



BEA 東亞銀行

东亚睿智

抉择

2022年第四季





东亚银行 | 东亚睿智 | 2022年第四季

目录

2	序言
3	报告总览
4	宏观策略
22	宏观经济
32	股票
53	外汇
70	债券
85	另类投资
96	免责声明

东亚银行财富管理处首席投资策略师 李振豪



本季命名为《抉择》。由起居到国事，人生充满抉择，背后取决于决策科学中的「代价」。代价较成本多一层意义：衡量回报，可以不均，但不可缺席。日本漫画《钢之炼金术师》中提倡「等价交换」概念，但故事更深层次是「值得」。「值不值」源于满足，物非所值还是物超所值好多时在于主观而非客观。抉择如是。

殷海光先生在文章《人生的意义》中分享的道理，套用在目前的乱局更是正本清源。道德生长于生物(文化)及物理(温饱)的根基上，强行把道德凌驾生存及生活，只会适得其反。更何况把自命的标准强加于人，结果酿成冲突。修为巩固道德，与生存相生而非对立。归根究底，始于尊重与平衡。抉择如是。

宏观策略：各国领导在个人与国家荣辱、表面与隐藏利益、主动与被动操作中抉择。经济脱钩只是缘起缘灭，背后取决利益挂帅。试探彼此底线将成恶果，跨越红线更带来厄运。全球经济被绑架在他们抉择之中。

宏观经济：全球经济增长缓慢但通胀升温。衰退风险日益上升，但解决方案却寥寥可数。各央行默契地以加息打击通胀，但更显得黔驴技穷。逆势不如顺势，经济周期正是如此。

股市：好淡争持，各有所见。历史数据支持多季且大幅下跌后将迎来可观的反弹，但加息未见手软，衰退迫在眉睫，阴霾中避险孳生。谁胜谁负并非重点，劣势中仍有乐土，视乎如何把握。

汇市：各国央行同步加息，但通胀却未见回落，或会带来经济衰退的危机。通胀高企及经济衰退风险的考量下，美国经济拥有相对优势，预期美元短期仍占主导地位。

债市：美国加息及收益率攀升直接冲击债市，通胀回软前压力不减，其他央行勉强跟随只会适得其反。资金链紧张等直迫欧债危机甚至金融海啸时水平，违约风险急升下各地债市不能幸免受到冲击。

商品：衰退阴霾下预测需求将大幅下调，现货及期货油市为此作好准备，油价易跌难升。正反因素延续上季拉锯局面，资金及国家持金量下跌抵销地缘紧张升温影响，预期金价将表现韧性。

各方阵营仿佛驾著迎头相撞的快车，互不相让后果堪虞。墨菲定律指出如果事情有可能变差，不管机率高低它最终总会变差，与《济公传》中「是福不是祸，是祸躲不过」异曲同工。庄子曰：「顺应天道，不争而成」。高低起伏，周期是也。

抛开国家大事，与家人在假期中共享天伦，此刻无价。

预祝诸君圣诞及新年快乐！

共勉之。



财政政策

- 拜登政府推出多项政策助经济软着陆，惟只属隔靴搔痒
- 加息未为能欧洲对症下药，各国反而有意以财政宽松纾缓民生问题，惟市场忧虑会再刺激通胀
- 面对气候变化，内地电动车和可再生能源继续受政策支持



货币政策

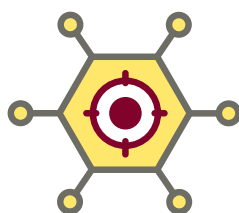
- 内地物价压力温和，人行或再下调RRR以稳定经济
- 2022及2023年底联邦利率目标区间或分别升至4.25至4.5%及4.75至5%
- 欧洲及英国经济环境未有改善，限制央行加息步伐

经济增长与通胀预测



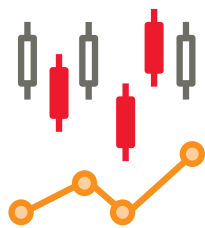
- 预测今年香港实质经济增长0.2%，明年有望升至2.8%
- 料内地今年增长4%，通胀则维持温和
- 美国及欧洲通胀有望年内见顶，明年逐步回落

经济前瞻



宏观策略

- 全球增长及通胀共识背驰走势扩大，暗示滞胀风险升温
- 数据显示每次全球衰退都伴随前一年经济显著走弱，经济数据成后市关键
- 美国PPI及CPI差距收窄，预期通胀率黏性趋高



股票

- 全球股市连跌3季，数据显示今季正回报率率达71%
- 明年美国将立于衰退边缘，衰退前入市风险偏高
- 恒生指数估值已跌至历史洼地，月线RSI跌至19属严重超卖
- 商品价格高企，澳洲和印尼商品出口行业受惠



外汇

- 加息预期、债息上升及避险需求带动美元，料本季美汇指数波幅范围为112至116
- 经济面疲弱令欧元、英镑受压
- 美日息差持续扩阔，料日圆仍有下跌空间

另类投资



- 原油价格已由供应侧转向需求侧主导，预期油价反覆走弱
- 天然气价格上季升25%，在全球未找到供需平衡方案前，气价走势更胜同侪
- 好淡因素互相抵销，料金价在1,700美元上下10%作区间交易

市场前瞻

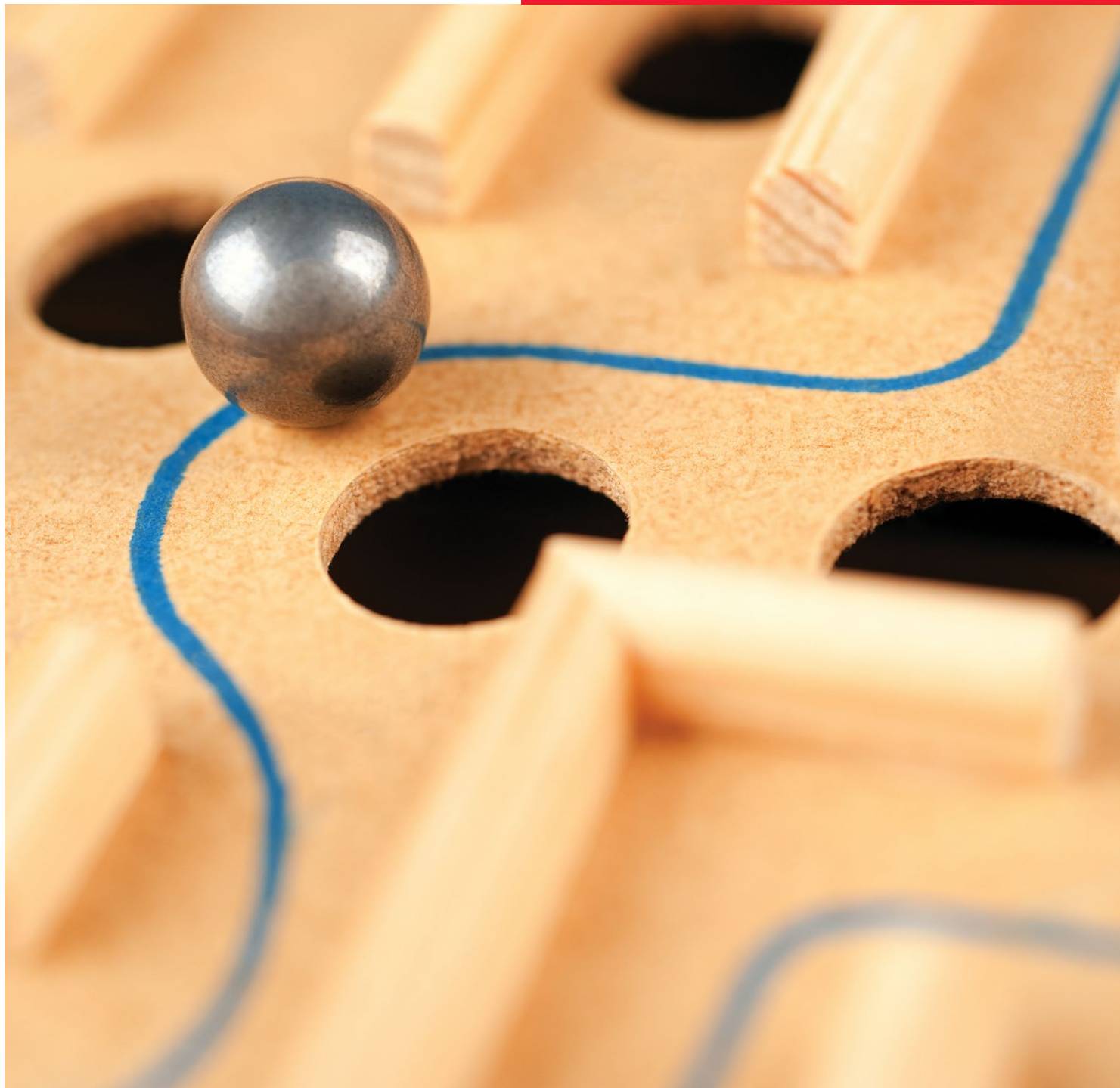


债券

- 预期联邦利率牵引2及10年期债息持续向上
- 欧非中东CDS利率升逾10%，反映区内违约风险扩大，尤其能源相关企业
- 若美国11及12月加码加息，将进一步蚕蚀亚太债市优势

抉择

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪



东亚银行财富管理处首席投资策略师 李振豪

抉择

上季的标题是《万物有时》。当时预测俄乌交战表面是一场地区性战争，但实际背后是大国角力场。欧美与俄罗斯互相制裁下欧洲将成为最大输家，经济步入衰退边缘将引发民怨火舌，改朝换代只是时间问题。边际成本上升将是战事平息机会之一。全球经济正步入分裂状态，无助解决顽固的通胀及孱弱的经济外，欧美市场滞胀风险正在上升。过去预测大致与今天结果相若。

到了第四季，标题是《抉择》。人生充满抉择，一念之差可酿成不能挽回的结局，更不幸是抉择过后无回头路。今天各国领导层正在不同维度中作抉择：共存还是清零？以死相搏还是和平谈判？削弱需求还是刺激生产？「软着陆」还是「软衰退」？合作共赢还是分道扬镳？冷战还是热战？抉择之间互相牵引，愈多抉择引伸出多倍数的结局。今天投资者正是沉沦在环环相扣而混沌的环境中。

抉择其实建基于表面及潜在的代价。代价本身可以是个人或是企业甚至国家，历史上悲剧往往是恋栈权欲的领导层以个人而非国家衡量得失，最不幸是米已成炊才醒觉，最后人民为此埋单。

今天全球经济仿佛被绑架在冲向悬崖的列车，虽然仍有机会悬崖勒马，但要考验各国领导的智慧，「乘客」只好束紧安全带。

疫情与战事：淡出镁光灯

还记得过去两年疫症大流行为全球经济带来的打击吗？自去年下半年起各地逐步开放边境，全球（尤其欧美）对抗疫概念已渐渐抛诸脑后，经济数据对各资产的影响仿佛烟消云散。正如世卫总干事谭德塞形容「我们仍未到达终点，但已近在眼前」¹，咫尺之间取决于如何继续提升高危人士接种率。截至9月20日，世卫公布全球最新疫苗接种率，完成两剂及加强剂（第三或四剂）每100人口之百分比分别约63及28%。如以疫情初期订立70%人口完成首两剂为目标，预期明年达标机会较高，到时世卫有可能宣布疫症大流行正式结束。

未来风险当然是病毒仍不断变种，幸运是变种趋向高传播但弱毒性，预期结果将与1918年西班牙流感相若²。美国食品药品监督管理局指出，针对变种病毒的「二价」（Bivalent）疫苗即将推出市场³，为未来生活重回正轨带来新希望。

各地区或全球国内生产总值（GDP）首10个国家疫苗接种数据（每100人口之百分比）

地区	完成两剂	完成加强剂
非洲	21.17	2.31
东地中海	46.80	15.80
东南亚	67.15	17.06
西太平洋	84.70	52.37
美洲	69.49	40.47
欧洲	63.97	30.25
国家	完成两剂	完成加强剂
美国	66.90	32.36
中国	86.81	52.74
日本	81.24	64.60
德国	77.97	62.02
英国	74.48	N/A
法国	78.78	60.32
印度	68.53	13.55
意大利	79.65	71.78
加拿大	83.25	50.68
南韩	87.12	65.47

资料来源：世界卫生组织，数据截至2022年9月20日

¹ 见世界卫生组织网站，<https://www.who.int/news-room/speeches/item/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-media-briefing--14-september-2022>

² 见BBC网站，<https://www.bbc.com/zhongwen/trad/science-59956138>

³ 见美国食品药品监督管理局网站，<https://www.fda.gov/news-events/press-announcements/coronavirus-covid-19-update-fda-authorizes-moderna-pfizer-biontech-bivalent-covid-19-vaccines-use>

宏观策略

疫情影响渐行渐远，但俄乌战事对投资市场的影响却纠缠不清。上季预测「滞胀以山雨欲来之势覆盖全球，虽然通胀并非子虚乌有，但解决方案其实摆在眼前。历史上民怨火舌最终令决策者引火自焚」(详情可参阅上季《宏观策略》章节)。近月不难发现欧美各地高至低收入阶层皆爆发罢工及示威，部份国家领导层出现不同型式的更替。新班子临危受命，现有氛围下任何决策都是如履薄冰。

「什么是『胜负』？在投资世界里谁能在战事中夺取最大经济利益便是赢家，历史上大多不是参战国。何时会『结束』？边际利益比成本低时，参与国(不一定是参战国)便会藉机逐步淡出，明哲保身，全身而退。什么是『结束』？当战事离开镁光灯，投资世界眼中便是结束之时，偃旗息鼓往往与实质战事无关」。上季的臆测渐成现实，亦重复过去战争历史的剧本。

虽然乌克兰国防部长 Oleksii Reznikov 在9月中旬夺回部份领土时表示⁴，今天谈论战事结束言之尚早。但投资世界中，俄乌战绩其实已淡出镁光灯，参与国的边际成本(民不聊生、民调急挫等)远高于边际利益(道德高地、受惠企业等)，战事反变成绊脚石。

上季预测「当各地选举尘埃落定，战事便味如鸡肋，如何结束？彼此只欠一个下台阶」。对战双方经济痛点持续，彼此寻找「民意授权」或「各方共识」的下台阶可能更见实际。当水到渠成时，战事便会无声地「宣布结束」。

9月下旬乌克兰4个被占领的分离地区宣布入俄公投，乌克兰及西方国家明确反对⁵。俄罗斯总理普京近日更扬言当国土受到威胁时不排除使用核武⁶，在联合国大会上美国总统拜登谴责普京「公然」提出核武威胁，敦促联合国盟友反对俄罗斯入侵乌克兰云云⁷，令局势再度升温。但历史上双方隔岸叫嚣往往是虚张声势，真正短兵相接又不想开战(核战)时，才迫使双方冷静并寻找下台阶。根据8月中报导⁸，中国国家主席习近平及普京将会亲身出席11月在印尼举行的G20峰会，市场期待届时中美是否会合作促成停火协议。

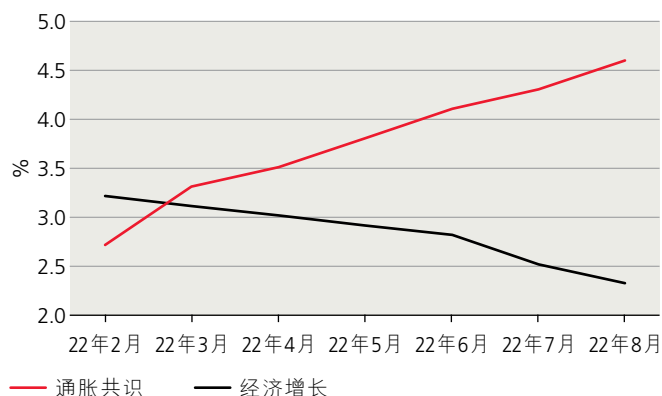
全球衰退：资产走势的拐点

貌合神离

摆脱疫情与战事，市场焦点集中在全球性衰退，甚至更严重的滞胀风险。

近月美国经济数据好坏参半，部份领先指标显示似暖还寒走势。除了通胀明显高企，衰退或滞胀总是只闻梯响。世界银行根据全球超过80个国家统计出全球增长及通胀共识数据，显示两者走势明显背驰，而且愈走愈远，暗示全球滞胀风险正在升温。

全球经济增长及通胀共识



资料来源：世界银行，数据截至2022年9月20日

早在第二季预测「无论俄乌战事最后发展如何，相信欧美及俄国互相制裁的时间比战事更长及更深远地影响全球经济格局，甚至可能出现根本性改变」(详情可参阅第二季《宏观策略》章节)。战事已持续超过200天，双方制裁绑架了各大领域，全球经济生态迅速地出现根本性改变，分析员预测全球正步向衰退悬崖的边缘。参考彭博综合分析预测未来1年欧元区及美国出现衰退的机率分别是72.5及50%，较本季初期约33及30%明显上升。

⁴ 见BBC网站，<https://www.bbc.com/news/world-europe-62867560>

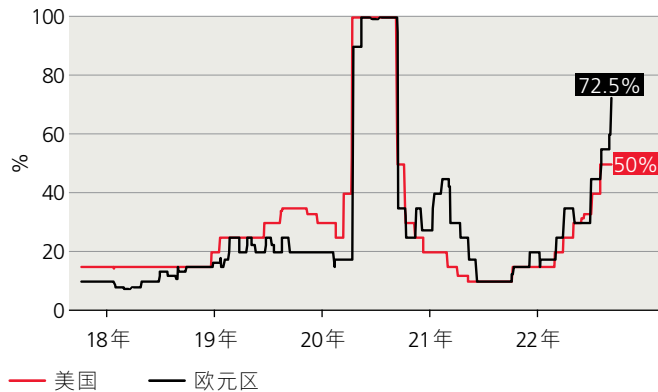
⁵ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/europe/ukraine-marches-farther-into-liberated-lands-separatist-calls-urgent-referendum-2022-09-19/>

⁶ 见BBC网站，<https://www.bbc.com/news/world-europe-62867560>

⁷ 见CNBC网站，<https://www.cnbc.com/2022/09/21/biden-denounces-putins-overt-nuclear-threats-urges-un-allies-to-reject-russias-invasion-of-ukraine.html>

⁸ 见BBC网站，<https://www.bbc.com/news/world-asia-62600783>

彭博预测未来1年出现衰退机率



资料来源：彭博，数据截至2022年9月20日

可是，根据雅虎财经记者游走高盛、花旗及德银9月举行的年会，综合不同跨国公司高层对未来市场观点，节录如下⁹：

1. 没有人认为美国经济将在明年第一季陷入衰退或经济即将强劲增长；
2. 一致认为加息的影响仍未浮现，普遍不相信经济能「软着陆」；
3. 通胀压力没有明显下降，上涨的成本继续转嫁给客户；
4. 全球供应链正在改善，有利通胀下滑；
5. 客户需求并未大幅反弹，财务总监继续削减成本；
6. 中国封控打击全球需求，尤其影响跨国零售商；
7. 超高端品牌及奢侈品公司的销售趋势强劲；
8. 跨国公司担心欧洲经济因能源成本飙升而陷入长期衰退；
9. 融资成本上升前大宗并购交易转趋活跃，料集中于估值已大幅下跌的科技行业。

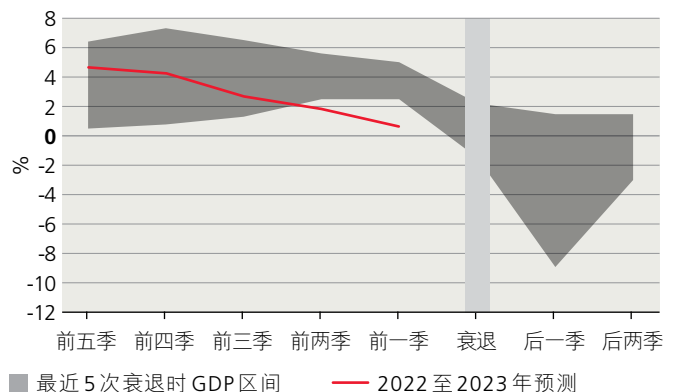
「Wall Street」与「Main Street」看似貌合神离。是分析员杞人忧天，还是高层们看透玄机？经济学家可能提供第三方答案。

世界银行：迫在眉睫

参考世界银行9月中旬发表的报告¹⁰，3位经济学家以不同角度分析未来出现衰退机率并阐述其观点(注：下文亦包括本季报的补充资料)。

研究根据最近5次全球衰退，分别是1975、1982、1991、2009及2020年，当中GDP最高及最低区间走势，显示每次全球衰退都伴随著前一年全球经济增长出现显著走弱，尤其当世界前列经济体急剧放缓或衰退同时发生，下年出现衰退的机率便更高。

最近5次全球衰退时GDP区间及2022至2023年GDP预测



资料来源：世界银行，数据截至2022年9月20日

当今世界首3大经济体中美国及中国年内GDP增长已持续放缓，欧元区至今表现平稳但未来区内能源危机才是隐忧。第三季数据成后市关键，预期任何突发事件(天灾人祸)都成为触发明年全球经济衰退的引子。

世界首3大经济体GDP按季数据及市场预测

国家/地区	2022年第三季 (%)	2022年第二季 (%)	2022年第一季 (%)	2021年第四季 (%)
美国	+1.4	-0.6	-1.6	+6.9
中国	+3.0	-2.6	+1.4	+1.4
欧元区	0.0	+0.8	+0.7	+0.5

资料来源：彭博，数据截至2022年9月20日

⁹ 雅虎财经网站，<https://finance.yahoo.com/news/yahoo-finance-wall-street-conference-093042822.html>

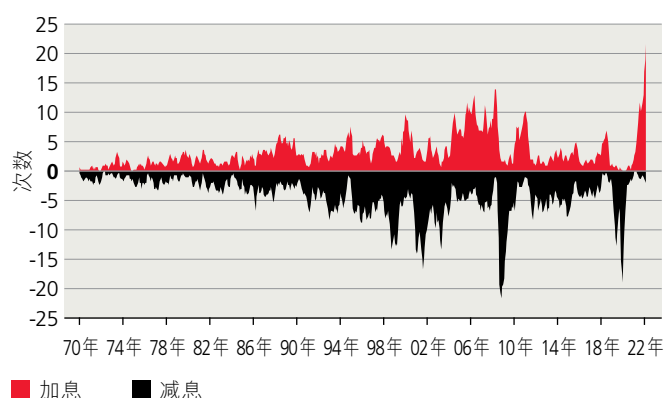
¹⁰ 见世界银行网站，<https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2022/09/15/risk-of-global-recession-in-2023-rises-amid-simultaneous-rate-hikes>

宏观策略

全球经济正处于历来其中一次最具规模及国际性的货币和财政政策同步紧缩阶段。理解政策对于遏制通胀是必要的，但它们相互交迭后可能会产生比预期影响更大的乘数效应 (Multiplier effect)，即是收紧流动性的影响及增长放缓将以倍数而非加数式上升，尤其新兴市场和发展中经济体须随时准备好应对潜在的溢出效应 (Spillover effect)。

截至7月，与2009年透过减息以刺激经济的总次数一样，今天全球同步加息总次数为70年代以来最多（共22次），而且相信会继续上升。打破纪录同时暗示利率变化带来不稳定性及其涟漪效应将是史无前例。

70年代至今全球央行加及减息总次数



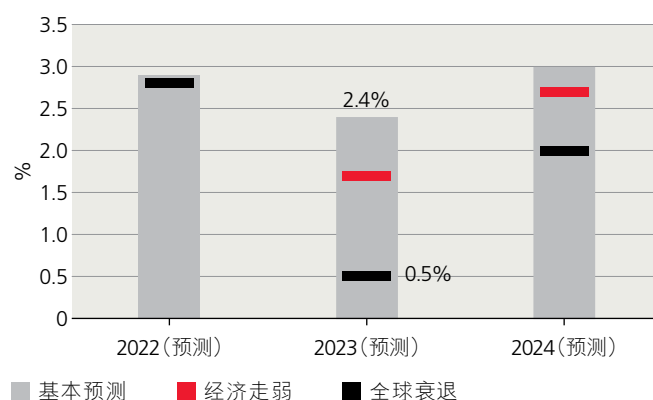
持续高通胀背景箝制了财政政策的发挥空间（详情可参阅上季《宏观策略》章节），有见及此，经济学家建议政策制定者在遏制通胀途中，应该：

- 把重点从减少消费和投资转向提高生产，从中产生额外投资量并改善生产力和资本配置，例如提高劳动力参与率及重新配置；
- 全球协调及增加粮食和能源供应，并采取措施减少能源消耗；
- 支持以规则为基础的国际经济秩序，防范扰乱贸易网络的保护主义和分裂威胁。

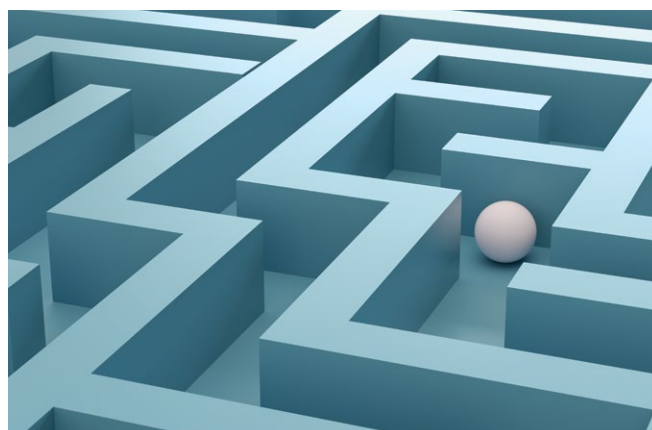
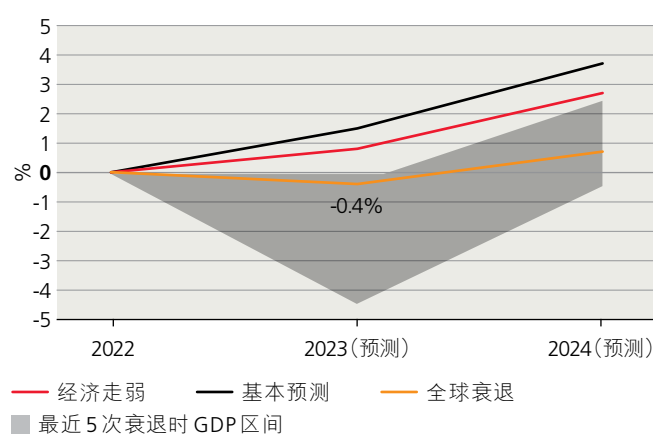
当然，及时而果断地执行政策对遏制通胀和降低政策干预所产生的成本至关重要。

世界银行对明年全球GDP的基本预测为2.4%。如出现全球衰退，数值放缓至增长0.5%，人均GDP则收缩0.4%，符合组织对全球衰退的技术性定义。并指出随著更多国家陷入衰退，全球经济可能会出现螺旋式下坠，尤其对新兴市场造成长期影响。

不同情况下的全球GDP预测



不同情况下全球人均GDP预测



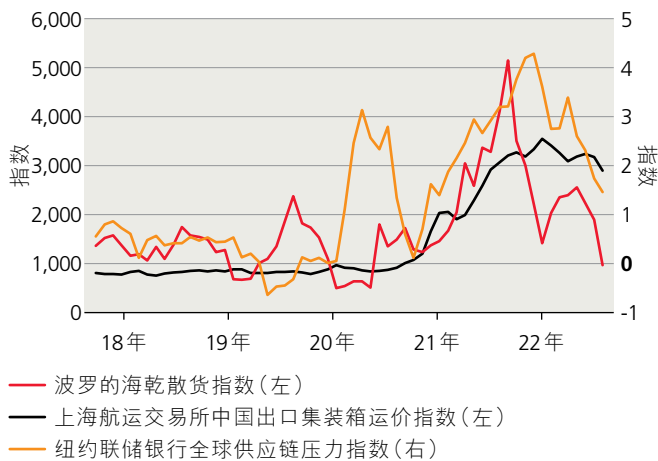
美国：通胀黏性趋高

供应链紧张令运费急升是触发近两年全球通胀升温的元凶其中之一。

引述上海航运交易所最新报告¹¹，集装箱海运价格在今年初到达顶峰后开始波动，尤其受欧美通胀高企、地缘冲突、疫情蔓延等因素影响，全球航运需求出现大幅萎缩。此外，国际运力配置失衡、造船市场订单减少等也对海运价格产生一定影响。表面上看，航运市场萎缩是导致海运费暴跌的直接原因，但深层次原因在于外围需求出现变化。第三季起欧美等国家通胀压力持续上升，导致其市场需求（例如非必需品销售）不断下降，加上大量囤积库存仍有待消化，许多进口商不得不减少甚至取消商品订单，其延伸影响未将进一步突显。

法国海运咨询机构Alphaliner在最新月度报告中显示¹²，新船订单对当前海上运力的比率已从2020年8%低位回升至28%。报告指出若经济出现衰退，货柜航运需求降温速度将比预期快，加上许多新造船只开始交货，恐怕明年将出现运力过剩的风险，运费有可能大跌。

各地航运及供应链压力指数



资料来源：彭博，数据截至2022年9月20日

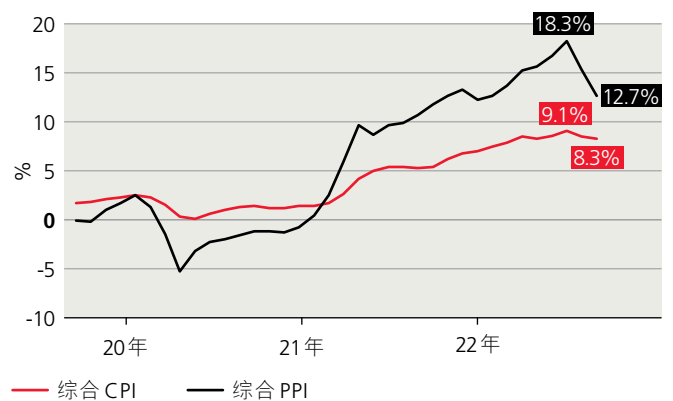
美国最新公布8月份综合消费物价指数(CPI)由按年升9.1%的年内高位，连续两个月放缓至8.3%，供应链改善当然有利遏止通胀，但能源价格明显下跌才是最大贡献者。截至9月21日，纽约及布兰特期油分别由近月高位约122美元(每桶，下同)及124美元，下跌至约86及93美元，跌幅分别约30及25%，CPI数据中能源指数由7月份32.9%急降至8月份23.8%可见一斑。同期生产物价指数(PPI)显示都出现连续两个月下跌，正好反映供应链复常及能源价格回落的结果。但值得注意食品指数已连续5个月上升，是自1979年以来最高水平，反映综合性通胀仍存隐忧。

4至8月份美国CPI数据(按年，百分比)节录

项目	4月	5月	6月	7月	8月
综合	8.2	8.5	9.1	8.5	8.3
食品指数	9.4	10.1	10.4	10.9	11.4
能源指数	30.2	34.4	41.5	32.9	23.8
核心	6.1	6.0	5.9	5.9	6.3

资料来源：彭博，数据截至2022年9月21日

美国综合CPI及PPI



资料来源：彭博，数据截至2022年9月21日

¹¹ 见上海航运交易所网站，https://www.sse.net.cn/cninfo/HotInfo/202209/t20220916_1369542.jsp

¹² 见Alphaliner网站，https://public.alphaliner.com/wp-content/uploads/2022/01/Alphaliner_MM_Jul_21.pdf

宏观策略

另外，核心CPI数据由6及7月5.9%升至8月份6.3%，显示与民生有关的通胀问题未言解决。深入观察各项目分析，占比约三分之一的「住房」类别按年上升6.2%，是自1984年以来最高水平。其余以双位数百分比变化类别如下：

项目	4月	5月	6月	7月	8月
家俱及床上用品	15.0	12.7	13.1	14.8	12.8
洗衣设备	2.1	2.7	-1.6	0.9	10.8
户外设备和用品	11.9	11.1	10.8	11.3	13.1
家政用品	8.3	9.2	10.7	11.0	11.7
家居清洁用品	10.1	9.9	11.3	11.0	10.5
杂项家居用品	7.0	9.7	11.0	10.2	11.5
男士西装、运动服和外套	21.7	22.3	24.9	20.8	11.0
新车	14.2	13.7	12.5	11.7	10.9
汽车零件和设备	14.5	15.3	14.9	14.1	13.4
轮胎	15.7	15.7	15.4	14.7	13.7
电视	-5.8	-9.5	-12.7	-14.6	-19.1
宠物和宠物用品	7.2	8.3	9.7	8.9	10.7
宠物食品	7.0	9.1	10.3	10.9	13.1
汽车维修	5.1	6.9	9.0	8.7	11.1
公共交通工具	21.7	26.3	23.7	19.0	21.1
机票	33.3	37.8	34.1	27.7	33.4
送货服务	13.9	16.4	14.4	14.0	11.5

资料来源：彭博，数据截至2022年9月21日

除了「电视」类别录得按年双位数跌幅外，其余项目覆盖基本衣食住行，而且大多是由4月起持续多月以双位数上升。加上参考上图显示PPI减去CPI差距正在收窄，反映供应商成功把成本转嫁给消费者，而且已由供应侧转移至需求侧主导，预期未来通胀率黏性将愈来愈高，暗示决策者须花费更长时间及付出更高代价才能成功控制物价。

美国：政策上削足适履

美联储高举遏抑通胀的旗号，在9月议息会议中以「狂鹰」姿态一举上调今明两年的利率中位数预测由3.4及3.75%升至4.4及4.6%，甚至比利率期货预测4.3%还要高（利率分析与预测，详情可参阅《债券》章节）。一改被市场批评后知后觉及议而不决的诟病，亦可为市场做好预期管理。

除了上调目标利率中位数，主席鲍威尔会后声明¹³亦为环球投资市场带来启示。声明内容主要延续杰克森霍尔年会（Jackson Hole Symposium）宗旨：高通脹下加息可能导致经济衰退的警示¹⁴。但9月会议声明更偏向悲观，未来经济以「温和或软衰退」取代早前「软着陆」为主轴。主要重点如下：

- 「通胀率未回到2%目标前紧缩货币政策将会持续」；
- 「希望有一种无痛的方法来降低通胀，但目前没有」；
- 「没有人知道加息过程是否会造成美国经济衰退，或者有多严重」；
- 「房价以不可持续的速度上涨，将使许多美国人无法拥有房屋」。

对经济预测更突显美联储悲观的态度¹⁵。比较6月份预测，2024年之前实际GDP增长全线下调，今年更只有0.2%，暗示美国经济将站在衰退的边缘。与民生息息相关的核心个人消费支出（PCE）预期升势未止，到2024年才可平稳。最大问题在失业率，拜登政府常言美国经济韧性源于稳健的就业市场，如今美联储预期明年起失业率将升至4.4%，并维持至2024年，仿如压死骆驼的最后稻草。

美联储6及9月议息会议中对经济预测比较

经济指标	2022		2023		2024	
	6月	9月	6月	9月	6月	9月
实际GDP增长(%)	1.7	0.2	1.7	1.2	1.9	1.7
核心PCE(%)	4.3	4.5	2.7	3.1	2.3	2.3
失业率(%)	3.7	3.8	3.9	4.4	4.1	4.4

资料来源：美联储，数据截至2022年9月21日

¹³ 见美联储网站，<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20220921.pdf>

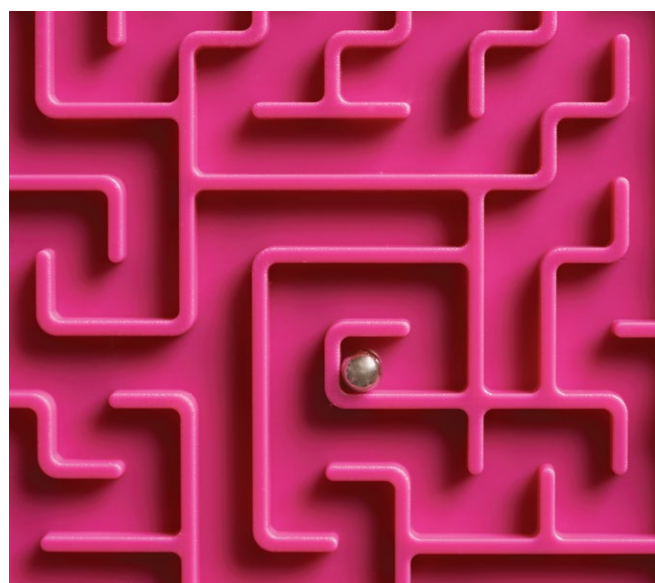
¹⁴ 见美联储网站，<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20220826a.htm>

¹⁵ 见美联储网站，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20220921.pdf>

触觉敏锐的跨国企业高层其实早已为今明两年进行不同规模的裁员行动，如纳入计算未公布及中小型企业，相信美联储在失业率上「达标」的机率相当高。

跨国企业已宣布裁员方案节录		
公司名称	预计裁员人数	占整体员工人数 (%)
华纳兄弟探索	100	没有提供
福特汽车	3,000	没有提供
亚马逊	159	没有提供
罗宾汉	780	23
瑞士信贷集团	5,000	10
花旗集团	100	没有提供
摩根大通	1,000	没有提供
色拉布	1,280	20
微软	200	没有提供
苹果	100	没有提供
Spotify	1,000	10
Coinbase	1,100	18

资料来源：综合互联网，数据截至2022年9月13日



失业人口上升后工资自然下调，可支配收入减少打击消费意欲，及后是民生有关消费物价拾级而下，通胀率便顺理成章地下跌，把消费占约70%的美国GDP推入衰退区域。更甚是如泰勒理论(Taylor Rule)模型推算，假设其他所有因素不变，失业率升至10.85%才能把通胀下降至目标2%。这是鲍威尔形容为解决高通胀的「痛苦」之一，尤其对低收入群组。

美国就业相关数据					
项目	4月	5月	6月	7月	8月
失业率	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7
就业参与率	60.0	60.1	59.9	60.0	60.1
平均每小时工资增长(按年)	6.6	6.4	6.4	6.2	6.1
平均每小时工资增长(按月)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4

资料来源：彭博，数据截至2022年9月21日

不断大幅加息其中目标是房地产市场，透过逆财富效应拖垮投资及消费意欲，尤其对中至高收入群组。毕竟「住房」占CPI约三分之一，推倒过去几年炽热的房市势成众矢之的，亦是鲍威尔事先张扬的另一「痛苦」所在。

房利美初级抵押贷款市场调查数据显示¹⁶，30年期定息按揭在9月15日正式突破6%，是自2008年以来首次。15年期定息按揭亦步亦趋，料第四季内将突破6%。

美国全国房地产经纪人协会(National Association of Realtors)数据显示¹⁷，二手房屋销售由5月起明显下跌，7及8月按年下跌约20%。销售价格中位数虽然按年录得升幅，但幅度由5月(15%)起放缓，6至8月分别是12.8、9.5及7.7%，反映楼价正在降温。

新屋动工及建筑批文自6月起回落，但整体仍徘徊年内高位，反映利率仍未冷却房市供需的热忱。家庭债务占GDP百分比及按揭拖欠数据自2020年第二季起持续下跌，至今年第二季两项数据皆处于近10年较低水平，反映房市普遍存在有实力的业主。

¹⁶ 见房利美网站，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcproptabl20220921.pdf>

¹⁷ 见美国全国房地产经纪人协会网站，<https://cdn.nar.realtor/sites/default/files/documents/ehs-08-2022-summary-2022-09-21.pdf>

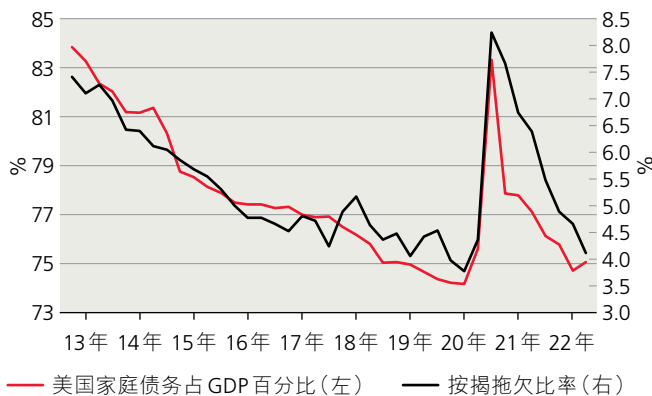
宏观策略

美国房地产建筑数据



资料来源：彭博，数据截至2022年9月22日

美国家庭债务占GDP百分比及按揭拖欠比率



资料来源：彭博，数据截至2022年9月22日

虽然放缓迹象已经出现，但经济现况反映加息尚未击中要害，给决策者藉口实施更有力政策，直到房市冷冻及通胀下跌（相关股市板块分析，详情可参阅《股票》章节）。

拜登政府已推出多项财政政策，希望在高通胀下达至经济「软着陆」，部份政策如下：

- 8月中旬国会通过《2022年降低通胀法》¹⁸，内容包括对年收入超过10亿（美元，下同）企业徵收最低15%企业税，强化国税局税收执法以辅助追查漏缴，引入股票回购税等。法案预期可缩减超过3,000亿美元财政赤字；

¹⁸ 见民主党参议院网站，https://www.democrats.senate.gov/imo/media/doc/inflation_reduction_act_one_page_summary.pdf

¹⁹ 见加州州长网站，<https://www.gov.ca.gov/2022/09/06/as-record-heat-wave-intensifies-governor-newsom-extends-emergency-response-to-increase-energy-supplies-and-reduce-demand/>

²⁰ 见美国能源部网站，<https://www.energy.gov/articles/doe-announces-notice-sale-additional-crude-oil-strategic-petroleum-reserve>

²¹ 见零对冲网站，<https://www.zerohedge.com/energy/wti-holds-death-cross-losses-after-api-reports-surprise-crude-inventory-build>

²² 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/us/biden-administration-maintain-china-tariffs-while-review-continues-2022-09-02/>

- 加州受热浪影响下电力消耗量增加，州长在9月6日发出紧急警报¹⁹，要求民众加强节能。美国能源部在9月19日宣布²⁰，将于11月从德克萨斯州和路易斯安那州释放1,000万桶低硫原油储备，但部份分析认为全美石油储备已低至危险水平²¹；
- 9月初白宫有意撤销部份对中国进口徵税协议，但内部分歧须延后决定²²。

可是，政策没有包括民间提出的暴利税（尤其受惠疫情及战事而盈利急升企业）、富人税（资源从社会上层补贴中下层人士，尤其民生有关项目而不加重财赤风险）及生活资助（如电子、能源或出行费用，减低贫富悬殊问题）等。最重要是决策者选择削足适履的方向而非增强经济力量，毕竟提高生产力（高收入）抵销高通胀较为正面，对民生及经济发展影响较少，历史上也非罕见。

因此，市场普遍对新政策认受性及期望不高，只属隔靴搔痒，协助改善通胀或刺激经济力度不大。

美国：经济岌岌可危

引述上文分析，美联储预期今年经济站在盛衰边缘，世界银行预期将会进入衰退。但核心问题是，美联储年初对通胀不闻不问忽然转至急速而猛烈地收紧流动性，不论个人或机构投资者，甚至商界及民生等都来不及反应，或根本欠缺时间及沟通给市场作好准备。决策太过仓卒只会加深经济伤害，亦在投资市场酿成「人踩人」悲剧。

