29.9	-14.4	-17.3	-56.1
高標準差減現值差距	-21.1	-17.7	-3.1	-6.7	-56.3	-28.9	-42.4	-44.0	-12.4	-38.7	-31.7	-1.7	-16.6	-18.9	-24.0	-47.4	-22.1	-32.3	-65.9
現值減低標準差差距	10.0	18.1	31.4	44.2	84.3	0.7	-2.4	-15.0	44.6	20.6	-2.0	24.3	17.0	17.1	37.2	5.3	-4.9	6.3	-38.4
預測與現值值差距	-5.7	-4.6	-13.5	-12.6	-22.1	-3.0	6.3	-4.7	-26.1	10.2	13.4	-26.0	-1.8	-13.2	-20.6	-6.5	-13.3	-18.2	21.0
排列首5名次數	1	0	0	0	3	1	4	4	1	1	2	2	1	0	1	3	2	2	4

- 統計學中以「偏度」量度整體數據偏離平均值的幅度,高於1為偏向高數值。結果反映19中有11項指數都出現市盈率偏高情況,相信是多年量寬的後遺症,亦是未來「殺估值」風險愈來愈高的佐證;
- 另外「峰度」量度整體數據中極端高及低數據量及其影響,高於或等如4為極端數據偏多。結果反映19中有3項指數偏高,依次序最高分別是羅素2000(16.3)、泰國SET(10.3)及新加坡海峽時報(8.4);低於或等如2為極端數據偏少或太過集中於平均值。結果反映19中有12項指數偏低,首3名最低依次序分別是印度SENSEX(-0.7)、滬深300(-0.4)及恒生指數(-0.2),反映過去10年市盈率變化不大;

除了整體性分析外,再透過以下4個指標去分析個別指數在 價值型投資策略中之可取性:

- MSCI世界股票指數市盈率約17.6倍為錨頭,高於此數值有7個指數,分別是標普500、道指、納指、羅素2000、日經225、印度SENSEX及泰國SET。除了新興市場的印度及泰國估值傳統偏高,結果反映屬成熟市場的美國4大指數及日經225估值偏高;
- 以現水平高於10年平均市盈率作為「昂貴」指標,19中只有4項達標,分別是道指、納指、日經225及恒生指數。因每項市盈率基數不同,故以高於平均值的百分比作衡量,最高(最昂貴)依次序是納指約13.3%,道指約11.6%,恒指及日經225分別是9.7及9.1%。假設其他因素不變,此百分比亦可評為該指數應下跌多少才算「合理」水平;同樣以百分比表達,低於平均值為「便宜」作指標,15項中首5名最低(最便宜)依次序分別是MSCI拉丁(-56.1%)、英國富時100(-32.5%)、印尼雅加達(-29.9%)、羅素2000(-29.3%)及法國CAC(-27.6%);
- 除了以上二元化分類,亦可透過現水平高於或低於 1個標準差去量度「昂貴」及「便宜」程度。以距離高標 準差愈遠代表愈「不昂貴」為指標,首5名依次序分別 是MSCI拉丁(-65.9%)、羅素2000(-56.3%)、印尼雅 加達(-47.4%)、英國富時100(-44.0%)及法國CAC (-42.4%);

- 同樣分析,以現水平低於低標準差為「非常便宜」作指標,首5名依次序分別是MSCI拉丁(-38.4%)、英國富時100(-15.0%)、馬來西亞吉隆坡(-4.9%)、法國CAC(-2.4%)及台灣加權(-2.0%):
- 預測市盈率低於現水平暗示未來12個月盈利表現將出現改善,以預測市盈率低於現水平之百分比為「盈利改善」指標,19中有15項達標,暗示全球大部份股市壓力將在明年出現改善,首5名依次序分別是日經225(-26.1%)、恒生指數(-26.0%)、泰國SET(-20.6%)、羅素2000(-22.1%)及新加坡海峽時報(-18.2%)。

綜合分析,以上5個評審項目中獲得首5名次數最多的指數可評定為價值型投資中較吸引,同樣獲得4次排名的分別是法國CAC、英國富時100及MSCI拉丁,獲得3次排名有羅素2000及印尼雅加達指數。預期未來就算衰退降臨,這5大指數韌性或抗跌力將較其他指數強大。

總括而言,歷史上美國衰退實屬短暫,過後美股更全數出現反彈。只要操作合宜,衰退反而是可遇不可求的投資好時機(詳情可參閱上季《宏觀策略》章節)!引述上文及上季所有分析,只要相信未來12個月內出現衰退,現在應開始增持防守性股份,再以價值型投資選股,並遞升債券組合比例以降低波動性。直到衰退出現時,逆轉策略至週期性股份及降低當時避險資金支持的債券比例。當衰退完結後全線反彈之時,平手持有倉位,獲利離場,增持現金到時再重新部署。

其他影響成熟市場因素

能源市場:減產決定無阻區間波動

石油輸出國組織及其盟友(OPEC+)宣布今年5月至年底將每日減產116萬桶,同時俄羅斯宣布每日減產50萬桶計劃延長到年底,兩者合共減產約每日166萬桶¹。市場揣測因歐美銀行倒閉引發市場對全球經濟增長放緩及需求疲弱的憂慮,紐約及布蘭特油價急挫至1年低位,本次減產目的是維持全球產量以穩定油價。美國國家安全委員會發言人指美方已明確表示在市場不確定情況下不宜減產,而政府關注的是美國消費價格而不是產量²。美國政府早前授權康菲石油公司(ConocoPhillips)在阿拉斯加進行價值80億美元的大型石油鑽探項目³,預計未來將生產近6億桶石油,因此市場預測美國將增產以抵銷本次OPEC+及俄羅斯減產的影響。

¹ 見路透社網站,https://www.reuters.com/business/energy/oil-soars-more-than-5bbl-jolted-by-surprise-opec-output-cuts-2023-04-02/

² 見CNN網站,https://edition.cnn.com/2023/04/02/business/opec-production-cuts/index.html

