BEA東亞銀行

东亚睿智

2023年第四季投资展望

冷和

目录

2 序言

3 报告总览

4 宏观策略

23 宏观经济

30 股票

47 外汇

56 债券

72 免责声明

序言

东亚银行财富管理处首席投资策略师 **李振豪**

中美博弈由时任美国总统奥巴马「重返亚洲」战略所展开，之后到特朗普的「美国再强大」，再到今天拜登的「去风险化」，策略由「国际规则」转到「极度施压」再变成「拉朋结党」，旗帜非常鲜明，以利益挂帅。然而，由特朗普在2017年入主白宫到现时的拜登，至今足足6年光景，都不能把中国拉倒，反而中国国力仍能继续膨胀。近年中国更另起炉灶，直迫美国在政治及经济舞台上世界霸主地位。

英国伦敦国王学院中国研究院在《中国加入：中国是第一时的世界政治（China Incorporated：The Politics of a World Where China is Number One）》中分析，西方集团并非介意中国为首的新兴市场崛起，最介意的是通过非西方价值观及体制取得经济成果，间接否定了固有制度的威严性及存在性，亦再抽取不了固有红利。

「修昔底德陷阱」描述当新兴强国崛起威胁到现有强国的国际霸主地位时，最终演变成双方直接军事冲突。一山不能藏二虎，古已有之。美国为战争所作的准备已昭然若揭，剑拔弩张并非世界福兆。

一为国体，二为选举，拜登政府急需一场热战。可是贸易战及金融战开打多年，成效不彰，民意仍会授权开打热战？近期中国政策带有「战时经济」模式影子，民生上自给自足，军事上不假外求。中美两国未有绝对胜算之际，预期双方将跌入「冷和」状态：关系未完，决裂未至；口蜜腹剑，各怀鬼胎。

中国历史上的朝代更替，总结出不少治国兴衰本质。譬如战国荀子在《哀公》指出乱世治国之道不外乎：「君者，舟也；庶人者，水也。水则载舟，水则覆舟，君以此思危，则危将焉而不至矣？」统治者如船，老百姓如水，取信于民便能驶得万年船。西汉政论家贾谊在《过秦论》总结秦国速亡的历史教训：「仁义不施而攻守之势异也。」将之对照唐朝史学家吴兢在《贞观政要》纪录大唐盛世中唐太宗治国核心：「天子者，有道则人推而为主，无道则人弃而不用，诚可畏也。」

借古鉴今，显浅之道在伪善鬼魅的执政者眼中总是背道而驰，历史里有多少摇著正义幌子，指桑骂槐，偷梁换柱，实为觊觎别国之利。就算最终铩羽而归，现代政治体制中主谋者只需「黯然」下台，绝少波及个人利益。更令人不齿是来一个华丽转身，再现政治舞台的例子栉比鳞次。从此滋长出犬牙交错的利益集团，尸位素餐者鸟尽弓藏，合谋者反咽恶果，彼此在无间地狱中轮回。

鬼迷心窍源于佛教中五毒之心。执政者都是凡人，若五毒不除，则恶法当道，民不聊生。结果酿成生灵涂炭，买单的都是老百姓。

伊索寓言里「北风与太阳」的故事教育我们再强大的威胁只会换来更坚韧的抵抗，凡事发自内心才会历久弥新。国家间相处之道又何尝不是？

内卷化笼罩著世界政治、经济及投资市场，突破框架需要无比智慧同时齐心协力，唯有拭目以待。

吸引力法则阐述世界美好取决于乐观心态。有幸活在「百年未有之大变局」，见证国际局势、规则、意识形态等更替，夫复何求？电影《功夫熊猫》里乌龟大师勖勖勉励熊猫阿宝：「Yesterday is history, tomorrow is a mystery, but today is a gift. That's why it called "the present"」活在当下，心存感恩。

天佑全球，天佑我们。

共勉之。

报告总览

财政政策

- 美国财赤递增将迫使财政部增加发债来弥补差额，造成恶性循环
- 密切留意今季中国重要政策会议，以掌握未来经济及财政政策改革方向
- 中国可提升M1以刺激需求，令资金有序流出银行体系带动经济复苏
- 中国具充盈的贸易经常帐及国际资本帐提供融资能力，刺激境内固投

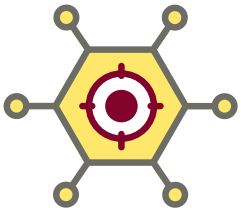
货币政策

- 纵使环球加息周期接近触顶，但料短期内主要央行将保持鹰派立场
- 料美联储年内至少加息25个基点，利率将长时间维持高水平
- 不排除中国人民银行再轻微下调政策利率及RRR，增加政策性和开发性金融工具额度
- 目前中国的利率与经济增长仍匹配，料减息基础不足

经济前瞻

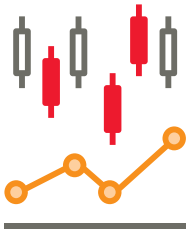
经济增长与通胀预测

- 环球核心通胀回落进程缓慢，经济将维持低增长格局，惟亚洲区可保持稳定增长
- 料美联储将维持高利率一段较长时间，年末美国经济增长很大机会出现放缓
- 受高利率及政经前景不明朗影响，欧洲经济料仅轻微扩张，甚至陷于停滞
- 料中国内地今年全年GDP增长达约5.5%；香港经济大致靠稳，楼市保持平稳走势



宏观策略

- 中美双方实力未能完全凌驾对手，间接衍生出「再平衡」的全球新型发展模式
- 俄乌战事属欧美经济布局中的「游戏改变者」，而烟火有可能蔓延至北亚地区
- 全球「去美元化」势在必行，「石油人民币」早已甚嚣尘上



股票

- 资金流向、投资者情绪及衍生工具数据均显示美股短期回调风险仍高
- 经济和利率将出现拐点，投资策略应偏向价值型股份，并逐步减持增长型股份
- 港股盈利预测见底在望，但估值需时修复，下调恒生指数目标至19,600点
- 亚洲新兴市场当中，印度经济增长和企业盈利表现稳健，有利吸引外资流入当地股市

外汇

- 美联储立场偏鹰，经济能软著陆机会较高，料美汇指数今季波幅区间为104至109
- 欧元区经济疲弱促使央行加息机会降低，美元息差优势将限制欧元表现
- 中国人民银行降息降准措施料可支持经济表现，纾缓人民币贬值压力
- 日圆中长线走势受制于日美国债息差；料日央行不急于加息

债券

- 加息周期尾声时，宜采取对冲利率风险为主并赚取稳定回报的熊市走峭策略
- 回归分析结果显示债息升势仍未结束，10年期国债收益率将徘徊4.8至5%之间
- 存续期风险阴魂不散，维持「短债优于长债」策略，以对冲市场风险
- 亚洲投资级别债市受惠利率见顶预期，首选南韩金融业

市场前瞻

冷和

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**

冷和

上季标题是《春秋》。中美在各领域中博奕已是不争事实，只是彼此仍未拥有绝对优势或胜算。中国未能统领所有新兴国家，同时美国联盟内部向心力转弱。双方唯有积极以不同形式拉拢各国结盟。多国抓紧时机采取摇摆策略或中立姿态作制衡，同时趁机蓄积国力，演变出多极化模式以克制恍如春秋时代的乱局。

年内中美角力已磨灭两国疫后带来的经济反弹，所谓「二线」国家抵住中美走弱对全球经济的负面影响。资源、资金及国际话语权再平衡格局，刺激投资市场的避险情绪，防守性和多边性策略仍是投资主轴。过去预测大致与今天结果相若。

本季标题是《冷和》。中美较劲间，双方核心操作有著根本性分歧：中国海纳百川，透过新兴国家为主干的政经组织开疆辟土；美方则稳守固土，与利益联盟透过主宰国际组织震慑全球，敌友分明。美方要求中方削足就履以减少威胁，否则在区内挑衅滋事，甚至不惜动辄发动代理人战争，最后由全亚洲买单。中国则积极与能源大国结盟，利用去美元化直击美国要害，甚至与别国进行军演等姿态展示军事肌肉。中美经济两败俱伤后，正各自扭尽六壬稳住经济，同时争取民意授权，透过政绩及巩固意识形态以赢得国内同心抗外的合理性和合法性。盘根错节，步步杀机，风管为先。

冷和：最熟悉的陌生人

「冷和（Cold Peace）」是国际关系学的一个名词，形容两国（或多国）在对峙中，因历史、民族、经济领域等因素有著无法摆脱的关系。植根的藕断丝连，难舍难分的困局中，只能厌恶又无奈地作有限度及具限制性合作。两国政府以敌对为国策特徵，民间会出现一定程度上的互不信任。「冷和」与「冷战（Cold War）」最大分别在于彼此都明白没有战争的胜算，在考量成本和机率后，否决出兵或类似的冲突。

好比今天中美在全球产业链上无法摆脱对方。中国在1979年改革开放，2001年加入世贸组织，最后成为「世界工厂」。同期美国在金融及服务业迅速发展，巩固资本市场领导地位，国内生产总值（GDP）稳步增长。中美两国过往在全球化中各展所长，有利降低成本，互惠互利。然而，中国经济腾飞加上2008年金融危机爆发，中美经济体量差距明显收窄，美国意识到中国正直迫其全球经济领导地位。由2009年时任美国总统奥巴马至现任的拜登，民主及共和两党皆以压抑中国经济增长为国策重心之一。中国亦一改韬光养晦，转向勇于应对的积极外交策略（详细分析可参阅第三季《宏观策略》章节）。

当今局势，美国执意与中国一刀两断，却在数十年根深蒂固且纵横交错的经济结构中欲断难断。中美两国都不愿意掀起战争，亦要避免冷战带来的庞大代价，双方唯有朝向一个有限度接受但存在一定分歧的妥协空间，这正是进入冷和阶段的历史性开端。

中美交锋是一场全球资源及话语权「再分配」的攻防战：所谓「拳怕少壮，棍怕老郎」，一方是年青力壮的后起之秀，不再安于受压抑甚至剥夺，招兵买马为求争夺更多市场份额。另一方是经验老道，把持各国利益的主宰者，团结盟国以明枪暗箭或是仗势欺人地守住手中的乳酪。彼此为自身利益而战，最终跌入「修昔底德陷阱」，亦是历史洪流中物极必反及经济循环的大道理。

中国将兴未兴，美国将衰未衰之际，双方实力上未能完全凌驾对手，间接衍生出「再平衡」的全球新型发展模式。

中国策略：海纳百川

今年金砖国家（BRICS，简称金砖集团）峰会于8月22日在南非约翰内斯堡举行，中国国家主席习近平在工商论坛闭幕式发表致辞，表示中国没有称霸的基因，没有大国博弈的冲动，坚定奉行「大道之行，天下为公」，「坚持对话而不对抗、结伴而不结盟、共赢而非零和，携手打造安全共同体」。坚定维护共同利益，推动增加新兴市场和发展中国家在全球事务中代表性和发言权。

言词中清晰地回应「人类命运共同体制中坚持合作共赢」的中国外交原则，领导著与会者以百川归海姿态，确立新兴市场集团在当今国际社会的地位及影响力。同时标志著发展中国家的崛起，打破了近百年欧美帝国主义和殖民主义的桎梏，走上自主发展之路，开启历史新章。

峰会中创始成员国（中国、印度、巴西、俄罗斯、南非）最终就扩容达成共识，邀请沙特、阿根廷、埃及、埃塞俄比亚、伊朗、阿联酋6国加入。成员资格将于2024年起生效，另外仍有数十个国家有意申请加入。就算只计算中国、印度、巴西、俄罗斯，4国共占全球土地3成以上，4成全球人口（共约32亿）。军事上，中国、印度、俄罗斯是全球9个拥有核武国家的其中一员，实力不容忽视。

宏观策略

截至2022年底数据，金砖创始国与其新晋成员国合共11个国家和七国集团（G7）与其盟国，以名义（Nominal）及购买力平价（Purchasing Power Parity，PPP）计算GDP作比对，名义上金砖集团只占G7阵营约61%，但以PPP计算，金砖集团实际上已超越G7阵营约10%。详细数据如下：

金砖国家	名义	PPP	G7及盟国	名义	PPP
	万亿美元			万亿美元	
中国	17.963	30.327	美国	25.463	25.463
巴西	1.920	3.837	加拿大	2.140	2.273
俄罗斯	2.240	5.327	法国	2.783	3.770
印度	3.385	11.875	德国	4.072	5.310
南非	0.406	0.953	意大利	2.010	3.053
沙特	1.108	2.150	英国	3.071	3.657
阿根廷	0.633	1.225	日本	4.231	5.702
埃及	0.477	1.675	南韩	1.665	2.585
埃塞俄比亚	0.127	0.347	澳洲	1.675	1.627
伊朗	0.389	1.601	纽西兰	0.247	0.266
阿联酋	0.508	0.828	菲律宾	0.404	1.171
总值	29.156	60.145	总值	47.761	54.877

资料来源：世界实时统计数据[1]，世界银行[2]，数据截至2023年9月13日

虽然双方阵营旗鼓相当，但扩员后的金砖集团将拥有全球主要矿产[3]，包括72%稀土、75%锰、50%石墨和28%镍。其次，加入沙特、阿联酋和伊朗后，势将成为全球最大石油储备集团，将挑战石油输出国组织和其盟国（OPEC+）的职权范围，尤其多年来欧美集团对金砖部份成员国实施制裁、限制出口、禁运及价格上限等，预期未来成效将会递减，例如中国和印度是全球两个最大原油进口国，皆拒绝加入针对俄罗斯「价格上限」机制。

另外，金砖扩员剑指全球最具潜力的「蓝海」市场：非洲。金砖集团在2024年将拥有非洲大陆南（南非）、北（埃及）和东部（埃塞俄比亚）3个主要国家，在控制全球资源供需上（尤其金属）可谓如虎添翼，亦有利中国在非洲推动「一带一路」策略。

除了非洲，阿根廷的加入算是可圈可点。虽然阿根廷长期在债务困扰中浮沉，但巴西和阿根廷是拉美地区最大两个经济体，如金砖集团能协助阿根廷减轻债务负担，将有利由巴西提出在南美推行「南方共同市场」构想[4]，有助反馈金砖其他成员国开拓稳定的洲际经贸关系。地缘政治上亦带有制衡美国功效，正如美国南方司令部表示，中国已进入美国的「红色区域」[5]。

在天然资源、土地及人口上凌驾G7之外，峰会另一亮点是金砖集团将促进各国货币计价贸易及金融合作，尤其减少对美元依赖。谋求塑造多元化国际金融体系，避开美元武器化造成的潜在影响：

- 金砖外长会议中，南非外长建议新开发银行（New Development Bank，NDB）启动研究「共同货币」之可行性，避免一国受欧美集团制裁时，其他国家遭受「二级制裁」影响[6]；
- 中国进出口银行宣布与沙特国家银行完成首笔人民币贷款合作项目[7]。贷款将优先用于保障两国贸易资金需求及作为结算货币使用，意味中沙贸易以人民币结算比例将有序提高；
- 资产规模近1万亿美元的沙特主权基金正在讨论加入NDB，成为第9个成员国[8]（5个创始成员国为中国、印度、巴西、俄罗斯、南非，其后新增成员国为阿联酋、埃及、孟加拉）。除了有助提高融资规模，货币选项亦会由人民币延至其他货币，例如计划中的南非兰特；

[1] 见世界实时统计数据网站，https://www.worldometers.info/gdp/gdp-by-country/
[2] 见世界银行网站，https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.PP.CD
[3] 见美国战略暨国际研究中心网站，https://www.csis.org/analysis/six-new-brics-implications-energy-trade
[4] 见南方共同市场网站，https://www.mercosur.int/en/
[5] 见新闻周刊网站，https://www.newsweek.com/exclusive-china-influence-has-reached-red-zone-our-homeland-us-general-warns-1814448
[6] 见The Hindu网站，https://www.thehindu.com/news/international/brics-common-currency-push-expansion-plans-where-does-india-stand/article67147734.ece
[7] 见环球时报网站，https://www.globaltimes.cn/page/202303/1287343.shtml
[8] 见金融时报网站，https://www.ft.com/content/45abe561-a6cc-4058-b0a1-ecdc46a2d839

- 伊朗准入金砖集团后，随即宣布中国将为伊朗兴建全国最大国际机场的第二期工程[9]。双方为避开美元交易，伊朗将使用「以物易物」机制，以原油支付工程费用。

高调呐喊「去美元化」之声惊动了欧美阵营，更震撼的相信是预期沙特为首的新晋成员国，有意接受非美元作能源交易货币。此举不但直接撼动「石油美元」系统及其赖以为生的美国经济基础（详细分析可参阅2022年第四季《宏观策略》章节），当今持份者将不能幸免地受到一定程度的负面影响。多次强调「去美元化」不可能一蹴而就，此举可视为国际重新检视「石油美元」，将会为未来的投资市场带来系统性冲击。

旗帜鲜明但向心力不足将是金砖集团短期内面对的重大挑战之一。集团成员之间貌合神离，尤其印度作为创始成员国，游走于两大阵营的角色相当尴尬。印度是美国主导的「四方安全对话（QUAD）」成员之一，并在6月加入《阿提密斯协议（Artemis Accords）》夥拍欧美集团，跟中俄在太空领域中角力[10]。在9月举行的G20峰会于印度新德里举行，晚宴邀请函中把国名以古文献名称「婆罗多（Bharat）」展示，而非带有殖民地色彩的印度（India），凸显印度政府有意藉峰会向世界确立其GDP已超越其历史宗主国英国，成全球第5大经济体的国际地位[11]。在会议中，美国总统拜登宣布「印度—大中东—欧洲」经济走廊计划，以抗衡中国「一带一路」倡议。美国传媒更授予印度为「全球南方国家领袖」的冠冕，顺势挑拔中印紧张关系。再者，埃及、阿根廷、巴西仍是「主要非北约盟友（Major non-NATO ally，MNNA）」成员。虽然2022年3月沙特王储萨勒曼曾表示「对讨好美国不再感兴趣」[12]，但两国建交超过80年，当中错综复杂的利益瓜葛，并非参与一个组织便能逆转。

东盟中不乏「敲砖」者，但没有一个国家成功入团。除了与部份创始国在宗教上龃龉外，其中一个客观因素相信同区内部份国家与美国「眉来眼去」有关。例如会前入团呼声甚高的印尼，由于在2024年总统大选后，现任总统佐科维多多的对华政策有可能生变。而在得知不获入团后，便立即接受美军演习及购买美国战机[13]。泰国新任总理赛塔的政治立场模糊[14]、菲律宾决定增设美军基地[15]、越南与美国刚签订「全面战略夥伴关系」协议[16]、新加坡总理权力交接期间料将持盈保泰[17]。

新加坡国立大学东南亚研究所（ISEAS）出版《2023年东南亚国家概况》报告[18]，当中分析东南亚及东盟对当前局势的民意调查。节录如下：

- 普遍对美国领袖地位多方面感到矛盾，怀有好感但正在下降；
- 普遍低估美国对经济的影响力，同时高估中国对区内的影响力；
- 中国被视为区内最具影响力的经济和政治战略大国，同时其影响力不断扩大亦最令人担忧；
- 中美间作出抉择，选择美国比例从2022年57.0%上升至2023年61.1%。选择中国比例却从去年43.0%下降至今年38.9%；
- 选择中国首3个国籍分别为汶莱、马来西亚和印尼。选择美国首3位分别是菲律宾、新加坡及越南，而且是连续5年倾向美国。

[9] 见塔斯尼姆通讯社网站，https://www.tasnimnews.com/en/news/2023/08/27/2947863/iran-finalizes-bartering-deal-of-oil-with-china-to-develop-ikia
[10] 见美国太空总署网站，https://www.nasa.gov/press-release/nasa-welcomes-india-as-27th-artemis-accords-signatory
[11] 见路透社网站，https://www.reuters.com/world/india/is-india-changing-its-name-bharat-g20-invite-controversy-explained-2023-09-06/
[12] 见路透社网站，https://www.reuters.com/world/saudi-crown-prince-says-do-not-care-if-biden-misunderstands-him-atlantic-2022-03-03/
[13] 见美国注印尼大使馆网站，https://id.usembassy.gov/united-states-indonesia-and-five-other-nations-to-begin-super-garuda-shield-2023/
[14] 见美国之声网站，https://www.voanews.com/a/experts-thailand-s-new-government-aims-for-balance-amid-us-china-rivalry/7267324.html
[15] 见路透社网站，https://www.reuters.com/world/us-military-talks-develop-port-philippines-facing-taiwan-2023-08-30/
[16] 见美国白宫网站，https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2023/09/10/fact-sheet-president-joseph-r-biden-and-general-secretary-nguyen-phu-trong-announce-the-u-s-vietnam-comprehensive-strategic-partnership/
[17] 见美国之声网站，https://www.voanews.com/a/chinese-fm-wang-holds-talks-with-singapore-leaders-to-strengthen-ties-trade/7221240.html
[18] 见新加坡国立大学东南亚研究所网站，https://www.iseas.edu.sg/articles-commentaries/state-of-southeast-asia-survey/the-state-of-southeast-asia-2023-survey-report-2/

是次金砖扩员结果反映东盟地区左右为难的困局，毕竟入团需具备在政经上国家特色及有助增强集团实力，亦需展示锸血为盟的承诺。而非在大国博奕中游走，空手套白狼般图利，或阳奉阴违的投机者。

上季《宏观策略》分析历史上大国博奕时，中立空间只会逐步收窄，大国让利诱使加盟只是权宜之计。当中有利诸侯国趁势崛起，提升国力，同时投机取巧或背叛者，只会带来灭顶之灾。说穿了，波诡云谲关系里，最终都是利益挂帅。以此基础推演出今天宏观策略：中国在颠簸的复苏路上受惠于集结有实力的志同道合，入团者亦在大国让利中得益，尤其在能源供应、国际贸易、货币政策、资本充裕等领域中互利，「二线」国家的市场潜力较高。

美国策略：顺我者昌

面对来势汹汹的挑战，美国早已严阵以待，集结起利益持份者，守住近百年来建立的江山。

与中国广纳贤士不同，美国透过收紧固有系统及国际组织的集权度，强化国际间利益传导的决策及执行权，强调谁是当家作主，达到震慑全球之效。敌我分明造就离间和分化对手策略，亦提醒现有持份者叛逆的代价。

由G7峰会中「广岛宣言」批评中国等新兴国家在国际事务上处事方式[19]，到G20峰会联合声明中正式接纳「非盟」及建立穿越中东连接欧洲的物流走廊[20]，再到日韩领袖出访美国大卫营，有意藉此在日韩部署核武，更提出3方领导人每年轮流举行单独会面[21]。以上皆反映美国正管控别国在经济、军事及管治上的政策空间，以减低操作中不确定性。

这是西方思考逻辑中习惯把「不稳定性」视为「危害」而非「机遇」，管理「损失可能性」而非「错失中寻找价值」的操作。当然这是既得利益者及持份者，在害怕失去及减少损失的恐惧中（由上而下）思考，与既失利益者从风险中增值（由下而上）背驰。这也是当前在大国博奕中制定投资策略的核心逻辑。

早期美国以「脱钩（Decoupling）」作为行动纲领，观感上带有一种心存妒忌的对抗性，利用体制恃强凌弱。近期西方集团统一口径以「脱险」或「去风险（De-risking）」代替，源自私人企业主动终止或限制与客户或其类别的业务关系，以避免或减轻风险的现象。一般出现在双方企业管治或发展意向出现分歧，或分散供应商等，修词中带有防御并维护自身利益的正当性。

减轻对中国贸易依赖为由而另觅供应商，不论在公在私都是正常的商业决定，无可厚非亦理直气壮。不过，若是透过打压或制裁别国发展，例如以不同藉口向华增徵关税、在高端科技上实施各式各样禁令、利用「二次制裁」阻吓其他国家等，甚至透过挑拨离间，抹黑或挑衅态度刺激对手。这便非单纯「去风险」，实质上是全面「去中国化」。阳奉阴违才是最令人嗤之以鼻。

安邦智库（ANBOUND）宏观研究团队分析中美脱钩可划分为3个层次[22]：政府、企业、市场的脱钩。研究预测若中国与世界在这3方面出现大规模、系统性、深度的脱钩，中国将真正与世界经济隔绝，这是中国必须不惜一切代价避免的最坏情况，但不幸地一切已在进行中。

认知战里透过软性层面断绝与中国的民间及文化交往，潜移默化地减低国民对中国的认同感，例如送回旅居大熊猫，包括日本[23]、美国[24]及计划中的韩国[25]和英国[26]，美国[27]及英国[28]正有序或计划关闭孔子学院，及荷兰计划对就读科技相关课程的中国学生进行安全风险筛查[29]。

[19] 见美国白宫网站，https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2023/05/21/fact-sheet-the-2023-g7-summit-in-hiroshima-japan/
[20] 见G20网站，https://www.g20.org/content/dam/gtwenty/gtwenty_new/document/G20-New-Delhi-Leaders-Declaration.pdf
[21] 见路透社网站，https://www.reuters.com/world/us-south-korea-japan-agree-crisis-consultations-camp-david-summit-2023-08-18/
[22] 见欧亚评论网站，https://www.eurasiareview.com/17052023-the-three-levels-of-decoupling-with-china-governments-businesses-market-analysis/
[23] 见美联社网站，https://apnews.com/article/science-animals-china-giant-pandas-a916eb87f51d12af18d0571a9e1bba00
[24] 见BBC网站，https://www.bbc.com/news/world-asia-china-65229899
[25] 见韩国中央日报网站，https://koreajoongangdaily.joins.com/news/2023-08-25/national/socialAffairs/Everland-in-discussions-with-China-for-pandas-return/1855379
[26] 见BBC网站，https://www.bbc.co.uk/newsround/64162616
[27] 见南华早报网站，https://www.scmp.com/news/china/military/article/3224408/university-shutting-its-confucius-institute-after-us-house-panel-raises-concerns-pentagon
[28] 见BBC网站，https://www.bbc.com/news/uk-politics-65624287
[29] 见路透社网站，https://www.reuters.com/world/europe/dutch-government-screen-foreign-phd-tech-students-denies-targeting-china-2023-06-12/

贸易战里破坏及分化国际间互信合作，不再遵循甚至重新订立国际组织的行事规则。当保护主义凌驾一切，亚洲区内出口型主导的经济体，例如韩国[30]及香港[31]，整体出口分别录得连续11及14个月下跌。中国海关总署[32]公布，8月对美国出口额按年下跌约10%，录连续13个月负增长，对东盟及欧盟出口按年分别跌13及20%。欧洲方面，除了意大利考虑撤回「一带一路」协议外[33]，欧盟亦对中国电动车发起反补贴调查[34]，中国向欧盟进口马铃薯淀粉续收反补贴税作出反制[35]。离间及深度脱钩将抹掉过去数十年全球化成果，将有利美国重塑且重夺多年来在制造业及国际贸易中失去的领导地位。

金融战实在是资本竞逐的延伸，亦是美国真正的主场。除了透过「禁投令」等法案强行抽乾中港资本市场的资金，缺乏融资下导致经济下滑，股债市场下挫带来负财富效应。另外，2022年起连续大幅加息表面上是压制通胀，但实质是透过高利率令海外美元回流至美国境内，抵消「缩表」份额及对经济冲击。其次，财政部需为高财赤补充资本，但债台高筑如何为国债续期？利诱才是王道，只要不断提高收益率便水到渠成（详细分析可参阅《债券》章节）。再者，竞争性加息可迫使别国央行跟随，高利率直接冲击别国经济，美国便收割其资金和红利。最后，高利率可毁灭「去美元化」于萌芽时，亦有利美股年内一市独大（详细分析可参阅《股票》章节），美元资产成为金融战中大赢家。

最后一著是热战。在欧美经济布局上，俄乌战争实属是「游戏改变者（Game changer）」。欧元成立目的之一是制衡美元主导的资本结构，同时经济上摆脱美国箝制。欧洲多年来与中国贸易及俄罗斯能源上愈走愈近，最终引起美国关注。过去炸毁「北溪二号」成了无头冤案，但加深欧洲对美国能源依赖，跟随对华贸易制裁切断中欧经贸纽带。两者直击欧洲经济命脉，掏空其经济能量，好大机会坠入滞胀境地，酿成社会不稳。