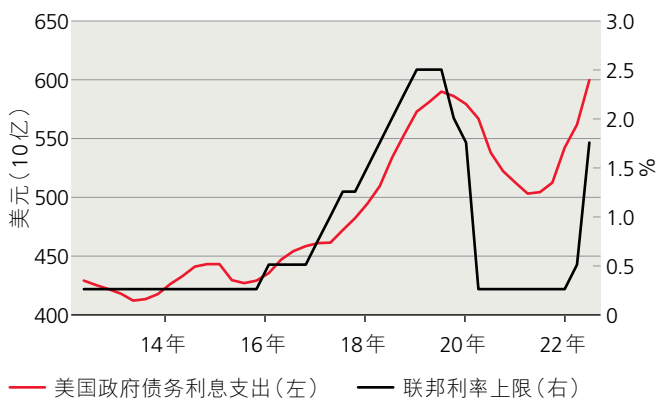
其他经济体为求自保只可追赶其步伐，乘数效应之威力将由欧美市场引爆全球性经济衰退，其他经济体一同为此埋单。成熟经济体的财金官员主宰世界经济及投资市场，可是大幅度政策摇摆及隔靴搔痒的政策落点，才是后市致命的隐忧。

其次，早前各美国财金官员多方面及多次公开表示以「软着陆」为目标，但美联储主席鲍威尔在议息后表示没有无痛的解决方案，口径不一令市场无所适从。商界及投资者只好自保地延后投资，例如年内低收入群的工资持续增长本是好事，有利经济由消费项目带动反弹，近日零售数据亦可见一斑。可是，美联储执意大幅而持续加息，加上修正经济预测反映以失业率上升打击通胀，目标令失业大军增加以遏抑工资，与疫后复苏概念背驰。孙子兵法中：「谋定而后动，知止而有得」，大概反映现在问题的核心。

再者，联邦基金利率现处于3至3.25%区间，已超出美联储利率制定委员会成员对2%「中性利率」的长线预期（既不会刺激经济，亦不会导致经济停滞的利率水平）。货币政策对经济发挥作用须时，滞后时间颇长而波动。忽视观察政策调整效果而过度急速的单边政策，最终结果可能「欲速则不达」。

最后，历史上加息推升国债利率支出。截至第二季，债务利息支出由疫情时约5,000亿升至约6,000亿，走势与联邦利率相若。如计算7及9月各加75点子，及预期11及12月共加125点子，债务利息支出料突破8,000亿，只会令财赤百上加斤。

美国政府债务利息支出及联邦利率上限



资料来源：彭博，数据截至2022年9月22日

美联储以「自证预言」型式预告经济衰退，市场预期以此操作，相信明年上半年鲍威尔将「顺利达标」。

更有趣的是，早前财金官员与市场在衰退定义上各执一词。1975年时任美国劳工统计局局长及经济学家Julius Shiskin在《纽约时报》中提出经济衰退是连续两个季度实际GDP出现负增长²³，自此普遍受学术界认同。但官方以美国国家经济研究局(NBER)为标准²⁴：经济活动显著下滑，而且蔓延到整个经济体，并持续数月以上。深度、扩散及持续时间3大标准每一个都须要单独地达到某一水平，而各标准在极端条件下可能会互相抵销。由此可见NBER的定义较学术界更具弹性，不难明白总统拜登²⁵、财长耶伦²⁶及美联储主席鲍威尔²⁷均表示美国没有陷入衰退。但今天美联储上调失业率，坦白承认没有无痛方案。早前以「就业理想」来否定衰退存在，未来各官员是否又要修正？百辞莫辩，什么是衰退？最能感受的当然是百姓本身，而非学者或官员说了算。

其实高通胀并非经济末日，历史上高通胀配合高增长亦非罕见。甚至经济增长更胜通胀率时，高低与否都只是相对概念。明白通胀不会顿时消失，但刺激生产比削弱需求可能较易解决当下全球经济问题，至少是偏向正面的选择。

欧英：事先张扬的衰退

从经济角度上，市场普遍认为欧洲及英国是俄乌战事的输家之一：短期内(甚至现在)将出现大规模而持久的经济衰退。

3月1日欧盟主席冯德莱恩在欧盟委员会中高呼²⁸：「我相信欧洲人民很清楚，我们必须站出来反对这种残酷的侵略。是的，保护自由是有代价的，但这是一个决定性的时刻。这是我们愿意付出的代价。」

放下意识形态后，「代价」其实经已出现，欧洲国民(非领袖们)愿意与否更是另一问题。

²³ 见纽约时报网站，<https://www.nytimes.com/1974/12/01/archives/the-changing-business-cycle-points-op-view.html>

²⁴ 见美国国家经济研究局网站，<https://www.nber.org/research/business-cycle-dating/business-cycle-dating-procedure-frequently-asked-questions>

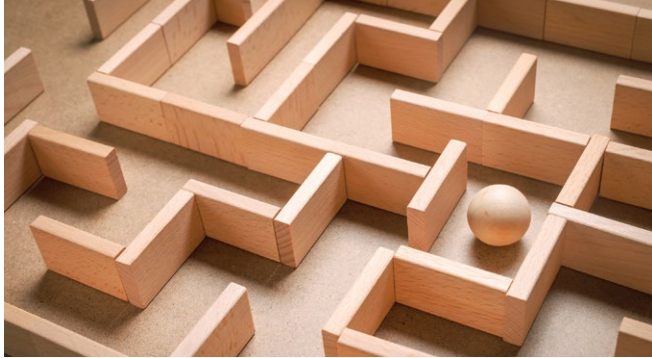
²⁵ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/us/no-were-not-recession-biden-administration-tells-us-voters-2022-07-26/>

²⁶ 见CNBC网站，<https://www.cnbc.com/2022/07/28/yellen-says-the-economy-is-not-in-a-recession-despite-gdp-slump.html>

²⁷ 见华尔街日报网站，<https://www.wsj.com/livecoverage/federal-reserve-meeting-interest-rates-july-2022/card/powell-we-re-not-in-a-recession-oJnEhZEXciXazu6NUbMo>

²⁸ 见欧盟委员会网站，https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_22_1483

宏观策略



战事至今西方阵营与俄罗斯互相制裁，能源及食品价格飙升，供应侧通胀席卷欧洲。PPI以双位数按年增长，欧洲经济排名第一及三位的德国及意大利更高见45.9%。CPI亦不遑多让，西班牙及希腊已升穿双位数，其他亦处于高单位数水平，反映民生正受著通胀煎熬。PPI减去CPI的差距不断扩大，反映企业未能把成本转嫁消费者，对盈利影响深远。而失业率偏高打击消费意欲，无奈CPI受能源及食品价格影响持续上升，基本民生消费受到冲击。就算财赤占GDP未算失控，但高通胀不利政府增加支出，结果为CPI火上加油，实属不智。实际GDP增长未见负值，但消费者及商业信心与制造业前景已全数跌入悲观区域，反映经济基本面已一落千丈，出现负值只是时间问题。

可是，欧盟主席冯德莱恩近月再次率领成员国讨论全面封杀俄罗斯能源及为天然气价格实施限制等方案，以削减俄罗斯财政收入²⁹：

- 建议所有成员国有义务在特定的电价高峰时段将用电量减少至少5%，目标是在2023年3月31日之前将总体电力需求至少减少10%³⁰；
- 提议对部份电力生产商设临时收入上限，或对石油、天然气、煤炭和炼油行业抽取超额利润作为临时团结捐款，目标将能源企业利润重新分配给最终客户³⁰；

俄罗斯决定无限期停运北溪管道以作回应³¹。北溪一号是从俄罗斯经波罗的海海底通到德国的天然气管道，每年可输送550亿立方米天然气，占德国用量约40%。

参考3大天然气价格年内走势，荷兰TTF及英国天然气期货波幅非常高，而且对地缘紧张及制裁内容十分敏感，例如战事爆发两项价格升约2倍后短暂回落，6月双方扩大制裁，价格由半年最低位再升约1.5倍。及后北溪一号短暂停运，再把价格推升至年内约4倍水平。近日因美国出口液态天然气至欧洲及欧盟主要经济体声称储备已足够度过寒冬，两项价格再次下降，现与国际水平相若。

欧元区主要经济体及英国部份经济数据

地区/国家	实际GDP (按年%)	CPI (按年%)	PPI (按年%)	失业率 (%)	预算占GDP (%)	消费者信心	商业信心	制造PMI [^]
欧元区	4.1	9.1	18.7	6.6	-5.1	-28.8 [#]	0.83 [#]	48.5
德国	1.7	7.9	45.9	2.9	-3.7	-36.5 [#]	88.5 [*]	48.3
法国	4.2	5.9	27.2	7.5	-6.5	82.0 [*]	102.1 [*]	47.6
意大利	4.7	8.4	45.9	7.9	-7.2	98.3 [*]	104.3 [*]	48.0
西班牙	6.8	10.5	40.4	12.6	-6.9	55.5 [*]	-6.1 [#]	49.9
葡萄牙	7.1	8.9	22.4	5.9	-2.8	-31.1 [#]	不适用	不适用
爱尔兰	11.0	8.7	4.7	4.3	-1.9	42.1 [*]	7.0 [#]	51.1
希腊	7.7	11.4	31.9	11.4	-7.4	-54.2 [#]	不适用	48.8
英国	2.9	9.9	20.5	3.6	-2.3	-49.0 [#]	-21.0 [#]	48.5

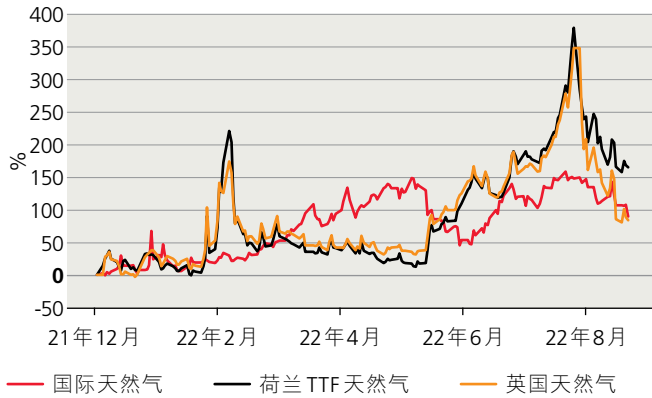
资料来源：彭博，数据截至2022年9月21日（*以100为中位数、[#]以0为中位数、[^]以50为中位数）

²⁹ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/business/energy/eu-propose-price-cap-russian-gas-von-der-leyen-says-2022-09-07/>

³⁰ 见欧盟委员会网站，https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_22_5489

³¹ 见英国卫报网站，<https://www.theguardian.com/business/2022/sep/02/nord-stream-1-gazprom-announces-indefinite-shutdown-of-pipeline>

各地天然气价格年内表现



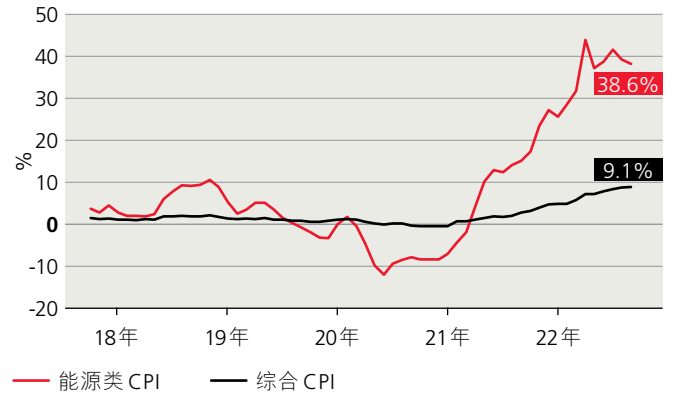
资料来源：彭博，数据截至2022年9月22日

虽然美国是全球能源生产大国之一，但长贫难顾，不可能长期大量出口能源到欧洲。经济合作暨发展组织(OECD)亦预测³²，虽然欧盟天然气储备水平已提高至约90%，但在欧盟未能减少天然气消耗达成共识前，容量将不足以满足基本冬季需求。除非额外非俄罗斯供应量按预期实现，否则地区性短缺不能避免。

人为因素主导天然气价格，持续大幅波动下最大影响是公用支出明显上升(尤其电费)。参考欧元区能源类CPI与综合CPI比较，8月份分别录得38.6及9.1%，相差近4倍。如此夸张的分歧正好反映问题核心。欧洲及英国扭尽六壬，希望可解决部份水深火热的民生问题。



欧元区能源类及综合CPI



资料来源：彭博，数据截至2022年9月22日

各国政策节录如下：

- 德国政府承诺提供约650亿欧元来帮助受能源账单影响的 家庭，当中包括承诺限制或重新分配电力公司利润³³；
- 德国政府同意国有化能源巨企Uniper³⁴；
- 法国与阿尔及利亚讨论中长期增加天然气进口协议³⁵；
- 英国宣布了一项总值超过1,300亿英镑的紧急财政方案，包括将未来两年年度家庭能源费用上限控制在2,500英镑，并为弱势社群提供进一步援助³⁶。

除了财政政策，欧央行亦透过多次加息以打击通胀。年内欧央行及英伦银行已加息2次(共125点子)及6次(共200点子)。可是，与美国不同，欧洲结构并非单一经济体及通胀核心在于能源危机而非工资及房市等问题。而英国经济结构性问题及脱欧后遗症等早已存在，加息并非对症下药。反而各国有意以财政宽松纾缓民生问题时，市场忧虑再刺激通胀，同时担忧加息将增加财务负担(推升收益率及利息支出)，再度印钞或触发违约风险，两地货币一蹶不振正好反映阴霾不散(详情可参阅《外汇》章节)。

³² 见经济合作暨发展组织网站，<https://www.oecd.org/economic-outlook/september-2022/>

³³ 见德国之声新闻网站，<https://www.dw.com/en/germanys-government-agrees-on-65-billion-relief-package-amid-soaring-energy-prices/a-63013937>

³⁴ 见CNBC网站，https://www.cnbc.com/2022/09/21/german-government-agrees-nationalization-deal-for-energy-giant-uniper.html?__source=androidappshare

³⁵ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/business/energy/engie-vp-says-talks-with-sonatrach-focus-long-term-2022-08-29/>

³⁶ 见CNBC网站，<https://www.cnbc.com/2022/09/16/uk-pm-liz-truss-is-facing-multiple-economic-crises-time-for-trussomics.html>

宏观策略

国力不足而强行加息，虽可堵塞资金外流，但经济内部紧缩最终只会得不偿失。如经济进一步恶化，甚至会引发2010年般欧债危机（欧债风险分析，详情可参阅《债券》章节）。

英伦银行行长贝利在8月议息会议中已事先张扬，英国年内通胀将达到约13%，并预测衰退将在未来连续5个季度出现³⁷。欧央行行长拉加德亦预期³⁸，欧元区经济将在今年最后一季和明年第一季收缩，符合连续两个季度出现负增长的技术性衰退定义，「很难预测2023年的实际结果，但肯定是艰难的一年」。

OECD在经济展望报告中预期³⁹，随著近期各国经济指标转差，全球经济前景黯淡。俄乌战事外，各国货币政策普遍收紧、中国严格抗疫都是导致全球经济放缓的原因。根据该组织对全球主要经济体GDP增长预测显示，最差情况其实仍未出现，当中绝处逢生的只有中国及俄罗斯，预期明年将出现正增长。

经济脱钩：潘朵拉盒子

明白全球经济衰退影响短期内投资市场气氛，但更深远而中线因素是世界主要经济体走向互不依赖及互不信任的脱钩轨迹上，一旦启动料将一去不返，所有经济及投资策略将不能避免地作出配合性调整，否则只会在历史洪流中被淘汰。就如希腊神话中潘朵拉盒子，打开后释放出人世间所有邪恶（贪婪、虚伪、诽谤、嫉妒、痛苦等等），把原本宁静的世界变成动荡不安。

缘聚缘散：利益挂帅

今年是美国中期大选年，传统上执政党乘势推出不同选举工程以击退在野党的挑战。本届民主党把握「蓝色浪潮」（同时领导参众议院）优势，任内顺利落实多项施政。近日总统拜登比世卫更早自行宣布美国疫情大流行经已结束⁴⁰，虽然及后有关官员澄清，但参选人把握每次正面曝光机会实属无可厚非，是非曲直已非重点。

OECD对今明两年各国GDP增长预测

国家/地区	2022	2023	变化	国家	2022	2023	变化
全球	3.0	2.2	-0.8	阿根廷	3.6	0.4	-3.2
澳洲	4.1	2.0	-2.1	巴西	2.5	0.8	-1.7
加拿大	3.4	1.5	-1.9	中国	3.2	4.7	+1.5
欧元区	3.1	0.3	-2.8	印度	6.9	5.7	-1.2
德国	1.2	-0.7	-1.9	印尼	5.0	4.8	-0.2
法国	2.6	0.6	-2.0	墨西哥	2.1	1.5	-0.6
意大利	3.4	0.4	-3.0	俄罗斯	-5.5	-4.5	+1.0
西班牙	4.4	1.5	-2.9	沙地	9.9	6.0	-3.9
日本	1.6	1.4	-0.2	南非	1.7	1.1	-0.6
南韩	2.8	2.2	-0.6	土耳其	5.4	3.0	-2.4
英国	3.4	0.0	-3.4	美国	1.5	0.5	-1.0

资料来源：OECD，数据截至2022年9月26日

³⁷ 见英伦银行网站，<https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-report/2022/august-2022>

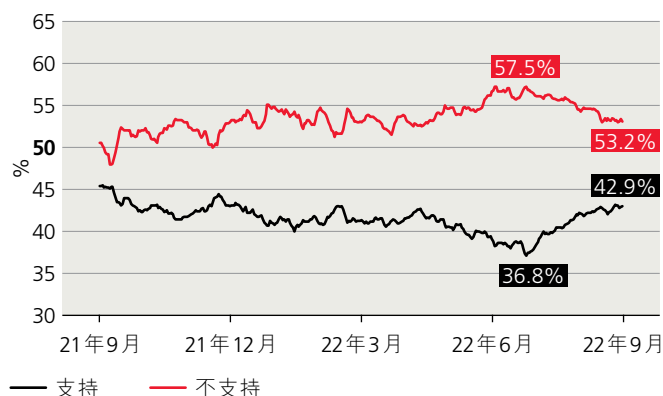
³⁸ 见 Politico 网站，<https://www.politico.eu/article/ecbs-lagarde-expects-technical-recession-this-winter/>

³⁹ 见经济合作暨发展组织网站，<https://www.oecd.org/economic-outlook/september-2022/>

⁴⁰ 见 BBC 网站，<https://www.bbc.com/news/world-us-canada-62959089>

截至9月26日，支持与不支持拜登的民调分别是42.9及53.2%。虽然不支持仍较多，但由7月起支持度明显反弹，两者差距由20.7%大幅收窄一半至10.3%，反映民主党近月努力的成果。除了抗疫表现，还包括在美能源（尤其汽油）价格下跌令7月份通胀由9.1下跌至8.5%、签署《2022年降低通胀法案》⁴¹及处理国内有关堕胎问题等。除了内政，下半年外交焦点成功由俄乌战事转向台海问题，此举明显赢取选民欢心。

对拜登执政支持及不支持度民调



资料来源：彭博，数据截至2022年9月26日

第二季预测「中国在国际上的聚焦度比俄国更大，未来美国有可能透过中俄友好关系把俄乌战事的余温顺延至中美。偷梁换柱之下，把与邦交联盟对俄的制裁伸展到与中国有关的贸易、金融、科技等领域。无论成效如何，至少在成本考量上比以往单打独斗更化算，更吸引选票。以上推演并非杞人忧天。」

上半年俄乌战事带来经济不稳普遍受美国选民唾弃，但当8月佩洛西访台及后其他议员陆续出访台湾⁴²，9月更通过《台湾政策法》⁴³及对台售武⁴⁴，无视中国反对下彰显全球霸主地位。另外，主打挟制中国发展以获得更好经济及贸易条件，声称美国增加就业。无所不用其极，例如：

- 把7间中国企业列入「实体清单」(美国商务部工业和安全局公布的贸易黑名单)⁴⁵，日后须获得美国商务部颁发的许可证才能购买美国技术；
- 签署《晶片与科技法案》⁴⁶及积极拉拢台湾、韩国、日本组成「Chip 4」晶片联盟⁴⁷，希望以晶片供应封杀中国科技及经济发展；
- 美国贸易代表办公室宣布维持对中国进口商品徵收惩罚性关税⁴⁸；
- 考虑以行政命令限制美国企业投资中国科技及互联网公司⁴⁹。

以刺激经济包装的外交操作明显受选民欢迎，所谓食髓知味，不想馀下两年成为「跛脚鸭」政府的压力下，料拜登政府在11月8日中期大选日前将联合盟国(例如欧洲⁵⁰)在中国痛点上加压，赢取选民目光，务求以绝地反击姿态胜出选举。

⁴¹ 见 CNBC 网站，https://www.cnbc.com/2022/08/12/house-to-vote-on-inflation-reduction-act-tax-and-climate-bill.html?__source=androidappshare

⁴² 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/us-lawmakers-arrive-taiwan-thursday-report-2022-08-25/>

⁴³ 见美国参议院网站，<https://www.congress.gov/bill/117th-congress/senate-bill/4428/text>

⁴⁴ 见 BBC 网站，<https://www.bbc.com/news/world-us-canada-62775544>

⁴⁵ 见美国商务部工业和安全局网站，<https://www.bis.doc.gov/index.php/documents/about-bis/newsroom/press-releases/3121-2022-08-23-press-release-seven-entity-list-additions/file>

⁴⁶ 见美国白宫网站，<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/08/09/fact-sheet-chips-and-science-act-will-lower-costs-create-jobs-strengthen-supply-chains-and-counter-china/>

⁴⁷ 见 CNBC 网站，<https://www.cnbc.com/2022/09/22/semiconductor-alliances-between-us-and-asia-could-hold-back-china.html>

⁴⁸ 见美国贸易代表办公室网站，<https://ustr.gov/about-us/policy-offices/press-office/press-releases/2022/september/ustr-receives-requests-continuation-china-301-tariffs>

⁴⁹ 见南华早报网站，<https://www.scmp.com/tech/policy/article/3191227/biden-weighs-curbs-us-investment-china-tech-and-action-against-tiktok>

⁵⁰ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/exclusive-us-considers-china-sanctions-deter-taiwan-action-taiwan-presses-eu-2022-09-13/>

宏观策略

其实两党谁胜出大选并非重点，而是中美在经济甚至国际关系层面上分道扬镳的迹象愈来愈明确。

中美脱钩并非今天才出现，早在2011年11月时任美国总统奥巴马在夏威夷主办亚太经合组织(APEC)峰会提出「重返亚洲」战略中已见端倪，并在2012年修正为「亚太再平衡」战略，再到特朗普时代的「印太」战略，拜登实属延续两党共识，只是执行上偏向采取联盟形式抗衡中国，例如「五眼联盟」(FVEY)或「四方安全对话」(QUAD)。

中美脱钩亦非无中生有，而是时移世易，大势所趋。

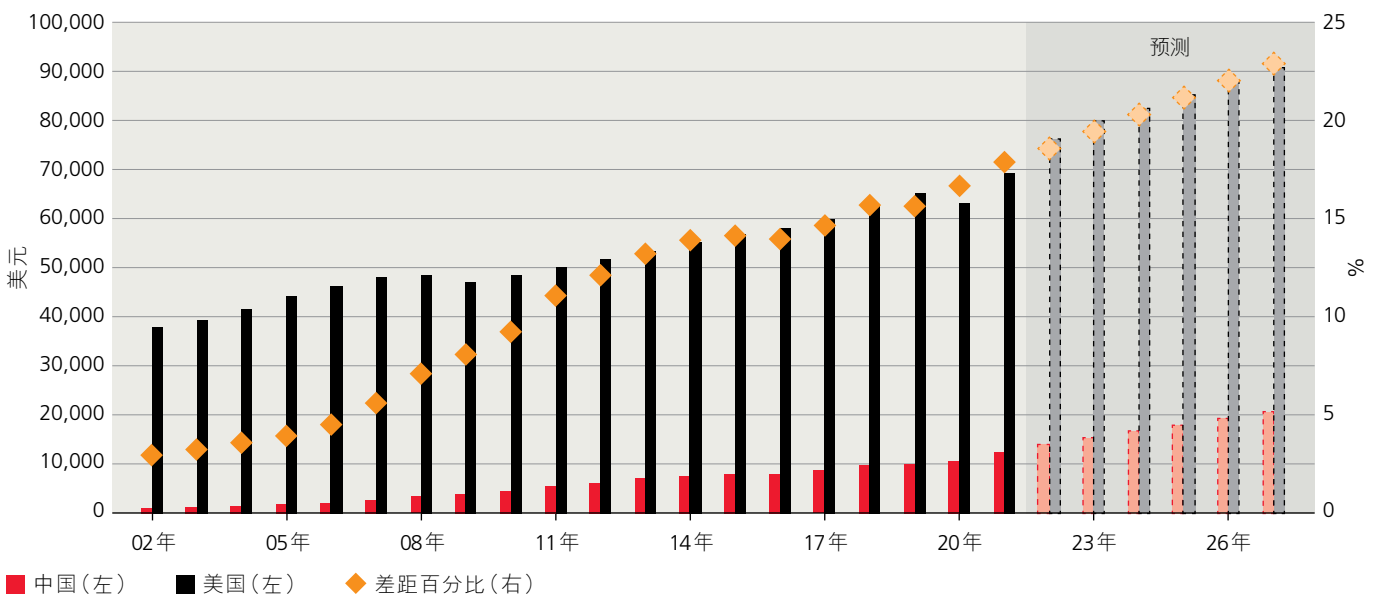
前世界银行首席经济师，现任北大国家发展研究院名誉院长林毅夫，在去年12月⁵¹及今年2月⁵²接受专访时表示，在20世纪，战争与和平很大程度取决于几个列强国家的关系。但进入21世纪，西方列强的经济总量占全球比例快速下滑，失去了主宰能力，而背后是以中国为首的新兴经济体快速崛起，随之带来对全球经济影响力上升。林毅夫认

为中国崛起给美国带来压力，围堵中国是美国两党共识，这将成为一个长期态势。不仅对两国有影响，也为世界带来很大不确定性。

参考中日关系发展模式，他提出预言性指标：只有当中国人均GDP到达美国一半时，中美关系才可以很大程度上得到缓和，才有可能出现崭新而和平稳定的世界格局。因为只有中国不断发展，追赶乃至超过美国在经济和科技方面的优势，才能够让美国停止打压中国及其经济，才能够让美国在发展经济上无法离开中国市场，才能够让美国最终接受中国经济地位和全球影响力。

根据国际货币基金组织(IMF)提供数据显示，截至去年底中美人均GDP分别是12,359及69,231美元，比例约18%。而过去5年平均复合增幅为7%(中国)及3%(美国)。假设所有因素不变，以此推算中国将须要约26年才能追至比例约50%，当时中美人均GDP分别是73,988及147,163美元。如以林毅夫预言，中美关系紧张将维持至少20年光景。

IMF 计算中美人均 GDP (美元)



资料来源：彭博，数据截至2022年9月26日

⁵¹ 见亚洲周刊网站，<https://www.yzzk.com/article/details/特辑/2021-51/1639629210003/> 林毅夫预测中国新动力

⁵² 见北京大学新结构经济学研究院网站，<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/exclusive-us-considers-china-sanctions-deter-taiwan-action-taiwan-presses-eu-2022-09-13/>

其实美国「重返亚洲」亦不外乎利益挂帅。亚洲最高GDP首10个国家(「亚洲十国」)的GDP总值高过美国约34%，高过欧元区(14.5万亿美元)约1.1倍。中国占美国约77%，亦高过欧元区22%。亚洲对全球经济份量及政治上影响力日益上升，与中美关系相若，G7对亚洲带来的威胁有所顾忌，甚至「扼杀于萌芽时」策略在历史上屡见不鲜。预示未来亚洲区地缘政局及经济不稳定性将会不断上升。

G7及亚洲十国去年GDP数值			
G7	GDP (10亿美元)	亚洲十国	GDP (10亿美元)
美国	22,996.1	中国	17,734.1
日本	4,937.4	日本	4,937.4
德国	4,223.1	印度	3,173.4
英国	3,186.9	南韩	1,798.5
法国	2,937.5	印尼	1,186.1
意大利	2,099.9	泰国	506.0
加拿大	1,990.8	新加坡	397.0
		菲律宾	394.1
		马来西亚	372.7
		越南	362.6
总额	42,371.7	总额	30,861.9

资料来源：彭博，数据截至2022年9月26日

除了中美，欧洲区内各国关系在俄乌战事后都趋向紧张。

战事中制裁双方剑拔弩张，已严重打击欧洲经济。尤其凛冽寒风将至，如何避免经济在冬天停摆，扑熄民怨？制裁「代价」愈来愈高，欧盟成员国国力悬殊，经济受影响程度各异，尤其战后联盟内资源分配不均，成员国出现意见分歧。例如商议对俄罗斯天然气设定价格上限时，匈牙利及塞浦路斯反对而未能达至全体成员一致同意，方案迟迟未能获得通过。可是，欧洲议会放弃游说匈牙利，反而投票

谴责匈牙利坠入威权主义⁵³，将总理欧尔班领导下的国家称为「选举式威权主义的混合政体」，并不能再将匈牙利视为完全民主的国家。虽然决议没实质权力，但可暂停向匈牙利支付75亿欧元补助金⁵⁴。

另外，极右势力好大机会胜出意大利总理选举，欧盟主席冯德莱恩扬言欧盟有许多「工具」可以应付「意大利选举」此种「困难的方向」(Difficult direction)。她亦点名批评瑞典、匈牙利及波兰等政治势力⁵⁵。

由经济及政治引发欧盟内部矛盾甚嚣尘上，欧盟在俄乌甚至全球经济的影响力大不如前。合久必分，部份成员国年内已改朝换代，民怨及民心驱使下中长线欧盟解体风险不能忽视。

新冷战：板块构造之始

上述利益势力洗牌引发地缘政治紧张属于拉动因素(Pull factor)，但过去数十年，美国为首的西方列强把资本主义及自由经济主义推向极限，透过现代货币理论(Modern Monetary Theory)不断利用量化宽松去增加市场流动性，解决甚至遮掩经济核心问题。过去游资并未支持实体经济，反而在资产市场空转。螺旋效应及乘数效应下造成社会不公、资产霸权、经济垄断等问题愈滚愈大，导致国际间保护及民粹主义抬头。彼此信任度下降，经济联盟步向瓦解，历史洪流中去全球化将不能避免，亦是上述经济脱钩的推动因素(Push factor)。

预期未来不会以社会或资本主义、新兴或成熟市场等简单「二分法」划分，而相类似于地质学中板块构造论(Plate tectonics)：以意识形态作为核心动力，所谓「物以类聚，人以群分」，不受地域界限地把全球经济分裂成不同生态圈，例如金砖成员国为主干的上海合作组织、跨太平洋夥伴全面进展协定(CPTPP)等。经济集团运作模式会取代全球化，各国会在关键原料上减少对理念不同国家的依赖，改写供应链及需求版图。

过程中不断出现碰撞、重迭或排斥，整合间释放大量磨擦或撞击等能量。资源(金)在经济及资产市场上重新分配去旧迎新，建构成崭新生态。

⁵³ 见德国之声新闻网站，<https://www.dw.com/en/european-parliament-slams-hungary-as-an-electoral-autocracy/a-63133148>

⁵⁴ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/first-eu-seen-moving-cut-money-hungary-over-damaging-democracy-2022-09-18/>

⁵⁵ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/europe/eus-von-der-leyen-delivers-veiled-warning-italys-right-wing-2022-09-23/>

宏观策略

例如中美脱钩后，美国企业只可转移生产线至本土或成本比中国更高的地区制造，此举将削弱美国竞争力。贸易壁垒窒碍国际贸易，成熟市场国家得不到价廉物美货品，将打击当地消费。同时窒碍新兴国家出口，但亦有望吸收大国贸易份额，有利经济发展，有危有机。

历史上曾经出现相似处境须追溯到1947至1991年间美国与苏联的冷战时期，超过40年间两国在经济及外交上断绝交流。但今天最大分别是中美关系比当时更密不可分，强行决裂对双方及全球经济带来无比代价。

低通胀环境将一去不返

国际结算银行代表Agustin Carstens分析当前局势时表示⁵⁶，过去30年世界大部分经济体经历了稳健而低通胀的增长。但脱钩不单是两国问题，而是全球经济为此埋单。其中影响是过去低通胀环境一去不返。高通胀成因如下：

- 经济脱钩后，去专门化迫使企业重新更改供应链，逆向经济规模化令生产效率降低，预期成本比全球化更高，推升通胀；
- 俄乌战事令全球供应链陷入困境，促使企业把供应稳定性凌驾于最低成本考量之上，不可避免地使成本上涨，刺激零售价；
- 意识形态驱使下部份欧美选民认为全球化令其他国家比本国受惠更大，普遍出现反贸易情绪，迫使政府积极减少对亚洲(尤其中国)的依赖；
- 在没有更佳替代品之前无序地从化石燃料转向新能源将造成能源短缺，也会导致高通胀。

以上因素主要限制经济供应面，这是央行无法透过货币政策来解决的。只有更深层次及更长期的改革才能纠正并达到平衡。他比喻全球经济正迈向航空界所谓「棺材角」(Coffin corner)处境，即飞机减速到失速以下，并且无法产生足够的升力来维持其高度，「我们需要熟练的驾驶员才能脱险」。

去美元化：霸主殒落

美元主导地位源于布雷顿森林体系后「石油美元」系统，即各国须向美国输出资源(货品及服务)以套取美元，再向产油国以美元购入能源以维持经济。而美国以消费国姿态享

用各国资源，透过需求侧维持经济长期欣欣向荣。同时，过剩的海外美元又可被华尔街吸收(第三产业)，刺激资产价格产生财富效应，加速资金在经济流窜，支撑美国实体产业营运(第一及二产业)。主宰美元运作的当然是美联储，其货币政策直接或间接长年主导全球经济，并透过联盟(如G7)维持美元霸主地位(详情可参阅第二季《宏观策略》章节)。

直到今年，欧美对俄罗斯制裁中先行把俄罗斯从SWIFT系统剔除，及后扩大至主动没收或冻结相关人士或企业在当地资产，举措令人侧目。另外，美联储大幅而急速地加息声称以应对通胀，但另一好处是美元独大可令进口价格下跌(兑美元)来抵销国内通胀以维持(相对)购买力，改善本土消费以缓冲经济下行压力。相反，其他国家便要面对(由美国)进口价格上升(兑本币)的进口性通胀，间接把美国通胀输出至其他贸易伙伴。

再者，自千禧年起各国货币政策基本随美联储起舞。初期为挽救美国次按风暴而不断减息，迫使各央行「竞争性贬值」以保经济。及后美联储实施多轮量宽，美元泛滥并溢出全球，游资空转于投资市场，贫富不均形成民生问题。到近年疫情及战事刺激成熟经济体通胀普遍偏高(例如相对于资源丰富的亚洲)，欧美主动加息迫使各央行追随。「竞争性升值」令新兴经济体陷入输入性通胀及失业问题的绞索，但勉强加息又会冲击本土经济，竞争力下滑只会换来货币贬值的代价。本币贬值推升美元结算债务及利息支出，最后酿成当地政局不稳及金融危机(如斯里兰卡)。

因此，由俄罗斯宣布「石油卢布」甚至中东部份地区倡议「石油人民币」后，触发各国反思去美元化部署。例如以美债以外资产(例如黄金或虚拟货币)作为外汇储备，或加快建立中央数码货币(Central Bank Digital Currency)达至金融去中心化。如美元在全球货币市场中失去光泽，上述由美元霸权带来的国际利益及优势随即下降，美国付出的代价将远超过与各国经济脱钩带来的得益，甚至失去「一哥」地位。

当然历年美国霸主地位亦非浪得虚名，去美元化风险相信早在白宫议程之内。今天美元过度升值引发新一轮国际联手干预汇市亦非胡乱臆测。

80年代美国经济起飞，政府过度支出及本土消费旺盛吸引大量入口，造成贸易逆差及财赤剧增。美国希望透过美元贬值来增加出口竞争力，改善国际收支缺口。1985年9月22日美国、英国、德国、法国及日本财金官员在纽约广场

⁵⁶ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/this-might-hurt-tectonic-plates-global-economy-shift-2022-09-12/>

饭店签订协议，同意联合干预汇市，迫使美元兑主要货币有序贬值，史称「广场协议」(Plaza Accord)。

相比80年代，目前美联储关注通胀而非经济增长，「鹰姿」亦有效地减少美元供应并推升汇价，强美元有利透过贸易抵销通胀影响并维持本土购买力。同时，美元指数内主要货币国皆出现基础性弱势，早已不足为患：欧洲正应对由俄乌战事造成的经济困局，英国脱欧后经济仍未复元，料两地央行很难维持强硬货币立场；日本经济长期迷失下唯有坚持超级宽松政策。

除了英镑曾贬值至80年代最低点1.05水平外，其他货币皆未至于此。美元兑日圆当时最高点约263，而参考当时德国马克和法国法郎汇率推算的欧元相当于今天约64美分。除非美元进一步升值，否则暂未成熟联手干预。另外，注意联手干预后美元开始贬值，英镑、欧元及日圆往后3个月内升幅为约11、19及5% (汇市分析，详情可参阅《外汇》章节)。

美元兑主要货币汇率



资料来源：彭博，数据截至2022年9月26日

热战：毁灭全球的代价

2017年美国哈佛大学政府学院教授Graham Tillet Allison在著作《注定一战：中美能否摆脱修昔底德陷阱？》⁵⁷中引用古希腊史学家修昔底德在阐述公元前5世纪雅典日益壮大，令斯巴达感到恐惧和威胁。及后两国发生战争长达30年，最终双方都被毁灭。研究总结过去500年历史中出现16次因某国家崛起而撼动世界主宰国，其中12次符合「修昔底德陷阱」(Thucydides's Trap)模式。竞争结果导致全面战争的案例包括上世纪西班牙与葡萄牙、英国与德国，本世纪美国与英国、美国与苏联。到今天美国与中国，彼此已站在风口。

俄乌战事透射出各国领导层对极端事件的底层观点及立场，加上美国两党为2024年总统大选摩拳擦掌，一场有规模的战事正合胃口。根据中期大选民调数据，反派及配角已成，现只欠一个藉口。随著北约有意扩张至印太地区⁵⁸，未来地缘紧张预计将由俄乌转移至北亚地区，包括南北韩关系、台海紧张、日俄争辩北方四岛主权，中日钓鱼台争议等。

反观亚洲，区内部份领导层刚刚上台，包括日本、南韩、菲律宾等在执政上仍属初期，10月中国及印度将会选出新任领导层，新加坡领导正安排接班人马，泰国政治争端阴霾未散，较稳定的印尼将在2024年才有大型选举。亚洲领导层的抉择将成为区内可能发生热战的关键。

过去中美关系乍暖还寒，拳来脚往却不忘点到即止。但自佩洛西访台后，中美态度仿佛进阶成「斗而不破亦不怕破」的核心性转变。过去经济挂帅下的欢喜冤家，在时代巨轮中变成拔刀相向，彼此牵扯并步向战争边缘。不同学派分析都相信热战爆发将是毁灭全球的核战，全球正被绑架在各国领导层抉择之中。

突破盲点的第三条路

「二元法」往往局限思想，在死胡同中突破思想框框相信是未来紧张关系的出路。「道不同不相为谋」本是平常事，不代表须要你死我亡的结果。放不下的往往只是权欲执念，更多时是源于领导层而非为民所依。

全球化与否只是形式主义，如何取得平衡并创造新型经济生态才是命题。今天中美激烈博弈可转化成制度上的竞赛，把人民短暂的阵痛及不满转化成长期经济及社会发展，创新中寻找突破，困局中突围而出，才能获取民意支持，长治久安。只顾及政党或领导层的自我膨胀，最后只会受人民唾弃，改朝换代。结果往往是一念之差，历史循环莫非如此。

潘朵拉盒子神话中潘朵拉听取宙斯的旨意，在慌乱中赶紧盖住了盒子，结果盒内只剩「希望」没飞出去，永远锁在盒内。寄语纵使人类遭遇种种苦难及挫折，希望永远都不会消失。

祝愿各国领导深谙此道，造福世界。

⁵⁷ 见美国哈佛甘乃迪学院网站，<https://www.belfercenter.org/thucydides-trap/overview-thucydides-trap>

⁵⁸ 见北约网站，https://www.nato.int/cps/en/natohq/news_207147.htm

荆棘满途

东亚银行经济研究部

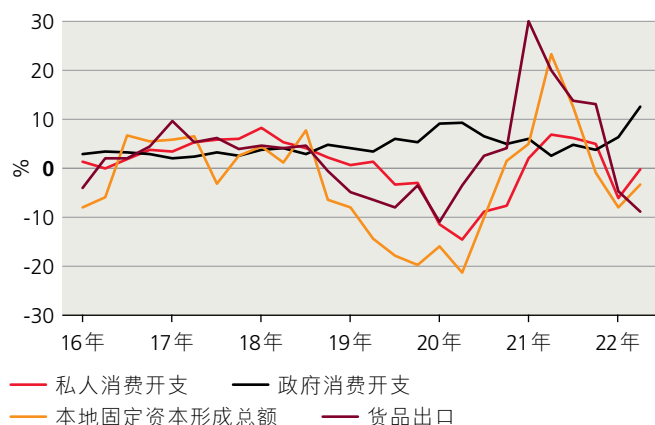


香港经济展望

聚焦香港重新对外开放步伐

上半年香港经济按年收缩2.6%，主要受基数效应、本地经济活动复苏较预期缓慢、对外贸易加速放缓以及投资疲弱有关。上半年逊于预期的经济表现，加上外围经济表现褪色，特区政府把今年经济增长预测由1至2%，下调至收缩0.5%至增长0.5%区间。我们亦把今年香港实质经济增长预测下调至0.2%，略高于政府预测范围中值。若疫情影响减退，社交距离及跨境限制措施进一步放宽，本地经济活动（消费及投资）料将持续复苏，并逐步消化环球主要央行加息及地缘政治不明朗等因素，2023年经济增长或有望回升至2.8%左右。

本地生产总值主要开支部分按年变化



资料来源：香港政府统计处，数据截至2022年8月12日

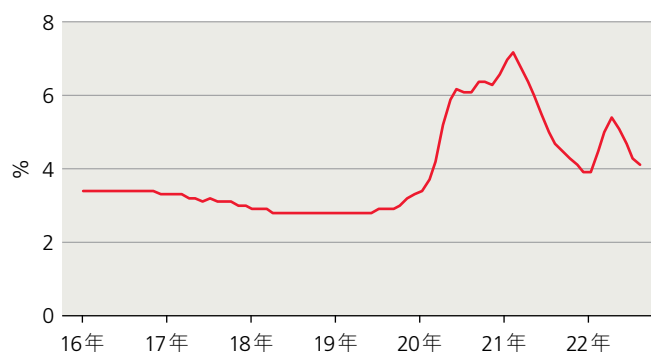
如何在有效防疫及减少对经济影响之间取得平衡，依然是香港中短期面对的挑战。9月单日新增确诊宗数反覆回升至逾万宗，惟特区政府未有大幅收紧防疫限制。自8月起香港引入健康码制度，限制具较高传播风险人士的活动，并同时部署逐步重新对外开放，包括取消海外抵港人士的强制酒店检疫要求。