³ 見華盛頓郵報網站,https://www.washingtonpost.com/climate-environment/2023/03/13/willow-project-alaska-biden-conocophillips/

根據國際能源署公布3月份全球原油報告中表示⁴,全球航空交通量反彈及中國經濟復常主導下,全球石油需求急升。預期從第1季增長71萬桶(每日,下同)遞增至第4季增長260萬桶,令年內全球需求將升至創紀錄1.02億桶。美國及加拿大供應從冬季風暴中強勁反彈,2月份全球供應由83萬躍升至1.02億,供需大致平衡。隨著歐盟對俄羅斯禁運生效,2月份俄羅斯出口下降50萬至750萬桶。比較去年初超過400萬桶,運往歐盟量急挫至60萬桶,另運往中國及印度航次也有所下降。經濟合作暨發展組織(OECD)工業石油庫存增加5,480萬桶,是5年平均值的4倍。歐美及日本初步數據顯示,2月份工業庫存增加780萬桶,反映各地庫存足夠維持供應穩定。

綜合而言,第1季全球供需大致平衡,但由於需求不穩定性及成熟市場庫存偏高,本次OPEC+及俄羅斯減產刺激油價的影響料逐步被消化,市場氣氛回歸基礎後預測本季紐約油價將徘徊在67至82美元作區間波動。標普500能源行業指數與紐約原油自去年11月起相關系數高見約83%,料本季指數走勢將以15%以內波動。

紐約原油及第2季預測區間與標普500能源行業指數



資料來源:彭博,數據截至2023年4月3日

房地產市場:另一個緊縮後遺症

過去多次強調加息並非問題,歷史上比比皆是,但去年起 又急又猛的「暴力加息」才是元兇。本次銀行危機是金融體 系受流動性收緊衝擊的第一條裂縫,其他後遺症將陸續出 現,其中歐美房地產市場已發出警號。 以美國房託 (REIT) 指數作代表,包括MSCI綜合房託、道瓊斯綜合房託、MSCI辦公室房託及彭博辦公室房託指數,並與指標性30年定息按揭平均利率比較,整體 REIT 指數與利率走勢明顯背馳,尤其按揭利率突破7%時,突顯各指數弱勢。這都是預期之內的結果,但辦公室 REIT 明顯遜色於綜合式 REIT 更值得注意。去年上半年之前,各指數走弱但幅度相若,下半年起辦公室房託跌幅擴大,而且與綜合房託表現差距由最初不足10%擴大至上季近30%,反映利率遞升對辦公室房託壓力更大。另外,過去10年數據顯示辦公室房託與製造業採購經理人指數 (PMI) 及商業景氣指數走勢非常接近。過去6個月美國 PMI 及商業景氣兩項前瞻性指數持續下跌或徘徊低位,反映工商界對經濟前景持悲觀態度。市場對未來美國經濟放緩甚至出現衰退憂慮正濃,又何來會投資辦公室市場?

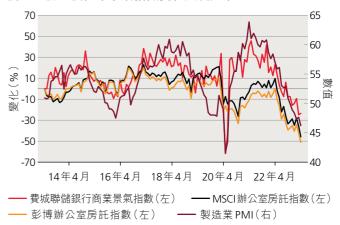
相關房託指數變化及按揭平均利率



資料來源:彭博,數據截至2023年3月31日

- 美國30年期定息按揭平均利率(右)

辦公室房託及商業景氣指數變化與製造業PMI



⁴ 見國際能源署網站,https://www.iea.org/reports/oil-market-report-march-2023

再者,「在家工作」在疫後漸漸成為新型人事管理模式,辦公室需求大不如前。參考麥肯錫在去年6月公布「美國機會報告」中顯示⁵,每週至少1天在家工作的美國受訪者佔約58%,35%受訪者表示可以選擇每週在家工作5天。另外,受訪者覆蓋事各行各業,包括傳統上「白領」職位外,稱為「藍領」的即場勞動力市場亦有上升跡象。

穆迪研究亦得出差不多的結論⁶,在家工作比例上升正導致 更高辦公室空置率。儘管紐約和舊金山等明星級城市辦公 室使用率在疫後一直在回升,但空置率同樣持續上升,三 藩市及底特律更高達12.4及22.7%。辦公室空置率反映市 場對辦公室空間需求相對供應的總體比例,供應未能及時 消化下前景未如樂觀。

未來如果經濟衰退導致更多企業倒閉,拖欠租金或違約率 自然上升。當租金收入不足以抵消融資成本,加上流動性 繼續收緊令辦公室投資者或擁有人更難再融資,或以更高 成本解決燃眉之急,惡性循環下最終面臨倒閉或破產,情 況與銀行危機相若。更不幸是間接導致銀行承造按揭之違 約率上升,反噬已弱不禁風的中小型銀行。加上長線工作 模式轉變,有實力的投資者都未必選擇辦公室市場,需求 下降室礙成交,對辦公室房託壓力短期內難以逆轉。

其實問題不單在辦公室市場,過去多年美國甚至全球房地產市場受惠過量游資形成不同大小的泡沫,退潮時亦會推升住宅及私營機構等民生性市場的流動性風險。參考 Case-Shiller 20 大樓價指數由去年 7 月起結束近 10 年升勢,並持續下跌⁷,今年 1 月按月跌幅 0.58%,全國指數亦下跌 0.55%。雖然由高位下跌幅度仍然輕微,但與銀行危機不 遑多讓的大型風險正在醞釀中。

中美競賽衍生出「政策套戥」策略

「東升西降」: 讓數據説話

上季預測中國為首的亞洲地區與歐美經濟將出現不對位的狀況,並帶出「東升西降」的投資概念。兩國經濟分歧怎樣呈現在行業表現上?以標普500中11項行業分類指數為基礎,再配對MSCI中國當中行業指數之季內表現作分析。結果如下:

	季內	表現(大者為	為勝)			年化村	漂準差(小者	為勝)	
行業	美國	中國	勝負	差距	行業	美國	中國	勝負	差距
金融	-6.0	2.4	中國	-8.4	金融	22.4	20.1	中國	2.3
科技	21.5	10.5	美國	11.0	科技	22.3	27.7	美國	-5.4
公用	-4.0	1.0	中國	-5.1	公用	19.4	19.5	美國	-0.1
通訊	20.2	18.9	美國	1.3	通訊	27.7	38.3	美國	-10.6
工業	3.0	3.3	中國	-0.2	工業	17.4	15.1	中國	2.3
非必需品	15.8	0.7	美國	15.1	非必需品	24.2	34.8	美國	-10.6
必需品	0.2	1.9	中國	-1.8	必需品	13.2	19.7	美國	-6.5
醫療護理	-4.7	-5.8	美國	1.0	醫療護理	13.0	27.9	美國	-15.0
能源	-5.6	16.5	中國	-22.0	能源	28.1	23.9	中國	4.2
房地產	1.0	-1.2	美國	2.2	房地產	24.3	32.3	美國	-8.0
物料	3.8	6.8	中國	-3.1	物料	20.8	22.0	美國	-1.2
中國勝	出次數	6	平均差距	-0.9	中國勝	出次數	3	平均差距	-4.4

⁵ 見麥肯錫網站,https://www.mckinsey.com/industries/real-estate/our-insights/americans-are-embracing-flexible-work-and-they-want-more-of-it

⁶ 見穆廸研究網站・https://cre.moodysanalytics.com/insights/cre-trends/where-office-vacancy-stands/

⁷ 見標普道瓊斯指數網站,https://www.spglobal.com/spdji/en/index-family/indicators/sp-corelogic-case-shiller/sp-corelogic-case-shiller-composite/?utm_medium=next_gen&utm_source=google&utm_campaign=paid_campaign&utm_term=home&price&index&utm_content=Intl_Indicators&gclid=EAIalQobChMInryPnaqQ_gIVCdxMAh1d2AFQEAAYASAAEgLX2_D_BwE#overview

季內表現方面,MSCI中國行業指數11中有6項高於標普500行業指數,反映中國在回報上更勝美國股市。當中能源行業出現明顯優勢(雙位數差距),季內國際能源價格持續波動對美國股市影響較大,而中國能源價格普遍較穩定及供應上受俄烏戰事影響較低。科技及非必需品行業卻出現明顯劣優,美國在科技領域上向中國施壓已非秘密,在股市中呈現亦不難理解。非必需品行業突顯中國復常後消費力反彈較預期遜色,美國堅韌的勞動力支持國內消費亦較預期強勁。

年化標準差方面,MSCI中國行業指數11中只有3項低於美國。傳統上屬於新興市場的中國股市波動普遍高於成熟市場的美國股市,當中較大差距出現在通訊、非必需品及醫療護理行業,而且全是中國劣勢。除了上述非必需品行業分析外,科技戰中通訊行業對華施壓是核心之一,醫療護理主要受中國復常後醫療需求明顯下降有關。

綜合而言,中美競賽在行業表現上各自在優勢中盡顯所 長,平分春色。勝負難分下唯有連羣結黨,再一決高下。 分析方法以每項行業中找出季內表現最高及年化標準差最低為表現優異作基準,並計算季內表現中獲得最多最大值次數(最多優異)及最少最小值次數(最少遜色),同時年化標準差最少最大值次數(最少波動)及最多最小值次數(最多穩定)。

整體季內表現中,歐洲在最大值中明顯跑出,但最小值中亞太區表現優異。綜合兩項指標考慮,以「最大值次數」減去「最小值次數」顯示擁有優異行業總次數,歐洲最終以正 3 勝出,結果亦反映現實上歐洲對美國的重要性。正如《宏觀策略》章節中分析,參考時任美國總統特朗普執政時與中國「單打獨鬥」總是吃力不討好,拜登政府最大分別是以聯盟式合力出戰,歐洲角色當然非常重要。

整體年化標準差結果十分明顯,亞太區不論在最大(愈少愈好)及最小值(愈多愈好)次數都是全勝,反映去全球化環境下資金隨政局流竄於中美歐3地股票市場,造成若干波動。但在亞太(尤其南亞)變化較小,亦回應上文南亞地區與其他股市相關性偏低的結果。

套用上述分析並加上 MSCI歐洲及亞太指數中配對行業表現,結果如下:

行業		季內表現(大者為勝)			年化標準差	(小者為勝)	
	美國	歐洲	中國	亞太	美國	歐洲	中國	亞太
金融	-6.0	4.0	2.4	-2.4	22.4	23.4	20.1	15.2
科技	21.5	20.4	10.5	14.1	22.3	24.6	27.7	19.4
公用	-4.0	7.3	1.0	-9.7	19.4	12.6	19.5	12.0
通訊	20.2	15.1	18.9	15.2	27.7	11.8	38.3	28.8
工業	3.0	12.5	3.3	4.5	17.4	19.2	15.1	14.2
非必需品	15.8	19.3	0.7	4.7	24.2	20.5	34.8	19.0
必需品	0.2	6.0	1.9	1.8	13.2	11.5	19.7	10.8
醫療護理	-4.7	3.4	-5.8	-0.8	13.0	11.8	27.9	13.7
能源	-5.6	-2.6	16.5	-1.1	28.1	25.7	23.9	15.6
房地產	1.0	-7.3	-1.2	-1.7	24.3	32.9	32.3	12.1
物料	3.8	2.6	6.8	5.8	20.8	17.9	22.0	18.1
最大值次數	3	6	2	0	1	3	7	0
最小值次數	4	3	3	1	0	3	0	8

最後綜合回報及風險勝出次數為指標(橙色方格),亞太獲得3項較歐洲1項勝出。綜合結果十分吻合現實上亞太區在去全球化變化中的核心角色,由多年前亞洲經濟起飛引起時任美國總統奧巴馬提出「重返亞洲」計劃⁸,演變至今天中美戰場集中在泛亞地區,就算亞洲區大部份領導人多次明確表明其中立態度,但歷史上國際競(戰)爭的熱度隨地區性經濟增速而上升,周旋空間愈見收窄,最後生靈塗炭後改朝換代。未來取決於當今各領導人的智慧,但資金聞風遠遁料愈趨明顯,投資者應為長線風險作好準備。