今天烟火有可能蔓延至北亚地区，主角换成日本和韩国。两国政府迅速抚平历史冲突（如慰安妇及二战时强迫劳动）[36]、日本排放核污水问题上欧美盟国及国际机构（尤其环保组织）保持缄默[37]、日韩科企尽享美国贸易政策及金融市场便利，例如韩国科技巨企获授权成为炙手可热的美国人工智能芯片供应商一份子[38]，又协助日本芯片企业在美上市[39]。然而，利益与义务并存。8月日韩领导人出访美国大卫营讨论中朝区内威胁[40]，与美国形成军事同盟，实际是削弱日韩军事决策权，未来向美国军购更是无底深潭。

宏观策略方面，2024年为美国总统大选年，在民望考量下，预期箝制中国措施只会愈来愈多。不单贸易战持续，亦蔓延至企业营运禁令及限制民间交往等法案，甚至亚洲区内军事磨擦亦非再仅仅是危言耸听。如何冠冕堂皇的修词最终目的都是「去中国化」，不利中港或相关市场的经济及投资。盟国愈依赖美国领导方针，变相愈削弱自身财政及货币政策主导权。就算脱离基本面，资金将更集中跟随美国指挥棒起舞，投资路径反而更清晰。

[30] 见韩国贸易统计署网站，https://unipass.customs.go.kr/ets/index_eng.do
[31] 见香港政府统计处网站，https://www.censtatd.gov.hk/tc/scode230.html
[32] 见中国海关总署网站，http://stats.customs.gov.cn/
[33] 见外交政策网站，https://foreignpolicy.com/2023/08/04/italy-china-belt-and-road-europe/
[34] 见CNBC网站，https://www.cnbc.com/2023/09/13/eu-launches-anti-subsidy-probe-in-chinese-evs.html?__source=androidappshare
[35] 见路透社网站，https://www.reuters.com/article/china-trade-eu-potato-idUSKBN30K0LC
[36] 见东亚论坛网站，https://www.eastasiaforum.org/2023/03/27/japan-and-south-koreas-rapprochement-still-begs-questions/
[37] 见路透社网站，https://www.reuters.com/world/asia-pacific/reaction-japans-release-water-fukushima-nuclear-plant-2023-08-24/
[38] 见韩国中央日报网站，https://koreajoongangdaily.joins.com/news/2023-09-01/business/industry/Samsung-Electronics-to-supply-HBM3-to-Nvidia/1860556
[39] 见CNBC网站，https://www.cnbc.com/2023/09/14/arm-ipo-arm-starts-trading-on-the-nasdaq-in-win-for-softbank.html
[40] 见美联社网站，https://apnews.com/article/camp-david-summit-biden-south-korea-japan-0bc36bb3705a3dc1b69dc8cd47b35dd3

政策转向：「战时经济」与「亚币」

自奥巴马时期亚太平衡战略开始，中美平衡关系已不复再。无可否认中美正站在冷战边缘，世界亦进入大国博奕时代。中美确实需要建立一种新的平衡关系，否则只会在对抗氛围下两败俱伤。不过，在美国眼里所谓「平衡」，是把「美国优先」概念强加于别国，制造「不对等」式平衡。中美竞争实属没有平等的竞赛，美国希望中国能够牺牲自己核心利益，以换取美国不对中国打压。以美国认知，中国维护核心利益就是对美国的安全威胁。假如不想发生战争，中国须作出让步，这才是美国「再平衡」策略的本意，但中国亦没有坐以待毙，对等反制经已展开，亦未见停止。

以史为鉴，美国曾成功打垮经济崛起的德国和日本，与今天操作大同小异。地缘关系紧张下，德国和日本在军事上跟随美国步伐，美国趁机在经济上施压，要求重新评估货币（例如布列顿森林协议和广场协议），迫使采取降低其固定资产投资等经济逆向性政策，削弱两国竞争力，成绩斐然。

食髓知味，今天要求中国牺牲核心利益已昭然若揭，但差别于军事上中国不用依附美国，经济上中国坚守财政纪律，充盈的贸易经常帐及国际资本帐提供融资能力，刺激境内固投，自吸自足地循环发展。

宏观全局，美国在俄乌战争的消耗、中东地缘政治演变、「去美元化」浪潮等，实际及潜在削弱美国国力，使「再平衡」策略效果存疑。加上近月多个美国外交、国防、财经及外贸高级官员访华，成果不彰。所谓「敬酒不吃吃罚酒」，兵戎相见已渐露危端，台海与南海地区擦枪走火风险飙升。

第一及第二次世界大战后，经济学家提出「战时经济」概念：国际冲突时期对国家生产能力重新评估和分配，提高计划经济程度，满足国防生产需求为先，各层面上进行重大调整。

虽然中国今天未言进入战时经济状态，但绷紧关系中，中国不得趋向以「国安」为政策主轴。「两会」后中美角力态度和力度，客观上中央意识到外部环境不确定和敌对，行动上倾向全面强化内部经济以抵御外部冲击，尤其在粮食安全、能源安全、科技安全等要达到自给自足目标，包括把整个产业链及基础生产元素留在中国境内或至少在中国可控范围之内，较提升产业链更重要，当中「务实」主义在中央领导人言论中闪现：

- 2022年《人民日报》刊登《集中精力办好自己的事情》中指出[41]，经济全方位崛起、科技飞跃和人民生活全面改善，才能在全球大变局中得道多助，才能凝聚最广泛、最生生不息的力量，尤其是政治现代化和文化软实力能否赢取人心，经济依旧是决定性的底层逻辑；

- 十四届全国人大一次会议闭幕后，国务院总理李强首次出席中外记者会[42]，谈到有关中美问题，表示：「绝大多数老百姓不会天天盯着看GDP增长了多少，大家更在乎的是住房、就业、收入、教育、就医、生态环境等身边具体事。政府工作就是要贴近老百姓的实际感受去谋划、去推进，真正做到民有所盼、政有所为。」，「现在，我们发展更多地只是解决『有没有』的问题，下一步需要更加重视解决『好不好』的问题，特别是提高科技创新能力、建设现代化产业体系、推动发展方式绿色转型等。总的来说，我们要完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展。」

最好例子是芯片战。中国海关总署公布[43]，上半年半导体进口额按年下降约22%，晶片制造设备进口减少23%，延续去年跌势。就算美国芯片巨头逼宫美国总统拜登[44]，或韩国芯片制造业逆风环境下[45]，都无阻拜登政府坚持对华科技「卡脖子」决定。逆境反而倒逼中国自行研发，直到近日国内手机生产商发布最新5G手机，虽然并非顶尖，但反映中国突破围堵，料将引发新一轮双方阵营互相科技制裁的剧目。

中国应对策略上除了逐步倾向战时经济模式，「去美元化」是势在必行。第二季《宏观策略》亦分析了人民币现阶段不适宜成为国际主导性货币，在此不再累赘。金砖集团决意减少对美元依赖，但其实美元弱势多年前早已出现，源于自身而非外力造成：

[41] 见人民网网站，http://opinion.people.com.cn/n1/2022/0602/c1003-32436548.html
[42] 见中国中央政府网站，https://www.gov.cn/gongbao/content/2023/content_5747261.htm
[43] 见中国海关总署网站，http://www.customs.gov.cn//customs/302249/zfxxgk/2799825/302274/302277/302276/5380146/index.html
[44] 见福布斯网站，https://www.forbes.com/sites/siladityaray/2023/07/18/top-chipmaker-ceos-meet-biden-officials-as-white-house-reportedly-readies-new-curbs-on-chip-sales-to-china/?sh=23017a654a5a
[45] 见南华早报网站，https://www.scmp.com/tech/tech-war/article/3224207/tech-war-china-south-korea-tech-trade-slumps-may-amid-changes-asias-semiconductor-supply-chain

- 根据国际货币基金组织(IMF)官方外汇储备货币组成(COFER)调查[46],截至2023年第1季,各国央行持有美元储备份额降至27年来最低水平(54.6%)[47],欧元及日圆分列第2及3位,占比分别约18.3及5.1%,第5位是人民币(2.4%)。另外,去年底人民币已取代欧元成为巴西外汇储备第2大货币[48];

- 根据IMF引述环球银行金融电讯协会(SWIFT)数据显示[49],去年美元和欧元是环球主导性结算货币,各份额接近或高于40%。但两者走势自2015年起背驰,欧元由不足30升至40%,相反美元由约43下降至40%。另外,过去10年,人民币跨境支付份额显著增加,由接近0升至近3%,但使用率仍然很低。英镑及日圆份额长期徘徊在5%,变化不大;

- 中国外汇管理局公布,中国跨境收支数据[50],人民币在中国跨境收支占比从2010年接近零上升至今年3月底创纪录48%,同期美元占比从83降至47%,这是人民币首次在跨境交易中使用率超越美元。

因此,新兴市场「去美元化」只是加速而非造成美元弱势的主因。换句话说,以今天美国财政操作作推算,各国央行的美元外储比例在可见的将来会跌穿50%,及由欧元取代美元成为国际结算货币指日可待。美元不战而败只是时间问题,惠誉(Fitch)将美国信用评级从AAA下调至AA+亦不无道理[51]。

美元的衰落是否暗示人民币将会代之而起?未来货币市场最大拐点相信是金砖集团扩员后,最快明年初中东成员国有可能宣布接受非美元作能源交易货币。「石油人民币」早已甚嚣尘上:

- 去年12月9日,中国国家主席习近平出席首届中国与海湾阿拉伯国家合作委员会峰会(简称「海合会」)时提出,充分使用上海石油天然气交易中心平台,展开人民币结算[52];

- 3月16日,中国进出口银行首次向沙特国家银行提供总额100亿人民币借款,贷款主要用于两国贸易货币结算的专用款项[53];

- 3月29日,中国海洋石油与法国石油公司道达尔能源(TotalEnergies)在上海达成第一笔以人民币结算的进口液化天然气采购交易[54];

- 4月26日,阿根廷经济部长表示将停止美元支付从中国进口商品,改用人民币结算[55];

[46] 见国际货币基金组织网站,https://data.imf.org/?sk=e6a5f467-c14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4
[47] 见国际货币基金组织网站,https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2021/05/05/blog-us-dollar-share-of-global-foreign-exchange-reserves-drops-to-25-year-low
[48] 见路透社网站,https://www.reuters.com/article/brazil-economy-fx-idUSL1N3632DU
[49] 见国际货币基金组织网站,https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2023/English/wpiea2023072-print-pdf.ashx#:~:text=While%20there%20are%20more%20than,followed%20closely%20by%20the%20euro.
[50] 见香港商报网站,http://www.hkcd.com/hkcdweb/content/2023/04/26/content_1397467.html
[51] 见BBC网站,https://www.bbc.com/news/business-66379366
[52] 见路透社网站,https://www.reuters.com/business/energy/chinas-xi-tells-gulf-nations-use-shanghai-exchange-yuan-energy-deals-2022-12-09/
[53] 见环球时报网站,https://www.globaltimes.cn/page/202303/1287343.shtml
[54] 见纳斯达克网站,https://www.nasdaq.com/articles/china-completes-first-yuan-settled-lng-trade
[55] 见南华早报网站,https://www.scmp.com/economy/global-economy/article/3218577/argentina-settle-chinese-imports-yuan-china-marches-south-america-dethrone-us-dollar

宏观策略

虽然中央完成多项与中东及拉美国家有关人民币交易，但投资者不应以「二元」思维分析美元与人民币关系。撇除中国有否意愿成为「货币一哥」，更大可能是以一篮子非美货币，在指定项目或比例中有序取代美元，或以一定比例作国际外储及结算。

会否仿效欧元诞生出「亚币」？

马来西亚首相安华出席海南博鳌论坛上提议设立类似国际货币基金组织（IMF）的亚洲货币基金组织（Asian Monetary Fund，AMF），以减少依赖美元[56]。不过，印尼经济事务统筹部长提出多项质疑[57]，包括：谁会出资设立AMF？如以美元结算，与IMF有何区别？如以人民币结算，与今天美国主导有何差别？「去美元化」将令人民币失去锚价，其波动可能较想像中更大。新加坡总理李显龙多次公开表示，中美对抗可能给世界带来动荡，并不会在中美之间选边站队[58]。

亚洲各国正处于多方博弈和分化状态，各国互信度不高，遑论立场偏西方的日本及韩国。各国文化和制度差异，真诚合作存碍。例如欧元自1999年成立至今，各国不乏为利率政策等问题上针锋相对。何况今天高利率正压抑亚洲经济，各国自身难保又如何谈论合作共赢？统一货币条件仍未成熟，勉强而为后果更是灾难性。

综合而言，亚洲地缘战争风险日益上升之际，中国等国家开始朝向战时经济模式不出为奇，直接影响亚洲区内投资策略和部署。去美元化旗帜鲜明，朝墩初升但知易行难。各有盘算，心有隔阂，「亚币」只沦为空中楼阁。

宏观经济：竞争性弱势

美国经济：平行时空

美国经济衰退是最具争议性话题之一。官方为主的乐观派对未来经济满怀信心，IMF 7月更新全球经济预测[59]，当中上调美国经济预测0.2个百分点至1.8%，而美联储9月更新年内经济预测[60]，由1.1大幅上调至2.1%。两者解释基于美国国内消费增长强劲，劳动市场仍然紧张，支撑实际收入增长云云。美国财长耶伦表示对软著陆「感觉良好」[61]，部份华尔街巨企随即表忠，形容经济犹如「金发女孩」般漪欤盛哉[62]，美股更是「出于污泥而不染」[63]，助燃不断攀升的美股。

参考过去50年按季GDP与失业率及零售销售的相关系数，将其分拆为1至3年期作分析。结果显示，低失业率及高零售销售确实有利经济增长，而效益普遍随时间上升。分析结果如下：

指标	与GDP相关系数（%）		
	1年期	2年期	3年期
失业率	-59.7	-61.5	-70.2
零售销售	+66.4	+77.4	+50.5

资料来源：彭博，数据截至2023年9月25日

欣欣向荣呼声中悲观者彷佛活在平行时空。

美国国力弱化其实始于数十年来制造业衰退，中产财富泉源萎缩，导致在全球经济占比递减。财政纪律问题令债务攀升，深化经济危机。虽然美国总统拜登执政后多次行政干预，补贴及刺激制造业，透过准入限制和制裁等抗外策略，甚至威迫利诱般引入别国高科技产业，希望「再工业化」力挽狂澜，但核心性颓势实在难以逆转。

[56] 见马来西亚国家新闻社网站，https://www.bernama.com/en/business/news.php?id=2187734
[57] 见雅加达邮报网站，https://www.thejakartapost.com/paper/2023/04/11/indonesia-reluctant-to-revive-asian-monetary-fund-idea.html
[58] 见BBC网站，https://www.bbc.com/news/av/business-56366720
[59] 见国际货币基金组织网站，https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/07/10/world-economic-outlook-update-july-2023
[60] 见美联储网站，https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20230920.pdf
[61] 见商业内幕网站，https://www.businessinsider.com/janet-yellen-feeling-good-us-soft-landing-economy-krugman-summers-2023-9
[62] 见路透社网站，https://www.reuters.com/markets/us/wall-st-week-ahead-hopes-goldilocks-economy-rate-peak-buoy-us-stocks-2023-07-28/
[63] 见CNBC网站，https://www.cnbc.com/2023/09/11/us-stocks-are-the-cleanest-shirt-in-dirty-laundry-strategist-says.html

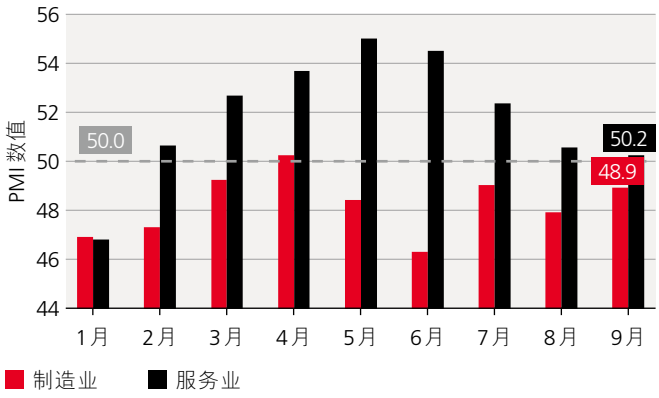
多年来操控资本市场优势支撑经济增长，但副作用随2008年后不断浮现。2023年初地方银行危机便是一例。美联储公布年度银行压力测试结果[64]，所有接受测试银行都能抵御严重衰退，显示银行体系处于强劲且具韧性。话音未落，穆迪（Moody's）便下调美国数间中小型银行信用评级[65]，并警告行业信用实力可能面对融资风险和盈利能力下降挑战。又例如惠誉（Fitch）将美国长期外币债务评级从AAA下调至AA+，解释未来3年财政恶化、总债务偏高、美国管治水平下降等[66]。美国财长耶伦立即反对，并批评惠誉「武断且基于过时的数据」[67]。

官方赖以为傲的就业及消费数据与实际数据大谬不然，相关解读更呈现明显分歧：

- 美国银行列举7月就业数据显示[68]，领取失业救济人数里，年收入5至12.5万美元家庭按年增长约4成，12.5万美元以上家庭按年增长6成以上，反映中产失业人数明显增多。工资增长方面，年收入超过12.5万美元人士工资增长速度放慢，按年近0%。收入低于5万美元平均增长3%，中产人士增长2%，反映中产工资压力较大；

- Markit提供美国制造业采购经理人指数（PMI）数据，除4月报50.2外，其馀持续低于50水平，反映制造业持续萎缩。服务业数据自5月起逐步下降，9月数据为50.2，站在盛衰边缘；

2023年美国Markit PMI数据



资料来源：彭博，数据截至2023年9月25日

- 三藩市联储局发表研究报告显示[69]，美国家庭储蓄总额自疫情后急增至2.1万亿美元。但疫时津贴取消后，料储蓄只能维持至第4季。储蓄耗尽后家庭支出将依赖信用卡消费，但信用卡利率已升逾20厘以上，影响信用卡借额同时打击消费；

- 美国破产协会（American Bankruptcy Institute）数据显示[70]，所有破产申请总数按年增加15%。根据破产法第11章提交总数增加71%，小型企业申请增加61%。标准普尔全球市场公布首8个月美国企业申请破产数量已超过过去两年总数，也高于过去13年大部份可比较数据[71]；

- 美国IBD/TIPP经济乐观指数8月跌至40.3，是12个月以来最低水平，亦是连续24个月低于50，个人财务前景6个月来首次跌至负值，84%受访者认为工资没有跟上通胀步伐[72]。显示美国人对前景悲观，与官方预测大相径庭。

[64] 见美联储网站，https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20230628a.htm
[65] 见路透社网站，https://www.reuters.com/markets/us/moodys-downgrades-10-us-banks-warns-possible-cuts-others-2023-08-08/
[66] 见惠誉网站，https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-united-states-long-term-ratings-to-aa-from-aaa-outlook-stable-01-08-2023
[67] 见路透社网站，https://www.reuters.com/markets/us/yellen-says-fitch-downgrade-entirely-unwarranted-amid-us-economic-strength-2023-08-02/
[68] 见雅虎财经网站，https://finance.yahoo.com/news/americas-highest-earners-are-getting-hit-hardest-by-a-slowing-labor-market-190627662.html?_guc_consent_skip=1695632368
[69] 见三藩市联储局网站，https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2023/may/rise-and-fall-of-pandemic-excess-savings/
[70] 见美国破产协会网站，https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2023/may/rise-and-fall-of-pandemic-excess-savings/
[71] 见标准普尔全球市场网站，https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/august-adds-57-more-us-corporate-bankruptcies-2023-total-tops-prior-2-years-77419040
[72] 见美国商业资讯网站，https://www.businesswire.com/news/home/20230808970776/en/IBDTIPP-Poll-Shows-That-Economic-Optimism-Continues-its-Downward-Spiral-as-All-Components-Drop-in-August

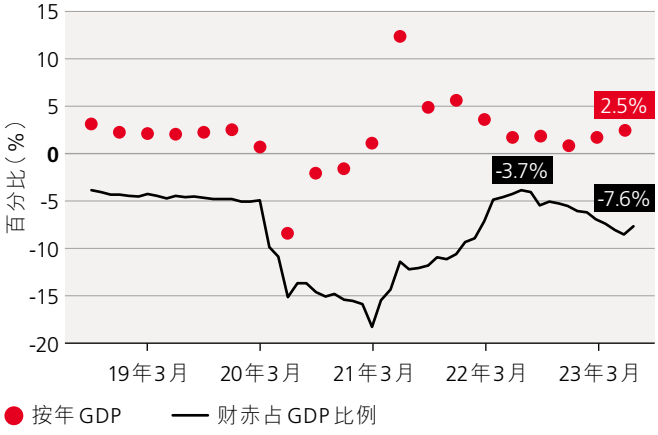
美国经济：国王新衣

究竟美国正在衰退吗？笼统以GDP徘徊1%的角度来看，答案是否定的。若以工商领域及企业家观感而言，答案是肯定的。官方以宏观而长线角度阐述，答案是否定的。民间以行业及短期角度来看，答案是肯定的。酿成如此两极化，与拜登政府2022年起采取高财赤政策不无关系。

中美博弈及明年总统大选考量，账面的经济兴盛对拜登而言也至关重要。美联储紧缩流动性拖垮工商界领域，例如商业活动持续呆滞，银行出现挤提甚至倒闭，职位削减数量急升，最后把经济推至衰退边缘。如何扭转弱势？财赤是也。

财赤占GDP比例自去年起持续扩大，至今年7月报负7.6%，期内扩幅3.9%。假设其他因素不变，美国GDP近26万亿（美元，下同）计算，年内财政支出增加近1万亿，刚好抵消美联储自去年3月起缩表规模（由8.4降至7.4万亿）。无独有偶，同期GDP由1.8反弹至今年第2季2.5%，反映财赤成效显著。

美国按年GDP及财赤占GDP比例



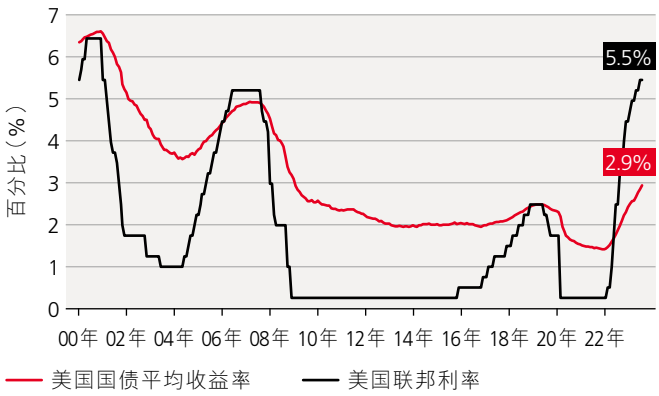
资料来源：彭博，数据截至2023年9月25日

联邦债务高见33.1万亿[73]，占GDP约123%，成熟经济体中位列日本（264%）及意大利（145%）之后。美国国会预算办公室数据显示[74]，赤字超出预测，主因是政府临时推行学生债务减免有关[75]。未来10年内，总债务将升至50万亿，预计赤字平均达6%，较疫前平均约4%上升5成。今年净利息支出将达到6,400亿，占全年联邦收入约13%。10年后基本预测净利息支出比例将升至约20%，超过历史上在研发、基础设施和教育支出总和。随著利息支出消耗联邦收入占比愈来愈大，政府将需在债务利息支出和公共卫生等其他关键项目中抉择。财赤递增亦迫使财政部增加发债来弥补差额，造成恶性循环，直接打击长期经济增长。

支出花在哪里？美国GDP结构中消费占约7成，其馀工商及进出口只占约2成。过去量化宽松需要透过工商及劳工界改革，再滴灌至消费层面，费时且政府操控性偏低。直接了当是减税、减少个人及家庭债务或消费补贴等扩张性财政政策，即时且立竿见影。

扩张性财政政策传统上属于短期策略，加上高利率环境中流动性部份锁在银行体系而非消费，乘数效应偏低下未能带动实际增长。更何况政策有其惰性，边际效益随时间递减，但同时刺激通胀和添加债务压力，债务成本攀升将蚕食政策效能，长远依赖更造成恶性循环。情况与2008年量化宽松异曲同工，实体经济其实未能受惠，却助长美股在藉口中不断创新高。

美国国债平均收益率及联邦利率



资料来源：彭博，数据截至2023年9月25日

[73] 见美国债务时钟网站，https://www.usdebtclock.org/
[74] 见美国国会预算办公室网站，https://www.cato.org/blog/cbo-budget-economic-outlook-post-covid-fiscal-era
[75] 见BBC网站，https://www.bbc.com/news/world-us-canada-66205087

饮鸩止渴或许与政治凌驾民生利益的政治生态有关。总统大选愈近，两党斗争愈见加剧。今年拜登政府过往得心应手且大刀阔斧地增加支出，未来将受共和党控制的众议院阻挠。暑假休会后，两党为下一财年预算案上针锋相对，无惧评级机构警告，不惜代价把美国政府再一次推向停摆危机。

美国财政习惯寅吃卯粮，配合形同虚设的债务上限，政党轮替仅仅是反映彼此都不愿为此经济包袱负出政治代价。10月踏入下一财年，首项挑战是学生债务减免，总额达1.6万亿债务，约4,300万贷款人将重投还款期，料将拖累美国经济，尤其消费领域[76]。

财赤收紧将窒碍本季经济增长，遑论官方上调明年经济预测。音乐椅最终只等待音乐停止一刻，国王新衣都是等待那位无邪的小孩。

中国经济：砥砺前行

中国第2季整体经济出现下行走势，加上海外舆论普遍抱持悲观情绪，共振氛围里产生对中国经济前景的质疑：

- 诺贝尔经济学奖得主克鲁曼在《纽约时报》专栏撰文中表示，中国不会重蹈日本覆辙，因日本经济自90年代泡沫爆破后并没有外界想像般差，目前中国经济前景反而比日本当时更糟[77]；

- 前国际货币基金组织（IMF）经济师埃里安在《金融时报》撰文中表示[78]，除非未来中国实施大规模刺激措施，否则市场不应期望中国会回复过往的增长率，中国成为世界最大经济体已不再是理所当然。

引述中国人民大学重阳金融研究院在国家发改委网站发表文章指出[79]，中国正面对40年来从未有过的挑战：

- 2021年中美GDP体量差距为5.2万亿美元，中美占比约77%创历史高峰。2023年上半年差距扩大，占比则下降至约63%；

- 生产线和供应链由国内转移到包括印度、越南甚至美国。世界对外直接投资（FDI）总额占比从2020年14.5%降至2021年10.5%，今年上半年继续骤降，甚至低于巴西；

- 美国统合西方对「中国威胁」达成共识并全面布局围堵、遏制中国的完整架势经已呈现。

文章认为面对逆风更要战略自省，警惕骄傲自满，直面并客观剖析当前内外艰难形势及中西国力真实结构。对内重燃崛起激情，对外敢斗巧斗善斗，才能化险为夷。

中西权威学者皆认同中国正面对内忧外患，只是解困角度上朝向乐观与悲观之别。

[76] 见经济学人网站，https://www.economist.com/finance-and-economics/2023/09/14/the-resumption-of-student-loan-payments-will-hit-american-growth
[77] 见纽约时报中文网站，https://cn.nytimes.com/opinion/20230726/japan-china-economy/zh-hant/
[78] 见金融时报网站，https://www.ft.com/content/20a14331-d282-4039-97d2-71d777359733
[79] 见中宏网网站，https://www.zhonghongwang.com/show-278-287496-1.html

宏观策略

参考俗称中国经济「三头马车」的固定资本投资、社会消费品零售总额及工业增加值数据，今年8月皆呈现出弱复苏势头。进出口数据处于负值，但同时出现反弹；官方制造业采购经理人指数（PMI）处于收缩水平，但5月起稳步上升，与50的盛衰分界水平只是一步之遥；官方非制造业PMI虽然处于50以上但跌势持续，是经济结构中较弱一环。不论消费物价指数（CPI）或生产物价指数（PPI），8月都出现反弹。整体数据如下：