行政长官即将宣读首份施政报告，除经济政策以外，防控政策会否调整亦是市民关注。虽然特区政府对疫情态度依然审慎，放宽防疫措施的过程或较缓慢，惟随着环球疫情威胁降温，特区政府政策方向相信会倾向放宽而非收紧。踏入第四季，一些国际峰会及赛事将会在香港举行，若未来能举办更多大型活动，或意味香港经济活动能加快恢复，并有助逐步恢复消费信心。

就业市场继续改善

疫情对就业市场影响正逐步减退。失业率持续回落，6至8月失业率从早前高位5.4%回落至4.1%。一些受疫情打击最深的行业，包括零售、住宿和餐饮服务业等就业情况明显改善。本地疫情渐趋稳定，预期今年年底香港失业率降至4%以下，全年失业率约在4.4%。

香港失业率



资料来源：香港政府统计处，数据截至2022年9月19日

7至8月零售销售额按年微跌0.1%，首8个月计仍跌1.5%，部分受去年高比较基数，以及今年以来疫情反覆和金融状况趋紧对消费活动构成制约所影响，惟就业市场持续改善，以及第二轮消费券分别于8及10月发放料可对消费表现带来一些支持。

本地通胀压力持续可控，8月通胀率按年上升至1.9%，与7月份的升幅持平。环球通胀压力高企，食品及能源价格保持上升动力，惟本地租金及其他物价升幅缓慢，或可局部减轻本地通胀压力。预期2022年香港通胀率为1.7%，稍为高于2021年1.6%。

中短期外贸表现或难以重拾增长动力

7、8月香港商品出口分别按年下挫8.9及14.3%，2022年首8个月累计按年下跌2.9%。与此同时，进口亦显著下跌，月度贸易逆差从6月685亿港元分别收窄至7月276亿港元及8月133亿港元，或对香港经济增长带来一些支持。

我们相信下半年，甚至2023年对外贸易仍会受到环球不明朗因素困扰，例如主要央行快速收紧货币政策、地缘政局变化、供应链受阻、以及疫后消费需求或从商品转向服务等。由于贸易价格维持相对高企，预期2022年香港出口金额或会大致持平至录得低单位数跌幅。

宏观经济

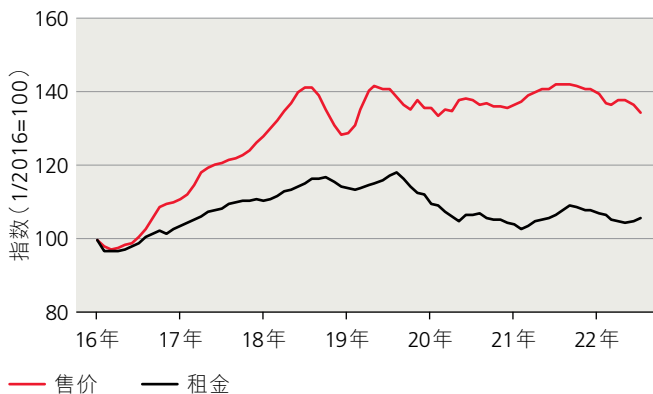
利率上扬削弱本地楼市气氛

过去数月，美联储合共大幅加息300基点，令港元利率面临加快上行压力，其中3个月利率高见3.33%，创2008年来最高。香港银行于9月份上调最优惠利率12.5个基点至5.125%，是四年多来首次加息。港美息率维持一定息差，带动本地银行体系总结馀逐步回落至1,233亿港元(截至9月30日)。随着港元流动性减少，加上美联储或会维持紧缩货币政策至2024年或以后，1个月及3个月港元同业拆息料将进一步上升至2022年底逾3.8%及4.2%。

拆息及最优惠利率上升，带动楼按息率一同向上，无疑削弱本地楼市气氛。根据差饷物业估价署的数据显示，8月香港私人住宅楼价再跌2.3%，年初至今累计下跌6.5%。另一方面，住宅租金则连升三个月，或反映部分住屋需求流向租务市场。

虽然楼市持续面对多项不明朗因素，包括货币政策走向及环球经济前景转差，惟我们相信本地经济复苏、短中期稳定的房屋政策及楼市供应，或可降低楼市大幅调整的风险。若本地经济加快对外重新开放，人口流动转趋平衡，则可望纾缓楼市下行压力。预计2022年香港私人住宅楼价调整或达至高单位数，租金年内跌幅则有望收窄至2%之内。

住宅售价及租金指数



资料来源：差饷物业估价署，数据截至2022年9月28日



中国内地经济展望

8月数据较预期佳，惟复苏之路仍然不稳

尽管受到新冠疫情尚未完结、房地产市场持续调整、区域性缺电及干旱等多重影响，8月内地经济复苏步伐较预期为强。大部分经济指标从第二季受到疫情严重打击的谷底逐步回升，但房地产市场调整亦尚未完成。政策力度正在增强，预期基建投资将继续成为政策亮点，以图稳定经济及就业市场表现。不过，在社会面动态清零方针，以及采取相对保守的刺激经济态度或会对推动经济录得更显著复苏构成制约。另外，随着地缘政治紧张局势升温 and 全球货币环境迅速转变，全球主要经济体需求正在放缓，势将导致商品出口的增长动力逐渐减弱。

面对外部需求趋软，8月商品出口增速减慢。俄乌冲突持续及主要央行迅速加息，不确定性升温持续削弱全球对内地出口商品的需求，8月商品出口按年增长7.1%，结束连续3个月录得双位数增长的纪录，进口增速亦放缓至0.3%。贸易顺差则从1,012.7亿美元收窄至8月793.9亿美元，净出口对整体经济增长的支持或会有所减弱。

进出口



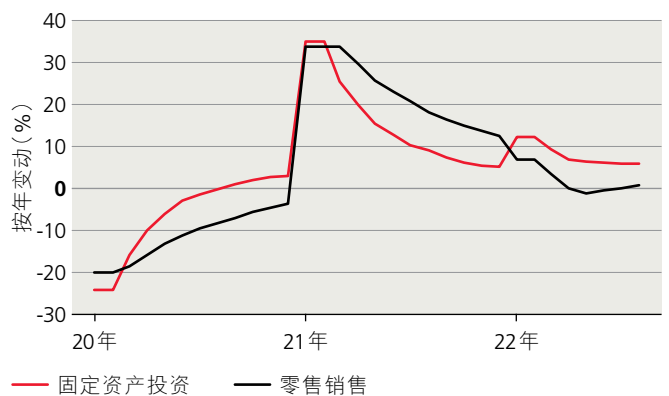
资料来源：海关总署，数据截至2022年9月7日
注：1月及2月数据为两个月份的平均升幅

极端酷热天气对各地区工业生产的影响不一。部分较依赖水力发电的省份如四川(主要生产电脑、通讯及其他电子设备)均受到缺电及干旱天气所影响，不过，热浪同时增加其他地区对空调等电器的电力需求。电力、热力生产及供应业生产从7月按年10.4%增速显著加快至8月15.3%。内地当局持续推出支持汽车业发展的政策措施，推动汽车生产表现从7月按年上升22.5%加快至8月30.5%。整体而言，8月工业生产增速较预期为佳，从7月按年3.8%加快至8月4.2%。

各项刺激政策如提前开展专项债等效果正逐步传导至实体经济，但信贷需求却跟随经济前景转弱而持续放缓。8月货币供应量M2从7月按年12%增长加速至12.2%，为2016年4月以来最快水平。随着政府融资放慢及企业融资需求转弱，8月社会融资规模存量按年增长为10.5%，较7月10.7%低。受专项债发行推动，基建投资增幅从2022年首7个月按年增长7.4%进一步加快至首8个月8.3%，增长动能料将持续。可是，房地产开发投资的跌幅却进一步扩大，从今年首7个月按年下跌6.4%扩大至首8个月下跌7.4%，显示固定资产投资的下行压力尚未明显缓和。首8个月固定资产投资增速录得按年5.8%升幅，较首7个月5.7%略为改善。

受惠于低基数，8月内地零售销售复苏步伐亦较预期为快，按年上升5.4%，其中餐饮业收入重回正增长，8月按年增长达到8.4%，并结束连续5个月的下跌。受惠于刺激政策，个别销售环节录得强劲增长，例如，汽车销售按年上升15.9%，显著高于7月9.7%升幅。虽然8月整体零售销售表现不俗，但零售及消费者情绪仍持续受到地区性疫情爆发及严格防疫措施所拖累。8月整体消费物价指数(CPI)从7月2.7%轻微回落至8月2.5%，其核心指数则维持于按年0.8%。在整体物价压力温和下，预期内地当局将继续有政策空间以稳定经济，并不排除或进一步下调存款准备金率等的可能性。

累计固定资产投资及零售销售



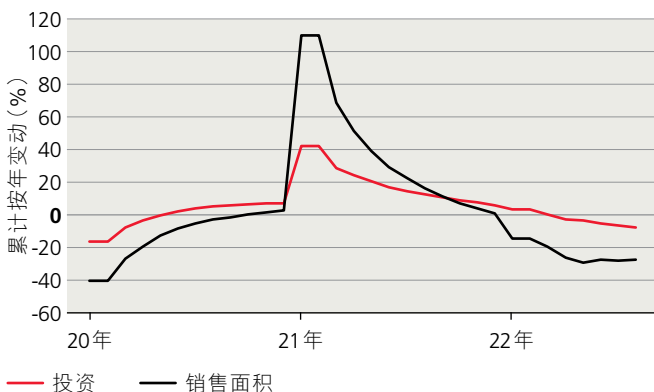
资料来源：国家统计局，数据截至2022年9月16日

宏观经济

销售及投资疲弱趋势未变，房地产市场信心有待提振

房地产市场方面，内地房贷断供潮继续打击居民等对房地产市场的信心，内地当局正积极加强政策力度以确保能顺利「交楼」、降低按揭利率及放宽购房限制等，以提振购房者信心及需求。内地商品住宅销售面积持续录得双位数跌幅，首8个月按年下跌26.8%，期内相关投资则下跌6.9%，较首7个月5.8%跌幅为大，预期地方政府继续通过专项再贷款及房地产基金等措施，推动房地产开发商复工并完成项目。据报，习主席指示高层领导于一线城市以外，必须进一步推出支持措施并放宽政策以提振房地产市场。近期，中国人民银行容许部分城市可自主决定维持、下调或取消首套住房利率下限，并据报要求银行加大对房地产贷款的支持。受惠于按揭利率回落、地方限购政策放宽及更多支持政策推出等，销售表现（特别是二手销售）或会有所改善，商品住宅投资能否于短期内见底回升则仍有待观察。

商品住宅投资及销售



资料来源：国家统计局，数据截至2022年9月16日

稳经济及稳就业将继续主导政策方向，支持力度势将加大

展望第四季，内地经济复苏步伐动力有待进一步强化，惟内地当局已进一步从货币及财政政策两大方面加强其政策力度。中国人民银行于8月22日宣布下调1年期贷款市场报价利率(LPR)5个基点，以及5年期LPR 15个基点。另外，人民银行亦宣布从9月15日起将外汇存款准备金率从8%下调至6%，以稳定人民币汇价。财政政策方面，国务院延长对制造业中小企缓税补缴期限，以及督促地方政府用好5,000亿元人民币的专项债地方结存限额并在10月底前发行完毕等。下一步内地政策的支持力度料将逐步增强，并继续以稳定经济增长、就业及房地产市场为主要目标。不过，内地经济复苏的步伐仍取决于新冠疫情、防疫措施、房地产市场复苏及全球经济前景等因素，预期2022年内地经济增长将达到4%左右，通胀则维持温和。2023年经济增长或将逐步回升至5%以上。

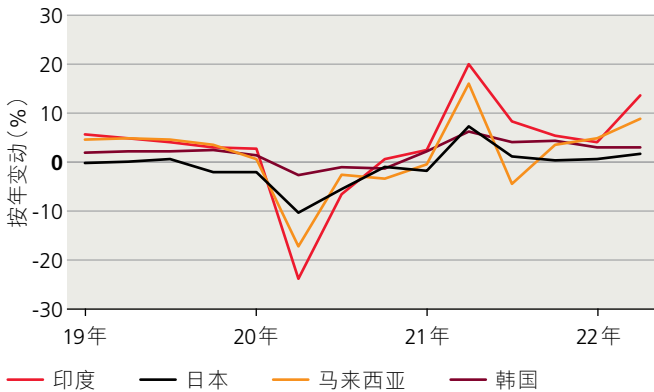


亚洲经济展望

亚洲经济复苏加快，通胀压力仍然高企

随着疫情威胁逐渐减退及放宽防疫限制，亚洲区内营商气氛有所改善，推动经济增长进一步复苏。当中，印度经济复苏尤其明显，从第一季按年4.1%增长加速至第二季13.5%。根据国际货币基金组织最新数据，印度经济总量已超越英国成为全球第五大经济体。日本经济亦受惠于防疫限制的放宽，推动消费及投资反弹，2022年第二季日本经济增长加快至按年上升1.6%。马来西亚经济则受惠于能源相关出口稳健，加上自4月起国际边境重开及防疫措施放宽推动国内消费及旅游活动，第二季经济增长加速至高于预期的8.9%。不过，面对商品出口趋缓及利率持续上升，韩国经济则维持温和增长，第二季按年上升2.9%。

亚洲个别经济体的国内生产总值

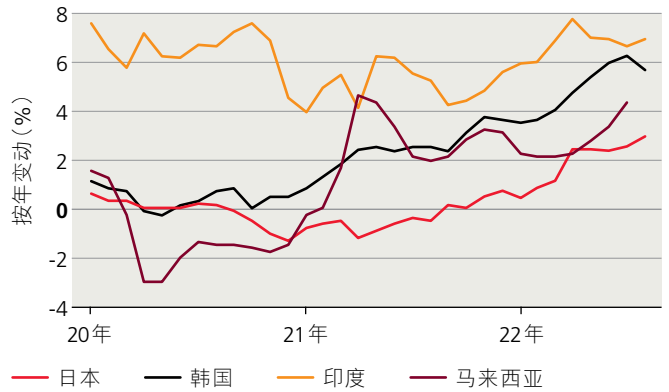


资料来源：彭博，数据截至2022年9月20日

自第二季起，亚洲大部分经济体已陆续放宽旅客入境限制，日本亦已于第三季逐步重开边境，当地政府于9月份宣布入境人数上限由每日2万人增至每天5万人，并进一步于10月11日开始取消大部分边境限制措施。目前，新冠疫情对跨境商务及旅游活动的影响尚未完全消退，且未来亚洲经济将继续受到其他外围因素如地缘政治局势、主要央行货币政策及供应链等影响。

由于国际能源及食品价格依然高企，加上主要亚洲货币兑美元持续贬值，亚洲区内通胀压力持续加大，势将削弱家庭购买力及遏抑消费表现。当中，8月日本整体消费物价指数按年上升3%，比7月份加快0.4个百分点，创2014年9月以来新高。剔除新鲜食品的消费物价核心指数则按年上升2.8%，创近8年新高。虽然韩国整体通胀率自7月高位6.3%回落，8月录得按年5.7%，但核心通胀率持续上升，从7月按年3.9%升至8月4%，显示通胀升温的形势尚未扭转。印度通胀压力维持高企于7%水平。2022年上半年马来西亚通胀维持于约2%左右，惟食物价格持续上涨，8月通胀迅速加快至4.74%。

亚洲个别经济体的通胀



资料来源：彭博，数据截至2022年9月20日

大部分亚洲央行将继续加息，日本央行则维持宽松政策

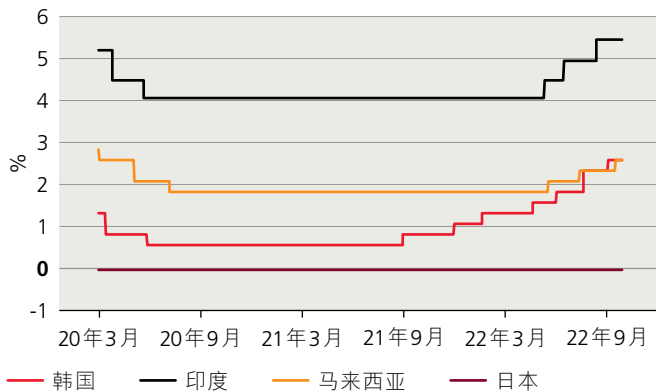
面对通胀持续高企、资金外流压力不减和美元强势等因素，第三季多家亚洲央行上调政策利率，甚至大幅度加息。当中，7月份韩国央行宣布上调政策利率50个基点，比早前每次上调25个基点为大，随后该行于8月再度调升利率25个基点至2.5%。于亚洲区内，印度面对通胀压力较大，当地央行于8及9月接连上调政策利率共100个基点至5.94%，5至9月期间合共上调利率达190个基点。9月马来西亚央行宣布上调政策利率25个基点至2.5%，随着当地通胀逐渐升温，该行料将加快货币政策正常化步伐。

然而，日本央行于9月会议上维持基准政策利率不变，还承诺持续购买10年期国债，以维持其对国债孳息率0.25%上限的支持。相比之下，截至2022年9月，美联储已合共上调联邦基金利率达300个基点，期内英伦银行亦上调了基准利率达215个基点。日本央行与欧美等主要央行的政策分歧导致日元汇率持续走弱，未来数月日本通胀或会持续高于央行2%目标。日元兑美元曾于9月22日跌破1美元兑145日圆水平，促使日本央行及日本政府24年来首次干预汇市提振日圆。



宏观经济

亚洲个别经济体的政策利率



资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

亚洲经济料将放缓

展望第四季，虽然经济及国际边境重启将有利亚洲经济从新冠疫情复苏，惟环球主要央行加快收紧货币政策、能源及原材料价格高企，欧美等先进经济体需求放缓、地缘政治紧张局势持续、以至美元强势拖累新兴市场货币等，均会拖慢亚洲经济复苏步伐，为经济前景蒙上阴霾。面对多重压力，亚洲经济体特别是能源净进口国的制造及贸易行业料将受较大影响，预期整体亚洲地区的经济增长步伐将逐渐减慢。当中，9月彭博调查显示，2022及2023年日本经济增长料分别为1.6及1.5%，欧美经济衰退风险增加或会部份抵销日元贬值对经济的支持。



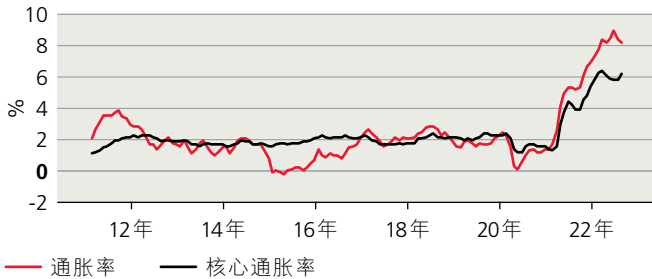
美国经济展望

美国通胀回落之路仍远

由于消费开支增长上调抵销了投资下调的跌幅，第二季美国国内生产总值(GDP)维持按季年率下跌0.6%。第二季经济总体走势变化不大，即在库存、住宅和结构投资拖累下，经济连续两个季度负增长，符合技术性衰退的定义，但就业市场保持活跃，相信美国全国经济研究所尚未确认美国经济经已步入衰退。

8月份美国通胀处于高位徘徊。受惠于能源价格回落，整体消费物价指数(CPI)的按年升幅从7月8.5%轻微回落至8.3%，能源价格从7月份回落9.1个百分点至23.8%，食品价格升幅则达到1979年5月以来的新高，按年升11.4%，但剔除食品和能源价格的核心CPI，按年升幅则扩大至6.3%。由于就业和房地产市场向好，各主要消费物价类别亦普遍向上，住屋成本按年升幅更达到6.2%，创1990年8月以来最大升幅。鉴于整体通胀持续高企，消费者信心维持低企，密歇根大学消费者情绪指数从8月58.2升至9月58.6，消费者对未来1及5年通胀预期则分别较上月回落0.1及0.2个百分点至4.7及2.7%。

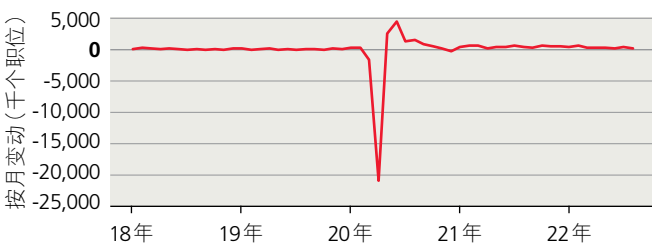
美国通胀率



资料来源：彭博，数据截至2022年9月15日

美国就业市场保持活跃，8月失业率轻微回升0.2个百分点至3.7%，主要反映更多人重返就业市场，令劳工参与率上升0.3个百分点至62.4%。新增非农就业职位数目则放缓至31.5万份，6、7月数字分别向下修订10.5万及2千至29.3万及52.6万。2022年首8个月，非农就业职位每月平均增幅为43.8万，低于2021年每月平均56.2万，平均时薪则维持于按年5.2%，显示就业市场或仅从甚为紧张的水平初现降温。

美国非农就业职位



资料来源：彭博，数据截至2022年10月5日

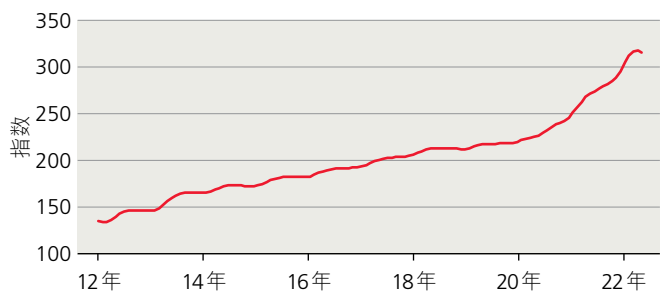
料美联储继续采取进取加息步伐，美国经济将缓慢增长

面对远高目标的通胀水平，加上通胀回落速度较预期为慢，以及就业市场保持活跃，9月份美联储会议再次上调联邦基金利率75个基点至3至3.25%。美联储公开市场委员会最新的预测显示，其对未来经济增长、失业率和通胀前景持更悲观的态度。预计2022及2023年经济增长将分别为0.2及1.2%，分别较6月预测下调1.5和0.5个百分点。美联储主席鲍威尔表示，其政策重点是抑制需求，以控制通胀返回2%的政策目标，但他亦承认要实现经济软着陆，以及恢复物价稳定具有相当的挑战性。他强调若未能有效控制通胀返回政策目标，只会为未来经济带来更大的痛苦。这意味著美联储将于未来数次会议上继续加息，直至有明确迹象显示通胀正逐步放缓至接近其政策目标，预期2022及2023年底联邦基金利率的目标区间或会分别升至4.25至4.5%及4.75至5%。

展望未来，随着国际能源价格逐渐回落，以及供应链瓶颈开始缓解，预料整体通胀有望于年内见顶，明年将继续回落。9月份彭博调查显示，2022年第三及第四季整体通胀率将平均分别为8.2及7.2%，均较8月份调查下跌0.2个百分点。

鉴于市场预期美联储将维持利率于紧缩水平一段时间，美国经济或持续放缓，并处于低于趋势增长，带动金融市场波动。2022年第二季美国家庭净资产按季下跌6.1万亿美元至143.8万亿美元。另外，7月份标普20大城市楼价指数的按年升幅亦有所放缓，较上月下跌2.6个百分点至16.1%。在息率持续上升下，预料美国房地产价格升幅将继续回落，加上金融资产价格持续波动，未来数季美国家庭净资产将继续受压，为美国消费和经济表现增添不明朗因素。9月份彭博调查显示2022及2023年美国经济增长率预期分别为1.6及0.9%，前者较8月份调查持平，后者则较8月低0.2个百分点。世界银行指出全球各地央行不断加息以应对高通胀，促使全球陷入衰退边缘。全球三大经济体美国、中国大陆和欧元区经济大幅放缓，或会为2023年全球经济带来温和打击，甚至可能进入衰退，预料10月份彭博调查或会显示2023年美国经济增长率将进一步下调。

标普 CoreLogic Case-Shiller 20城综合楼价指数



资料来源：彭博，数据截至2022年9月27日

宏观经济

欧洲经济展望

经济重启推动服务业复苏，能源及原材料价格高企削弱增长动力

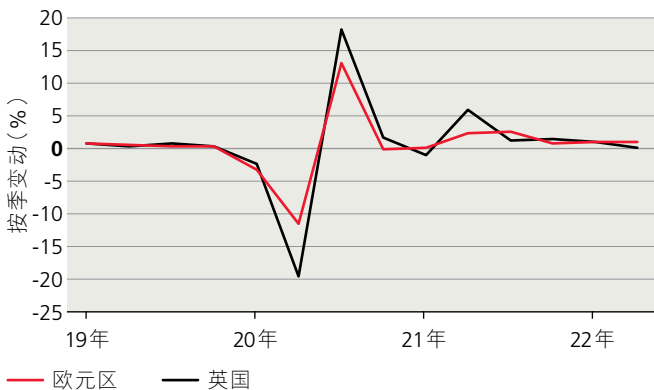
随著经济逐步重启，服务及跨境旅游业则有所恢复，但在地缘政治局势紧张及供应链受阻下，能源及原材料价格持续高企，对欧洲制造业及建筑业等打击最大，甚或拖累欧洲经济步入衰退。

第二季欧元区国内生产总值(GDP)按季增长0.8%，较第一季增长0.7%为快，但各成员国的增长动力不一。当中，西班牙及意大利受惠于旅游业复苏，经济增长分别从第一季按季0.2及0.1%一同加快至1.1%。不过，在能源价格飙升、俄罗斯天然气供应大幅减少及消费者和企业情绪骤降下，德国经济仅按季增长0.1%。另外，继6月份英国经济按月收缩0.6%后，7月份回复按月增长0.2%，其中服务业按月上升0.4%，但在原材料价格高企下，工业生产及建筑业分别按月下跌0.3及0.8%。

踏入第三季，欧元区生产及零售活动逐步转弱。7月欧元区工业生产按月下跌2.3%，资本产品生产更下跌4.2%。德国生产规模仍低于2021年底1.8%，反映能源问题及地缘政治紧张局势持续困扰德国工业表现。欧元区零售销售继7月按月下跌0.4%后，8月份再次按月下跌0.3%。其中，德国和英国零售销售于7月分别按月上升0.7及0.4%后，8月均再次下跌1.3及1.6%，完全抵销7月份升幅有馀。

另外，欧元区劳工市场表现良好，8月份失业率维持于6.6%。英国劳工市场则持续偏紧，5至7月份失业率较2至4月份下跌0.2个百分点至3.6%，工资则继续录得强劲增长，计及花红的平均周薪于2至4月按年上升6.9%后，5至7月份按年升幅仍达到5.5%。

欧元区及英国经济增长



资料来源：彭博，数据截至2022年9月20日

欧洲通胀高企，短期趋势未变

欧元区能源供应受到俄罗斯天然气输送量大减困扰，北溪一号天然气管道更无限期暂停供气，各成员国正积极推动天然气储备、协商降低天然气需求及减轻家庭和企业能源费用负担。能源价格连续18个月录得双位数上升，9月按年升幅达到40.8%。整体通胀率再创历史新高，9月预估值攀升至按年10%。面对能源危机恶化，各成员国正部署推出各项支援政策，以降低能源供应短缺及价格高企对民众消费和企业生产造成的冲击，包括拟对能源企业徵收暴利税，有关税收料达1,400亿欧元，并用于减轻家庭能源支出负担。能源供应不稳及通胀高企问题料将于冬季更为突出，惟今年以来欧元区成员国为冬季储气进度却比预期佳，加上各成员国同意减少15%天然气需求等作为应对措施，欧元区通胀或于第四季见顶，2023年初起则有望受惠于高基数而逐步回落，惟仍会超出欧央行通胀目标一段时间。

英国通胀压力同样高企。由于能源价格升幅略为放慢，8月消费者物价指数(CPI)按年升幅比7月份减慢0.2个百分点至9.9%，但消费者物价核心指数按年升幅则比上月加快0.1个百分点至6.3%。英国新任首相卓慧思于9月初已宣布推出价值约1,500亿英镑的能源纾困计划，当中包括冻结住户平均能源费上限至每年2,500英镑，为期两年。

欧元区及英国通胀率



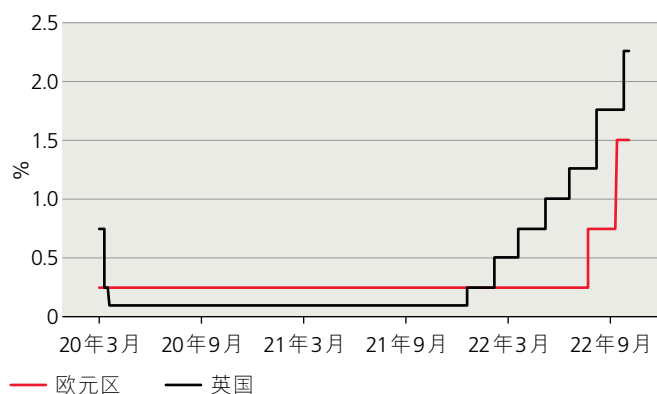
资料来源：彭博，数据截至2022年9月20日

欧洲及英国央行继续大幅加息

面对通胀高企及持续超出欧央行2%目标，欧洲央行于2022年7月启动11年来首次加息，并于9月进一步大幅加息，两次会议分别加息50及75个基点，以遏抑通胀及避免通胀预期失控。除加息外，欧洲央行推出了一项新的买债计划，名为「传导保障工具」(Transmission Protection Instrument – TPI)，容许欧洲央行购买其成员国发行的债券，以确保欧元区的货币政策能有效传导，防止高负债成员国的债息无序上升。随着欧洲央行认为未来一年欧元区通胀将显著高于目标，料将于未来会议尽快加息至中性，甚至紧缩水平，直至通胀回落至接近目标，加息幅度则取决于经济数据表现。

9月英伦银行会议一如预期将银行利率上调50个基点至2.25%，当中更有3名货币政策委员会成员投票支持加息75个基点。虽然新任首相卓慧思推出了冻结能源价格上限措施，短期内有助降低整体通胀压力，惟英伦银行预期10月份通胀率将进一步升至接近11%。再者，9月底卓慧思政府宣布「迷你预算」大幅扩大财政开支，包括取消上调企业税、降低基本税率及房地产印花税等。方案引发市场对英国政府财政可持续性的担忧，甚至可能进一步推高通胀压力，令市场预期英伦银行将于11月会议大幅加息，导致英国金融市场波动加剧。因此，为以遏制国债市场的波动，英伦银行宣布购买650亿英镑的长年期政府债券，并推迟启动减持政府债券的计划。

欧元区及英国政策利率



资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

欧洲经济受多重阻力困扰，经济步入衰退风险明显升温

展望第四季，欧元区经济步入衰退风险升温，能源供应受阻及紧缩货币政策成为困扰经济的主要因素。地缘政治紧张局势未见缓和迹象，俄罗斯天然气输送量大减将延长通胀高企的时间，并削弱家庭购买力及消费意欲。通胀持续高于政策目标，预期欧洲央行将加快加息步伐，企业财务及融资成本将进一步上升，对商业投资构成制约。若极端寒冷天气于今年冬季出现，能源供不应求问题将更为显著，大幅提高欧元区经济出现衰退的机会。市场预期2022年欧元区经济增长将达到2.9%，2023年则大幅放缓至0.3%。

英国方面，虽然首相卓慧思已宣布能源纾困计划及减税等措施，但英国经济仍受多项不明朗因素困扰，如通胀高企、政府债务可持续性、与欧盟关系及苏格兰可能举行第二次独立公投等，将削弱消费者和企业的信心。根据彭博9月份调查，市场预期英国2022及2023年经济将分别增长3.5%及收缩0.2%，前者较8月份调查高0.1个百分点，后者则大幅下调了0.7个百分点。



角力

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪

东亚银行财富管理处投资策略师 | 陈伟聪

东亚联丰投资团队



东亚银行财富管理处首席投资策略师 李振豪

角力

上季标题是《歌舞升平》，列为世界经济首次席的中美两国皆在第四季举行选举。美国总统拜登早已在俄乌战争争取外交曝光，下半年转战内政，包括堕胎法案、开放油储、打击通胀等尽得民心，民调急速反弹。中国在严谨的抗疫路上刺激经济，反弹未至但稳住跌势。南亚地区是中美交恶的受害者，经济及股市走势向好。上半季全球基本数据及预测不变下各地股市明显改善，个别指数反弹至年内跌幅50%黄金比率，呈现技术性逆转。结果与过去预测大致相若。

不幸地，下半季在美国、欧洲及英国财金官员一再倒戈现有政策及大幅修订经济预测后，本已消化大部份风险的股市再一次被打乱，避险情绪把美元推升至20年高位，一次过而且迅速地打垮所有资产。事件再次证明官员(不只一次)朝令夕改才是年内所有投资风险的核心，急功近利的决策、缺乏市场沟通、缺乏时间调配，最终酿成今天「人踩人」式股市跌势。过去多次强调目前人为操弄凌驾市场运作，已严重偏离技术分析范围。

本季标题是《角力》，比喻未来投资者好淡争持状态将会持续，各执一词，各据一方。理性与感性对峙中资金大幅流窜，形成急升急跌的大波动走势。疫情及战事驱使各国意识形态为先，自由经济引伸以市场力量主导及定价的投资环境逐渐褪色，彼此为经济设置各式各样的枷锁，甚至分道扬镳。本来畅通无阻的资金唯有绕道而行，增加成本同时降低效率。好比心血管长期窒碍及淤塞，最终影响健康(经济下滑)甚至生命危险(金融灾难)。

多项大型不明朗因素仍然盘踞股市，预测第四季各地股市仍然非常波动，大幅上落情况比比皆是，有危亦有机。敏捷而果断手法、确立而掌控投资期限、充裕而分注资金、倍加关注市场变化。火中取栗还是隔岸观火，将成为全球投资者两大阵营。

环球股市：未来将好淡争持

悲观：历史罕见的人心虚怯

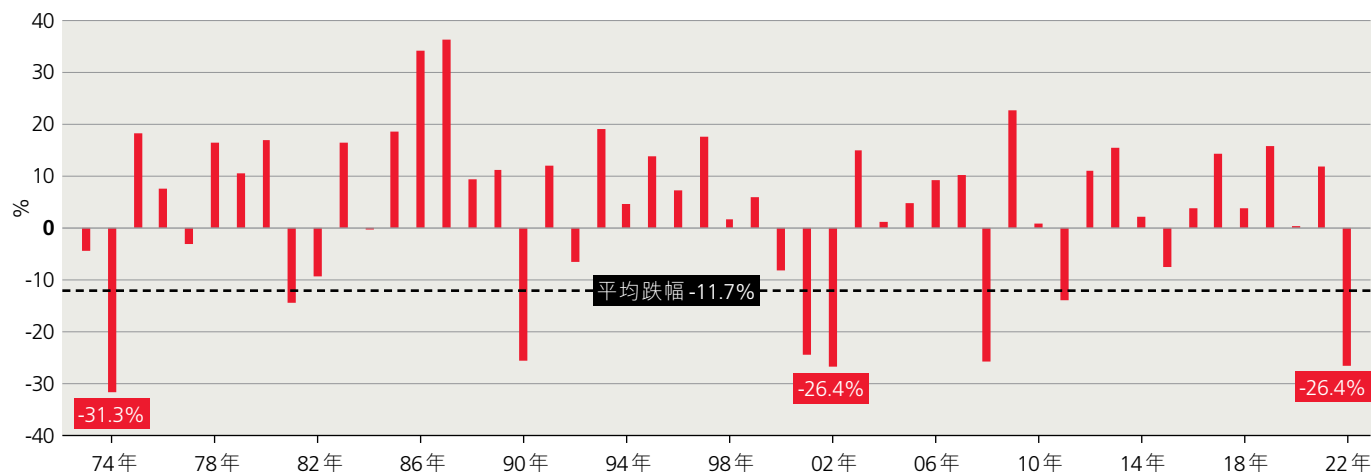
MSCI各地综合指数表现						
表现 (%)	全球	美国	欧洲	新兴市场	亚洲除日本	南亚(东协)
年初至今	-26.4	-25.7	-19.3	-28.9	-29.3	-16.1
第三季	-6.6	-5.1	-4.5	-12.5	-14.6	-3.0

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

目前环球股市正处于历史上罕见的恐慌状态，无情的抛售暗示技术性触底讯号(例如严重超卖和持仓极低)不再奏效。投资者引颈以待的近代救市英雄「美联储认沽期权」(Fed Put)未有出现。守株待兔者一个接一个失望地屈膝，变节后为极度悲观掩盖理智分析的跌市漩涡助燃。

过去50年，MSCI全球股票指数首3季表现负值出现15次(占30%)，今年首3季下跌约26%，是历年第二差，与2002年齐名，亦超过平均跌幅(约12%)约1.26倍。而今年只花了9个月便下跌超过25%，比过去50年平均须时约20个月少逾一半。

过去50年MSCI世界股票指数首3季表现



资料来源：彭博，数据截至2022年10月1日

股票

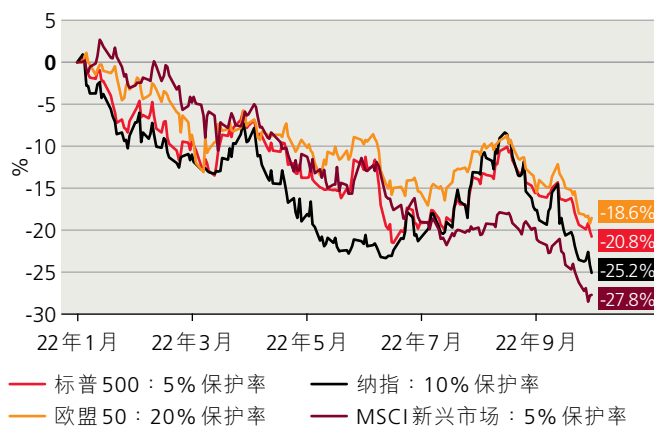
今年MSCI全球股票指数9月份跌幅约9.5%，是过去20年第三大跌幅。首次名分别是2008年(约负12.1%)及2002年(负11.1%)。

过去20年MSCI全球股票指数9月份表现			
年份	表现(%)	年份	表现(%)
2002	-11.12	2013	4.82
2003	0.48	2014	-2.88
2004	1.77	2015	-3.86
2005	2.47	2016	0.36
2006	1.07	2017	2.08
2007	4.61	2018	0.39
2008	-12.08	2019	1.94
2009	3.81	2020	-3.59
2010	9.11	2021	-4.29
2011	-8.85	2022	-9.46
2012	2.52		

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

具防守性的投资策略亦不能幸免，包括「保护性认沽期权」策略(Protective Put)年内表现令人失望，尤其新兴市场策略跌幅约28%。全球性股债配置亦告失手，所有配置比例跌幅皆超过20%。以对冲风险为目标的股债策略相对表现已经较好，但不论美国或全球性表现皆下跌近17%。

各股票指数之「保护性认沽期权」策略年内表现



资料来源：彭博，数据截至2022年10月1日

股债资产配置及风险平衡策略年内表现

全球性资产配置策略 (股票：债券)	表现(%)
10:90	-20.39
20:80	-20.89
30:70	-21.4
40:60	-21.92
50:50	-22.45
60:40	-22.99
70:30	-23.53
80:20	-24.08
90:10	-24.64
股票及债券风险平衡策略	表现(%)
股债对冲：全球	-16.95
10% 风险目标：全球	-25.62
股债对冲：美国	-16.88
10% 风险目标：美国	-24.49

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

悲观情绪忧虑各央行政策失误风险正在上升及欧洲战争升级的风险(例如北溪管道被破坏、俄罗斯不排除使用核武)，加上当指数失守非常关键的支持水平时，代表技术性触底讯号失效，暗示习惯于零利率期间的一切反弹一去不返，只有美元才是王道，因非美现金亦受汇率风险及购买力平价(PPP)下降所影响。

乐观：相反理论的信徒

CNN商业网站提供一项称为「恐慌与贪婪指数」(Fear & Greed Index)¹，透过7项衡量股市行为指标，包括市场动能、股价强度、股价广度、看跌期权和看涨期权、垃圾债券需求、市场波动和避险需求，以平均权重条件下，跟踪各指标与平均值的偏离程度而汇编。100代表最大贪婪，0代表最大恐惧。当中75以上及25以下分别是「极度贪婪」(Extreme greed)及「极度恐惧」(Extreme fear)。

¹ 见CNN商业网站，<https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>

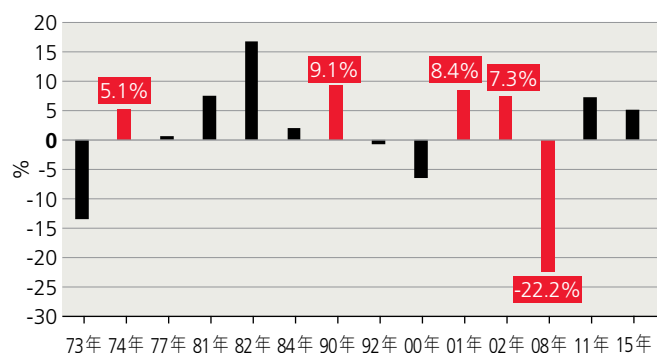
截至9月30日，指数值为15。年内最低及最高水平为3(5月12日)及68(8月12日)，反映8月中起股市由年内最亢奋急坠至极度恐惧的心态，但仍未达最低水平。当指数处于「极度」区域时，反映投资者受情绪及偏见主导，影响其作出理性决策，亦是相反理论信徒出手的机会。人弃我取是相反理论的核心之一，除了入市时机，亦须考虑投资期限及价值投资技巧等配合。

差劲的历史表现都是过去式，坚持并深入挖掘数据，结果可能是另一片天空。今年首3季全球股市表现失望，但翻看过往周期第四季表现，结果比想像中理想。

抽出过去50年首3季表现出现负值的年份共有14次，当中第四季正负回报表现比例为10比4次，即历史上首3季负值后第四季出现正值的机率高达71%，平均回报约1.9%，最佳及最差表现分别是16.6%(1982年)及负22.2%(2008年)。再分拆正负值年份的平均回报，分别是6.9及负10.7%，反映每当跌幅出现时将比升幅更大。

再抽出14次首3季表现录负值中跌幅超过20%的年份，共有5次，而该年第四季的平均回报为1.5%。当中正负回报表现比例为4比1次，即当首3季跌幅超过20%后第四季出现正值的机率高达80%，4次的平均升幅为7.5%。当中唯一跌市出现在2008年，跌幅为22.2%，与所有参数分析中最差结果相同。

过去50年首3季出现负值年份之MSCI全球股票指数第四季表现(红色为首3季跌幅超过20%年份)



资料来源：彭博，数据截至2022年10月1日

今年MSCI全球股票指数已下跌26.4%，以上结果预测第四季表现将是非常偏锋，大机率(高过70%)支持正回报及升幅稳定(约7至8%)。但一旦出现负值，结果将是再一次双位数跌幅。延伸分析，所有参数(首3季表现出现负值)及

浓缩参数(跌幅超过20%)中，最关键因子在于今天经济及投资环境是否如2008年般恶劣，「否」便应入市投资以获取平稳回报，「是」便应持盈保泰。

再分拆MSCI全球股票指数按月表现，今年9月表现是过去20年尾三。纵使如此，10、11及12月按月录得正回报率分别是65、70及70%，即不论季内哪个月份投入的机率相约近70%。回报率数据如下：

数据	10月	11月	12月
正回报年份次数	13	14	14
负回报年份次数	7	6	6
正回报年份平均回报(%)	4.5	3.2	3.1
负回报年份平均回报(%)	-5.2	-3.2	-3.0
全期平均回报(%)	1.1	1.3	1.3
全期最佳回报(%)	10.3	12.7	7.3
全期最差回报(%)	-19.0	-6.7	-7.7