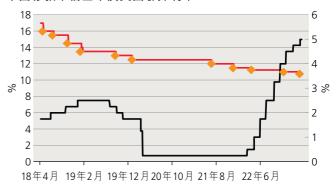
「政策套戥」: 穩健政策有利亞洲金融股指數

上季提出「政策套戥」概念以反映中美在經濟及政策導向分歧上的投資機會,加上《宏觀策略》章節中預測中美最有可能在貿易、科技、金融及貨幣中競賽,套在股市主要是金融、科技及房地產行業中呈現。

最明顯差異相信是金融行業。去年歐美央行積極收緊流動性以遏止通脹,但至今通脹水平仍高於目標2%。就算在銀行危機下,歐美央行領導層明言年內不會逆轉緊縮貨幣政策。相反,中國「兩會」中表示未來貨幣政策趨向適時寬鬆及以服務經濟為主,會後人行宣布在3月27日下調存款準備金率25基點,預計釋放超過5,000億元人民幣。

參考近5年中美貨幣政策走勢,雖然中國並非以利率調控,但在銀行存款量普遍偏高的條件下,透過持續下調存款準備金率,適度向市場提供所流動性。相反,美聯儲在多年量寬後,迫不得已5年間推行2次加息週期,期間無奈遇上疫情,利率歸零後至去年再次緊縮。事實反映近年美國對貨幣政策的依賴明顯高於中國,加上數年間政策上多次反覆令市場無所適從,增加資本及股市波動性,亦潛伏了各項金融危機,稍有不慎便會「爆雷」,本次銀行危機便是一例。

中國存款準備金率及美國聯邦利率



── 中國存款準備金率(主要銀行)(左)── 美國聯邦利率(右)◆ 中國存款準備金率(公布)(左)

資料來源:彭博,數據截至2023年3月31日

參考4大銀行指數,分別代表美國主要銀行的KBW銀行指數,MSCI歐洲、亞洲及中國銀行指數。2月中美國中小型銀行傳出流動性問題,KBW銀行指數率先轉勢下跌,同期歐洲銀行指數仍表現強勢。直到大型瑞士銀行出事,指數急挫並拖累美國銀行指數跌幅擴大,直到3月下旬歐美央行介入後暫時平息風波,歐美銀行指數才得以喘息。反觀中國及亞洲銀行指數,期間亦受影響但跌幅在5%之內。加上各亞洲官方及銀行領導明言出事銀行在區內業務偏少,之後兩項指數不跌反升,最後平穩季結。數據反映穩健的銀行體系及審慎的貨幣政策有利亞洲銀行股市。

美國、歐洲及亞洲銀行指數



⁸ 見美國白宮網站,https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/2015/11/16/fact-sheet-advancing-rebalance-asia-and-pacific

至今歐美銀行危機仍未完結,例如各地併購及債券報銷訴訟有可能推翻早前各方努力,令風險死灰復燃。回應上文分析,如歐美房地產市場成為下一個震央,承造按揭的銀行業將雪上加霜,加倍風險之大將不能忽視。相反,中國及亞洲銀行體系較2008年時明顯穩健,過去亞洲央行亦未有進行大型量寬,反映就算殃及池魚區內央行仍有解決空間。從風險面比較,中國及亞洲銀行指數較為可取。

銀行危機爆發後美聯儲透過貼現窗及存款保險等工具「止血」,但換來資產規模反彈,1個月內抵銷了去年「縮表」近1半金額(詳情可參閱《宏觀策略》章節)。截至3月31日,利率期貨預測5月加息25基點機率約45%,突顯美聯儲兩難的困局。2008年後美股與資產規模走勢非常相近,如未來美聯儲為回收銀行危機時額外流動性,延長加息週期或提升每月「縮表」規模(現為每月950億美元),料將冷卻當前美股樂觀情緒,更不利銀行指數。

美聯儲資產負債表及標普500指數



資料來源:彭博,數據截至2023年3月31日

「政策套戥」: 各佔優勢的科技競賽

什麼是「工業革命 4.0」?簡單而言是以數據聯繫性、人類 與機器互動、機器人技術及人工智能等顛覆性趨勢推動世 界經濟朝向數碼化進程。未來誰能手執科技牛耳的國家便 能領導全球,因此中美競賽中科技戰將不可或缺。《宏觀策 略》章節中已分析中美科技脱鈎迫使兩地自主研法,在政策 及資金上大力支持相關企業,在此不再累贅。

參考全球有關科技股指數,季內歐美指數升幅達20%,在 云云行業指數弱勢中鶴立雞群,反映就算歐美衰退將至仍 無阻科技發展。表現亦遠超同期MSCI亞太科技、納指金龍 及恒生科技指數,年化標準差亦較中港指數為低,回報及 波幅反映著美國泰山壓頂式施壓的現實。

全球科技相關股票指數



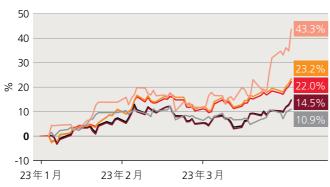
資料來源:彭博,數據截至2023年3月31日

指數	季內表現(%)	年化標準差(%)
納斯達克	20.5	22.2
MSCI歐洲科技	20.4	24.6
MSCI亞太科技	14.2	19.5
納指金龍	8.8	38.4
恒生科技	2.5	39.2

資料來源:彭博,數據截至2023年3月31日

由於歐美地區在科技研究上領先中國,卡脖子式手段將窒礙中國科技發展,例如禁止對華出售芯片設計及光刻機等。相反,中國在執行及科技商業化上有著領先地位,例如應用程式下載量及數據應用等。參考全球相關硬件及軟件股票指數,歐美股市為主的硬件指數表現遠勝區內軟件指數,而中國相關指數卻剛好相反,尤其中國軟件指數在3月中起急升,主要受惠於中國經濟復常及政策導向。對投資者而言,當前科技戰中以硬件為重,因此整體操作應以「硬件為先」。

