

知所進退

東亞銀行經濟研究部



2023年第3季經濟展望

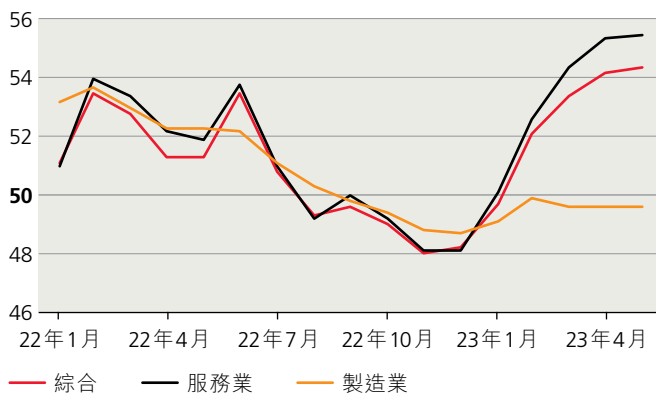
環球經濟分化格局延續，東升西降更趨明顯

回顧2023年上半年，在美聯儲進取的加息週期下，美國經濟維持溫和擴張，勞工市場略為放緩；歐洲方面，能源危機憂慮繼續緩和，但環球貿易收縮對區內製造業造成較大影響，2023年第1季歐元區和英國經濟均處於停滯或衰退邊緣；中國內地經濟在消費反彈的引領下穩健復甦，各類政策的支持力度和深度持續加大，為經濟實現高質量發展注入重要動力；其他亞洲經濟表現大致平穩，其中東盟主要經濟體保持穩定增長；香港經濟在本地需求和旅遊業回升的刺激下顯著反彈。

環球經濟的高通脹風險未除，核心通脹持續遠高於政策目標。受2022年大宗商品的高基數影響，各國整體通脹出現回落走勢，但核心通脹未見顯著降溫，服務價格和工資升溫壓力仍處於較高水平，令頑固的通脹壓力進一步累積。與此同時，高通脹引發的生活成本危機愈見嚴重，其中歐洲多個地區更出現示威或罷工等問題，這一方面造成社會不穩，同時阻礙了經濟復甦。為了盡快降低通脹至政策目標，主要央行均保持鷹派立場，預示環球利率仍有上升空間。

全球採購經理人指數

>50 表示擴張



資料來源：彭博，數據截至2023年6月15日

踏入2023年下半年，部分支持環球經濟復甦的利好因素，如疫後重啟的服務行業大幅反彈，以及強韌的就業市場亦陸續出現降溫跡象，加上先進經濟體在高通脹壓力下將進一步收緊貨幣政策，消費者和企業對經濟前景的信心勢將受到更大打擊。再者，高利率和市場流動收緊亦會對環球金融市場穩定帶來新風險，公共部門、企業和家庭的再融資壓力將進一步增加。另一方面，地緣政治亦將持續困擾跨境貿易、投資以及融資活動發展。

在眾多不明朗因素的影響下，預料環球經濟擴張勢頭將下行至低增長區間，各國經濟表現分化走勢將更趨明顯，預期歐美日等先進經濟體在貨幣緊縮政策下將持續減速，其中美國及日本料錄得輕微增長，但歐洲可能陷於滯脹；中國內地將可憑藉其龐大內需市場及政策支持維持較快增長，香港和其他亞洲經濟體亦可從中受惠，保持相對較佳的增長勢頭。整體而言，全球東升西降的發展走勢將愈見明顯。



美國經濟展望

美國經濟溫和增長，通脹降溫進程不及預期

自2022年3月以來，美聯儲大幅加息500個基點及縮減資產負債表，但美國經濟未見顯著放緩，就業市場降溫和通脹回落速度緩慢，令美聯儲維持鷹派的貨幣政策立場。繼2022年全年錄得2.1%增長後，美國經濟2023年第1季擴張1.3%（以按季年率計），較2022年第4季下降1.3個百分點，這主要是由於私人存貨變化拖累整體經濟增長2.1個百分點，私人消費、出口、固定投資及住宅投資等其他主要組成部分均較上一季改善。按年計，美國經濟增長從2022年第4季0.9%略為加快至2023年第1季1.6%。

在經濟維持穩定增長的背景下，強韌就業市場僅錄得初步降溫跡象。今年以來，新增非農就業職位數目僅輕微放緩，但仍高於須要吸納人口增長的水平；勞動人口參與率略見回升，但仍低於疫情前水平；失業率則接近數十年來低位；平均時薪增幅則有所回落，惟仍高於美聯儲認為與通脹目標相應的水平。

美國通脹於高位回落，但放緩速度比原先預期為慢。在去年能源和核心商品價格高基數的帶動下，美國整體消費物價指數已從2022年6月按年9.1%高位回落。然而，在就業市場趨緊、家庭財政狀況穩健及收入預期較佳下，住房及服務價格上漲的壓力維持高企，預計核心通脹回落至政策目標須時，或須要就業市場加快降溫或經濟進一步放緩才能盡快返回2%通脹的目標。

美國通脹率

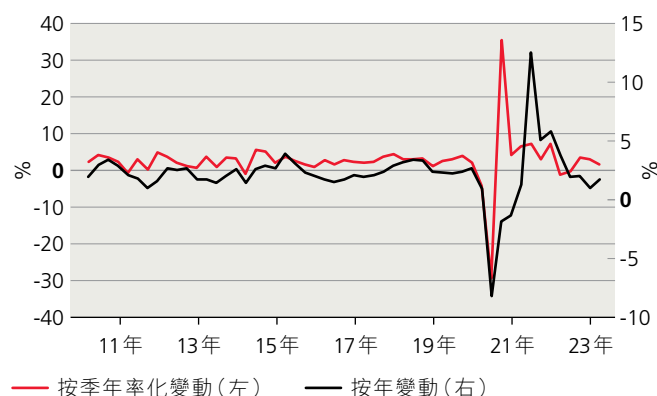


資料來源：彭博，數據截至2023年6月15日

6月美聯儲一致決定將聯邦基金利率維持不變於5至5.25%。然而，該局同時上調2023年經濟增長及核心通脹預測，並下調失業率預測，令其認為未來仍有需要進一步緊縮貨幣政策。因此，美聯儲6月維持利率不變應被視為「跳過」而不是暫停加息，而其委員們對2023年底聯邦基金利率的中位數預期亦上調至5.625%，較目前利率水平高50個基點。主席鮑威爾表示，幾乎所有委員均預期於年底前進一步加息是合適的。6月維持息率不變是謹慎的做法，以評估貨幣政策緊縮對經濟和信貸緊縮的影響。我們預期美聯儲將於下半年至少再加息25個基點至5.25至5.5%，並維持利率高企一段較長時間。

目前，美國兩黨已達成債務上限協議，避免債務違約，但協議限制未來兩年政府財政的開支增長，加上利息開支漸增或會增加對公共財政的壓力，令其財政政策難以再明顯擴張。再者，隨著利率明顯上升，加上地區性銀行危機過後，信貸審批准則勢將收緊，家庭和企業或會較困難或較昂貴才能獲得融資，需求及投資氣氛料將受壓，私人消費和服務業擴張速度或會逐漸放慢，甚至加大對其房地產市場調整的壓力。預期未來數季美國經濟增長將進一步放緩，2023年全年增長約1.1%。

美國國內生產總值



資料來源：彭博，數據截至2023年6月15日

宏觀經濟

歐洲經濟展望

歐洲經濟弱復甦動力不均

歐洲經濟表現疲弱，各國復甦步伐不一。去年歐洲受眾多不明朗因素打擊。縱使避過了冬季能源危機及深度衰退，惟高通脹、高利率及地緣政局不穩等持續制約其經濟表現。其中英國經濟大致停滯，2022年第4季及2023年第1季僅輕微按季增長0.1%；歐元區經濟則於過去兩季輕微按季收縮0.1%，主要受德國及愛爾蘭經濟疲軟所致，兩國分別受家庭消費支出減少及跨國企業主導的工業活動萎縮所影響。不過，意大利和西班牙等則受惠旅遊活動加快復甦，西班牙經濟從去年第4季按季增長0.4%加快至今年第1季0.5%，意大利則從去年第4季按季收縮0.1%反彈至今年第1季0.5%增長，為歐元區經濟帶來一些支持。

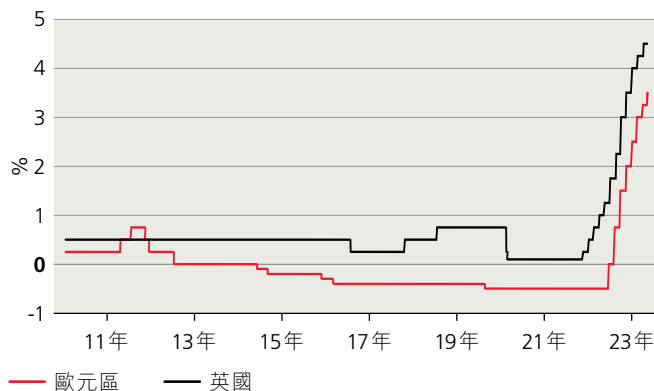
歐元區及英國經濟增長



資料來源：彭博，數據截至2023年6月15日

歐洲通脹高位回落，惟回落步伐緩慢，兩地央行料維持緊縮貨幣政策一段較長時間。兩地通脹於高位逐步回落，歐元區及英國整體通脹率均較去年10月高位下降約2至4個百分點，回落至2022年初水平。不過，早前能源成本上漲的影響持續傳導至商品價格（如包裝及加工食物）以及疫後需求釋放等均推升與旅遊等相關的服務價格，或使通脹壓力更為頑固，且持續高於央行政策目標，預期兩地央行或進一步加息，以加大遏抑通脹的力度。近期歐洲央行的加息步伐已從50個基點回復至25個基點，而歐元區通脹回落速度較英國為快，預期歐元區的最終政策利率水平或較英國為低。整體而言，未來兩地央行的貨幣政策走向將取決於通脹等經濟數據的表現，惟預期兩者均會維持緊縮貨幣政策一段較長時間。

歐元區及英國政策利率



資料來源：彭博，數據截至2023年6月15日

展望未來，歐洲經濟有望實現輕微擴張，服務業將持續領先製造業的復甦。2023年2月以來，歐元區及英國兩地服務業採購經理指數持續處於擴張區間，反映區內服務活動及需求活躍。勞工市場穩定及能源危機的憂慮減退等均有有利於鞏固消費者信心，提振了民眾對未來經濟前景及個人收入狀況的預期，推動疫後休閒、旅遊及娛樂等服務消費的復甦。另一方面，歐洲工業活動仍受積壓訂單支持，但新增訂單需求疲弱，兩地製造業採購經理指數徘徊於收縮區間。歐洲民眾及企業料將繼續面對高通脹、高利率、信貸環境緊縮、地緣政局及金融市場不穩等下行風險，或會制約歐洲復甦的勢頭，預期2023歐元區經濟增長僅輕微增長0.7%左右。

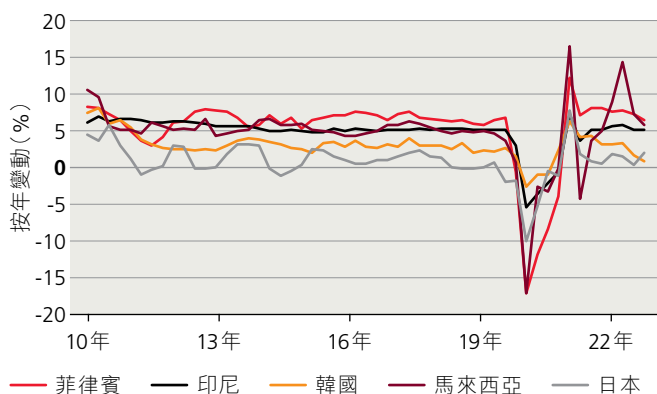


亞洲經濟展望

通脹普遍回落為亞洲央行提供調整貨幣政策空間

2023年第1季，亞洲主要經濟體表現不一。日本經濟在2022年第4季錄得微弱增長後，在2023年第1季反彈至按季年率2.7%增長，是過去1年來的新高。南韓則受到外貿需求疲弱影響，2023年第1季經濟增長進一步放緩至按年0.9%，惟整體經濟仍錄得輕微擴張。東盟經濟體則實現相對穩健增長，其中泰國經濟從2022年第4季按年增長1.4%加速至2023年第1季2.7%；印尼經濟於2023年第1季維持按年5%的穩健增長；馬來西亞經濟增長從2022年第4季按年增長7.1%放緩至2023年第1季5.6%。泰國和印尼經濟均受穩健私人消費增長和良好服務出口的推動，馬來西亞表現則受外部需求放緩的影響。

亞洲個別經濟體的國內生產總值



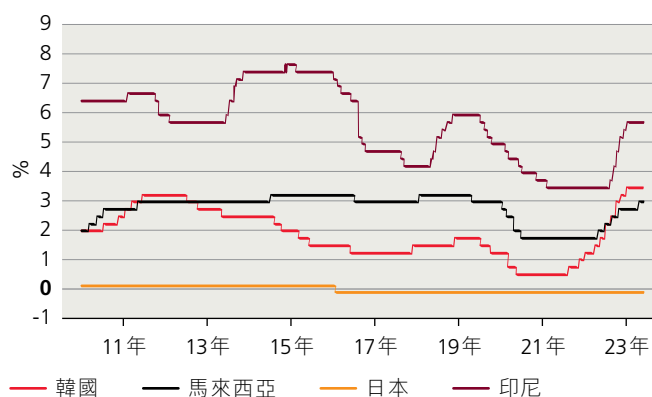
資料來源：彭博，數據截至2023年6月15日

歐美等先進經濟體受高通脹及高利率困擾，令外圍需求持續疲軟，拖累亞洲經濟體出口表現。繼2022年全年強勁增長18.2%後，日本出口增長勢頭於2023年顯著放緩，5月按年增速只有0.6%。自2022年第4季起陷入收縮區間後，南韓出口一直維持低迷，2023年首5個月按年下跌13.6%。在東盟主要經濟體中，泰國、馬來西亞及印尼出口亦於2023年3至4月期間錄得按年下跌。隨著環球經濟下行壓力和金融市場波動增加，預計亞洲外貿表現將繼續受壓。

亞洲地區通脹從高位回落，主要受惠於高基數、能源價格回落，以及貨幣緊縮政策等帶動，惟部分仍高於央行的政策目標。對比2023年1月的高位，4月日本整體通脹已回落0.8個百分點至按年上升3.5%，但仍連續13個月高於日本央行2%的政策目標。南韓整體通脹在5月按年上升3.3%，為過去13個月以來的新低。在東盟主要經濟體中，整體通脹亦從2022年高位回落，其中5月印尼通脹回落至央行2至4%政策目標上限；馬來西亞及泰國整體通脹於2023年第2季亦有所下降。

鑑於區內經濟體通脹及經濟基本因素各異，其央行貨幣政策取態亦有不同。日本央行於6月政策會議決定維持寬鬆政策，將基準利率和10年期國債收益率目標分別維持在-0.1和0%的歷史低位；南韓及印尼央行連續多次會議保持利率不變；馬來西亞及泰國於5月會議調高政策利率。展望未來，由於亞洲通脹壓力較歐美溫和，預料區內央行在調整貨幣政策上將有更大彈性，貨幣政策環境有望維持穩定。

亞洲個別經濟體的政策利率



資料來源：彭博，數據截至2023年6月15日

在全球增長放緩及先進經濟體高利率的影響下，出口表現低迷勢將拖累亞洲經濟體，惟穩健基本面料可支持區內實現平穩增長。隨著美聯儲等主要央行將利率高企維持一段較長時間，疊加地緣政治風險和金融市場波動等因素，外圍需求短期難以成為推動亞洲經濟體的動力。考慮到亞洲區內私人消費市場強韌，加上中國內地經濟穩健復甦可為周邊地區供應鏈、貿易、旅游等經濟活動帶來刺激，預料2023年亞洲經濟體將保持大致平穩，其中東盟經濟體在內部需求的支持下有望實現穩定增長。



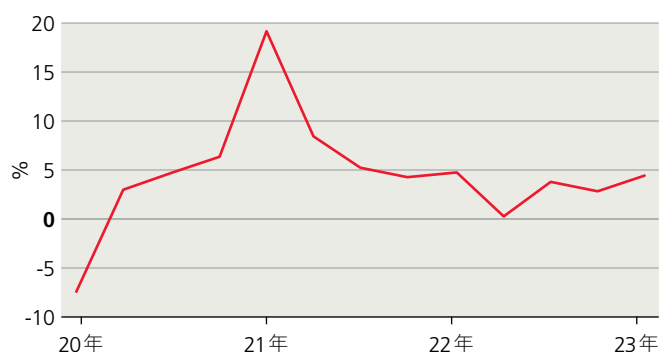
宏觀經濟

中國內地經濟展望

宏觀政策發力，鞏固內地經濟復甦前景

隨著經濟活動及民眾出行復常，第1季內地經濟展開穩健復甦。經濟增速從去年第4季2.9%加快至今年第1季4.5%，服務業及零售消費反彈為經濟增長提供最大動力，投資及工業活動保持穩定，貿易表現則受到歐美需求放緩及環球金融環境趨緊等負面因素影響。

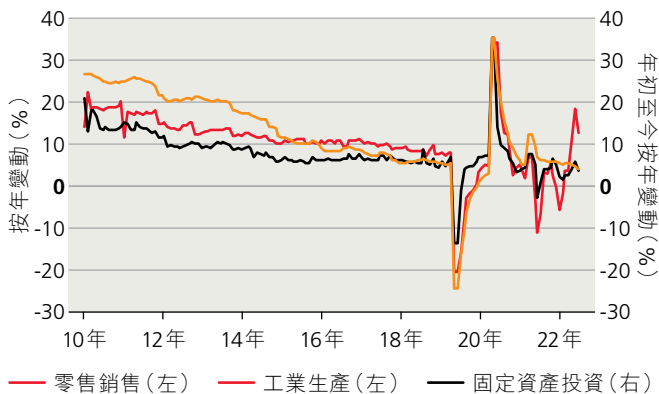
內地經濟增長



資料來源：彭博，數據截至2023年6月15日

踏入第2季，內地經濟延續首季經濟增長特點，4、5月份主要經濟數據既受去年疫情期間低基數支持，亦受到疫後復甦正從急速反彈階段回歸至正常化，以及部分行業，如出口和房地產分別受到全球經濟放緩和早前房市整固的後續影響，令不同經濟環節增長動力不一。其中民眾社交及旅遊活動持續受惠於疫後放寬和需求釋放的支持，帶動服務業顯著增長。2023年4至5月服務業生產指數平均按年上升12.6%，較第1季按年6.7%明顯加快；同期餐飲收入增速亦從第1季13.9%加快至平均39.5%。另外，民眾對非必需消費品需求亦見上升，例如汽車及金銀珠寶類零售銷售於4至5月平均按年上升31.1及34.6%，推動4、5月份社會消費品零售額按年上升15.6%。不過，投資表現相對穩定，1至5月固定資產投資放緩至按年4%增長，當中既受房地產開發投資和民間投資疲弱所拖累，亦受惠於政府推動基建升級及先進科技發展所支持，而1至5月工業生產則錄得3.6%溫和增長，與外圍經濟對內地商品出口需求疲弱有關。