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

数据显示按月升跌回报偏向对称，双方并无优势，亦在5%之内。全期最佳及最差表现却偏向乐观，升幅明显比跌幅大，反映第四季值博率较高。

价值投资技巧上，以往优质股份正处于或接近历史底价，便宜货多如牛毛，但重点在于投资期限(Investment horizon)。因价值投资建基于长线投资，短线炒作不在此道。历史上最差的环境总有过去的一天，如以年数去投资今天股市，长线下行空间相对可控。

震央：美股表现主宰环球股市

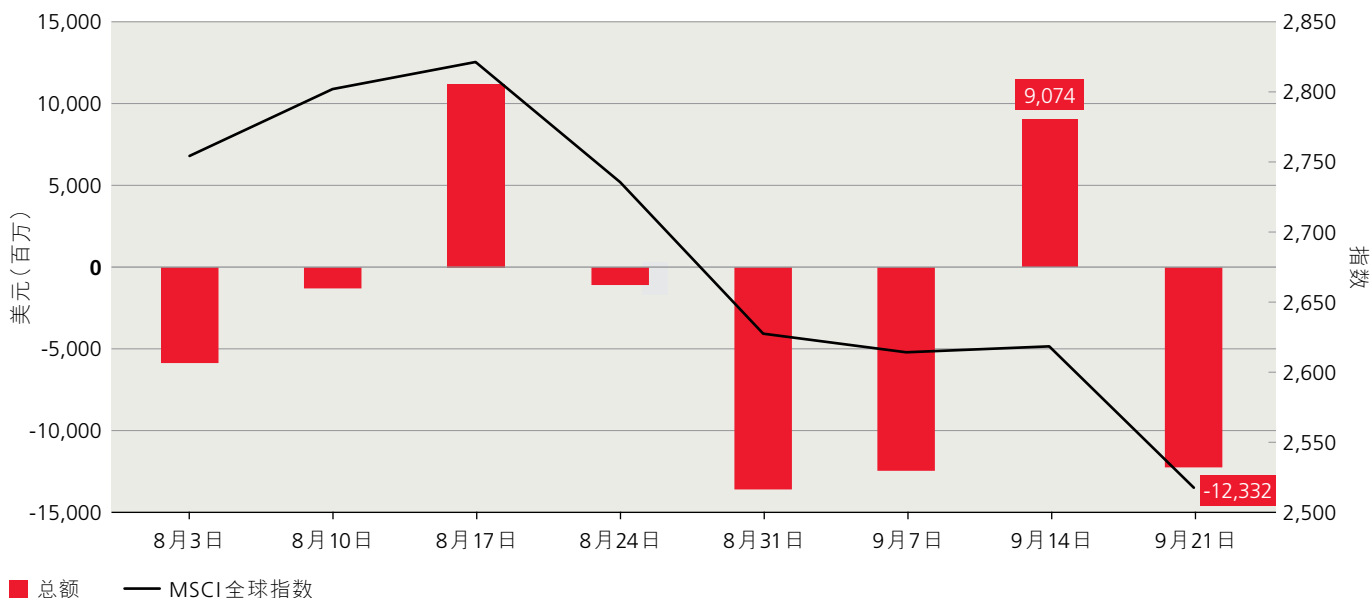
以上数据分析反映现时投资者心理上不安的核心及风险认知中划分两大投资阵营，当然资金流向更突显行动与心灵的矛盾。

美国投资公司协会提供每周在美国注册的基金及ETF资金流数据²，由8月3日至9月21日共8周录得资金净流出总量达约264.9亿(美元，下同)，当中只有两周录得共约203.5亿流入，反之其余6周流出总量达468.4亿，是流入量约1.3倍以上。而且走势显示每当录得单周流入后随之录得大幅流出，反映悲观阵营见反弹便趁势沽货。例如MSCI全球指数8月中起急跌，9月14日忽然录得单周超过90亿流入，反映乐观阵营力挽狂澜，不过翌周便立即录得约123.3亿流出，冲散对方乐观意志。

² 见美国投资公司协会商业网站，https://www.ici.org/research/stats/combined_flows

股票

美国注册基金及ETF资金净流量总额及MSCI全球指数



资料来源：彭博，数据截至2022年10月1日

数据中细分为投资于美股的「美国本土」及非美股的「环球」类别，再组合成「净流出」及「净流入」后显示：

- 全期16项数据(8周及两类别)中只有5项录得流入(占约31%)，反映悲观情绪主导市场；
- 不论净流入或流出，「美国本土」是「环球」类别流量的3至5倍，尤其当乐观阵营出手时皆集中流入美股。撇开本土偏好(Home bias)因素，反映环球股市兴衰关键在于美股之中。



以美国本土及环球分类下基金资金流量数据(美元, 百万)

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

资料来源：美国投资公司协会，数据截至2022年9月30日

美国股市：冷静与热情之间

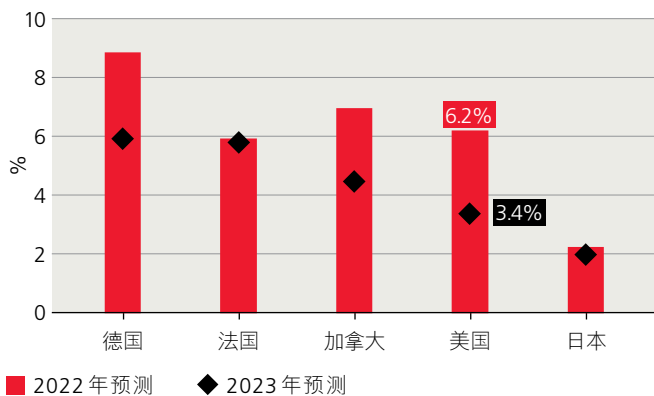
美国衰退迫在眉睫，有人辞官归故里，有人漏夜赶科场。好淡阵营各有理据，取决于个人投资技巧及风险承受能力。

加息与衰退：美联储将求仁得仁

历年10月份美股表现总是偏向两极，源于1929、1987及2008年股灾始于此，华尔街称为「厄运月」。但也被称为「熊市杀手」，意谓年内疲弱走势将在10月停止下跌。标普500指数过去20年按月数据显示，9月到10月走势逆转出现机率近55%，而且平均回报由跌转升幅度是所有月份中最大。如此分歧的昵称暗示传统上10月波动性偏高，另反映看好与看淡两大阵营的对峙，当中争论核心是美联储执意加息对打击通胀的成效，及美国财金官员政策是缓和还是根本导致衰退出现的元凶（详情可参阅《宏观策略》章节）。

经济合作暨发展组织(OECD)最新报告显示³，就算美联储「狂鹰」姿态仍不能在明年内解决通胀问题。预测今明两年美国通胀分别为6.2及3.4%，明年通胀明显改善，主因预测能源及食品价格显著回落，而且与经济下滑打击需求有关。但数字仍高于美联储2%目标，反映美联储将维持偏高利率水平。

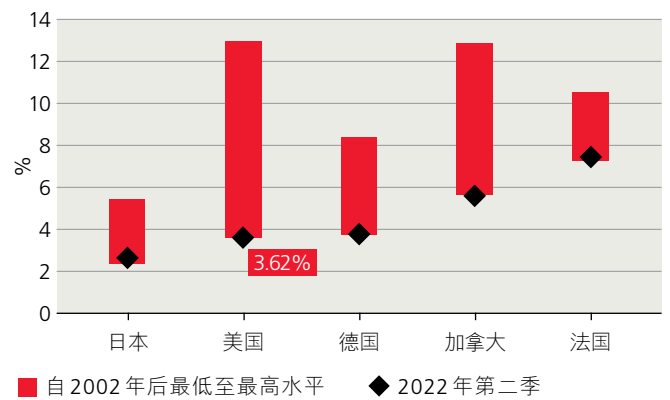
OECD 部份成员国通胀预测



资料来源：OECD，数据截至2022年9月30日

美联储主席鲍威尔在9月议息会议中预告没有无痛方案解决通胀，尤其经济预测中明年失业率由3.9%上调至4.4%，仿佛忘了早前公开表示就业市场处于健康水平的声明。市场认为他正仿效80年代沃克方案，希望透过失业去打击需求意欲，经济下滑后通胀自然回落。OECD提供的数据显示，欧美国国家目前失业率接近自2002年以来最低水平，反映决策者仍有大量空间实施「自残」式方案打击通胀。

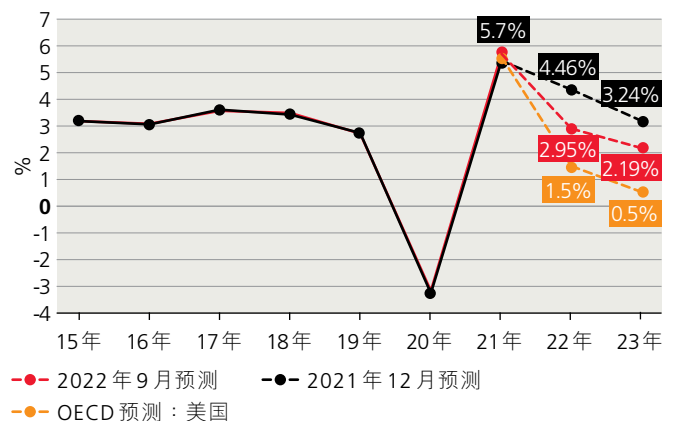
OECD 部份成员国之失业率



资料来源：OECD，数据截至2022年9月30日

鲍威尔能否打响如意算盘仍是未知数，但断送经济增长欲「求仁得仁」。早前美国各财金官员纷纷为衰退定义咬文嚼字（详情可参阅《宏观策略》章节），但OECD下修全球经济预测却替他们打脸。OECD预期成员国今明两年综合国内生产总值(GDP)增长皆向下修正，今年由4.46%下调至2.95%，明年由3.24%下调至2.19%。当中美国今明两年预测只有1.5及0.5%，比综合数字更低，比较去年5.7%更是惨不忍睹，暗示明年美国将立于衰退边缘。

OECD 成员国综合及美国 GDP 增长预测



资料来源：OECD，数据截至2022年9月30日

³ 见经济合作暨发展组织网站，<https://www.oecd.org/economic-outlook/september-2022/>

股票

以史为鉴：衰退前入市风险偏高

环球股市主要忧虑欧美市场将坠入经济衰退，甚至出现前所未有的极端环境。以史为鉴，抽取由1958年(共64年)有纪录的经济及股市数据，相信当中已涵盖历年战事、政策失误、天灾人祸等极端因素之影响。另外，「极端环境」设定为GDP低过64年平均值(3.0%)及核心消费物价指数(CPI)高过64年平均值(3.7%)，并须要连续3季或以上同时在同一季度出现。数据中只有1968、1973、1978及1989年曾经出现。

为求得「前所未见」的效果，把已抽出「极端环境」数据再分拆成超出两项指标的1及2个标准差(GDP及核心CPI标准差同时为约2.5%)。



今天悲观的投资者普遍预期下年中(非即时)才出现全球极端衰退。有见及此，紧接抽出以上各衰退案例前3个季度(非衰退当刻)，各美股指数表现作分析。结果如下：

年份	维持季度	极端程度	衰退前3个季度指数总表现(%)：		
			标普500	纳指	罗素2000
1968	9	1至2个标准差内	-5.9	不适用	
1973	8	超出2个标准差	-6.4		
1978	16	超出2个标准差	-0.9		
1989	10	1个标准差内	18.4	21.8	12.5

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

因为年代久远，纳指及罗素2000指数未能在首3次极端环境下提供数据，但标普500表现却清晰地显示在超出1个甚至2个标准差条件下，指数全线下跌，亦支持股市普遍先行于经济数据的论述。相反，预期经济及通胀风险可控下(1个标准差内)，美股3大指数反而向好。

因数据不足而剔除纳指及罗素2000指数，再就标普500指数衰退前3个季度数据分拆为按季表现，结果如下：

季度	按季表现(%)	季度	按季表现(%)
31/12/1968	1.2	30/09/1978	7.3
31/03/1969	-2.3	31/12/1978	-6.3
30/06/1969	-3.7	31/03/1979	5.7
30/06/1973	-6.5	31/03/1989	6.2
30/09/1973	4.0	30/06/1989	7.8
31/12/1973	-10.0	30/09/1989	9.8
包含所有数据分析结果：		剔除1989年数据分析结果：	
平均回报(%)	1.1	平均回报(%)	-1.2
最高回报(%)	9.8	最高回报(%)	7.3
最低回报(%)	-10.0	最低回报(%)	-10.0
正回报率(%)	58	正回报率(%)	44
负回报率(%)	42	负回报率(%)	56

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

结果发现当剔除 1989 年 (风险可控) 数据后, 分析结果出现逆转。虽然最低回报同样是负 10%, 但最高回报下降 2.5%, 反映值博率大减。平均回报及正负回报机率优势亦出现逆转, 即在衰退出现前 3 个季度的任何一季入市, 风险同样偏高。

衰退前仍有乐土

同样分析技巧套用在标普 500 行业分类时, 结果却并非如预期般不济。

行业分类数据由 1989 年 9 月起提供, 因此未能得出此日之前极端环境季度分析。另外, 因数据不足及为求保持其可靠性, 以下将上述 GDP 及核心 CPI 条件由「同时出现」修正为「其中一项出现」。结果有 8 个年份符合要求, 再抽出各年份之前 3 个季度的行业数据作分析。结果如下:



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

分析结果:

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

■ 该指标最佳表现首三板块

资料来源: 彭博, 数据截至 2022 年 9 月 30 日

股票

如从分析结果中各项目找出表现最佳首3位行业，例如最低回报中跌幅最少及正回报率最高，不难发现综合表现较佳(各项目中列为首3名次数最多者)分别是能源、医疗护理及原材料。

如再配合按季分析，结果如下：

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

■ 该指标最佳表现首三板块

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

同样透过综合表现中最佳3名分别是医疗护理、必需品及房地产。

最后把以上两个结果再合并，找出所有项目中列为首3名次数最多5个行业，由最多至少依次序分别是医疗护理、必需品、房地产、公用及能源。如引用今年8月15日美股出现急挫至9月30日收市恐慌性抛售作对比，当时表现最佳(跌幅最少)的5个行业分别是能源、医疗护理、必需品、金融及公用，当中4个与上文分析不谋而合。

如希望在市场「极端悲观」时投入韧性及潜力较高的行业，以上分析中5大行业可作参考。相反，如衰退风险并非上文分析中严峻，或希望透过目前急挫后作长线(以年数计算)投资，相信在相反理论中未来投资机会将比比皆是。

中期大选：选举结果影响轻微

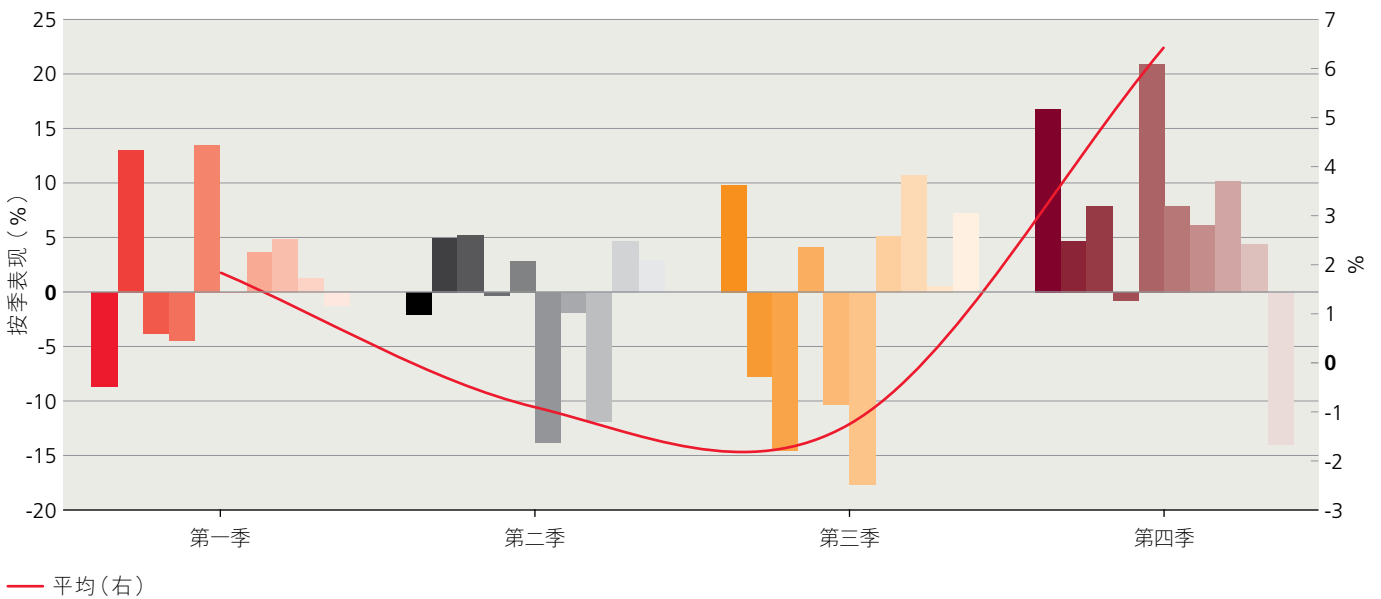
除了较中期的衰退因素外，期待已久的美国中期大选将在11月8日举行。过去3期季报已详细分析选举前美股走势及选举工程的影响。在此只重申一点，过去10次选举(共40年数据)中标普500指数平均按季回报显示，走势持续下跌至第三季触底，第四季表现急升至全年最佳水平。其他分析在此不再累赘。



数据上首3季表现与今年走势十分相似。进入第四季，延续上季分析再推演至选举结果的影响及其后美股走势。

过去10次中有9次选举结果是当届执政党落败，唯一胜出是2002年时任美国总统乔治 W 布殊所属共和党事后掌控两院(详情可参阅第一季《宏观策略》章节)。今天民调显示落后的拜登政府正急起直追，但市场普遍预测民主党将失掉参议院控制权，「蓝色浪潮」宣布结束。

过去10次中期大选年内标普500指数按季表现



资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

股票

今次同样引用过去10次选举中标普500指数表现，但以按月数据突显当中变化，另加上翌年1至3月表现作中线走势参考。详细数据如下：

年份	按月变化(%)					
	10月	11月	12月	翌年1月	翌年2月	翌年3月
1982	11.0	3.6	1.5	3.3	1.9	3.3
1986	5.5	2.1	-2.8	13.2	3.7	2.6
1990	-0.7	6.0	2.5	4.2	6.7	2.2
1994	2.1	-4.0	1.2	2.4	3.6	2.7
1998	8.0	5.9	5.6	4.1	-3.2	3.9
2002	8.6	5.7	-6.0	-2.7	-1.7	0.8
2006	3.2	1.6	1.3	1.4	-2.2	1.0
2010	3.7	-0.2	6.5	2.3	3.2	-0.1
2014	2.3	2.5	-0.4	-3.1	5.5	-1.7
2018	-6.9	1.8	-9.2	7.9	3.0	1.8
数据分析结果：						
正回报次数	8	8	6	8	7	8
负回报次数	2	2	4	2	3	2
平均回报(%)	3.7	2.5	0.0	3.3	2.0	1.7
最高回报(%)	11.0	6.0	6.5	13.2	6.7	3.9
最低回报(%)	-6.9	-4.0	-9.2	-3.1	-3.2	-1.7
正回报时平均回报(%)	5.6	3.7	3.1	4.8	3.9	2.3
负回报时平均回报(%)	-3.8	-2.1	-4.6	-2.9	-2.4	-0.9

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

数据分析反映：

- 不论结果，第四季出现正回报次数(机率)高达73%。而且10及11月正回报机率更高见80%，佐证上季分析选举前美股普遍「歌舞升平」。翌年首3个月正回报机率显示77%，全部6个月机率为75%，注意12月机率只有60%；
- 选举前平均回报约2至4%，但注意按月表现有递减迹象，12月更是零回报，相信与短期获利回吐有关。翌年表现一般，都是徘徊在2至3%之间；
- 最高及最低回报主要倾斜向正值，即两者绝对值普遍以正值较高，反映整体值博率较高，尤其翌年1月。唯一偏差是12月，结果倾向负值，相信与上述选举后获利盘有关；
- 正负回报时的平均回报结果与上述相若，两者绝对值普遍以正值较高。而且正回报时平均按月回报徘徊3至6%，负回报时则介乎2至4%，反映整体值博率较高，同样只有12月风险较高。

以第四季及翌年第一季度比较，再剔除2002年数据后分析选举结果影响，数据如下：

项目（所有年份）	第四季	翌年第一季度
正回报率（%）	73	77
负回报率（%）	27	23
正回报时平均回报（%）	4.2	4.0
负回报时平均回报（%）	-3.8	-2.1
项目（剔除2002年数据）	第四季	翌年第一季度
正回报率（%）	74	81
负回报率（%）	26	19
正回报时平均回报（%）	3.9	3.8
负回报时平均回报（%）	-3.5	-2.1

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

剔除2002年数据以反映执政党落败的预测，结果显示整体正回报率都上升，尤其翌年第一季度由77升至81%。第四季正负回报时平均回报彼此同样下调0.3%，反映选举结果没有影响平均回报的偏向性，唯一影响是翌年第一季度正回报时平均回报下跌了0.2%，负回报数据不变，反映执政党落败轻微影响明年部署。

过去40年执政党胜出唯一参考是2002年数据，10及11月升幅明显较平均值高，但由12月至翌年第一季度表现却持续低于平均值，反映选举前「歌舞升平」换来往后多月表现低迷，亦是执政党在选举前好大喜功后社会付出的代价。

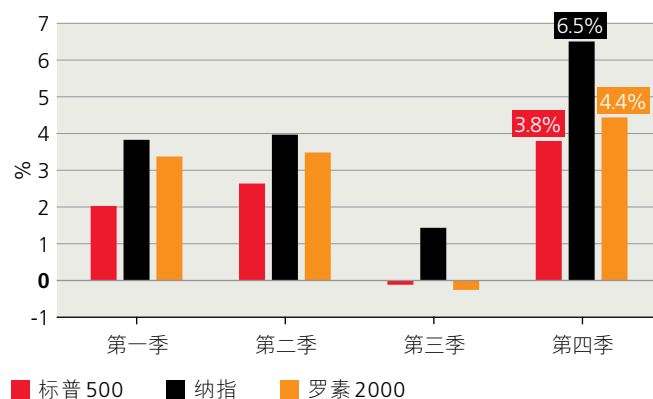
综合分析，选举前入市的正回报率及整体回报率较高，风险最高在12月，而翌年表现则视乎选举结果。

量化分析：极端环境下指数按季表现

后市的质化分析不外乎地缘因素及经济危机（详情可参阅《宏观策略》章节），当中由心理或情绪带动投资决定。量化或理性分析则建基于数据及历史循环，反映投资者潜行于心的决定。在此暂时放下好或淡、乐或悲等「二元法」取态，用数据说话。

美国3大指数分别代表不同市场特质，标普500属大型经济主流股份、纳指属新经济增长型股份及罗素2000代表中小企但潜力较高股份。由1972年至今年第三季数据显示（共50年），第四季平均表现是年内最佳一季，3大指数按季平均回报分别约3.8%、6.5%及4.4%。

过去50年美国3大股票指数平均按季表现



资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

同期数据中抽取连续最少3季下跌为极端环境案例，3大指数共出现13次，最长纪录出现在2008年，标普500指数由当年第一季持续下跌至翌年第一季度，共5季跌幅约40%。其次数据如下：

指数	连续出现下跌年份	连跌季数	期内跌幅 (%)	期后一季表现 (%)	
标普500	1974	3	-32.4	7.9	
	1983	4	-7.8	8.4	
	2000	4	-20.2	5.5	
	2002	3	-28.9	7.9	
	2008	5	-39.7	15.2	
	以上平均			-25.8	9.0
	2022	3	-20.9	?	
罗素2000	1983	4	-14.6	0.2	
	2007	3	-14.6	5.7	
	2008	3	-37.8	20.2	
	以上平均			-22.3	8.7
	2022	3	-19.6	?	
纳指	2000	4	-58.2	16.3	
	2002	3	-42.7	18.2	
	以上平均			-50.4	17.3
	2022	3	-26.1	?	
平均连跌季度				3.5	
期内总平均跌幅 (%)				-28.0	
期后一季总平均表现 (%)				10.6	

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

股票

分析结果显示，3大指数同时出现连续3季下跌是历来首次，确立今天状况属极端性。但3大指数年内跌幅皆未达过去各指数的平均跌幅，更全部低过总平均值。

虽然纳指年内跌幅只达平均值约一半，但可参考案例唯一是科网泡沫爆破，与今天质化因素有明显差异。预期标普500及罗素2000指数未来仍有下跌机会但空间不大，而且跌势预期最多延续多一季，毕竟只有2008年金融海啸才出现历史上唯一「5连跌」，当时市场过度自满与今天严阵以待截然不同。灾难往往发生在疏于防范，今天并非如此。

再分析连续跌市后的下一季表现，3大指数皆出现反弹，而且呈现跌幅愈大反弹幅度愈大的可预期结果。其总平均回报约10.6%，以今天跌幅不及过往，预期就算出现反弹亦将在单位数之内。

量化分析：债息及美元指数主导后市走势

是次风险实源于美国为打击通胀而持续加息，令美元指数急升导致非美货币急挫。欧美12个月内出现衰退机率上升，引发避险资金流入美债，最终属风险资产的股市年内持续下跌。

再集中年内数据（截至9月30日，总交易日数为188日），相关系数分析结果如下：

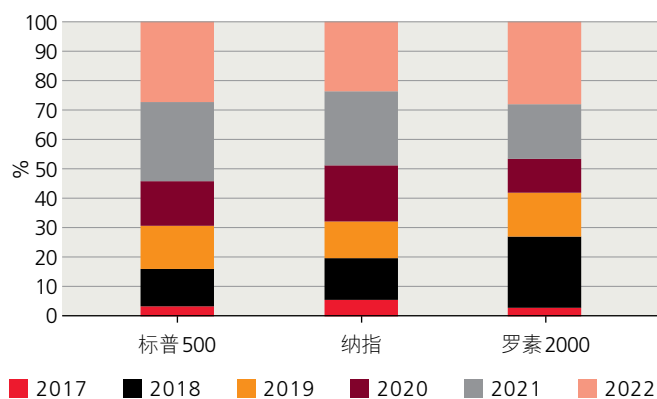
分析项目	标普500	纳指	罗素2000	平均
负值日数	122	134	120	125
占总交易日数比例(%)	65	71	64	67
20天相关系数低过0.7之日数	46	53	48	49
占总交易日数比例(%)	24	28	26	26

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

数据显示3大指数首3季出现负值日数平均占比高见67%，当中20天相关系数低过负0.7（严重背驰）更有26%，尤其纳指（28%），即超过四分之一交易日3大指数严重受制债息走势。更甚是由8月29日至9月30日，3大指数全部交易日皆超过负0.7，最高更见负0.95。

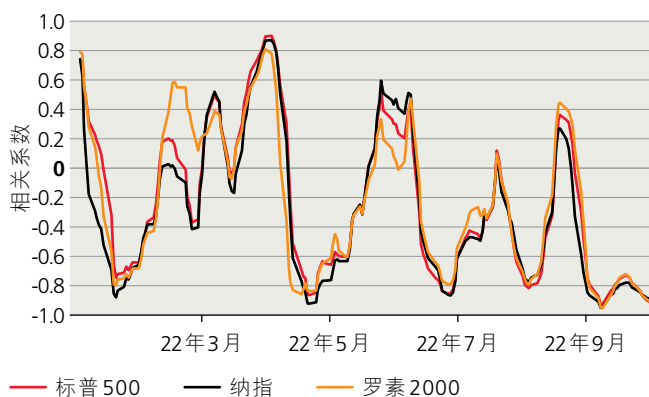
过去5年，标普500、纳指及罗素2000与美国10年期国债收益率之20天相关系数出现负值总日数分别是499、567及430日，占5年共1,255个交易日分别是36、45及34%，看似关系性不高。但拆开每年计算，发现近最近两年负值日占总数皆约50%，反映最近两年指数与债息走势背驰情况急遽上升。

美股指数与美国10年期国债收益率之负20天相关系数占比



资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

美股指数与美国10年期国债收益率之20天相关系数

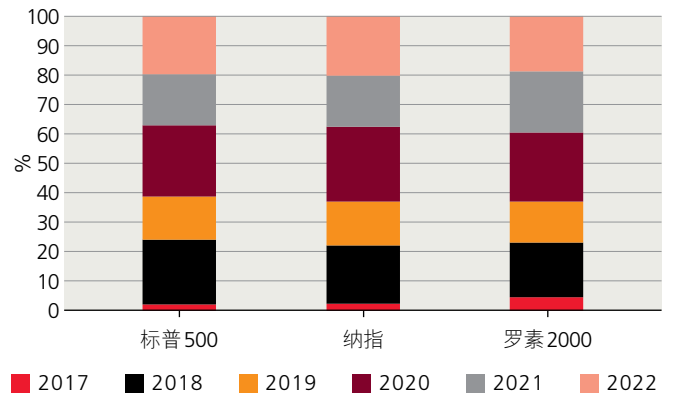


资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

美联储有意年内把目标利率推升至4.4%，以今天3.25%计算，暗示11及12月料共加息125点子。透过回归分析，再加125点子后，预测届时美国10年期国债收益率将处于4.1%以上(可靠性近83%)(债息分析，详情可参阅《债券》章节)，暗示年内美股仍有下跌机会，但债息上升之影响力将递减。

同样分析技巧套用在美元指数，标普500、纳指及罗素2000与美元指数之20天相关系数出现负值总日数分别是855、801及889日，占5年共1,255个交易日分别是68、64及71%，关系性偏高。拆开每年计算，同样地最近两年数据占总数约40%，反映最近两年指数与美元指数走势背驰情况明显上升。

美股指数与美元指数之负20天相关系数占比



资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

再集中年内数据(截至9月30日，总交易日数为188日)，相关系数分析结果如下：

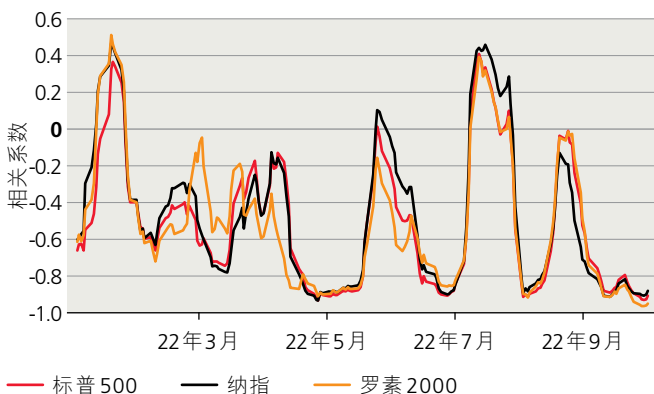
分析项目	标普500	纳指	罗素2000	平均
负值日数	169	162	167	166
占总交易日数比例(%)	90	86	89	88
20天相关系数低过0.7之日数	73	77	70	73
占总交易日数比例(%)	39	41	37	39

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

数据显示3大指数首3季出现负值日数平均占比高见88%，当中20天相关系数低过负0.7(严重背驰)更有39%，纳指仍是最高(41%)，近4成交易日3大指数严重受制美元指数走势。早在7月28日至第三季末，3大指数全部交易日皆超过负0.7，最高更见负0.96，比债息影响更早(8月29日)更深。

同样透过回归分析，就算年内美联储再加125点子或债息升穿4%，届时美元指数的合理水平应是约100水平(比9月份普遍110或以上水平为低)，但可靠性却只约50%，反映联邦利率或债息直接影响美元指数走势的力量不足，暗示美股仍对美元指数走势非常敏感，但内在原因已与美国利率关系不大。

美股指数与美元指数之20天相关系数



资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

估值：下修将带来另一次市场调整

第四季将公布第三季业绩，相信未如理想的盈利表现已大部份在9月美股调整时计入。但当美联储9月会议中上调年内目标利率及向下修正经济预测后，美股估值迫不得已再次被向下修订相信是各分析员的共识，问题只是修订幅度多寡而矣。

股票

每股盈利的修订普遍在经济数据公布之前大约6个月至1年出现，因此股价通常先行于实际经济环境。参考彭博提供数据，未来12个月盈利预测增长仍是双位数，与美联储及再下一个财年预测大相径庭，未来可能出现低单位数甚至负值，指数随之下滑亦属正常。如长期增长率都被下调，计算上指数跌幅将更大。

过去30年3大指数平均市盈率分别为17.7(标普500)、23.7(纳指)及28.7倍(罗素2000)，反映纳指及罗素2000现股值相对便宜。而平均市账率分别为3.1、4.6及2倍，只有罗素2000现水平低过平均值，余下两项指数估值仍然偏高。

价值投资亦受当时投资气氛影响，料下修完成后才是较佳入市时机。

彭博综合分析预测3大指数估值数据

估值指标	预测每股盈利增长率(%)		
每股盈利(美元)	未来12个月预测	再下一个财年预测	长期增长率(%)
标普500	14.38	4.30	11.07%
纳指	16.78	7.25	25.44%
罗素2000	不适用	8.89	不适用
市盈率(倍数)	未来12个月预测	再下一个财年预测	
标普500	16.21	15.54	
纳指	20.41	19.04	
罗素2000	18.94	17.4	
市账率(倍数)	未来12个月预测	再下一个财年预测	
标普500	3.55	3.21	
纳指	5.62	4.92	
罗素2000	1.61	1.45	

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

综合以上所有分析，美股首3季出现大跌，但透过不同极端环境分析后，预期第四季将出现技术性反弹，加上中期大选前夕美股普遍向好，配合看好资金入市，升幅将是吸引的。但财金决策者坚持抉择，基本层面不确定性持续转差，及受制于债息与美元走势，当盈利下修时，3大指数将迎来另一次压力。最终各指数走势还看冰火交战中彼此较劲。

投资者抉择火中取栗还是隔岸观火，须了解个人投资技巧及风险承受能力。



东亚银行财富管理处投资策略师 陈伟聪

香港及内地股市展望 — 静待黎明

市场基本面仍受内外夹击，宜静待熊转牛转换点

第三季中港股市表现惨不忍睹，恒生指数、恒生科技指数、上证综合指数及沪深300指数分别下挫21、29、11及15%，表现远逊欧美及亚洲其他主要市场。归根究底，期内港股和A股市场备受内外因素夹击。外围方面，美联储加息力度远较预期激进，导致美国国债孳息率飙升，而人民币汇价急转直下下跌穿7算，在港上市的中资股份首当其冲。恒生指数几乎复制2019年第三季及2020年上半年人民币汇价跌破7.0水平的下跌行情。美国无风险利率抽升，亦加剧一众概念性增长型股份的「杀估值」压力。国内方面，新冠疫情此起彼伏，成都、深圳等重点城市先后大规模封控，窒碍经济复苏之路，令各大券商下调中国全年经济增长目标，企业盈利预测往下修订也在所难免。期内恒生指数及沪深300指数的2022年每股盈利预测分别下调6.7及1.3%。此外，台海局势烽烟四起，俄乌战事酝酿升级，以及愈趋紧张的中美关系持续为中港市场增添阴霾。当整个大环境未见根本性转变下，预料第四季初期港股和内地股市仍然荆棘满途，惟黑夜尽头必见曙光，以下几项因素可能随时成为股市由熊转牛的转换点，中长线投资者可伺机部署，静待黎明出现时赚取回报。

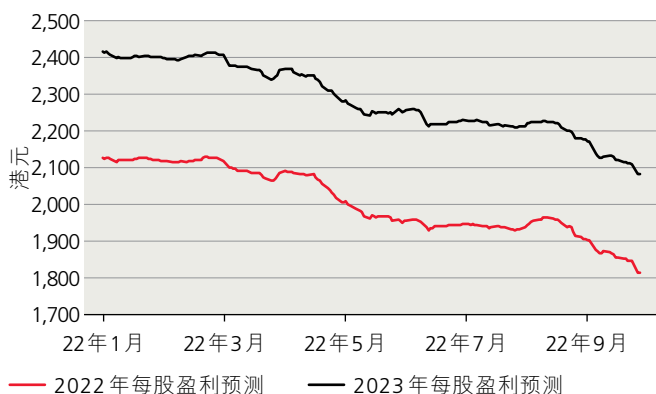


过去10年恒生指数及人民币汇价走势



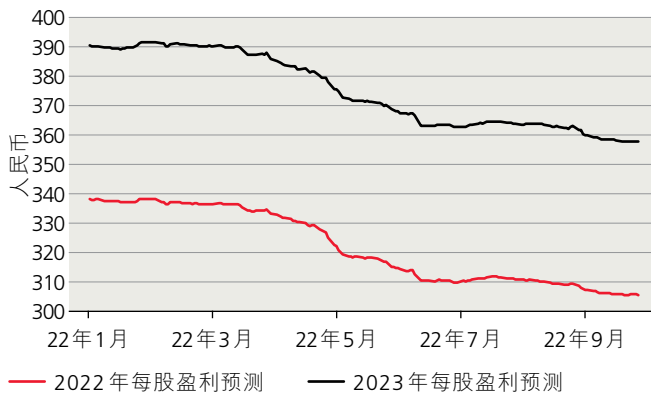
资料来源：彭博，数据截至2022年9月27日

年初至今恒生指数盈利预测趋势



资料来源：彭博，数据截至2022年9月27日

年初至今沪深300指数盈利预测趋势

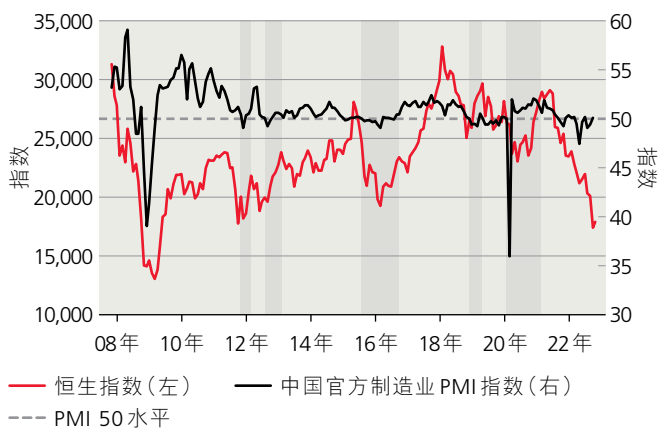


资料来源：彭博，数据截至2022年9月27日

中央多管齐下稳增长，二十大后可望回暖

中港股市向来受内地政策主导，每当宏观经济数据出现严重滑坡，往往是中央政府大刀阔斧推出逆周期刺激政策之时，股市见底就不远矣，甚至是触发新一轮牛市的契机，可参考2011、2012、2015、2018及2020年的行情。

2007年至今恒生指数及中国制造业PMI指数走势



资料来源：彭博，数据截至2022年9月27日

股票

年初至今，内地经济再度面临重大挑战，而稳增长措施自7月初以来加快落地，包括延续新能源车免购置税期限、推出多项购车补贴及税务减免、新增超过6,000亿（人民币、下同）政策性开发性金融工具投放额度力挺基建投资、促进平台经济健康发展等。此外，中央亦多管齐下化解房地产市场风险，例如要求地方政府成立纾困基金保障楼房项目交付、放宽国企及优质民企境内发债限制，以及于多个城市松绑限购限贷等调控措施。货币政策方面，人民银行明确表示要求金融机构增加对实体经济的贷款投放，并引导实际融资利率稳中有降，8月份便将1和5年期贷款市场报价利率（LPR）下调5和15点子。以上措施于过去数月密集出台，相信可于第四季逐步传导至实体经济，企业盈利的下行压力有望缓和。

当然，中共「二十大」召开在即，由于现时主理内地经济环节的领导班子预计将卸任，而继任人选不明朗，会议前国务院颁布经济提振政策的力度料趋缓，市场反应暂会较冷淡。相信随著新一任经济班底揭晓，稳增长、托楼市的政策将加码推出，关键时间点或会在12月举行的中央经济工作会议，中港股市或可渐入佳境。受惠国策的板块如国潮品牌消费、汽车、新能源、电力设备、军工及基建建筑等，届时可多加留意。更进一步的是，若然目前相对严格的防疫封控标准能稍作调整，甚至适时重新对全球开放，这对处于漫长黑夜的中港股市来说该是破晓之时。

香港与国际通关如火如荼，本地相关板块续估值重估

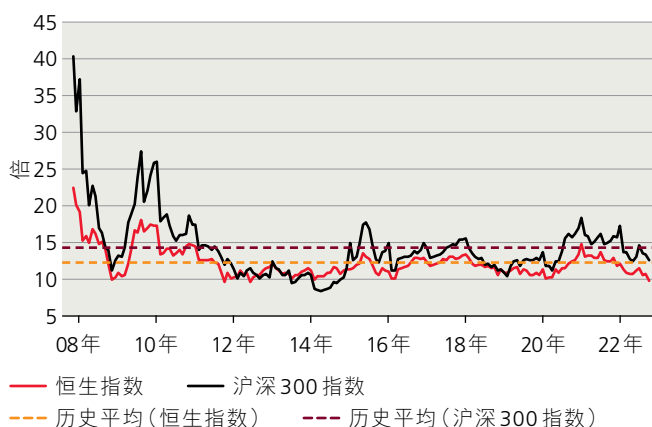
港府9月下旬宣布取消入境人士酒店检疫限制，改为实施「0+3」措施，另外访港旅客登机前可以快测代替核酸检测要求，并取消未完成接种疫苗香港居民不能登机返港限制。以上措施于9月26日正式落实后，料可吸引商务活动、文娱活动及大型体育项目今季逐步回流香港，经济活动有望重拾增长。对本地业务为主的银行、保险、零售、餐饮、酒店、交通运输、地产租务等行业来说，可谓久旱逢甘露，中线存在业绩复苏及估值重估的空间。然而，环顾亚洲主要经济体如日本、新加坡等接近完全通关，香港现阶段防疫政策的调整仍然保守，例如3天「黄码」到店堂食限制，对休闲为主的旅客仍然吸引力欠奉，故港府何时放宽至「0+0」、取消限聚令、恢复餐厅酒吧通宵营业等，是另一关键。

此外，由于国内依然维持「动态清零」防疫方针，香港要与内地完全通关似乎不是朝夕之事，且观望内地「二十大」后的政策变化。始终疫情前内地游客占访港总旅客的比例超过75%，对香港零售、酒店行业的贡献更是举足轻重，假如有关当局释出放宽通关意向，届时就是本地消费、收租、航空和酒店板块的真正复苏之时。