全球軟硬件相關股票指數季內變化



MSCI世界硬件及機械
 MSCI世界軟件及服務
 MSCI美國硬件及機械
 MSCI美國軟件及服務

—— 富時新華中國A股硬件及機械 —— 富時新華中國A股軟件及服務

資料來源:彭博,數據截至2023年3月31日

指數	季內表現(%)	年化標準差(%)
MSCI世界硬件及機械	22.01	19.8
MSCI世界軟件及服務	14.67	21.3
MSCI美國硬件及機械	23.24	21.4
MSCI美國軟件及服務	14.45	22.3
富時新華中國 A 股 硬件及機械	10.88	19.1
富時新華中國 A 股 軟件及服務	43.28	36.2

資料來源:彭博,數據截至2023年3月31日

除了維護固有優勢,去年起兩國政府正努力改善自身短板,例如美國推出優惠政策吸引海外晶片製造商落戶設廠,中國則在量子科技及人工智能等領域發展。兩國殊途同歸,對投資者而言實屬好事,因為不論誰勝誰負,世界首次名經濟體大量投放資源在同一行業實在罕見。好比上世紀20至30年代「工業革命2.0」刺激自動化行業,80至90年代「工業革命3.0」刺激資訊化行業,到今天「工業革命4.0」料將刺激數碼化行業。所謂「鷸蚌相爭,漁人得利」,投資者適宜中長線加入或維持科技有關股份,但短期內應以中美各自領域優勢股份為先,並減少兩地在盈利及資本上交疊的企業,例如中國在美上市股份被勸喻「退市」及通訊企業訴訟案可謂前車之鑑。

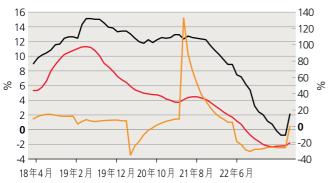


「政策套戥」: 危與機並存的房地產市場

上文已分析美國房地產市場有可能是續銀行危機後下一個 震央,各類房託及房地產股票指數去年起持續下跌已反映 當中風險之高,在此不再累贅。

年初至今中國房地產市場在過去多年的挫折中初見穩定,參考70大城市新屋房價指數、房地產總銷售及承造按揭房地產投資指數的按年變化,雖然3大指數仍處於5年低位,但不約而同地在年初呈現反彈跡象,相信受惠於去年逐步取消抗疫、有序釋放流動性、行業以至企業管理整改漸見成效等利好因素支持。雖然現狀與多年前高峰仍有很大距離,但穩住跌勢對投資者而言已是利好訊號。

中國房地產相關指標按年變化



— 70 大城市新屋房價(左) — 承造按揭房地產投資(左) — 房地產總銷售(右)

資料來源:彭博,數據截至2023年2月28日

中國房地產景氣指數是國家統計局根據中國房地產開發按月統計數據而制定,通過與房地產多個相關指標計算,呈現市場狀況及趨勢的綜合性指標⁹。參考過去5年該指數與MSCI中國房地產股票指數走勢相若,季內股票指數亦跟隨利好氣氛而喘定。

中國房地產氣候及股票指數

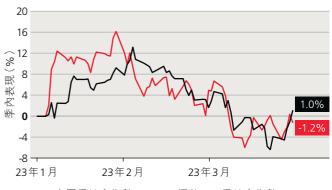


── MSCI中國房地產股票指數(左) ── 中國房地產氣候指數(右)

資料來源:彭博,數據截至2023年2月28日

綜合以上分析,在政策及經濟氛圍驅使下,預期中美房地產市場將邁向拐點,只是方向各異,未來有可能出現美國房地產市場由高位回落而中國則見底反彈。參考MSCI中國房地產及標普500房地產指數,季內走勢相若,但當兩者走勢迂迴或帶來兩地套戥機會。當然,傳統上房地產市場是各資產中最難預測的市場之一,投資者作決定前應倍加謹慎。

中美房地產股票指數



─ MSCI中國房地產指數 — 標普500房地產指數

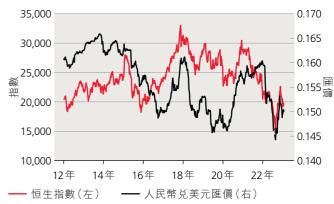
⁹ 見國家統計局網站,http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202208/t20220816_1887426.html

香港及內地股市展望 一 危中有機

首季歐美市況風起雲湧 中港股市有驚無險

上期本欄的主題為「冬去春來」,中港股市之春天並沒有缺 席,可惜受外圍接連不斷的風險事件陰霾濃罩,顯得乍暖還 寒,陰晴不定。隨著中國政府1月撤除所有防疫限制,目新一 波的感染高峰維持時間較預期短,春節期內的消費需求一如預 期出現爆發性釋放,中國經濟重啟概念逐漸由虛變實。在外 資紛紛加碼配置中資股驅動下,1月份恒生指數和滬深300指 數分別錄得14.8和10.3%升幅,高見22.700和4.268點,歐 美股市同期表現望塵莫及。可惜好景不常,踏入2月,外圍金 融市場風起雲湧。起初因美國公布的一系列經濟和通脹數據 超平預期,觸發市場迅速上調美聯儲加息步伐之預測,預期 峰值利率由1月末的4.9% 急升至3月上旬的5.5%, 連帶美國 10年期國債收益率從3.3%重新飆升至4%上方,美元強勢回 歸亦拖累離岸人民幣匯價再下試約7算水平。在這兩道「估值 緊箍咒|纏繞下,港股自然無法獨善其身,尤其恒生指數由去 年10月末以來已上漲超過8,000點,高位調整在所難免。港 股經過2月份回吐近9%後,3月份更是險象環生。美國多家 地區性銀行突爆發大規模擠兑,個別最終因流動性乾涸宣告倒 閉;另一邊廂,歐洲有大型銀行因內部管控程序存在重大缺 陷而須延遲發布年度財報,加上缺乏來自主要股東的流動性 支援,也一度深陷無序違約危機,全球金融市場頓成驚弓之 鳥,資金蜂擁避險資產自然令港股跌勢加劇,恒指期內最低見 18.830點,意味1月份以來的升幅已全數蒸發。唯幸的 是,歐美財金官員和央行今次應對問題的態度可算是當機 立斷,於短時間內針對財困銀行推出全額存款擔保、緊急 流動性支持等措施,以及安排相關併購方案,及時安撫市 場氣氛,避免重蹈2008年雷曼爆煲失救引發金融海嘯之 覆轍,中港股市跌勢喘定。總結季內,恒生指數及滬深 300 指數分別上升 3.1 及 4.6%。