指标（按年，%）	3月	4月	5月	6月	7月	8月
固定资产投资	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2
社会消费品零售总额	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6
工业增加值	3.9	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5
出口量	14.8	8.5	-7.5	-12.4	-14.5	-8.8
进口量	-1.4	-7.9	-4.5	-6.8	-12.4	-7.3
官方制造业PMI	51.9	49.2	48.8	49.0	49.3	49.7
官方非制造业PMI	58.2	56.4	54.5	53.2	51.5	51.0
CPI	0.7	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.1
PPI	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0

资料来源：财经M平方[80]，数据截至2023年9月25日

其他经济环节反映中国经济底气未如海外舆论般孱弱不堪，并逐步摆脱西方围堵策略：

- 中国外汇储备多年保持领先地位[81]，8月总值达3.16万亿（美元，下同），较第2位日本（1.25万亿）高近2.5倍，及第3名瑞士（0.70万亿）近4.5倍，更是美国（0.04万亿）近79倍；
- 根据中国汽车工业协会数据，今年上半年中国汽车制造商出口共214万辆，超越日本同行共202万辆，亦首次成为全球最大汽车出口国。新能源汽车（NEV），包括纯电动车（EV）、插电式混合动力汽车和燃料电池汽车，正推动中国汽车业在海外扩张，源于国内自主研发及拥有全套生产链，无惧欧美阵营脱钩及技术垄断[82]；
- 中国向「一带一路」国家出口占比（36%）首次超越欧、美、日市场（34.3%），较中国加入世贸时分别为15及53%出现明显逆转。近年中美博弈下，中国对成熟市场贸易依赖递减，同时成功开辟「一带一路」新市场[83]。

中国驻美国大使谢锋在《华盛顿邮报》发表题为《中国经济发展比你想像的更好》的署名文章[84]，强调中国经济持续复苏，总体回升向好。像过去多年一样，中国经济仍然是全球经济的「领头羊」和推动全球增长的最重要「发动机」。

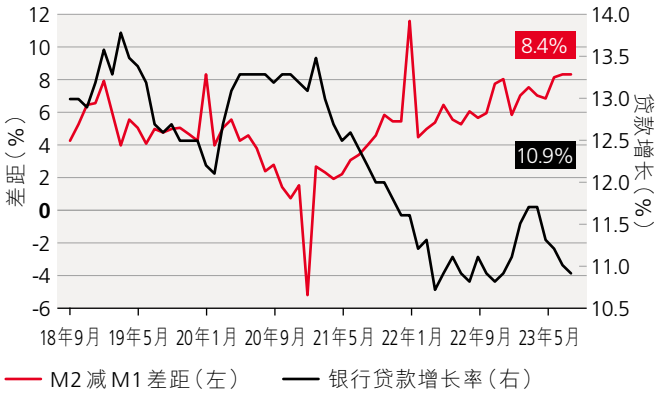
经济底层游刃有馀固然欣慰，但查找不足亦是责无旁贷。

中国经济发展至今，要突破经济学上「中等收入陷阱」，社会资源主力投入高科技和高端产业是势所难免，但过于忽略中低端产业将造成资源淤塞性风险。今天普遍出现公私营资本竞争、劳动力年龄及技术性断层、消费模式偏向极化等问题。中医所谓「不通则痛」，经脉长期淤塞最终养育恶瘤，疏通脉络将是未来成败关键之一。

举一反三，上季《宏观策略》章节中已分析中国广义（M2）与狭义（M1）货币供应量差距太大造成之影响，在此不再累赘。今年8月差距为8.4%，是过去5年来第2高水平，同期银行贷款增长率持续下跌，现报10.9%，较疫情时更低。虽然中央增大银根及民间受惠疫后复常，但大部份收入和利润却回归银行体系以偿还负债，限制消费及投资，资金在金融体系而非实体经济内循环。

[80] 见财经M平方网站，https://www.macromicro.me/collections/30/cn-investment-relative/230/cn-china-investment-completed-fixed-assets
[81] 见Trading Economics网站，https://tradingeconomics.com/country-list/foreign-exchange-reserves?continent=g20
[82] 见南华早报网站，https://www.scmp.com/comment/opinion/article/3231918/title-top-car-exporter-wont-make-chinas-auto-industry-no-1-world-heres-what-will
[83] 见BBC网站，https://www.bbc.com/zhongwen/trad/chinese-news-66762882
[84] 见中国注美大使馆网站，http://us.china-embassy.gov.cn/dshd/202308/t20230831_11136079.htm

中国M2减M1差距及银行贷款增长率



资料来源：彭博，数据截至2023年9月27日

进出口贸易受制于西方制裁和生产线外移，同时影响制造业，造成失业问题并打击民生，但保就业下勉强生产，只会造成境内供过于求。PPI持续负值压制零售提价空间，加上消费疲弱最终酿成轻微通缩，拖累经济增长动力。短期内外部问题不会逆转，加强供应侧压抑将打击民生。因此刺激需求侧可提升M1，令资金有序流出银行体系带动经济复苏，其中解决房债危机将带来一石二鸟之效，下文将详细分析。

中国经济：解困房债危机

中国人「以房藏富」概念实在根深柢固。多年来楼市透过高杠杆野蛮生长，甚至蔓延至非房地产行业，例如金融业。地方政府过份依赖投地及房产交易税收，间接鼓励炒风。两者互相交织出庞大利益网，涉及政经领域内核性危机。今天房债风险其实早在2008年全球金融危机中恶化，由2020年所谓「三条红线」政策引爆。一般投资者批评中央政策失误导致一发不可收拾，但今天回顾才发现当中忍辱负重的大智慧：全球资金仍然宽松时自行拆弹，对整体经济冲击及相关违约风险，相信较今天全球收紧流动性时「出手」来得合时。同时避免中美博奕中会被对手乘虚而入，只是无奈碰上全球疫情，拖延效能及增添不稳性。

民间要求中央出手救市之声不绝于耳，甚至憧憬大水猛灌式扑火，但至今仍是翘首以待。是否代表中央不顾房债危机？部份市场分析更以今天中国房债危机与美国2008年次按危机作比较。然而，独燕不成夏，客观环境及当时各国经济结构差异甚大，结果不敢苟同，反而当时部份解决方案可作借鉴。

货币政策方面，人民银行年内分别下调1及5年期以上贷款市场报价利率（LPR）20及10点子，中期借贷便利（MLF）下调25点子[85]，及外汇和本币存款准备金率[86]分别下调2及0.25%，有序且导向性释放流动性。定向降准或窗口指导内把资金集中于「保交楼，保民生」相关房地产项目开发、补充流动资金、偿还债务，以及资产重组及并购等，核心是「滴灌」而非「猛灌」。

金融财技方面，较到位措施是中央将推出类似2008年金融海啸期间「特殊目的公司（SPV）」，名为「特殊再融资债券额度」[87]。照板煮碗把有问题地方债券收纳，透过政府名义以新换旧债方式，吸引能承受较高风险投资者，以较低收益率及拉长债务年期，通过风险较低债券解决高融资成本及举债难问题。2008年美国案例藉此「买时间」，最后成功避免大规模违约。

以上方案总带点亡羊补牢，原生性健康发展才是长策。多年来楼市炒作成风，打击政策雷厉风行实在无可厚非。惟当市场冷却或开始出现资金失衡，甚至酝酿更大经济危机时，适当有序地松绑都是上策。当前问题核心之一是绞索房地产发展商资金流，衍生违约风险及内涵价值螺旋式下坠的恶性循环，毒性之大正冲击整个社会。核心是生意货如轮转，资金自然到位：

- 资金回笼后还款及时，违约风险自然下降，亦不需要依赖借贷维持营运；
- 企业债务评级稳定有利稳住其债券价格，企业资产负债表改善支持股票估值反弹；
- 透过其债券及股票的抵押贷款被平仓风险下降，有利顶住相关资产价格，亦减轻其他衍生金融产品风险；
- 供过于求是不容置疑，但当流转量提升，成交价非恐慌性或投机性报价将有助寻找合理性房价，「无形之手」自然会适时而为，减轻政策负担；
- 当房价及金融价格抓住底气，财富效益应运而生，激活民间消费及商业活动指日可待；
- 经济复苏自然解决通胀及就业问题，内生性经济良性循环启动，地方债务风险将迎刃而解。

[85] 见财经M平方网站，https://www.macromicro.me/collections/31/cn-finance-relative/13442/cn-loan-prime-rate
[86] 见财经M平方网站，https://www.macromicro.me/charts/262/cn-required-deposit-reserve-ratio
[87] 见南方财经网站，https://m.sfccn.com/2023/9-26/0OMDE0MDZfMTg2Mjk0OQ.html

宏观策略

近月多项松绑政策已推陈出新，例如「认房不认贷」、降低首套住房贷款利率、放松「限购限价」等，有利加速交易。房地产投资信托基金（REITs）亦是可借鉴方案，尤其协助因资金短缺而未能完成的项目。今天部份发展商的商誉已沦为负资产，勉强完成之副作用不在话下，品牌负值有可能打击销售套现效率。在项目仍有商业价值时以REITs形式融资，完成后再把套现资金回购REITs股份。此举可盘活存货，亦可吸引非楼房刚需资金，更可套用在商业房项目，以市场而非官方力量解决问题。

经济及政治考虑方面，参考今年GDP增长目标为5%左右，就算市场普遍预期为4.5%，现时5年期以上LPR为4.2%，利率与经济增长仍然匹配，反映中央认为楼市问题仍然可控，迫切性减息的基础不足。另外，债市实属资本市场，贸然以利率迁就，反而纵容资金炒作，对实体经济副作用较救市更大，从2009年欧债危机案例可见一斑。

中美博弈愈演愈烈，海外舆论推波助澜下，预期评级机构或趁机下调内房债务评级，甚至是中国的主权评级，最终迫使收益率急升，间接拉倒中国经济。中美金融战已昭然若揭，顿然把政策「倾巢而出」实属不智。例如惠誉（Fitch）主权评级全球负责人早前警告[88]，中国企业债务状况，包括非金融及银行等出现任何恶化，而政府扩大资产负债表来支持经济，加上当前债务相对GDP比例偏高，有可能触发重新检讨中国A+主权信用评级。

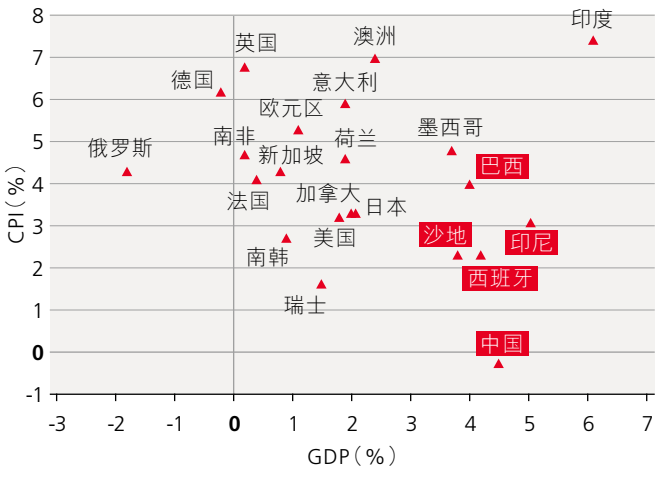
值得注意是，以上政策执行需时，修复阶段须以年数计算，投资者应作好心准备。另外，大部份措施并非直接惠及内房发展商，考虑民间观感及公平原则外，亦贯彻务实执政概念，维持严守各地财政纪律地深入解决内核问题，守住金融系统性风险底线。大型民企发展商的债务重组将事在必行，当中涉及大量法律和金融安排，但更难处理的是债权人信心，就算最终出现倒闭只是徒自追悔，投资者憧憬中央「填沟」更是缘木求鱼。

世界经济：螺旋式下坠

不能否认全球经济正受挫于中美博弈引发的去全球化，不论结党同盟或是坚持中立都逃避不了。粗暴地撕裂全球化导致全球经济碎片化，除中美两位主角明显受压外，逆向规模经济带来的恶果迫使全球经济一同买单。

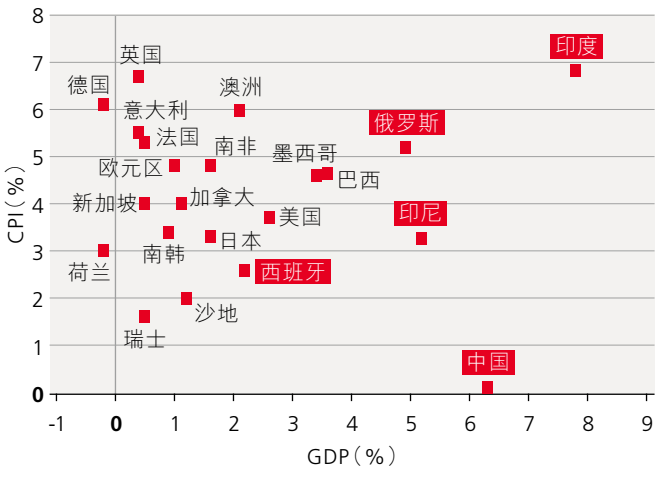
根据按年CPI及GDP矩阵观察今年首两季全球主要经济体变化，结果显示整体朝向左上角发展（GDP走低同时CPI走高），反映整体经济正在弱化。同时，数据集中度上升反映各国经济相关性趋升，走势上被扯入下坠旋涡。GDP与CPI比例首5个国家中，只有3个能持续两季摆脱下坠牵扯，分别是中国、印尼及西班牙，而新一季印度及俄罗斯正取代巴西及沙地的领先地位。

各国GDP与CPI矩阵（第1季）



资料来源：彭博，数据截至2023年9月27日

各国GDP与CPI矩阵（第2季）



资料来源：彭博，数据截至2023年9月27日

[88] 见彭博网站，https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-16/fitch-says-china-credit-rating-may-be-vulnerable-to-a-rethink

上述数据通常被视为具滞后性，参考前瞻性数据又如何？制造业采购经理人指数（PMI）显示全球经济活动正大规模萎缩。年内全球主要25个经济体，低过50盛衰分水岭的国家占5成以上，7月更增至近7成，反映下半年经济情况进一步恶化，当中风险普遍集中在成熟经济体。首8个月全数低于50的国家有6个，包括德国、英国、波兰、荷兰、马来西亚及南韩。整体数据如下：

制造业PMI	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月
德国	39.1	38.8	40.6	43.2	44.5	44.7	46.3	47.3
英国	43.0	45.3	46.5	47.1	47.8	47.9	49.3	47.0
波兰	43.1	43.5	45.1	47.0	46.6	48.3	48.5	47.5
意大利	45.4	44.5	43.8	45.9	46.8	51.1	52.0	50.4
荷兰	45.9	45.3	43.8	44.2	44.9	46.4	48.7	49.6
法国	46.0	45.1	46.0	45.7	45.6	47.3	47.4	50.5
西班牙	46.5	47.8	48.0	48.4	49.0	51.3	50.7	48.4
马来西亚	47.8	47.8	47.7	47.8	48.8	48.8	48.4	46.5
美国	47.9	49.0	46.3	48.4	50.2	49.2	47.3	46.9
加拿大	48.0	49.6	48.8	49.0	50.2	48.6	52.4	51.0
南韩	48.9	49.4	47.8	48.4	48.1	47.6	48.5	48.5
泰国	48.9	50.7	53.2	58.2	60.4	53.1	54.8	54.5
土耳其	49.0	49.9	51.5	51.5	51.5	50.9	50.1	50.1
澳洲	49.6	49.6	48.2	48.4	48.0	49.1	50.5	50.0
日本	49.6	49.6	49.8	50.6	49.5	49.2	47.7	48.9
菲律宾	49.7	51.9	50.9	52.2	51.4	52.5	52.7	53.5
巴西	50.1	47.8	46.6	47.1	44.3	47.0	49.2	47.5
越南	50.5	48.7	46.2	45.3	46.7	47.7	51.2	47.4
爱尔兰	50.8	47.0	47.3	47.5	48.6	49.7	51.3	50.1
中国	51.0	49.2	50.5	50.9	49.5	50.0	51.6	49.2
墨西哥	51.2	53.2	50.9	50.5	51.1	51.0	51.0	48.9
俄罗斯	52.7	52.1	52.6	53.5	52.6	53.2	53.6	52.6
希腊	52.9	53.5	51.8	51.5	52.4	52.8	51.7	49.2
印尼	53.9	53.3	52.5	50.3	52.7	51.9	51.2	51.3
印度	58.6	57.7	57.8	58.7	57.2	56.4	55.3	55.4
低过50盛衰分水岭总数	16	18	16	15	15	14	10	14

资料来源：彭博，数据截至2023年9月25日

宏观策略

服务业萎缩状况开始浮现。上半年低过50水平的国家寥寥可数，但8月起数字急升至7个，而且集中在欧洲，美国及巴西亦跌至盛衰边缘上。消费者信心更令人担心，参考G20各国消费者信心指数，只有印尼、意大利及南韩抱持乐观，其馀17个国家下半年起呈现悲观情绪。以往欧美国家引以为傲的消费及服务业如有任何闪失，最后稻草将抵挡不了跌入衰退的风险。整体数据如下：

服务业PMI	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月
法国	46.0	47.1	48.0	52.5	54.6	53.9	53.1	49.4
德国	47.3	52.3	54.1	57.2	56.0	53.7	50.9	50.7
澳洲	47.8	47.9	50.3	52.1	53.7	48.6	50.7	48.6
欧元区	47.9	50.9	52.0	55.1	56.2	55.0	52.7	50.8
西班牙	49.3	52.8	53.4	56.7	57.9	59.4	56.7	52.7
英国	49.5	51.5	53.7	55.2	55.9	52.9	53.5	48.7
意大利	49.8	51.5	52.2	54.0	57.6	55.7	51.6	51.2
美国	50.5	52.3	54.4	54.9	53.6	52.6	50.6	46.8
巴西	50.6	50.2	53.3	54.1	54.5	51.8	49.8	50.7
中国	51.8	54.1	53.9	57.1	56.4	57.8	55.0	52.9
日本	54.3	53.8	54.0	55.9	55.4	55.0	54.0	52.3
爱尔兰	55.0	56.7	56.8	57.0	58.4	55.7	58.2	54.1
俄罗斯	57.6	54.0	56.8	54.3	55.9	58.1	53.1	48.7
印度	60.1	62.3	58.5	61.2	62.0	57.8	59.4	57.2
低过50盛衰分水岭总数	7	2	1	0	0	1	1	5

资料来源：彭博，数据截至2023年9月25日

各国消费者信心指数	8月	7月	分水岭	乐观/悲观（8月）	乐观/悲观（7月）
阿根廷	44.1	43.6	50.0	悲观	悲观
澳洲	81.0	81.3	100.0	悲观	悲观
加拿大	46.9	49.6	50.0	悲观	悲观
欧元区	-16.0	-15.1	0.0	悲观	悲观
法国	84.9	85.3	100.0	悲观	悲观
德国	-25.5	-24.6	0.0	悲观	悲观
印度	88.1	88.5	100.0	悲观	悲观
印尼	125.0	124.0	100.0	乐观	乐观
意大利	106.0	107.0	100.0	乐观	乐观
日本	36.2	37.1	50.0	悲观	悲观
墨西哥	46.7	46.2	100.0	悲观	悲观
荷兰	-40.0	-39.0	0.0	悲观	悲观
俄罗斯	-15.0	-19.0	0.0	悲观	悲观
南非	-16.0	-25.0	0.0	悲观	悲观
南韩	103.0	103.0	100.0	乐观	乐观
西班牙	94.4	92.4	100.0	悲观	悲观
瑞士	-27.1	-29.6	0.0	悲观	悲观
土耳其	68.0	80.1	100.0	悲观	悲观
英国	-25.0	-30.0	0.0	悲观	悲观
美国	69.5	71.6	100.0	悲观	悲观

资料来源：彭博，数据截至2023年9月25日

综合以上数据，欧元区企业活动及消费收缩尤其严重。制造业陷入低迷，服务业不能幸免。德国表现令人生畏，制造业表现是G20中最弱，而且年内全数低于50水平。法国制造业PMI连续7个月低于50，服务业亦连续3个月萎缩。英国制造业PMI指数下滑至43，为31个月来最低，揭示高利率导致企业压力日益严峻。6月英格兰和威尔斯登记破产数量按年增加27%，高于疫前水平[89]，甚至连英国第2大城市伯明翰市政府亦宣布破产[90]，再难以掩饰其系统性及结构性危机。

去全球化除了削弱全球经济，亦吞噬民间财富。根据《全球财富报告》数据显示[91]，去年底私人净财富总额约454.4万亿（美元，下同），减少11.3万亿或按年下跌2.4%。损失主要集中在北美和欧洲等较富裕地区，减少共约10.9万亿或占全球总跌幅近96%。亚太地区损失约2.1万亿，而拉丁美洲则增加2.4万亿；损失最多是美国，其次是日本、中国、加拿大和澳洲。俄罗斯、墨西哥、印度和巴西增幅最大；全球最富有1%人群占全球财富份额下降至44.5%；全球美元百万富翁人数减少350万人，以通胀调整计算，需再减少440万人。

[89] 见英国政府网站，https://www.gov.uk/government/statistics/monthly-insolvency-statistics-june-2023/commentary-monthly-insolvency-statistics-june-2023#:~:text=The%20number%20of%20registered%20company,(1%2C698%20in%20June%202022).
[90] 见CNN网站，https://edition.cnn.com/2023/09/19/economy/birmingham-bankruptcy-uk-government-control/index.html
[91] 见瑞银网站，https://www.ubs.com/global/en/family-office-uhnw/reports/global-wealth-report-2023.html#executive

宏观策略：风管为先

美国经济内生动力不足，债台高筑、基建落后、工业空心化等问题固化，唯有依赖仅有国际优势，联合盟国高举幌子，以「美国为先」的国际化去维护自身利益，却遮掩不了欧美经济时不与我的无力感。中国趋向战时经济模式，主动修整去杠杆过程中的不足之处，全力深耕完整生产线，围拢资源达到自吸自足，目标为长期消耗战做好准备。

时间正站在中国一方，美国需在馀晖下速战速决，尤其在未来成败唯一关键的高端科技中彻底击退中国。同时在亚洲地缘政治中搅局，一方面藉以牵制中国发展，另一方可震慑亚洲各国，代理人战争操作在美国历史上并不罕见。中美棋局看似只有楚河汉界，但影响的却是全世界。战争中永无乐土，各国以为置身事外，其实早已身在其中。

可是，军事分析认为酿成热战机会不高[92]。莫说美国军事占有上风存疑，如果美国在亚洲爆发战事，与俄乌战事最大分别是中国将直接剑指美国，而非在亚洲区内纠缠，战争成本及代价之高令美国三思。再者，届时美国盟友会否两肋插刀？亚洲各国更不在话下。最后，战事须民意授权，勉强而为将被国际冠以不义之战，出师无名的后果不胜枚举。中美领导人的民望差距反映中国民心团结度较高，以守护国土之名出兵亦较理直气壮，大义凛然，届时国际舞台上谁正谁邪，已非美国说了算。

需知道英国击败西班牙舰队，再配合工业革命，花近200年才成为当时世界霸主。及后美国经济经过世界大战，再趁势进行经济及全球货币改革，经历超过100年才成为今天霸主。中国经济发展在改革开放后取得骄人成就，「超英」已成，「赶美」未至，更是言之过早。截至2022年数据[93]，虽然中美贡献世界GDP分别是25.32及17.86%，但美国人均GDP仍是中国近6倍。

正如中国人民大学重阳金融研究院发表标题为《重燃中国崛起的激情》文章表示[94]，中国在高新科技发展被「卡脖子」、思想观念冲突被「卡脑子」、国际话语权被「卡嗓子」现象，短时间内还难以解决，更需寻找既要合理斗争，又要斗中求稳，既不逞强也不示弱的长期策略。

了解由贸易到金融，由地区到国际组织，由官方到民间，中美角力确是一场消耗战，亦是一场民意战，争取到人民授权的合理性持续对抗，才能有本钱齐心把枪口对外。过程中任何差池都将被民意反噬，改朝换代，中西历史中无一幸免。

「冷和」只是双方买时间的短期策略，为下一轮更大型抗争作准备。

朝代更替并非朝夕，期间全球关系在此起彼落，冷热交际，波浪形态中发展。结果如何已太长远，活在当下面对的是资金在缺乏基本因素下高度集中地流窜，导致资产价格非常波动，也令资产平衡分散风险成果不彰。同时高度相关性把地区性风险分散效能锐减，唯有利用短线而防守性的策略替代长线而进取性操作，或视乎投资者风险承受力而选择透过衍生工具把风险转移。

今天宏观局势较近代任何时期都要复杂，以往理所当然的已今非昔比，挑战三观事物将应接不暇，风管亦较近代任何时期来得重要。

[92] 见福布斯网站，https://www.forbes.com/sites/steveforbes/2023/09/26/is-the-us-headed-for-an-all-out-war-with-china/?sh=67e20262265a
[93] 见世界实时统计数据网站，https://www.worldometers.info/gdp/gdp-by-country/
[94] 见中宏网网站，https://www.zhonghongwang.com/show-278-287496-1.html

宏观经济

任重道远

东亚银行经济研究部

宏观经济

东亚银行经济研究部

2023年第4季经济展望

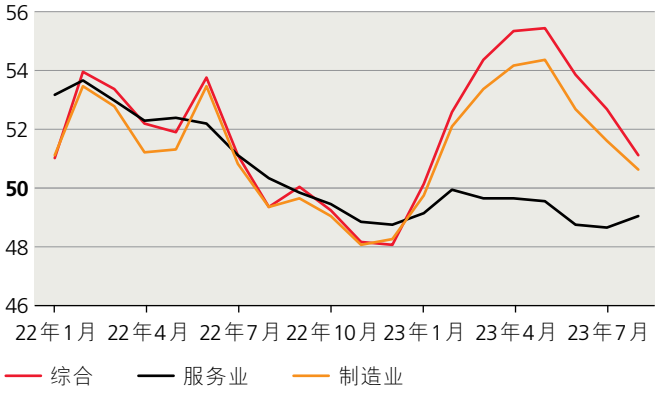
环球经济展望

环球经济增长及通胀趋缓，紧缩货币政策仍将延续

2023年首3季，环球经济大致维持低增长格局。美国经济在内部需求的支持下保持温和增长，但劳工市场过热情况仅录得轻微改善，通胀再加速风险仍然存在；欧洲经济则受货币政策紧缩、政经前景不明朗、能源及供应链阻碍等影响而持续疲弱，滞胀风险不容忽视；中国内地经济继续以服务消费作为主要增长引擎，近期宏观政策调控的力度和精准度不断增强，以稳定信心和释放需求，为经济实现平稳复苏打下稳固基础；其他亚洲经济体则在外围需求放缓下略为减速，但区内通胀录得显著改善，大部分亚洲央行暂停加息；香港经济在低基数及经济重启的支持下保持平稳复苏。

全球采购经理人指数

>50表示扩张



资料来源：彭博，数据截至2023年9月25日

环球核心通胀回落进程缓慢，物价压力未见显著降温。随著能源及大宗商品价格回落，以及商品供应恢复，环球整体通胀从高位回落。不过，受工资增长及服务业通胀高企影响，核心通胀回落速度较预期为慢，并远高于多个先进经济体的央行政策目标。再者，近期能源价格在主要出口国的减产下录得回升，部分地区的房地产价格及租金亦出现止跌回稳的势头，这些发展或会加大未来整体通胀的压力，令环球经济面临通胀再次加速的风险。

强韧的劳工市场初步降温，惟主要央行未敢松懈。随著环球经济动力趋缓，企业对劳工需求亦初步降温，个别经济体的失业率正从历史低位轻微回升，消费信心势将受到拖累。然而，现时环球主要央行最大忧虑仍是未来通胀会否再度加速，继而刺激通胀预期迅速上行，令其有需要保持严厉的紧缩货币政策，以控制通胀。因此，即使环球加息周期接近触顶，但短期内主要央行将保持鹰派立场，高息率和量化紧缩环境料将延续一段时间。