估值已跌至历史洼地，静待向上重估催化剂

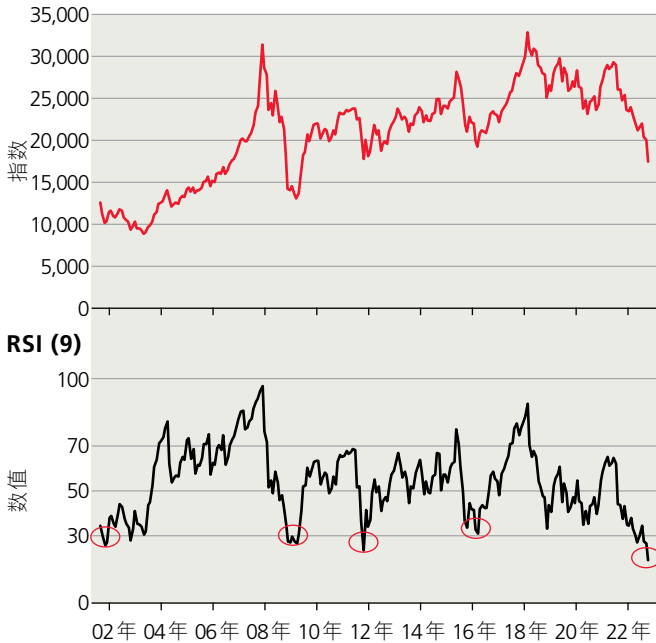
以估值角度分析，恒生指数及沪深300指数目前的2022年预测市盈率分别为9.5及12.5倍，较过去15年平均市值折让22及12%，亦较过去数次熊市的低点相差无几，现估值该已反映大部份上文提及的负面因素，以中长线价值驱动资产配置角度而言，港股吸引力正初步浮现。只要第四季没爆发极端黑天鹅事件，相信港股和A股指数进一步下行的空间有限。当然，要令估值显著向上重估，市场还需要更强烈的催化剂。例如1)中美审计协议顺利执行；2)国内房地产提振政策加码出台，大型财困房企能有序进行债务重组；3)中美紧张关系缓；4)美国通胀回落，美联储释出息率将见顶讯号。

恒生指数及沪深300指数预测市盈率



技术走势分析，目前恒生指数日线、周线及月线图之相对强弱指标(9期)(RSI)分别已跌至18、20及19水平，均属严重超卖，过去20年恒指月线RSI更从未跌穿22水平，每次跌至30水平下方时均已属熊市尾声，后续反弹或转势回升的幅度相当惊人。今回港股会否复制过往行情绝处逢生，拭目以待。

过去 20 年恒生指数走势图



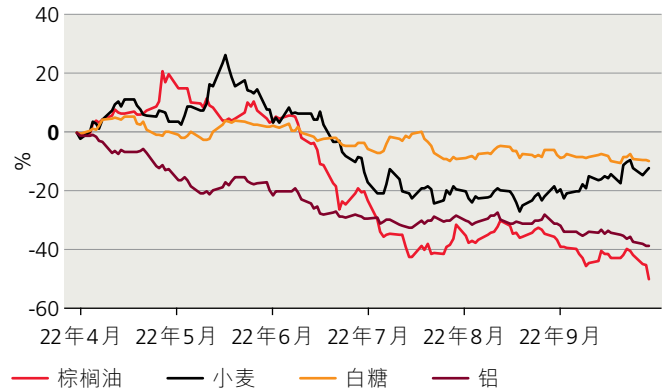
资料来源：彭博，数据截至2022年9月27日

板块分析：必需品消费 — 食品饮料

今年初俄乌战事爆发导致环球大宗商品价格飙升，国内食品饮料行业首当其冲，上半年各细分领域(如乳品、方便面、樽装饮品、啤酒等)龙头品牌之毛利率几乎全线收缩。然而，随著主要原材料和包装品(例如棕榈油、小麦、白糖、原铝、PET粒子等)的期货价格已从上半年高位大幅下调，加上享有早前产品加价的优势，意味企业毛利率可拾级回稳。再者，国内居民对日常饮食的要求正不断提升，尤其注重产品品质和保健，正好造就龙头食品企业加速迈向高端化，以提升盈利能力。

即使内地防疫政策短期内未有大幅松绑空间，但随著检测技术越趋成熟，以及与稳增长目标拿捏平衡之下，后续的封控范围、时间可望作进一步调整，对消费面的边际影响料大不如前。一般来说，食品饮料的消费需求在经济不景时展现出较强韧性，全国首8个月社会消费品零售总额同比增长0.5%，惟粮油食品、饮料这两类的销售额却上涨9.2和7.2%，因此这个板块某程度上是市场资金于经济下行周期下的避风港。整体我们较看好乳品、啤酒、饮品和方便面的龙头品牌企业。

4月至今食品饮料主要原材料价格变化



资料来源：彭博，数据截至2022年9月27日

板块分析：中资电讯

根据内地工信部数据，今年首8个月3家基础电信企业移动数据业务收入4,390亿元，同比增长0.5%，明显较过去数年减速。无可否认的是，经过近4年的快速冒起，国内目前的5G渗透率已上升至58%，行业虽未算得上是完全饱和，惟移动业务高增长的时代已经告一段落。同时，国内近年提倡数字经济基础设施升级，今年初国务院印发《十四五数字经济发展规划》，文件明确要加快企业数码化进程，并须加强建设信息网路基础设施，中资电讯板块顺理成章地成为政策下的受益者。综观上市企业年报，内地电讯龙头企业最近两年的收入增长引擎已转移至面向企业客户的产业互联网新业务，例如云计算、大数据、互联网数据中心及物联网业务，预期未来数年的增长空间依然庞大。

此外，中资电讯股成为今年熊市之中的逆市奇葩，三大龙头录得0至21%的收益，除了业务稳定并相对免疫于环球加息及地缘政治事件之外，企业管理层承诺增加派息比率和股份回购亦是一大催化剂。以9月27日股价计算，三大龙头电讯股的股息率高达8.4至12%，较不少传统公用股还高，属波动市中的避险首选。



板块分析：非必需消费 — 汽车

今年4至5月国内长三角地区多个城市因疫情爆发而严格封控，导致汽车行业于产销两端均出现悬崖式下滑。随著上海于6月解封，供应链和整车生产线全面恢复，同时中央接二连三推出利好政策，包括针对价格低于30万人民币的低排量乘用车实施购置税减半徵收、增加主要城市汽车发牌数量、鼓励地方政府推出置换新能源车补贴等，促进汽车消费之效果立竿见影。根据乘联会数据，今年6、7和8月份全国乘用车销量同比增长23、20和29%，成功扭转4月和5月的-36和-17%。

今年国内新能源车市场尤其炽热，根据乘联会数据，1至7月全国新能源乘用车零售销量同比增长120%，截至7月底，新能源车的市场渗透率提升至26.7%（去年同期：14.8%），提前实现中央订下2025年渗透率升至25%之目标。事实上，市场一直看好新能源车行业的基本逻辑依然未变，例如国策扶持、油价高企、产能持续释放等，长线来说此产业价值仍有高度的释放空间。

然而，对于一些正在酝酿的风险因素却不可掉以轻心，其中之一是产业内部竞争不断加剧。由于内地新能源造车行业的准入门槛并不高，特别是15万元以下的中低端车型，车企不容易建立强大经济护城河，后起之秀往往能靠著「烧钱式」投资去抢夺市场份额，上市车企销量和定价正面临严峻考验。我们对汽车板块之看法属谨慎乐观，惟致胜关键在于选股，可重点配置符合以下四大元素的车企：1) 高端车型（35万元以上）销售占比较高；2) 新产品订单理想及产能爬坡快；3) 新能源车市场份额持续增长；4) 维持正数经营现金流。

中国及亚洲股市展望

概述

- 市场继续在通胀高企和经济衰退忧虑之间拉锯，短期缺乏刺激
- 「增长型」股份于利率趋稳时，可受惠于资产配置而反弹
- 受惠商品价格高企，看好澳洲和印尼商品出口行业
- 对中国内地整体维持审慎，但受惠结构性增长的企业值得留意

市场资金充裕，提早为利率趋稳时部署

环球市场在通胀高企和经济衰退两大忧虑牵引下持续波动，直至明朗化之前，东亚联丰对股票持「中性」态度。虽然市场短期缺乏利好因素，对前景感悲观，事实上投资者资金充裕，静待机会。年初至今，市场调整的幅度，很大程度已经反映疲弱的宏观经济和地缘政治的负面因素。因此，我们相信当通胀和美国债息稳定下来。环球经济和公司盈利较为清晰时，市场情绪和估值有机会得到大幅改善，资金将回流入市。

防御性高，具长期结构性增长能力或受惠高商品价格的板块有优势

面对经济放缓，防御性高的股份，能产生强劲现金流和盈利清晰度较高的行业都被看好，例如能源、必需品和电讯等。低碳经济是各国长远目标，加上市场对可再生能源、电动汽车锂电池等领域需求殷切，是商家必争之地。无论经济前景如何，各国以至相关企业，都不会停止投资领域。与此同时，受惠价格高企和供应紧张，商品和原材料股可以作为对冲通胀的板块。投资团队预计，随著息率走势趋稳，债券收益率下降，对息率走势敏感的「增长型」股份将由2021年底大幅跑输「价值型」股份的不济表现中反弹。而资讯科技股份业绩可能已经见底，一旦利率稳定，板块有望回升。

亚洲基本面相对平稳，通胀压力较温和

鉴于商品价格从高位稍为回落、供应链改善加上经济放缓令整体需求回软，环球通胀增速稍微放缓。然而，通胀仍维持高水平，远超大部分央行可接受的程度。美国联储局主席鲍威尔明言，尽管经济可能出现衰退，但在通胀降至2%之前，不会放慢加息步伐。因此，美国经济增长受阻只是时间和程度的问题。

不过在亚洲，各国面对的经济状况与挑战则各有不同。美国联储局调高利率后，虽然一众国家例如澳洲、马来西亚、新加坡和南韩等跟随，但通胀压力较成熟市场温和，经济亦相对稳健。以南韩为例，该国是全球率先实现利率正常化的国家之一。

自从去年8月，南韩先后7次加息，最近一次在8月加息幅度已由7月份的50点子回落到25点子，规模渐趋正常化。南韩政府更表示，会以其他手段代替大幅度加息以控制通胀。另外，受惠煤炭和棕榈油价格高企，印尼股债市场表现一直不俗，股市年初至今升幅已接近10%，该国第二季度经济较上季度增长3.7%。印尼于过去一直没有跟随美国加息，但于8月亦不敌通胀压力，息口向上调整25点子。煤炭价格高企也有利支持澳洲经济持续增长，第一及第二季经济数据均分别按年上升3.3和3.6%。

澳洲储备银行商品价格指数



(特别提款权2020/21平均=100，对数尺度)

资料来源：澳洲储备银行，数据截至2022年9月

至于中国，政府没有为今年经济增长定下具体目标，但中央希望透过货币政策，加上财政措施去支持受防疫政策窒碍的经济活动。同时为稳定经济以及支持人民币汇价，9月初政府把外汇存款准备金由8%降低至6%，是今年第二次。不过中国房地产「烂尾楼」危机持续发酵，拖累中资银行股和内房股，打击市场信心及投资情绪。



股票

亚洲商品出口国受惠

东亚联丰相信能源板块可持续造好。尽管商品价格有所回落，但仍处于高位，有利印尼和澳洲商品出口国。

外围大幅波动时，印尼市场相对平稳。经济基调良好、货币稳定、制造业采购经理人指数持续扩张，加上受棕榈油和煤炭价格上涨，贸易顺差创历史新高。印尼一直没有跟随外围加息。直至7月份通胀按年升4.94%，央行于8月才加息25点子，相比其他国家，加息步伐温和。受惠商品出口带动，该国第二季经济增长按年上升5.4%。棕榈油和煤炭为印尼主要出口商品，两者价格均受俄乌冲突而大幅攀升，有助商品出口商提升现金储备。

高煤炭价格同时有助澳洲商品出口企业。澳洲纽卡斯尔煤炭期货于今年3月份创新高，升至每吨440美元。纵使之后有所回落，价格仍高于每吨400美元。相比在过去十年，售价仅为每吨50至120美元。价格高企是由于俄乌战事严重影响供应，需求持续旺盛。加上欧盟随后禁止进口俄罗斯煤炭，迫使许多欧洲国家向远在澳洲等地采购燃料。冬季来临，加上俄罗斯无限期暂停通过北溪管道向欧洲输出天然气，欧洲将要改用煤炭作为燃料，因此对亚洲煤炭的需求可能会进一步飙升，市场紧张情况可预期延续至明年以后。

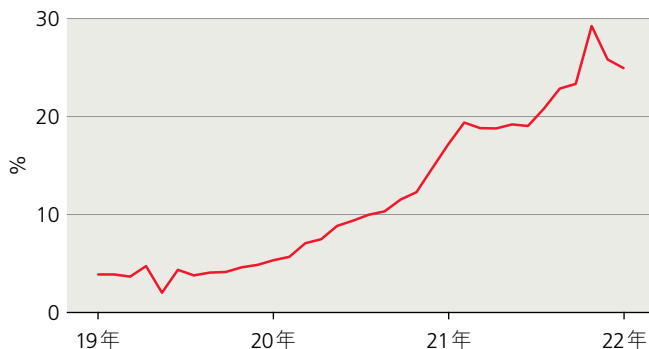
具结构性增长潜力的中国企业看高一线

中国经济复苏步伐将取决于防疫政策，及促进经济政策的落实速度。中央较早前在政治局会议表明，国家经济增长目标将「保持在合理区间增长」，因此市场对重大刺激经济措施出台的期望已经消退。加上，中美就台湾问题的紧张局势等均窒碍投资者信心。另外，基于中美货币政策分歧继续扩大，市场预期人民币兑美元会持续疲弱。

中国「烂尾楼」项目从200个增加到7月底的300多个，业主集体停缴按揭贷款。鉴于政府倾向保护买家，让银行承担损失，预计银行将首当其冲。尽管有消息指国务院可能向私人地产商提供巨额财产保护基金，投资团队仍然担心出现连锁效应，对中国房地产以及金融板块抱审慎态度。

具结构性增长企业如可再生能源、工业自动化和国内消费等领域均提供投资机会。面对气候变化，政策将继续支持电动汽车相关行业和可再生能源发展。国际能源署预计，到2025年中国可能拥有全球95%的太阳能供应链，太阳能电池板的生产关键部件几乎都依赖中国供应。另外，开发电动汽车电池成为必争之地，而研发电动汽车电池的中国企业具领导地位，当中不乏为主要的国际电动汽车制造商提供产品。

中国：电动车占客车生产比例



资料来源：Alpine Macro，数据截至2022年8月

我们也看好防守性高和有能力回购股份的企业。预期全球经济陷入衰退，投资团队特别看好具领导地位，有稳固资产负债表和现金流的公司。面对供应链挑战、投资不足和政策变动，这些企业在这环境下仍然有实力捉紧商机。

供求失衡造就机遇有利香港航运业

东亚联丰寻求于「增长型」股份和「周期性」股份之间的平衡，专注捕捉结构性的增长机遇。当中包括新能源板块（例如电动车相关行业和太阳能板块）以及非必需消费品板块（如啤酒和运动服装等）。投资团队就环球市场对货物和商品需求持续上升的趋势，于周期性股份中，看好受惠于供求失衡的行业，如航运运输。另外，在疫情期间，很多公司大量投放资源在科技保安等项目，但面对经济下行风险，公司将放慢有关投资，因此对于科技资讯类股份，我们持审慎态度。

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

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

经济慢游

东亚银行财富管理处高级投资策略师 | 黄燕娥



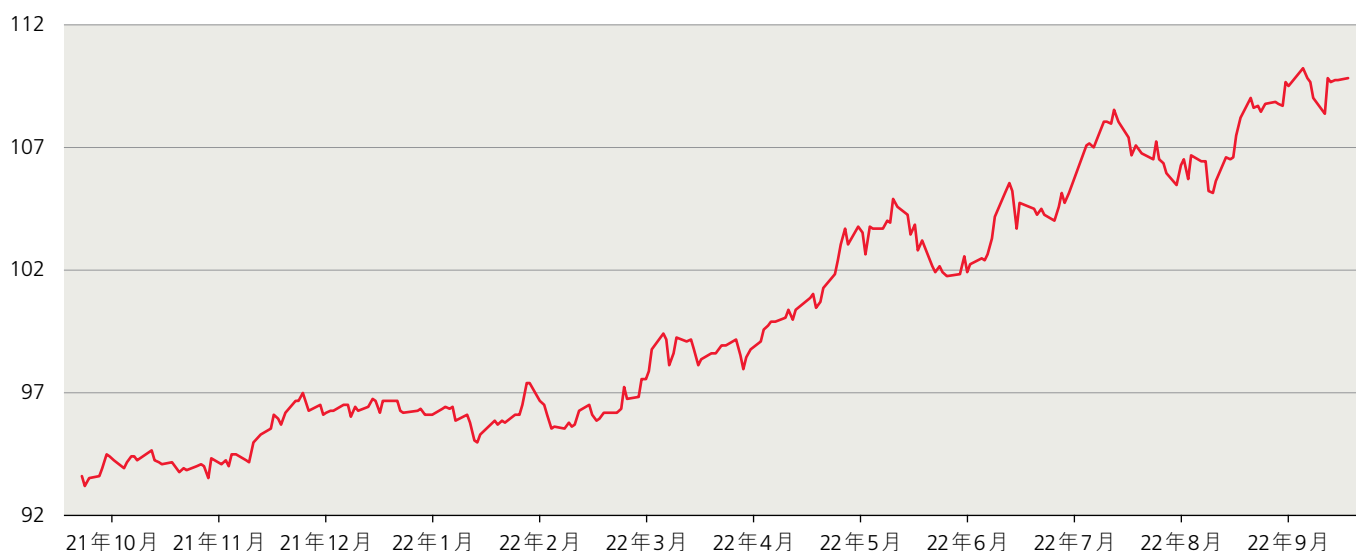
美国经济具韧性，将以经济软着陆为目标

美汇指数第四季预计波幅范围

112.00 至 116.00

概述 为了遏抑通胀，各国央行同步加息，但持续加息却未能令通胀回落。因此，预期各央行于本年度仍有持续加息的需要。而美国整体经济表现较其他国家理想，将为美联储提供理想的环境持续加息。因此，预期美联储将继续以加息抑压通胀并向经济软着陆的目标迈进。而美债收益率方面，于美联储持续加息的情况下明显落后，若有关收益率回升，将大大提振美元汇价的表现。最后，于各央行持续加息的影响下，环球经济的增长步伐于下半年明显减慢。市场对经济担忧的避险情绪，及地缘政治风险，将带动资金走进美元避险，届时进一步加强美元短期上升动力。

美汇指数一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年9月

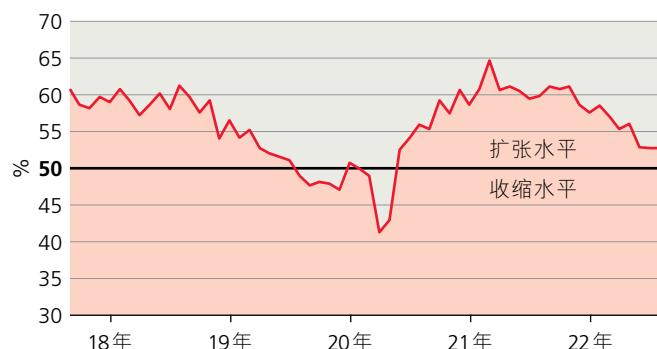
美国主要经济数据表现	时段	数值(%)
国内生产总值 (GDP)	第二季	-0.9 (按年)
失业率	8月	3.7
零售销售	8月	9.4 (按年)
消费物价指数 (CPI)	8月	8.3 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年9月

美国经济仍具韧性

美国整体经济相对其他国家仍理想，为美联储提供适合的环境作持续收紧货币政策的决定。美国8月供应管理协会 (ISM) 制造业指数 (PMI) 终值为 52.8，指数高于 50，即表示占美国经济近一成多的制造业活动仍处于扩张状态。有关表现跑赢全球其他地区如欧洲、英国及亚洲。由此可见，美国经济仍具韧性，为美联储采取持续进取加息的计划提供更大空间。

美国供应管理协会制造业指数 (PMI)



资料来源：路透社，数据截至2022年9月

美联储将继续加息以实现经济软着陆目标

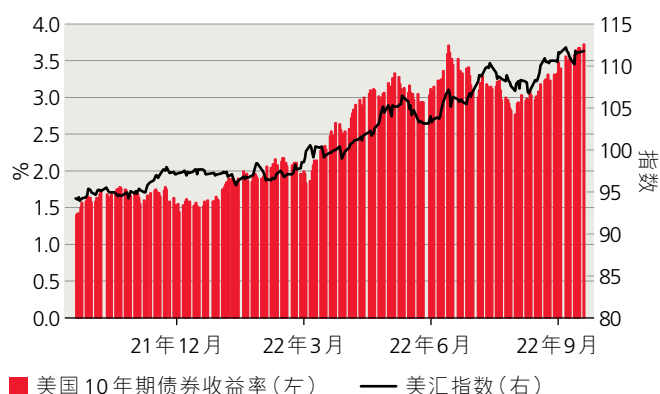
美国8月CPI意外上涨，核心通胀在租金和医疗保健价格攀升的情况下加速上升，反映美国整体物价仍然高企且仍存上升压力。预期美联储将继续以打击高企的通胀为大前题。主席鲍威尔更明确认同持续加息的政策，表明暂停加息的门槛很高，且警告不能过早放松货币政策。预期美联储将继续抑制通胀以实现经济软着陆目标，这将令美国利率于更长的时间保持较高水平，最终推升美债收益率，进一步巩固美元的主导地位。



美债收益率或追落后上涨

面对持续高企的通胀，预期美联储仍然有持续加息的需要。但反观美国10年期的债券收益率于9月中时仅约3.4%附近水平，比6月份时的高位约3.5%还低，美债收益率现时的水平明显见落后。若长债收益率进一步上涨至合理水平，届时美元汇价将获大大提振。

美国10年期债券收益率与美汇指数的关系



资料来源：路透社，数据截至2022年9月

料美元将继续受避险情绪追捧

俄乌紧张局势持续、台海紧张、及中美贸易纠纷等地缘政治风险于年内出现，均为市场带来不确定性，令避险情绪升温且资金流进美元资产避险。另外，世界银行报告指各国央行行为应对通胀而同步加息，可能导致明年全球经济衰退。而美国近期的经济表现相对其他国家较理想，相信若投资者对全球经济感到疑虑，将促使投资者于美元寻求避险。因此若有关避险需求持续出现，将有利美元整体走势。

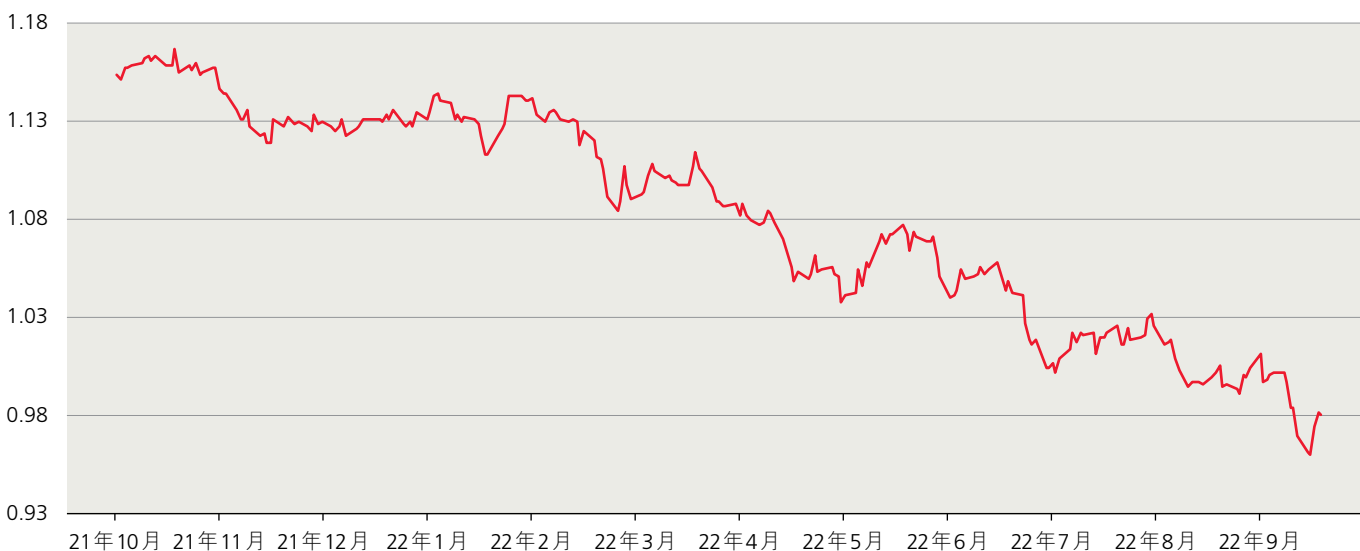
欧元区经济困境或导致经济衰退

欧元兑美元第四季预计波幅范围

0.9400 至 0.9900

概述 欧元区通胀屡创新高，9月份通胀率初值按年升至10%，同时天然气价格于供应不足下仍有进一步上升，或使区内通胀短期内居高不下。区内经济衰退风险迫在眉睫，俄罗斯的北溪管道系统出现损坏事故，天然气供应未能即时恢复，或严重影响经济发展，并把目前疲弱的经济进一步推至衰退或滞涨局面。因此，欧元区正面临特别困难的困境，区内能源及食品等物价高涨，乌克兰战争的不确定性挥之不去，加上欧洲央行积极收紧货币政策或导致经济衰退，最终令欧元承压，料汇价表现落后于其他非美货币。

欧元兑美元一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年9月

欧元区主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	第2季	4.1 (按年)
失业率	8月	6.6
零售销售	8月	-2.0 (按年)
调和消费者物价指数 (HICP)	9月	10.0 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年9月

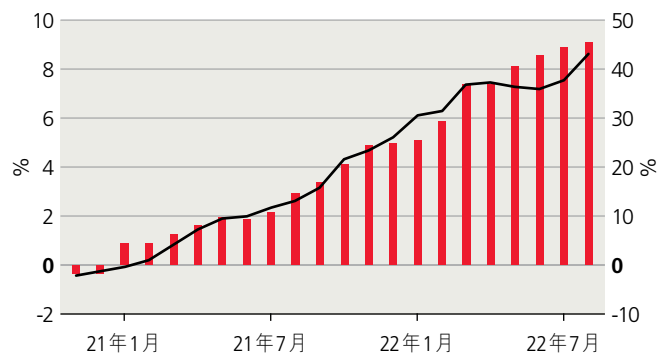
欧洲天然气危机令衰退可能性增加

欧洲的能源供应严重依赖俄罗斯进口天然气，而2017年德国从俄罗斯进口的天然气，已占德国天然气消费总量的40%。欧洲在俄乌战事中支持乌克兰，并对俄实施制裁措施，最后使俄罗斯于9月宣布无限期暂停透过北溪一号管道输往欧洲的天然气供应，并称不会恢复供应直至西方解除制裁。虽然加拿大已同意向欧洲地区出口液化天然气，但有关运输、价格、数量等问题仍待解决。加上欧洲或为俄罗斯天然气设定价格上限，且有机会于区内实行能源配给等方法，使正在寻求于冬季前储备天然气的欧洲增添压力，令市场惴惴不安。预期若北溪一号管道持续停运，将增加欧元区经济衰退的可能性，在能源危机和衰退担忧双重夹击之下，料欧元压力倍增。

欧元区通胀压力或进一步升温

欧元区9月份通胀率初值已升至创纪录的10%，当中能源价格按年上涨40.8%，其次的食品、酒类和烟草价格亦上涨11.8%，不包括食品和能源价格核心通胀率按年攀升至4.8%。预期俄乌紧张局势或令欧洲最终面对天然气供应不足的问题，最终带动天然气价格进一步上涨，令欧元区的通胀迟迟未能下降。

欧元区调和消费者物价指数及生产物价指数



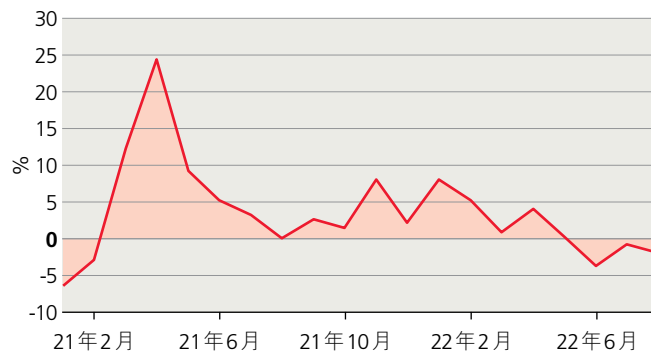
■ 调和消费者物价指数 (按年) (左)
 — 生产物价指数 (按年) (右)

资料来源：路透社，数据截至2022年9月

高通胀及能源危机或令欧元区经济进入衰退

在欧洲能源危机加剧下，天然气价格上升，使欧元区9月份按年通胀率初值创下纪录新高的双位数增长，可见经济衰退的危机已迫在眉睫。欧元区9月企业活动急剧下降，综合采购经理人指数 (PMI) 终值从8月的48.9降至20个月低点48.1。在通胀高企及能源供应不足的风险下，欧洲经济衰退恐怕难以避免，而能源危机造成的需求破坏或使欧元区面对更深更长时间的经济萎缩。

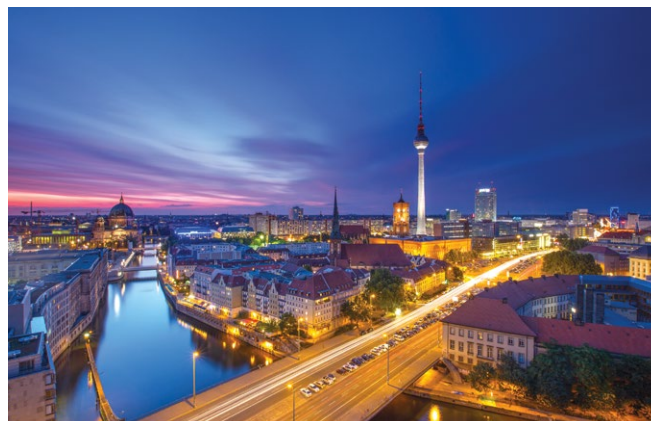
欧元区零售销售表现 (按年)



资料来源：路透社，数据截至2022年9月

欧洲央行加息步伐陷入两难

即使面临经济衰退风险，为了抑制不断上涨的高通胀，欧洲央行总裁拉加德多次重申计划进一步加息，其他央行决策者亦齐声表示央行应大举加息，以应对还在上升的通胀。市场对欧元区通胀的担忧，或令欧洲央行推行加息举措，但预期央行同时亦因担心经济衰退风险，短期未能如美联储的鹰派立场一样大举加息，令欧元最终未能获欧洲央行的加息决定提振。



外汇 | 英镑兑美元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

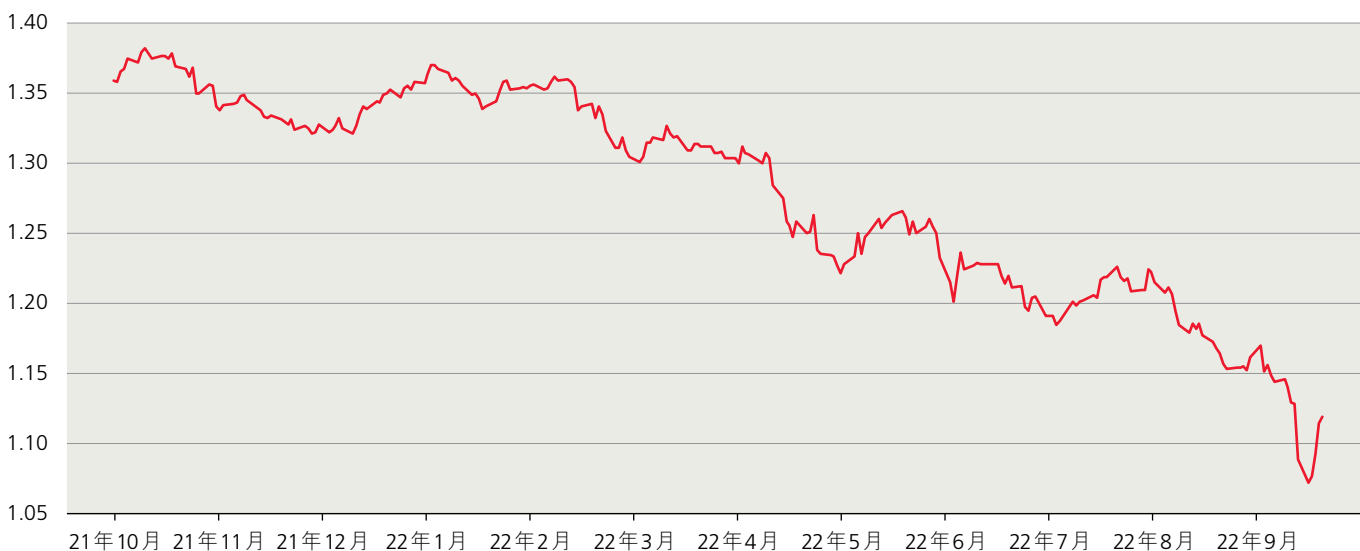
通胀尚未见顶，英镑弱势短期难以逆转

英镑兑美元第四季预计波幅范围

1.0700 至 1.1200

概述 英国物价高涨的压力未有因加息而减低，在能源价格持续高企的环境下，预期通胀率短期仍未见顶。加上当地经济疲弱且衰退风险未除，将限制英伦银行紧缩经济步伐，令该行的加息行动受限且欠缺支撑。在英国基本经济面并未有太大改善的情况下令加息空间受限，同时料美联储短期将继续维持其鹰派的加息立场，预期英伦银行的加息措施将较美联储及其他央行落后，货币政策的分歧将继续打压英镑汇价走势。英国持续的高通胀压力、经济疲弱及新首相推行的政策不确定性等因素若叠加，将令英镑汇价承受短中期压力。

英镑兑美元一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年9月

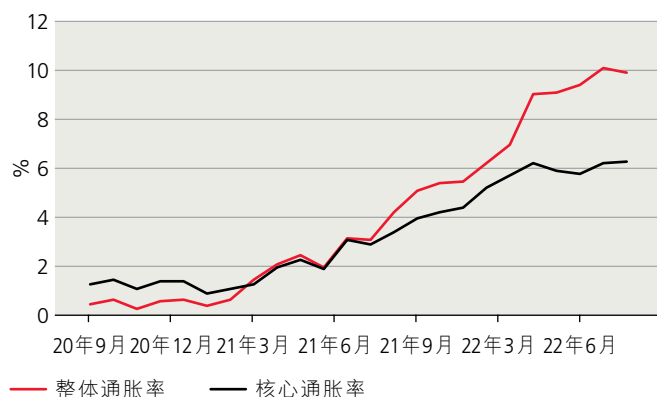
英国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	第二季	4.4 (按年)
失业率	8月	3.5
零售销售	8月	-5.4 (按年)
消费物价指数 (CPI)	8月	9.8 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年9月

通胀压力未见顶增添经济压力

英国一直面对通胀高企的压力，当地7月份的CPI录得10.1%的按年增幅且达至40年高位，当中食品价格的上涨尤其明显。虽然有关数据于8月份稍为回落，但随著英国能源监管机构将于10月把能源价格上限大幅上调80%，相信将令当地通胀再次回升至双位数，加大居民生活负担，更为已陷入困境的英国经济增添压力。

英国整体及核心通胀率

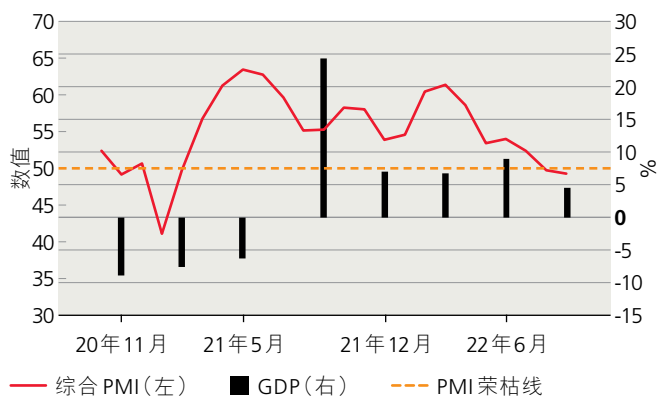


资料来源：路透社，数据截至2022年9月

经济转弱限制央行短期加息行动

在英伦银行近期的加息措施下，当地经济增长有明显减慢迹象，多项数据反映经济正在转弱。面对物价不断上升，英国家庭支出大大减低，令4至8月份的零售销售数据录得连续5个月负数表现，而且跌幅正在扩阔。除此之外，当地经济活动亦见放缓，6月份GDP更按月收缩0.6%。另外，英伦银行亦曾于议息会议后表示英国经济已进入衰退期，估计第三季的经济将出现萎缩现象。而国际货币基金组织(IMF)则表示英国经济已经出现放缓，该国明年的经济表现将是发达国家中表现最差。因此，若然英国的经济环境短期未有明显改善，将限制央行之后的加息行动。

英国综合PMI及GDP表现



注解：50以上PMI属扩张水平，50以下PMI属收缩水平
资料来源：路透社，数据截至2022年9月

央行受制于疲弱经济而进退两难

其实英伦银行早于8月初的时候已预视当地通胀率将出现双位数增长，并会于年底时升至13.3%的峰值。面对持续上升的通胀，英伦银行一方面需要以持续加息的措施应对，另一方面因当地经济动力持续减弱，令央行的加息步伐不能太急、太快，以免打击仍然疲弱经济。目前英伦银行正处于进退两难的混乱局面。因此，预期该行的货币政策将落后于美联储及其他央行，为英镑带来持续压力。

新政府财政预算案风波已平但仍存变数

由首相卓慧思领导的英国新政府于财政预算方案中公布了减税和新的支出计划，有关政策将需要额外发行数百亿英镑的债券。市场担忧新政府于欠缺资金支持的情况下实行减税计划将会入不敷支，损害英国财政状况，而政府大举发债亦令英国经济变得更差。市场因此抛售英国债券及股票，令英国国债的收益率跳升，同时引发英镑兑美元急剧下跌至1.0327的历史新低。及后英国央行紧急宣布购债措施稳定金融市场局势，加上政府撤回削减最高所得税税率的计划，英镑明显反弹。虽然风波暂被平定，但新政府往后怎样实行刺激经济计划仍是未知之数。



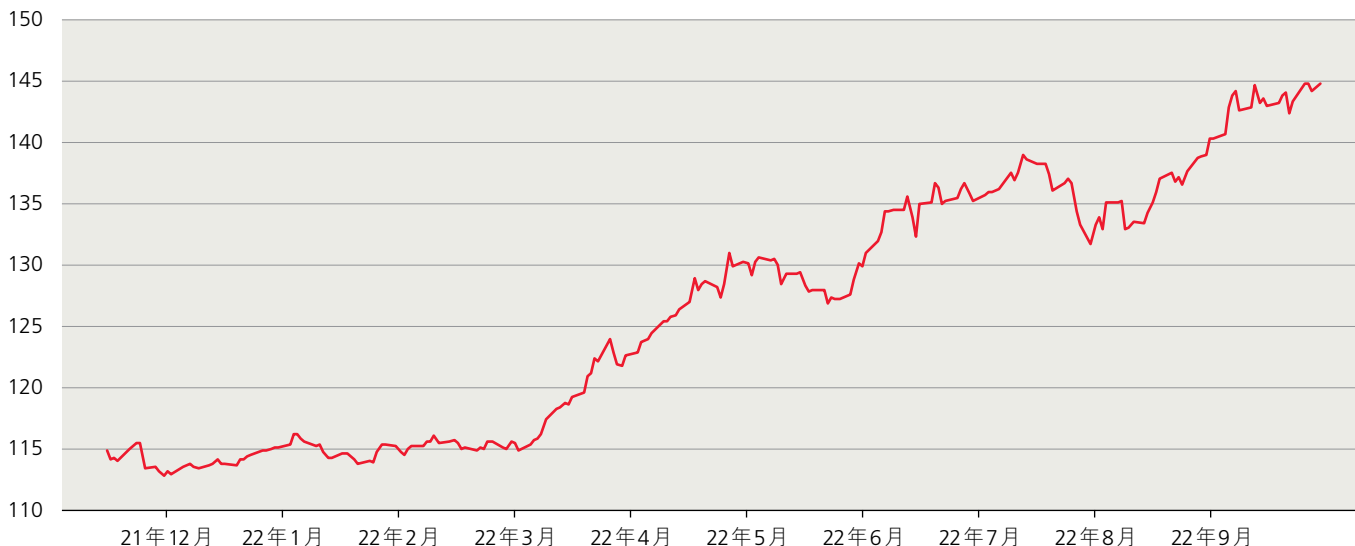
政府干预未能扭转跌势，汇价仍有下跌空间

美元兑日圆第四季预计波幅范围

147.00 至 152.00

概述 在通胀高企的环境下，全球多数国家的央行展开一系列紧缩政策以遏制通胀，但日本央行却相反地坚持维持宽松货币政策，将利率目标维持于负0.1%水平。日央行行长黑田东彦多次重申只要日圆波动性不太剧烈，较弱的日圆将有利日本经济。日央行于货币政策上背道而驰将持续为日圆构成压力，令汇价受压。日本经济仍然疲弱，而且当地薪酬及消费增长仍相对疲软，因此即使当地通胀已连续5个月超出央行2%的目标，但央行短期内也未有必要调整货币政策遏抑通胀。整体来说，在日本央行的货币政策立场未有太大改变的情况下，息差问题将会持续，日圆仍有进一步下跌的空间。

美元兑日圆一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年9月

日本主要经济数据表现	时段	数值(%)
国内生产总值 (GDP)	第二季	3.5 (按季年率)
失业率	8月	2.5
零售销售	8月	4.1 (按年)
消费物价指数 (CPI)	8月	3.0 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年9月

政府干预汇市未能扭转日圆跌势

日本央行于9月份的议息会议中继续维持超低利率及鸽派政策立场，令日圆兑美元跌至24年低点。及后，日本政府为了阻止日圆贬值，最终斥资2.8万亿日圆入市，进行自1998年以来的首次干预，导致美元兑日圆跌至140.3附近水平。尽管日本政府展开干预汇市的操作，但当局也不可能持续地以此方式支撑日圆，加上日本央行短期内不太可能改变超宽松货币政策的承诺，因此预期政府单方面干预汇市的做法对扭转日圆跌势的影响力有限。

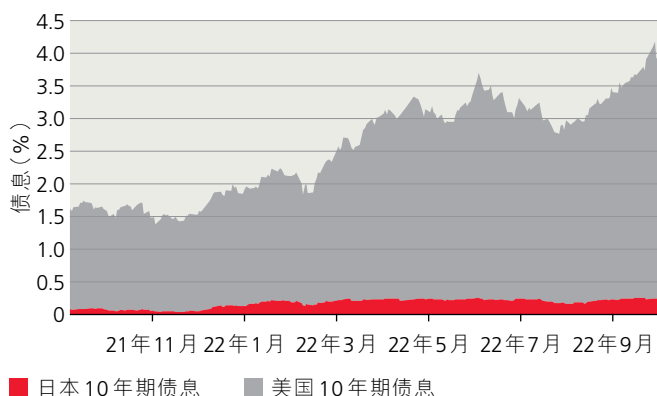
料央行将继续逆势而行维持超低利率

日本央行于9月的议息会议中维持其短期利率目标于负0.1%，及10年期国债收益率在近零的水平。因受制较弱的经济前景，加上当地通胀不高而未有加息必要，料央行将继续于全球加息浪潮中逆势而行，维持超低利率和偏鸽派的政策指引。有关货币政策立场将与美联储持续加息的部署形成强烈对比，不利日圆中长线走势。

央行政策立场背道而驰令美日息差扩阔

日本央行总裁黑田东彦多次重申，日本央行于短期内可能不会加息或改变其鸽派政策立场。相比世界其他国家的央行，特别是美联储都纷纷在加息且进一步推紧缩政策，日本央行则坚持宽松政策。相信货币政策背道而驰将令美日息差进一步扩阔，对日圆构成持续性的压力，还有进一步下跌的空间。