內地零售銷售、工業生產及固定資產投資



資料來源：彭博，數據截至2023年6月15日

今年以來，內地當局的政策聚焦於穩經濟、穩消費及穩就業，重點加強政策力度和協調多方政策，如宏觀政策、擴大內需、改革創新及加強防範化解風險等，並強調以建設現代化產業體系作為實現高質量發展格局的路徑。縱使第1季經濟強勁復甦，4月底中央政治局會議強調恢復和擴大需求是經濟持續回升向好的關鍵所在，重申積極的財政政策要加力提效，穩健的貨幣政策要精準有力，形成擴大需求的合力。因此，當4、5月份經濟復甦從疫後急速反彈轉檔為正常化時，內地當局持續強化宏觀政策力度。如6月中人民銀行下調多項指標利率（包括逆回購和中期借貸便利等中標利率），引導市場利率下行，改善企業融資成本和能力。為鼓勵個人消費及投資，國有銀行等亦先後下調人民幣定期和活期存款利率。再者，內地當局延長了現行稅費優惠政策（包括新能源汽車購置稅減免），對小微企業、科技創新、重點產業鏈等推出優惠措施，加上內地多個城市放寬房地產市場的限購、首付和利率等措施，料將有利於提振市場信心，達致穩消費、穩就業、穩房市，以至對推動高新科技、綠色消費等發展產生積極作用。

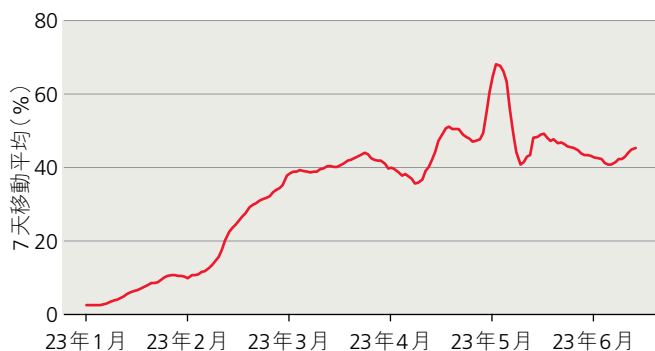
展望未來，內地經濟料將維持穩健復甦勢頭，實現今年政府經濟增長的目標。7月份中央政治局會議料將評估上半年經濟發展狀況，並對下半年經濟工作做好部署，不排除尚有輕微降準和減息空間，財政政策和房地產相關的政策措施料繼續加強，但亦不會作出大規模的政策寬鬆，有利於進一步支持消費和投資等內需環節，鞏固內地經濟復甦步伐。考慮到去年低比較基數，2023年內地經濟增長料達6%左右。

香港經濟展望

香港經濟穩步復甦前景可期

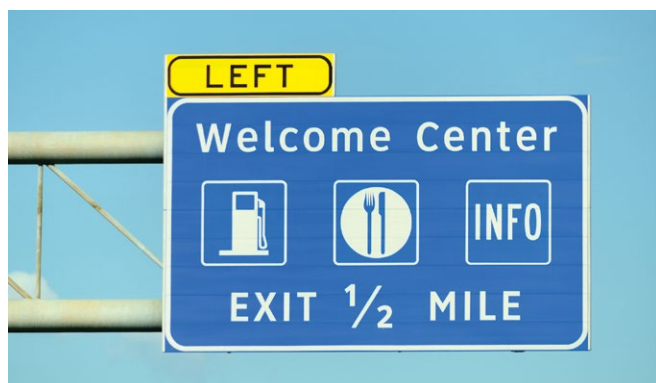
香港經濟基本面總體向好。受惠於內地與香港經濟活動全面復常、訪港旅客人數不斷攀升、本地私人消費復甦、企業營商信心顯著好轉等正面因素，2023年第1季香港經濟按年增長2.7%，失業率延續了疫情過後的下降趨勢，通脹略為上升但整體保持於溫和水平。從服務行業的業務收益來看，第1季住宿和膳食錄得80%以上的按年增幅，旅遊、會議及展覽服務更按年增長400.6%。5月黃金週旅客人數進一步上升，加上本地居民需求強勁，帶動了旅遊相關收入和本地服務消費復甦，並成為支撐香港經濟復甦的主要動力。

訪港旅客人次復甦進程（對比2019年同期）

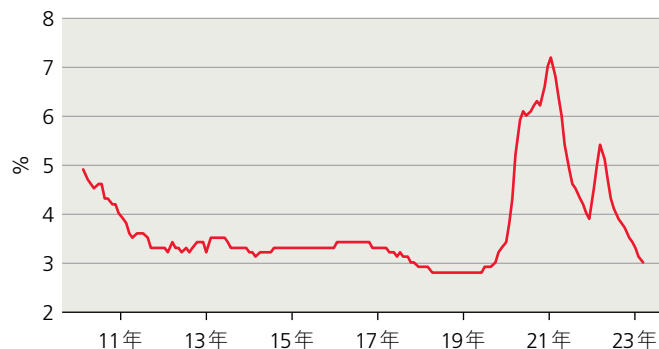


資料來源：彭博，數據截至2023年6月15日

私人消費和旅遊業帶動經濟復甦。今年以來，內地與香港恢復通關是刺激旅遊相關收入及本地服務消費顯著增長的主要動力。5月內地黃金週假期進一步推動旅客訪港，今年以來訪港旅客總人次突破1,000萬，帶動旅遊和零售相關行業持續擴張。特區政府於4月中發放的新一輪消費券及「開心香港」等活動為本地零售業帶來更多支持，當月零售銷售錄得按年增長15%。7月派發的第二輪消費券，加上經濟更全面復常，以及積壓需求得到釋出等將繼續為私人消費注入強勁動力。隨着跨境交通運力和接待能力陸續恢復，旅遊業和私人消費勢將保持上升勢頭。



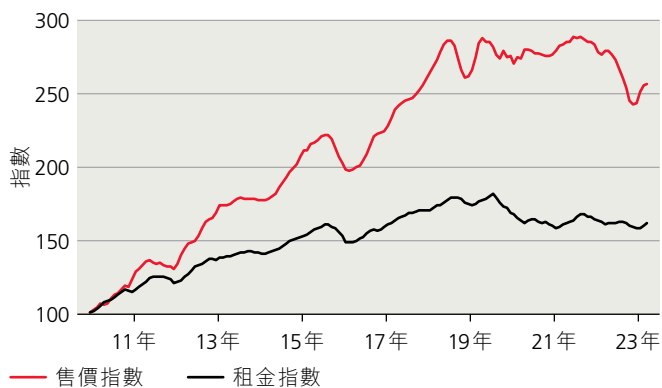
香港失業率



資料來源：香港政府統計處，數據截至2023年6月15日

勞工市場顯著改善，並與私人消費相互支持。在本地經濟活動復常及訪港旅客人數強勁反彈的帶動下，今年以來本地失業率和就業不足率持續回落，並於4月份回落至接近2020年疫情前的較低水平。按各行業比較，其失業率於上半年變動不一，其中樓房裝飾、修葺及保養業，運輸業和貨倉及運輸業相對好轉，而消費、旅遊相關行業的就業人數則維持高企。隨着經濟活動陸續復常、訪港旅遊人數上升，及私人消費需求增加，未來數月的失業率有望持續回落。

香港住宅售價及租金指數（2021年1月為基數100）



資料來源：差餉物業估價署，數據截至2023年6月15日

香港樓市穩步回升。私人住宅售價擺脫去年下跌趨勢後，第1季錄得較快復甦，隨後本地樓價保持穩定復甦走勢，私人住宅成交量則從第1季高位略為回落。租金價格亦呈現穩定趨勢，其中來自非本地學生的租務需求增加。利率方面，美聯儲自去年起大幅加息後，預期該局將維持利率高企一段較長時間，為港元利率帶來上行壓力，或會制約香港樓市復甦的步伐。可是，在港元流動性較高，港元利率升幅幅度低於美元利率，以及經濟持續復甦、特區政府減免印花稅和市場情緒改善的支持下，預期未來數月香港樓市將保持穩步復甦。

火中取栗

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪

東亞銀行財富管理處投資策略師 | 陳偉聰

東亞聯豐投資團隊



東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

火中取栗

上季標題是《逆流暗湧》。分析在中美磨擦及中國經濟復常大前提下，各地股市將非常波動。透過各股票指數之相關系數分析，投資者應比過去更著眼於地區性分佈以分散宏觀風險。歐美衰退陰霾揮之不去，數據上早12個月內投入防守性股份，表現都較週期性股份為佳，反映風波中更要未雨綢繆。股債混合較單一股票投資在經濟下滑時表現較好，數據上債券比例在5成以下為佳。最後透過「東升西降」概念提供不同政策套戥的投資機會。今天結果與上季預測大致相若。

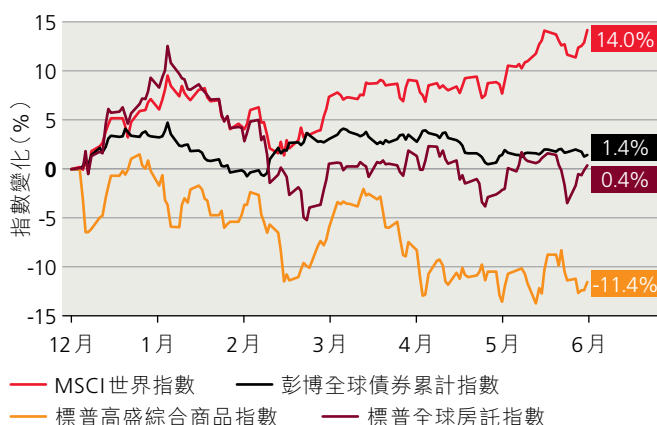
本季標題是《火中取栗》，意謂不反對追漲，但操作上不外乎眼明手快，果斷決策，否則後果堪虞。上半年整體股市表現明顯拋離其他資產及多項指數背馳走勢，歷史上並不健康，亦隱藏著大型金融風險；美股數據在不同維度分析中呈現出金玉其外之勢，拐點出現只是時間問題；防守性股份為衰退來臨前可取之選；科技相關板塊長線佔優，但短線風險遠較想像中大；歐洲基礎堅實但衰退風險較美國更高；日本成為洛陽紙貴，但升勢處處受制外圍，身不由己。強調策略上並非一股不留，只是不應心存僥倖，合理調動資產比例，尤其股票佔比偏高者。僅記靈活多變，嚴守止蝕，見好即收。

上半年表現：魑魅魍魎

上半年股票相對於各項主要資產，表現一枝獨秀，反映國際資金無視一眾負面因素執意投入股市。透過以下國際指數代表其全球資產上半年表現：

- 股票：MSCI世界指數
- 債券：彭博全球債券累計指數
- 商品：標普高盛綜合商品指數
- 房地產：標普全球房託指數

全球主要資產指數上半年表現



資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

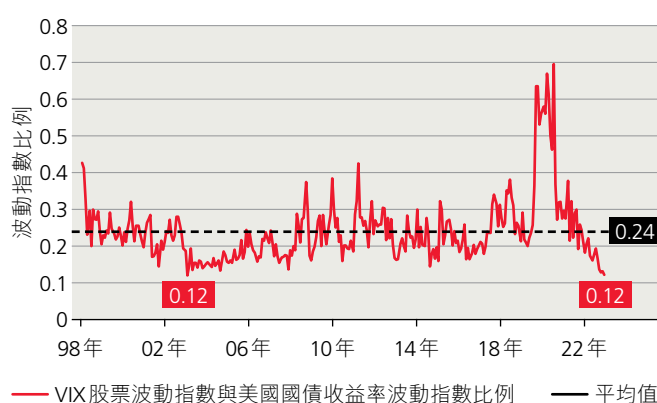
結果顯示上半年股票表現拋離其他3項資產，錄得約14%升幅。在持續加息壓力下債券及房地產表現持平，升幅分別約1.4及0.4%，唯有商品受能源及有色金屬價格年內持續下跌影響，上半年跌幅約11.4%。如此一面倒結果，歷史上非常罕見。參考由1990年至今年6月30日按季表現，股市兩季總升幅超過10%同時3項資產表現低於2%以下，如此狀況歷史上只出現過3次（佔數據約2%）。除了今次，另外兩次分別在1997年6月及1999年3月。無獨有偶，兩個案例在1年之內便出現大型金融危機：亞洲金融風暴及科網泡沫爆破。

美股指數：金玉其外

美國商務部經濟分析局將第1季按年GDP由預計1.4%上調至確立2%¹。輿論解讀為美國經濟正在復甦，但現實是GDP已連續3季下跌。由去年第3及4季分別3.2及2.6%，至今年第1季的2%，其實每季以0.6%幅度遞減，極其量只算「軟著陸」。但有趣的是，標普500指數由去年第4季至今年第2季，按季分別上升7.1、7.0及8.3%，全期更升約24%。經濟拾級而下反而美股持續攀升，把否定衰退當作經濟興盛而炒作，實在耐人尋味。

美股表現「好到不能相信」外，波動指數同樣低至歷史水平。參考標普500波動指數(VIX)6月30日約為13.6，過去25年數據中只有兩段時間徘徊在10水平，分別是2006及2017年底，當時觸及低位後單週急升至23及37，標普500指數同期回吐約10%。與國債收益率波動指數比較，更顯VIX處於極低水平。現比例為0.12，與25年數據中最低值一致（2003年7月31日）。如未來跌穿最低值，暗示短期內標普500回吐機會遞增。

VIX股票波動指數與美國國債波動指數比例



資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

¹ 見美國商務部經濟分析局網站，<https://www.bea.gov/news/2023/gross-domestic-product-third-estimate-corporate-profits-revised-estimate-and-gdp-industry>

股票

波動指數再低都不及指數成份股高度集中風險嚴重，上半年標普500指數及納指分別上升16及32%，指數中成份股表現最佳首9隻股份貢獻兩項指數全數升幅，暗示市寬（Market breadth）非常狹窄。更大問題是這批股份在兩大指數中完全相同，只是排序有異。這9隻股份皆屬於標普500分類指數表現最佳首3位：科技、通訊及非必需品板塊，上半年升幅順序是42、36及32%。相比第4位工業板塊只升約9%，板塊表現亦高度集中。非必需品板塊中近8成升幅都是由首2隻成份股貢獻（網購及電動車類），情況與科技板塊同樣嚴重。換句話說，美股表現完勝其他資產，但背後受著這批股份主宰，甚至影響全球資金走勢。未來如有任何差池或藉口套利，美股甚至全球股市或出現急挫。

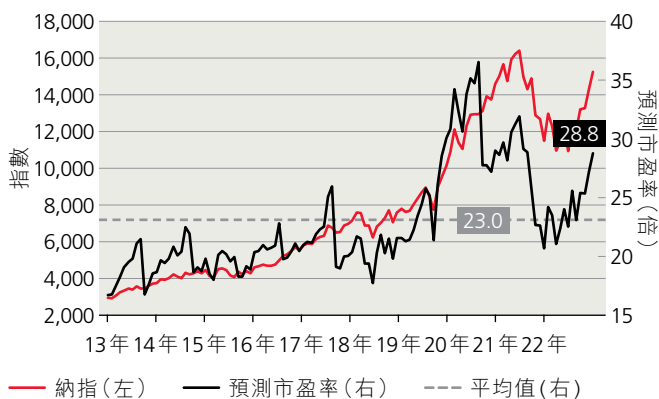
板塊	上半年表現(%)	板塊	上半年表現(%)
科技	42.05	必需品	-0.04
通訊	35.58	金融	-1.51
非必需品	32.33	醫療護理	-2.33
工業	9.22	公用	-7.16
物料	6.61	能源	-7.26
房地產	1.85		

資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

除了升幅高度集中，估值偏高常為人詬病。參考標普500及其預測EBIT比較，今天預期EBIT輕微低過過去1年平均，但指數卻是1年新高，以此推算估值當然偏高。過去10年平均市盈率約18.5倍，截至7月3日，市盈率為20.5倍，高出平均值約11%。納指現水平為28.8倍，10年平均估值為23倍，足足高出約25%，未來投資者藉口套現不足為奇。



納指及其預測市盈率



資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

最後，雖然標普500指數持續向好，但整體成交量較低。由去年9月至今年7月3日，標普500綜合成交量指數中按月數據顯示，整體指數上升近500點，但成交量卻同期下跌846億美元，尤其今年4月起指數按月不斷上升，成交量反而一直大幅下跌。暗示資金有可能正在套利。傳統上暑假屬季節性交投淡靜，市場調整機會遞升。

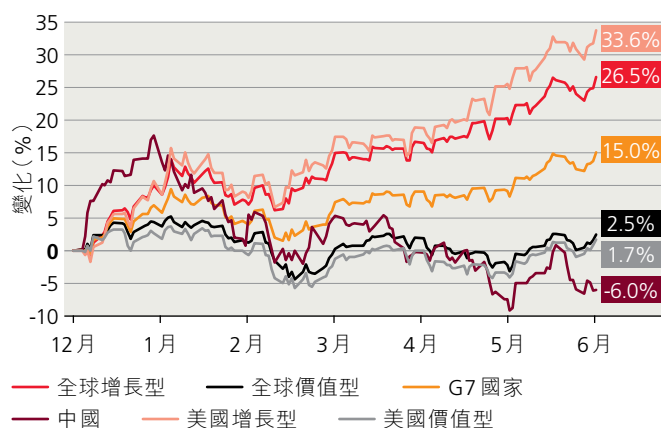
月份	標普500指數變化(點)	按月成交量變化(百萬美元)
30/09/2022	-369	14,322
31/10/2022	286	2,992
30/11/2022	208	106,101
30/12/2022	-241	-206,065
31/01/2023	237	123,347
28/02/2023	-106	-21,938
31/03/2023	139	45
28/04/2023	60	-1,903
31/05/2023	10	188,237
30/06/2023	271	-162,724
03/07/2023	5	-126,971
總額	501	-84,557

資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

MSCI指數：背道而馳

極端化不單在美股內發生，MSCI各項指數皆出現不尋常背馳。根據國際貨幣基金組織（IMF）最新全球經濟預測²，成熟市場將由去年2.7下調至1.3%，跌幅超過5成。理應增長型股份隨經濟放緩而走弱，價值型股份崛起。可是，上半年MSCI全球增長型指數逆道而行，表現大幅拋離價值型股份，最終升幅分別是26.5及2.5%，差距約24%。美國增長（33.6%）及價值型（1.7%）差距更高達31.9%。

各項MSCI指數上半年表現



資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

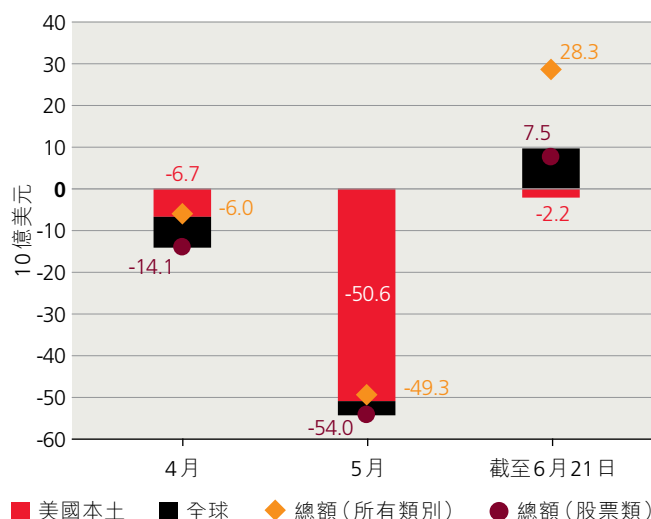
問題同樣發生在七國集團（G7）及中國股票指數。美國為首的G7與中國在不同維度上磨擦已是不爭事實，股市不能幸免受到影響。參考MSCI G7指數與MSCI中國指數上半年表現，年初至3月底兩者走勢相若。直到4月中旬，傳出美國總統拜登有意向中國實施「禁投令」³，春江鴨早在3月下旬已大舉流出中港股市⁴，導致兩者背馳走勢維持至上半年結，最終升幅分別是15.0及負6.0%，差距約21%。