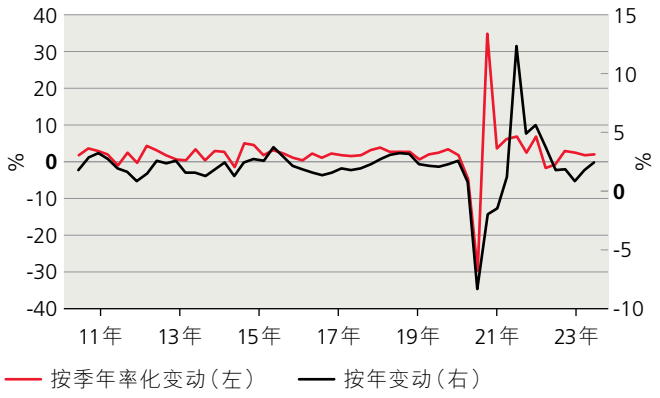
现时，市场普遍预期环球经济有望实现软著陆，通胀有序降温，而就业市场和经济增长仅温和放缓，不致于陷入深度衰退。家庭和企业资产负债表，以至就业市场保持强韧是支持私人消费和投资的主要动力。但值得注意的是，环球经济形势仍存著多个不稳定因素，包括：地缘政治局势发展、货币紧缩政策的滞后影响、供应链重组、特别财政措施于疫后结束、绿色转型所催生的通胀效应，以及资产市场波动等。综合各项因素，预期2023年第4季环球经济将延续其低增长格局。

美国经济展望

美联储维持鹰派立场，经济下行压力续增

2023年首3季，美国经济持续展现韧性。尽管美联储实施大幅加息和缩表的紧缩货币政策，令美国国债收益率显著上升，并曾导致多间地区性银行因流动性紧张及资不抵债等问题而倒闭或被接管，但美国经济表现维持稳步扩张，且超出预期。在低失业率和超额储蓄的推动下，美国私人消费录得强劲增长，成为整体增长的主要动力。此外，拜登政府的工业补贴政策也吸引企业增加投资半导体和绿色能源等，令私人投资在高利率下仍可维持增长势头。

美国国内生产总值



资料来源：彭博，数据截至2023年9月25日

劳工市场过热情况录得轻微改善。2023年第1季，不少美国大型科技和初创企业公布裁员计划，但相关裁员幅度占整体规模较小，整体劳工市场未见显著恶化。劳工需求方面，职位空缺已从2022年初的高位回落，但仍高于2019年疫情前水平；每月非农新增就业数目亦开始放缓，但继续高于所需吸纳的人口增长水平。另一方面，劳动人口参与率逐渐回升，失业率也略为向上，有利于纾缓工资的上涨压力。近期平均时薪增速有所减慢，惟尚未回落与通胀目标相应的水平。因此，劳工市场仍需要进一步降温，否则劳工市场偏紧的状况或会令工资再度升温，引发通胀出现再次升温的风险。

通胀高位继续回落，但美联储维持鹰派立场。踏入2023年下半年，美国整体消费物价和其核心指数的按年增长已下降至4%左右，与美联储2%通胀目标仍存在较大距离。9月美联储在议息会议维持利率在5.25至5.50%不变。根据9月公布的点阵图，2023年利率中位数预测维持不变于5.6%，2024年利率中位数预测则由6月的4.6上调至5.1%。由于货币环境已显著收紧，加上经济前景、劳工市场及租金升幅降温等料将引导通胀进一步放缓，预期美联储在2023年第4季将无需再次加息，但高利率仍会持续一段较长时间。

美国通胀率

资料来源：彭博，数据截至2023年9月25日

美国经济下行压力料将增强。虽然货币紧缩政策尚未显著拖累美国经济，但高利率影响将逐步累积，未来企业在进行再融资时或会面对更高的利息成本和更严格的信贷审批准则，投资信心料将受压。另外，疫情期间推出的学生暂缓偿还贷款计划结束也会对私人消费构成制约。预期美国经济增长在2023年第4季很大机会出现放缓。

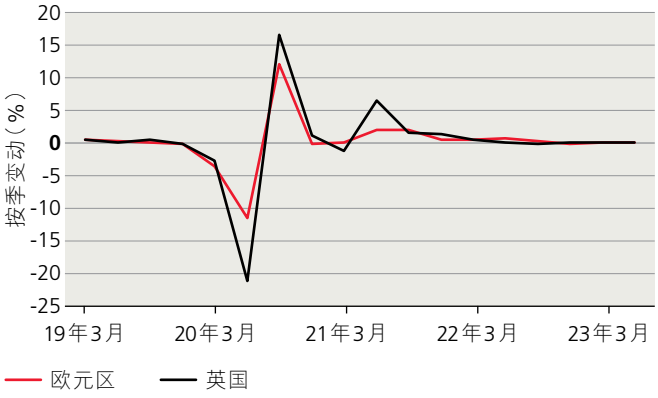
宏观经济

欧洲经济展望

欧洲经济维持弱复苏步伐，成员国表现分歧

受制于德国经济疲弱，欧洲经济仅录得轻微扩张。在环球货币政策紧缩、政经前景不明朗、能源及供应链阻碍尚未返回疫情和俄乌冲突前，加上疫后消费模式返回服务业为主，均打击德国制造业表现，拖累2023年上半年德国经济录得轻微收缩，并持续低于去年同期水平。相比之下，法国及意大利经济录得温和增长，上半年分别按年扩张0.9及1.2%；西班牙经济更受惠于旅游业强劲复苏及零售消费表现稳固，带动上半年经济按年增长2.9%。总体来说，欧元区成员国表现分歧，上半年欧元区经济仅录得约0.8%按年增长，第1及第2季分别按季增长0.1%，部分以旅游及其相关行业占比较重的成员国表现较佳。另一方面，英国经济则受惠于服务消费所带动，于上半年亦录得约0.3%按年轻微增长。国内生产总值从第1季按季0.1%增长稍微加快至第2季0.2%。民众对交通、休闲文化活动、餐饮、酒店等消费性服务需求上升，支持住户消费开支持续增长。

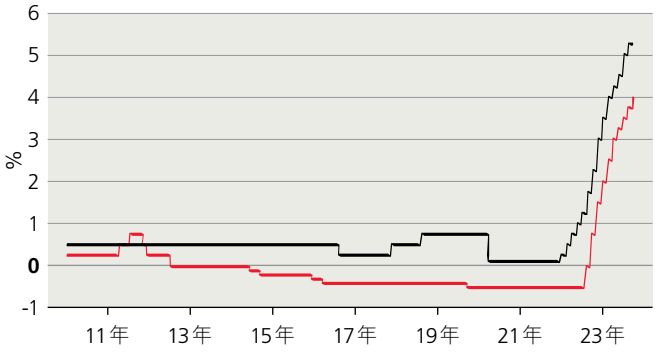
欧元区及英国经济增长



资料来源：彭博，数据截至2023年9月25日

欧洲通胀从高位回落，但仍远高于政策目标，央行将维持息率高企更长时间。欧元区及英国整体通胀率均较去年10月高位回落约5个百分点。不过，面对劳工市场偏紧，工资持续较快增长，加上疫后消费模式返回以服务业为主，个别服务行业（如旅游业）需求释放等，均使服务价格录得显著增长，令核心通胀更具黏性。9月欧洲央行再次加息25个基点，英伦银行则维持利率不变，两地央行于是次加息周期至今分别合共加息450及515个基点。目前，他们均表示将以数据表现作为未来是否进一步加息的依据，惟在核心通胀持续高于政策目标下，两地央行料将维持利率于具限制性水平一段更长时间，直至通胀明显趋向其政策目标的水平。

欧元区及英国政策利率



资料来源：彭博，数据截至2023年9月25日

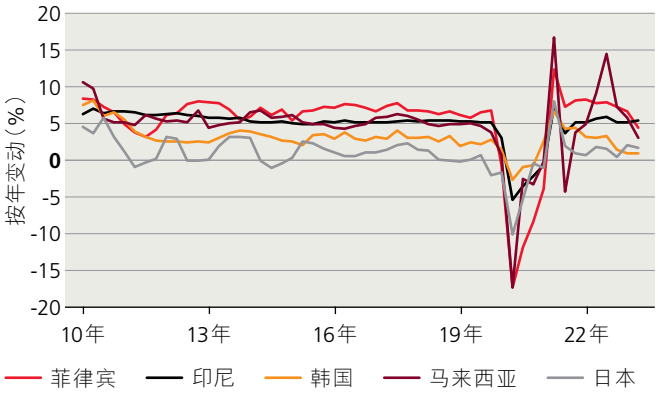
高利率及政经前景不明朗下，欧洲经济料仅轻微扩张，甚至陷于停滞。目前，欧洲央行及英伦银行已将其政策利率提升至2008年以来最高水平，高利率及量化紧缩对信贷和经济的影响料将进一步浮现，势将加剧企业及家庭的借贷成本及负担，削弱消费、投资，以至买楼置业的意欲。再者，年初以来服务业作为推动欧洲经济持续增长的主要动力，于近月亦有加速放缓之势，欧元区及英国服务业采购经理指数均回落至收缩区间，加上制造业采购经理指数已连续多月陷于收缩，显示欧洲经济复苏动力或正在转弱。不过，欧洲劳工市场及民众收入稳固，将有利于稳定民众消费及整体经济表现，预期2023年欧元区经济录得约0.7%轻微增长。

亚洲经济展望

亚洲经济基本面稳健，复苏势头料将延续

面对外围需求放缓的冲击，亚洲地区普遍受到商品出口下滑的拖累。2023年上半年，除日本以外，亚洲主要经济体增速均有所放缓。日本经济表现超出预期，上半年增长加速至按年1.8%，主要是受惠于汽车业复苏和入境旅游业畅旺所带动。南韩经济上半年录得按年增长0.9%，这与全球科技产品周期持续去库存，导致商品出口疲弱有关。由于出口和投资下挫，台湾经济上半年录得按年1%跌幅。期内，东盟主要经济体增长亦大致放缓。

亚洲个别经济体的国内生产总值



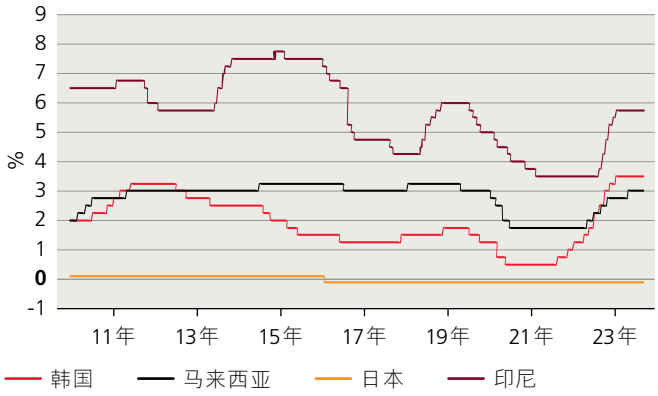
资料来源：彭博，数据截至2023年9月25日

亚洲地区商品出口持续收缩，惟在低基数下，其跌幅势将逐步收窄。在2023年第3季，外围商品需求仍然疲弱，欧美先进经济体的私人消费普遍呈现服务强、商品弱的不平均表现，拖累亚洲经济体商品出口需求。亚洲先进经济体中，日本商品出口增长由年初的高位放缓，并在7及8月转为按年下跌；南韩和台湾在2023年首8个月更一直录得按年下跌。东盟主要经济体商品出口亦维持普遍下行走势。展望2023年第4季，随著环球货币政策持续紧缩，外围需求将难以显著改善，但去年低基数的影响将逐渐浮现，预料亚洲经济体商品出口按年跌幅将会逐步收窄。

亚洲地区跨境旅游复常进度不一。疫情前，内地旅客是亚洲地区旅游业的重要客源。今年以来内地逐步放开跨境往来限制，惟航班复飞低于预期，以至旅客出境规模均明显低于疫情前水平，加上部分经济体更出现本地居民境外旅游多于境外旅客入境的情况，令旅游业对拉动亚洲经济的动力较预期为弱。目前，内地对旅行社组团出境进一步放宽，内地旅客势将再次成为亚洲地区旅游业的重要支撑，为区内经济注入新动力。

亚洲地区通胀显著改善。对比欧美先进经济体，亚洲地区通胀放缓的进程较为理想，部分国家消费物价指数的升幅更重返其央行的通胀目标之内，反映区内通胀压力稳定。2023年第3季，除泰国央行以外，其他亚洲主要央行普遍维持货币政策不变，日本央行更继续实行负利率政策，把短期利率目标保持于负0.1%不变。展望未来，由于亚洲通胀压力总体尚算温和，区内央行有更大灵活性制订其货币政策，无需跟随欧美央行进一步紧缩。

亚洲个别经济体的政策利率



资料来源：彭博，数据截至2023年9月25日

总体上，亚洲地区商品出口在外围需求疲软下将难以得到提振，惟区内经济基本面稳固、内部消费市场稳定扩张、旅游业持续复苏、区域供应链重组或可带来更多新投资和贸易机遇，以至近期中国内地稳增长的政策力度等料将为区内经济带来支持。展望未来，预计2023年馀下时间亚洲地区经济将可保持稳定增长。

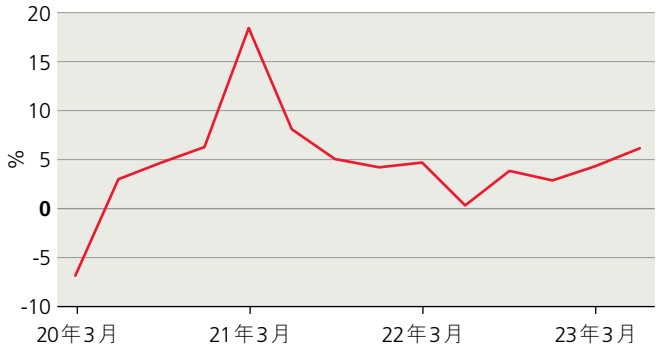
宏观经济

内地经济展望

宏观政策效果渐现，支持内地经济稳步复苏

受低比较基数、消费及服务业持续领先所带动，第2季内地经济延续复苏势头。经济增速从第1季按年4.5%加快至第2季按年6.3%。2023年上半年，国内生产总值增速达5.5%。最终消费是主要的增长动力，抵销外部需求放缓及房地产市场调整带来的压力。

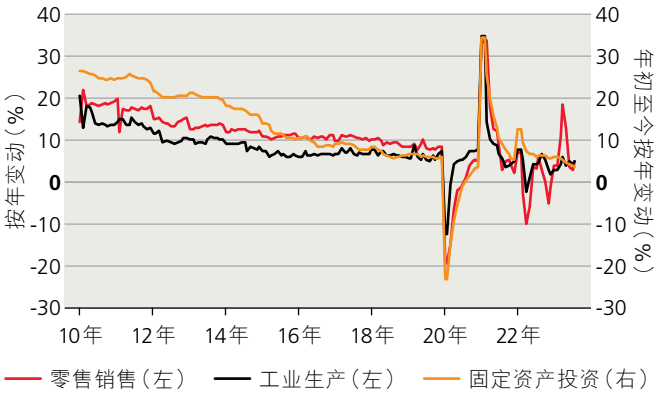
内地经济增长



资料来源：彭博，数据截至2023年9月25日

踏入第3季，疫后复苏动力不均逐渐明显。服务业持续引领消费增长，首8个月服务零售额录得按年19.4%快速增长，8月及首8个月的餐饮收入亦分别按年上升12.4及19.4%，反映民众于疫后及假期旺季对旅游相关服务的需求殷切。不过，与房地产相关的零售销售如装修及装潢材料和家用电器及音像器材等均于8月录得按年收缩。高比较基数及买家态度转趋观望等则制约近月汽车销售增长。整体而言，随著内地当局「促消费」政策效应陆续浮现，8月社会消费品零售额按年增长4.6%，较7月2.5%加快。另外，投资活动则反映内地经济持续迈向高质量方向发展。2023年首8个月固定资产投资增速轻微放缓至按年3.2%，主要受房地产开发投资及民间投资跌幅扩大所致。不过，基建、专用设备及电气机械和器材制造等投资均录得较快增长，首8个月分别按年上升6.4、7.5及38.6%，反映内地持续推动产业升级及提升科技水平，并同时带动相关行业的工业生产活动，1至8月工业生产温和上升3.9%。

内地零售销售、工业生产及固定资产投资



资料来源：彭博，数据截至2023年9月25日

面对房地产市场整固，内地当局持续加大对房地产业的支持力度。过去数月，多个部委宣布了一系列政策措施以稳定开发商资金状况、提振购房者信心及活跃市场交投，例如落实「认房不认贷」、下调存量首套住房贷款利率、降低第二套住房贷款利率下限及调整首套及第二套住房的最低首付比例等。其中一线城市亦带头放宽楼市政策，包括广州下调首套住房贷款利率下限至贷款市场报价利率减10个基点，上海则延长住房公积金购买二手住房的贷款期限。随著政策放宽，楼市活动于9月初略为回暖，新屋销售反应正面，惟其可持续性则尚待观察。

此外，内地当局亦进一步加强货币及财政政策对经济（特别是消费及民营企业等）支持，以稳信心及稳增长。货币政策方面，第3季人民银行先后宣布减息降准，于8月分别把1年期中期借贷便利利率及1年期贷款市场报价利率下调15及10个基点，并于9月再度下调存款准备金率0.25个百分点。同时，国有银行亦下调存款利率以释放民众储蓄及推动贷款和按揭利率下降，而人行则统筹地方层面提高对民营企业贷款的支持。财政政策方面，内地当局正加大对重点行业及群体的支持力度，例如向小型企业及失业人士申请的创业贷款提供担保及财政贴息、以及对汽车、家电及旅游服务等提供财政支持，以刺激相关消费。财政部更宣布下调证券交易印花税，以活跃资本市场，提振投资者信心。

展望未来，内地经济将持续稳步复苏。随著内地当局推出一连串支持政策，对稳定信心及缓和民众及企业压力等正面影响料将逐步浮现，有利于支持消费及投资表现。另外，内地政策空间仍较充足，不排除再次轻微下调政策利率及存款准备金率，并增加政策性开发性金融工具额度以推动基建投资等。下一阶段，可密切关注全国金融工作会议及第二十届三中全会等重要会议，以掌握未来经济及财金政策改革方向及进一步的政策支持措施。整体而言，2023年内地经济增长料达5.5%左右，并实现2023年政府工作目标5%左右的经济增长。

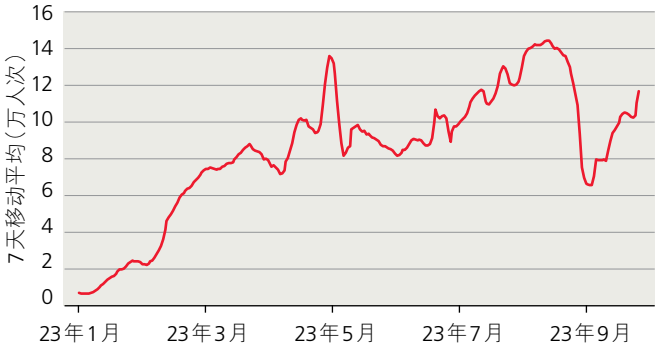
香港经济展望

低基数及经济重启支持香港经济稳步复苏

香港经济在低基数及经济重启的带动下保持平稳复苏。2023年上半年，香港实质本地生产总值录得2.2%增幅，访港旅游和私人消费是支撑香港经济复苏的主要动力。自中国内地与香港全面通关以来，访港旅客人次迅速上升，成为带动香港服务输出急速增长的关键因素。劳工市场趋紧，以及香港特区政府派发的消费券均有利私人消费显著复苏。可是，环球经济下行压力增加，加上息率高企均对商品贸易和投资表现构成障碍，令香港经济仅保持平稳复苏。

香港旅客数字

每日入境人次



资料来源：彭博，数据截至2023年9月25日

旅游相关服务行业在假期和大型活动的推动下保持高速增长势头。在2023年第3季暑期旺季，访港旅客人次延续其强劲升势，7及8月分别录得358.9万人次和407.8万人次，按月增幅为30.6和13.6%，而9月数字在极端天气期间过后亦迅速回升。此外，香港特区政府推出了「香港夜缤纷」活动，一系列消闲、美食、音乐及文化主题活动在中秋节、国庆、万圣节等节庆推出。同时，香港旅发局积极推动多项大型盛事，例如：「香港美酒佳肴巡礼」、「香港缤纷冬日巡礼」、「香港跨年倒数」等。预料服务输出将继续是香港经济的重要增长引擎。

香港失业率

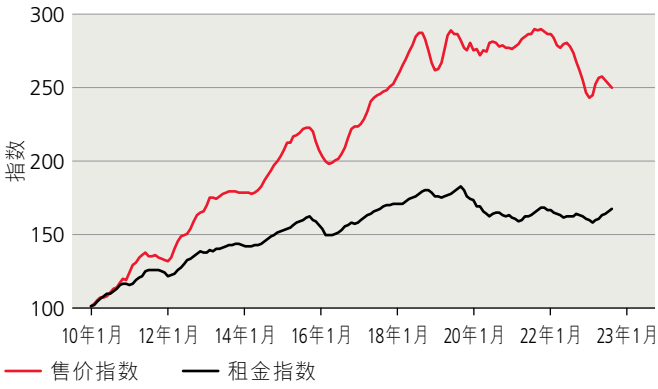
资料来源：香港政府统计处，数据截至2023年9月25日

劳工市场持续扩张，失业率处于接近全民就业的水平。自2023年起，香港就业前景保持良好，职位空缺数字高企，为住户收入带来重要支持。针对香港长远发展的需要，香港特区政府推出了多项人才计划。截至7月底，超过3.8万名申请者已抵港，超出了政府全年输入3.5万名人才的目标。另外，「补充劳工优化计划」已于9月起接受申请。该计划将可纾缓建造业和运输业等低技术劳工短缺问题。

货币政策紧缩和环球经济下行，对香港经济全面改善构成制约。2023年首3季，香港商品出口持续收缩。不过，低基数效应将于2023年第4季逐渐浮现，预期商品贸易表现将渐趋稳定。同时，欧美先进经济体货币政策持续紧缩，且料较长时间维持于较高水平，港元利率亦跟随上升，加上环球经济前景不明朗，亦对企业投资等带来影响。在此背景下，香港特区政府将2023年全年经济增长预测由4.5至5.5%调低至4至5%。

香港住宅售价及租金指数

2010年1月为基数100



资料来源：差饷物业估价署，数据截至2023年9月25日

香港楼市交投活动大致靠稳。经过2023年第1季录得较快复苏后，本地住宅市场活动受利率上升影响而有所降温，住宅楼价和成交量转向平稳发展。然而，私人住宅租金价格在抵港人才及非本地大专生租务需求带动下保持上升动力。预料香港楼市将保持平稳走势。

股票

拐点

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**

拐点

上季标题是《火中取栗》。预测环球经济持续疲弱，缺乏基本面支持的成熟市场股市（尤其美股），上半年表现一枝独秀后将出现回吐，并极大可能是由科技相关的增长型股份引爆。日本及欧洲经济前景较美国更不明朗，估值急升对当地股市不利。多项分析支持资金正有序撤出股市，与舆论大肆唱好走势有著明显背驰，反映潜在风险将较想像中高。虽然面对回调风险，但策略上并非要一股不留，应逐步由增长型股份转到价值型股份较佳。如投资者坚持火中取栗，谨记眼明手快，严守止蚀，见好即收。今天结果与上季预测大致相若。

本季标题是《拐点》。不单指股市走势，更重要是人心。年内官方与民间对经济及利率预测持续性分歧，噪音不断轰爆后，投资者心理呈现疲态。心态主导行为，各地成交量下降反映资金失望离场，衍生工具市场活跃显现避险情绪。历史上经济及利率逆转带来策略性启示，价值型股份抬头，情况在未来将变得更明显。漠视指数连盈利增长连续4季出现下跌，好友执意上调行业销售及盈利预测作全力反抗，同温层里继续唱好增长型股份。壁垒分明，投资者对号入座，两端争持不下，最终一方兵败山倒。

美国股市：金玉其外

《宏观策略》中分析美国经济增长并非建基于基础因素，而是不断加大财赤，增幅媲美同期美联储缩表规模。例如削减或延后学生贷款动辄数千亿美元支出，藉以刺激消费以纾缓工商业受暴力式加息及去全球化的负面影响。可是央行高举缩表旗帜，唯有透过财政部重施故技，大幅发行国债吸收海外美元以弥补境内财赤缺口，但间接酿成美元及国债收益率攀升，加大未来溢出风险（详情可参阅《外汇》及《债券》章节）。说穿了是以海量资金掩盖经济问题，再买时间憧憬经济能够自行复原。此举并非正视经济内核性衰退和削弱中产财富等刚性问题。

以2008年为例，部份流动性盘踞金融资产上空转，造成另一轮资产泡沫，实体经济最终受惠多少？印钞式消费昙花一现，确信民间真心乐意地消费？高息利刃悬挂在头上，把地区银行、房地产、私人及商业信贷、非投资级别债券推向悬崖，决策者是否可以袖手旁观？心照不宣。

反观仿效当年量化宽松效果，美股年内表现抛离其他市场，主因受惠「泵水」政策。差别是今天以「科技创新」挂帅，更甚是高度集中于数只股份，个别年内录得高双位数甚至数倍升幅，市盈率飙升至百倍计，抚心自问源于基本因素还是炒作？不排除科技突破在未来可造福世人，但眼前投资市场趁机大肆炒作，最终导致生灵涂炭的教训还历历在目。远至千禧年科网泡沫，到近年曾染指元宇宙及NFT等虚拟资产的股份，当中有多少仍能屹立不倒？又有多少由昔日的天之骄子最后沦为过街老鼠？种种烙印警惕著投资者应存有戒心。

《宏观策略》章节透过分析CPI及GDP走势，反映过去两季G20经济体在去全球化及中美博弈影响下正同步走弱，各国相关性趋升将不利分散地区性组合风险，而资产价格单边式急升急降，令主动且频繁调配组合时风险更高，导致部份投资者开始对股市产生厌恶心态，不论眼前赚或赔，套现后现金为王，静观其变。

侧线分析：腾笼换鸟

开宗明义，本季维持看淡美股观点，但并非一股不留，焦点是市弱时仓位调动得宜，回报可期。

上季利用多个技术分析，包括估值、指数差异和经济预测等，指出美股风高浪急，以风险调整后回报考量下，提出有序沽出美股的投资策略。以第3季数据更新分析，结果没有大幅改变，避免重复，在此不再累赘。本季将透过侧线分析，例如资金流向、投资者情绪及衍生工具数据，预测美股短期走势。

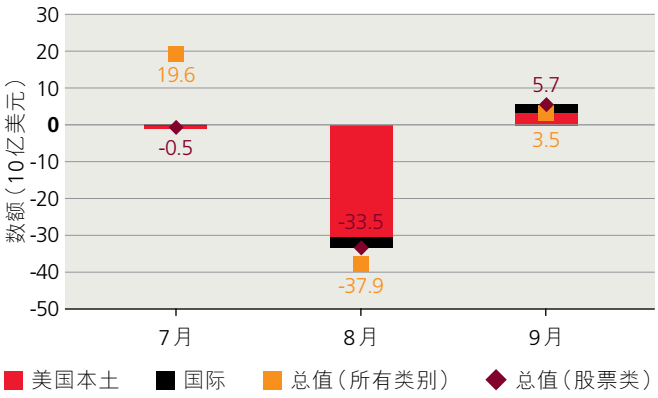
资金流向：以脚投票

经济学提出「以脚投票（Foot voting）」理论，意谓境内各辖区福利及税务等条件差异中，以人口数据反映各区执政优劣。今天常套用在投资市场当中。

美国投资公司协会提供各类在美国注册的开放式基金及ETF资金流状态。截至9月20日数据显示，第3季整体股票类录得净流出282亿（美元，下同），超过所有类别总额近1倍（148亿），反映股票类净流出同时有个别资产录得净流入（详情可参阅《债券》章节）。主要流出发生在8月，股票类单月流出共335亿，而7及9月则只分别轻微流出5亿及流入57亿。资金同步且大幅流动造成股市非常波动，反映投资者情绪绷紧，任何讯息或流言蜚语（例如利率变化及经济数据）都触动投资者神经。细分股票类数据，主要变化出现在美国本土类型，最大资金进出差距达338亿，国际类型只有53亿，暗示美股上半年表现跑赢全球后，高处不胜寒之感较其他市场更高。