日本与美国 10 年期债息走势

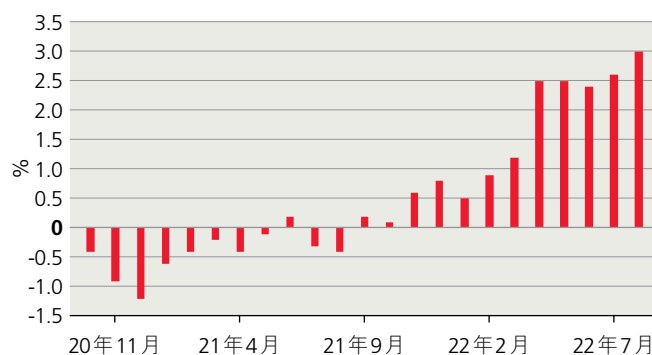


资料来源：路透社，数据截至 2022 年 9 月

通胀虽超央行目标，但宽松立场不改

日本 8 月份的核心 CPI 按年升 2.8%，创近 8 年来最大升幅，主要原因是原材料成本上升以及日圆疲弱，提升通胀压力。虽然有关通胀数据已连续 5 个月超出日本央行 2% 的目标，但由于当地薪酬及消费增长仍然相对疲软，预料日本央行和其他央行一样因通胀高企而纷纷加息的机会性不大，而日本经济的复苏之路仍然漫长。

日本 CPI (按年)



资料来源：路透社，数据截至 2022 年 9 月



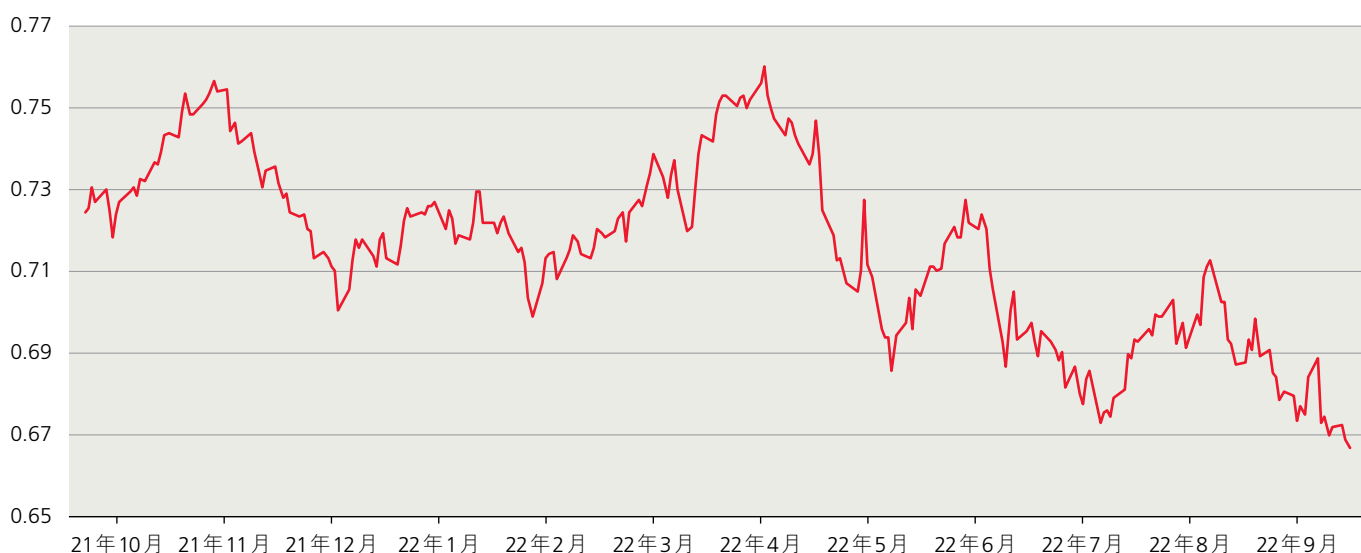
商品价格带动出口经济，助澳元整体表现

澳元兑美元第四季预计波幅范围

0.6000 至 0.6500

概述 俄乌冲突持续令大宗商品价格表现其韧性，而澳洲作为铁矿石及煤炭的净出口国，有关出口表现绝对受惠。同时，俄乌紧张局势亦加剧市场对于全球粮食危机的忧虑，澳洲出口的小麦、玉米等的农产品价格因此获提振。整体上，澳洲丰富资源的出口价格将为经济带来很大支持。而货币政策方面，澳央行总裁洛威表示或采取更多紧缩行动，以抑制仍然上升的通胀。而澳洲经济相对稳定，尤其是就业情况，预期将为央行提供充裕的经济环境作加息部署。总括来说，虽然美元飙升及中国疫情仍然较反覆等因素正影响澳元的短期表现，但是高企的出口价格，加上近期疲软的澳元汇价，将有效地带动澳洲出口，令汇价于强美元的环境下较为抗跌，跑赢一众非美货币。

澳元兑美元一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年9月

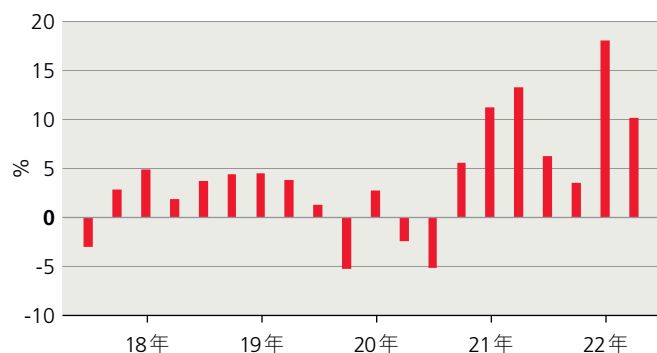
澳洲主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	第二季	3.6 (按季年率)
失业率	8月	3.5
零售销售	7月	1.3 (按月)
消费物价指数 (CPI)	第二季	6.1 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年9月

澳洲出口强劲继续支撑澳元表现

澳洲第二季度的能源出口增长为15.6%，当中煤炭出口大增40.4%，使当地的能源出口成为支持贸易顺差的主要驱动力。澳洲第二季度的经常帐户盈馀亦升至183亿澳元，创下了430亿澳元的贸易顺差纪录。相信有关经常帐户盈馀的增加主要靠年初俄罗斯入侵乌克兰时，令商品价格上涨而推动。因此，在供应链还未恢复正常的情况下，商品价格短期仍获支持，将有利澳洲出口及澳元表现。

澳洲出口物价



资料来源：路透社，数据截至2022年9月

澳洲农作物大丰收支持出口

俄乌冲突未有结束迹象，令供应链断裂的情况持续，大宗商品价格上涨且未回到战前的水平。澳洲是全球最大的铁矿石出口国，其次为煤炭出口。俄乌事件发生，加上中国对动力煤的需求近期上升，令澳洲煤炭的整体出口大升。另外，战火亦令乌克兰的粮食出口受影响，在市场担心全球谷物短缺之时，澳洲今年却迎来农作物大丰收，当中小麦、玉米等农产品的出口量大增。而它们的期货价格早前虽与一众商品由高位回落，但整体仍见其需求支持有关价格。

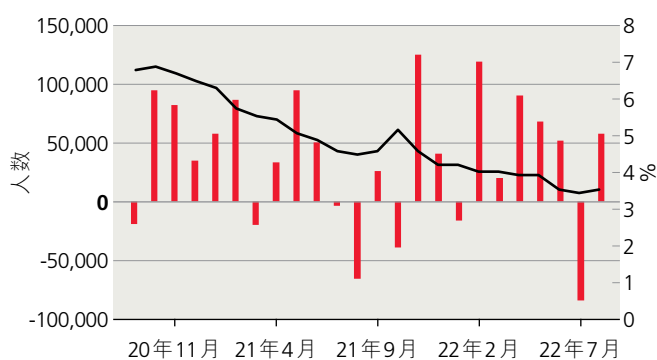
央行放弃货币政策预测但仍有加息需要

澳洲央行于9月加息50点子至2.35%的7年高点，总裁洛威表示不排除未来将采取更多紧缩行动，以抑制急剧上升的通胀，同时将以最新的数据表现及对通胀和就业展望的评估决定未来加息的幅度和时机。虽然央行表示不会再对货币政策作预测，但澳洲目前的整体通胀比央行的目标水平高，预期短期仍有加息需要，为澳元保持息差优势。

经济表现稳定衰退机会不大

澳洲的经济表现稳定，当中就业情况大大改善，为央行提供理想的环境作收紧货币政策的决定。虽然当地8月份失业率提升至3.5%，但仍属于合理水平，而且8月全职工作的职位增加了5.88万个，兼职工作则减少2.53万个，可见当地劳动力仍然强劲，减低短期出现经济衰退的机会。

澳洲全职就业人数及失业率



■ 澳洲全职就业人数(左) — 澳洲失业率(右)

资料来源：路透社，数据截至2022年9月



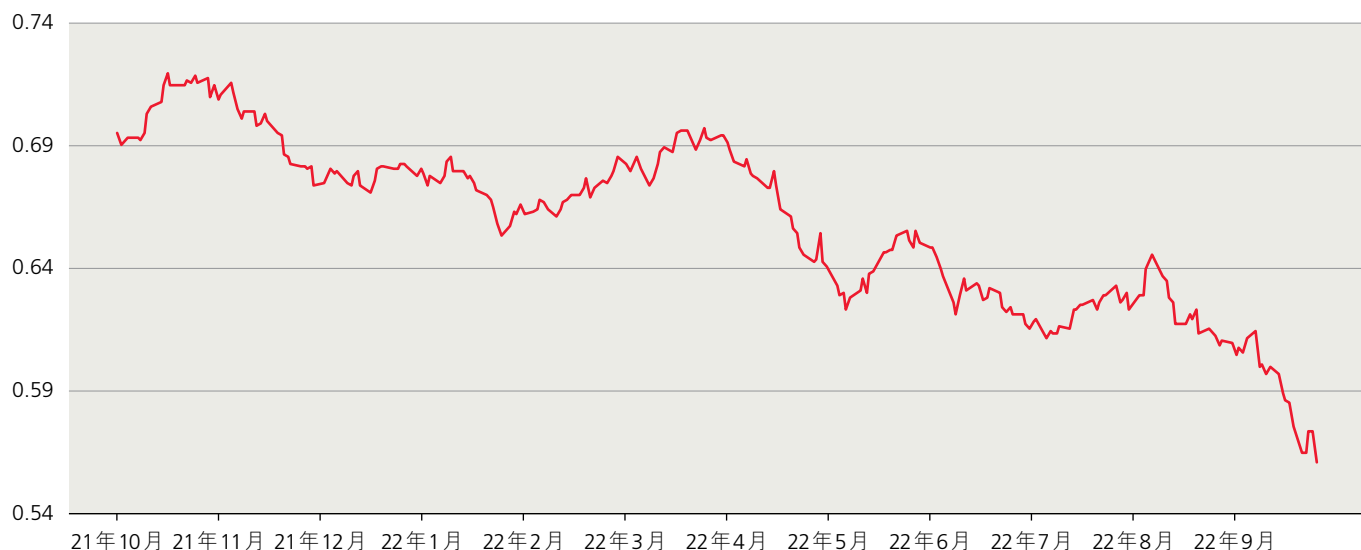
央行偏鹰派加息意向助纽元抗跌

纽元兑美元第四季预计波幅范围

0.5400 至 0.5900

概述 纽西兰央行于去年10月已开始加息，直至今年9月底已加息7次至3%。虽然纽西兰第三季的两年期通胀预期自2020年中以来首次下降，而央行行长奥尔亦于9月时提到有关收紧利率的周期已达致成熟阶段，但当地目前仍面临7.3%的高通胀，与央行1至3%的通胀目标区间上限有一段很远的距离。因此，预期央行短期内仍有加息需要。而纽西兰经济研究所亦于9月下调今明两年的GDP预测，同时把同期的通胀率预测由4.1%上调至4.8%。由此可见，当地通胀高企的情况短期内仍会持续，而有关央行的加息预期将推动纽元汇价走势。另外，预期乳制品出口价格保持平稳，加上纽西兰政府已于9月尾松绑一系列防疫措施，定能够刺激当地的旅游业，进一步推动国内的经济及纽元汇价整体表现。

纽元兑美元一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年9月

纽西兰主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	第二季	0.4 (按年)
失业率	第二季	3.3
零售销售	第二季	-2.3 (按季)
消费物价指数 (CPI)	第二季	7.3 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年9月

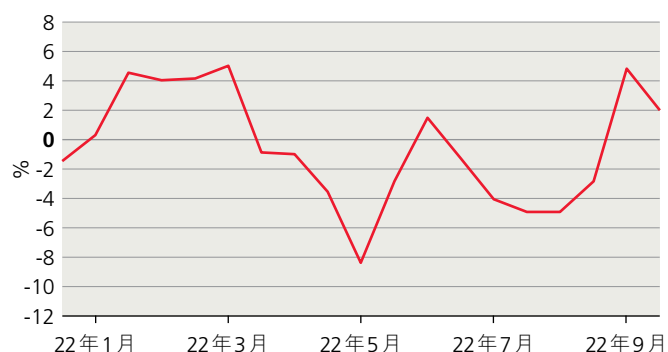
纽西兰央行短期货币政策清晰

纽西兰央行持续加息，于9月份的议息会议中将官方隔夜拆款利率(OCR)上调了50个基点至3%，是2015年9月以来的最高水平。但面对居高不下的通胀，央行于会中表示短期将采取更鹰派的紧缩政策，且认为明年初利率将达到4%水平。另外，央行行长奥尔于9月尾时补充目前的收紧利率周期已达致成熟阶段，且有良好进展，于整体通胀未出现明显回落前，将继续加息令经济降温。

乳制品出口稳定成经济主要推动力

纽西兰的经济十分依赖贸易表现，而国际进出口贸易占其经济活动约6成，当中大量出口农产品如乳制品、肉类、林木、蔬菜、水果等，组成当地的经济基础。当中乳制品为纽西兰最大的出口商品，有关价格表现较其他商品稳定，同时有望随稳定需求持续增长，成为推动当地经济的主要动力，支撑纽元汇价表现。

纽西兰奶制品价格(按月)

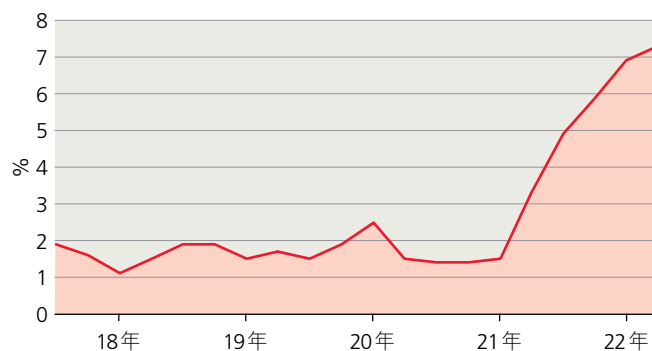


资料来源：路透社，数据截至2022年9月

通胀预期两年来首次下滑

纽西兰央行公布当地第三季的两年期通胀预期降至3.07%，稍低于第二季3.29%，同时也是自2020年年中以来的首次下降。有关预期虽然表现通胀有机会降温，但以第二季的通胀率7.3%来说，表现仍远高出央行定下1至3%的目标区间上限。纽西兰央行从去年10月以来已加息7次，但通胀未见缓和，因此预期今年馀下时间仍要以加息解决高通胀问题。

纽西兰CPI



资料来源：路透社，数据截至2022年9月



防疫措施解除刺激旅游

随著新冠肺炎疫情消退，加上纽西兰的疫苗覆盖率已经达到80%，政府于9月宣布于9月26日起将取消大部分的防疫限制，民众于大部分场合中无须再佩戴口罩。旅游业一向是纽西兰最大的出口产业，占GDP的5.8%（根据2020年5月所公布的统计数字），同时亦占外汇收入的21%。因此，解除大部分防疫措施，料将振兴当地旅游业。

需求面因素令油价承压影响加元走势

美元兑加元第四季预计波幅范围

1.3500 至 1.4000

概述 虽然石油输出国组织及其以俄罗斯为首的产油盟友(OPEC+)开始减产行动,但预期油价短期仍受需求面因素影响而受压,如中国经济受疫情影响、各国央行积极加息以遏抑通胀或令整体经济放缓等。至于通胀,虽然表现有所下降,但仍高于央行目标水平,短期仍有加息必要。但是,央行加息亦令经济降温,最新经济指标反映当地经济活动有所放缓,这可能令央行短期内无须继续大幅加息,从而减慢加息步伐。在目前加拿大与美国的息差上,加元已没有优势,同时美联储短期继续加息的取向,将限制加元兑美元的表现。预期油价短期表现较落后,加上加拿大央行或放慢加息脚步,均会影响加元的整体走势。

美元兑加元一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年9月

加拿大主要经济数据表现	时段	数值(%)
国内生产总值(GDP)	第二季	3.3(按季年率)
失业率	8月	5.4
零售销售	7月	-2.5(按月)
消费物价指数(CPI)	8月	7.0(按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年9月

石油需求下降令整体油价短期受压

尽管石油输出国家组织(OPEC)及俄罗斯在内的结盟产油国早已决议于10月开始削减每日产油量,但面对需求放缓,市场的能源供求问题仍然持续。需求面因素如中国受疫情影响、当地经济放缓,加上各国央行积极加息以遏抑通胀,均令整体能源需求下降。虽然目前全球能源需求仍高于疫情爆发前的水平,但在需求不足的预期下,国际油价短期的上升动力将受限,影响加元汇价表现。

油价表现

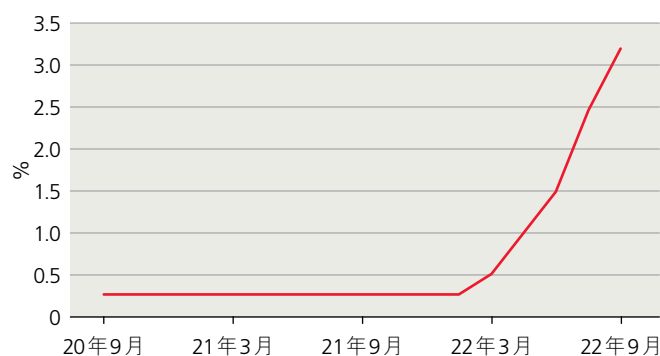


资料来源：路透社，数据截至2022年9月

通胀见回落，央行或放慢加息脚步

加拿大央行于9月份再次加息75个基点至2008年3月以来最高水平3.25%，于会议后更表示之前推行的收紧货币政策正在整个经济中发挥效用，但之后仍须进一步加息。然而，加拿大7月份不含汽油的通胀仍在上升，反映当地的物价压力，尤其是服务领域正进一步扩大，为央行提供充裕的理由继续加息。但是，加拿大央行亦预计当地经济将在下半年放缓，而通胀率下降亦不足以让央行停止进一步加息。因此预期央行在加息的同时，将于打击通胀及维护经济中取平衡，因此或会考虑放慢加息脚步。

加拿大基准利率



资料来源：路透社，数据截至2022年9月



生产及消费物价增幅放缓减央行加息压力

加拿大8月的通胀率连续第二个月下跌，主要由汽油价格下跌及住房指数升幅放缓所致。这虽然反映加央行的加息举措正在奏效，但有关通胀率仍远高于央行2%的目标。同时，从加拿大最新的生产者物价指数(PPI)中可看到当地的生产成本正在下跌，表示当地的物价压力短期内或可见纾缓。虽然要通胀率回到央行2%的目标水平仍需较长时间，但因通胀压力正在放缓，料央行的加息压力亦能有所降低。

央行加息举措奏效，国内经济活动放缓

加拿大经济对加息的负面影响陆续浮现，当地经济增长自4月以来已表现停滞且原地踏步。7月份的GDP按月仅增长0.1%，与6月份的表现相同。另外，在当地物价上涨速度高于工资上涨速度的环境下，当地消费者的购买力也明显受影响。当地7月零售销售表现按月下跌2.5%，为7个月以来首次录得收缩。从以上数据中可见加拿大央行持续大幅加息的举措已令到国内经济活动有所放缓，预期有关因素将成为央行货币政策中的重要考虑。

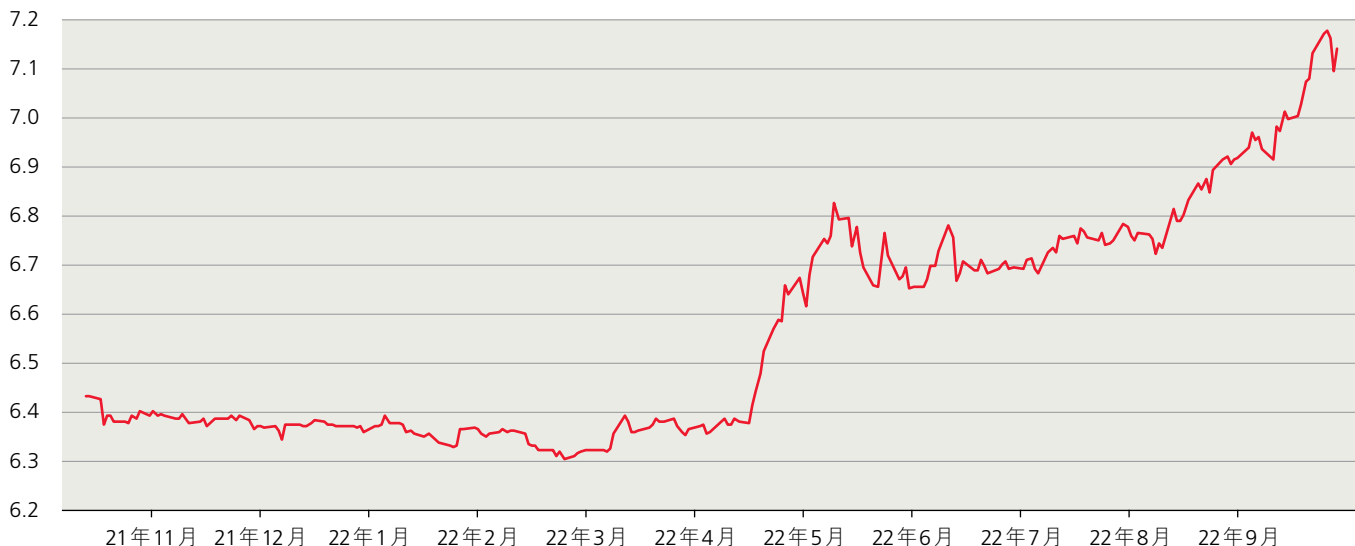
疫情反覆及经济疲软或令人民币短期受压

美元兑人民币第四季预计波幅范围

7.1500 至 7.3000

概述 随著疫情重临以及外部需求下降，中国经济基本面疲软，迭加政府推行放松货币政策以刺激经济增长，美元因美国加息走强，及台海局势紧张，均为人民币带来贬值压力。市场担心中国国内经济继续放缓，人民币的看空押注亦升至近期高点。虽然疲软的人民币有助克服经济增长阻力及刺激中国外贸表现，但若经济增长放缓的情况持续，政府或须以更宽松的货币政策作取替。届时中国将进入更宽松的周期，在继续减低政策利率的同时，或会于明年稍后推行降准及减息等政策，为人民币带来压力。因此，人民币短期承压较重，或见稳中趋贬的走势。

美元兑离岸人民币一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年9月

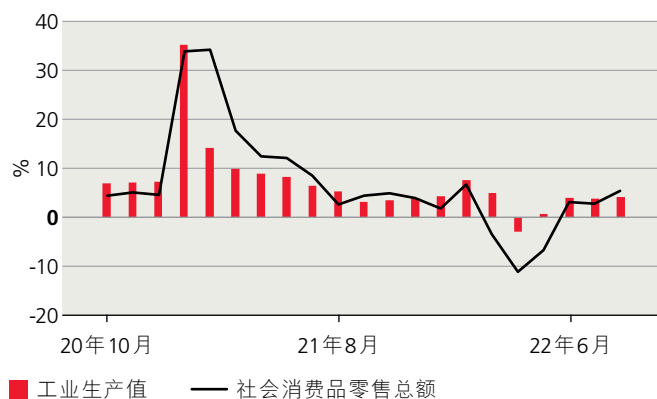
中国主要经济数据表现	时段	数值(%)
国内生产总值(GDP)	第二季	0.4(按年)
失业率	8月	5.3
零售销售	8月	5.4(按年)
消费物价指数(CPI)	9月	2.8(按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年9月

疫情清零目标影响国内经济活动

中国新冠疫情反覆，多个省市传出病例，深圳等有关城市管控升级，染疫者须要被隔离，社区居民亦被禁止外出，并进行大规模的检测。自新冠疫情开始至今，一直采取严格的清零政策，尽管后来变成动态清零，有关防疫政策亦因疫情反覆而未有改变方向。因疫情前景未明，若中国政府维持清零的目标，国内经济活动将受打击，令经济阴霾较难散去。

中国工业生产值与社会消费品零售总额



资料来源：路透社，数据截至2022年9月

中国将进一步踏入宽松周期

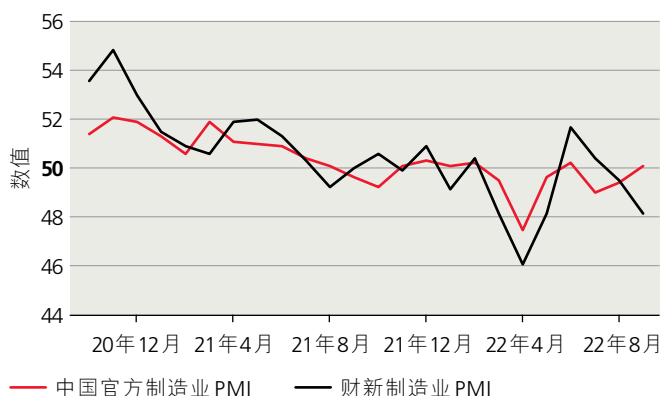
为了支持国内居民房贷及刺激地产需求，中国人民银行于8月下调了中期借贷便利(MLF)和7天逆回购利率10个基点，之后亦将1及5年期以上期限的贷款市场报价利率(LPR)分别调降5及15个基点。随著中国政府透过多项途径放松货币政策以刺激经济增长，均为人民币带来贬值压力。若中国政府继续以刺激国内经济为大前提，且经济增长未如理想，中国将进一步进入宽松周期，除了继续推行减低政策利率的行动之外，必要时或会于明年稍后时间推行降准及减息等政策。



经济基本面疲软或须更宽松的货币政策

出口是中国经济的重要动力，但在全球增长放缓且有经济衰退的风险下，中国出口明显承受压力。外部需求疲软，加上国内经济活动受疫情限制。9月中国财新制造业采购经理人指数(PMI)降至48.1的4个月低点，而且连续第二个月处在萎缩区域。随著中国近期经济基本面疲软，或须进一步放松货币政策以刺激经济增长，届时将对人民币造成压力。

中国官方及财新制造业 PMI



资料来源：路透社，数据截至2022年9月

人民币疲软有助外贸表现及经济增长

近期中国经济基本面疲软，加上央行下调政策利率，且台海紧张局势余波不断，令人民币承压较重。在监管角度，汇率贬值也有利于克服经济增长的阻力及拯救中国的外贸表现，因此监管机构或会容忍人民币有较大的波动空间，但同时预期央行不会将人民币贬值作为稳增长的工具。稳定汇率也是央行的管理目标之一，因此不难看见央行以明显偏强的中间价向市场传递维稳信号，希望人民币于管控范围内波动。

灰犀牛

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪
东亚联丰投资团队



东亚银行财富管理处首席投资策略师 李振豪

灰犀牛

上季标题是《五味杂陈》，意谓债券投资者在国际乱局、全球衰退迫在眉睫及央行互动的空间中尝尽五味攻心，阴霾处处。预期整体债市悲观情绪将会延续，美国利率政策受消费物价指数(CPI)数据主导，从历史数据上今天美联储仍有加息空间，对美债不利。欧洲及美国衰退只是一步之遥，但在高通胀及货币考量上无可选择地跟随加息，勉强而为只会适得其反，债券违约风险甚嚣尘上。日本无意加息，正「享受」等待数十年的通胀。亚洲债市的「性价比」比其他地区高，预测其表现将优于同侪。过去预测大致与今天结果相若。

本季标题是《灰犀牛》，金融市场中比喻为大机率且影响巨大的潜在危机。它高调地游荡并吸引旁人目光，看似迟钝但发难时却无可抵御。今天各投资者朗朗上口的负面因素：滞胀风险、地缘紧张及政策失误等，无人不知但无法解决。步步进逼之势将要压毁整个债市：美债受制于不断加息，非美元债券受外汇贬值打击，新兴债市更担心违约风险。但是，数据上债息将在年底至明年初接近是次加息周期底部，历史上债券指数普遍在加息周期尾段开始见底，亚洲债市在风暴中的韧性仍然吸引。所谓「柳暗花明又一村」，只要顺应灰犀牛的节奏及习性，就算靠在身旁它也可以是你的朋友。

债市回顾：逆境中的韧性

上季预期各央行执意加息对债市的压力将盖过俄乌战争爆发后避险资金的支持，第三季整体债市悲观情绪将会延续。结果与当时预期相若。根据彭博20项债券指数显示，第三季及年内录得下跌分别有17及18项(占最少85%)，平均下跌4及14.7%。当中有3项录得正回报，分别是亚太累计、中国累计及加拿大累计，而只有亚太累计及中国累计录得年内及上季皆是正值，反映与过去两季本季报预测相若(亚太债市分析，详情请参阅过去两季《债券》章节)。



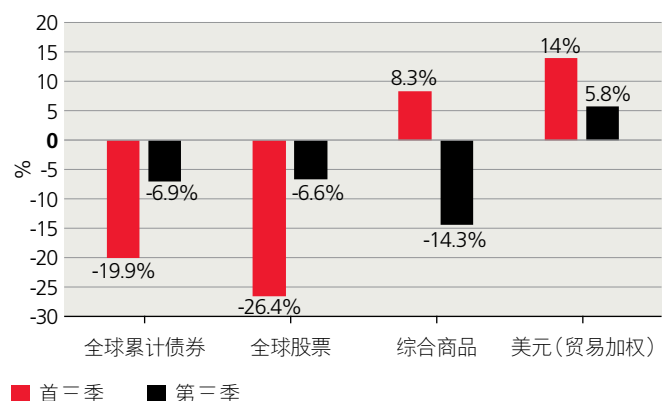
彭博各项债券指数表现

指数	第三季表现(%)	首三季表现(%)
全球通胀挂钩	-10.0	-24.0
全球国债	-7.6	-22.1
全球累计	-6.9	-20.4
全球信贷	-6.6	-21.5
泛欧洲累计	-6.0	-18.2
美国MBS	-5.4	-14.0
美国企业	-5.1	-18.5
美国累计	-4.8	-14.6
欧元累计	-4.6	-16.7
美国政府/信贷	-4.6	-15.0
美国综合	-4.5	-14.9
美国国债	-4.4	-12.9
新兴美元累计	-4.1	-20.9
政府相关机构	-3.9	-12.7
全球高息	-2.7	-19.7
泛欧高息	-0.9	-15.1
美国高息企债	-0.7	-14.1
亚太累计	0.2	5.7
加拿大累计	0.4	-10.3
中国累计	1.6	4.9
平均	-4.0	-14.7

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

全球各主要资产表现，债券第三季表现与股票相若(约负7%)，比综合商品的跌幅少约一半(约负14%)；而债券首3季表现录得负20%，正式跌入技术性熊市，跌幅比股票少(负26%)，但当然比综合商品(正8.3%)及美元(贸易加权)(正14%)表现逊色。债券整体表现可算是中规中矩，但预期弱势将在央行加息阴霾中持续。

各主要资产年内及第三季表现

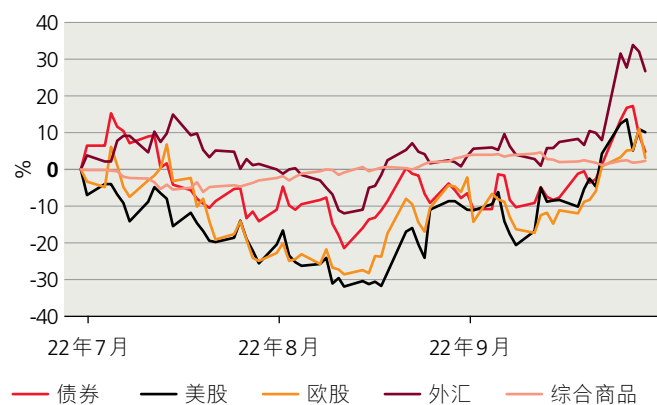


资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

债券

除了回报，波幅走势在环球经济重重阴霾下对资金流向更显重要。简单而言，债券类波幅处于中游位置。除了变化最少的综合商品类(少过5%)及最大的外汇(近正30%)，股票类走势与债券类走势相似，两者波幅曾下降近20至30%，但幅度以股票较大。反映利率等因素如何大幅变更，波幅平稳的债券类在投资世界中仍有坚定的支持者。

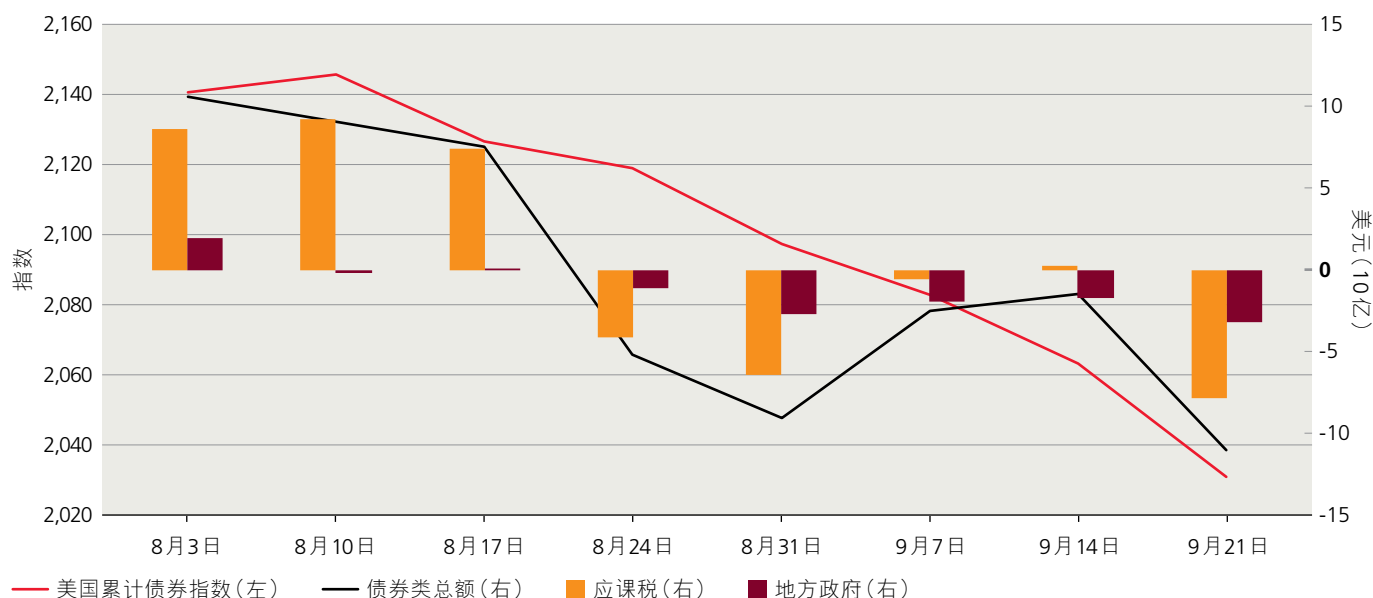
各主要资产第三季波幅指数变化



资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

最能反映支持者的忠诚是参考资金流向。美国投资公司协会提供美国注册基金及ETF债券类资金由8月3日至9月21日

美元累计债券指数及美国注册基金及ETF债券类资金流量



资料来源：彭博，美国投资公司协会，数据截至2022年9月30日

按周数据显示¹，债券总流量走势与彭博美国累计债券指数走势相似，全期债券类流出量共20亿(美元，下同)，但只占总流出量(436亿)约4.5%，比较最大占比的股票类(约占61%)更突显其优势。如剔除9月21日当周，期内其实出现约90亿净流入而非流出，但当美联储再次推升今明两年联邦目标利率后，9月21日当周便净流出110亿，反映债券投资者对利率变化非常敏感及行动非常敏捷。另再把债券类分拆为「应课税类」(如企债)及「地方政府类」，全期分别录得净流入67亿及净流出87亿，如此南辕北辙走势反映今天投资者仍然认为违约风险仍偏低及考虑收益率为先(「应课税类」违约风险较高而「地方政府类」收益率较低)，但当利率步伐稳定或加息尾声时，预期此走势将会逆转。

利率走势预测：达峰后高位徘徊

过去多次强调单单加息并非市场急挫的主因，而是过于仓卒而急进的决策，未给予市场消化及安排，最终造成拥挤地抛售各资产价格急挫。

今天美联储操作属历年罕见

为增加利率政策透明度，美联储自2012年1月开始透过点阵图公开议息结果。点阵图每季度发布一次，显示美联储利率制定机构(FOMC)中12名委员对未来3年及长期联邦基金利率目标的投票结果，亦是个人或机构投资者赖以根据去调配资产组合，从而影响未来各资产价格。

¹ 见美国投资公司协会网站，https://www.ici.org/research/stats/combined_flows

上一次加息为2015年，抽取自2013年12月至2015年12月共9次点阵图内容，结果如下：

公布日	2014年目标利率(点子)	变化(点子)	2015年目标利率(点子)	变化(点子)	2016年目标利率(点子)	变化(点子)
2013年12月	25	不适用	75	不适用	175	不适用
2014年3月	25	0	100	25	225	50
2014年6月	25	0	115	15	250	25
2014年9月	25	0	135	20	285	35
2014年12月	25	0	115	-20	250	-35
2015年3月	不适用	不适用	65	-50	185	-65
2015年6月	不适用	不适用	65	0	165	-20
2015年9月	不适用	不适用	35	-30	135	-30
2015年12月	不适用	不适用	35	0	135	0

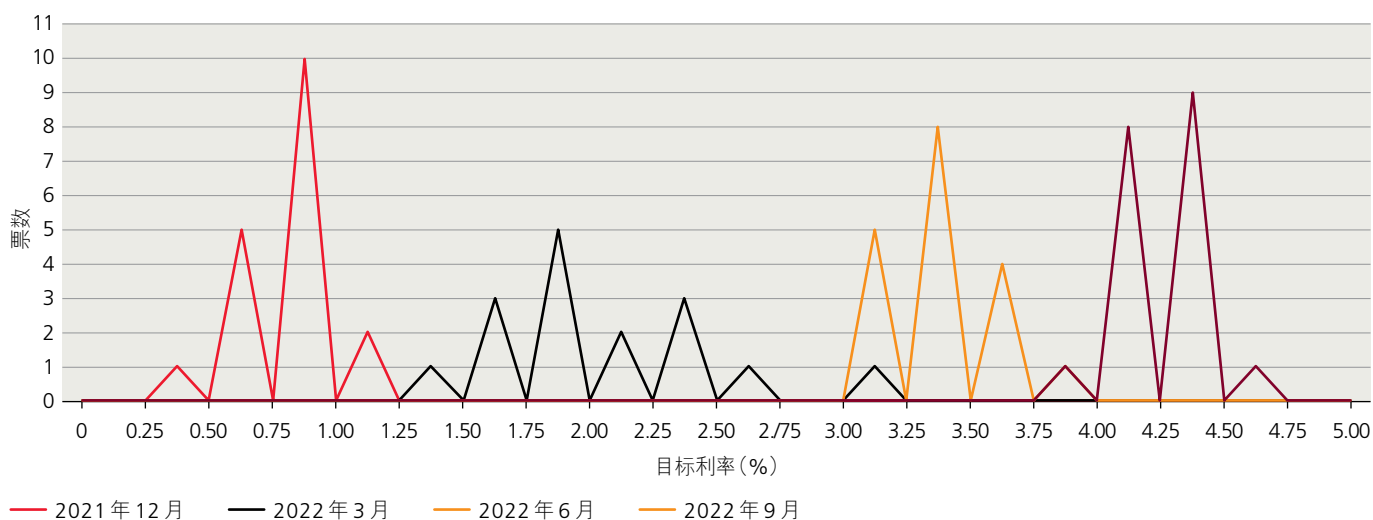
资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

数据显示时任主席耶伦领导下，就算最终在2015年12月首次加息，委员会早在2013年开始讨论并公开内容。周期内最终加息幅度为225点子(详细数据请参考下文)，与2014年中委员会内预测2016年目标相若。历史反映当时美联储给予市场多达两年时间准备，最终加息结果亦取信于民。

上次与是次加息周期距离7年，已换作鲍威尔为本届主席。但他处理手法及与市场沟通方式却与耶伦大相径庭。去年12月各方市场参与者多次提醒通胀将至，但拥有较市场更多更精准经济数据的美联储充耳不闻，支吾以对，并把今年目标利率定为0.875%。直到今年2月敲定并开启他第二

个4年任期后，却一反过去模棱两可态度，在3月16日更新点阵图时大幅上调目标利率至1.875%，单次升幅为100点子，是推出点阵图后首次。其后6及9月更新分别再上调150及100点子。相比上次加息周期共9次数据中变化(绝对值)50点以上只出现3次，最大亦只有65点子，可见今天如何仓卒。连续3次超过100点子(合共350点子)的上调，试问金融投资者及实业经营者如何在不足1年内调配资金或部署？经济急降、前景悲观及资产价格急挫是无可避免的(其他美联储最新行动及预测分析，详情请参阅《宏观策略》章节)。

美联储委员在不同时期对今年目标利率投票结果



资料来源：彭博，数据截至2022年10月1日

债券

除了利率目标预期管理失准，利率变化幅度亦有别历任。

美联储在今年6、7及9月议息会议后宣布各加息75点子，如此连续及大幅加息实在罕见。在1971年1月至今年9月期间，美联储有纪录单次75点子或以上利率变化数据分析如下：

时段	加息时	减息时	合共次数	期内开会次数	占比 (%)
1971至1987年	24	21	45	128	35.2
1988至2004年	2	2	4	128	3.1
2005至2022年	3	5	8	134	6.0
总数	29	28	57	406	14.0

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

- 符合条件者共有57次，占已开会次数约14%，反映单次而大幅改变利率属极端策略；
- 拆开加息及减息时数据，结果各占约一半，反映并无偏袒加息或减息；
- 把全期均分为3个时段，显示数据集中在1987年前，占期内开会次数约35%。当时加息次数(24次)占总数(29次)约83%，反映大幅加息近代已不复出现，亦可见今天如何急进。

按连续性而言，除了今年，同期符合连续(3次或以上)同时大幅变化(75点子或以上)案例只有6次，分布在1974至1985年，自此未曾出现。再其中抽出加息案例，更只有2次(1974及1980年)，可见今天如何急进。当时是石油危机及高通胀时代，与今天基调不谋而合(70至80年代案例分析，详情请参考下文)。