綜合分析，以上表現背馳達2至3成，普遍基於投資者在經濟格局及中美博弈解讀上出現落差。脫離基本因素及傳統認知的升勢中，回歸理性只是時間問題。

資金脈絡：表裡不一

上文分析標普500指數持續向好之時，按月成交量卻反覆下跌，浮現資金套利離場的腳印。參考美國投資公司協會（Investment Company Institute, ICI）截至6月21日提供上季在美註冊開放式及ETF基金管理金額變化⁵，數據顯示期內總金額（股票、債券、混合、商品共4大類別）流出269億（美元，下同）。按月波動非常大，4及5月流出60及493億後，6月流入283億。波動中最大貢獻者是股票類別，佔變化超過80%，反映美國經濟前景及利率走向不明朗，加上經濟數據模稜兩可，資金主要在股市中急速流竄。

各項基金流量按月變化



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2023年6月21日

股票類數據中，4及5月按月分別錄得141及540億淨流出，6月流入75億，季內淨流出約606億，反映資金大量撤出股市，與MSCI世界指數上半年表現背馳。股票類分項中以美國本土流出量最大，4至6月全線淨流出金額分別約67、506及22億美元，亦與美國3大指數（道指、標普及納指）表現反比。全球股票類別相對持平，4及5月分別淨流出73及34億，6月淨流入11億，季內只流出約11億。綜合數據反映資金流竄非常集中在美國本土類別，除了本土偏見因素（Home bias），料與美國經濟數據及央行加息立場飄忽有關。配合債券類資金流量數據（詳情可參閱《債券》章節），可歸納為國際資金在指數升勢裡正逐步撤離，為規避風險作好準備。資金脈絡表裡如一才是股票投資者須注意的風險。

² 見國際貨幣基金組織網站，<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023#Gdp>

³ 見政客新聞網站，<https://www.politico.com/news/2023/04/18/biden-china-trade-00092421>

⁴ 見南華早報網站，<https://www.scmp.com/business/markets/article/3075847/overseas-investors-dump-chinese-stocks-worth-us14-billion-fastest>

⁵ 見美國投資公司協會網站，<https://www.ici.org/research/stats/weekly-combined>

股票

下半年預測：利率與衰退互動

質化與量化分析：互不咬弦

不難發現上半年市場輿論只專注於美國就業市場如何強勁，但漠視及遮掩商業及房地產潰爛狀況。近月美聯儲及部份國際組織甚至以倍數上調今年經濟增長，但未詳細交代原因。欣欣向榮的官話確實與普遍市場分析及民生感受南轅北轍。美聯儲不斷搖擺利率立場及撲朔迷離的修詞令投資者霧裡看花，加上部份分析員無間地上調主要股份盈利預測（尤其科技及電訊股），吹噓脫離基本面裡一直加注。歐美股市鶴立雞群背後，潛在風險之巨可想而知。

就算各官員對衰退一詞三緘其口，但政策滯後效應溢出時，衰退自然來臨。勉強延後理應出現的週期，東窗事發時疊加的破壞將更嚴重（詳情可參閱《宏觀策略》章節）。市場忽視由貨幣緊縮帶來的實質影響，上半年地區銀行危機已是警號，加上人工智能炒作推動美國首5間科技巨企規模升穿5萬億美元⁶，美聯儲鷹派言論及上季末一系列盈警正在削弱經濟軟著陸的樂觀情緒。德意志銀行對400名市場專業人士進行調查⁷，近99%受訪者表示利率上升可能會導致更多全球性爆雷，例如商業房產崩塌、高收益債券違約等。

質化分析偏向悲觀，但量化分析卻不盡不實。過去50年數據顯示，連續3季按年GDP下跌同時標普500持續上升狀況，歷史上只出現過5次，分別在1979、1984、1985、2005及2015年，情況屬非常罕見。而翌季表現如下：

年份	按年GDP(%)	指數變化(%)
1979	-1.1	-1.3
1984	0.6	-5.1
1985	-0.6	-7.8
2005	0.2	3.7
2015	0.2	3.3
平均	-0.1	-1.4
標準差	0.7	5.1
最大值	0.6	3.7
最小值	-1.1	-7.8

資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

GDP連續下滑後翌季平均仍然下跌，但變化約1%之內，同期標普500表現平均下跌約1.4%。但注意首3次全線下跌，反觀往後2次皆上升，暗示近代指數受連續性下跌影響輕微。另外標準差相對較大(5.1%)，翌季指數波動性較回報影響更大，隱約呈現指數與經濟背馳後人心虛怯的心態。另外，除了1929年大蕭條外，歷史上標普500指數當上半年上漲超過10%時，全年回報皆是正數。

另外，歷年來加息週期中最後1次加息為起點，平均13個月後才會出現衰退（詳情可參閱去年第4季《宏觀策略》章節）。今天美聯儲點陣圖暗示年內仍有2次加息，儘管主席鮑威爾至今仍舉棋不定，市場預期將在7及11月發生。以此基礎，衰退理論上將在明年第4季而非今年下半年出現，削弱股市中超前部署的吸引力及迫使性。

巴菲特指標(Buffett Indicator)是以美國經濟規模來表達美國股市價值，衡量股市是否與經濟脫軌的指標。如股市價值增長速度快於實際經濟增長，暗示股市可能處於泡沫。參考過去50年數據，指標長期升勢反映美國股市增長長期優於經濟增長。截至6月30日，指標為1.77，雖然未至2021年12月(2.21)歷史高位，但已處於2個正標準差水平。就算假設下半年美國經濟不文不火，美國股市都已處於泡沫之中。預期經濟數據主宰著美聯儲加息決定，結果將是美股後市的拐點。

巴菲特指數



資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

⁶ 見商業內幕網站，<https://www.businessinsider.com/nvidia-amazon-alphabet-apple-microsoft-trillion-dollar-companies-sp500-gains-2023-5>

⁷ 見雅虎財經網站，https://finance.yahoo.com/news/getting-lot-harder-chase-stock-130000368.html?_guc_consent_skip=1688470715

加息與衰退分析：弦外之音

市場焦點往往放在利率幅度及衰退機率，但投資角度上弦外之音可能更有意思。

美聯儲當前點陣圖明確顯示下半年將加息50基點，好大機會是2次各25基點。以此基礎，市場現時斟酌美聯儲將會以「暫停(Pause)」還是「跳過(Skip)」形式加息。「暫停」是指相距至少3個月才加息，而「跳過」是指只相距1個月便加息。歷史上兩者對股市走勢各異。

自1970年以來，發生過6次美聯儲約1年間加息超過100個基點，然後暫停至少3個月再加息的情況。計算標普500指數在加息前後平均上漲4.3%。同期「跳過」情況共出現12次，加息前後表現則只有0.2%，反映「暫停」更利好股市。

基本預期美聯儲7月將加息25基點，之後9月好大可能停止1次，至少排除連續加息。不論最後在11還是12月加息，無阻歸納為「暫停」的論調(除非目標利率又變卦)。預測路徑配合以上分析，下半年利率變化對標普500指數表現影響並非想像中大。



過去50年「暫停」與「跳過」案例如下：

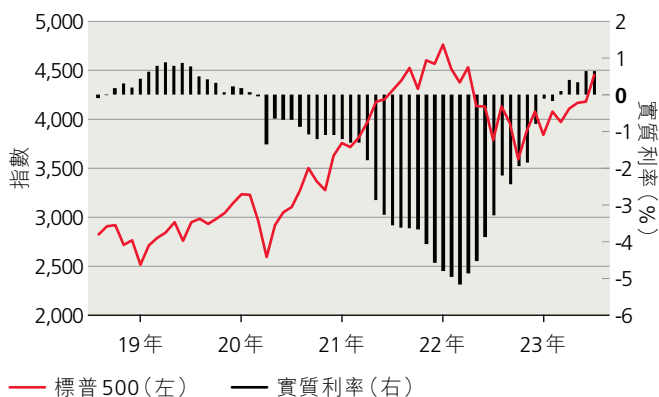
「暫停」案例		「跳過」案例	
年份	加息前後指數變化(%)	年份	加息前後指數變化(%)
1974	9.1	1988年3月	1.3
1978	5.9	1988年12月	4.0
1979	11.6	1999年6月	-3.8
1980	-5.6	2000年3月	-5.2
1982	0.0	2004年6月	-3.2
1984	4.7	2004年9月	5.3
平均值	4.3	2004年12月	-0.7
		2005年3月	0.9
		2005年6月	2.4
		2005年9月	1.7
		2006年1月	1.2
		2006年3月	-1.9
		平均值	0.2

資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

多次量寬令實質利率(名義利率減去通脹)長期處於負值，迫使資金投入市場，實屬美股自2008年長期升勢的功臣之一。去年美聯儲持續加息及通脹自去年起反覆下降，今天實質利率已處於正值，削弱長線資金流入股市的誘因。尤其以高股息作招來的股份影響較大，好比近月美元LIBOR高見5%，但美股普遍股息率只有約2%。如下半年再加50基點，預期對大型而佔比較重的成份股構成壓力，不利指數升勢。

股票

標普 500 指數與美國實質利率



資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

利率牽引或套息交易下，加息將推升國債收益率。傳統上以股本回報率代表投資股市和國債收益率代表投資國債或投資級別債券 (Investment Grade, IG)，當風險較低的收益率接近甚至高於風險較高的股本回報率，風險調整後回報率將指導資金流入債市，反之亦然。

參考過去30年數據，兩者相關係數超過6成時間是負值，反映走勢大部份時間背馳。去年美聯儲連續多次加息後，10年期國債收益率升至近3.9%，標普500指數之股本回報率只有4.7%，考量當前股市風險後，現投入股市誘因不大。以投資級別信貸利差約146點子計算，IG債券收益率平均約5.4%，而2年期以內國債收益率更迫近5%以上，如美聯儲下半年再加息50基點，風險調整後回報率而言，股市吸引力偏低。

標普 500 股本回報率與國債收益率

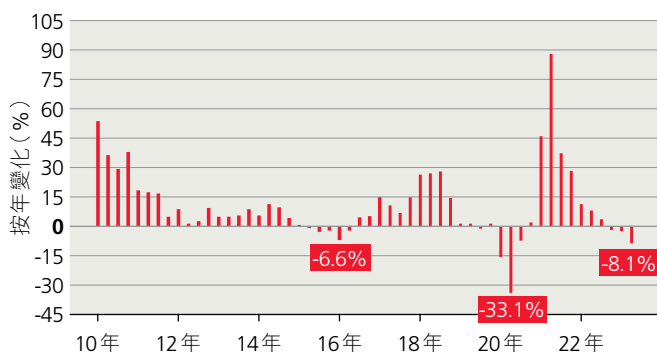


資料來源：彭博，數據截至2023年7月4日

《宏觀策略》章節中分析如果未來美國出現衰退，最大可能引爆點將是美聯儲執意加息。美國經濟衰退至今只聞梯響，但企業每股盈利增長 (EPS growth) 已率先連續兩季下跌，形成所謂「利潤衰退」(Profit recession) 現象。

雖然上季標普500指數有78%成份股超出盈利預測，支持市場樂觀氣氛，但整體盈利增長卻倒退2.1%，近月升勢凌厲的科技及通訊類亦錄得近10%跌幅，同樣與股價走勢背馳。再集中觀察按年EPS增長2010年至今數據，只發生過3次連續兩季出現負值，反映今天狀況實屬罕見。如未來執意繼續加息，預期隨著整體商業活動放緩，銀行貸款大幅減少將影響中小型企業盈利，最終在金融市場上呈現出來。依據當前預測加息路徑，利潤衰退將延續至年底，意味著時間上將較2020年疫情時更長，並正挑戰2015年紀錄。當時同樣正值美聯儲加息週期，更甚是今天EPS增長最大降幅其實已超越2015年數據。預期EPS增長下滑，美股估值持續高企，套利誘因將愈來愈大。

標普 500 指數按年每股盈利增長



資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

2010年以後標普500指數「利潤衰退」數據：

年份	2015年	2020年	2022年至今 (暫時)
持續季數	5	3	3
平均值	-2.6	-18.3	-4.0
最大值	-6.6	-33.1	-8.1

資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

綜合上述美股分析，利率與衰退實屬互生互滅：過高通脹引發加息，同時壓抑經濟；經濟走弱將緩和通脹，削弱加息基礎。投資角度上市場與官方口舌之爭其實並非重點，彼此共識是經濟放緩，只是幅度之辯。參考過去50年按季GDP負值及當時標普500指數表現數據，GDP跌幅在3至4%時，指數按季平均跌幅最大(-7.3)及指數表現最差(-26.1)，其餘衰退範圍的指數變化都是3%以內。根據市場普遍預期衰退範圍在1至2%，數據上平均跌幅為1.2%。只抽取2000年以後數據，平均跌幅則升至8.1%。

簡單而言，投資者應為未來美國出現衰退時，標普 500 指數以高單位數下跌作好準備。

過去 50 年美國按季 GDP 負值及同期標普 500 指數表現變化：

衰退範圍	季度	按季 GDP (%)	次數	指數按季變化 (%)	指數平均變化 (%)
0 至負 1%	1977 年 12 月	0	6	-1.5	-0.3
	2011 年 9 月	-0.2		-14.3	
	1980 年 9 月	-0.5		9.8	
	2022 年 6 月	-0.6		-16.4	
	2009 年 6 月	-0.7		15.2	
	2011 年 3 月	-1		5.4	
1 至負 2%	2001 年 3 月	-1.3	8	-12.1	-1.2
	2014 年 3 月	-1.4		1.3	
	1974 年 12 月	-1.5		7.9	
	1982 年 9 月	-1.5		9.9	
	2001 年 9 月	-1.6		-15.0	
	2008 年 3 月	-1.6		-9.9	
	2022 年 3 月	-1.6		-4.9	
	1991 年 3 月	-1.9		13.6	
2 至負 3%	1973 年 9 月	-2.1	3	4.0	-2.8
	2008 年 9 月	-2.1		-8.9	
	1981 年 6 月	-2.9		-3.5	
3 至負 4%	1974 年 3 月	-3.4	3	-3.7	-7.3
	1990 年 12 月	-3.6		7.9	
	1974 年 9 月	-3.7		-26.1	
4 至負 5%	1981 年 12 月	-4.3	4	5.5	-1.1
	2009 年 3 月	-4.6		-11.7	
	2020 年 3 月	-4.6		-20.0	
	1975 年 3 月	-4.8		21.6	
負 6% 以上	1982 年 3 月	-6.1	4	-8.6	0.2
	1980 年 6 月	-8		11.9	
	2008 年 12 月	-8.5		-22.6	
	2020 年 6 月	-29.9		20.0	

資料來源：彭博，數據截至 2023 年 6 月 30 日

股票

歐洲市場分析：保持審慎

以歐洲歐斯托克 50 指數為代表，把上述美股部份分析套路重複 1 次，結果如下：

- 1990 年至今歐元區按季 GDP 出現連續兩季負值共有 4 次，分別在 2008、2011、2020 及 2022 年，GDP 平均跌幅為 1.6%，股指則平均下跌只有 0.1%，指數跌幅最大是在 2008 年 (-12.9%)。結果反映衰退對股指影響不大；
- 自 2008 年起歐元區實質利率一直維持負值，同時支撐歐股指數長期升勢。截至今年 6 月 30 日為負 1.4%，雖然幅度較去年收窄，但有助支持目前的升勢；
- 過去 10 年市盈率平均約 16.0 倍，現水平約 12.8 倍，低水近 2 成，估值仍然偏低；
- 股本回報率 (約 6.8%) 較歐元區 10 年期國債收益率 (約 2.5%) 高近 2.7 倍，有利股市走勢；
- 過去因疫情及俄烏戰事影響，低基數效應下指數今年第 1 及 2 季按年每股盈利增長分別是 64.9 及 20.7%，盈利反彈支持歐股走勢。

近年歐洲地區受天災人禍折騰，低基數下歐股持續上升約 3 個季度。以上分析雖然顯示升勢基礎仍然吸引，但下半年經濟狀態主宰去向，尤其歐洲好有可能較美國更快跌入衰退旋渦，注意陰溝裡翻船之險。

其他板塊及地區：火中取栗

受惠衰退來臨前的板塊

《宏觀策略》章節中分析衰退並非壞事，只是週期中現象之一，資金順勢而流亦是歷史循環。當然不能確定未來衰退何時出現，但上季本章節已分析歷史上衰退前 4 個季度，資金由週期性轉入防守性板塊操作。只要把握時機並持有至衰退出現，經濟下滑時亦有可取的投資策略。分析內容不在此累贅，結果顯示必需品及醫療護理在大多數情況下表現突出。

衰退前投入並持有至衰退出現，表現最佳 (平均回報最高同時標準差最低) 首 3 名板塊：

時段	板塊		
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 30 日

科技及通訊板塊：成也敗也

非常同意科技性顛覆是未來全球經濟發展的遊戲改造者 (Game changer)，炙手可熱的人工智能 (AI) 當然是全球焦點，為投資者帶來無限憧憬，同時撐起全球股市。另外一個較少提及但同樣影響全球生產力創新：Web3.0，包括去中心化全球資訊網 (主要與區塊鏈、加密貨幣、NFT 和去中心化自治組織「DAO」等技術有關)、量子計算 (使用亞原子粒子來創造、處理和存儲資訊的新方法，預計技術成熟後將使電腦運行速度比目前最快的傳統處理器快 1 萬億倍)、自動化技術、6G 技術、自我調整 AI 及數位免疫系統 (防毒軟件)⁸。



⁸ 見福布斯網站，<https://www.forbes.com/advisor/investing/cryptocurrency/what-is-web-3-0/>

參考上半年表現較佳的歐洲、美國及日本股市中首5大行業表現，首次席都是與科技及通訊有關，而且錄得約3至4成升幅，國際資金爭相湧入情況可見一斑。數據結果如下：

美國標普 500 指數		歐洲歐斯托克 50 指數		日本日經 225 指數	
行業	上半年表現 (%)	行業	上半年表現 (%)	行業	上半年表現 (%)
科技	41.63	旅遊休閒	31.53	電子科技	46.06
通訊	35.76	科技	27.51	物流服務	41.79
非必需品	33.75	零售	25.58	製造業	39.49
工業	9.30	產品及服務	24.91	加工業	34.85
物料	6.94	汽車及零件	20.97	客戶服務	34.53