股票

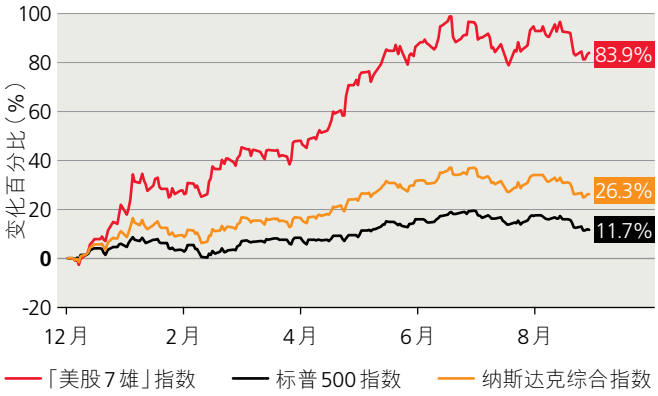
美国注册基金及ETF资金流



资料来源：美国投资公司协会，数据截至2023年9月20日

投资市场往往结果重于一切。截至9月30日，标普500指数年内升幅近12%，纳斯达克综合指数升幅更高达近26%，冠绝全球。不过，美股的风险不单在升幅，而是市宽十分狭窄。年内两大指数大部份升幅源自7只科技及非必需品股份；市称「美股7雄（Magnificent 7）」。它们年内飙升近84%，远远抛离全球所有股市，甚至主要资产。全球资金严重集中，风险之高可想而知，任何逆转将带来全球性恐慌。

美股指数及股票组合年内表现



资料来源：彭博，数据截至2023年9月30日

「精明资金流」指数纪录标普500指数开市首及尾1小时内资金流量，被喻为机构投资者日内最活跃时段。年内该指数与标普500指数走势相若，直到8月精明资金开始逆转并持续至季末，反映机构投资者恐慌情绪趋升，亦与上述基金及ETF资金流分析相若。8及9月资金跌势较股指更快，推测有一定程度的个人投资者「留恋」市场（配合下文分析），抵消机构投资者套现对指数压力，但血肉长城最终只是螳臂挡车。

「精明资金流」指数及标普500指数

资料来源：彭博，数据截至2023年9月30日

投资者情绪：心灰意冷

美国个人投资者协会（The American Association of Individual Investors，AAII）公布截至9月28日「AAII情绪调查」显示[1]，个人投资者对股市短期前景的悲观情绪升至5月中旬以来最高水平，同时乐观情绪跌至4个月低位。看涨情绪（预期股价将在未来6个月上涨）比例下降3.5至27.8%。最近1次乐观情绪偏低是5月25日（27.4%），亦低于37.5%有纪录平均值。中性情绪（预期基本保持不变）下降2.8至31.3%，与平均值相若（31.5%）。看跌情绪（预期下跌）比例上升6.3至40.9%，上次走高是今年5月11日，高于平均值（31.0%）外，涨跌比例差距（看涨减去看跌情绪）暴跌9.8至负13.2%，上1次走低是今年5月18日（负16.8%）。

另外，协会询问成员对美联储9月维持利率不变观点。结果如下：

意见	比例（%）
正确	66.3
应该加息	18.6
应该减息	6.3
不确定或没有意见	8.6

资料来源：美国个人投资者协会[1]，数据截至2023年9月30日

调查发现近3分之2个人受访者支持美联储决定，同时支持加息者差不多是减息者3倍，与舆论中部份知名投行或学者大力抨击美联储决定背驰，亦解释上文为何当股指持续下跌时，仍有投资者愿意以血肉之躯去挡子弹。

[1] 见美国个人投资者协会网站，https://www.aaii.com/latest/article/88780-aaii-sentiment-survey-highest-pessimism-since-mid-may

另外，CNN商业编制的恐惧与贪婪指数[2]是衡量股市走势比较定价合理程度的参考指数，亦是投资者引用相反理论的指标，例如应在「极度贪婪」时套现离场。指数通过7个指标以均权形式汇编：市场动力、股价强度、股价广度、看跌及看涨期权比例、垃圾债券需求、市场波动性和避险需求。门槛分布如下：

分数	市场情绪
0至24	极度恐惧
25至44	恐惧
45至55	中性
56至75	贪婪
76至100	极度贪婪

资料来源：CNN商业[2]，数据截至2023年9月30日

指数由7月21日报83水平后反覆下跌，截至9月29日指数报28，反映市场由7月下旬「极度贪婪」情绪不断下修至「恐惧」水平。同期标普500指数反覆下跌约7%，与上文资金流向分析吻合。过去1年只有2次低于此水平，分别是5月中旬(23)及去年10月中旬(16)，两者往后1个月内，标普500指数便在调整后反弹，反映指数在相反理论的实践。简单而言，短期内股指弱势将会持续，但距离见底反弹不远，耐心等待「极度恐惧」出现并持续数周后，才是寻底好时机。

现代投资界巨人巴菲特提出「别人恐惧时贪婪」的相反理论，古时孟子曰：「生于忧患，死于安乐」，两者根本性异曲同工。心理质素往往是投资取胜关键。

衍生工具：早著先机

五花百门的衍生工具有著1个共同特点：综合投资者对后市观点。

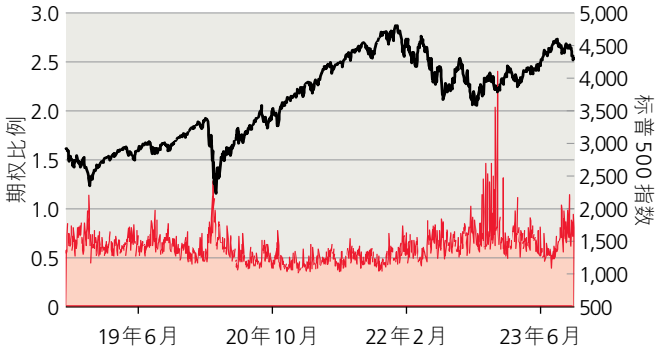
例如不问当中行使价或杠杆率，认沽期权合约量上升反映投资者正为看淡后市部署，认购期权作相反操作。认沽除以认购合约量作比例，数值高于1水平时代表看淡人数较多，反之亦然。根据芝加哥期货交易所提供标普500股票期权合约量数据，每逢比例朝向1水平时，股指便开始走弱，1以上时更出现明显下跌。过去5年该比例只有2%数据出现在1水平以上，实属非常罕见。除了今年，过去3次高于1以上时段数据如下：

年份	期间最高比例	期间标普500最大跌幅(%)
2018	1.13	19.5
2020	1.28	33.9
2022	2.40	25.3

资料来源：彭博，数据截至2023年9月30日

今年3月中旬(最高1.11，正值美国中小型银行挤提事件)及今年9月中旬(最高1.14，正值美联储议息前夕)都吻合第1及3季中下旬股指偏弱走势，亦折射当季最大跌幅分别为7.8及6.9%。比例在9月27日报1.29，彷佛为第4季股指走势响起警号。

标普500指数及其期权合约量比例



资料来源：彭博，数据截至2023年9月30日

期权金变化也可预测市场情绪。瑞士信贷银行自2009年推出「瑞士信贷恐惧雨晴表(Credit Suisse Fear Barometer，CSFB)」，主要追踪标普500指数零溢价「上下线」或「领子」期权策略(Zero-premium collar options strategy)需支付之期权金变化，反映投资者愿意付出多少去对冲下行风险，指数愈高暗示恐惧情绪愈浓。此类期权策略多为机构投资者使用，因此普遍作为反映高额或高端阶层对后市观点。

[2] 见CNN商业网站，https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed

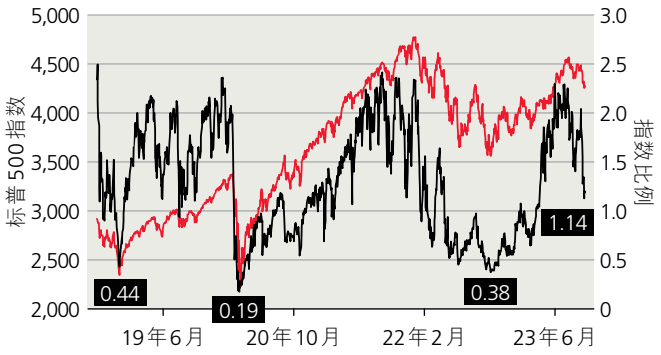
另一个更普遍采用的是VIX波动指数，直接抽取标普500指数期权价格计算得出，其结构相对简单，普遍作为反映一般个人投资者对后市观点。该指数通常与股指走势相反，因此分析多以拐点作为重要讯号，例如VIX持续低于均值或历史低位，便预期投资者过于安逸或暗示股指短期内将出现调整。

由于两项指数都有其不足之处，例如CSFB过于复杂而且使用层面狭窄，预测能力较为飘忽；VIX却过于简单，而且除拐点讯号外大部份时间误判机率偏高。两者背靠的投资群组对后市观点经常南辕北辙，单独使用时成效不彰。加上两者都有均值回归（Mean reversion）倾向，分析上以两者比例预测股指走势，有助改善预测效率。

过去5年两项指数比例呈现大幅波动走势，源于期权乃集思广益之地，波动性较一般正股大是常态。然而，整体走势与标普500指数相若，反映方向性预测表现值得参考。标普500指数及其期权金变化指数比例9月29日报1.14，较6月时高于2水平时明显下降，对照同期股指弱势。相较过去3次低潮时全线低过1水平，现在仍未算恐慌，但9月起呈现急挫，走势与2018及2020年时相若。当时股指最终跌入熊市，投资者应多加警惕。数据上反映当比例逆转后大约1个月，股指便明显掉头下跌。注意比例低见1水平后，以上分析料将逐步实现。最后，注意两项期权的内涵合约期皆为3个月，因此预测结果以短线为准。

投资市场中割韭菜，薅羊毛本是常事，差别在于谁能未雨绸缪，早著先机。

标普500指数及其期权金变化指数比例



标普500指数（左）
瑞士信贷恐惧雨晴表与VIX波动指数比例（右）

资料来源：彭博，数据截至2023年9月30日

综合以上数据除了支持上季本章节预测结果，在此重申对美股观点：火中取栗需技巧及胆识并重，勉强而为代价将难以想像，非此路者应三思。市场充斥著「别无他选（There is no alternative，TINA）」及「错失恐惧（Fear of missing out，FOMO）」等口号式策略时，投资者更需额外留神。突破盲点，投资世界其实较想像中更大。

投资策略：拐点寻商机

利差优势下美元持续偏强，持有美元当然可投资相当吸引的短期美债（详情可参阅《债券》章节），但美股亦并非一文不值，尤其在经济增长与利率周期两大拐点同时出现，投资者可在十年一闰的大时代中寻找长线投资良机。

经济拐点：丑妇终须见家翁

拜登政府大量提升财赤养活美国经济，但单靠打补针未能真正固本培元。近期更出现虚不受补，例如通胀反弹、破产数字屡创新高、消费及就业疲态毕现等（详情可参阅《宏观策略》章节），加上10月后进入美国下一个财年，正值明年美国总统大选，早前共和党在财赤问题上先下一城，以政府停摆迫使民主党下修预算内容，例如再检讨对乌克兰支援，但保留天灾相关的拨款。当中渗出阵阵选举交锋的气息，亦预期未来美国经济将步履蹒跚，是否一如官方预测般欣欣向荣实在值得商榷，但低于平均预测可信性较高。

过去30年美国按年实质GDP增长及综合CPI平均值约为2.5%，反映长线或理论上经济增长与通胀表现应该并驾齐驱，而中性利率正反映此平衡点的定价。反观今天高于平均的CPI（3.7%）与低于平均的GDP（2.4%），才是基本风险所在。

过去30年数据，抽出GDP低过同时CPI高过其平均值（以下简称「状况」）季度，总共有21个，分别在1995、2001、2003、2007、2009、2011、2022及2023年。值得注意是2009年前经济大约相隔5年便出现1次拐点，但2011至22年间相差共3,834天才出现1次，反映美联储多次量宽已打乱美国经济周期。因果循环，预期延后只会带来更大代价。

透过上述21个季度，找出当时标普500指数及其11项行业分类指数表现，推测未来在这状况下投资策略。数据及分析结果如下：

指数（%）	标普500指数	科技	能源	公用	非必需品	医疗护理	金融	必需品	工业	通讯	房地产	物料
平均回报	-2.0	-1.0	1.1	-1.2	-1.9	0.2	-4.8	0.6	-1.2	-2.3	-1.6	-0.9
标准差	8.2	14.7	12.3	8.4	10.7	7.3	10.2	6.0	11.0	9.8	9.2	11.3
比例	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	-0.2	0.0	-0.5	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1
评审指标		科技	能源	公用	非必需品	医疗护理	金融	必需品	工业	通讯	房地产	物料
季度回报排列	首3位次数	7	10	6	4	5	2	7	6	4	6	6
	尾3位次数	7	4	5	8	3	11	4	5	8	4	4
	纯优异次数	0	6	1	-4	2	-9	3	1	-4	2	2
回报正及负值次数	正值次数	10	12	11	9	11	6	13	10	9	10	11
	负值次数	11	9	10	12	10	15	8	11	12	7	10
	纯优异次数	-1	3	1	-3	1	-9	5	-1	-3	3	1
值博率	最大值(%)	25.1	21.7	8.4	15.8	12.3	13.0	12.0	18.7	20.2	14.9	14.7
	最小值(%)	-34.0	-24.9	-18.7	-26.3	-15.0	-23.1	-10.2	-21.5	-20.9	-15.5	-25.0
	绝对值比例>1	非	非	非	非	非	非	是	非	非	非	非
表现优异次数		0	3	0	0	2	0	4	0	0	2	1

资料来源：彭博，数据截至2023年9月29日（每项指标最佳表现首3位以橙色方格表达，综合表现最佳首3位以灰色方格表达）

- 首项指标是全期共21个季度的平均回报与标准差比例，数值愈大愈好。11项行业指数中只有3个出现正值，分别是能源、医疗护理及必需品板块。同期整体指数比例是负0.2，暗示状况下投资指数蚀本机会偏高；

- 另外，21个季度中把11个行业回报以优劣排序，再找出各行业录得首3及尾3位次数，最后相减得出纯优异次数，愈多愈好。最佳者为能源、医疗护理、必需品、房地产及物料板块；

- 下一个是单独观察行业回报中出现正值及负值次数，相减得出纯优异次数，愈多愈好。最佳者为能源、必需品及房地产板块；

股票

- 最后是值博率。找出行业回报中最大及最小值，再以绝对值相除，比例高于1为佳。结果只有必需品板块达标。

综合以上4大指标，得到优异表现最多行业分别是能源、医疗护理、必需品及房地产板块。如未来经济持续走弱同时通胀高企不下，历史反映这4大行业指数预期表现将较突出。

利率拐点：信不信由你

除了经济出现拐点，近年市场特别关注美国利率短期内好大可能出现拐点。依据9月最新美联储点阵图显示，再加息多1次后利率便会见顶，而明年中位数显示央行将减息50点子。此举向市场释出1个非常重要讯号：本次加息周期终于完结（详情可参阅《债券》章节）。勿论何时第1次及最终减息幅度，但未来至少6个月将出现另一「状况」：利率见顶至第1次减息之时段，分析标普500指数及其11项行业指数当时表现。

30年间出现5次共24个季度，分别在1995、1997、2000、2006及2018年，平均相距4.8季，最短也相隔3季，因此投资者不应憧憬最后1次加息后，便会立即减息，相反应以美联储多次强调「Higher for longer」作为利率部署主轴。

套用刚才分析及评审指标，利率变化状况下数据及分析结果如下：

指数（%）	标普500指数	科技	能源	公用	非必需品	医疗护理	金融	必需品	工业	通讯	房地产	物料
平均回报	2.4	2.0	2.3	5.1	2.1	5.0	3.8	4.3	2.5	2.8	3.4	1.6
标准差	7.9	15.3	8.8	7.4	8.8	9.3	10.2	7.9	8.9	10.1	7.9	9.4
比例	0.3	0.1	0.3	0.7	0.2	0.5	0.4	0.6	0.3	0.3	0.4	0.2
评审指标		科技	能源	公用	非必需品	医疗护理	金融	必需品	工业	通讯	房地产	物料
季度回报排列	首3位次数	11	6	10	3	12	7	8	6	8	5	5
	尾3位次数	10	9	7	9	8	5	5	6	9	3	10
	纯优异次数	1	-3	3	-6	4	2	3	0	-1	2	-5
回报正及负值次数	正值次数	15	16	20	15	17	17	20	14	16	7	14
	负值次数	9	8	4	9	7	7	4	10	8	3	10
	纯优异次数	6	8	16	6	10	10	16	4	8	4	4
值博率	最大值(%)	25.1	15.4	31.9	18.1	25.1	23.3	20.7	20.1	19.9	16.6	21.6
	最小值(%)	-33.4	-24.4	-7.6	-16.7	-15.0	-21.8	-15.8	-17.7	-19.4	-10.1	-15.7
	绝对值比例>1	非	非	是	是	是	是	是	是	是	是	是
表现优异次数		0	0	4	1	4	2	4	1	1	1	1

资料来源：彭博，数据截至2023年9月29日（每项指标最佳表现首3位以橙色方格表达，综合表现最佳首3位以灰色方格表达）

不再累赘逐项描述评审结果。虽然平均回报与标准差比例为正0.3，但注意整体指数在利率拐点时值博率相较行业结果仍然偏低，反映投资行业较指数优胜。综合而言，当利率状况出现时，公用、医疗护理及必需品板块预期表现将较其他行业优异。

回归原点，问题在于过去1年美联储信誉几许荡然无存。例如由忽视通胀存在到急转钬加息；又例如去年6月称加息75点子属「非常态」，最后却连续多3次加息75点子；再到今年经济预测由去年2.5不断下调至0.4%，又忽然连续两季以倍数式上调至2.1%。全球最大央行理应拥有最多数据及最佳分析团队，1年内如此飘忽行径在美联储过去的行事表现中非常罕见，做法实在令人咋舌。然而，美联储主席鲍威尔却仍乐此不疲地利用惹人非议的修词演说，和故弄玄虚手段传释央行立场。讯息紊乱下，市场偏向极化，导致各资产价格大幅单边性波动，这才是近2年间全球最大风险源头。

虽然利率路径较过往清晰，但仍应警惕美联储在11月1日议息会议后，再次变脸可能性。

最后，未来6个月有极大机会同时出现以上两个状况（详情可参阅《宏观策略》及《债券》章节），综合11个行业表现最优异次数，结果如下：

状况分析结果	科技	能源	公用	非必需品	医疗护理	金融	必需品	工业	通讯	房地产	物料
经济基本面偏弱	0	3	0	0	2	0	4	0	0	2	1
利率周期拐点	0	0	4	1	4	2	4	1	1	1	1
表现优异总次数	0	3	4	2	6	2	8	1	1	3	2

资料来源：彭博，数据截至2023年9月29日（表现最佳首3位以灰色方格表达）

过去30年数据分析，当两大状况出现时，公用、医疗护理及必需品行业表现最好，而且以表现优异总次数衡量，它们表现将抛离其他行业。分析结果其实不难理解，当经济不景时，资金偏向民生相关的防守性板块属理所当然。尤其注意眼下如日中天的科技板块总得分是所有行业表现中最差，0分正正反映其劣势。

投资策略：价值型优先

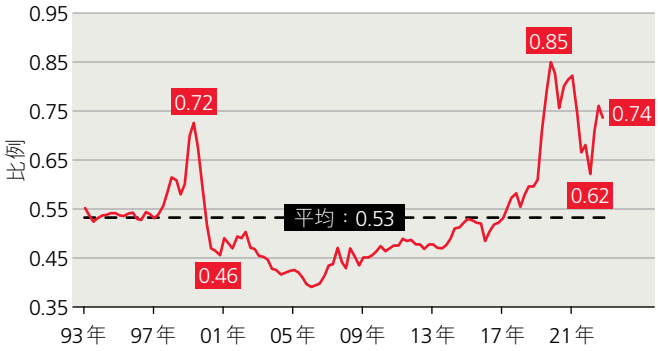
综合以上分析，拐点出现时投资策略应偏向防守型或所谓价值型股份，同时逐步套现增长型或估值偏高股份。结果亦与上季策略吻合。

以MSCI世界增长型与价值型指数比例作两者互动指标，参考过去30年按季数据，今年第3季报0.74，属过去3年中游位置，亦反映增长型股份仍然偏强。数据上曾出现两次急挫时段，都值得今天借镜。

2000年科网泡沫爆破，当时GDP由5.2急降至0.2%，其时联邦利率原本稳步上升，但因事态严重，紧急由6.5下调至1%。科技股为主的增长型指数急跌近57%才止跌，价值型指数跌幅较小，但都有近37%。比例由当时最高0.72降至0.46。

另一次是2020年疫情期间，当时GDP由3.2急降至负0.75%，直接跌入衰退。联邦利率紧急由1.75下调至0.25%，并持续至去年。政府亦大量补贴支持民生性消费，增长型指数轻微调整后反而上升，而传统股份为主的价值型指数持续下跌，导致比例在疫情初期反而升至0.85新高。之后欧美市场较早放松抗疫措施，价值型升幅较增长型高，比例再次下跌。

MSCI全球增长型与价值型指数比例



资料来源：彭博，数据截至2023年9月30日

以上案例归纳出：

- GDP及利率拐点出现时指数比例将大幅下跌；
- 全球大型危机爆发后比例急挫平均约3成；
- 比例下跌时增长与价值型指数可以同时下跌，只是价值型跌幅较小，亦并非暗示任何反向操作。

较近似今天情况应是2000年科网危机，只是今天换成AI概念。增长型股份赖以生存的「美股7雄」上季已由高位下跌近11%，当中部份股份由高位曾下跌逾15至25%不等。加上9月底非必需品开始走弱，预期增长型板块逆风将至，舆论或持份者需面对现实。当AI炒风急转，早有准备的机构投资者便会顺水推舟，配合知名学者或投行加持，熟练的操作酿成人踏人式急挫，历史上屡见不鲜。等待炒风过后，市场才回归基本面。

根据上文分析，经济及利率拐点理应增持防守及价值型股份，公用、必需品及医疗护理板块过去1年表现黯然失色，排列11项行业尾端，却反而造就预测市盈率跌入吸引水平，尤其公用及必需品板块。

行业	预测市盈率		
	9月30日（倍）	3年平均值（倍）	与平均值差距（%）
公用	15.9	19.5	负18.5
必需品	19.6	21.4	负8.4
医疗护理	18.4	17.3	正6.4

资料来源：彭博，数据截至2023年9月30日

另类策略：平行时空

《宏观策略》章节中分析今天公私营机构对未来经济预测存在明显分歧甚至矛盾，彷彿在平行时空中各自存在，但无法沟通。官方喉舌及国际组织对美国经济偏向乐观，市场总有笃信此道者，而且部份受限制资金必需跟踪官方数据部署，例如退休基金或被动式指数基金。另外，又有华尔街知名投行在9月议息后高调争先唱出反高潮预测[3]，加上美联储善变经验，预期11月议息前又会牵起新一轮由利率预测分歧引起的炒作。

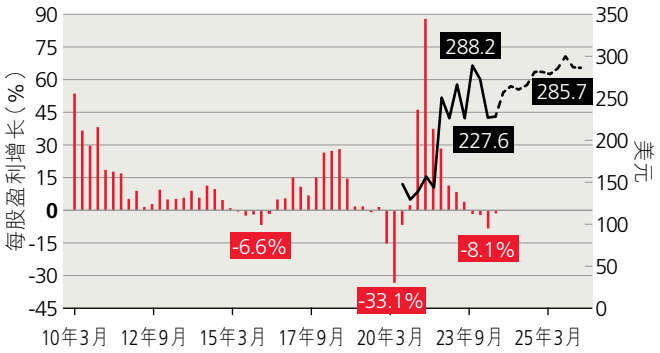
虽然这些观点与上文分析渊薮全不咬弦，但换位思考，策略上可参考标普500指数未来每股盈利（EPS）增长、销售及盈利预测作部署。

今天EPS增长连续4季下跌，近代只有2015及2020年媲美，分别连续反覆下跌共5次。撇开天灾因素，较接近今天状态是2015年，当时美联储结束超低息时代并首次加息。初段EPS增长连续下跌5度后触底反弹，期间最大单季跌幅为负6.6%，翌季回升至负1.7%，及后保持升势直到加息潮完结，尤其尾段升势凌厉，最高单季增长报27.9%。

今天最大单季跌幅报8.1%，大于2015年但同样上季开始回升至负1.3%。以2015年经验推算，未来数季EPS增长将递升。再参考每股盈利金额，虽然由近年高位288.2美元下跌至新低227.6美元，幅度近21%，但预测本季起将出现明显反弹，而且反覆上升至2026年6月，预测届时为285.7美元，期间升幅近26%。虽然不应将预测与股指走势直线比较，惟EPS增长及金额预测向好将有利今天市场情绪。

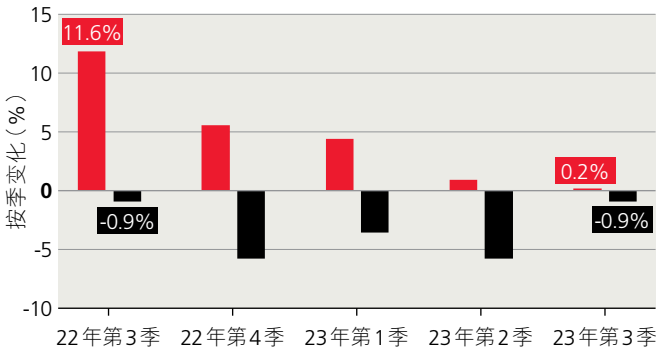
[3] 见财富网站，https://fortune.com/2023/09/26/jamie-dimon-jpmorgan-ceo-the-fed-interest-rates-7-percent-soft-hard-landing-recession/

标普500指数每股盈利增长及其金额



资料来源：彭博，数据截至2023年9月30日

标普500指数销售及盈利增长



资料来源：彭博，数据截至2023年9月30日

再深入观察上季标普500指数销售及盈利增长走势，自去年第3季起销售与盈利增长持续出现背驰，销售向好但盈利下跌。期间销售及盈利增长皆呈现均值回归走势，由正负差距最大12.5%，递减至上季只有1.1%，整体有利日后股指走势。

同样概念套用在标普500指数中11项行业指数。不论未来4季个别销售及盈利增长预测数值是正是负，简单而言合并总值愈高愈好。结果如下：

指数及行业	季度预测总值（%）				位列首3位次数
	今年第4季	明年第1季	明年第2季	明年第3季	
综合指数	11.5	13.8	17.5	19.3	0
能源	-30.5	-9.9	28.9	7.9	1
物料	-12.7	-7.7	3.9	22.2	0
工业	8.6	16.4	10.5	25.5	1
非必需品	25.2	24.7	16.2	26.0	3
必需品	5.9	10.2	10.5	14.5	0
医疗护理	4.8	9.3	30.6	16.4	1
金融	10.2	8.1	8.0	13.7	0
科技	20.7	26.7	23.3	28.7	2
通讯	57.1	33.4	24.6	24.0	3
公用	46.0	13.5	13.2	12.0	1
房地产	14.7	10.1	3.4	15.4	0

资料来源：彭博，数据截至2023年9月30日（每个季度最佳表现首3位以橙色方格表达，综合表现最佳首3位以灰色方格表达）

股票

分析反映未来4季预期最佳表现将是非必需品、通讯及科技板块，结果与上半年行业指数表现排序相若。得分为0的行业有5个，换句话说，市场预期市宽严重偏窄状态将会延续至明年第3季。

今年上半年行业表现如下：

行业	上半年表现（%）
科技	42.06
通讯	35.58
非必需品	32.33
工业	9.22
物料	6.61
房地产	1.85
必需品	-0.04
金融	-1.51
医疗护理	-2.33
公用	-7.16
能源	-7.26