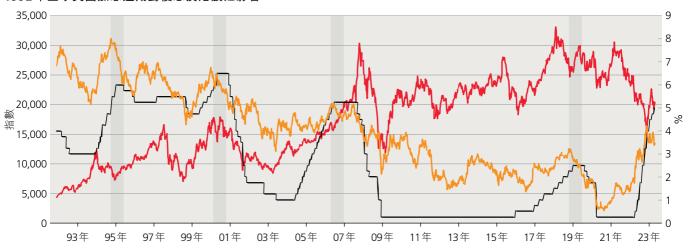
2012年至今人民幣匯價與恒生指數



資料來源:彭博,數據截至2023年3月31日

美息見頂論空穴來風 港股或受惠美債息及人民 幣轉勢

1992年至今美國加息週期對債息及港股之影響



—— 恒生指數(左) —— 美國基準利率(右) —— 10年期美國國債收益率(右) ■ 美聯儲完成倒數第二輪加息至利率見頂後3至4個月



須知道港股市場表現好壞,除了要看中港宏觀經濟環境及企 業盈利表現之外,資金流動性與估值水平也屬不可或缺因 素,而美國無風險利率及人民幣匯價走勢正正主導著這兩項 因素。先談利率因素,參考過去四次美國加息週期經驗,每 當美聯儲完成倒數第二輪加息至利率見頂後3至4個月的這 段期間,美國10年期國債收益率均出現下墜,而恒生指數 期內則普遍表現強勢,平均錄得近4%升幅。再說人民幣匯 價影響,隨著中資股於恒生指數的成份比例愈見舉足輕重, 人民幣走勢與恒指表現亦愈來愈息息相關。我們對兩者進 行了迴歸分析,2012年至今恒生指數與人民幣兑美元匯率 之間的相關系數持續上升,目前約為正0.38,而 Beta 值為 1.8, 意味人民幣兑美元匯價每上升1%, 假設其他因素保 持不變,理論上可帶動恒指上漲1.8%。本期題為「危中有 機」,意謂外圍市場是次的金融動盪,可能是促成歐美通脹 與利率邁向拐點的催化劑,從而壓制美債收益率升勢及刺激 人民幣轉強,為港股創造更佳投資情景,焉知非福?

內地經濟數據及兩會政策基調穩固 關注週期股 和新興產業板塊

若然外圍利率環境轉向屬中港股市估值修復的轉捩點,那麼國內疫後經濟重啟進度超預期則為一眾中資股業績重拾增長的主要引擎。觀乎1至2月份內地公布的一連串宏觀經濟數據,包括製造業及服務業採購經理人指數(PMI)創近10年新高、社會零售銷售增速扭負轉正、工業增加值及基建固投谷底回升、人民幣新增貸款創下單月新高等,表現均令市場眼前一亮,顯示各個經濟環節正加速改善。就連去年拖累經濟面甚廣的房地產環節也漸入佳境,其中2月新屋銷售環比轉正,為17個月以來首次。同期70大中城市樓價指數來外圍金融環境風雨飄搖,惟只要避免釀成骨牌式倒塌的全球系統性風險,相信暫無礙內地經濟穩步復甦之勢。再者,去年3月底至5月正值上海爆發疫情的封城期,製造業及零售消費數據出現斷崖式下滑,受惠低基數效應,今季出爐的經濟數據該可看高一線,連帶一些跟國內經濟週期敏感度較高的

板塊(如內銀、內房、工業、非必需消費、原材料等)發布 之月度經營數據可能也有驚喜,相關企業盈利預測上調或於 今季一觸即發,投資者不妨多加留意。

央企估值回歸如火如荼 內銀板塊可成下一受惠者?

今年兩會的另一焦點主題為央企改革和推動國企股估值重塑。3月上旬國資委兩度召開會議,表示將優化國有經濟佈局,推進國企戰略性重組及專業化整合,並期望大型優質國企可對標全球一線企業開展價值創造計劃,由此推斷國企在中國未來的經濟發展路上將扮演更重要角色,而目前大部分於中港上市的國企股卻處於近年的估值窪地。上海證券,所在兩會上提交了3份提案,當中點出「與5年前相比,與6.86倍,下降30%,明顯低於全市場1.6倍的平均水平。」說到底,目的就是希望促進上市央企估值合理回歸。此外,根據國內《上市公司國有股權監督管理辦法》規定,內地A股上市企業配售股份時的每股作價不得低於最近一個財政年度的每股資產淨值(即1倍市帳率)。換言之,若國企股份的市帳率長期處於1倍以下,則嚴重掣肘著企業利用資本市場融資以拓展業務的空間,故進行估值修復勢在必行。

事實上,近月國內多隻央企主題指數相關產品已獲中證監受理,包括中證國新央企科技引領指數、中證國新央企現代能源指數和中證國新央企股東回報指數旗下的ETF產品可望於短期內面世。科技引領指數聚焦國防、半導體、航天、電子、通訊設備等行業;現代能源指數集中於綠色能源、傳統電力及能源輸配等板塊;股東回報指數則主要涵蓋現金流充裕、派息慷慨及積極回購的公司。由於ETF產品於A股市場愈趨普及,尤其機構投資者和個人養老金等有較大的配置需求,後續料可帶來源源不絕的增量資金投資相關央企股份。