資料來源：彭博、Trading View⁹，數據截至2023年7月4日

歷史上全球性工業革命屬於數十年工程，不可能一蹴而就。完全同意在長線投資中科技板塊是不可或缺一員，但短期投資而言，任何新進或顛覆傳統的投資項目都經歷以年度計算的洗禮，千錘百鍊，去蕪存菁，受大眾接受後股價走勢才會成熟可靠，好比千禧年科網熱潮都以10年計算才有今天的成就。摩根士丹利上季一項民意調查顯示¹⁰，2,000名受訪者中只有19%使用過ChatGPT，只有9%使用過聊天機器人，反映今天仍是起步階段，野蠻生長令大部份相關股份缺乏基本因素，投資風險相當高。再者，隨著未來涉及收費與加強監管，投放大量資本後，盈利模型存疑。引以為戒之餘，中美博奕上科技領域較勁是核心之一，政治因素在行業風險上火上加油。

科技板塊明顯主宰著當今全球股市，興風作浪，成也蕭何，敗也蕭何。有意投資者必須緊貼行業變化，另外在股價急速變化的前提下，選擇靈活的投資工具非常重要，更要眼明手快，嚴守止蝕。

銀行板塊：靜觀其變

6月底美聯儲對23間主要銀行進行年度壓力測試¹¹：假設經濟嚴重衰退，包括失業率飆升至10%，商業及住宅房價分別下跌40及38%，並要求銀行在嚴峻環境下繼續向消費者和企業提供貸款，最後預計共損失5,410億美元。結果顯示所有銀行仍能夠維持最低資本要求，全數過關。

話雖如此，由於上季銀行倒閉事件，預計未來幾個月對地區銀行的監管將會加強，而且國際標準收緊可能會提高銀行的最低資本要求。另外，市場反調之聲不脛而走。市場人士質疑美聯儲採納的測試條件與業界根據《多德·弗蘭克法案》(Dodd-Frank Act)進行的壓力測試結果存在差異¹²，美聯儲偏向樂觀結果，但業界卻普遍悲觀應對。

百詞莫辯，指數表現可能更為公平和實際。比較標普金融指數及涵蓋24間美國主要銀行的KBW銀行指數，上半年表現分別負1.5及負20.5%，差異之大反映非銀行業（例如證券服務、保險業）並未受到流動性緊縮及投資失利等因素影響，反映風險核心暫時局限在銀行業。KBW銀行指數自3月急挫後，直到上半年結仍徘徊低位，未見氣息，資金對美國銀行業仍存有戒心。

⁹ 見Trading View網站，<https://www.tradingview.com/markets/stocks-japan/sectorandindustry-sector/>

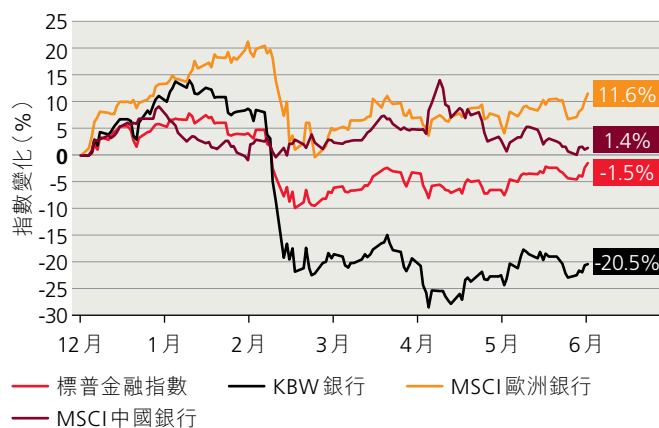
¹⁰ 見商業內幕網站，<https://www.businessinsider.com/chatgpt-ai-adoption-slow-google-bard-morgan-stanley-2023-6>

¹¹ 見CNBC網站，https://www.cnbc.com/2023/06/28/fed-stress-test-2023-23-banks-weathered-severe-recession.html?__source=androidappshare

¹² 見雅虎財經網站，https://ca.finance.yahoo.com/news/bank-america-hold-talks-fed-141028492.html?_guc_consent_skip=1688545145

股票

各項銀行股指數表現



資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

地區性比對得出結果相若。MSCI歐洲及中國銀行指數上半年表現分別錄得11.6及1.4%，成績明顯較美國主要銀行表現突出，尤其與歐洲銀行差距更超過3成。雖然瑞士頂流銀行出事後，指數仍未回歸年內高位。但由3月急挫至上半年結時，升幅超過10%，反映資金對區內銀行投下信心一票。中國銀行指數波幅較歐美明顯偏低，反映貫徹其保守而傳統作風，穩健為先。

綜合而言，在全球經濟放緩陰霾下，作為週期性股份之一，未來不能排除更多不利因素浮現，例如商業或按揭違約率上升，流動性趨緊令地區銀行再次出現擠提等。陰晴不定時，投資者不宜顧爾撈底。

亞洲市場：漁翁之利

《宏觀策略》章節中分析中美磨擦之時，新興亞洲國家坐享漁翁之利，包括印度、泰國及越南等，正吸納從歐美向華制裁中溢出的經濟能量，而中國亦加強與新興亞洲合作以爭取更大支持。「多極化」模式中左右逢源，如魚得水。另外，成熟國家躊躇著如何不打擊經濟下透過加息以壓抑通脹，但溫和通脹優勢有助新興亞洲更有條件及可能更早提出減息，配合下半年中國有可能推出支持經濟措施及印度結構性改革提振市場情緒，預期將有利新興亞洲股市表現。除自身優勢外，宏觀環境亦推波助瀾。歐美央行加息週期進入尾聲，對新興市場貨幣影響力漸漸下降。新興市場貨幣指數上半年小幅下跌約2.4%，外匯風險較低。

股指表現方面，上半年MSCI新興亞洲指數上漲約4.0%，遠遠落後於MSCI七國集團指數近14%漲幅。估值方面，整體新興亞洲現水平仍高於10年平均值，個別國家數據中，遠低於均值（負10%以上）的包括新加坡、馬來西亞及印尼，而泰國、越南及印度都只是徘徊在正負低單位數，反映新興亞洲估值仍然吸引。

各地區或國家估值數據如下：

地區或國家	截至7月6日 (倍)	10年平均值 (倍)	差距 (%)
MSCI 美國	22.0	20.9	5.3
MSCI 歐洲	13.5	17.0	-20.6
MSCI 新興亞洲	15.0	13.6	10.3
MSCI 亞洲除日本	15.1	15.2	-0.7
滬深 300	14.0	14.9	-6.0
恒生指數	9.8	11.8	-16.9
日經 225	32.5	21.9	48.4
韓國 KOSPI	15.2	15.9	-4.4
泰國 SET	20.6	20.0	3.0
越南胡志明	15.5	16.5	-6.1
新加坡海峽時報	11.9	15.8	-24.7
馬來西亞吉隆坡	15.0	17.5	-14.3
印尼雅加達	14.8	20.5	-27.8
印度 SENSEX	24.4	23.3	4.7

資料來源：彭博，數據截至2023年7月6日

日本市場：洛陽紙貴

被遺忘了數十年的日本股市上季忽然成為投資新寵，輿論紛紛爭先關注日本經濟發展，又側線引述人稱「股神」巴菲特如何數年前已投資日本及更新近況，韓國基金如何「棄中投日」策略在市場中廣泛流傳¹³，各路加持下日股前景一片光明。但是，為何今天才仿似如夢初醒？時間軸上更凸顯箇中玄機。

¹³ 見日本時報網站，<https://www.japantimes.co.jp/news/2023/07/05/business/asia-fund-pivot-japan/>

5月G7在日本廣島舉行年度峰會，除了國家元首，來自台灣、韓國、美國等全球半導體巨頭領導人齊集東京會見日本首相岸田文雄，建議在熊本、神奈川、富山、廣島等地進一步加大投資¹⁴。日本政府亦馬首是瞻，確定對23種高性能半導體製造設備實施出口限制，包括半導體清洗、成膜、光刻、蝕刻、檢測等多個環節，並在7月23日起正式生效¹⁵。

對應4月初中國國家工業資訊安全發展研究中心¹⁶，發布「2022工業網際網路平台發展指數」，顯示指數同比增長17%，連續4年保持超過15%增長，吻合於2015年由時任中國總理李克強提出《中國製造2025》策略¹⁷：從「中國製造」升級為「中國智造」，目標在2025年邁入製造強國行列，至今不足3年時間。

G7提出「去風險化」背後是減少對某一（些）國家對經貿上依賴。在所謂「工業革命4.0」前提下，手執科技牛耳便能主宰全球。中國創科崛起觸動西方對意識形態及政治體制的神經，最終結果就是在高科技領域不斷抱團築牆，「晶片四方聯盟（Chip 4）」之一的日本正好受惠於此。80年代美國牽頭成熟經濟體與日本簽訂「廣場協議」後，日本經濟數十年來急轉直下。如今又是美國牽頭拉攏成熟經濟體支持日本經濟。正藉人在江湖，身不由己。

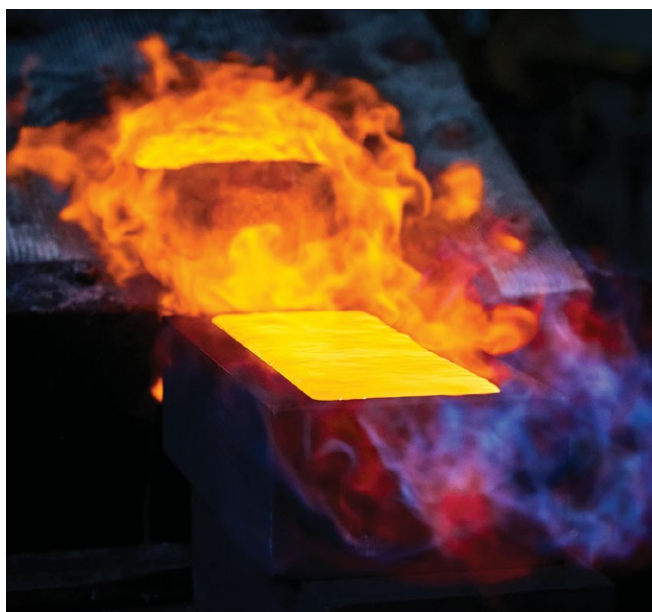
日經225現處於1990年5月31日約33,100水平，屬近33年高位。而且上文列出估值較10年平均值得高48%，今天追漲風險當然非常高。再者，上文列出上半年表現最佳首5項板塊首席為電子產品行業，其餘4項並非與巴菲特加持的「商社」或零售百貨有關。投資者應偏向科技有關行業。在此義正辭嚴，以正視聽。

日經225指數及美元兌日圓走勢



資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

再深究歷年走勢，準確地說升勢早在2012年時任安倍晉三提出「安倍三支箭」後呈現長期升勢，而非今天才茅塞頓開。安倍政策與歐美量化寬鬆異曲同工，後市走勢將受新任央行長植田和男在貨幣政策立場所主導。市場預期短期內政策將蕭規曹隨，雖然未至於支持日經225急升，但美元利差支持下日圓趨弱，日股料只屬調整，急挫機會不大。貫徹《宏觀策略》章節中理念，中美磨擦將衍生「多極化」經濟模式，陣營中次席國家將受惠漁翁之利，吸收溢出紅利後有利當地投資市場。



¹⁴ 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2023/05/18/tech/chipmaking-japan-china-g7/index.html>

¹⁵ 見南華早報網站，<https://www.scmp.com/tech/tech-war/article/3221582/tech-war-china-slams-japans-semiconductor-technology-export-controls>

¹⁶ 見中國網站，http://big5.china.com.cn/txt/2023-04/07/content_85216428.shtml

¹⁷ 見中國政府站，https://www.gov.cn/zhengce/content/2015-05/19/content_9784.htm

股票

東亞銀行財富管理處投資策略師 陳偉聰

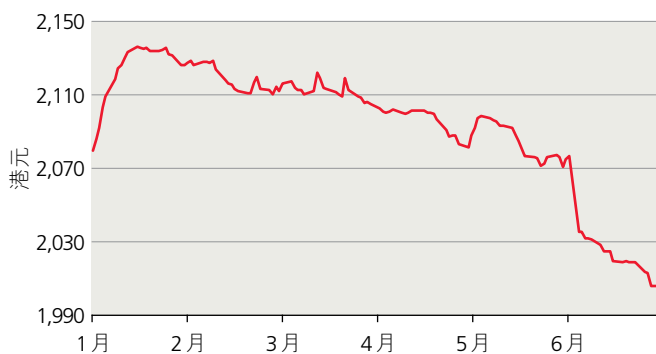
香港及內地股市展望 — 重整旗鼓

次季度港股市場內憂外患，中資週期板首當其衝

經過首季度強勁開局後，中國疫後復常的經濟復甦動能於第2季似乎已無以為繼。在云云經濟環節中，除了以旅遊及餐飲為主的服務業持續迅速收復失地外，其餘經濟領域4至5月份的數據（例如：製造業採購經理人指數（PMI）、工業增加值、房地產固定資產投資、進出口、商品零售銷售、生產物價指數（PPI）、青年人口失業率等）表現均強差人意，因而導致市場向下修訂國內全年經濟增長目標展望，連帶港股市場的盈利預測也遭大範圍下調，傳統與經濟週期敏感度較高的中資板塊（如工業製品、原材料、地產建築等）首當其衝，而恒生指數2023年度盈利預測期內則被調低了4.8%，成為拖累港股5月份急轉直下的最大元兇。

恒生指數4月份大致窄幅上落，惟5月中下旬在沽壓顯著加劇下從20,000點上方下瀉至季內低位18,044點。及至6月中上旬，市場吹響中央新一輪寬鬆號角，人民銀行接連下調逆回購、中期借貸便利（MLF）及貸款市場報價利率（LPR）等政策性利率，同時出台支持新能源車消費及鬆綁樓市調控等一籃子刺激經濟措施，市場對政策憧憬一時無兩，帶動恒指急彈並一度收復20,000點關口。可惜該輪升勢僅屬曇花一現，外圍央行加息潮再起迅即冷卻市場樂觀情緒，當中美聯儲最新議息聲明「鷹姿」盡顯，點陣圖更顯示今年內尚餘兩次加息機會，觸發美國10年期國債孳息率重拾漲勢，由第2季初的3.25%再度攀升至3.8%水平，這不但遏抑著港股估值的收復空間，更甚者是催化了人民幣匯價急速走弱的行情（期內離岸人民幣匯價最低見7.24），港股市場自然難以倖免再度捱沽。總結季內，恒生指數及恒生科技指數分別下跌7.3及9.1%；滬深300指數表現較佳，跌幅為5.1%。

年初至今恒生指數盈利預測趨勢



資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

政策博弈宜取中庸之道 中港股市料隨經濟數據重新起航

本期題為「重整旗鼓」，意謂中港股市經歷第2季度接連失利後，目前估值水平相信已充分反映國內經濟數據的弱勢，下半年穩增長政策加碼勢在必行，雖然整體刺激力度可能仍受到多方面因素掣肘，惟寬鬆訊號釋放至少有助「穩定軍心」，防止市場進一步無序崩盤，當經濟基本面於本季度逐步企穩，也就是中港股市扭轉乾坤之時。

先談貨幣政策，人民銀行行長易綱6月發表公開演說時重提「加強逆週期調節」，率先釋出新一輪寬鬆訊號，其後引導商業銀行下調存款利率，並接連調降包括LPR在內的政策性利率，希望透過降低融資成本，為實體經濟（尤其是房地產市場）保駕護航。然而，根據以往經驗，股票市場對人行減息的反應並不是一面倒利好，反而靴子落地後往往觸發資金獲利回吐，導致市況出現更深度調整。在本輪降息之前，2019年至今人行共進行了7次下調LPR之舉，恒生指數在降息後的1和3個月期間錄得4升3跌和3升4跌，平均回報為-3.9和-5.4%。當然，過去數年內地疫情變化及相關封控行動無疑加劇對股市的擾動，亦削弱了降息對經濟的短期效益，因此今年疫情因素消退，央行實施新一輪寬鬆對大市的影響又未必能同日而語。即使大盤指數未見強勢反撲，惟相信至少對個別現金流偏緊和負債比率較高的板塊（如內房、建築、新能源、電力、交通運輸等）仍具一定支撐。但須注意的是，國內減息難免令中美負息差進一步拉闊（目前10年期中美國債收益率差距約110點子，創去年11月以來新高），尤其美聯儲本輪的升息週期似乎較市場預期中長，人民幣匯價下行壓力不容忽視，對港股短期表現也會造成一定壓制。惟一旦人民幣貶值過急，人行及外管局料不會袖手旁觀，出手穩定匯價只是時間問題；更理想的情境是，國內經濟數據逐步企穩回升從而帶動人民幣重新走強，故某程度上也限制了港股的下跌空間。



股票市場對人行減息的反應				
日期	1 年 LPR 變幅 (點子)	5 年 LPR 變幅 (點子)	1 個月恒指收益變幅	3 個月恒指收益變幅
2019 年 9 月	-5	0	1.0%	5.3%
2020 年 2 月	-10	-5	-17.5%	-11.8%
2020 年 4 月	-20	-10	0.3%	2.8%
2021 年 12 月	-5	0	-9.2%	-8.5%
2022 年 1 月	-10	-5	0.8%	-17.1%
2022 年 5 月	0	-15	5.2%	2.2%
2022 年 8 月	-5	-15	-8.2%	-10.7%
2023 年 6 月	-10	-10	不適用	不適用
平均收益：			-3.9%	-5.4%

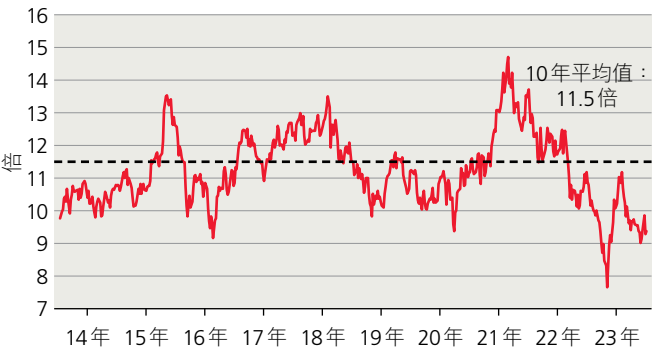
貨幣政策以外，市場亦對中央進一步推出財政及產業刺激政策翹首以待。6 月上旬，國務院總理李強主持國務院常務會議時表示，將加快推出針對性強、含金量高的政策措施；及至 6 月中旬，國家發改委也明言，要抓緊制定出台恢復和擴大消費的政策，研究部署加強穩就業工作，並推動促進新能源車產業發展的舉措。其後多項具體措施連環發布，較重磅的是延長新能源車購置稅減免期限至 2027 年；房地產方面，青島及蘇州等地推出樓市新政策，放寬限購及限售要求，並於特定區域下調首套房首期比例等。無可否認，以上的提振措施多數屬舊酒新瓶，且初步規模不算大，成效如何還須觀察。以延長新能源車購置稅減免期限的政策為例，儘管長線來說有助提升國內新能源車滲透率，但短期可能因免稅期限延長而導致部份潛在消費者押後買車，對今年汽車產銷量的提振效果或打折扣。

此外，由於受到匯率貶值、地方融資平台債務高企、防範資產泡沫等多項因素制約，目前再期望中央大舉推出激進經濟刺激政策已是不切實際。這與市場原先偏樂觀的政策憧憬出現一定程度落差，導致市場對中資股的風險胃納每況愈下。話雖如此，倘若本季初內地公布的經濟數據仍未見起色，後續應該會有新一輪的政策「組合拳」出台，包括降準、重啟抵押補充貸款 (PSL)、針對更多城市放寬樓市限購限貸令、下調二套房首付比例、加速推進通用人工智能發展等。7 月下旬召開的中央政治局會議可能是中港股市的關鍵轉捩點，政策博弈的相關行情值得期待，若後續宏觀經濟數據出現明顯改善，港股年初至今的盈利預測下調趨勢也將告一段落。