资料来源：彭博，数据截至2023年9月30日

对短炒为主的投资者而言，分析显示非必需品板块之销售及盈利增长将保持强劲，而且持续至明年第3季。通讯板块也会维持向好，但明年中起回落。接力将是科技板块，期内增长预测总值将会间歇性起伏。毕竟上半年高速增长及股价升超过4成后，高基数效应将逐步浮现。

以未来季度分类结果如下：

季度	季度总值首3位行业		
今年第4季	非必需品	公用	通讯
明年第1季	非必需品	科技	通讯
明年第2季	能源	医疗护理	通讯
明年第3季	非必需品	科技	工业

资料来源：彭博，数据截至2023年9月30日

重申以上分析结果是建基于行业销售及盈利预测数据，它们可以因某些事件或讯息作大幅修正，而且各分析员预测可以南辕北辙，变化幅度可以颇大。因此投资者应以短炒而非中长线组合式投资策略看待较为合适。

不难发现，基于经济拐点分析结果偏重于价值型股份，而基于行业预测数据则偏重于增长型股份。双方就如活在平行时空，投资者彷佛精神分裂下部署。股市大幅波动源于各方观点极化，核心是官方数据与民间感知落差及美联储似是而非的利率操作，预期这状态将延伸至年底，甚至明年美国总统大选。总之，风管为先。

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：势均力敌

第3季度市况呈弱势盘整，能源、电讯、原材料板块成逆市奇葩

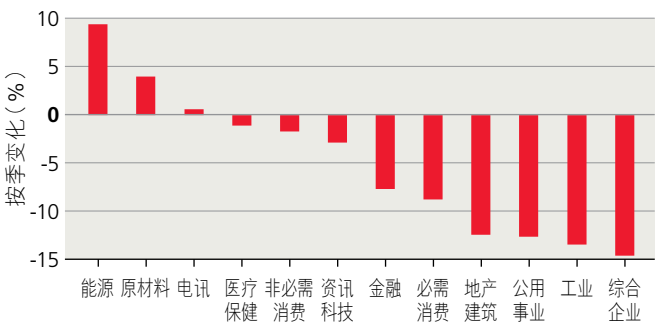
第3季内地A股与港股市场续呈好淡角力之格局，指数走势先高后低。7月底召开的中央政治局会议释出强烈稳增长讯号，提出优化民企经营环境、活跃资本市场、加速城中村改造、实施一篮子化债方案等政策方向，更令市场始料不及的是删掉「房住不炒」的措辞。

市场风险胃纳在会议后迅速攀升，国内与海外资金争相入市，刺激恒生指数及沪深300指数于短短1周内分别急涨9.7及7.0%，并触及其时季内高位20,361及4,064点。可惜升势仅属昙花一现，中国在8月公布的宏观经济数据意外急转直下，当中居民消费价格指数（CPI）跌至负值引发通缩忧虑，加上中港两市企业公布的中期业绩表现普遍逊预期，相关指数成份股的盈利预测再遭大范围下砍，导致股指之前的涨幅于8月中旬已全数被抹去。祸不单行的是，个别早前获标签为「示范民企」的内房企业无法如期兑付票据利息，连带中资大型信托产品爆雷，内房债务危机会否死灰复燃的忧虑，触发市场避险情绪再度升温。

外围市况亦向港股落井下石，惠誉（Fitch）下调美国信贷评级、国际油价重拾涨势、美联储强调利率将更高更久，均导致美元汇价和美国国债收益率节节上升，离岸人民币汇价因此下跌至近15年新低，拖累恒生指数及沪深300指数一度下探年内新低17,573及3,695点。有见及此，国内决策层连环出招以图稳定市场信心，包括降息降准、松绑重点城市房地产限购、下调二套房首付比例及利率、股票印花税减半徵收、限制首次公开招股（IPO）和控股股东减持行为等，一度为市场带来短暂亢奋。然而，恒生指数反弹至18,900点边缘便告行人止步，更于9月下旬再度破底低见17,352点。

总结季内，恒生指数及沪深300指数分别下挫5.9及4.0%。板块表现方面，能源、原材料、电讯和资讯科技均跑赢大市，前三者在期内更能逆市走高。反之，地产建筑、公用事业、必需消费及金融业分类指数表现则较逊色。

第3季恒生综合行业分类指数期内回报



资料来源：彭博，数据截至2023年9月30日

本季大市机遇挑战并存，重点关注三方面因素

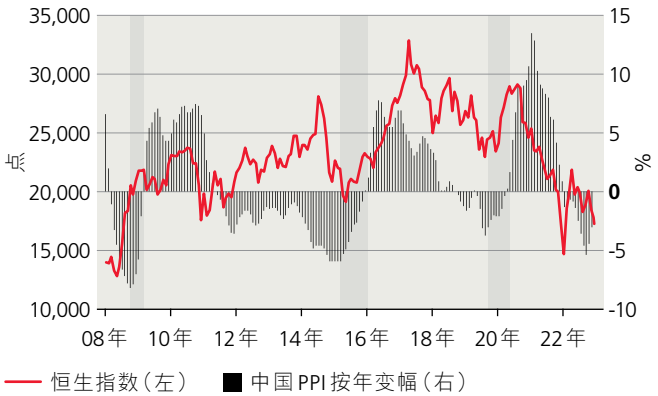
本期题为「势均力敌」，意谓中港股市好淡角力之局预期仍将难分难解。好友一方固然可藉国内稳增长政策进一步发力带动经济数据回暖，酝酿绝地反击；但同时淡友亦不会轻易鸣金收兵，料间歇利用国内债务困局、美国利率高企、中美摩擦加剧等利空因素进行突击。

金融市场变幻莫测，最终鹿死谁手尚未可知，投资者更需为此做好准备。本期尝试从经济数据面、政策面、利率与资金面3个角度去分析A股与港股在第4季的投资机遇与风险。

经济数据面：曙光初现

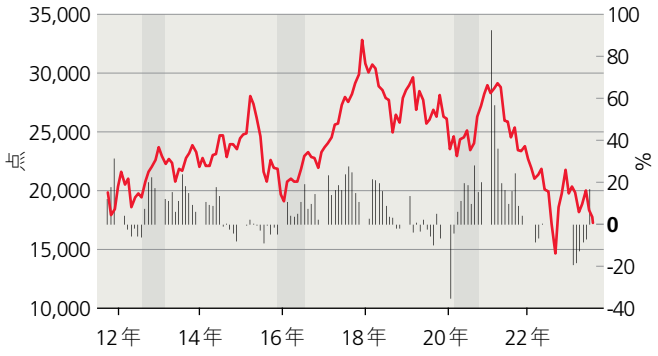
随着各项刺激政策发力，国内本季出炉的经济数据表现料会渐入佳境。事实上，与制造业关联度较高的3项数据：生产物价指数（PPI）、制造业采购经理指数（PMI）、工业企业利润，均已于第3季初出现拐点，若回升势头可延续至今年底，传统周期性较强的板块（如原材料、工业、消费等）可谓最大的潜在受益者。与此同时，PPI及工业企业利润的表现跟大市走势存在颇高相关性，尤其是在负值转正值的复苏周期。根据过去14年的数据显示，内地PPI曾3度出现按年由负转正的周期，期内恒生指数及沪深300指数均录得正回报，平均升幅分别达15及21%。自2011年至今，工业企业利润按年变动也曾出现3次较明显扭负为正的情况，港股与A股指数同样录得不俗涨幅。背后逻辑不难理解，随著企业降价去库存周期接近尾声，工业品出厂价格跌势自然收敛甚至重拾增长，利好工业企业利润率。观乎8月内地PPI和工业企业利润，按年分别录得负3.0%和正17.2%，皆已从年内低点（6月：负5.4%和3月：负19.2%）显著反弹，或显示两项数据经已进入谷底回升周期，恒生指数及沪深300指数是否可于本季一洗颓风，可拭目以待。

2008年至今中国PPI与恒生指数



资料来源：彭博，数据截至2023年9月30日

2011年至今中国工业企业利润与恒生指数



资料来源：彭博，数据截至2023年9月30日

此外，国内房地产相关数据对大市的影响亦举足轻重，过去数月房地产宽松政策频繁出台，市场已急不及待透过房企销售、房价指数、房地产固投等数据去验证成效。根据最新30大中城市商品房成交面积数据显示，自9月以来，商品房成交量的按年负增长已明显收窄，一线城市的二手房成交面积也逐步转为正增长。当然，国内房地产市场始终存在著库存过剩和房企债务高企等结构性问题，要在短时间内完全化解实在是缘木求鱼，故暂不寄望房企销售数据的复苏可一蹴而就，惟只要确认最坏时间已过，相信对目前萎靡不振的港股来说，已是一剂强心针。

政策面：尽力而为

自8月以来，中央决策层密锣紧鼓推出稳增长政策，并将焦点放在降低企业融资成本、激活资本市场和稳定房地产市场3方面，某程度上缓冲了中港两地股市之跌势。不过，在人民币下行压力及地方债务高企的制约下，现阶段难以大举放宽货币政策或财政政策，令政策对股市的短期提振仅收事倍功半之效。踏入第4季，国内多个重磅会议如第20届三中全会、中央政治局会议及中央经济工作会议将陆续召开，市场会憧憬当局释出更多促进内需、推动楼市复苏、拓展新兴产业、化解债务风险等措施，包括一）加码松绑重点一二线城市房地产限购及二套房按揭贷款政策；二）重启政策性金融工具（如抵押补充贷款，PSL），推进地方基建及城中村改造项目；三）发行特殊再融资债券（预期总额约1.5万亿人民币）偿还个别地方债务，或安排商业银行进行城投债务置换；四）围绕通用人工智能、汽车智能化、工业互联网、能源及电力改革等领域，推出更具体的支持政策。

整体而言，本季政策博奕的相关行情，表面上仍然值得期待，惟实际上仍是暗涌处处，中央能否在支持经济增长、稳定汇率表现及化解债务风险三者之间取得恰到好处的平衡，将主导中资股的走向。

这边厢，香港特别行政区行政长官在10月25日将发表新一份《施政报告》，楼市政策方向成市场焦点，短期有机会左右港股气氛。近月本港楼价跌势加剧，期望港府有序「减辣」，买家印花税（BSD）、双倍印花税（DSD）及额外印花税（SSD）希望会有不同程度的调整，该可为本地地产板块短线带来一丝暖意。然而，本地楼市交投及地产收租股的表现与利率走势的相关度远高于楼市政策，倘若港元同业拆息（HIBOR）高踞不下，银行或需进一步上调按揭封顶利率，业主供款成本急增下，难免打击置业和投资的需求，地产股未来3个月销售表现料持续低迷，而且不少本港地产企业上半年的融资成本已跟随HIBOR急升，个别发展商为求套现减债可能会再度劈价推售新盘，令楼市雪上加霜。

总括来说，港府松绑楼市辣招对港股的利好仅属杯水车薪，当美国利率与HIBOR正式确认见顶，方是本港地产收租股绝处逢生之时。

2016年至今HIBOR与恒生地产分类指数

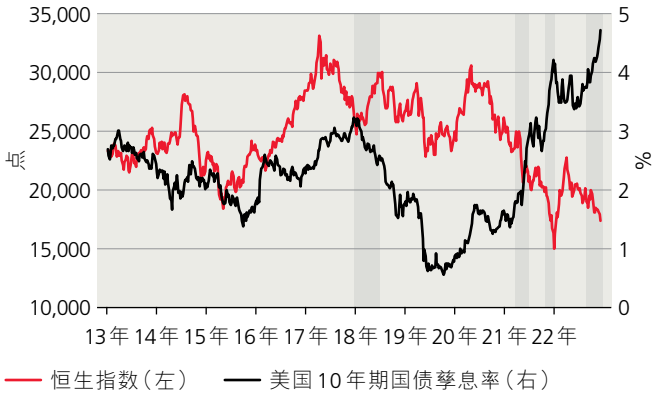
资料来源：彭博，数据截至2023年9月30日

利率与资金面：颠簸不平

美联储大幅上调明年经济增长预测目标，9月发布的点阵图亦调高2024和25年之目标利率中位数，无疑加剧市场对利率可能维持更高更久的恐慌。事实上，年初至今港股估值持续受压，很大程度是受到美国激进升息所导致的3个负面状况所拖累，包括：一）美国10年期国债息率（股票估值模型通用的无风险利率）抽升至4.7%，现金流存续期较长的增长型股票首当其冲，另外以高派息为卖点的公用股和房地产投资信托基金（REITs）也因息差吸引力下降而遭抛售；二）中美负息差扩阔令人民币汇价持续承压，在港上市（并以港元计价）的中资股估值因汇兑因素骤然变贵，股价需作出相应下调；三）HIBOR跟随担保隔夜融资利率（SOFR）飙升，除了直接削弱港股市场流动性外，亦大举增加依赖港元或美元作债务融资的港澳企业的融资成本，其中本港地产收租、公用事业、交通运输、澳门博彩等板块属最大苦主。

总括而言，美联储何时释出较强烈的利率见顶讯号，对港股估值修复至关重要。近月美国核心通胀回落趋势已成，加上美国大型车厂罢工和华府面临削减财赤压力，均可能逼使美联储提前结束加息缩表周期，有助港股与A股扭转乾坤。但另一边厢，9月国际油价表现势如破竹，大有破百美元之势，或重燃市场对通胀的忧虑，若美联储因而维持偏鹰姿态，甚至在11月再次加息，将引导美国10年期国债息率直指5.0%，上述提及的各个板块，甚至整个港股市场，短期走势料将变得更颠簸不平。

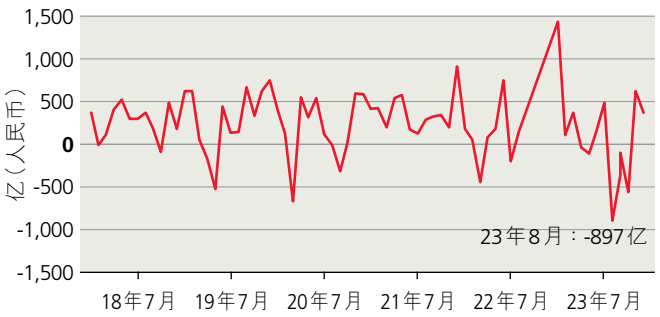
2013年至今美国10年期国债息率与恒生指数



资料来源：彭博，数据截至2023年9月30日

外资对中资股的风险偏好能否于短期内改善，也是本季大市关键的风向标。参考沪深港通北向资金流数据，上季出现罕见的巨额净流出，当中8月录得净流出金额高达830亿人民币，创下近5年来最大单月净流出。外资近月对A股避之则吉，某程度上是因为担忧国内经济将陷入长期低迷，以及房地产和地方债务之违约风险。同时，美国政府对中国个别行业及科企施加的单边投资限制，也导致美国资金被动撤离相关中资股票。随著财政及货币政策发力，第4季国内经济下行压力可望缓和，早前过度低配中资股的外资基金或需于年结前重新建仓买入，惟在中美紧张关系未见明显好转之前，北向资金净流入的动能与持续性也将受限。

过去5年沪深股通每月北向成交净额

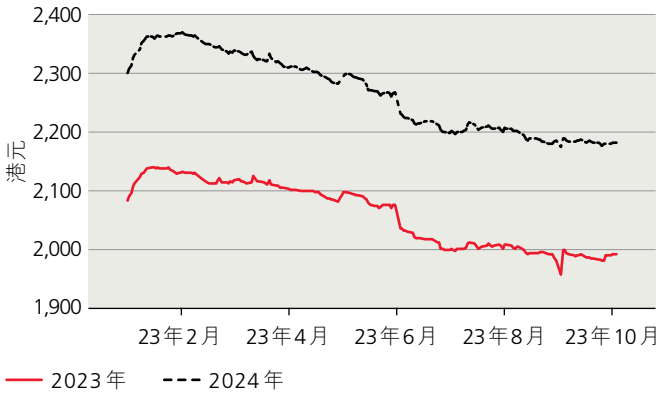


资料来源：彭博，数据截至2023年9月30日

港股盈测见底在望惟估值修复需时，下修恒生指数目标至19,600点

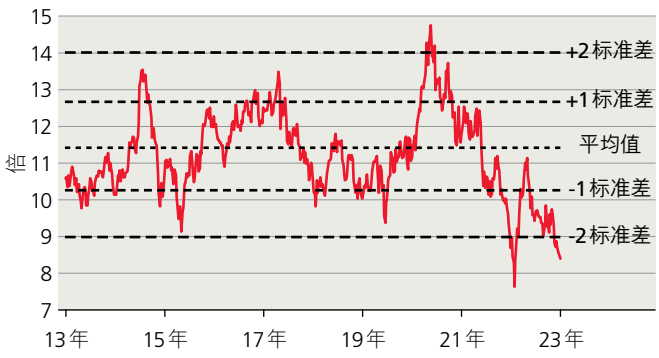
内地经济复苏动能较预期弱，房地产及地方政府相关债务问题对经济增长的制约也未见明显消退，故我们将恒生指数2023年每股盈利预测从2,100下调至2,000港元（目前彭博预测为1,990港元），惟在密集稳增长政策加持下，相信指数盈利见底在望。估值方面，因美国长期国债利率可能较预期维持于更高水平，我们亦一并下调恒生指数2023年预测市盈率目标至9.8倍（第3季为10.5倍），并调整恒生指数未来12个月目标水平至19,600点（第3季为22,050点）。值得留意的是，目前恒生指数约9倍的预测市盈率已低于过去10年平均值2个标准差，以中长线价值投资角度而言实属吸引，只要待美国利率确认见顶、中美紧张关系缓和及中央推出令人信服的化债方案，港股估值重估将一触即发。

年初至今恒生指数盈利预测趋势



资料来源：彭博，数据截至2023年10月4日

恒生指数预测市盈率



资料来源：彭博，数据截至2023年9月30日

股票

本季重点关注板块：

行业/主题板块	重点投资逻辑	看好程度#
互联网 （线上游戏）	1. 国家新闻出版署在第3季批出177个国产游戏版号及31个进口游戏版号，首3季合共发放国产游戏及进口游戏版号分别757及58个，反映审批流程已趋正常化，行业监管风险降低。 2. 龙头游戏开发及运营企业年初至今发布多只新游戏，均录得不俗流水收益，全年业绩达标能见度较高。 3. 多只重磅新游戏预期可于未来数月发布上架，例如《元梦之星》、《宝可梦大集结》、《燕云十六声》、《指环王-纷争》等，有利业务增长势头延续至明年。	****
原材料 （有色金属）	1. 国内刺激经济措施密集出台，带动9月制造业PMI重返50以上扩张区间，预期房地产以外的之下游行业（如新能源车、家电产品、建筑机械、新能源发电设备、电网投资等），对铜铝等金属需求仍然稳固。 2. 第4季属内地传统采暖季节，工业限电限产次数较频繁，或限制电解铝、冶炼铜等潜在供应，库存维持低企将支持相关金属价格。 3. 若人民币汇价下行压力持续，海外矿产及金属产品出口业务（收入以美元计价）料可受惠。	***
中资电讯	1. 受惠内地数码化加速、人工智能大模型训练及应用范畴扩大，新兴企业业务收入（如云计算及数据中心）今年首8个月按年增长19%，相关收入占比提升至21%，预期高增长势头具持续性。 2. 5G业务投资高峰期已过，相关资本开支自去年起已见顶回落，有利提升企业自由现金流，用作派息或股份回购。 3. 龙头电讯营运商过去两年逐步提升派息比率，且表明今年将进一步上调，目前预测股息率高达6.5至7.5%，属波动市况中稳守突击之选。	****
内地旅游概念 （线上订票平台、酒店、澳门博彩）	1. 下半年至今，内地居民出游需求持续火热，旅游相关消费韧性远高于商品消费。国庆中秋假期首4天，国内航空及铁路日均客运量较2019年同期分别增长12及21%，表现较暑假及五一假期优胜。期内旅游收入按年增长逾125%，相关企业全年业绩达标能见度较高。 2. 国内第3季恢复旅行社组团到访多国国家，包括美、日、韩、澳等，加上签证速度持续加快及国际航班运力改善，预期较高毛利率的出境游订单将加速复苏。 3. 国庆中秋假期首4天，到访澳门的旅客人次已回复至2019年同期的86%，虽低于暑假的超过100%，惟显著高于五一假期的60%，预期可带动10月澳门博彩收入稳步恢复。此外，澳门政府拟打击赌场无牌现金兑换行为，惟料对赌收影响有限，但需关注后续有否更多跨境资本管制措施出台。	***

#看好程度以*数目作为评分，最高5*，最低1*。5/4/3/2/1星分别代表非常看好/看好/审慎乐观/持平/看淡

东亚联丰投资团队

中国及亚洲股市展望 — 环球经济分野扩大，股票投资机会分散

全球各国经济和货币政策不同步，但宏观经济形势似乎渐趋稳定。东亚联丰预计投资者对股票的风险胃纳有机会续步恢复。从资产配置角度，东亚联丰看好股票，偏好美国增长股。而中国和亚洲的价值型股份则较为吸引。

美国宏观数据接连带来惊喜

美国就业市场具韧性，企业盈利和经济出乎意料持续靠稳，8月份美国供应管理协会制造业指数高于市场预测。多项数据均指向美国经济软著陆的可能。撇除食品和能源价格美国8月核心通胀按月上升0.3%，按年增幅4.3%，核心通胀走势大致符合预期。11、12月美国会否再度加息仍属未知之数。市场原本认为明年有减息的可能，但鉴于通胀压力犹在，经济强韧，普遍认为高利率可能将维持比预期长的时间，减息可能要待2025年才发生。东亚联丰认为现时作此推论言之尚早。

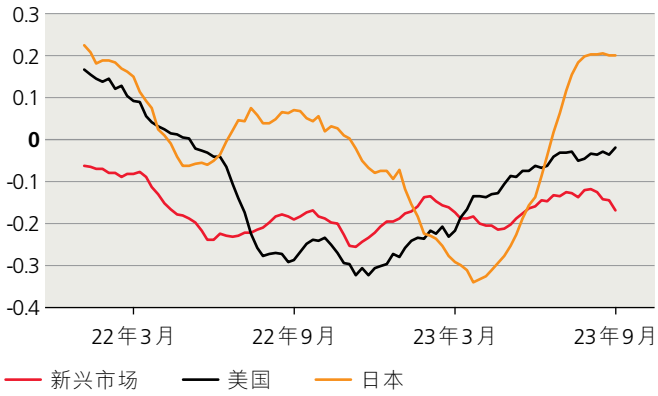
亚洲方面，日本受国内需求下降，第2季经济增长经调整后为4.8%，但整体仍较疫情前有所增长。另一方面，中国8月底加大力度推出一系列措施包括降低首期和贷款利率等，希望有助支持经济。虽然中国复苏尚未有太大起色，但近日公布的宏观数据包括零售销售等都比预期好。经济是否出现转机仍有待确认。而东亚联丰相信未来一段日子，当局仍会保持宽松货币政策以刺激增长。至于其他亚洲新兴市场，经济基调相对平稳。不少亚洲国家面对的通胀压力较西方经济体轻，因此很多都已经停止加息，例如南韩、印度、印尼和马来西亚等。当中，印度的结构性增长前景尤其稳健，宏观数据更是不断带来惊喜。

看好美股因美国经济具韧性，日本企业盈利上调有利当地股市

投资团队看好发达国家市场，尤其美股。美国经济增长比预期理想，就业市场虽然有放缓趋势，但整体仍具韧性。美国8月零售销售按月上升0.6%，超出市场预期，主要受燃油价格带动。美国在人工智能和科技范畴的领先优势将继续吸引资金流入，企业盈利有机会受惠。

日本股市也受团队青睐，当地较早前宣布推行企业管治改革，吸引资金继续流入当地。东京早前宣布新市场规则，上市公司的市账率如果低于1倍，需要解释并提升其资本效率。该改革受日本市场欢迎，对当地企业盈利预测有正面影响。事实上，近日不少企业公布业绩，整体表现也符合预期。经过25年通缩，日本今年喜见通胀的降临。经历年头的消费价格上升，近日通胀压力有所放缓，但市场仍然对走势表示乐观。同时，投资者亦关注央行会否趁机调整一向其超宽松货币措施。

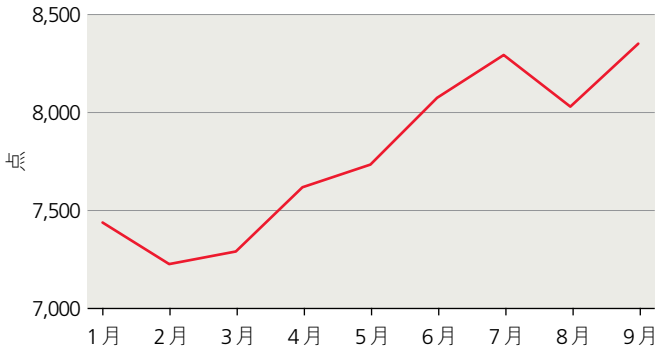
全球 — 花旗盈利修正指数



资料来源：花旗集团，花旗盈利修正指数，数据截至2023年9月1日

亚洲新兴市场方面，团队尤其看好印度市场。该国4至6月之间的经济增长达7.8%，8月制造业采购经理指数亦升至3个月高位，加上企业盈利表现稳健，种种有利因素吸引大量外资流入。印度两大主要指数孟买敏感指数（BSE SENSEX）和印度指数50（Nifty 50）于9月中不断创下历史新高，投资者关注股市会否出现获利回吐。印度消费物价指数今年一直回软，唯7月出现单月反弹，8月掉头回落至6.83%，但仍高于央行目标范围。虽然该国自今年4月暂停加息，但表明有需要时仍会再度收紧银根。团队会密切注视市况走势，我们认为印度整体长远结构性增长前景乐观。亚洲开发银行预测印度今个财政年度的经济增长达6.4%，明年更达6.7%。

印度 Nifty 50 指数 2023 年表现



资料来源：彭博，数据截至2023年9月18日

中国经济发展形势审慎，挑选估值合理和高息率的价值型股份

至于中国，我们对其经济发展形势保持审慎，继续采取平衡的投资取向，专注挑选一些估值合理和高息率的价值型股份。8月底，当局放宽房地产政策，并且降低中期贷款利率15点子以及下调一年期贷款优惠利率10点子，以刺激经济和带动住宅需求等。另外，央行今年第2次降准，下调金融机构存款准备金25点子，希望增加市场流动性，有利放贷及商业活动。早前各种迹象显示中国经济复苏欠动力。消费和生产价格、地产市道、零售销售和采购经理指数等维持低迷。唯近日数据开始企稳，8月出入口虽然继续下跌，但跌幅少过预期。8月零售销售按年上升4.6%，高于7月的2.5%增幅，也超出市场预期。

亚洲科技板块周期有机会逐渐见底，需求有望回升。加上人工智能的带动，板块的潜力庞大。目前，由于供应链正常化和全球经济放缓，中国电子市场未有起色。加上中美地缘政治升温，打击中国贸易和出口到往西方市场。今年我们对中国手机和个人电脑等个人消费电子行业的前景保持审慎。随著全球经济企稳以及中国的刺激措施带动，板块有机会于2024年有所改善。若中美紧张局势有所缓和，将可更添增长动力。

该板块在过去两年已经出现大幅调整，而库存不足以及产品更换的需求有机会带动中国科技股的估值回升。团队将留意供求关系的变化，寻找合适的投资机会。与此同时，在科技板块中，我们尤其注视人工智能带来的机遇，包括人工智能服务器供应商。人工智能发展尚在早期阶段，由于需要巨大运算能力，将刺激高端半导体芯片的需求，并衍生庞大的投资机会。

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。

外汇

独领风骚

东亚银行财富管理处高级投资策略师 | **黄燕娥**

外汇 美汇指数

东亚银行财富管理处高级投资策略师 **黄燕娥**

美国经济软著陆有利美联储加息，美元仍拥息差优势

美汇指数第4季预计波幅范围 **104.00至109.00**

美汇指数一年走势图

资料来源：路透社，数据截至2023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2季	2.1（按年）
失业率	9月	3.8
零售销售	8月	2.5（按年）
消费者物价指数（CPI）	8月	3.7（按年）