當然,要實現上市央企估值重估,公司的基本面還必須展現出其過人之處,如盈利增速、股本回報率、派息比率、營運現金流及淨負債率等財務指標是頗具説服力的參考指標。以在港上市的央企為例,內銀股和電訊股過去5年的淨利潤年均複合增長率平均分別為6.2 和4.8%,以3月31日收市價計,市帳率平均分別僅為0.44和0.75倍,股息率平均分別高達8.1和5.7%,中長線部署的性價比相當不俗,惟中資電訊板塊過去半年累積升幅較大,短期不排除先行回調整固。

過去10年內銀股指數平均市帳率



資料來源:彭博,數據截至2023年3月31日

五一外遊需求蓄勢待發 旅遊板塊強勢有餘未盡

回望首季春節假期內地的旅遊消費數據呈現強勁復甦, 旅遊人數及旅遊收入分別恢復至疫情前(2019年)同期的 89及73%,總算兑現了筆者的期望。往前看,今年五一假 期內地民眾的旅遊消費熱度更令市場翹首以待,一方面是 因為假期日數較往年多,原本5日加上拼假3天,則可享受 9天假期,有利居民參與較長途的出遊活動;另一原因當然 是疫情陰霾已一掃而空,不僅本土防控措施盡數解除,而 且中央文旅部已先後兩批恢復公民赴亞洲、歐洲、非洲、 大洋洲和拉丁美洲等超過60個國家的團體出境遊,同時歐 美日韓等多個熱門外遊國家也撤銷了對中國公民入境時強 制核酸檢測要求及航班數目限制,甚至向中國遊客提供簽 證便利,例如支持落地或電子簽證等,相信可重新激活內 地居民出國外遊的熱情。根據國內知名線上旅遊中介平台 數據顯示,截至3月24日,今年五一假期國內整體旅遊產 品預訂量同比增長150%,出境遊預訂量更增長近17倍; 另一家平台數據亦顯示,3月第3週內地居民外遊簽證搜索 量同比暴漲886%,簽證辦理量亦激增680%,反映五一假 期內地實現「報復式出遊」的機會頗高。去季本欄羅列的旅 遊相關板塊,如航空、線上旅遊平台、旅遊用品消費、澳 門博彩、啤酒、餐飲、酒店等,普遍均在首季跑贏大市, 尤其春節前多隻股份勢如破竹,股價突破疫情以來新高, 其後雖稍作回吐,惟整體強勢該意猶未盡,若五一長假前 後發布的營運數據表現理想,可望觸發新一輪升浪。

2020年以來國內旅遊人數及收入的復甦進度 (與**2019**年同期比較)



- 旅游人數恢復率 --- 旅游收入恢復率

資料來源:彭博,數據截至2023年3月31日

科網板塊受國策重新加持 人工智能及遊戲領域 看高一線

內地科網企業自2020年末起受政府行業整改政策困擾,令盈利能力及估值出現「雙殺」。然而去年底中央經濟工作會議對行業釋出利好訊號,明言將大力發展數字經濟,支持平台經濟發展;今年兩會也表示加快傳統產業和中小企業數字化轉型,並再無提及「強化反壟斷和防止資本無序擴張」之表述。再者,人民銀行在1月13日的新聞發布中表示對14家大型平台企業大多數問題(如監管套利、無序擴張、侵害消費者權益等)已基本完成整改,意味長達2年多針對科網企業的整改行動已近尾聲。監管政策漸趨明朗,不僅有助相關企業重新專注於業務發展,亦能提振投資者對科技板塊的信心,吸引外資重新增加配置。

早前重磅科網股公布季度業績,雖然去季收入未反映疫後 復常因素,但部份企業透過有效的成本控制或減少新業務 投資,帶動核心利潤率擴闊,不少科企也一併宣布新一輪 股份回購計劃,而回購金額亦比上一輪增加,對股價屬下 面支持。隨著內地經濟穩步復甦,居民消費力及企業營 銷預算顯著增強,有助提升互聯網平台企業商品銷售額 (GMV)及廣告收益。此外,近期氣勢如虹的人工智能概念 板塊料可受惠美國 Chat-GPT 相關企業持續升級其 AI 模型及 進行併購,帶動估值上升。尤其擁有強大數據庫、演算能 力及AI研發技術的科網巨企,若成功發布自家研發的生成 式AI產品及應用場景,則更易突圍而出。至於遊戲龍頭股 份也值得看高一線,在監管政策鬆綁下,最近三個月多隻 重磅網絡遊戲版號獲批,初步預約反應熾熱,相信可成為 下半年業務收入的主要增長引擎。總括而言,相信科網股 最壞的時間已經過去,後續可望迎來盈利及估值修復,惟 須關注今年新業務投資大增可能削弱短期利潤率,以及電 商平台補貼競爭愈趨激烈的風險。

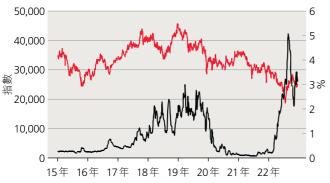
本港地產股受惠利率見頂 旅客回歸收租股如沫 春風

假如美國基準利率如目前市場預測般提早見頂,本港地產 及收租股也將受益不淺,主要邏輯有三:

- 銀行同業拆息(HIBOR)或跟隨美息回落,香港銀行下調 按揭封頂利率空間增加,刺激居民置業需求,發展商推 售新盤時反應更佳,同時二手市場交投回暖有助支持樓 價回升;
- 地產企業的債務融資成本減低,減省利息開支可釋放盈 利與派息;
- 資本化折現率或同步見頂,地產企業旗下投資物業的公 允值或可向上重估,貢獻帳面利潤。

參考2017年至今(2020年疫情爆發初期例外),香港1個月期HIBOR與恒生地產分類指數普遍存在高度負相關性,故港美息率一旦確認見頂,相信就是這個板塊強勢回歸之時。此外,隨著中港邊境重開,內地訪港旅客人次錄得爆發性增長。據旅遊發展局統計,2023年1月訪港旅客總人次接近49.9萬,是去年同月的70倍,而2月的初步數字錄得146萬(內地旅客佔76%),自2020年1月以來首度破百萬,預期五一長假內地旅客訪港人次將再創疫情以來新高,帶動本港旅遊相關的消費活動枯木逢春。憧憬一眾零售收租企業可藉此引入更多連鎖高級消費及餐飲品牌商戶進駐,從而提高商場出租率及租金加幅水平,支持業績穩步改善。