港股盈利預測與估值料有調升空間，微降恒生指數目標至 22,050 點

我們的基礎情境假設是，下半年國內宏觀經濟數據將在穩增長措施加持下逐漸回暖，故港股的盈利預測亦料跟隨向上修訂，預期恒生指數 2023 年盈利預測將由目前約 2,020 港元調升至 2,100 港元。估值方面，目前恒生指數（未來 12 個月）預測市盈率僅為 9.3 倍，仍較過去 10 年平均值存在超過 1 個標準差的折讓，我們認為若符合以下三項條件，港股估值將出現明顯收復：1) 美國利率確認見頂，10 年期國債孳息率跌回 3.4% 下方；2) 中央寬鬆政策及刺激經濟力度顯著增強；3) 中美緊張關係緩和，地緣政治風險降低。基於我們對首兩項條件達標的信心較高，惟第三項則較謹慎，故給予目標市盈率 10.5 倍（第 2 季：10.8 倍），調整恒生指數目標水平至 22,050 點（第 2 季：23,500 點）。

恒生指數預測市盈率



資料來源：彭博，數據截至 2023 年 6 月 30 日

股票

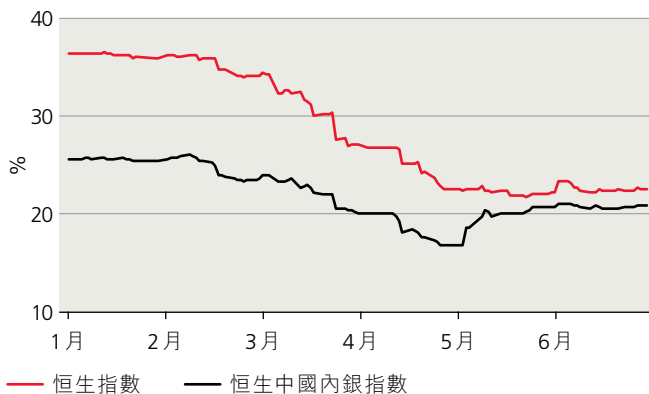
內銀股：人行減息對淨息差影響好壞參半，料續受惠央企估值修復行情

人民銀行於6月中旬先後下調逆回購(OMO)、常設借貸便利(SLF)、中期借貸便利(MLF)、貸款市場報價利率(LPR)等政策性利率，另外亦窗口指導全國銀行進行兩輪存款利率的下調，包括通知類存款、協定存款、活期及定期存款。以上操作對於內銀板塊的利潤影響可謂好壞參半，當中存款利率下調有助降低內銀資金成本，龍頭國企銀行淨息差料可因此擴闊4.5至5.5點子，惟1年及5年期LPR下調10點子則會減低內銀資產收益率，料將大致抵銷存款利率下調對淨息差的貢獻。當然，內地商業銀行今年首季淨息差已被壓縮至歷史低位174點子，若進一步收縮可能影響銀行的正常經營秩序，相信未來貨幣政策將稍偏向呵護內銀盈利能力，下半年不排除進行降準或進一步下調存款利率，內銀板塊淨息差可望回穩。此外，國內貨幣政策轉趨寬鬆將提振企業和家庭貸款需求，下半年居民消費貸款、置業按揭貸款及企業中長期貸款等增速可望重新加快，同樣有利內銀股淨利息收入。

內銀股向來波幅較小，在港上市龍頭內銀股的Beta值現處於0.6以下，因此在波動市況中，相關股份表現較具韌性。觀察截至6月28日恒生中國內地銀行指數年初至今表現，升幅為3.9%，跑贏恒生指數的-3.1%；而期內恒生中國內地銀指數的90天波幅率亦一直低於恒生指數，5月之後兩者差距雖稍見收窄，惟恒生中國內地銀指數最新波幅率也僅為20.8%（相對恒指：22.6%），反映內銀板塊在陰晴不定的市況中屬進可攻、退可守之選。估值方面，大型內銀股現時平均市盈及市帳率分別約3.8倍及0.4倍，仍處於自上市以來的窪地，配合中證監銳意引導上市央企估值合理回歸，國企內銀投資價值長遠有望在股價上反映。另外，內銀現時股息率吸引，行業龍頭股息率普遍達8%以上，較恒生指數3.62%高，加上國企內銀股向來有穩定派息政策（年度派息比率：30%），因此長線投資者若以收取股息回報為目標，加入風險因素的考量後此板塊可說是不俗選擇。

策略上，我們較看好具國企背景的內銀股，宜避開中小型城商行股，因前者具以下優勢：1) 核心資本比率(CET-1)較高，可持續穩定派息；2) 貸款及存款市場佔有率持續提升；3) 地方融資平台風險敞口較低，以及較集中於優質一二線城市，潛在貸款減值壓力較輕微。

年初至今恒生指數與恒生中國內地銀指數90天波幅率



資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

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6月30日

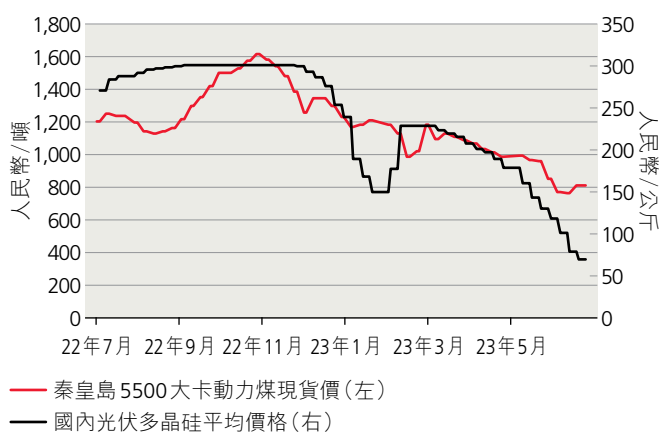
電力股：煤價急挫助業績浴火重生，轉型新能源業務錦上添花

在央企改革概念或「中特股」題材中，另一個受到市場青睞的板塊為中資電力股，我們預期該板塊上半年之強勢有餘未盡，本季可受惠盈利收復和估值重估下繼續跑贏大市。

首先，傳統火電業務的關鍵盈利驅動因素乃來自煤炭成本端的變化，隨著年初中國政府放寬對澳洲進口煤炭的禁令，首5月全國煤炭進口量按年暴增近90%，加上國內煤礦產出穩定及非發電用煤需求疲軟，導致現貨動力煤價格急速下挫（年初至今秦皇島5500大卡動力煤價格跌幅達35%），甚至一度與長協煤價格出現倒掛，可望成為一眾中資電企上半年業績扭虧為盈的頭號功臣。下半年即使動力煤價格進一步下跌空間有限，但因目前電企積壓之煤炭庫存已大幅高於歷史平均水平，故料煤價反彈動能同樣不大。至於內地上網電價會否跟隨煤價弱勢而出現顯著下調，根據發改委近期召開的會議上重申了迎峰度夏期間能源電力穩定有序供應的承諾，預期在炎夏用電需求殷切的情況下，大幅削減電價的可能性不高，對電力股今年的盈利展望維持看俏。

國內傳統電企逐步引入可再生能源業務亦是近年大勢所趨，故未來新能源（主要是風電、光伏）裝機容量增長進度及盈利能力將成為衡量此板塊投資價值的另一重要指標。據早前國家能源局發布的《2023年能源工作指導意見》，確立了今年度全國風電及光伏新增裝機規模為160吉瓦（GW），觀乎首4月僅完成約62吉瓦，相信下半年為求達標各電企將全力衝刺。傳統電企大舉投資新能源領域無疑會對自由現金流造成一定負荷，電企融資壓力亦隨之而起，適逢現時中央傾向減息放水穩經濟，對於負債比率偏高的新能源下游營運商來說猶如一場及時雨，有助補充現金流及減省利息開支。此外，新能源發電的上游成本拾級而下，亦是我們看好此板塊的重要邏輯。以光伏業務為例，主要原材料多晶硅致密料價格從去年底高位每公斤近300元人民幣急瀉至6月份的68元人民幣，跌幅高達77%。硅料降價將逐步向下游各環節傳導，終端光伏電站項目料受惠成本壓力減緩，內部收益率（IRR）回升在望，繼而釋放更多裝機需求。因此，除了傳統電力股可受益於新能源業務持續擴產外，光伏玻璃、儲能及電力設備等細分板塊也可相得益彰。

國內動力煤及光伏多晶硅價格



資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

中美人工智能板塊榮辱互見，國策加持下能否從後趕上？

海外上市的人工智能產業相關股份去季表現氣勢如虹，相反一眾在港上市的中資人工智能概念企業股價則平平無奇。兩者走勢大相逕庭可歸納於兩個因素：1) 美國的生成式人工智能產品，譬如屬主流的 Chat-GPT，大多已經成功推出市場並迅速累積大量付費用戶，又或者將人工智能大模型接入至自家及第三方的應用場景，例如搜索引擎、文書處理軟件、圖片生成軟件等等，商業化模式漸見眉目。相反，國內自家開發的人工智能大模型產品普遍欠成熟，部份只屬於研發階段初期，更重要的是監管部門暫時尚在擬定相關規管法規，導致 AI 產品還未可正式推出市場實現商業化。2) 發展生成式 AI 大模型的關鍵元素為大數據及運算力，後者對高階 GPU 芯片的需求相當大，具備這種芯片研發和生產技術之海外龍頭半導體公司自然就水漲船高，而國內芯片企業就因為受到美國實施技術及設備出口禁令影響，令高端化進度裹足不前。這不僅導致香港上市的半導體企業過去數月股價大幅跑輸予美國同業，亦是市場擔憂國內人工智能產業發展可能陷入瓶頸的最大風險。

話雖如此，但中長線國內 AI 產業發展始終是大勢所趨，不容忽視國策支持的力度。近期國內多個一線城市（北京、上海、深圳）相繼印發了推動人工智能產業發展的政策文件，重點包括：強化智能算力供應、增強關鍵核心技術的創新能力、打造更廣泛應用場景等。以北京為例，相關政策就訂出目標到 2025 年人工智能核心產業規模達到 3 千億人民幣，更強調關鍵核心技術基本可以實現自主控制，部份技術與應用研究達到世界先進水平，相信未來會有更多實際扶持措施出台。至於選股方面，重點關注擁有強大數據庫、演算能力及高端芯片研發技術的科網巨企，若自家研發的生成式 AI 產品及應用場景獲其他企業訂閱選用，則更易突圍而出；另外，隨著愈來愈多企業發展及應用人工智能大模型，雲計算、伺服器及個人電腦等周邊產品需求亦可望增加，相關細分板塊亦可多加留意。



中國及亞洲股市展望 — 環球市場走勢各異

2023年半年過去，環球市場走勢分歧，美聯儲利率上升週期臨近尾聲，加上投資者引頸以待的中國刺激措施遲遲仍未出現，縱使投資者坐擁大量資金，對入市仍然顯得猶疑。

美國就業市場數據優於預期，領先指標在製造業和房地產的支持下趨穩，但領取失業救濟金卻上升至一年半高位，投資者因而對於今年減息的預期明顯消退。我們認為市場情緒仍有待一段時間才能徹底扭轉，令投資者恢復信心。但物價持續在高位徘徊，投資者仍不斷調整投資項目及策略，希望可抵抗通脹或經濟衰退帶來的潛在負面影響。

中國復甦遜預期，房地產銷售動力乏力，弱勢更可能持續至下半年。縱使當局真的推出措施刺激經濟和樓市，但相信力度會是偏弱，而中國生產物價指數(PPI)不升反跌，證明物價壓力微弱，因此相信中國會繼續放鬆的貨幣政策，以扶持經濟增長。環視亞洲，團隊則看好增長強勁的日本，以及受惠科技周期觸底的台灣和南韓科技板塊。

美聯儲利率轉向之前對美股維持審慎；日本股票和亞洲科技板塊受關注

美國就業數據以及企業業績維持強勁。通脹升勢放緩，加息週期應已走到尾聲。但在美聯儲轉向之前，團隊對美股持中立態度。至於亞洲，團隊看好日本市場，因為估值吸引之餘，隨著企業加大投資力度，外國遊客和本地需求帶動消費，日本經濟增長較預期強勁。另外，環球利息接近見頂，亞洲區內的價值型股份估值較其他地區同類為低，同時派息率亦較理想，因此區內價值型股份值得留意。

至於中國股市，重開經濟後由流動性帶動的升勢已經完結，目前缺乏明確動力。而且前景仍然有各種經濟和結構性阻力所困擾。市場擔心中國復甦持續失衡，雖然消費服務方面有所增長，但整體商品需求仍然疲弱，製造業活動亦然。短期內，投資者靜待刺激措施出台。

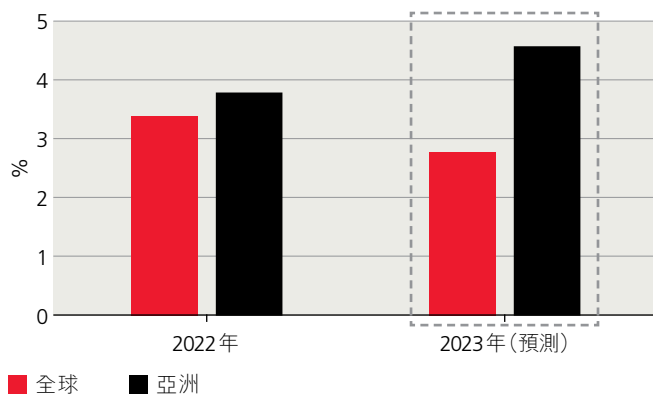
亞洲區內，印尼和印度皆值得留意，尤其是前者。印尼經濟由內需和國內投資所帶動。市場預料當地央行在今年餘下保持利率不變，因此有利股票。至於印度，該國和中國股票之間的估值差距正在縮小，當外國資金有顯著流入的跡象時，可重新留意印度股票。

眾多板塊中，我們尤其看好台灣和南韓的硬件科技。由於科技板塊週期將近觸底，包括個人電腦半導體和屏幕，預計今年下半年或明年年初將呈現復甦。此外，人工智能將成為各地政府和科技龍頭的必爭之地。投資團隊將專注尋找由人工智能帶動的投資機遇，包括專用集成電路(Application specific integrated circuits, ASIC)等。但發展尚處於早期階段，可以選擇的投資範圍相對較細。

全球需求疲弱，但亞洲主要國家經濟持續穩健

面對出口疲軟，但亞洲經濟在內需的帶動下保持強韌。國際貨幣基金組織將今年亞洲經濟增長預測上調至4.6%¹，遠高於全球增長預測的2.8%²。

國內生產總值增長



資料來源：國際貨幣基金組織《世界經濟展望》，數據截至2023年4月

¹ 見國際貨幣基金組織網站，<https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/05/03/sp050423-KR-APDREO-Korea>

² 見國際貨幣基金組織網站，<https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/04/19/world-economic-outlook-shows-economies-facing-high-uncertainty>

中國經濟復甦面對不確定性和挑戰不少，經濟重開後的首階段反彈已失去動力。東亞聯豐預計，政府有機會推出更多措施刺激私人需求和創造就業，例如降低貸款最優惠利率或存款準備金率、以及降低商業銀行的存款利率。我們預計中國政府的中期焦點是在經濟增長和金融/國有企業改革和國家安全當中取得平衡，不希望顧此失彼。

當中國的復甦比預期慢的同時，亞洲其他國家則持續增長。受惠強勁的國內和/或投資需求，印度和印尼今年首季經濟增長均優於預期。而日本南韓兩個依賴出口的經濟體在去年第4季出現收縮後，今年首季已回復增長。

至於利率走勢，南韓、印度和印尼都暫停了加息。三地通脹在4月份持續放緩，為央行締造條件維持利率不變。印尼的通脹甚至比預期更快回落到目標水平³。如果全球需求持續放緩，亞洲各國確實較有空間減息以刺激經濟。

以通脹走勢、加息進程，環球需求平衡，經濟前景等來說，亞洲區暫時佔有較優的潛力。雖然中國上半年的復甦步伐強差人意，但亞洲投資選擇廣泛而且多樣化，相信仍然可為投資者帶來分散風險及抗通脹的作用。

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。



³ 見BNN Bloomberg網站，<https://www.bnnbloomberg.ca/indonesia-s-inflation-returns-to-target-earlier-than-expected-1.1928816>

暗渡陳倉

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



Image source: Unsplash

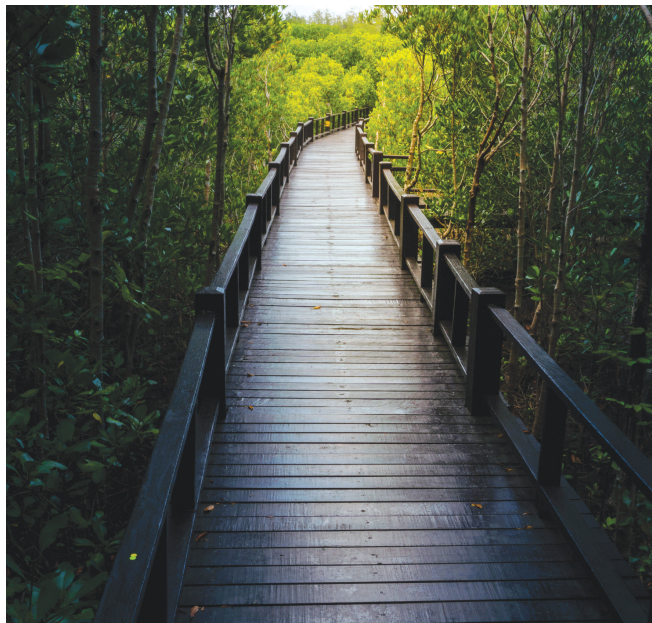
債券

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

暗渡陳倉

上季標題是《壁壘分明》。經濟數據隱約浮現衰退跡象，債券指數按季表現全線正數，風險規避考量下表現較風險資產吸引。收益率差距收窄呈現歷年衰退出現前狀態，帶出長期中性投資策略。上季準確預測10年期國債收益率在3.7至4%見頂。海外持有人減持美國國債，金價受惠外匯儲備增持黃金比例持續上升。信貸利差在投資級別與高收益債券分歧，反映企業違約率升溫。過去預測大致與今天結果相若。

本季標題是《暗渡陳倉》。「明修棧道，暗渡陳倉」意指高調地公開某些狀況以吸引甚至迷惑對方或公眾，實際是方便暗地從事背後核心目的而不被察覺。脫離基本估值、漠視經濟核心潰爛、資金高度集中等風險下，投資者一直加注，結果歐美股市上半年表現在各資產類別中一枝獨秀，資金忽視了股市以外的投資機會。股市表現亮麗背後，國際資金卻慢慢地為避險建倉。當到達臨界一刻，走勢瞬間逆轉實在屢見不鮮。突破盲點，順藤摸瓜，「陳倉」其實垂手可得。