资料来源：路透社，数据截至2023年9月

市场预期美联储年内再加息达25个基点

美联储于9月的议息会议中维持利率不变，将联邦基金指标利率维持在5.25至5.50%区间，同时强化了其鹰派立场。利率点阵图显示，今年或要再加息1次，联邦基金利率目标区间水平于5.50至5.75%触顶，因此市场正预期年底前将再有1次加息25个基点的机会。预期在美联储偏鹰的取态下，加上美国经济软著陆的可能性仍然高，将可利好美元的整体走势。若美联储最终落实于年底前再次加息，美汇指数有望挑战更高水平。

美国经济软著陆机会仍高

美联储9月发表的经济预测摘要（SEP）中，上调了美国今年的国内生产总值（GDP）增长预期至2.1%，远高于6月时预测的增长1%。美联储亦预计年底通胀率将降至3.3%，明年底会进一步跌至2.5%。美联储大幅上调了经济增长预测，反映对实现经济软著陆的目标仍具有信心，且同时认为通胀短期内仍会处于2%通胀目标水平之上。因此，预期美联储将在较长时间内维持鹰派货币政策立场，以冀能成功降低国内的通胀压力。美国经济仍较其他主要经济体稳健，有利美元走势。

各央行短期将追随美联储的货币政策

整体而言，美国经济前景渐趋稳定，将为美联储提供一个合适的环境推行更紧缩的货币政策，以达至降低通胀的目的。近期整体通胀因为能源价格走高而再次回升，令美联储短期内较难放弃偏鹰的货币政策立场。但是，目前的经济环境跟去年通胀飙升的时候截然不同，故预期今次通胀再回升的幅度有限，将不足以改变美联储加息周期已进入尾声的定案。再者，各大央行为了避免其本国货币大幅波动，料将会继续追随美联储整体的货币政策，这亦令美元短期仍拥有相对的息差优势。

美国GDP

资料来源：路透社，数据截至2023年9月

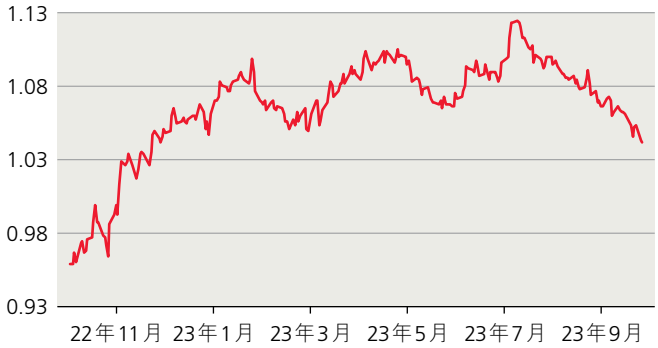
外汇 欧元兑美元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 **黄燕娥**

通胀回落且经济现萎缩，欧央行短期加息机会微

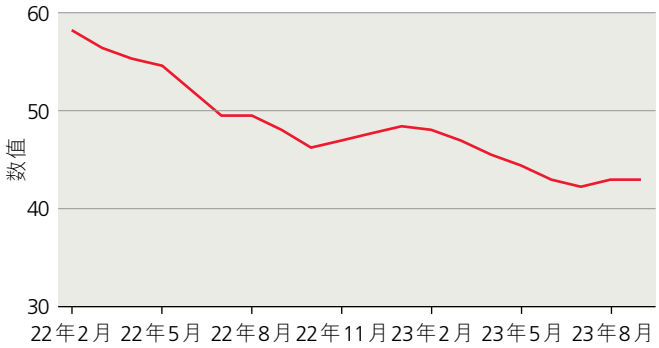
欧元兑美元第4季预计波幅范围 **1.0200至1.0700**

欧元兑美元一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2023年9月

欧元区PMI



资料来源：路透社，数据截至2023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	0.5（按年）
失业率	8月	6.4
零售销售	7月	-1.0（按年）
调和消费者物价指数（HICP）	9月	4.3（按年）

资料来源：路透社，数据截至2023年9月

经济持续疲弱及萎缩，短期加息机会降

欧洲央行于过去1年来大举升息，将基准利率升至23年新高，同时亦令当地面对经济陷入衰退的可能性。欧元区9月制造业采购经理人指数（PMI）由前值43.5回落至43.4，创两个月低且为连续15个月低于50水平，反映当地第3季制造业相当疲软且大幅萎缩。另外，欧元区9月消费者信心指数初值亦由前值负16进一步下跌至负17.8，因此从另一个角度看，也可见当地消费者及企业对未来经济和消费的预期比较负面。故此，若欧元区经济增长持续疲弱，将意味著欧央行短期并无进一步升息的需要。

通胀压力下降料将削减央行加息需要

欧元区整体通胀水平继续从去年10月的峰值下降，因低基数效应和需求下降，该区9月通胀率按年降至4.3%，较8月的5.2%进一步下跌。从生产物价角度看，欧元区生产物价指数（PPI）已连续下降11个月至7月的负7.6%，预期较低的生产成本将有助减低消费物价上升的压力。虽然目前的通胀率仍远高于欧央行设立的2%目标，但受到该区经济仍然低迷的情况所限，料欧央行进一步加息的动力不大。

美国经济条件胜欧洲，美联储加息空间较大

当美国经济正走向软著陆的同时，欧洲或出现经济放缓，可见美国在经济面上较有优势。由于美国经济条件较优越，将为美联储提供较大的弹性就货币政策转向作准备，即是若通胀压力重临，美联储将有较适合的经济条件以加息应对。预期有关加息优势将助美元继续走高，而欧元则因此而受压。

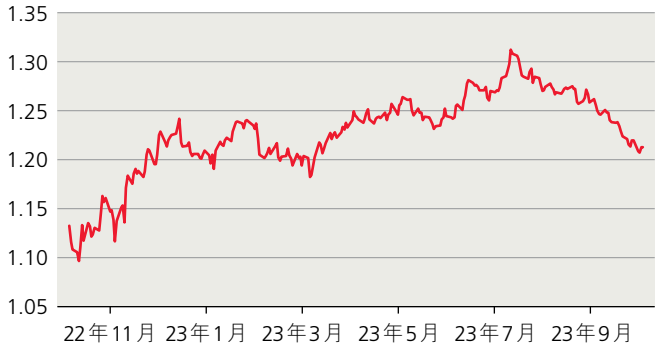
外汇 英镑兑美元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 **黄燕娥**

经济重见负增长，英伦银行暂停加息

英镑兑美元第4季预计波幅范围	1.1900至1.2400

英镑兑美元一年走势图



资料来源：彭博，数据截至2023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2季	0.6（按年）
失业率	7月	4.3
零售销售	8月	-1.4（按年）
消费者物价指数（CPI）	8月	6.7（按年）

资料来源：路透社，数据截至2023年9月

整体通胀见回落迹象，但仍于高位徘徊

英国8月消费者物价指数（CPI）按年涨幅进一步放缓至6.7%，较7月回落0.1个百分点；而核心CPI按年升6.2%，亦较7月回落0.7个百分点。虽然两项通胀数据均仍处于6%的高位之上，但亦反映了当地物价增长速度正在放缓。通胀渐见回落，加上对经济前景的忧虑，英伦银行于9月的议息会议上按兵不动。另一方面，截至7月的3个月里，英国工资继续以有记录以来最快的速度增长。这表示当地的通胀压力虽见放缓，但预期回落速度将会很慢。

英国经济重现收缩，料短期经济前景仍然疲弱

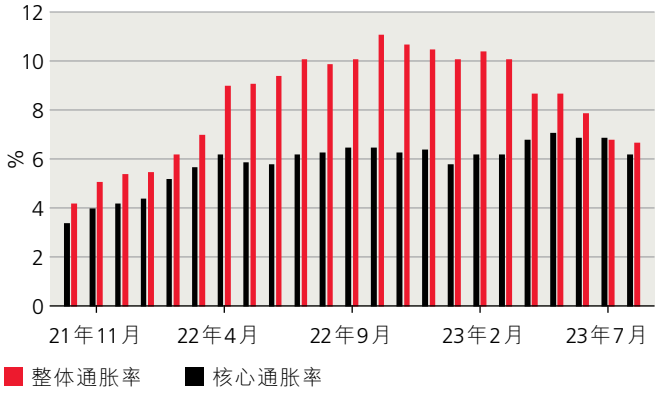
虽然英国上半年避过了经济衰退，但整体经济动能仍然缓慢。医院及学校员工罢工影响到经济产出，英国7月国内生产总值（GDP）按月收缩0.5%，是今年最大的跌幅。季度数据表现则较理想，第2季GDP按季维持0.2%增长，稍为远离经济衰退的定义。英国经济虽暂能避免陷入衰退，但由于就业市场持续疲软，失业率上升及企业招聘放缓等，故预期当地经济短期仍会持续疲弱。

英伦银行9月按兵不动，加息预期降温

英国8月通胀意外放缓，英伦银行随后于9月的议息会议中选择按兵不动，将利率维持在15年高位的5.25%水平。这是英伦银行自2021年12月以来首次未有加息，相信是考虑到当地经济疲弱的处境，减低了加息的动力。不过，该行亦强调短期若未能把通胀抑制下来，将再次上调有关借贷成本。

是次暂停加息的决定降低了市场对英伦银行进一步加息的预期。因此，除非英国经济出现明显回升，否则英伦银行短期的加息空间将受限。

英国整体及核心通胀率



资料来源：彭博，数据截至2023年9月

外汇 美元兑日圆

东亚银行财富管理处高级投资策略师 **黄燕娥**

央行干预行动仅助日圆短期反弹，中长线料仍走弱

美元兑日圆第4季预计波幅范围 **145.00至152.00**

美元兑日圆一年走势图

资料来源：路透社，数据截至2023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2季	6（按季年率）
失业率	8月	2.7
零售销售	8月	7.0（按年）
消费者物价指数（CPI）	8月	3.2（按年）

资料来源：路透社，数据截至2023年9月

市场仍对日央行随时作出干预行动保持警惕

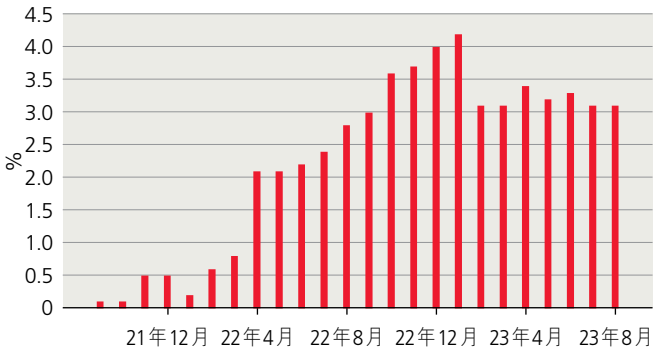
日圆于10月初一度跌破150大关，但随后在短时间内急升2%，引发市场猜测当局是否进行了干预。虽然日本当局没有透露有否入市支撑日圆，但强调很有决心采取行动应对日圆的过度波动，这令市场对有关干预行动保持警觉。日本央行去年曾两次干预汇市，以买入日圆并沽出美元和美债等方式支撑日圆汇价，当时日圆正处于32年低点151.94。

日央行坚持实行宽松的币策，令日圆年初迄今贬值约13%。同时，日本财务省官员亦多次重申有关干预措施都是以汇价波动性而非日圆水平为目标。因此，不排除央行将随时为汇价贬值作出干预行动，令日圆止跌并回升。日圆虽于市场干预后短期有明显反弹，但中长线来说仍会因为日本与美国的债息的息差差距，而令日圆重新走弱。

日本物价指标虽高于央行目标，但央行不急于加息

日本8月全国核心消费物价指数按年上升3.1%，与7月持平。在核心通胀率连续17个月高于央行2%目标的环境下，日央行仍然维持目前的超宽松货币政策。日央行一方面认为当地通胀已经见顶，将可助维持宽松货币政策，但另一方面又认为通胀升幅主要是受日圆贬值而带动且属于输入性通胀，中长线或难以持续。因此，预期日央行短期不需要像其他央行一样，以加息压抑正在上升的通胀。

日本全国核心消费物价指数



资料来源：路透社，数据截至2023年9月

央行短期退出超宽松政策的条件有限

日央行在9月的议息会议中维持利率目标在负0.1%，10年期日本公债收益率目标在接近零的水平，并同时允许10年期公债收益率在0%目标附近上下波动50个基点的指引，且维持7月时设定的1%上限不变。虽然日央行行长植田和男表示，该行可能在年底前收集到足够的数据来决定是否结束负利率政策，但同时确信通胀率在稳健需求和工资增长的支持下能持续维持在2%之前，仍有必要延续超宽松政策。由于当地目前的通胀并非由需求带动，通胀的持续性有限，故料短期日央行退出超宽松政策的条件仍然有限。

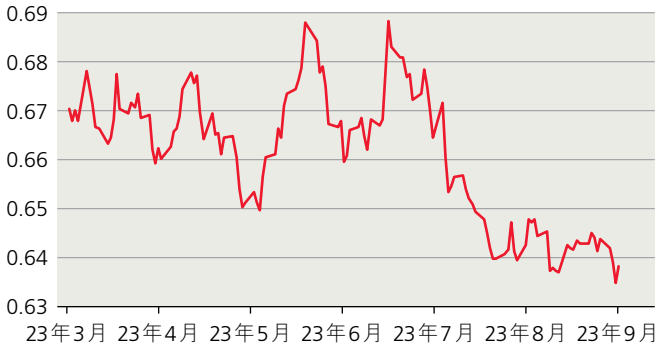
外汇 澳元兑美元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 **黄燕娥**

澳洲央行短期加息机会微，铁矿石价格将支持澳元表现

澳元兑美元第4季预计波幅范围	0.6100至0.6600

澳元兑美元一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2023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2季	2.1（按季年率）
失业率	8月	3.7
零售销售	8月	0.2（按月）
消费者物价指数（CPI）	第2季	6.0（按年）

资料来源：路透社，数据截至2023年9月

澳洲央行紧缩政策或已大功告成

澳洲央行原总裁洛威于9月主持他最后一次的议息会议，宣布连续第3个月维持利率在4.1%不变，令市场揣测其紧缩政策已大功告成。加息周期正接近完结，接下来的焦点是澳央行对减息的部署。澳央行虽然重申将来或有需要进一步收紧政策以抑制通胀，但利率期货市场价格反映澳央行要到明年底才有降息的可能性。因此，预期澳央行将跟随美联储货币政策的大方向，短期将利息维持于较高水平，且短期降息的机会不大。

澳央行货币政策未有因通胀回升而改变

在能源价格飙升的推动下，澳洲8月通胀率按年上升至5.2%，但核心通胀率则进一步放缓。于整体通胀压力减轻的情况下，市场减低了对澳央行于年内加息的押注。澳洲央行原副总裁布洛克已于9月就任成为澳央行总裁，她曾表示当地通胀仍然过高，而对抗通胀将是她担任总裁后的首要任务，因此可见澳央行仍有为打击通胀作准备。但是，预期短期通胀上升幅度有限，因此澳央行的货币政策转向机会不大。

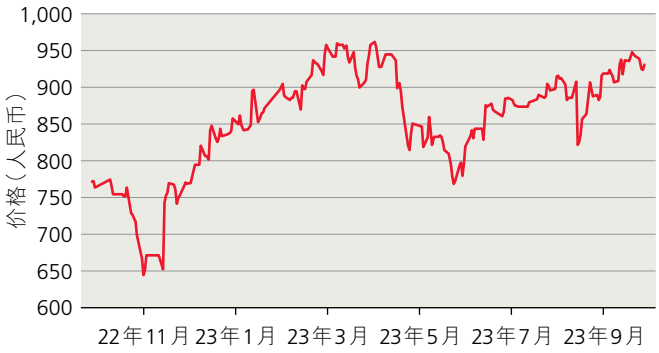
对中国经济乏力的担忧拖累澳元

澳元于8月开始一直表现较弱，其中一个原因是市场担忧中国经济复苏乏力，令人民币下跌。澳元与人民币走势有很大的相关性，因此澳元近期的走势受人民币表现所拖累。中国近期国内消费仍然较疲软，料需要较长时间来确认经济复苏，所以预期中国经济的因素短期对澳元的走势帮助不大。

铁矿石价格将主宰澳元短期走势

澳洲是全球最大的铁矿石出口国，所以出口商品的价格表现将影响作为商品货币的澳元的走势。铁矿石价格于去年11月见底后逐步回升，更于今年8月中开始加快上升，令澳元于美元强势下表现较其他非美货币抗跌。于澳洲央行较鸽派的货币政策且中国经济复元需时的预期下，料铁矿石的价格表现将主宰澳元汇价的短线表现。

大连铁矿石期货价格



资料来源：路透社，数据截至2023年9月

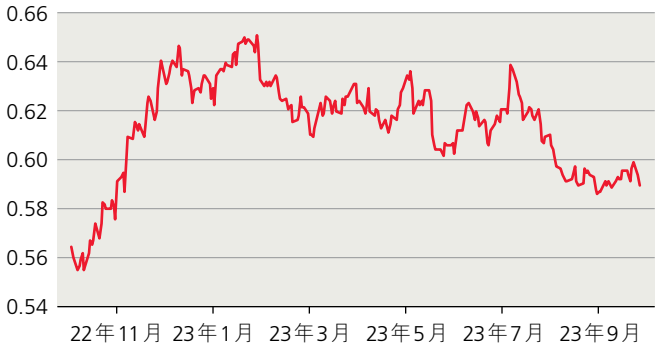
外汇 纽元兑美元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 **黄燕娥**

经济已重回扩张水平，料目前利率将维持较长时间

纽元兑美元第4季预计波幅范围	0.5700至0.6200

纽元兑美元一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2023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2季	1.8（按年）
失业率	第2季	3.6
零售销售	第2季	-1.0（按季）
消费者物价指数（CPI）	第2季	6.0（按年）

资料来源：路透社，数据截至2023年9月

目前利率仍为纽元带来息差优势

纽西兰央行由5月已开始暂停加息，利率维持在5.50%不变。市场认为该行已经完成了加息部署，利率期货市场价格反映，纽央行最快要到明年年底才有机会降息。因此，预期有关利率将较长时间维持于目前较高水平。相对其他各大经济体系，以目前纽西兰利率5.50%来说，仍有息差优势，将助纽元于美国公债收益率飙升的环境下较具抗跌力。

经济增长指标已重回正数

受到纽西兰去年持续加息的压力，加上当地于今年第1季出现极端天气，导致经济下行且最终进入技术性衰退。纽西兰于去年第4季及今年第1季的经济增长按季出现收缩情况，但有关数据于今年第2季已重回正数，按季经济增长上升0.9%。虽然预期纽央行将暂停加息，但当地奶制品价格需求稳定，加上中国经济增长动能将逐步加大，料可带动纽西兰的整体经济表现。

纽西兰通胀率仍处于较高水平

纽西兰第2季通胀率年率为6%，数据虽有所回落，但仍远高于央行1至3%的目标水平。另一方面，政府之前加大了支出预算案以促进经济复苏，这些措施或慢慢地加剧当地的通胀压力，令通胀水平回落的空间变得有限。纽央行之前亦重申在可预见的未来，利率将需要保持在限制性水平，以确保通胀率重返目标区间。因此，预期央行在部署减息前将有较长时间将利率维持于目前较高水平。

纽西兰GDP季度表现

资料来源：路透社，数据截至2023年9月

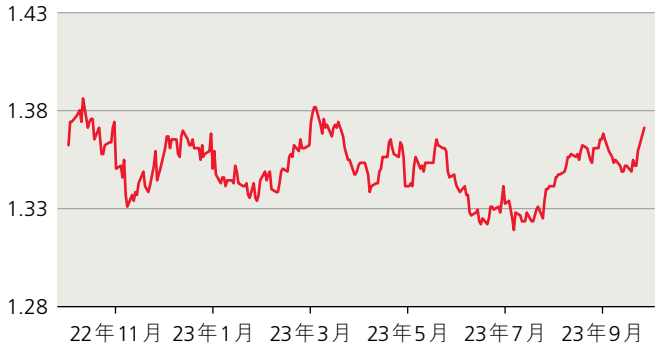
外汇 美元兑加元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 **黄燕娥**

油价短期或整固，中长线趋稳助加元走势

美元兑加元第4季预计波幅范围	1.3400至1.3900

美元兑加元一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2023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2季	-0.2（按季年率）
失业率	8月	5.5
零售销售	8月	0.3（按月）
消费者物价指数（CPI）	8月	4.0（按年）

资料来源：路透社，数据截至2023年9月

央行发放鹰派信号，但料年内加息机会不大

加拿大央行最近一次上调利率是在今年7月，之后便维持利率于5%不变。加央行虽暂停加息，但仍多次发出偏鹰派的货币政策信号，称如果通胀压力持续，可能会再次加息以提高借贷成本。随著美联储的加息周期踏入尾声，料加央行亦会因为与美国间紧密的商贸关系而追随美联储的货币政策，因此预期加拿大央行本年内加息的机会亦不大。另一方面，该行亦强调当地核心通胀一直居高不下且工资年增幅过高，令市场相信央行短期内降息的机会也不大。

通胀升温但未有令央行重启加息

加拿大8月通胀进一步回升，按年升幅为4%且是连续第2个月上升，6月的通胀仅为2.8%，7月的通胀则为3.3%。由于物价升幅比预期高，市场担心通胀将重新降临，并触发加央行重启加息。事实上，近期物价回升，主要是受到油价反弹带动。国际油价虽于7月加速上升，但与去年年中时因供应链断裂而造成的油价爆升的情况截然不同，预期油价近期的急升将不会促使加央行作出与去年一样的持续加息行动。

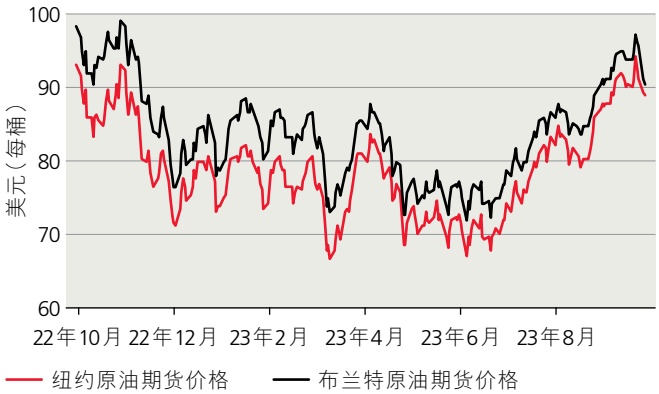
经济增长放缓将限制央行加息

加拿大的经济已进入增长疲软期，当地第2季国内生产总值（GDP）大幅放缓，第2季环比年率意外萎缩0.2%，远低于前值增长3.1%。虽然短期通胀压力持续，但若然经济持续放缓，将限制加央行加息的行动。

油价短期或见整固，中长线趋稳

油组国联盟继续主张减产，带动油价近期上升，但整体石油需求仍因中国经济放慢而停滞不前，导致油价或于每桶100美元止步。技术上看，油价已位于超买区域，短期或见整固。整体来说，油价中长线将渐趋稳定，料有助提振加元中长线走势。

油价表现



资料来源：路透社，数据截至2023年9月

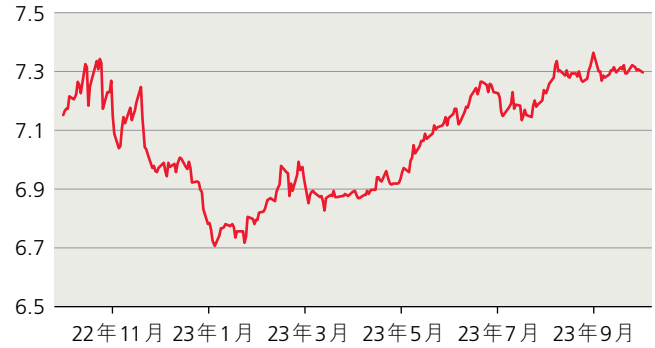
外汇 美元兑离岸人民币

东亚银行财富管理处高级投资策略师 **黄燕娥**

经济基本面正改善，短期或于7.3关口附近持稳

美元兑人民币第4季预计波幅范围 **7.2000至7.3500**

美元兑离岸人民币一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2023年9月

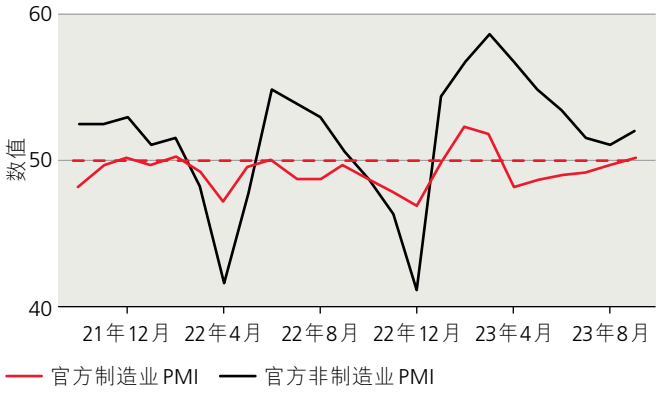
中国主要经济数据表现	时段	数值（%）
国内生产总值（GDP）	第2季	6.3（按年）
失业率	8月	5.2
零售销售	8月	4.6（按年）
消费者物价指数（CPI）	8月	0.1（按年）

资料来源：路透社，数据截至2023年9月

政府刺激政策出台加强了经济基本面优势

中国第3季工业、投资、消费等重要经济数据全面逊于预期，这促使中国央行接连推出货币政策以稳定市场。人民银行先是下调存款定价，之后亦调降多个关键借贷利率，以支持经济活动。内地当局后来又推出了更多的刺激经济措施，以进一步提振步履蹒跚的经济，成功令到多项数据出现明显改善。例如，中国9月官方制造业采购经理指数（PMI）续升至50.2，创半年新高并回到50之上的扩张水平；至于非制造业活动指数，亦创下3个月高位。中国经济已初步见回暖趋势，惟持续性则仍有待观察。

中国官方制造业及非制造业采购经理指数（PMI）



资料来源：路透社，数据截至2023年9月

中国降准减息措施有助缓解人民币贬值压力

疫情过后，中国经济增长乏力。在消费开支疲软和信贷增长面临萎缩的压力下，令中国央行开始了新一轮下调政策利率的行动，之后再度加码并宣布调降金融机构外汇存准率至16年低点的4%。为了进一步重振市场信心，中国央行亦于9月中宣布降准0.25个百分点。预期有关措施将可支持中国经济数据继续向好，并有望纾缓人民币贬值的压力。

人民币汇价短期或于7.30关口附近持稳

随著中国经济利好政策逐步落实及生效，增长势头有望趋好，但另一方面，美国经济保持韧性有助美元延续强劲走势，导致人民币短期反弹空间受限。政策层面方面，中国央行于《第2季货币政策执行报告》中重申，将致力保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，坚决防范汇率超调风险。预期在中国经济基本面转好之前，人民币仍继续承压。尽管短期人民币面临内外压力，但整体走势进一步走弱的机会不大，市场对人民币的中长期走势仍较为乐观，短期或能在7.30关口附近持稳。

债券

熊出没注意

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**

熊出没注意

上季标题是《暗渡陈仓》。资金有序地由气氛高涨的股市中静静流出，反映股市升势进入尾声。欧美经济表面风光，但当官方再掩饰不了令人生畏的核心数据，避险情绪便会急升，并支持债市表现。美联储修辞技巧继续令人费解，就算市场利率预测极化都阻挡不了长债收益率稳步走高，加上别国持续抛售美国国债更是雪上加霜。投资者将会为忽视违约风险作出代价，新兴市场高息债市将首当其冲。在经济衰退时，黄金将是分散风险恩物。过去预测大致与今天结果相若。

本季标题是《熊出没注意》，它是日本北海道地区常见的警告牌，提醒途人注意熊踪。若将其套用在债市中，不单是向投资者警示近月债市波动尚未完结，亦能带出历史上当利率或经济出现拐点时，美国国债收益率曲线将出现罕见走势：「熊式走峭（Bear Steepening）」。美国国债犹如饮鸩止渴的困局，对未来经济打击较想像更大。在美联储眼中，年内再加息已是板上钉钉，长债收益率在量化预测中腾飞，投资者应及早做足准备。策略上凸显经济和利率拐点出现，正是投入债市最佳之时。「短债为先」的策略维持不变，亦可考虑跨国息差操作，分散集中于美债风险。