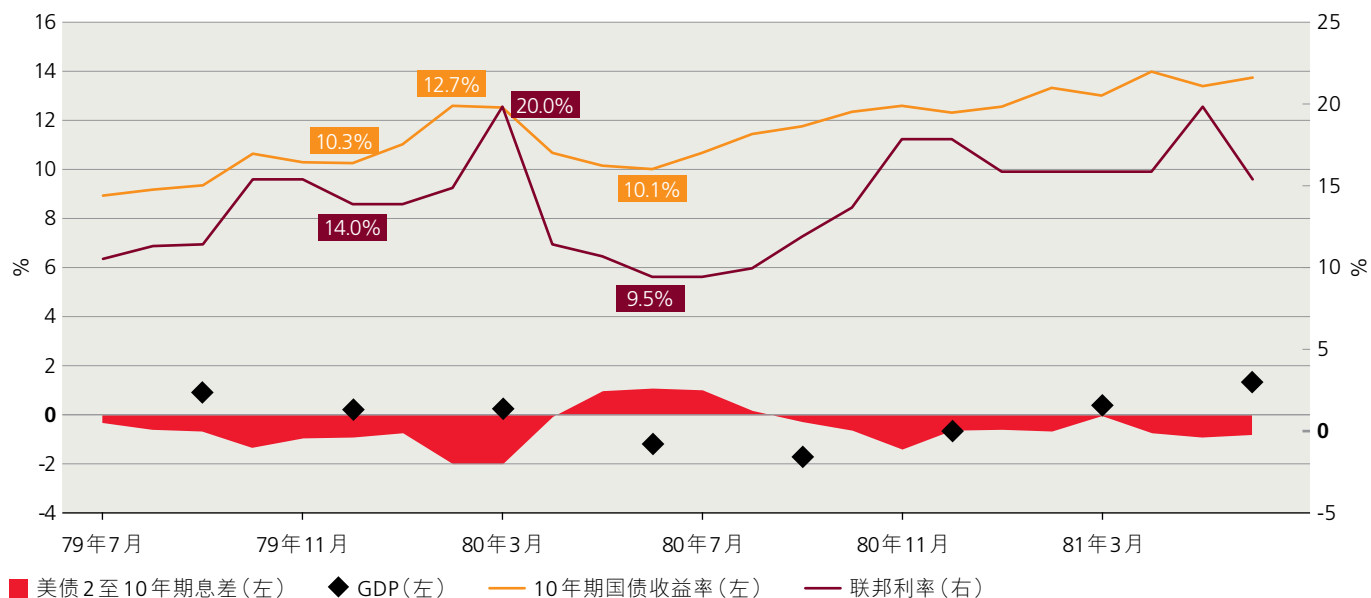
以史为鉴：沃尔克时代

上文分析，今天全球面对的困境与70至80年代案例相若，鲍威尔的「非常手段」也酷似时任主席沃尔克「大刀阔斧」政策。

当时受中东局势影响，能源价格急升刺激美国通胀不断攀升。沃尔克在1979年8月接掌美联储主席一职后，随即在当年10月大幅加息400点子，更在翌年3月加息500点子，联邦利率由14%一直推至20%。之后不消3个月，国内生产总值(GDP)便由1.4%直接跌至负0.8%衰退区域，通胀亦由高峰13.6%开始逆转。

看似成功逆转通胀，背后经济却付出沉重代价。有见经济骤降过急，沃尔克紧急煞停加息步伐，并在利率达峰至20%后一口气减息850点子，单月内一次过回吐差不多所有加息幅度。如此仓卒而大幅逆转利率政策，当然不能挽救经济衰退。及后沃尔克再减息至9.5%，GDP在负1.6%后喘定。注意当时核心CPI都只是由高峰13.6%轻微下降至12.2%，成功逆转但非大幅修正，事后学术上质疑以大幅加息遏抑通胀成效，甚至认为通胀下跌是中东局势缓和而非货币政策功劳。

美国国债收益率与息差、联邦利率及GDP



资料来源：彭博，数据截至2022年10月4日

今天市场普遍认为鲍威尔学习沃尔克操作。参考沃尔克执政时，相比联邦利率，10年期债息没有明显变化，而2年与10年期息差除了在衰退期间出现短暂正值外，息差长期负值（即曲线倒挂），收益率走势实在与今天相似。因此，今天债券投资者普遍以此曲线形态作债券部署（例如存续期平衡债券策略）。

但核心问题是，猛烈加息以遏抑通胀成效存疑，付出的却是不争的经济衰退。前车可鉴，为何美联储如此坚持加息？未来利率走势将会如何？

利率走势：量化预测

鉴于经济基调及金融市场发展，2000年后出现的加息周期参考价值较高，详细资料如下：

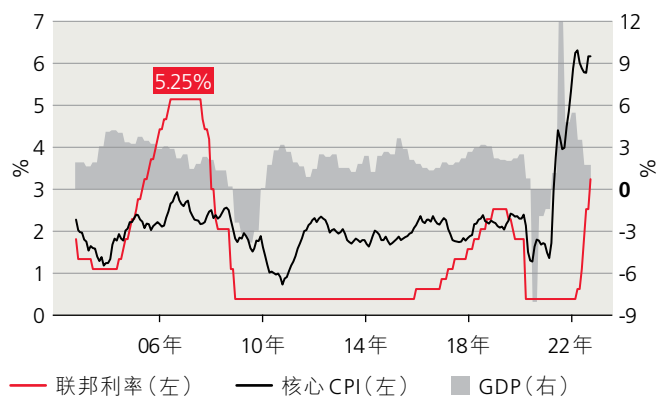
年份	2004	2015
开始月份	2004年6月	2015年12月
结束月份	2006年6月	2018年12月
总月数	25月	25月
利率起点(%)	1	0.25
利率终点(%)	5.25	2.5
幅度(%)	4.25	2.25
峰值平原期	15个月	7个月
峰值后首次减息月份(幅度)	2007年9月(50点子)	2019年7月(25点子)
首次减息后发生之极端事件(距离月数)	次按风暴(13个月)	新冠肺炎(8个月)

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

2004及2015年时任主席分别为格林斯潘及耶伦，两次加息周期皆花了25个月。截至10月5日，利率期货市场预测是次周期将维持至明年5月，以今年3月首次加息计算，即约14个月便结束，比过去两次少近一半。

加息幅度而言，今年已加息3%，超越了2015年2.25%。9月份点阵图预测是次加息峰值将在4.6%，即全期加息4.35%，与2004年相若。截至9月30日，美联储已加息3%，套在2004年速度，按比例应用17个月，但是次只用了6个月，约三分之一时间。

美国联邦利率、核心CPI及GDP



资料来源：彭博，数据截至2022年10月1日

多次强调太过急进对经济打击将以倍数计算（乘数效应），预期GDP下跌速度将比早前案例更快。参考2004年数据，当美联储启动加息时，GDP便在2004年3月高峰4.4%开始下跌。虽然加息持续至2006年6月停止，但GDP跌势持续。直到2008年12月出现负值。虽然停止加息后超过两年才出现衰退，但是次加息速度是2004年的三分之一，预期美国衰退将比过去更快出现。

可是，经济衰退不代表加息停止。是次美联储多次强调目标为CPI非GDP，须要透过放弃经济增长以达到通胀降至2%。参考以上两次案例，停止加息后CPI便拾级而下，由当时CPI不足3%下降至约1%。但今天CPI超过8%，同样加息幅度相信难以大幅遏制CPI，不能忽视是次全期加息将超过4.25%，而且过去两次停止加息后，利率将高位徘徊7至15个月，即就算明年5月停止加息，在CPI及历史操作而言，立即加息变减息的机会不大。

综合分析，预测是次周期将最少维持至明年第一季，而且延后机会偏高。总幅度将比过去两次更高，超过9月份目标4.6%的机会仍在。除了爆发雷达以外的极端事件，就算明年停止加息，利率亦将在一段时间内高位横行，而非立即减息。引述东亚银行经济研究部预测，11及12月将再加息75及50点子，明年2及3月各加息25点子，今年年底联邦基金利率目标区间分别为4.25至4.50%及4.75至5.00%，比美联储明年目标高出25至50点子（其他经济预测，详情请参阅《宏观经济》章节）。

债券

利率走势：质化预测

历史上不惜一切地收紧流动性，其延后影响才是最致命的风险。

参考2004年案例，虽然2006年6月停止加息，但2007年8月美国开始出现大规模次按违约，按揭抵押证券价格大幅波动，阴霾迅速蔓延全球。虽然美联储在当年9月果断减息50点子，但当时充斥大规模场外结构产品炒作。及后在2008年1月再大幅减息125点子，但为时已晚，未能扭转劣势。直到2008年9月，投资银行倒闭触发全球金融灾难。

今天美国房市及按揭市场的防守力远较2008年改善，但仓卒、急进及缺乏市场共识地加息将令房市受压，推升社会成本及打击投资氛围，但不幸地以上都是今天美联储赖以打击通胀的目标。

近年债券场外市场发展出不同明目的变种「债券」，当中条款及价格未曾受市场洗礼，影响幅度及覆盖范围仍是疑问。不断加息对债价造成压力，尤其附加不同条款的债券。历史上巧立名目的投资产品丛生，影响的不但是个人投资者，金融机构倒闭将对全球经济造成无法挽回的冲击。

今天地缘政局波澜，领导层无意纾缓紧张局势。美国财金官员仿佛视若无睹，加息外再执行较上次快约1倍规模的缩表，其他央行（尤其欧洲）更执意在风眼中收紧流动性，流动性收紧令风险迅速蔓延及发酵。预期溢出加上乘数风险并非美联储一夫当关能够解决（详情请参阅《宏观策略》章节）。

历年繁多的例子反映在多重因素互动下执意收紧流动性，后果堪虞。更何况加息对今天问题核心（俄乌战事）并无直接关系，为何美联储如此锲而不舍地加息？以下是背后有可能的质化分析：

- 各央行实施多年多次货币宽松政策后，美联储的资产规模已升至近9万亿。此水平不但影响美元在国际上可靠性，长远亦不利政府财政，「缩表」势在必行。但代价是缺乏流动性将拖慢经济增长，不利已千疮百孔的美国经济。唯有比其他央行更进取地加息，透过利差强化美元，吸引海外资金兑换美元并回归美国，填补缩表带来的流动性缺口；
- 美元强势变相降低入口价格，有利抵销本土物价上升或实质可支配支出降幅，尤其中低端消费或基本消费品多以入口为主，透过消费支撑下坠的美国经济。同时，此举变相输出通胀到其他国家，减轻美国在国际贸易上负担；

- 俄乌战事后，石油卢布甚至石油人民币正打击美元霸主地位，「去美元化」气焰席卷全球。以无可抵抗方式加息，强美元令资本在非美元环境下无处可逃，连传统避险资产，如日圆、瑞士法郎及黄金一次过被打跨，别无他选下把「去美元」念头摧毁于萌芽时；
- 战事后国际性贸易制裁有利改善美国贸易逆差，甚至透过外交手段迫使海外及本地企业不计成本地在美国设厂（否则被制裁），在国际经济脱钩大局中间接支持强美元及美元回笼策略。

在宏观局势及权衡利弊后，主席鲍威尔领军下美联储加息背后实在有必然性，其他代价已不足为道。

收益率走势预测：蠕动式上升

皆因加息的必然性，高收益率将成未来债市新常态。在利率套戥机制下联邦利率上升将引领美国国债收益率上升，尤其较短年期债息。市场普通以2年期债息为代表，把过去50年按月债息及联邦利率数据，透过回归分析显示它们相关性高达正向97%。同样方式套用在10年期债息，结果是相关性正向91%，反映预测可信性十分高。

参考点阵图公布今明两年联邦利率目标为4.4及4.6%，利用回归分析中性线性关系模型预测2及10年期债息的合理水平如下：

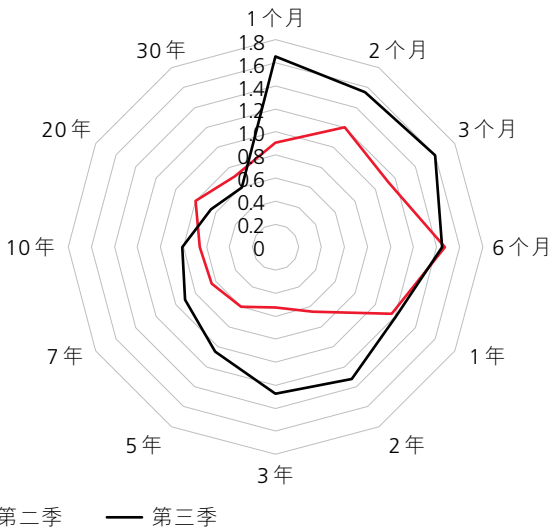
债息	2年期	10年期
与联邦利率相关性	正向97%	正向91%
合理水平：今年(%)	4.7	5.6
合理水平：明年(%)	4.9	5.8
截至9月30日数据	4.3	3.8

资料来源：彭博，数据截至2022年10月4日

结果吻合债券在加息周期末段才会触底的分析（详情请参阅第一季《债券》章节），亦暗示年内债息仍有上升空间，对整体债市未言乐观。结果亦反映了另一现象，10年期债息明显偏低，而且长短利率倒挂现象预期持续。主要原因是上文分析美元强势有利美国经济，加上地缘紧张刺激避险情绪，迫使投资者（尤其机构型）唯有持有美元。除现金状态外，大多会投入无违约风险的美国国债市场，甚至透过金融技巧及工具（例如利率掉对或套戥）把利率风险转移或提升回报。因此市场对美债或高评级债券需求殷切，间接扭曲债息走势，情况亦与上文描述「沃尔克时代」相似。

预期第四季将维持现况，联邦利率牵引2及10年期债息向上，但同时美债需求遏抑其升势，走势料如第三季般反覆向上而非一步到位格局，而且其他非主流年期收益率亦随之揣进。

美国国债收益率第二及第三季变化 (%)



资料来源：彭博，数据截至2022年10月1日

非美元债券市场：风雨飘摇

预期非美元债市将继续面对抛售压力，主要因为：

- 偏高的汇兑风险令货币对冲成本急升，不利持有非美元债券；
- 非美央行为防御本币贬值，勉强加息将打击本地经济，更令本币债券价格下跌；
- 部份机构投资者因抵押品(当地债券)价格下跌，被迫加保证金(Margin call)甚至被迫斩仓，情况严重除了影响投资银行盈利，亦可能撼动金融市场稳定性。

新兴市场更首当其冲，「竞争性升值」打击脆弱经济体，资金严重流失酿成当地政局不稳及金融危机(如斯里兰卡)。就算成熟的欧洲及英国债市亦受货币政策混乱及地缘紧张冲击，意大利及希腊10年期国债息率升至近5%，英国亦突破4%，反映两地债市风险正在升温。各央行执意收紧流动性后风险集中在非美元地区，稍有差池危害的不单是债市，而是全球性金融灾难。

违约风险：集中美国以外地区

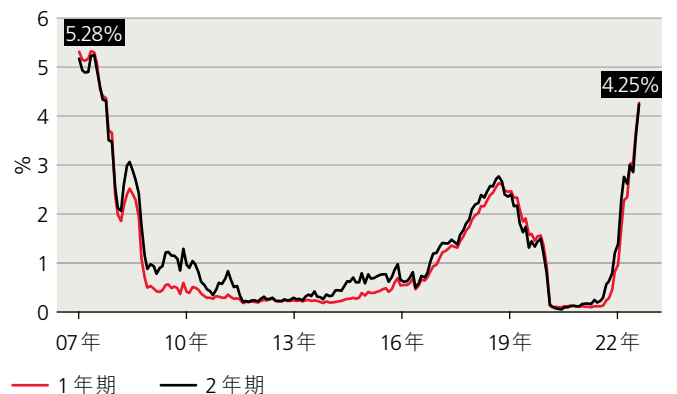
在《宏观策略》及《股票》章节中分析今天投资环境是历年排名尾二，比目前更差的是2008年次按危机引发的金融海啸。

当时美国房价急挫，按揭抵押证券(MBS)价格下跌，赖作抵押品的投资户口被追加保证金，部份触发违约，银行率先收紧流动性。另外，缺乏监管下各金融机构大量推出以MBS作抵押的结构产品，当走势逆转后违约风险增加，银行再大幅收紧流动性，导致投资银行及金融机构骨牌式倒闭。

当年央行主动加大流动性(即宽松货币政策)以填补私人市场缺口，并以减息纾缓债价跌势。但目前最大分别是流动性收紧源于各央行本身(即紧缩货币政策)，就算债券及抵押品下跌导致违约风险上升，逆转政策却有违国策，而且覆水难收。债券投资者唯有目送紧张状态拉至断裂边缘，无助地等待各央行收回成命，否则将复制2008年的金融灾难。这就是目前整体债市挥之不去的核心风险。

市场普遍参考担保隔夜融资利率(SOFR)与隔夜指数掉期(OIS)息差反映金融(尤其银行)流动性状况，2007至08年1及2年期最高录得5.36及5.28%。截止9月30日，两者分别录得4.29及4.25%，与高峰只相差1.07及1.03%。并且由2021年12月美联储开始预演紧缩计划后急速反弹，反映流动性状况持续恶化。加上以美联储缩表规模每月950亿美元(下同)计算，到2024年底时将从市场抽回约2.2万亿流动性²。虽然美联储坚决收紧流动性，但美元强势吸收海外美元，抵销部份美国本土违约风险。但美国以外地区却在资金流出及勉强加息影响下，可预期未来当地债券违约风险债券将不能避免地攀升。

SOFR与OIS息差



资料来源：彭博，数据截至2022年10月1日

² 见美联储网站，<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20220504b.htm>

债券

信贷违约掉期(CDS)是市场上常用为持有投资组合对冲违约的金融工具，各利率变化是衡量不同债券类别的违约风险指标。截至10月4日，主要分类中欧非中东地区所有类别正发出警号，不论3个月均值及其变化皆以双位数点子或相对现值以10%以上递增，反映区内违约风险正大规模扩散。亚洲(除日本)高评级类别现值虽然属中游位置，但递增速度偏高(20%以上)，反映该类别违约风险正在恶化。反观美国现值及均值明显低过其他地区，差距及变化值轻微升降反映当地债券违约未受美联储期内大幅加息(7及9月共加息150点子)影响。

各债券类别的信贷违约掉期利率(点子)数据

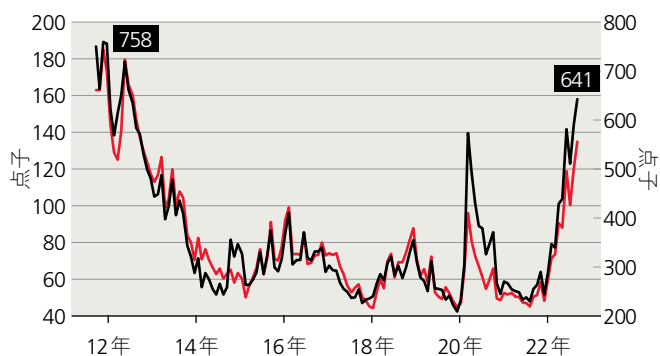
债券类别(点子)	现值	3个月均值	现值减均值差距	3个月均值变化
美国				
高评级	102.3	89.4	+12.9	+8.9
高息	97.0	99.7	-2.7	-2.1
地方政府有关机构	84.9	84.0	+0.9	+1.5
欧洲、中东和非洲(欧非中东)				
欧洲高评级	132.4	113.7	+18.7	+14.7
欧洲高息	638.3	562.4	+75.9	+55.1
首次金融	146.9	124.5	+22.4	+17.3
次级金融	269.9	231.4	+38.5	+22.9
亚洲				
日本	107.4	94.0	+13.4	-5.1
亚洲(除日本)高评级	184.7	152.5	+32.2	+31.6
澳洲	135.9	115.0	+20.9	-4.1
新兴市场				
新兴市场	90.9	90.8	+0.1	+0.8

资料来源：彭博，数据截至2022年10月4日



集中观察欧洲地区CDS利率走势，虽然未能提供2010年欧债危机时数据，但截至10月4日，欧洲高评级及高息债券CDS利率分别是135及641点子，比2012年时峰值185及758只差30及117点子。相信最快年底达峰，反映目前欧洲违约风险差不多媲美欧债危机水平。

欧洲CDS利率



— 欧洲高评级(左) — 欧洲高息(右)

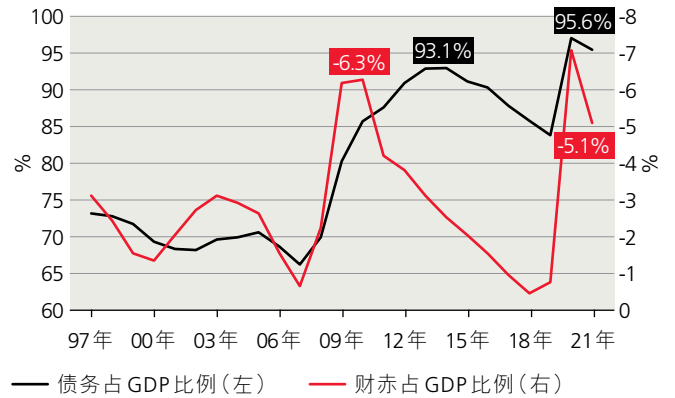
资料来源：彭博，数据截至2022年10月4日

今天最大风险应该在能源相关企业。芬兰经济部长Mika Lintila在欧盟常务会议中警告³，预计欧洲电力或能源公司正面临达1.5万亿美元的追加保证金通知，瑞典、芬兰政府正介入事件以避免出现类似「次按风暴」式违约事件，欧盟正考虑设立基金以避免能源衍生品市场崩溃。

欧洲债市：债务危机2.0？

除了个别违约风险，市场更担忧国家级违约危机。预期欧洲最快在第四季跌入衰退，2010年欧债危机阴影再次投射在投资者心中。经过超过10年光景，虽然欧洲金融界防御性比过去强大，欧洲银行业管理局在6月对大型银行进行压力测试，结果全部过关⁴，但俄乌战争揭露了欧洲经济的软肋：基本资源（尤其能源）缺乏。多方制裁后欧洲国家唯有向非俄国家购入价格高昂的能源，加上过去两年疫情打击仍未回复，截至2021年数据，欧元区债务占GDP比例（95.6%）已高过2010年水平（93.1%），反映债台高筑情况较欧债危机时更差。虽然财赤占GDP比例（负5.1%）仍低过2010年水平（负6.3%），但捉襟见肘的财政状况限制了政府出手改善经济，预期今年数字将创新高。

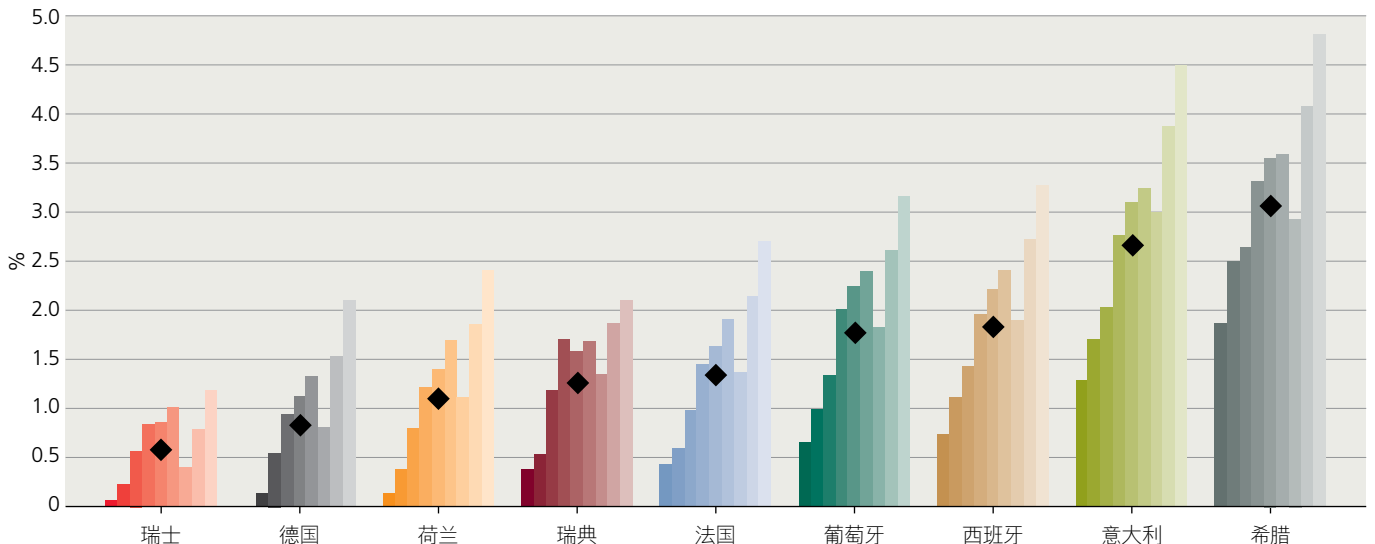
欧元区债务及财赤占GDP比例



资料来源：彭博，数据截至2022年10月4日

其实国家违约的忧虑早已呈现。市场普遍以10年期国债收益率作为指标，2010年时有所谓「7%魔咒」：当10年期债息升至7%后便出现国债违约。当时希腊在2012年9月曾高见32.6%，最终出现局部违约。其他风险偏高国家例如葡萄牙（最高15.7%），意大利（最高7.1%）及西班牙（最高6.7%），被昵称为「欧猪」(PIGS)。

欧元区主要国家10年期国债收益率（由2022年1至9月）



◆ 平均

资料来源：彭博，数据截至2022年10月4日

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

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

债券

今天较高风险国家仍是「欧猪」成员，尤其意大利及希腊债息由1月分别约1.2及1.3%，升至9月份约4.5及4.8%，是列国之冠，但水平较2010年时仍有距离。另一指标是个别国家与德国（经济龙头）息差，以反映区内相对风险程度。结果显示除了意大利稍为接近当时平均值外，其他「欧猪」风险仍远低于当时水平。

总结上述分析，今天欧洲个别企业（尤其能源相关）出现违约机会偏高，结果取决于能源价格及欧央行流动性支援（例如）。但认为欧洲再次爆发国债级违约便有点言过其实，但考虑衰退及各央行同时加息的乘数及溢出效应并未完全浮现，防范于未然实在未尝不可。

2010年及今天各国与德国息差数据

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

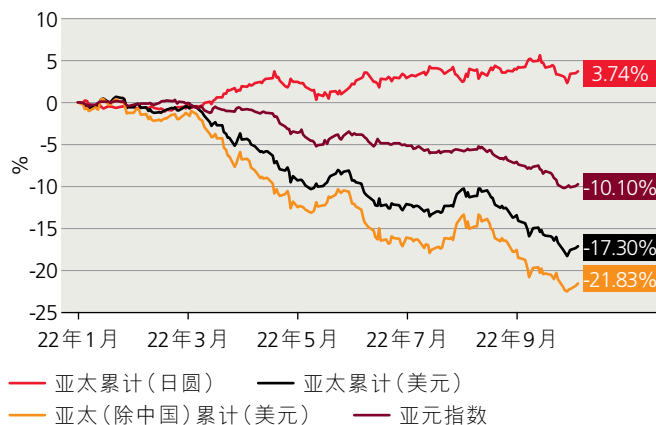
资料来源：彭博，数据截至2022年10月4日

亚洲债市：疲态毕露

过去预测亚太国家在地缘中立及资源丰富的条件下通胀普遍较成熟市场低，加息压力不大。区内债券表现将优于同侪。至今结果与预测相若。

彭博各类亚太累计债券指数及亚元指数表现

(2021年12月31日为基点)



资料来源：彭博，数据截至2022年10月4日

年内彭博亚太累计指数(日圆结算)表现出韧性，在云云跌市中仍维持正回报(3.74%)。但美元独大，投资非美元债券中外汇风险影响非常大，亚洲债市亦不能幸免。比较日圆与美元结算指数表现相差约21%，正好与日圆年内跌幅22%相若，因此能对冲外汇环境下才投资亚太债市较为合宜。如非日圆结算类别，可参考彭博亚洲货币指数(简称「亚元指数」)年内跌幅约10%，即非日圆结算的本币亚洲债券表现将较日圆结算为佳。

除了外汇风险，债券组合中中国相关债券亦是影响最终表现因素。同样以美元结算，亚太(除中国)累计指数表现较包括中国债券的原生指数低约4.5%，反映在多项不利消息影响下，中国债券表现更胜市场预期。毕竟在金融体量及债市发展速度，中国债券(尤其高评级债券)仍受机构投资者青睐。

进入第四季，亚太区债市风险预期将会上升，抑制回报外亦打击需求(资金流入)，尤其当美国11及12月再加码加息，进一步蚕蚀亚太债市优势。

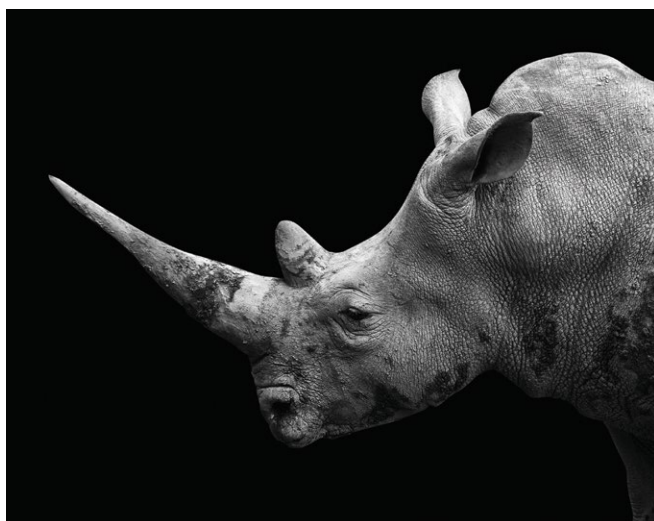
国债市场中一般以10年期较投资者欢迎，流通量亦是最大。因此，其收益率变化可反映当地债市吸引程度及潜在回报。过去一季全球大部份国债收益率都跟随美息上升，只是幅度不一。抽取亚洲GDP最高首10个国家(简称「亚洲十国」)为代表，分析自身及与美息差距变化，结果显示上季亚太收益率平均升幅(0.3%)仍较美国(0.81%)低，反映区内债市受利率变化影响较低。另外，印度、印尼、菲律宾及南韩收益率仍较美国高，反映其回报较美债吸引。除南韩外，其余3国的变化亦较平均值低，反映印度、印尼及菲律宾债市将是亚太中首选。另外，上季只有印度及中国收益率出现下跌，反映两地经济加息压力(甚至可能减息)不高，风险管理上对利率变化敏感度的存续期风险较低。

以上皆突显亚太债市独立性及其韧性特质，但相对美债的优势正在递减。假设其他因素不变，与美债的收益率差距反映亚太债券在回报上的吸引力，但按季下跌了0.51%，以回报率计算幅度更下降了44%。结果显示亚太债市吸引力仍在但正迅速下降。

亚洲十国 10 年期收益率变化及与美息差距变化 (%)						
亚洲十国	6 月 30 日	9 月 30 日	第三季变化	与美息差距 (6 月 30 日)	与美息差距 (9 月 30 日)	第三季差距变化
印度	7.45	7.39	-0.06	4.44	3.57	-0.87
印尼	7.18	7.32	0.14	4.17	3.50	-0.67
菲律宾	7.07	7.09	0.02	4.06	3.27	-0.79
马来西亚	4.24	4.38	0.14	1.23	0.56	-0.67
南韩	3.64	4.11	0.47	0.63	0.29	-0.34
新加坡	2.95	3.45	0.50	-0.06	-0.37	-0.31
泰国	2.80	2.97	0.17	-0.21	-0.85	-0.64
中国	2.81	2.73	-0.08	-0.20	-1.09	-0.89
越南	3.37	5.02	1.65	0.36	1.20	0.84
日本	0.22	0.23	0.01	-2.79	-3.59	-0.80
平均	4.17	4.47	0.30	1.16	0.65	-0.51
美国	3.01	3.82	0.81			

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

亚太区通胀上半年普遍较成熟市场低，加息压力不大有利区内债市。但到了下半年，亚洲十国CPI升幅加快，尤其南亚地区升幅较大，尤其马来西亚，当中南韩及泰国通胀亦有轻微回落。反观G7国家，上半年CPI升势开始放缓，尤其北美的美国及加拿大较明显。两组数据平均变化都是0.4%，过去亚太债市的优势逐渐褪色。



第三季各国 CPI 变化 (%)			
亚洲十国	CPI (6 月)	CPI (最新)	变化
中国	2.5	2.5	0.0
日本	2.4	3.0	0.6
印度	7.0	7.0	0.0
南韩	6.0	5.6	-0.4
印尼	4.4	6.0	1.7
泰国	7.7	6.4	-1.3
菲律宾	6.1	6.9	0.8
新加坡	6.7	7.5	0.8
马来西亚	3.4	4.7	1.3
越南	3.4	3.9	0.6
平均	4.9	5.4	0.4
G7 国家	CPI (6 月)	CPI (最新)	变化
美国	8.6	8.3	-0.3
加拿大	8.1	7.0	-1.1
英国	9.4	9.9	0.5
法国	5.8	5.6	-0.2
德国	7.6	10.0	2.4
意大利	8.0	8.9	0.9
日本	2.4	3.0	0.6
平均	7.1	7.5	0.4

资料来源：彭博，数据截至2022年10月4日

债券

通胀上升，加息次数亦随之上升。亚洲十国及G7国家在5月前共加息4及10次，但6至9月走势逆转，期间两地区分别加息14及12次，亚洲十国次数反胜G7国家，加息速度明显加快，而且比5月前以倍数上升。幅度方面，亚洲十国5月前总升幅只有1%，但6至9月期间共加息5.75%，区内债市压力可想而知。虽然幅度未及G7国家共8%，但上半年优势殆尽。

亚太债券违约风险亦比前3季明显上升。不论亚洲高评级或高息债券，本来6至9月期间走势下跌，但在9月12日美联储一改其经济预测至悲观状态后，两项指标随即持续上升，反映当地美元计价的对冲成本递增，区内违约风险上升。回应上文，亚洲除日本CDS利率走势相若，6月跌势直到9月中逆转向上，虽然未至1年高位，但预计只是时间问题。

综合分析，预期第四季亚太债市仍然表现韧性，但比较成熟市场的优势递减。需求支持下急跌机会偏低，但违约风险有可能以「黑天鹅」式出现，遏抑后市走势，上升空间不大。

年内各国加息次数及幅度变化

亚洲十国	次数(5月前)	次数(6至9月)	年内总计	幅度(5月前) (%)	幅度(6至9月) (%)	年内总计 (%)
中国	0	0	0	0	0	0
日本	0	0	0	0	0	0
印度	0	0	0	0	0	0
南韩	2	3	5	0.5	1.25	1.75
印尼	0	2	2	0	0.5	0.5
泰国	0	2	2	0	0.5	0.5
菲律宾	1	4	5	0.25	2	2.25
新加坡	0	0	0	0	0	0
马来西亚	1	2	3	0.25	0.5	0.75
越南	0	1	1	0	1	1
总计	4	14	18	1	5.75	6.75
G7国家	次数(5月前)	次数(6至9月)	年内总计	幅度(5月前) (%)	幅度(6至9月) (%)	年内总计 (%)
美国	3	2	5	1.5	1.5	3
加拿大	3	2	5	1.25	1.75	3
英国	4	2	6	1	1	2
法国	0	2	2	0	1.25	1.25
德国	0	2	2	0	1.25	1.25
意大利	0	2	2	0	1.25	1.25
日本	0	0	0	0	0	0
总计	10	12	22	3.75	8	11.75

资料来源：彭博，数据截至2022年10月4日

中国及亚洲债市回顾与展望

概述

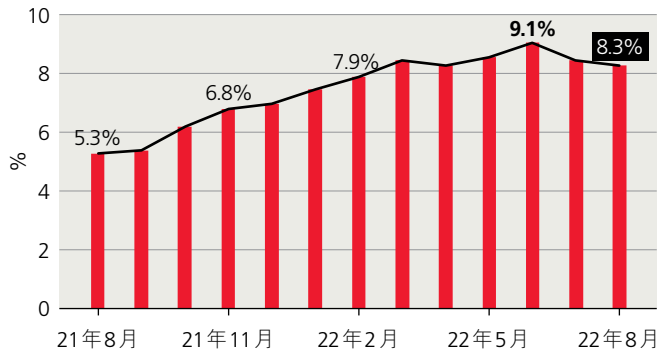
- 市场继续在通胀高企和经济衰退忧虑之间拉锯，美债短期在区间上落
- 投资级别债券：看好具防守性和高质素的南韩债券，印尼石油和天然气出口商债券
- 高收益债券：看好具长期结构性增长的印度可再生能源债；印尼房地产业债券
- 看淡中国房地产和澳门博彩业债券

加息压抑通胀，增加衰退风险，美债短期在区间上落

美联储大幅加息压抑通胀，成效暂未呈现，但投资者担心加息会引致经济严重衰退。两项因素将继续于市场角力，造成环球市况波动。东亚联丰预计美债将维持在区间徘徊，对长存续期债券的看法稍为谨慎。美国8月非农就业人口新增31.5万人，显示美国劳动市场虽然回软，但整体服务和就业市场数据依然理想，加上欧洲汽油价格高企，债券价格可能就美国加快加息步伐的预期作出调整。

商品价格如小麦、铁矿石、铜及黄金，均从一年高位回落，供应链改善加上经济放缓引至需求回软，尤其来自中国的需求下降，令通胀增速减慢。但走势仍然充满变数。

美国1年消费者物价指数趋势



资料来源：东亚联丰、彭博，数据截至2022年8月

美国消费者物价指数(CPI)8月份按年上升8.3%，较7月份8.5%稍为放缓，但按月计算有所上升。撇除食品和原油价格，8月份通胀按月上升0.6%，高于市场平均预测0.3%。美联储较早前表明，尽管经济可能出现衰退，但在通胀降至2%之前，都不会放慢加息步伐。

偏爱具防守性的高质亚洲债券

亚洲方面各国所面对的经济状况与挑战各有不同。除了中国，大部分亚洲国家，包括新加坡、日本和南韩等，均放宽了对疫情的限制，有助刺激经济活动。

虽然一众亚洲国家包括澳洲、马来西亚、新加坡和南韩等跟随美国调高利率，但通胀压力较成熟市场温和，经济亦相对稳健。以南韩为例，是全球率先实现利率正常化的国家之一，因此，相对外围波动市况，其债市亦较为平稳。南韩政府9月初宣布为压抑通胀，明年将缩减政府开支。

另外，印尼政府预测2022年通胀达6.6至6.8%，较8月份的4.69%为高。该国央行表示虽然利率会持续攀升，但力度将远不及美国联储局。有序的加息步伐，还有煤炭和棕榈油价格高企，有利印尼企业和债市平稳发展。

至于中国，为确保流动性支持经济活动，人民银行于8月中旬减息，人民币兑美元和在岸债券收益率随即回落。其后，为稳定汇价，央行9月初降低存款准备金。东亚联丰预计，由于房地产不景气解决需时、防疫政策继续影响零售市道，以及中美货币政策分歧持续扩大，人民币兑美元短期将持续偏软，在岸人民币债券收益率相信也会在低位徘徊。

而中国以外的亚洲区高息债券，当中有部分提供大约7至15%的收益率，具投资价值。

亚洲区高息债券收益率例子

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

资料来源：东亚联丰、彭博，截至2022年8月22日

债券

地区分析

南韩 — 新发行投资级别金融债券估值吸引、质素高，投资潜力较优

南韩早于去年8月开始加息，虽然加息步伐并未停止，但加幅渐趋正常化。同时，南韩政府宣布提供信贷计划，向陷入困境的金融公司提供担保，避免发生违约事件而导致更大的经济损失。此举有助稳定投资者对韩国债市的信心。因此，从防守性高和利差角度分析，东亚联丰认为现时韩国投资级别债券吸引，尤其是短期债券。当中投资团队特别看好可提供高溢价，吸引估值的新发行、A级别或以上的短期金融债券类别。刚过去的夏季，新债券发行量有所放缓，但预计9月份新发行银行债券可回升，溢价将继续具吸引力。

印度 — 看好可再生能源高收益债券，基本面稳固和受到政策支持

印度央行在8月再次加息50点子。通胀正慢慢回落，而经济动力仍然强劲。其中印度可再生能源的高收益债券受各项政策支持，基本面稳固，具长期经营专利和固定价格优势，值得关注。

近日，总理莫迪敦促各州政府向电力公司偿还欠款，有助逐步减少拖欠发电商等130亿美元的款项。根据当地已定下2030年目标，届时当地一半的用电量会以洁净能源生产，同时亦会提升可再生能源产能，总产量将由2021年的151千兆瓦大幅提升至500千兆瓦。我们预计再生能源公司可从多种渠道以合理借贷成本进行融资，推行再融资和新项目。

中国 — 发展商陷困境，看淡中国房地产和银行债券

中国经济复苏步伐取决于防疫政策，及施行促进经济政策的落实速度。由于行业的监管风险，加上房地产疲弱，对于中国投资级别和高收益债券，投资团队仍然审慎。但当个别行业包括资产管理公司和科技企业等，由于估值已大幅下挫，于供应紧张的情况下，不排除出现技术性反弹。

中国烂尾楼7月底增加到300多个，出现买家集体停止偿还贷款，加上房屋销售疲软，地产商流动资金紧张，预计违约企业的数目将继续上升。

鉴于政府倾向保护买家，让银行承担损失，银行业将首当其冲。我们相信虽然对四大国有银行的影响可控，但对股份制银行和农村银行则影响甚深。尽管消息指国务院可能向私人发展商提供巨额财产保护基金，我们仍继续对地产债券前景抱审慎态度。市场亦忧虑房地产问题会出现连锁效应，拖累银行业，因此，我们现时对银行和资产管理公

司投资级别债券的投资加倍严格。但相信资产管理公司债券成为堕落天使的风险不高，价格或有机会修复。

印尼 — 偏好石油和天然气投资级别半主权债券，房地产高收益债券基本面良好

印尼经济基调稳健，货币政策稳定，制造业采购经理指数持续扩张，加上棕榈油和煤炭价格上涨，贸易顺差创历史新高。

虽然印尼政府表示将继续加息压抑持续升温的通胀，但力度会远逊美国联储局。加上受惠商品价格持续高企，印尼债市于区内具吸引力，相信资金将继续流入。其中半主权债券和高受益企业债券不乏投资潜力。尽管印尼进入加息周期，但贷款利率仍然偏低，为房地产需求提供支持。印尼首半年房屋销售额占企业指引的44至61%，有望实现全年目标。东亚联丰预期未来合约销售将保持强劲，购物中心客流量将继续恢复，为地产商带来充裕的资金流。整体而言，房地产高收益债券备受看好。

另外，印尼30年长期半主权债券估值吸引，尤其是长期石油和天然气半主权投资级别债券。地缘政局紧张，全球煤炭需求被推高，而持续高企的价格，为商品出口商带来充裕的现金流。再者，政府提供补贴，令企业基本面稳定，债券违约风险甚微。

澳门 — 高收益债券前景持续不明朗

自今年6月中旬疫情再度爆发，澳门博彩收入一蹶不振。鉴于边境重开时间表不明朗，评级机构和市场均降低澳门博彩业今明两年的复苏速度预期。随著赌场流动性渐趋紧拙，企业被下调评级的可能性日渐提高。尽管一些博彩运营商的母公司提供股东贷款以增强流动性，但行业的基本面仍然疲软。投资团队对澳门博彩高收益债券维持审慎。

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

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

岌岌可危

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪



另类投资

东亚银行财富管理处首席投资策略师 李振豪

岌岌可危

上季标题是《如履薄冰》，意谓商品价格高处不胜寒。当时预测战事爆发后，人为因素超越金融分析，以供需数据预测能源价格走势相信是徒然的。油价波动部份源于游资过剩及衍生工具影响，实质供需变化影响有限。另外，各央行有意果断收紧流动性，预期过去多年盘踞于衍生工具的游资被抽走，削弱从期货及期权市场引导油价现货的力量。另外，多项影响金价的因素都有一共通点，就是下跌较上升空间及机率更大，金价易跌难升。过去预测大致与今天结果相若。