市場正為經濟放緩而暗渡陳倉

參考彭博全球債券指數系列中20大主要指數表現，結果如下：

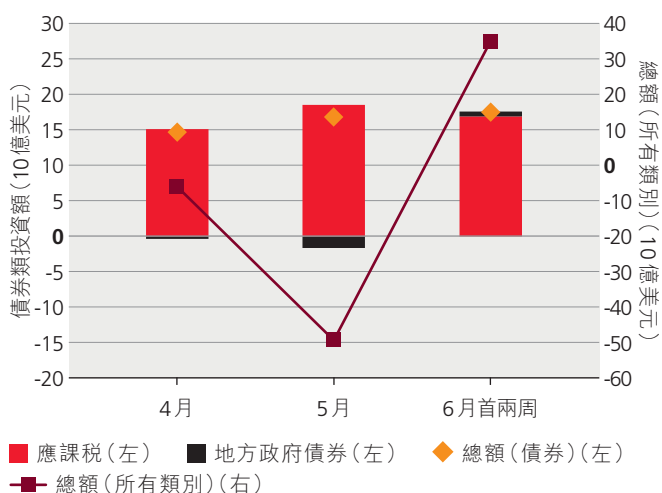
指數	6月表現(%)	年內表現(%)	指數	6月表現(%)	年內表現(%)
亞太累計	1.34	5.63	美國綜合	0.19	2.68
泛歐洲累計	0.49	4.83	中國累計	0.38	2.59
全球高收益	2.07	4.73	美國政府/信貸	0.02	2.56
美國高收益企債	0.87	4.55	泛歐洲累計	0.19	2.53
全球信貸	1.02	3.64	美國累計	0.07	2.53
新興美元累計	1.65	3.46	美國MBS	0.21	2.51
全球通脹掛鈎	2.30	3.26	美國國債	-0.23	2.12
美國企業	0.43	3.22	全球累計	0.49	1.94
政府相關機構	0.05	2.82	加拿大累計	-0.44	1.79
歐元累計	0.18	2.77	全球國債	0.31	1.20

資料來源：彭博，數據截至2023年6月27日

6月及年內上述指數的平均回報約0.58及3.07%，共40組數據內只有2組出現少過0.5%輕微下跌。年內各主要央行不斷加息環境下，債券市場整體表現理想。回應過去兩季《債券》章節分析，加息週期末段債券表現普遍向好，而且規避風險考量下，預期風險調整後回報較股票吸引。加上全球經濟漸見放緩，防守性策略將較可取，有利債市。

參考投資公司協會(Investment Company Institute, ICI)截至6月14日提供上季在美註冊開放式及ETF基金管理金額變化，數據顯示期內總金額(股票、債券、混合、商品共4大類別)流出200億(美元，下同)。按月波動非常大，4及5月流出60及489億後，6月流入346億。波動中最大貢獻者是股票類別，佔變化超過80%，反映美國經濟前景及利率走向不明朗，加上經濟數據模稜兩可之時，資金主要在股市中急速流竄。反觀債券類數據，4至6月總額分別146、167及174億淨流入，季內總額約490億。雖金額不及股票類，但非常平穩地持續流入，反映部份資金正分斷投入債券，為風勢急轉作未雨綢繆的準備。債券類別中主要流入應課稅類型(例如企業或官方有關機構債券)，全季達500億，而地方政府債券錄得輕微淨流出10億，反映投資者穩定持倉。管理資金走勢與上述債券指數表現相若，反映投資者在璀璨耀目的股市中，保留部份資金作避險準備。

2023年各項基金流量按月變化



資料來源：投資公司協會，數據截至2023年6月14日

利率：步向殺青

歐美央行再次高舉加息旗幟，與上季「加息尾聲」言論背道而馳。決策者聲稱通脹高於目標(普遍為2%)，經濟基調未見轉弱，應持續加息以遏止通脹。十國集團(G10)央行核心通脹及官方利率數據如下：

國家	官方利率 (%)	核心通脹 (%)	實質利率 (%)	實質 GDP (%)
美國	5.25	5.30	-0.05	1.60
歐元區	4.00	5.30	-1.30	1.00
英國	5.00	7.10	-2.10	0.20
加拿大	4.75	4.40	0.35	1.70
丹麥	3.10	2.90	0.20	2.40
瑞典	3.50	7.00	-3.50	0.80
瑞士	1.75	1.90	-0.15	0.60
澳洲	4.10	6.60	-2.50	2.30
紐西蘭	5.50	6.50	-1.00	2.20
日本	-0.10	2.60	-2.70	1.90

資料來源：彭博，數據截至2023年6月27日

數據上G10全線實質GDP皆正值，反映經濟基調仍有空間抵禦加息衝擊。除了加拿大及丹麥，實質利率皆是負值，反映通脹果真蠶蝕國民購買力，加息基礎穩陣。一字記之曰：通脹。

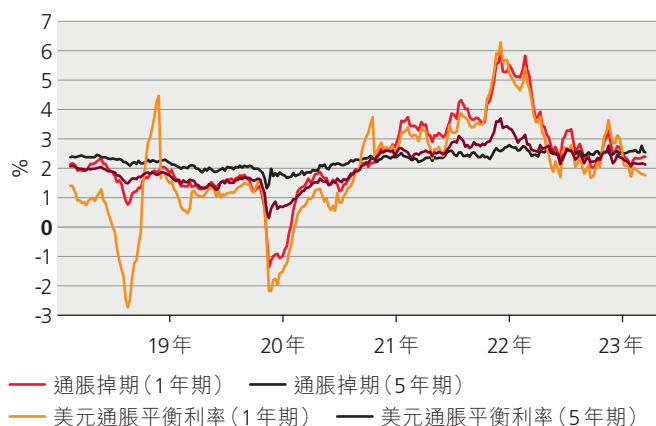
通脹風險：達標可期

各央行加息底氣皆建於通脹數據，歸根究底，通脹是否如此頑固及預期般固若金湯？

參考美元通脹掉期及通脹平衡利率，1年期結果分別是2.4及1.8%，暗示市場認為明年通脹有可能降至美聯儲目標。5年期為中期預測，結果分別是2.6及2.2%，反映中線通脹可維持2至3%之間。雖不中亦不遠矣，未來通脹料非過去兩年般飆升。

債券

美元通脹掉期及平衡利率(1及5年期)

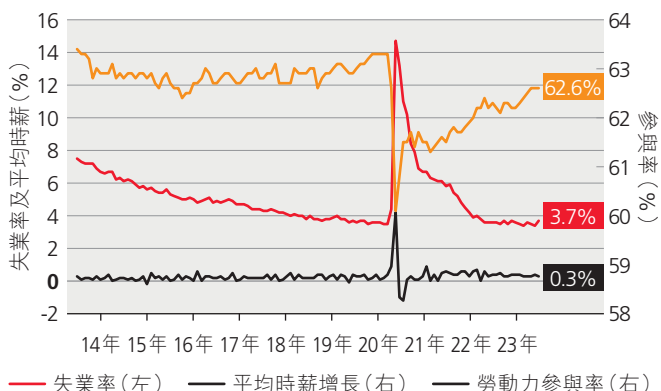


資料來源：彭博，數據截至2023年6月28日

參考美聯儲作基準的個人消費支出(PCE)比對，5月為4.6%，比較美聯儲6月全年預測為3.9%，差距約0.7%，反映美聯儲有信心年內個人消費將有序冷卻。同時比較彭博綜合市場預測，第2至4季PCE數據分別為4.5、4.2及3.7%。今明兩年全年為4.3及2.7%，跌勢持續但幅度未及官方預測，亦高於目標2%。綜合上述數據，不論官方或民間預測PCE跌勢持續，只是幅度不一。

強勁的就業數據是美聯儲經常引以為傲。作為加息最有力佐證，今天失業率為3.7%，但美聯儲預測今年終值為4.1%，反映預期下半年勞動力緊張情況將緩和。聲明指出經濟放緩令失業率輕微上調，有助舒緩通脹壓力¹。

美國就業市場數據



資料來源：彭博，數據截至2023年6月28日

參考近5年美國平均時薪增長，除了疫情期間，大部份處於0.3%，未來突破機會不大。反而勞動力參與率(62.6%)未趕及疫前水平(平均約63%或以上)，反映閒置勞動力存在。參與率提升將有助舒緩勞動力緊張及核心通脹問題。

衰退風險：百詞莫辯

下一個問題是：美國將會出現衰退嗎？美聯儲主席鮑威爾曾「誠實」地表示²，年內好有可能出現溫和衰退；就連美國總統拜登祈求美國經濟將出現「軟著陸」³；英倫銀行行長卡尼強調⁴，加息並非「希望衰退出現」，只是「採取必要措施將通脹降至目標水平」⁵。還有意志堅定的歐央行行長拉加德，明言不會在短期內宣佈利率見頂⁶。歐美官方政策與民間觀感背道而馳，資金隨風擺柳，令人摸不著頭腦。

戳破各央行辯解，不禁令人反思：各國核心通脹不大可能短期內下降至2%，那央行便不惜一切地加息下去？再者，經濟正值歸納為穩健，暗示負值才會收手？忽視急速而大幅加息帶來的滯後影響，合理嗎？雖然各央行聲明並沒有為此交出明確答案，但綜合以上疑問，修詞背後大致上意思是：

- 基本狀態是年內通脹不降及GDP未負之制，加息將會持續；滯後影響出現時，便會暫停一刻，利率在高位持平；
- 最差狀態是經濟忽然急挫，例如更多地方銀行倒閉、房地產違約急升、高收益債券連鎖性爆雷等，央行才逆轉政策。2008年金融危機及2020年疫情爆發皆是一例。
- 最佳狀態是通脹有序下降而GDP依舊正值，凸顯各央行領導決策英明，留名青史。

綜合分析，出現最差及最佳機率偏低，大部份分析員押注年內美國按年GDP將在正1%或以下(詳情請參閱《宏觀策略》章節)。就算決策者如何口不對心，再多修詞都難於掩飾經濟下滑，甚至滯脹風險(尤其歐元區及英國)，無阻市場對後市偏向避險的意圖。

¹ 見美國公共廣播公司網站，<https://www.pbs.org/newshour/politics/watch-live-fed-chair-jerome-powell-addresses-senate-committee-on-unemployment-and-interest-rates>

² 見NBC新聞網站，<https://www.nbcnews.com/business/economy/mild-recession-now-likely-year-federal-reserve-says-rcna79405>

³ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/energy/biden-crosses-fingers-fed-achieves-soft-landing-2023-06-21/>

⁴ 見雅虎新聞網站，<https://sg.news.yahoo.com/bank-england-governor-not-desiring-140559177.html>

⁵ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/europe/investors-increase-bets-uk-recession-rate-hikes-bite-2023-06-22/>

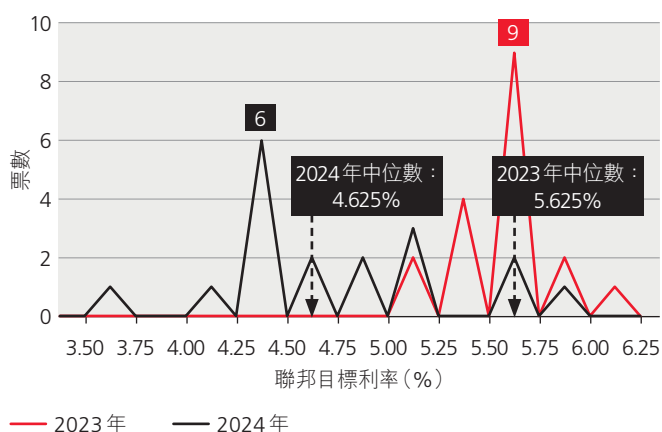
⁶ 見彭博社網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-06-27/lagarde-says-ecb-won-t-be-able-to-declare-rate-peak-anytime-soon>

利率風險：異曲同工

最後一個問題：加息週期能否真正進入尾聲？各路分析員漸走兩極，訊息紊亂狀況較以往嚴重。但細嚼官方公布及市場動向，或許可以找到一點苗頭。

參考美聯儲點陣圖按季變化，3月中位數為5.125%，總數18名委員中有10人贊同。6月中位數為5.625%，1半委員贊同（共9人）。投票比例相若但目標卻上調50基點，反映委員間集團意志堅定，年內加息50基點將成定局。

美聯儲點陣圖委員投票分布



資料來源：彭博，數據截至2023年6月27日

市場方面，普遍透過芝交所聯邦基金期貨價格工具(CME FedWatch Tool)來預測未來聯準會利率變化機率⁷。由6月14日美聯儲宣布議息結果後，大部份時間近7成預測7月26日加多1次25基點後，美聯儲年內將暫停加息，並維持至年底。反映市場對美聯儲執行信心偏弱。

暫時摒棄爭辯，參考點陣圖明年目標利率預測，中位數為4.625%，即委員們認為明年應共減息1%。投票人數最多水平為4.375%，意謂明年應減息1.25%。比對CME結果，料明年將由上限5.25降至4.00%，即減息1.25%，與美聯儲委員意向相若。

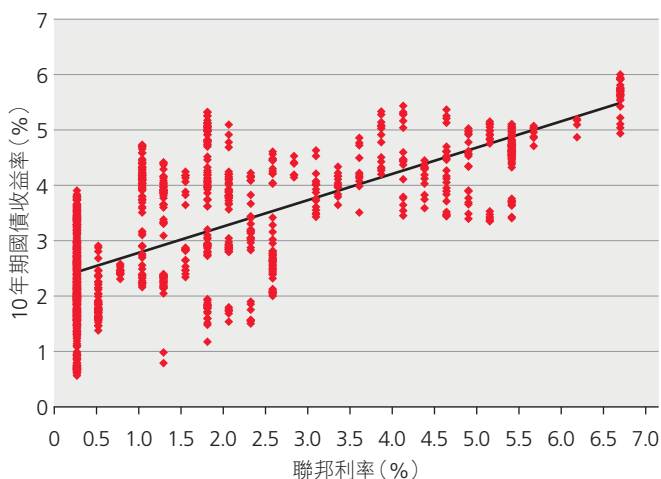
簡單而言，最終誰對誰錯並不重要，至少雙方預測偏差約25基點，時間上最有可能在11月會議發生。以此作債券策略基礎，利率風險大致可控，尤其8月24至26日在美國懷俄明州傑克遜霍爾度假區舉行的全球央行年會(Jackson Hole Symposium)之後，歐美利率走勢料更明朗。

收益率：短期國債非常吸引

量化分析：路徑清晰

清晰的利率走向有助預測債券收益率。由去年第4季起，透過聯邦利率變化以迴歸分析推算美國10年期國債收益率走勢，過去預測大致與今天結果相若（詳情請參閱上兩季《債券》章節）。歸納上文分析，年內美息仍有上升空間但差距只在25基點，而料明年利率將逆轉向下。以點陣圖今明兩年中位數5.625至4.625%作參數，透過迴歸分析抽取自2000年6月起按週聯邦利率，再推算10年期國債收益率之合理區間，結果顯示應徘徊在3.7及4.1%之間。

美國10年期國債收益率與聯邦利率之迴歸分析



資料來源：彭博，數據截至2023年6月28日

再以此區間為基礎，推算2年期收益率應有區間：

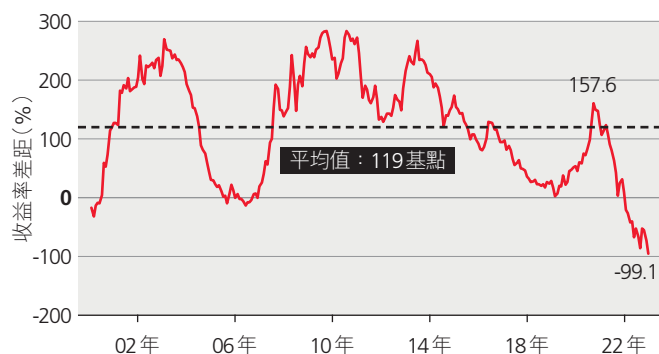
- 與迴歸分析同期之2與10年期國債收益率差距平均值為119基點，即2年期應有區間為2.5至2.9%；
- 以近年高位至今(2021年3月至今年6月28日)之平均值為22基點，即2年期應有區間為3.5至3.9%；
- 注意今天該差距為23年最低，上季已分析歷史上當衰退臨近，倒掛狀態將逐步收窄。

簡單而言，不同角度反映今天2年期收益率實屬偏高。配合明年減息預測，今天高於合理水平的短期國債收益率更見吸引。

⁷ 見芝交所網站，<https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

債券

美國國債2與10年期收益率差距

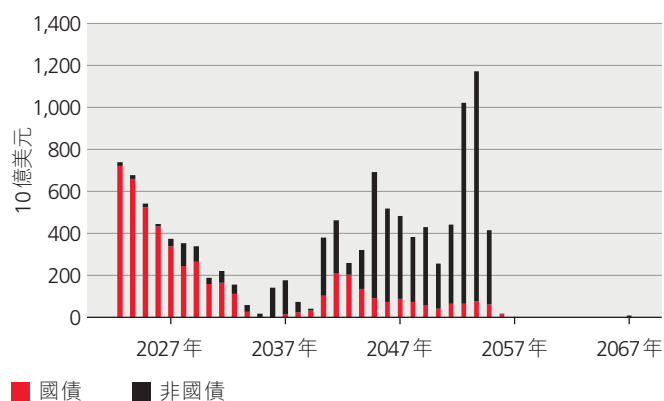


資料來源：彭博，數據截至2023年6月28日

質化分析：千載難逢

美國財政部長耶倫在債務上限危機時，經常喊話政府好有可能耗盡資金並引發經濟危機⁸。美聯儲利用系統公開市場賬戶(SOMA)，透過公開市場操作獲得以美元計價資產⁹。翻查SOMA到期紀錄，今年包括國債及非國債總金額達7,177億(美元，下同)，是未來5年最高水平。當時市場已預測在債務上限協議達成協議後，美國財政部將短期內發行約7,000億國債以解燃眉之急¹⁰，全年更有可能高達1.6萬億短期票據以填補因大量財政支出導致現金流短缺問題¹¹。

美國系統公開市場賬戶(SOMA)總金額

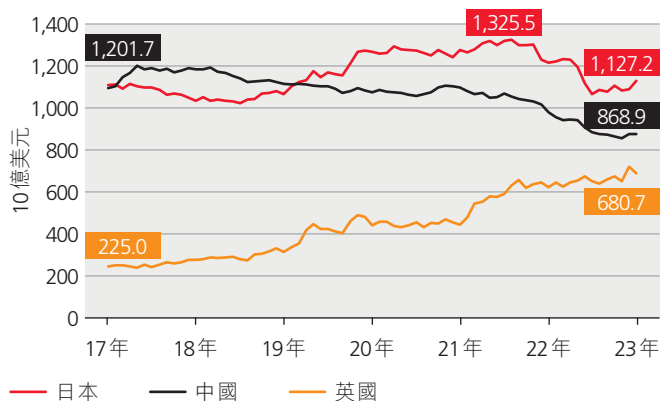


資料來源：彭博，數據截至2023年6月28日

6月3日美國總統拜登簽署法案，同意美國將暫停31.4萬億債務上限至2025年1月1日，之後財政部便一直發債，加上美聯儲持續加息及每月950億量化緊縮政策(Quantitative tightening)，月內已經消耗市場1,500億美元流動性¹²。市場預期6至8月期間，料財政部累計發行量將達8,000億¹³。流動性緊張可能導致更多銀行倒閉、商業貸款或按揭及高收益債券市場崩潰，傳導性風險將影響整個投資市場，增加避險需求。