2015年至今恒生地產分類指數及香港同業拆息



資料來源:彭博,數據截至2023年3月31日

港股盈利預測與估值料續上調 恒生指數 6 個月目標 23.500 點

港股全年業績期過後,由於第4季業績表現因內地疫情影響缺乏驚喜,加上憂慮個別重磅科技股今年將重新增加對新業務資本投放及提升補貼營銷等開支,市場對恒生指數成份股的盈利預測上調幅度未算進取。根據彭博數據,恒生指數每股盈利預測(未來12個月)最新約2,100港元,基於內地首2個月公布的經濟數據理想,我們相信企業第1季的業績將大幅改善,恒指盈利預測料可上調至2,175港元。估值方面,目前恒生指數(未來12個月)預測市盈率為9.7倍,仍然顯著低於過去10年平均值(11.5倍),料尚有向上修復空間。若給予預測市盈率10.8倍,恒生指數6個月目標水平為23,500點。

2018年至今恒生指數盈利預測趨勢



資料來源:彭博,數據截至2023年3月31日

恒生指數預測市盈率



中國及亞洲股市展望 — 投資者情緒持續脆弱,波動市況下亞洲股債仍有投資價值

一如年初所料市況非常反覆,主因是市場信心不足。歐美銀行和相關併購事件引發牽連大波可見一斑,到截稿前風波仍然繼續發酵,市場憂慮未止。可幸是亞洲地區暫未受到正面衝擊。目前市場的走向變數不少,由於投資者信心 蓮弱,目前我們對股票持謹慎態度。

美元將重拾跌勢,有利非美元計價股票

東亞聯豐維持年初預料美國經濟漸趨疲弱的看法。銀行風波發生前,全球經濟數據尚算穩定,美國市場表現良好,包括非農業就業增長,房地產市場和消費領域。儘管通脹正在緩和,但仍居高不下。美聯儲所關注的通脹指標按年上升6%,按月增加0.4%。通脹雖然符合預期,但遠未達到央行2%的目標。

美國消費者物價指數仍居高不下



22年3月 22年5月 22年7月 22年9月 22年11月 23年1月 資料來源:彭博·數據截至2023年2月

總括以上因素,市場預計利率在高水平維持一段長時間, 至於未來加息力度,則要視乎金融體系的穩健性。美國銀 行倒閉的事件,可能改變了央行貨幣政策的計劃。相信美 聯儲會重新評估加息對銀行業界的影響,相信不會因短期 通脹高企,而讓金融體系承受額外風險。

由2、3月開始,美元從年底的弱勢開始企穩。但東亞聯豐相信美元將繼續受貨幣政策拖累,重拾下行走勢。因此, 美元見頂不利美股表現,為非美元計價股票帶來支持。

中國經濟穩健帶動股市,晶片業接近見底,有助 南韓台灣科技硬件

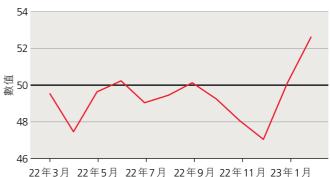
亞洲和中國將成為今年全球經濟的增長動力。中國防疫措施鬆綁,釋放積壓的需求,2月份製造業經理人採購指數飆升至52。房地產銷售和貸款增長尚未顯著回升,受到去年內房事件影響,買家對新樓盤信心尚未完全恢復,新開發項目銷售仍未如理想,但一線和主要二線城市的二手房屋交易出現溫和復甦,部份樓價亦初見回升。



東亞聯豐投資認為,當地產商資金流情況得以改善,新樓項目工程恢復,市民的信心和銷售將續步回升。全國人大會議雖沒有宣布任何大力刺激經濟措施,但我們相信中國的週期性復甦也可以自我維持。我們亦預計當局不會在短期內調低中期借貸便利或貸款優惠利率。

中國股市估值偏低,有政策扶持,企業盈利前景樂觀,吸引更多資金興趣,因此,選股成為關鍵。在一衆板塊中,我們尤其看好消費和互聯網股份。隨著經濟復甦範圍不斷擴闊,我們也會留意材料和科技領域。當局最近建議進一步改革國有企業,提升營運效率,並提高股息和股東回報,加強釋放企業價值,因此現金充裕且估值低的國企也可能是明日之星。與此同時,我們亦密切注視中美地緣政治緊張局勢,一旦關係升溫,可能觸發市場波動。

中國製造業採購經理指數呈上升趨勢



22年3月 22年5月 22年7月 22年9月 22年11月 23年1月

資料來源:彭博,數據截至2023年2月

中國重新開放將有利地區鄰國。中國是日本的主要入口國。目前,日本經濟尚算穩健,但股市前景則較難估計。 普遍投資者預計日本可能很快會進一步放寬其孳息曲線控制政策,甚至最終放棄該用來壓低價格的措施。加上日本

央行的新行長將於4月接任,令貨幣政策回歸正常化的機會更大。面對不斷上升的通脹壓力,收緊貨幣政策有助支持日元匯價,但強日元可能會對日本企業增長及股市造成壓力。

具潛力的亞洲板塊		
地區/國家	板塊	關注重點
亞洲區	非必需消費品、通 信等重開概念板塊	• 中國防疫措施鬆綁,釋放積壓的需求
	能源股	企業資產負債表健康,供應短缺可作對沖通脹的選擇近日歐美銀行風波,會否引發環球經濟衰退而打擊能源需求,仍須密切留意
中國	醫療保健和科技 板塊	捕捉下游需求的復甦潛力有中國政府的措施支持
台灣和南韓	硬件科技股	• 下半年半導體行業有機會見底

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,受適用的相關知職產權法保護。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。