本季标题是《岌岌可危》。延续上季走势，商品市场将步步惊心。形势颠簸且险峻，面对眼前困境，又要提防潜在暗涌，稍有差池更会万劫不复。未有尽头前应谨慎为先。

预期能源市场最差情况还未出现，欧美经济明年出现不同程度的衰退将打击需求，即使产油国有意大幅减产支持油价，但料在需求而非供应主导下油价易跌难升。各央行坚决加息令游资大幅减少，来自衍生工具市场的影响力递减，油价波动亦将下降。欧洲能源危机是全球而非地区性风险，迫使成熟国家加大合作及加快研究转投新能源领域的可能性。而黄金虽面对多重负面因素影响，但上季在逆风中表现韧性，主因是各负面因素背后变化逐渐下降，金价对此敏感度亦同步下降，暗示接近调整底部，并注意部份极端因素爆发将有可能令低沉的金价反噬，现时再大幅看淡风险偏高。

整体商品市场：短期内调整持续

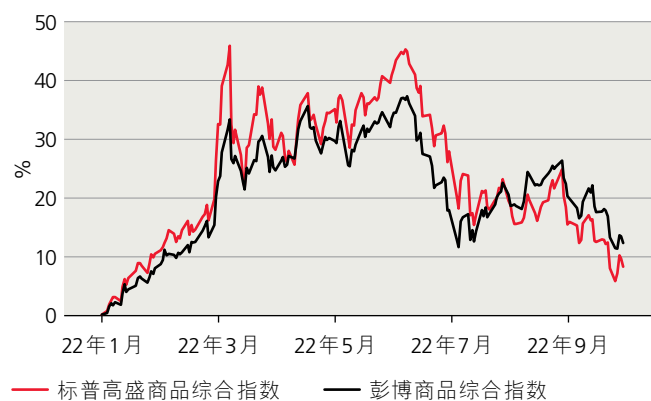
上季预测商品市场走势如履薄冰，主因热钱透过俄乌战事炒作主导资金流，只欠一个引爆点收割上半年回报。

供应面在第三季随著各国积极地开源节流变得紧张（尤其能源，详情可参阅下文分析），俄乌在联合国及土耳其斡旋下达成并签署粮食出口协议¹，各央行执意持续大幅加息等，成为商品综合指数及各分类指数回吐的藉口。

商品市场第三季上半季曾轻微扭转第二季跌势，标普高盛及彭博商品综合指数曾反弹超过10%。但其后更多数据显示，供应链并非预期般恶劣（详情可参阅《宏观策略》章节），俄罗斯油品转往亚洲地区及欧洲另觅供应后能源紧张不似预期。在价格利诱下新兴市场（亚洲及南美）加大食品出口，及市场正酝酿全球性衰退下，两项指数最终调头下跌，例如彭博商品综合指数上半年升约18%，第三季却下跌4.7%。

标普高盛及彭博商品综合指数表现

(以2021年12月31日为基点)



资料来源：彭博，数据截至2022年9月30

各项分类指数呈现升势放缓甚至逆转向下，能源类首当其冲，石油类更单季下跌近22%，牲畜（1.9%）及谷物（1.3%）类录得轻微升幅。随著冬天临近及距离欧盟完全终止入口俄罗斯能源愈来愈近，天然气类是第三季赢家，单季升幅约25%。预期全球未找到天然气市场供需平衡方案前，天然气走势更胜同侪。

彭博商品分类指数表现

项目	上半年 (%)	第三季 (%)
商品综合	18.0	-4.7
农产品	12.7	-0.9
能源	57.7	-6.0
工业金属	-9.9	-7.9
石油	50.2	-21.5
软商品	2.9	-4.5
贵金属	-4.7	-8.2
牲畜	-3.7	1.9
谷物	15.7	1.3
天然气	48.4	24.5

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

¹ 见欧洲对外事务部网站，https://www.eeas.europa.eu/delegations/turkey/russiaukraine-statement-high-representative-josep-borrell-agreement-export_en?s=230

商品波动指数亦预测商品市场走势并不乐观。过去5年波动指数与商品综合指数走势相若，直到2021年底，两者出现持续背驰，相关系数超过负70%。相关系数受很多因素影响，但纯粹以走势预测，如波动指数继续下跌，综合指数终有一天与波动指数回归同路，暗示各类商品价格调整将短期内持续。

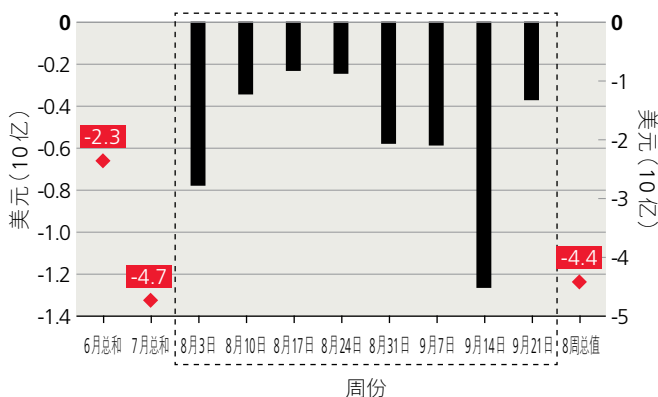
高盛商品波动指数及标普高盛商品综合指数



资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

资金流向亦反映投资者对商品市场投下不信任一票。美国投资公司协会提供当地注册基金及ETF资金流量数据显示²，商品类在6及7月分别单月流出23及47亿美元（美元，下同）。但8及9月仍未止血，截至9月27日之前7周，共流出44亿美元而且每周皆录得净流出，反映投资者由6月起跟随商品价格下跌而持续放弃商品类基金。

美国注册基金及ETF商品类资金流量



资料来源：美国投资公司协会，数据截至2022年9月30日

能源市场：最糟的还没来到

市场焦点集中在原油及天然气之争。俄乌战事趋向拉锯，未能进一步刺激原油需求，加上预期全球经济明年进入衰退，需求将较今年大幅下调。OPEC+有意减产以支持油价，但主要影响因素已由供应侧转向需求侧主导，因此预期第四季油价将反覆走弱。

相反，欧盟将完全在能源（甚至经济）领域上与俄罗斯脱钩，而且冬天临近，而今只可向美国等其他国家入口较贵的液态天然气，储存量虽然高见80%，但预期只可维持至明年1至2月（天然气分析，详情可参阅下文分析）。时间是欧洲目前最大的敌人，领导层须尽快交出替代方案（如重启核能），否则欧洲经济将比美国更快跌入衰退，亦有利天然气价格。

原油：明年将出现供过于求

国际能源署（IEA）9月中发表最新原油市场报告³，数据显示虽然俄罗斯在战事爆发后受到多方面能源相关制裁，但原油生产及出口量表现韧性。8月份出口量仅较战事前低40至45万桶（每日，下同），预计出口收入只下降约12亿美元至约177亿美元。年初以来俄罗斯对欧洲、美国、日本和韩国出口量下降200万桶，但输向印度、中国、土耳其和其他国家上升减轻了上述损失。欧洲方面，欧盟及英国在1至8月期间由俄罗斯进口量大幅下降88万桶至170万桶，但从美国进口量增加40万桶至160万桶。伊拉克、挪威、圭亚那及沙地阿拉伯也增加对欧盟出口。

欧盟对俄罗斯原油和油产品进口的全面禁运分别在今年12月及明年2月生效，预计将有约140万桶原油及100万桶油产品由俄罗斯转往新买家，主要是未有参与七大工业国组织（G7）对俄油设定价格上限的第三方国家。综合分析，预计到明年2月，俄罗斯原油总产量预计将下降至950万桶，同比下降190万桶。

可是，数据显示未来将有较预期更多的原油流入市场。IEA成员国从3到8月释放近1.8亿桶国家储备，并计划在9至10月再释放5,200万桶。同时，各产油国正积极增加生产，8月世界原油产量增加79万桶至1.013亿桶，同比增加500万桶以上。考虑原油有可能过剩，预计由8至12月增长将会放缓，仅小幅增长28万至1.016亿桶。

² 见美国投资公司协会网站，<https://www.ici.org/research/stats/weekly-combined>

³ 见国际能源署网站，<https://www.iea.org/topics/oil-market-report>

另类投资

全球石油需求增长率继续下降，首8个月，中国实施严密防疫措施及经济合作暨发展组织(OECD)经济前景暗淡，加上欧美经济进一步恶化，预计年内需求将持续下降。但由于全球天然气及部份国家电力价格创纪录新高，部份新兴市场及欧洲国家正转用石油发电，估计第四季至明年第一季需求藉此增长平均70万桶。另外，受惠多国边境开放，预计航空燃料主导增长步伐，抵销公路运输需求减弱的影响。

综合预测，预计今年世界原油需求只增长200万桶，明年增长210万桶。配合今年全球预计产量将增加480万至约1.001亿，并在明年增加170万至1.018亿。预计明年下半年全球原油市场将出现供过于求约100万桶，明年年底前维持局面。

期货及期权市场：突显看淡操作

根据纽约商品期货交易所(NYME)提供纽约原油期货每日长及短仓未平仓合约量，当中变化反映机构投资者对原油市场后市预测。净合约量为正数时暗示看好者偏多，反之亦然。

数据显示5月最后出现超过1.8万张正数净合约量后开始转势，而且大幅及持续地出现负数，反映整体市场趋向悲观。再分开长及短仓数据，悲观情绪源于长仓大幅下跌，同时短仓反覆上升，反映机构投资者殊途同归，利用正反期货作同样的看淡操作。

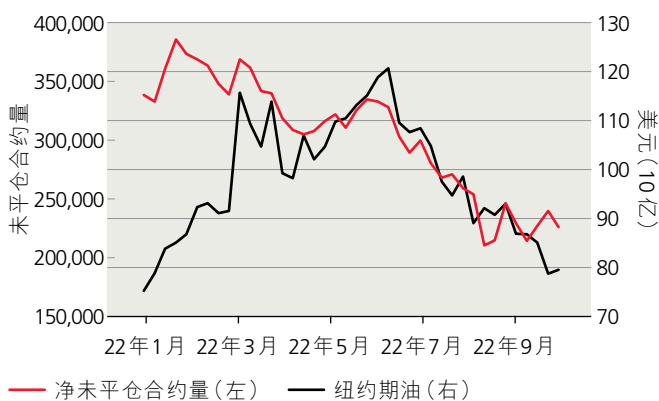
纽约原油期货未平仓合约量按月变化

月份	未平仓合约量变化		差距
	长仓	短仓	
3月	-5,542	-6,470	928
4月	-22,922	984	-23,906
5月	8,903	-9,795	18,698
6月	-34,045	11,214	-45,259
7月	-20,043	10,199	-30,242
8月	-26,535	-13,495	-13,040
9月	-7,985	12,155	-20,140

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

再观察净未平仓合约量与纽约期油走势比较。年初净合约量持续下跌时油价受俄乌战事刺激而上升，但背驰走势在5月变为同步，主要是原油供应量不似预期般紧张，油价开始逆转向下，亦与机构投资者在期货看淡操作上相若。

未平仓净合约量及纽约期油



资料来源：美国投资公司协会，数据截至2022年9月30日

上季预期在各央行坚定收紧流动性后，衍生工具市场干扰现货市场的能力将逐步下降，短期内投机炒作或故弄玄虚将有所收敛。根据芝加哥商品交易所(CME)提供原油期货及期权每日总成交量显示⁴，6月30日总交易合约量近85万份，但截至9月30日，数值下跌至约67万，跌幅近21%。以每份合约标的为1,000桶原油计算，即相等于由8.5亿桶下降至6.7亿桶原油。比较IEA预计全球每日共消耗约1亿桶计算，原油期货及期权交易量仍是全球需求的6.7倍，但按季比例已显著下降。如第四季央行继续加息及预测明年全球需求下跌，在成本及回报率考量中，预期衍生工具市场的影响力将进一步下跌，现货油价波动性亦跟随下降，有利稳定能源市场价格波动。

欧洲能源危机：画地自牢

俄乌战事爆发初期，欧洲议会主席冯德莱恩在欧盟委员会中呼吁⁵：欧洲人民要站起来，并很清楚保护自由是有代价的，这是他们愿意付出的代价。到了今天，欧洲人民不论愿意与否，都同步承受战争带来的经济代价。

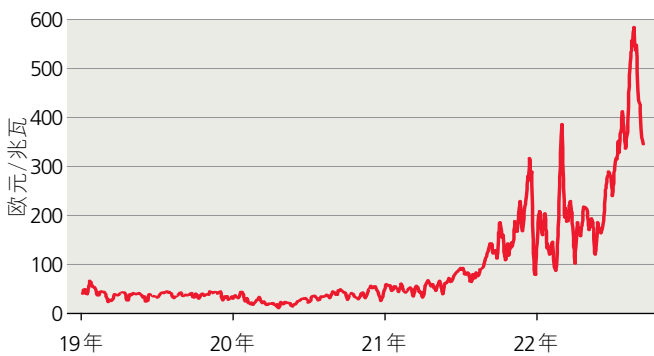
⁴ 见芝加哥商品交易所网站，https://www.cmegroup.com/cn-t/trading/energy/crude-oil/light-sweet-crude_quotes_volume_voi.html#tradeDate=20221013

⁵ 见欧盟委员会网站，https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_22_1483

近月她再次率领欧盟成员国讨论全面封杀俄罗斯能源及为天然气价格实施限制等方案⁶，与会者意见分歧，并怀疑方案执行及成效。最终结果如何并不重要，但反映出欧洲在能源上与俄罗斯脱钩已成事实。不归路上一方摆脱意识形态后另辟路径，彼方盲从地绑架各国冲向悬崖。相信最终都是人民而非领导层的抉择。

以德国电费为例，2019年1月收费为近40欧元（每兆瓦·下同），疫情影响下2022年1月已升至107欧元。俄乌战事爆发及互相制裁下，电费井喷式上升。由3月约175欧元升至9月约350欧元，升幅约1倍。

德国电费



资料来源：经济合作暨发展组织，数据截至2022年9月30日

IEA在9月发表最新天然气市场报告⁷，俄乌战事引发多方制裁，不仅对于欧洲，同样依赖天然气的新兴经济体也受影响，预计市场紧张状况将持续到2023年。今年首8个月欧洲天然气消耗量下降10%以上，原因是工业减产所致。中国及日本需求几乎没有变化，而印度及韩国更出现萎缩。北美是世上少数需求仍然增加的地区。报告预计今年全球天然气消耗量将下降0.8%，明年消耗量仅增长0.4%，但仍存在高度不确定性，尤其俄乌战事发展及经济衰退影响。

报告预期欧洲将通过进口液化天然气(LNG)来填补俄罗斯供应的缺口，今年首8个月同比已增长65%，导致亚太地区传统买家的供应减少。或者转投来自挪威等地方的替代管道，及其他碳排放量更高的化石燃料，如煤炭和石油发电。除了供应，节约消耗将势在必行。截至9月底，欧盟天然气储存量已近90%，如果没有减少需求并且完全切断来自俄罗斯供应，假设能透过不同源头维持LNG供应量偏



高状态下，明年2月储存量将降至约20%水平；如供应量低，将降至只有5%水平，当时或会引发供应中断风险。

报告建议若供应量减少但储存量维持在25%以上，欧盟须要在冬季期间将天然气需求量从过去5年平均值减少9%。如供应量进一步下调，便要减少13%以达标。

OECD亦作出相近的分析结果。假设9月底欧洲天然气储存量达到90%，同时完全断绝从俄罗斯进口，但从其他来源每月进口300亿立方公尺及国内产量为2019至2021年平均水平。情景预测结果：

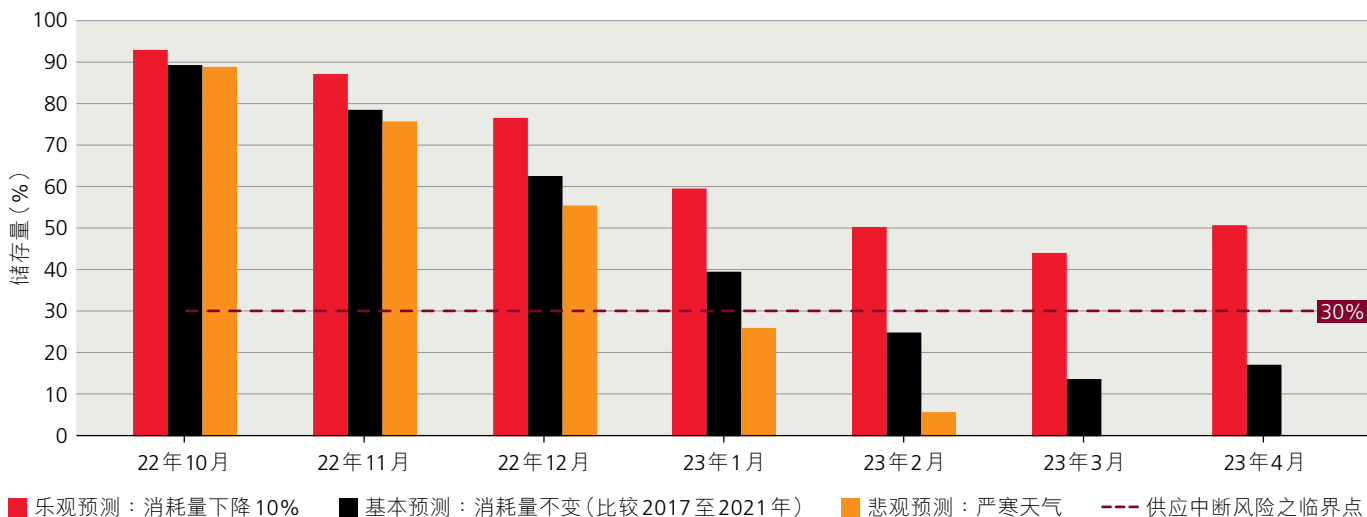
- 基本预测：区内消耗量维持在2017至2021年平均时，欧洲最快在明年2月进入供应中断风险之临界点(储存量30%或以下)；
- 乐观预测：如消耗量能下跌10%，区内在明年4月，天气渐渐回暖前都不会跌入临界点；
- 悲观预测：如在严寒天气下，假设消耗量处于2017至2021年最高水平，欧洲最快在明年1月面临天然气中断风险。

⁶ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/business/energy/eu-propose-price-cap-russian-gas-von-der-leyen-says-2022-09-07/>

⁷ 见国际能源署网站，<https://www.iea.org/news/natural-gas-markets-expected-to-remain-tight-into-2023-as-russia-further-reduces-supplies-to-europe>

另类投资

欧盟及英国天然气储存量预测



资料来源：经济合作暨发展组织，数据截至2022年9月30日

欧洲能源危机：逆境自强

绝处逢生，IEA预测是次危机反而加速中欧及东欧能源多样化发展⁸，为区内带来崭新投资机会。

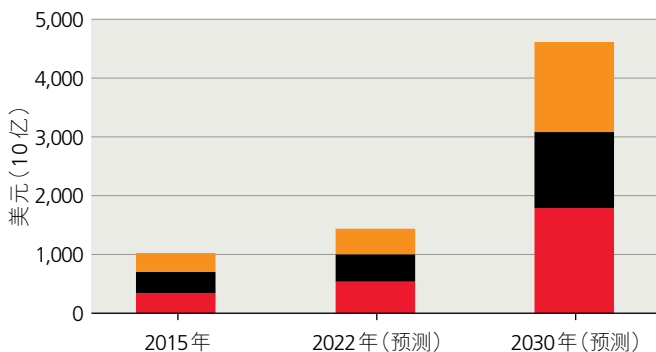
中东欧地缘及供应上较西欧更依赖俄罗斯。去年俄罗斯天然气占中东欧国家天然气消耗量近一半，例如塞尔维亚几乎100%依赖俄罗斯，而欧洲其他国家则略高于20%。随著燃煤电厂被逐步淘汰及能源需求不断上升，亦明白资源缺乏下被分配到位的可能性偏低，困境中反而迫使当地政府在能源多样化发展，包括加大清洁和再生能源投资、提升能源效率及建造液化天然气供应，及提升进口能力和整合区域天然气市场。部份发展如下：

- 提升国内产能，例如匈牙利计划今年将国内产量从去年15亿(立方公尺，下同)增加到20亿或约占国内总需求20%；
- 启用区域性储气平台，提高区内储气库透明度，并要求对储气系统进行认证，减少操控、堵塞及囤积的可能性；
- 建立国家或地区拍卖平台，以市场力量平衡供需及定价；
- 联合采购液化天然气以减轻融资压力并提高议价能力；
- 投资新型液化天然气产能，例如到明年底，中东欧地区的再气化能力(浮式储存再气化装置)可增加1倍以上，达到每年50亿(立方公尺，下同)以上。到2026年可能达100亿，相当于该地区去年由俄罗斯天然气进口的总量；

- 迫使政府加速能源转型，制定清洁能源投资措施，部署广泛的可再生能源投资组合。

传统能源走向死胡同，清洁或再生能源趁机抬头。OECD预测今年全球将投资14,400亿美元在低碳产能(包括水力、核能、风能、太阳能、地热能和潮汐能等)、能源效率(包括最终输出比率)及电网类别(包括电动汽车及电池存储)3大范畴，较2015年整体上升近40%。未来该领域投资将进一步提升，预测到2030年，整体投资额升至45,860亿美元，较今天预测上升近2.2倍。当中升幅最大为电网类别(2.5倍)，低碳产能及能源效率分别上升约2.3及1.7倍。

全球绿色能源投资



- 「低碳产能」包括水力、核能、风能、太阳能、地热能和潮汐能等
- 「能源效率」包括最终输出比率
- 「电网类别」包括电动汽车及电池存储

资料来源：经济合作暨发展组织，数据截至2022年9月30日

⁸ 见国际能源署网站，<https://www.iea.org/commentaries/accelerating-energy-diversification-in-central-and-eastern-europe>

美国能源市场：向再生能源领域推进

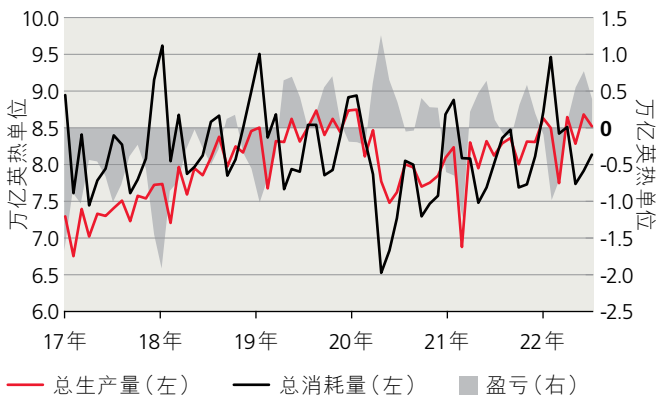
根据美国能源资讯管理局(EIA)数据显示，美国能源生产及消耗过去5年出现了明显变化。总生产量可分为3大类别：石化能源、核能及再生能源。最新分布如下：

项目	供应	需求	盈亏
	单位：万亿英热单位		
石化	6.68	6.28	0.40
核能	0.69	0.69	0.00
再生	1.18	1.17	0.01
总量	8.55	8.14	0.41

资料来源：美国能源资讯管理局，数据截至2022年9月30日

全美能源总供需出现盈余，占生产量约4.8%。对比欧洲，战事爆发未对美国能源市场造成压力，主要盈余来自石化能源类别，反映美国是非OPEC+当中生产力最高国家。目前有关能源制裁理应影响不了美国经济，但美国通胀为何仍高企不下？相信在于供应后本土消耗相对出口量比较，在欠缺数据下未能准确分析，但以总生产及消耗量显示，美国实在可透过不同经济（例如提价）及行政操作（例如出口禁令），有能力及迅速地遏止由能源问题产生的通胀，只是与背后利益团体（例如欧洲汽油较美国价格为高）及政治操作（例如地缘及选举因素）有关。

全美总能源供需

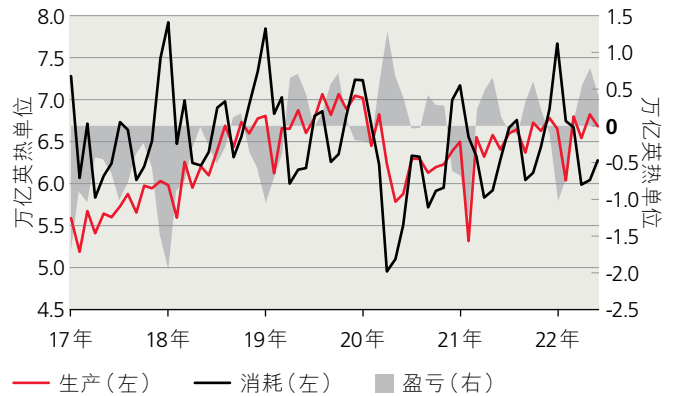


资料来源：美国能源资讯管理局，数据截至2022年10月6日

过去5年石化能源在疫情前后出现较大变化。2017年1月至2020年3月期间，生产及消耗按年同步递增，但消耗普遍较生产量高，亏损比例占约74%，反映供不应求情况严重。但在2020年4月至今年6月，生产及消耗按年同时低过疫前水平，而且亏损比例下降至约37%（即盈余占

63%），反映能源价格高企正打击消耗意欲，例如跨国出行、在家工作及工厂停摆等，预期今明两年经济走弱下情况将不会明显改善。

美国石化能源供需



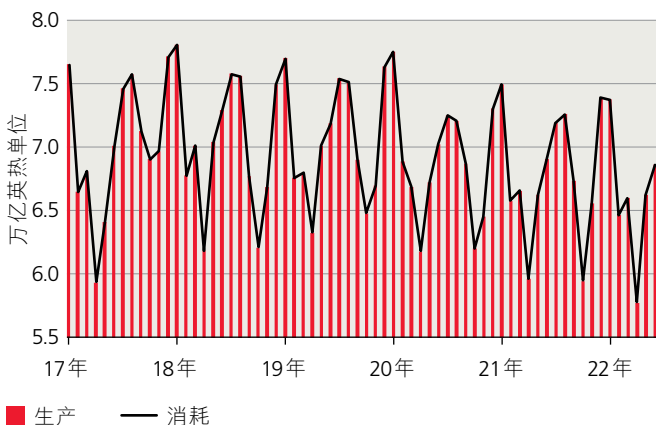
资料来源：美国能源资讯管理局，数据截至2022年10月6日

核能生产未见填补石化能源的缺口。在全球反对声音及欠缺基本设施（如核电网路）下，核能产量占全美总生产量约8%。核能过去5年走势持续下跌，按年更轻微递减1至2%。虽然消耗与生产量是百分百相同，但低比例值下影响不了美国能源市场。



另类投资

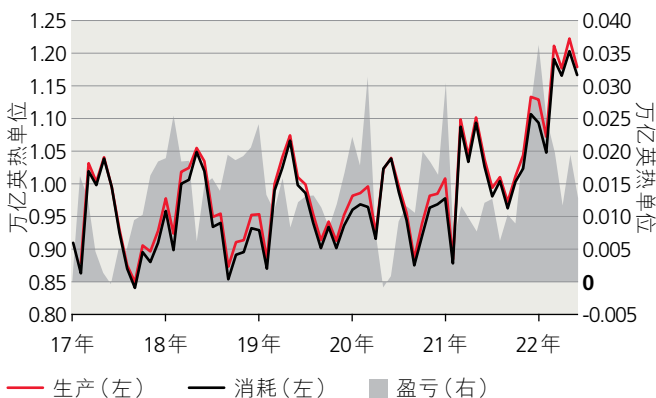
美国核能供需



资料来源：美国能源资讯管理局，数据截至2022年10月6日

反观再生能源才是下一个核心动力。疫前生产变化徘徊在10%之内，但疫后生产力明显上升。截至今年6月，按年升幅为13.6%，比较2020年3月更上升了18.4%。需求变化相若下，反映美国能源供需正积极朝向再生能源领域，而且与疫情或俄乌战事关系不大，而是反映核心性转型的决心。目前占全美能源供需只有约14%，预期未来比例将有增无减，有利相关价格及行业发展。

美国再生能源供需

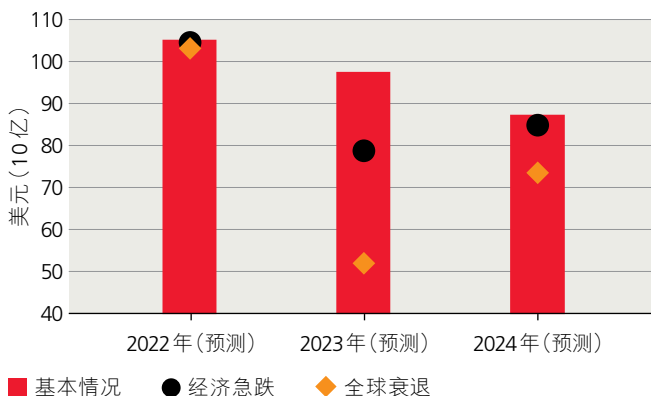


资料来源：美国能源资讯管理局，数据截至2022年10月6日

油价预测：跌势延续至明年

强调人为因素已盖过基本分析，但世界银行亦有为未来布兰特原油价格作预测，并假设全球经济将出现3个情景：「基本情况」、「经济急跌」及「全球衰退」。

布兰特期油价格预测



资料来源：经济合作暨发展组织，数据截至2022年9月30日

再参考布兰特较纽约原油过去6个月平均高8.2美元推算，情景预测结果如下：

布兰特原油 (美元/桶)	2022年	2023年	2024年
「基本情况」预测	106	98	88
「经济急跌」预测	105	79	85
「全球衰退」预测	103	52	74
纽约原油 (美元/桶)	2022年	2023年	2024年
「基本情况」预测	97.8	89.8	79.8
「经济急跌」预测	96.8	70.8	76.8
「全球衰退」预测	94.8	43.8	65.8

资料来源：经济合作暨发展组织、彭博，数据截至2022年9月30日

整体数字反映预测油价未来两年将持续下跌，明年最差情况将较去年下跌超过50%（「全球衰退」预测），再次强调油价走势受需求侧而非供应侧主导。但有趣的是不论经济急跌甚至全球衰退，2024年布兰特原油油价将见底反弹，两项升幅约8及54%，暗示明年将是全球经济的黑暗时期，但只维持1至2年。

人生如是，雨后总会有晴天。

黄金市场：延续上季拉锯局面

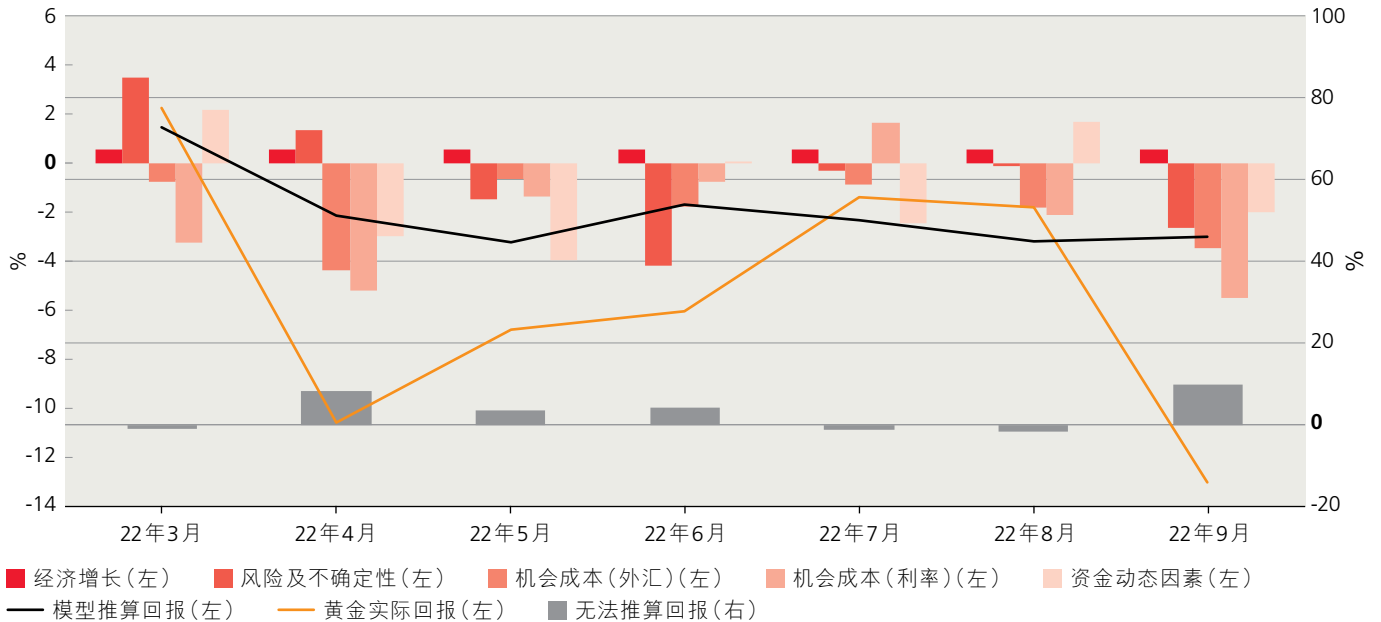
黄金连续第6个月下跌，9月下跌2.6%，第三季表现更是主要资产中最差（负8.1%）。

各资产第三季表现	
资产	变化(%)
黄金	-8.1
彭博全球累计债券指数	-6.9
MSCI全球股票指数	-6.6
彭博商品综合指数	-4.7

资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

世界黄金协会提供的黄金回报归因模型(GRAM)显示，长期驱动因素推算与黄金实际表现出现差异的「无法解释」部份自今年4月以来再次扩大至年内高位9.98%，当中最大贡献因子是「机会成本(外汇)」及「机会成本(利率)」，吻合目前最大影响金价走势因素。亦反映潜在及仍未量化的地缘政治风险溢价及对个别变异因素发生变化，例如利率变化。因此预期当因素浮现时，金价波动率将会上升，市场资金仿佛静待投资时机。

模型推算黄金及实际回报表现



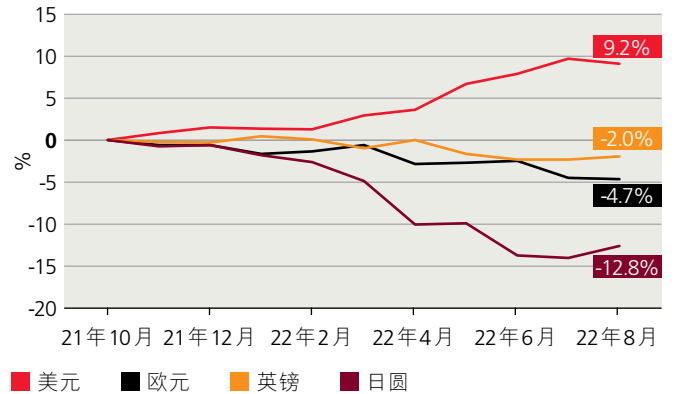
资料来源：世界黄金协会，数据截至2022年10月6日

美元的影响：潜在的反噬

美元飙升对各资产造成威胁，亦对黄金构成双重打击。黄金最常以美元报价，简单地美元走强导致金价下跌。其次，在多项因素交织下，目前避险需求差不多全数投入美元，冲击黄金的避险功能。因此，美元将成为本季对金价最重要的影响因素。

撇开美元指数中比重失衡因素，以实质有效汇率(REER)指数分析年内美元及其他外币走势，即透过实质平减物价指数，显示该国货币对外国货币的平均真正价值。若指数上升表示该国货币相对于外币是升值，反之亦然。数据显示美元年内上升9.2%，美元指数中成份最高3大外币在实质有效汇率指数中分别下跌：英镑(2.0%)、欧元(4.7%)及日圆(12.8%)。美元强势不言而喻。而参考年内黄金与美元相关系数，出现负值比例高达75%。除了3及4月出现正值，其他月份全数负值，最低见负0.978(7月15日)，反映未来两者走势背驰的机率非常高。

各货币的实质有效汇率指数表现(以2021年10月为基点)



资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

另类投资

美元指数及与黄金相关系数



资料来源：彭博，数据截至2022年9月30日

美元强势削弱其他国家收紧货币政策的功效，近月各央行已对外汇市场实施积极干预：

- 日本央行在9月22日出手干预，是24年来首次。行动是否成功还有待观察，但日元(占美元指数约15%)仍然是全球REER中最便宜的主要货币。日本央行拥有全球最多美国国债来捍卫其货币，如央行动用储备作反制，对美元可构成重大逆转风险；
- 英伦银行(占美元指数12%)也曾对债券市场进行干预，希望遏止货币跌势；
- 欧洲央行(占美元指数57%)则较小程度上干预了债券市场，主要是意大利国债市场。

历史上联合国之力比独立出手更有可能干预市场(如1985年广场协议)，如果真正发生联手干预，料对美元的影响可是重大的。彭博在10月2日进行调查显示⁹，795名受访者中有45%预计在可见将来各央行将会采取联合干预以阻止美元继续上涨。根据世界黄金协会模型预测，美元每下跌1%将带动黄金上涨0.88%¹⁰，暗示联手干预则是黄金反噬之好时机。可是，今天投资者唯有被动地守株待兔。

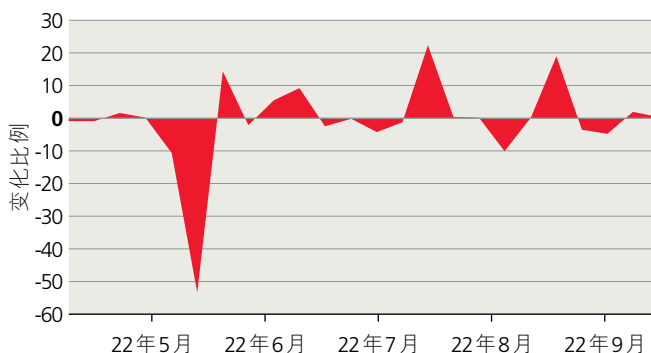
利率及收益率的影响：敏感度下降

除了外汇市场，全球通胀加剧问题都有利黄金走势，尤其当各央行不断加息但通胀无动于衷，「加息疲劳」状态将吸引更多投资者重投黄金作为通胀对冲工具。以美联储点阵图预示，加息步伐将最快在明年中才完结¹¹，其他央行跟随机会偏高，当时加息对黄金的遏抑才有可能纾缓。

另一个潜在风险是各国无序地抛售美国国债以保护货币(下文有详细数据)，这是除加息外进一步推高美国国债收益率的因素，如上文分析提高黄金机会成本将对金价造成压力。但收益率失控地上升也会带来新的系统性问题，例如本国国债违约率上升，不利当地债市甚至经济。因此短期内大幅改变美债资产的机率不高，对黄金市场影响亦较轻微。

除了收益率变化渐趋平稳，金价对收益率敏感度亦有所下降。以与美国联邦利率相关系数较高的2年期美国国债收益率为代表，并在过去6个月抽出按周金价及收益率各自变化，再把两项变化以比例分析，即同一时间两者变化方向是否同步及幅度是否相若。结果显示在6月3日当周，收益率急升但金价同时下跌，令比例出现负52的极端状态后，收益率与金价走势趋向同步，即收益率及金价同步升跌。比例正向占约53%，逆转了全期约40%表现。幅度方面，正向明显较反向为大，暗示收益率(机会成本)上升不利金价走势的影响力渐降，更可能是黄金投资者对加息的敏感度似乎逐步下降，毕竟由0加至1%的震撼力强大，但及后不断加息的边际反应下降亦是理所当然的。

2年期美国国债收益率变化与金价变化之比例



资料来源：彭博，数据截至2022年10月7日

⁹ 见彭博网站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-10-02/us-dollar-s-rally-leaves-investors-wondering-about-market-interventions>

¹⁰ 见世界黄金协会网站，<https://www.gold.org/goldhub/tools/gold-return-attribution-model>

¹¹ 见美联储网站，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20220921.pdf>

央行及ETF持金量的影响：多角度减持

各央行黄金购买量在6至8月期间大幅下跌，由约68吨下降至约25吨，跌幅近63%，相信与上述外汇及利率的机会成本上升有关。有纪录中土耳其购买黄金最为积极，期内增持近48吨，并提升黄金储备至478吨的两年高位。其他以双位数增持的国家分别有印度、伊拉克、卡塔尔及乌兹别克，尤其乌兹别克持续平稳及平均地按月增持8.7吨。数据中未有阐述原因，但有可能是为受俄乌战事波及相关制裁作准备有关。



6至8月各国持金量有变化纪录之数据				
国家	6月(吨)	7月(吨)	8月(吨)	总额(吨)
孟加拉	0.1	0.0	0.0	0.1
捷克	0.5	0.0	-0.2	0.2
埃及	0.1	0.1	0.0	0.1
欧元区	0.1	-0.1	0.1	0.1
印度	2.8	13.4	0.0	16.2
伊拉克	33.9	0.0	0.0	33.9
哈萨克	4.3	-11.2	2.0	-4.9
马耳他	0.0	-0.1	0.0	0.0
墨西哥	0.1	0.0	0.1	0.3
蒙古	0.1	0.0	0.0	0.1
菲律宾	0.8	0.8	0.0	1.7
卡塔尔	0.8	14.8	0.0	15.6
塞尔维亚	0.1	0.1	0.1	0.4
塔吉克	3.7	0.0	0.0	3.7
土耳其	12.6	20.5	14.5	47.7
阿联酋	-0.5	0.6	0.0	0.1
乌兹别克	8.7	8.7	8.7	26.1
总变化	68.2	47.7	25.4	0.1

资料来源：世界黄金协会，数据截至2022年10月6日

9月全球黄金ETF持金量减少95.4吨(51亿美元)，连续第5个月流出，但变化占管理资产总值只下降1.4%。尽管1月以来流出量超过131.2吨(398亿美元)，但持金量仍为3,548.5吨(1,911亿美元)，同比增长1.1%(23亿美元)。在美联储和欧央行持续加息的影响下，资金外流集中在北美和欧洲上市的基金中，占9月份近99%的变化量。亚洲录得700万美元的轻微净流入，当中中国上市的黄金ETF持金量保持稳定，反映金价波幅偏低抵销了人民币贬值刺激投入金市的意欲。

尽管各国国家储备之购买量大幅下降及黄金ETF持续录得净流出，近月金价都未有大幅下跌，反映金价在逆风中表现韧性。预期在地缘因素及利率加息步伐放缓的潜在利好因素支持下，看淡风险比年内时间都较高。

综合上述所有分析，第三季利好利淡因素互相抵销的格局将会延续，预测第四季金价只会在每盎司1,700美元的正负10%作区间交易。但注意极端因素，如俄乌战事平息或各央行联手干预美元强势，将为金市带来急速而大幅的震荡。

9月黄金ETF数据按地区变化				
地区	管理资产总值(10亿美元)	变化(吨数)	变化(百万美元)	变化占管理资产总值(%)
北美	95.6	-58.9	-3,153.9	-3.10
欧洲	85.1	-35.5	-1,905.5	-2.10
亚洲	7.0	-0.1	7.0	0.10
其他	3.3	0.9	-50.8	-1.50
总量	191.1	-95.4	-5,103.2	-1.40

资料来源：世界黄金协会，数据截至2022年10月6日

免责声明

免责声明及重要通知

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

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

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

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

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

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

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

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

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



www.hkbea.com