美國境內流動性不足，財政部唯有向海外買家推銷美國國債。截至今年第1季，美國總負債額約25.2萬億，當中12.3億由私人機構持有(約49%)，美聯儲持有5.3萬億(約21%)，其餘由國家儲備持有約7.6萬億(約30%)。國家儲備中首3位依次序是日本、中國及英國。過去5年，中國持續減持美債，由2017年8月最高約1.2萬億不斷下降至今年第1季約8,689億，降幅約28%。日本亦在2021年11月最高1.3萬億起逐步減持，降至去年10月只有約1萬億時，便再次增持，最新為1.1萬億。第3位英國卻完全相反，過去5年無論脫鈎甚至年內經濟走弱，都無阻增持美債，由最低2,250億增至今年第1季6,807億，增幅約3倍，如此走勢下超越中國成為第2位指日可待。

各國儲備持有美國國債金額



資料來源：彭博，數據截至2023年6月28日

⁸ 見商業內幕網站，[https://www.businessinsider.com/janet-yellen-debt-ceiling-government-run-out-money-june-1-2023-5?utm_medium=ingest&utm_source=markets&_gl=1*1iivl03*_ga*MTc5NjE2OTAxNy4xNjg3NTc5NjQ3*_ga_E21CV80ZCZ*MTY4ODAwMzA3Ny4yLjEwLjEwLjEw](https://www.businessinsider.com/janet-yellen-debt-ceiling-government-run-out-money-june-1-2023-5?utm_medium=ingest&utm_source=markets&_gl=1*1iivl03*_ga*MTc5NjE2OTAxNy4xNjg3NTc5NjQ3*_ga_E21CV80ZCZ*MTY4ODAwMzA3Ny4yLjEuMTY4ODAwMzA3Ny4yLjEwLjEwLjEw)。

⁹ 見紐約聯儲銀行網站，<https://www.newyorkfed.org/markets/soma-holdings>。

¹⁰ 見商業內幕網站，<https://markets.businessinsider.com/news/bonds/treasury-general-account-tbills-liquidity-debt-limit-ceiling-us-default-2023-5>。

¹¹ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/us/markets-brace-deluge-treasury-bill-supply-after-us-debt-deal-2023-06-05/>。

¹² 見商業內幕網站，<https://markets.businessinsider.com/news/bonds/treasury-tbill-auctions-fed-quantitative-tightening-liquidity-drain-debt-ceiling-2023-6>。

¹³ 見雅虎財經網站，https://finance.yahoo.com/news/treasury-department-may-issue-1-032015994.html?_guc_consent_skip=1688016528。

要求日本及英國增持阻力較低，但中美關係緊張時要說服中國增持仿如與虎謀皮。近月美國財政部長耶倫已多次表示有意出訪中國以收窄彼此分歧，但結果存疑¹⁴。

引述《華爾街日報》2021年一篇分析文章表示¹⁵，2008年起量化寬鬆時代，低息環境迫使資金流向風險較高資產以爭取回報。去年美聯儲執意逆轉走勢，但投資者惰性造就「買方罷工」狀態，即風險調整後回報若然不到位便難以令資金離開風險資產。財政部唯有不斷提高收益率以吸引買家，令資金由高收益債券或股市等風險資產，流向蹺蹺板較安全一邊，導致風險資產價格下跌、市場動盪等後果，當時美聯儲或許須回歸資金寬鬆的老路。

現況與該文章預測不謀而合。不難發現美國國債1年期以下收益率近期全線高於5%以上，除了曲線倒掛預視經濟放緩，亦反映財政部不惜付出更高利息以解決眼前債務續期危機。對投資者而言，實屬近年千載難逢機會，即投資在非常短年期而理論上「無風險」的美國國債中賺取5%以上回報。

違約率：潛伏風險

歐美潛在違約櫛比鱗次

回應上文，當美國財政部主動與私人企業在市場中爭奪由美聯儲促成遞減的流動性，迫使國債收益率高見5%以上，試問企業債券收益率該提升到何等水平才能保持競爭力？美國政府可以「印鈔」以兌付利息及本金，反問企業自身盈利又能否達到其收益率水平？在經濟放緩環境下為求債務續期而勉強以高收益發債，延後的違約最終在盈利不濟時都會出現。

《宏觀策略》章節中分享最受流動性收緊衝擊的3大領域分別是地區銀行、房地產市場及高收益企業債券。相關例子如下：

- 根據標普全球截至4月數據，年內已有超過230間公司申請破產¹⁶。5月16日不到48小時內，美國至少有7間大型公司申請破產保護，涵蓋家庭保安公司、化學品生產商、油品生產商、防火公司及生物科技公司，創2008年有紀錄以來最高；

- 穆迪投資者服務公司表示¹⁷，3月內有15間穆迪評級債務發行人違約，按月增幅是2020年以來最高。預測全球非投資級別企業違約率從去年底2.8%上升至年底4.6%，明年第1季將達到4.9%；
- 英國智庫組織國家經濟及社會研究所(NIESR)研究估計¹⁸，6月加息50基點將導致120萬英國家庭(佔全國家庭4%)到年底耗盡儲蓄。這將使無力償債家庭比例達到近30%(約780萬戶)，其中威爾士和英格蘭東北部影響最大。數百萬人被推向破產邊緣，將出現「抵押貸款災難」；
- 英國最大自來水公司泰晤士水務(Thames Water)正面臨破產危機¹⁹，旗下企業債被大手拋售。最大股東是加拿大養老基金安大略省市政僱員退休系統(Omers)，其他包括中國主權財富基金中國投資有限責任公司(CIC)、英國最大私人養老基金大學退休金計劃，及阿布扎比投資局子公司Infinity Investments。

眼見未為真

市場普遍以債券信貸利差作為違約率的替代指標，數值愈高代表違約機會愈大。參考過去25年美元計價歐美投資級別企業債券之信貸利差數據，歐美分別是1.63及1.27%，較過去25年平均分別1.36及1.50%，差異不大。數據上近8成時間低於2%，反映現況屬正常水平。主要違約高峰期出現在2000、2008、2012、2015及2020年，最高為2008年11至12月，歐美分別為4.80及6.07%，高於今天數倍，反映現況風險仍然偏低。

今天高收益債券信貸利差分別是4.60及4.00%，同樣較平均值低(歐洲及美國分別是5.62及5.28)。數據上近7成時間低於7%，反映現況屬正常水平。最高值同期為19.49及18.33%，同樣高於今天數倍，反映現況風險仍然偏低。

投資級別與高收益指標差距方面，歐美今天分別是2.97及2.73%，都較平均值低。美國數據上近8成時間低於5%，歐洲則為7%，反映今天風險偏低。

¹⁴ 見南華早報網站，<https://www.scmp.com/news/world/united-states-canada/article/3225478/janet-yellen-plans-july-china-trip-while-us-preps-investment-curbs>

¹⁵ 見華爾街日報網站，<https://www.wsj.com/articles/flood-of-new-debt-tests-bond-market-11615372201>

¹⁶ 見彭博社網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-05-15/seven-firms-file-for-us-bankruptcy-in-one-day-as-credit-tightens>

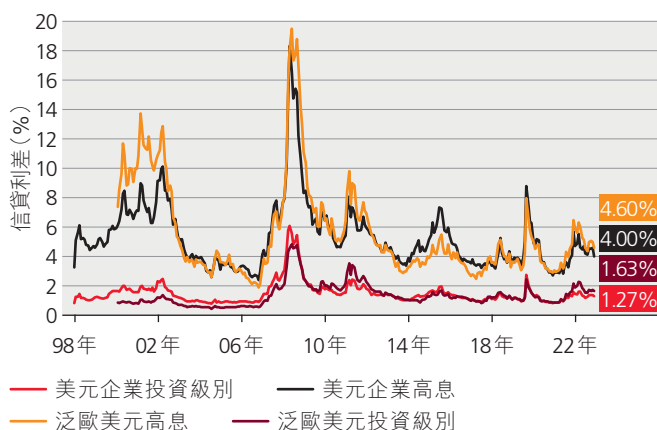
¹⁷ 見穆迪投資者服務網站，<https://www.moodys.com/creditfoundations/Default-Trends-and-Rating-Transitions-05E002>

¹⁸ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2023/06/26/uk-mortgage-crisis-millions-pushed-toward-the-brink-of-insolvency.html>

¹⁹ 見雅虎澳洲體育網站，<https://au.sports.yahoo.com/thames-water-crisis-puts-privatised-111655616.html>

債券

各項歐美(美元)信貸利差

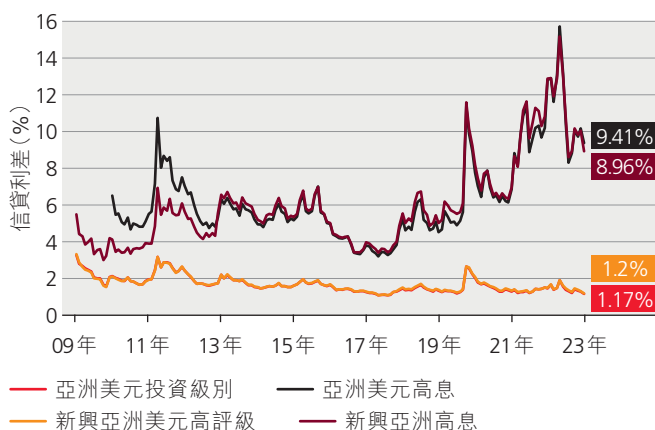


資料來源：彭博，數據截至2023年6月29日

值得注意的是每次高峰期出現前，4大信貸利差皆在短短3個月內以倍數急升，反映每當違約出現皆是又急又猛。而且觀察出現年份分佈，好大可能與歐美經濟走弱有關。雖然今天經濟悲觀情緒籠罩未波及歐美債市，但急速逆轉之風險應加以防備。

亞洲債市數據只有近14年，結果與歐美相若。投資級別及高收益類債券之信貸利差近8成時間分別處於2及8%以下，今天兩個地區投資級別類的違約風險偏低。反觀高收益類明顯偏高，加上兩類債券利差差距約高於平均值1倍，綜合之言新興亞洲高收益類債券風險相當高。

各項亞洲(美元)信貸利差



資料來源：彭博，數據截至2023年6月29日

除了信貸利差走勢，美股波動指數(VIX)亦可側線預測高收益債券違約率。高收益債券在資本結構上與股票接近，因此高收益利差通常與VIX指數同步變化。VIX指數下跌一般與經濟原生性改善關係不大，反而投機情緒壓低VIX指數關係較高。

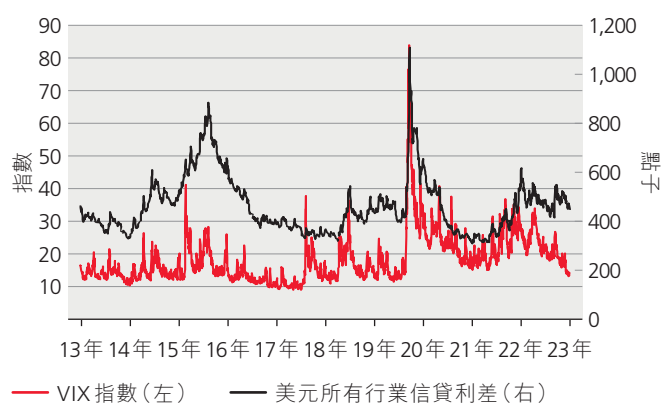
機制源於投機者通常會出售價外看漲期權(OTC call options)試圖獲取額外溢價，而對手須透過伽瑪對沖(Gamma hedging)抑制已實現(Realized)波動率，最終抑制了隱含波動率(Implied volatility)。尤其在期權交易量上升時，VIX指數受投機交易影響而普遍偏低。

回應上文，美國破產申請數量正在攀升，信貸利差被VIX指數牽扯而未能反映實體經濟狀態，影響了利差警示機制。目前股市投機活動及流動性緊縮持續，潛在不穩定性將驅使股市及高收益債市步向「明斯基時刻」(Minsky Moment)模式：臨界點一刻，VIX指數及信貸利差將大幅上升，高收益債券與股市同步墮落。

指標	亞洲		新興亞洲	
	美元投資級別	高收益	美元投資級別	高收益
6月29日	1.17	9.41	1.20	8.96
平均	1.70	6.37	1.72	6.05
指標	亞洲美元投資級別與高收益差距		新興亞洲美元投資級別與高收益差距	
6月29日	8.24		7.76	
平均	4.72		4.33	

資料來源：彭博，數據截至2023年6月29日

美股波動 (VIX) 指數及美元所有行業信貸利差



資料來源：彭博，數據截至2023年6月29日

投資策略：坐言起行

綜合上文分析，可歸納以下投資策略：

- 短期國債收益率相當吸引；
- 衰退時債券表現優於股市；
- 提升債券組合中平均評級值；
- 黃金是優良風險分散工具。

短期國債收益率相當吸引

美聯儲在高通脹壓力下再次重拾加息步伐，加上執意收緊流動性及海外持有人不斷減持國債，後果是央行須拋出更吸引人的收益率才能與市場競爭。當然利誘並非長策，何況只是解決今明兩年海量的國債續期，因此美國1年期以內之國債收益率往往高於5%以上，回報較長期國債更吸引，亦較全球主要股市年化股息率更高。美國短期國債收益率與主要股市之股息率數據如下：

國債年期	收益率 (%)	主要股市	股息率 (%)	主要股市	股息率 (%)
1個月	5.18	美國道指	2.09	英國富時	4.22
2個月	5.28	美國標普	1.57	日本日經	1.84
3個月	5.33	美國納指	0.80	香港恒指	3.85
4個月	5.42	美國羅素	1.69	中國滬深	2.47
6個月	5.46	歐斯托克 50	3.41	韓國 KOSPI	1.81
12個月	5.42	德國 DAX	3.64	新加坡海峽時報	4.84
2年	4.92	法國 CAC	3.19	印度 Nifty 50	1.42

資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

投資債券或股票當然要考慮價格波動，但考量到上半年急升後部份指數已脫離基本面，下行風險偏高，變相所謂「無風險」的美國國債之風險調整後回報更見吸引。

流動性緊張及收益率曲線倒掛問題並非美國獨有，造就非美短期國債亦相對吸引。其他成熟市場國債收益率及其差距如下：

國債收益率 (%)			
國家	1年期	10年期	收益率差距 (10減1年期)
德國	3.58	2.45	-1.13
法國	3.67	2.98	-0.69
意大利	3.86	4.12	0.26
加拿大	5.16	3.36	-1.8
英國	5.40	4.45	-0.95
日本	-0.12	0.40	0.52
澳洲	4.40	4.02	-0.38
紐西蘭	5.35	4.65	-0.70

資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

除了意大利及日本，國債收益率曲線普遍倒掛。例如上月澳洲自2008年金融危機以來首次出現倒掛²⁰。澳央行年內不斷加息，抑制家庭支出和投資，導致上季澳洲經濟增長放緩。經濟學家預計未來12個月經濟衰退的可能性為50%。

²⁰ 見西澳洲新聞網站，<https://thewest.com.au/business/markets/australias-yield-curve-inverts-for-first-time-since-2008-c-10985532>

債券

除了歐美市場，中美磨擦中亞洲以漁翁之勢受惠經濟增長（詳情請參閱《宏觀策略》章節），基本因素改善有助資金流入區內債券市場，尋找風險調整後更高收益率。參考亞洲經濟數據及利率走勢如下：

國家	中國	印度	印尼	馬來西亞	菲律賓	新加坡	韓國	泰國
公債佔 GDP (%)	76.9	89.3	40.9	60.4	60.9	168	49.6	61
財政佔 GDP (%)	-7.4	-6.4	-2.4	-5.6	-7.3	-0.3	-7	-4.9
核心 CPI (%)	0.6	不適用	2.7	3.5	7.7	4.7	4.3	1.6
官方利率 (%)	3.55	6.50	5.75	3.00	6.25	3.78	3.50	2.00
上次改變利率 (月份)	5 月	2 月	1 月	5 月	3 月	去年 10 月	1 月	5 月
1 年期國債收益率 (%)	1.86	6.86	5.81	3.15	6.07	3.67	3.54	2.05
10 年期國債收益率 (%)	2.68	7.11	6.26	3.91	6.42	3.07	3.7	2.52
收益率差距 (10 減 1 年期)	0.82	0.25	0.45	0.76	0.35	-0.6	0.16	0.47
主權評級 (穆迪)	A1	Baa3	Baa2	A3	Baa2	Aaa	Aa2	Baa1

資料來源：彭博，數據截至 2023 年 6 月 30 日

亞洲國家普遍財務狀況都較歐美國家理想：（除新加坡）公債比率偏低、財政佔 GDP 輕度負值、資源豐富優勢下核心通脹偏低（除菲律賓），加息壓力不高。利率普遍持平及（除新加坡）收益率曲線維持正常化都支持「東升西降」環境下增持亞洲債券。

1 年期以內國債收益率高於 5% 以上，包括印度、印尼及菲律賓，高於 3% 以上有馬來西亞、新加坡及韓國，以上所有國家主權評級皆是投資級別。最後，彭博亞太累計債券是主要指數中排名第 1，上半年升幅約 5.61%。

琳瑯滿目的短期國債收益率，加上美聯儲預視明年將減息約 1%，有利債價表現。再者，當美聯儲短期流動性問題解決，不用再提高收益率吸引資金，屆時短息亦會逐步下滑，錯失良機。權衡多方因素，有序地提高短期國債比例是順勢之舉。

「債券優於股市」將更突出

全球經濟學家、分析員及政府喉舌對美國會否出現衰退仍未有共識，甚至觀點上南轅北轍。為綜合各路分析，抽取過去 30 年按季 GDP 落在 1% 或以下（包括所有負值）數據，同期股票（MSCI 世界指數）、債券（彭博全球債券累計指數）及黃金表現作分析，找出 3 項資產在早 1 季及 2 季前投入之表現。結果如下：

指標 (%)	按季 GDP	早 1 季			早 2 季		
		MSCI 世界	彭博全球債券累計	黃金	MSCI 世界	彭博全球債券累計	黃金
平均	-2.2	-3.4	1.1	1.5	-6.3	1.7	3.6
標準差	5.9	12.1	3.8	8.3	13.3	5.2	10.7
正數比例	41	44	63	63	37	74	63
最大值	1.0	19.7	6.6	16.0	19.2	10.1	23.3
最小值	-29.9	-22.2	-8.3	-22.7	-34.4	-13.9	-26.3

資料來源：彭博，數據截至 2023 年 6 月 30 日

30 年間按季 GDP 出現正 1% 或以下共有 27 次，經濟平均跌幅為 2.2%。不論早 1 或 2 季投入該 3 項資產，債券及黃金平均表現都較股票好。標準差上債券及黃金波動性都較股票低，暗示風險調整後回報，債券及黃金比股票更好。正數比例方面，債券及黃金都超過 6 至 7 成，但股票只有 3 至 4 成，反映債券及黃金值博率都較股票為高。下行風險中債券表現最為突出，反映極端情況下債券避險功能較好。

撇開指標分析，單純以3項資產互相比較。結果如下：

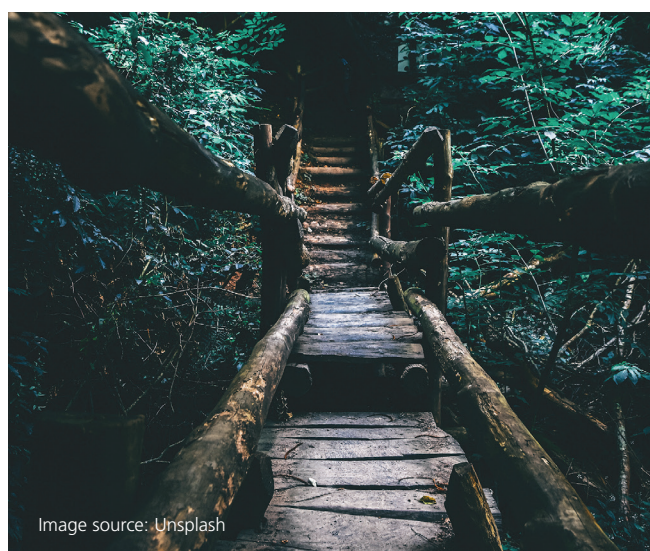
投入時間	早1季						早2季					
回報比較*	債>股	債>金	金>債	金>股	股>債	股>金	債>股	債>金	金>債	金>股	股>債	股>金
勝出次數	13	13	13	15	13	11	17	10	16	18	9	8
佔比(%)	48.1	48.1	48.1	55.6	48.1	40.7	63.0	37.0	59.3	66.7	33.3	29.6

*「>」代表「表現勝於」

資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

分析結果顯示：

- 以佔比50%以上為表現優異，早1季投入中只有「黃金勝股票」，早2季投入則有「債券勝股票」、「黃金勝債券」及「黃金勝股票」；
- 單看股票表現，不論早1或2季，表現都不及債券和黃金，反映除非相信美國經濟下半年出現明顯反彈，否則現在應逐步減持股票；
- 觀察整體早1及2季結果，早2季結果差異明顯，反映早2季增持債券及黃金，整體表現將更突出；
- 單看黃金表現，不論早1或2季投入，黃金普遍較債券及股票優勝，凸顯經濟放緩時黃金的獨特地位。



綜合分析，支持經濟放緩時「債券優於股票」策略。衰退又如何？同一套路但只抽取GDP負值數據作分析，結果如下：

指標(%)	按季GDP	早1季			早2季		
		MSCI世界	彭博全球債券累計	黃金	MSCI世界	彭博全球債券累計	黃金
平均	-4.1	-5.4	0.9	2.0	-9.5	1.3	5.0
標準差	7.2	13.9	4.6	6.6	15.3	6.1	9.8
正數比例	0	38	63	69	31	75	63
最大值	-0.2	19.7	6.6	12.9	19.2	10.1	23.3
最小值	-29.9	-22.2	-8.3	-7.1	-34.4	-13.9	-12.9

資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

30年間按季GDP出現負值共有16次，經濟平均跌幅為4.1%。不論早1或2季投入該3資產，債券及黃金平均表現同樣較股票好。標準差上債券及黃金波動性明顯低過股票，風險調整後回報將更好。正數比例中債券及黃金同樣超過6至7成，但股票只約3成，兩者差距進一步擴大。下行風險中黃金表現有所改善，與債券同樣較股票為佳。

各資產表現比較結果如下：

投入時間	早1季						早2季					
回報比較*	債>股	債>金	金>債	金>股	股>債	股>金	債>股	債>金	金>債	金>股	股>債	股>金
勝出次數	10	7	9	11	6	5	11	5	11	13	5	3
佔比(%)	62.5	43.8	56.3	68.8	37.5	31.3	68.8	31.3	68.8	81.3	31.3	18.8

*「>」代表「表現勝於」

資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

債券

分析結果顯示：

- 同樣以佔比 50% 以上為表現優異，不論早 1 或 2 季投入，債券及黃金表現全線較股票優勝，反映衰退出現前投入債券或黃金，整體表現將較股票更佳；
- 單看股票表現，不論早 1 或 2 季，勝出率只約 3 成，反映衰退出現前應逐步減持股票；
- 勝出率中最高是早 2 季的「黃金勝股票」，反映衰退時黃金何其重要。

提升債券組合中平均評級值

上文透過各項信貸利差分析，違約風險上投資級別 (Investment Grade, IG) 更勝高收益債券 (High Yield, HY)，在此不再累贅。但在「IG 優於 HY」策略上，應多加一層意義。

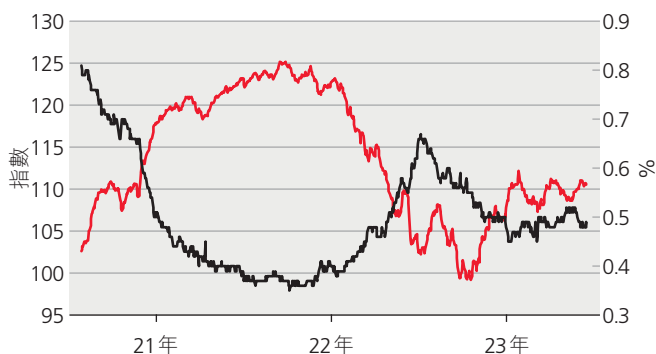
市場與官方在衰退爭辯中各執一詞，但正本清源，2008 年央行利用量化寬鬆以超量流動性去遮掩問題核心，造成大量高槓桿企業透過舉債苟延殘喘，把經濟負能量不斷累積，延後再延後的衰退只會加深東窗事發時對經濟的衝擊（詳情請參閱《宏觀策略》章節）。

去年美聯儲把利率 1 年間由近乎零息推升至約 5%，企業領導人在營運上如何配合或適應？當美元定存都高見 5% 時，私人資金有何誘因作企債投資？如此環境下為解決續期燃眉之急，企債發行人被迫在高企的國債收益率上加碼。加上信貸利差遞升，總收益率令企業難以負荷。當經濟進一步放緩，盈利下降同時利息支出攀升，信貸利差又再上升，造成惡性循環。

債券投資中「墜落天使」是指最初被授予投資級評級，但後來被降級為高收益級別的債券，評級下調大多由於發行人財務狀況惡化所致。根據穆迪 (Moody's) 評級指標中 Baa 為投資級別最下端階級，如被降級至高收益級別最高端階級 Ba，此乃「墜落天使」，暗示將打擊該發行人未來舉債成本及市場接受程度。因此量度 Baa 與上一階級 A 評級兩者信貸利差之差距，便可反映「墜落天使」違約率變化及其合理價值：利差差距愈大，「墜落天使」價值愈低，被降級機會愈高。

參考過去 3 年彭博全球「墜落天使」企業債券指數與 Baa 及 A 級信貸利差差距，兩者走勢成反比。自去年中旬利差差距穩步上升，反映 Baa 違約風險上升或 A 級風險下降。當經濟不明朗或更多企業申請破產保護，「墜落天使」價值料每況愈下。

彭博全球「墜落天使」企業債券指數及 A 級與 Baa 級信貸利差差距



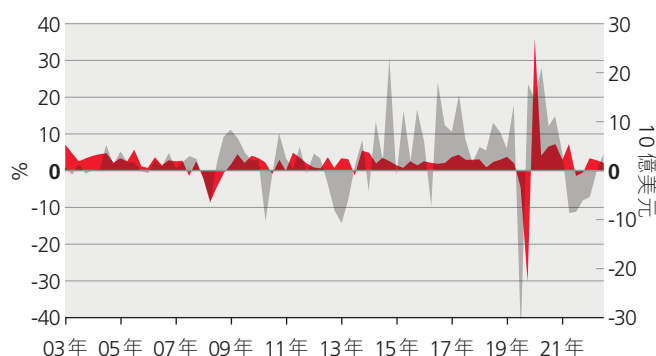
— 彭博全球「墜落天使」企業債券指數 (左)
— A 級與 Baa 級信貸利差差距 (右)

資料來源：彭博，數據截至 2023 年 6 月 29 日

簡單而言，當經濟放緩至衰退邊緣時，更多企業債務被降級風險上升，債價隨之下降。因此「IG 優於 HY」維度上，更要提升債券組合中平均評級值，或遠離 Baa 邊緣債券。

換了樂觀角度，美國經濟下半年出現明顯反彈，參考過去 20 年，投資級別減去高收益級別之新發行債券淨銷售額，其差距與美國按季 GDP 走勢呈現同比狀態，反映未來新發行或成功舉債者多為投資級別，亦支持「IG 優於 HY」策略。

美國按季 GDP 及新發行債券淨銷售額 (投資級別減去高收益)



■ 美國按季 GDP (左)
■ 新發行淨銷售額 (投資級別減去高收益) (右)

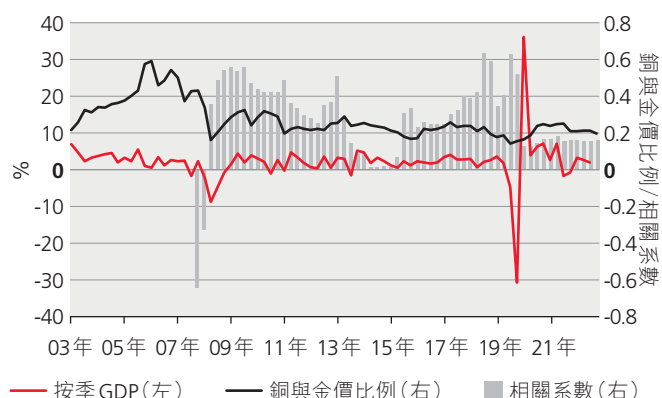
資料來源：彭博，數據截至 2023 年 6 月 29 日

黃金是優良風險分散工具

上文分析歷史上經濟不景時黃金平均表現更勝股票及債券，在此不再累贅。

除了透過經濟數據，傳統上觀察銅與金價比例都可預測美國經濟走勢。銅廣泛使用在不同工業生產，因此當經濟向好時銅價普遍上升。相反，金價反映的是避險情緒，尤其經濟放緩、高通脹甚至極端風險等。自2008年後兩者比例與美國按季GDP相關系數有96%出現正值，反映銅與金價比例高度預測美國經濟走勢。雖然近月銅價由跌勢反彈，但上半年價格卻由381跌至374美元。近月金價在延長加息週期陰霾下走弱，但上半年價格卻由1,824升至1,920美元。金價未來將取決於加息週期及經濟數據，前景未明下只會窄幅波動為主。

美國按季GDP、銅除以金價比例及相關系數



資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

根據世界黃金協會5月份報告顯示²¹，過去1年黃金受美元影響似乎比平均水平更大，並且受美國2年期抗通脹債券收益率影響較大，而非常見的10年期國債收益率。隨著通脹消退，貨幣政策變得更不確定，黃金可能會重新與10年期抗通脹債券收益率掛鉤。目前該收益率比2年期低近100個基點。債務上限協議後財政支出減少和融資成本上升，可能會加速經濟衰退爆發。經濟學家認為這風險可能在年內持續，過去經濟衰退都有利黃金。

協會亦提供年內全球各國外匯儲備之持金量變化紀錄和相關分析如下：

國家(噸)	1月	2月	3月	4月	年內總變化
中國	14.9	24.9	18.0	8.1	65.9
歐元區	1.9	-0.2	0.0	-0.3	1.3
法國	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1
德國	0.0	-0.2	0.0	0.0	-0.2
印度	0.0	3.7	3.5	0.0	7.3
墨西哥	0.0	0.3	0.0	0.0	0.2
俄羅斯	-3.1	0.0	-3.1	0.0	-6.2
新加坡	44.6	6.8	17.3	0.0	68.7
土耳其	23.1	22.5	-15.3	-80.8	-50.6
G20總變化	81.4	57.6	20.4	-73.0	86.4
阿爾巴尼亞	0.0	0.0	0.3	0.0	0.3
柬埔寨	-10.1	0.0	0.0	0.0	-10.1
克羅地亞	-1.9	0.0	0.0	0.0	-1.9
捷克	0.0	0.0	1.5	1.8	3.3
海地	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
哈薩克	3.9	-13.1	-10.5	-13.0	-32.6
吉爾吉斯	0.0	0.0	-0.7	-0.6	-1.2
馬爾他	0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0
蒙古	-1.3	0.1	-0.2	1.0	-0.3
阿曼	0.0	0.3	0.0	0.0	0.3
菲律賓	0.4	0.9	0.8	0.0	2.1
波蘭	0.0	0.0	0.0	14.8	14.8
塔吉克	-0.8	-0.3	0.0	0.0	-1.0
阿聯酋	-1.2	0.1	0.6	0.0	-0.5
烏茲別克	-11.5	8.1	-11.2	-1.6	-16.2
非G20總變化	-22.2	-4.0	-19.3	2.5	-43.1
全球總變化	59.2	53.6	1.0	-70.5	43.4

資料來源：彭博，數據截至2023年6月30日

- 年內全球明顯增持黃金，總量約43.4噸。畢竟外匯儲備多屬長線持有投資者，增持將有利防範大型下行風險；
- G20國家主導增持量，年內吸納86.4噸。主要由中國及新加坡貢獻，中國更是唯一連續4個月增持國家，期內土耳其共沽出50.6噸；
- 非G20有紀錄國家中，整體減少43.1噸。主要由哈薩克及烏茲別克貢獻，鄰近俄烏戰事的波蘭都反而增持14.8噸。

綜合分析，在加息週期進入尾聲及經濟趨向膠著階段，金價大幅下行風險不高。同時全球減息無期，亦見不到成熟市場將明顯衰退，金價上升空間亦不大。預測短期內只會在1,820至2,080區間窄幅波動。

²¹ 見世界黃金協會網站，<https://www.gold.org/goldhub/data/gold-reserves-by-country>

中國及亞洲債市展望

市場仍然多變，要重建動力方能刺激投資者風險胃納

今年上半年過去，經濟反彈效應漸退，美聯儲利率週期轉向及經濟衰退前景未明，加上投資者一直期待的中國刺激措施依然未有定案，種種因素令坐擁充裕資金的投資者欠缺信心入市。

東亞聯豐相信市場情緒仍有待一段時間才能徹底扭轉。但鑑於物價持續於高位徘徊，保持投資仍然是抵抗通脹不可或缺的。目前估值有利投資級別債券，尤其亞洲區，因為息率吸引之餘，信貸平穩優良和基本面穩固，較能抵禦現時多變的環境。至於高收益債券，波動會較大，而印度和印尼個別板塊前景較有優勢。

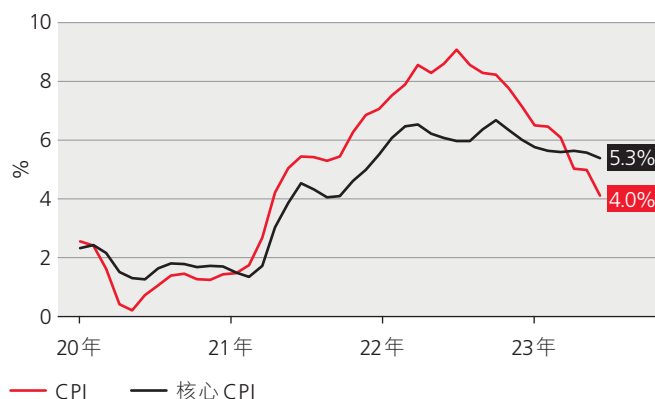
美國通脹有放緩跡象，5月份通脹率微調至4%。在製造業和房地產的支持下，美國的領先指標趨穩。現時美國就業數據強勁，但領取失業救濟金卻上升至一年半高位，加上美聯儲鷹派立場，投資者對於今年減息的預期明顯消退。於息口走勢未有共識，美聯儲轉向之前，東亞聯豐對美股保持中立。

利率將近見頂有利亞洲投資級別債券表現

加息週期進入最後階段，加上歐美仍被經濟前景等不明朗因素籠罩，為亞洲投資級債券營造有利條件。自2022年3月以來累計加息5%後，美國整體通脹開始緩和。5月份消費者價格指數(CPI)繼續稍為降溫，但仍處於高位。截至5月初M2貨幣供應增長為-4.1%，而去年底大約負0.9%¹。參考過去通脹往往滯後於M2貨幣供應增長，推斷通脹理應跟進步伐。聯儲局6月維持利率不變，是連續10次加息後首次停止加息。



美國CPI及核心CPI(按年增長)



資料來源：彭博，數據截至2023年6月23日

在此背景下，投資者開始關注亞洲債券的增長機會，希望可達到收益和風險分散目的。亞洲投資級別債券發行人主要是主權、半主權和國家龍頭，他們的財政和基調穩健，與環球同行相比，風險回報更具吸引力。以2019年為例，亞洲投資級債券在利率上升週期尾段已提早踏入上升軌。

投資級債券：南韓、中國和印尼相比同級債券收益率更高

南韓政府去年年底向在岸市場注入美元後，改善國家流動性，不但紓緩了流動資金的風險，還有助降低銀行資金成本，為金融業的毛利和盈利提供了支持，強化風險管理以抵禦可能出現的不明朗因素。如上季一樣，我們繼續對優質的南韓金融債券有信心。部分高貝塔(Beta)的南韓金融機構估值偏低，更具上升潛力。與亞洲區同類或評級較低的同行相比，南韓銀行投資級別債券收益率更高，因此能透過換債得到更高收益率(Yield pickup)。

另外，投資團隊亦認為可從中國投資級別債券換債中賺取更高收益率的機會。信貸評分達A級的技術、媒體和電信(TMT)發行人，其收益率高於中國國企，而BBB評級的TMT發行人收益率則高於美國同行。有跡象顯示，中國當局一改去年對科技板塊嚴格的監管立場。從有內地科技龍頭宣布計劃把雲智能業務分拆上市例子中可見，當局有意放寬行業進行再融資活動，發展屬正面。TMT以外，投資團隊認為中國物流和食品配送的投資級債券亦具吸引力。這類債券具BBB信貸評級，信貸息差較闊，收益率不俗，前景也將於中國經濟改善而從中受益。

¹ 見YCHARTS網站，https://ycharts.com/indicators/us_m2_money_supply_yoy#:~:text=Basic%20Info,long%20term%20average%20of%207.06%25.

亞洲投資級別具吸引力的還有印尼半主權石油和天然氣債券。這些債券的收益率高於主權債，因此也具備換債賺取更高收益率的條件。4月印尼通脹回落至央行2至4%目標區間的上端。市場預計今年餘下當地央行有條件維持政策利率不變。利率見頂的預期，將收窄半主權和主權的信貸利差。



亞洲高收益債券：看好印尼商品和印度可再生能源

云云亞洲選擇中，投資團隊繼續看好印尼商品、印度可再生能源以及澳門博彩的高收益債券投資機會。

雖然內地5月份的房屋銷售按月大幅放緩，部份債券估值已降至去年11月具吸引力的水平，但整體我們對中國房地產則維持謹慎。加上新動工和住宅物業投資按年下降，意味今年稍後的銷售將進一步回軟。

印度方面，由於政府大力支持，團隊對印度的再生能源高收益債券持樂觀態度。今年年初，印度宣布了一項43億美元的計劃²，補貼該國就綠色能源的轉型。另外，再生能源企業能從不同渠道進行融資，代表流動性充足，有助強化信貸基本面。印尼石油和天然氣高收益債券也受到我們青睞。儘管商品價格已經回落，但仍處於高水平。不少企業坐擁淨現金，有助支持資本開支、減少整體債務以及為煤炭價格下降的影響提供緩衝。

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。

² 見BNN Bloomberg網站，<https://www.bnnbloomberg.ca/india-to-invest-4-3-billion-for-energy-transition-and-security-1.1877677>

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。