债市波动将波及全球资产

近月美国长债收益率　升，把各地投资市场弄得满城风雨。普遍舆论对长息抽升咄咄称奇，言论背后完全忽视联邦利率正处于多年新高，债息长期在被压抑状态下，曲线正常化只是时间问题。过去3季本章节从经济及利率作多层分析，成功预测今天债市表现，尤其在债息走势及锚定水平作出了精辟预测，有兴趣者可重温相关章节。

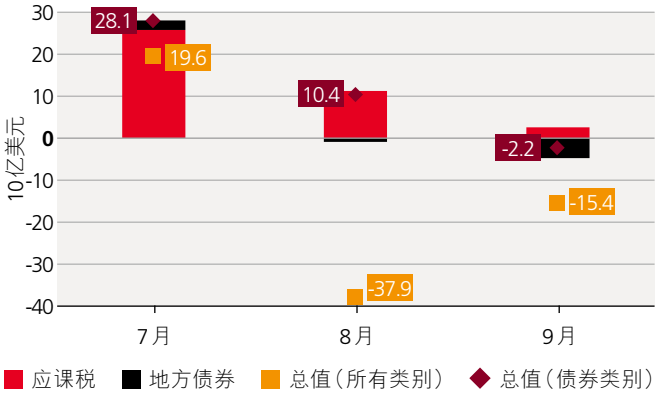
10年期债息急升预示全球资产市场受过去持续加息影响的涟漪效应终于揭开序幕，未来因各国债息变化引发的经济及投资市场波动料将每下愈况，官方再漂亮修辞亦难以掩饰风险临近。机构及高端投资者早已闻风先遁，过于安逸才是个人投资者最大风险。

资金流向：避险高涨

美国投资公司协会（Investment Company Institute，ICI）统计在美注册基金的资金流向，包括开放式和封闭式基金管理公司、投资顾问和基金托管人。截至9月27日，债券类别中，涉及投资应课税债券型基金连续3个月录得净流入，尤其7月单月流入近258亿（美元，下同），占当月债券总流入量超过9成。虽然随后净流入有所递减，但上季总流入报397亿，是同期债券总流入约109%。地方债券变化不大，7至9月分别录得流入22亿，流出9亿及流出48亿，总流出只有近34亿，启示性不大。

数据显示，上季债券类总额录得净流入363亿，反而所有类别总额净流出337亿。除走势明显背驰外，亦反映上季资金正由非债券类别大量流出，藉欧美股市回吐及利率有可能见顶时大量流入债券，暗喻市场避险情绪高涨。股市表面上仍在一片欢呼声中，但大笔资金其实静静地流入债市，结果与上季主题《暗渡陈仓》预测一致。

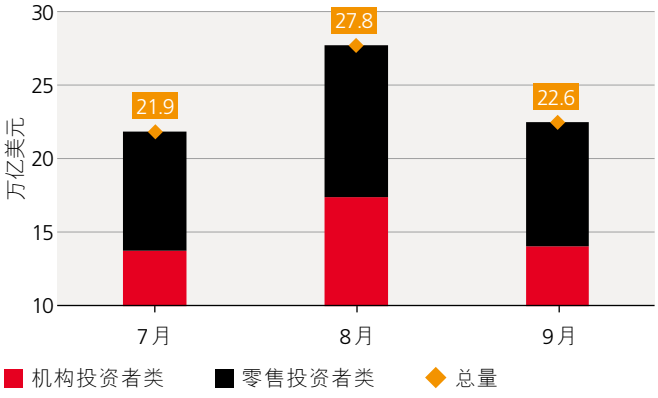
2023年美国注册基金资金流量 — 开放式基金及ETF



资料来源：美国投资公司协会，数据截至2023年10月6日

货币基金普遍投入短期美债及票据。当美元短息持续上升配合市场避险情绪，货币基金自然大受投资者青睐。货币基金上季录得净流入72.3万亿，连续3个月流入量平均在20万亿以上，反映投资者鱼贯入场。当中机构及零售类资金分别占总量63及37%，反映机构投资者的敏感度较高，闻风先遁。

2023年美国注册基金资金流量 — 货币基金



资料来源：美国投资公司协会，数据截至2023年10月6日

债券

参考EPFR环球提供各债券基金资金流变化[1]，利率走势仍是最大考虑因素。截至10月2日，投资者整体风险偏好骤降，就算美国主权债券基金继续吸纳新资金，但非投资级别债券基金出现大规模赎回，导致连续38周资金净流入至美国债券基金的纪录断缆。

高收益债券基金录得自2月第3周以来最大单周流出，资金连续第9周流出新兴市场债券基金，地方政府债券基金则创年内最大流出，导致非投资级别债券基金创自2022年第4季末以来最大单次净流出。

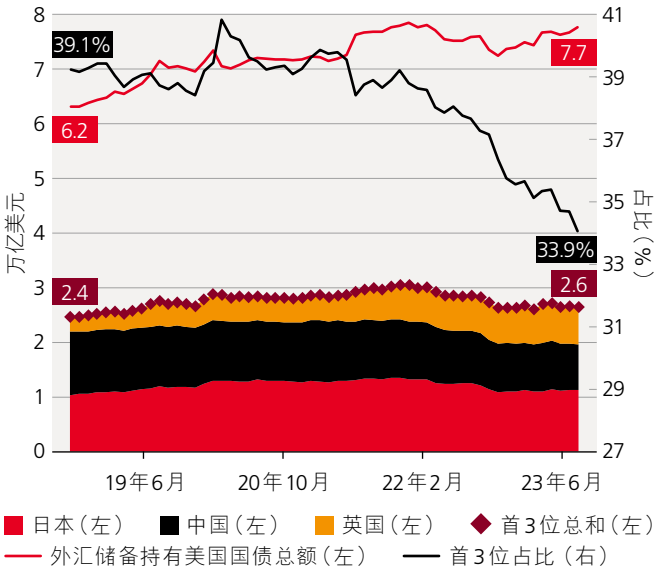
美国主权债券基金受惠资金积极流入。虽然投资者偏好短期债券，但中及长期的主权债券基金净流入金额分别创下5和8周新高。另外，海外注册美国债券基金延续自5月初起净流入趋势。

欧洲投资者偏好主权债券而唾弃企业债券。欧洲主权债券基金创下7周净流入新高，同时连续33周录得净流入，投资者尤其偏好西班牙及意大利的债券。至于欧洲企业债券则创下3周以来最大净流出。

核心风险：美国国债困局

美元特权下，各国外汇储备持有美国国债一直行之有效，但近年地缘紧张等因素导致各国的美国国债持仓量产生明显变化。截至7月31日，过去5年全球多国的外汇储备持有美国国债总值由6.2升至7.7万亿（美元，下同），升幅近24%。不过，当中持有最多美国国债的首3个国家分别是日本、中国及英国，总数由2.4升至2.6万亿，升幅只有近8%。同时，该3个国家持有美国国债占整体比例由39.1下降至33.9%。因此，不论从数额、升幅及占比来看，均反映出全球政府持有美国国债整体虽有上升，但并非由日、中、英三国所作主要贡献。

外汇储备持有美国国债总额及首3位国家持有数据



资料来源：彭博，数据截至2023年10月3日

若再分拆首3个国家的相关数据，结果显示日本持有美国国债的规模没有太大变化，但中国则由1.1降至0.8万亿，同期英国则由0.3升至0.7万亿，英国的增持抵销了中国减持。再观察G7持仓在5年间变化，英国在期内上升1.4倍，法国升近1倍，加拿大增幅更惊人地大增超过2倍。根据《宏观策略》章节分析，美国财政部迫切大量发债以便续期及填补不断　升的财赤，数字间凸显了中美博奕时，中国与美国盟友对美债的取态相映成趣。

[1] 见EPFR环球网站，https://epfr.com/insights/global-navigator/us-bond-fund-flows-hit-the-buffers-investor-sentiment-sector-rotation-strategy-financial-markets-data-asset-allocations-equity-fund-flows/

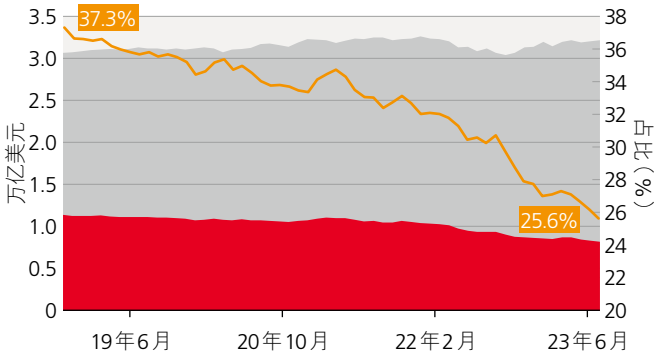
过去5年除美国外，G7国家持有美国国债数量及变化：

持有量（万亿美元）	日本	英国	加拿大	法国	德国	意大利
2018年7月	1.04	0.27	0.10	0.11	0.07	0.04
2023年7月	1.11	0.66	0.29	0.23	0.10	0.05
5年变化（%）	7.4	143.8	205.8	105.0	35.1	19.8

资料来源：彭博，数据截至2023年10月3日

细心分析中国持有美国国债数量的变化。过去5年中国外汇储备升幅轻微，由3.1升至3.2万亿，但持有美国国债量却下跌0.3万亿，跌幅近27%，令美债占中国的外汇储备比例由37.3降至25.6%。减持的举动不但回应了2018年时任美国总统特朗普开打贸易战，同时为未来「去美元化」做好部署，亦可减轻加息潮压抑美元债价的影响，一举三得。

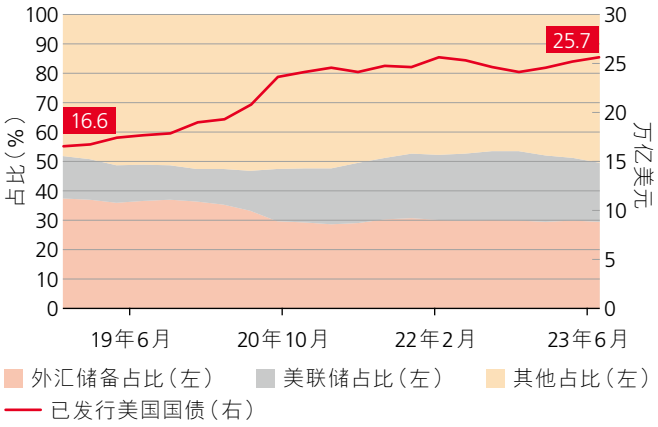
中国外汇储备及持有美国国债数据



资料来源：彭博，数据截至2023年10月3日

从另一角度来看，持有美国国债不单是各国的外汇储备，还有美联储及其他机构投资者，例如开放式基金、退休基金和高端个人客户。美国国债在过去5年间已发行量由16.6万亿增至25.7万亿，近55%升幅实在惊人。美国国债在各国的外汇储备占比由37.5下降至29.5%，反映美债在各国政府心目中的受欢迎程度骤降。美国自行印钞回购国债已成了惯性操作，从美联储占比由14.3升至20.0%可见一斑，但始终治标不治本。美国国债最后唯有向私人市场兜售，其占比由48.2升至50.0%。外汇储备被视为长线投资者，考量点并非单纯回报，当中涉及国际关系等因素。然而，私人投资者则是以违约率及回报率等利益挂帅，现在达一半国债由私人机构持有，占比愈高预示美债波动性较大，日后须以更高收益率利诱投资者，造成恶性循环。美国贵为世界最大经济体及拥有无限印钞的美元特权，仍要透过利诱才能成功发债，实在并不健康，亦反映投资者对其财政纪律及无限债务的忧虑，长远将动摇其国家信誉。

已发行美国国债总额及持有者占比

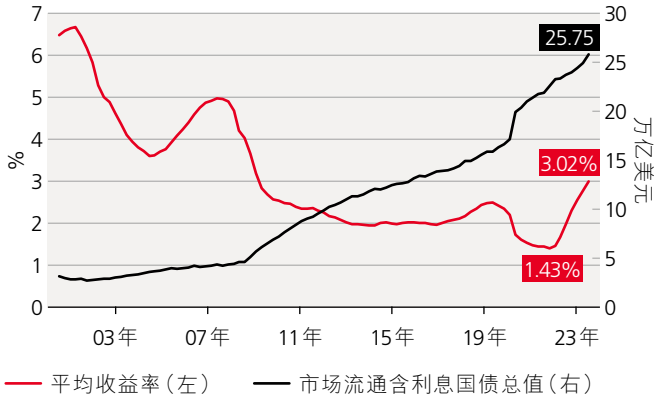


资料来源：彭博，数据截至2023年10月3日

年内美国财政部需发行近1万亿新债[2]，6月国会同意把债务上限讨论延后至2025年[3]，变相协助美国财政部大量发债。加息周期内，近5厘或以上的2年期以内国债普遍受市场欢迎，相反长债的存续期风险偏高，需求相对疲弱，当局唯有抬高新发行长债收益率才能利诱资金买入。例如在高利率环境下，8月10日美国财政部拍卖380亿的10年期国债[4]，中标利率高见3.999厘，接近当时拍卖前市价。投标倍数为2.56，反映投资者「向钱看」的现实取态。

单纯计算市场流通含利息支出的美国国债已创23年新高，报25.75万亿，多得美联储推波助澜，平均收益率由去年3月1.43%的23年低位急升至今年9月报3.02%，升幅达1.59个百分点。重回2008年第4季水平，亦打破2004年1.35个百分点的升幅，创历史新高。如果本季美联储再加息，料再改写上述数据。

平均利率及市场流通含利息国债总值



资料来源：彭博，数据截至2023年10月6日

大量发债加上收益率攀升，未来利息负担愈见沉重。美国国会预算办公室数据显示[5]，今年净利息支出将达到6,400亿，占全年联邦政府收入约13%，10年后基本预测净利息支出占比将升至约20%。5分之1的年收入花在偿还利息，财政捉襟见肘可想而知，试问国家如何发展？难怪美国经济前景令人担忧，评级机构亦早已作出警告。

财政败坏导致债台高筑，信誉下降被各国的外汇储备唾弃，利诱私人市场只是饮鸠止渴，勉强维持高息只会加速经济衰落。如此困局将如何解决？真正考验著美国领导层的智慧。

话虽如此，只要美元特权存在，美国自然可以在紧急关头时印钞解困，免疫于违约。评级机构对美国评级愈低，全球危机愈高，受害者只会是别国而非美国国债。届时在恐慌下非美收益率升幅更高，与美国信贷息差进一步扩大，违约风险引导资金重回美国国债怀抱，美国国债始终是全球投资者避险资产中最终选择。这套系统助长美国在财政操作上肆无忌惮的财政操作，直至出现更具吸引力的替代方案才会终结，例如去美元化。

利率预测：牵一发而动全身

利率是计算所有资产价格之本，如何狡辩都不能抵抗估值骤降这事实。9月下旬美国国债长息飙升，不单只打击债市，估值早已偏高的美股也受累，在汇市中一注独赢的美元及按揭利率创近代新高的房市等，彼此都不能幸免。

联邦利率预测：Don't fight the Fed

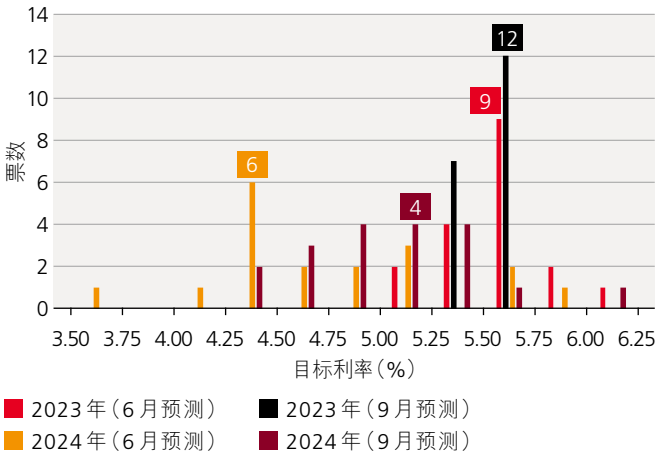
美联储9月议息会议决定维持利率不变并不令人意外，出乎意料的是言词中隐藏偏鹰立场。

据点阵图显示，有12位委员中位数投票在5.625%水平，7票5.375%，反映委员们心无旁骛。除了暗示年内仍有1次加息25点子机会，票数上亦较上季中位数9票为多，反映委员们对年内再加息1次意志较过往坚定。上次高过中位数有3票，但今次是0票，这也给市场一个非常重要讯息，5.75%（假设本季加息25点子）将是本次加息周期的峰值。

明年中位数为5.125%，暗示将会减息50点子。上次会议的中位数是4.625%，其暗示减息100点子，两者足足相差一半。再者，上次有8票低过当时中位数，最低票位是3.625%，今次有9票低于中位数，最低票位是4.375%，暗示委员会认为明年最多减息125点子，较上次200点子明显减少，反映委员会同意明年减息，但非市场预期般大刀阔斧。

[2] 见彭博网站，https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-06-03/trillion-dollar-treasury-vacuum-is-coming-for-wall-street-rally
[3] 见路透社网站，https://www.reuters.com/world/us/debt-ceiling-deal-ignores-us-debt-time-bomb-2023-06-05/
[4] 见雅虎金融网站，https://finance.yahoo.com/news/treasuries-yields-dip-solid-auction-191643271.html?_guc_consent_skip=1696482571
[5] 见美国国会预算办公室网站，https://www.cato.org/blog/cbo-budget-economic-outlook-post-covid-fiscal-era

美联储6及9月点阵图数据



资料来源：彭博，数据截至2023年10月3日

点阵图讯息不言而喻，鹰派立场在经济预测上更是昭然若揭。

过往美联储以倍数上调实质GDP增长预测并非罕见，3月时今年经济增长预测为0.4%，6月提升至1.0%，到9月再升至2.1%。美联储主席鲍威尔对调整经济增长预测的解话内容每次皆相若，都是视乎就业及消费复苏，软著陆并非基本预测云云。事实与否并非重点，弦外之音更值得注意，就是美国经济向好有助于不断加息的底气，及提高明年利率中位数条件，同时反驳坊间「好快减息」预测。另外，对于明年经济增长预测，由6月1.1%上调至9月1.5%，与今年预测相比，暗示美国经济将见顶回落，为明年减息向市场作预期管理。

值得注意的是，投资者不应对此太过认真。毕竟自去年起，投资者已逐渐习惯美联储朝令夕改，下次对经济增长的预测可能又会面目全非。

最后要提到的是市场较少提及的缩表规模。美联储自2022年每月以950亿(美元，下同)缩减买债规模，令资产负债表由高峰位约8.4万亿下降1万亿至7.4万亿[7]，但仍远高于较疫前约4万亿的水平。缩表行动从资产负债表管理角度上是正确的，但对资本市场而言，由银行到企业，由债市到股市，尽皆是恶梦。持续缩表令银根收紧，配合持续加息令持有大量长债的银行，其财务处境进一步恶化。加上，明年须执行《巴塞尔协定三》对资本提升要求[8]，中小银行只好用更高利率再举债和吸纳存款。然而，经过3月银行危机后，存户和投资者更趋谨慎，挤提风险重燃打击银行业。同样危机亦正在高息债券、商业贷款及房地产市场出现。虽然官方表示银行体系仍然稳健，但年初教训不是说了算便能抹去。

「Higher for longer」高唱入云，其实「Don't fight the Fed」才是主旋律。

美联储6及9月对今明两年经济预测：

预测(%)	今年			明年		
	实质GDP	失业率	核心个人消费支出(PCE)	实质GDP	失业率	核心个人消费支出(PCE)
6月	1.0	4.1	3.9	1.1	4.5	2.6
9月	2.1	3.8	3.7	1.5	4.1	2.6

资料来源：美联储[6]，数据截至2023年10月6日

[6] 见美联储网站，https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20230920.pdf
[7] 见市场内幕者网站，https://markets.businessinsider.com/news/bonds/federal-reserve-balance-sheet-reductions-quantitative-tightening-trillion-bond-market-2023-9
[8] 见穆迪分析网站，https://www.moodysanalytics.com/regulatory-news/jul-12-23-implementation-status-of-final-basel-iii-reforms-varies-across-globe#:~:text=The%20final%20Basel%20III%20reforms,and%20an%20aggregate%20output%20floor.

10年期国债收益率预测：意犹未尽

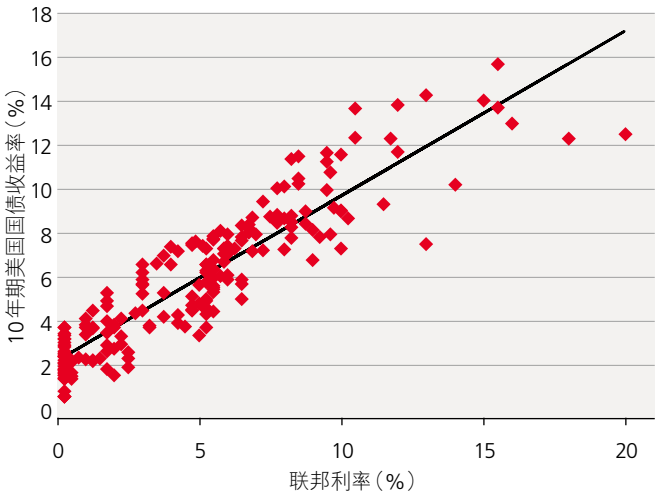
开宗明义，预期美国国债收益率曲线尾端升势将会持续。升幅受多项数据影响，包括联邦利率、核心CPI及按季GDP，尤其当数据趋向拐点，相关影响将更加左右预测。

统计学上透过回归分析去了解两个或多个变量数关系，并预测变量后结果。根据过去50年按季数据，利用简单线性回归模型，以联邦利率（自变数，Independent variable）去推算10年期美国国债收益率（应变数，Dependent variable），结果如下：

联邦利率（%）	10年期美国国债收益率推算结果（%）
5.50	4.83
5.75	4.97

资料来源：彭博，数据截至2023年10月6日

美国国债收益率回归分析



资料来源：彭博，数据截至2023年10月6日

回归分析结果显示，当联邦利率报5.50%，10年期美国国债收益率合理水平应是4.83%。假设本季加息25点子至5.75%，相对债息将是4.97%。9月底相关收益率报约4.6%，按分析结果预测，债息升势仍未完结。

采用多项式线性回归模型，以联邦利率、核心CPI及按季GDP为自变数，再次推算10年期美国国债收益率，结果如下：

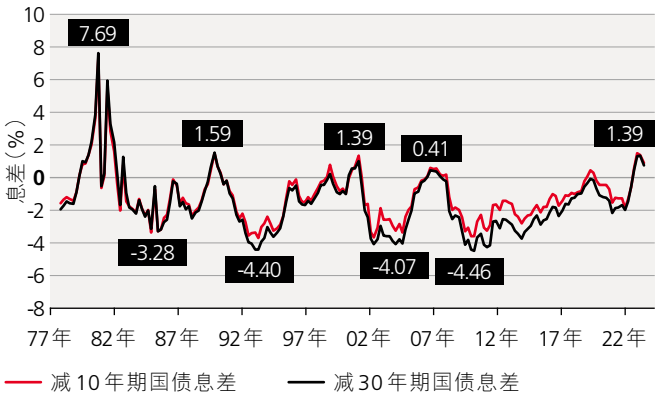
自变数（%）	10年期美国国债收益率推算结果（%）	自变数（%）	10年期美国国债收益率推算结果（%）
联邦利率：5.50	4.82	联邦利率：5.50	4.84
核心CPI：4.35		核心CPI：4.35	
按季GDP：2.10		按季GDP：3.00	
联邦利率：5.75	4.96	联邦利率：5.50	4.81
核心CPI：4.35		核心CPI：4.10	
按季GDP：2.10		按季GDP：2.10	

资料来源：彭博，数据截至2023年10月6日

截至10月6日，联邦利率为5.50%，核心CPI及按季GDP分别报4.35及2.10%，推算收益率合理值为4.82%。假设其他不变并只上调联邦利率25点子，收益率合理值将是4.96%。依据彭博9月底预期按季GDP增长将高见3.00%，其他数据不变时，债息合理水平应是4.84%。若只改变核心CPI数值至市场预期4.1%，相对债息应是4.81%。最后不断重复以上组合变化，预测结果都是介乎4.8至5.0%。以上两项分析都设定信赖区间（Confidence interval）为95%，判定系数（R平方）高达83%，反映结果可信性偏高。除非未来3项经济数据超出分析区间，否则10年期国债收益率将徘徊4.8至5%之间。

撇开上述复杂的分析，以最简单行为思想去进行推算。自1977年第1季至今年第3季数据显示，年内联邦利率减去10及30年期债息，息差最高分别报1.41及1.39%。虽然不及1980及1989年分别7.69及1.59%的高峰，但现时的数值与2000年看齐，创23年新高。历史上相关数据过去3次达峰后，息差便明显并持续下跌。原理十分显浅，假设投资者持有10或30年期美国长债，其收益率较银行定存或短期票据更低，套息利诱投资者沽出持有长债并转投定存或票据，令市场长债供应上升，价格下跌，带动收益率上升，此乃正常不过预测。

美国联邦利率与美国国债息差



资料来源：彭博，数据截至2023年10月6日

美联储暗示年内结束本次加息周期，利率锚定同时息差收窄。虽然短期内息差未至于跌至负值，但逆转才刚开始，仍有大量空间给套息力量发挥作用。以此基础预期10年期债息将继续上升，9月底报约4.6%并非终点，与上述分析结果吻合。

投资策略：按部就班

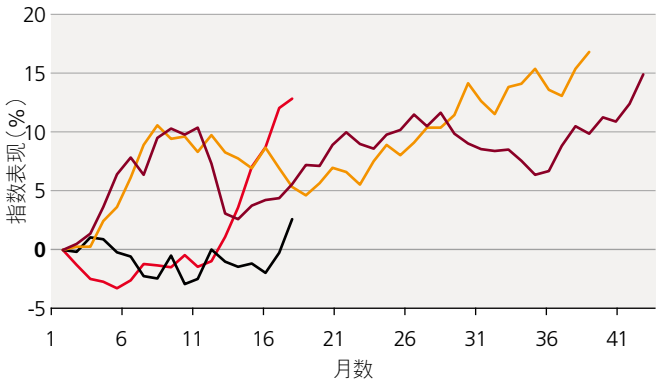
基本分析：加息尾声正是切入之时

第1季本章节已分析加息潮完结对债市影响，虽然美联储变脸操作已司空见惯，但旧有分析至今仍可大派用场。回顾早前内容：

过去30年曾出现过4次加息周期，分别是1994、1999、2004及2015年。首2次维持17个月，后2次分别维持了39及43个月。以彭博全球累计债券指数作代表，并以月数作为4次周期同一时轴，结果显示加息初期对债券指数影响不大，但中期时指数明显走弱，进入尾段时期指数则出现见底反弹，惟彼此走势各有出入，未能凸显当中投资亮点。

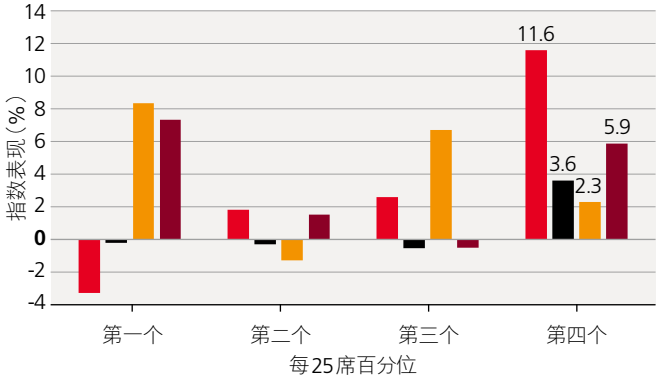
利用统计学中每25席百分位（25th percentile）概念，平均把数据分成4个阶段，再观察债券指数按各阶段表现。结果清晰显示出最后阶段（第四个25席百分位）全数出现正回报，平均回报约5.9%，最高及最低回报分别约11.6及2.3%。

过去4次加息周期彭博全球累计债券指数表现



资料来源：彭博，数据截至2023年10月6日

彭博全球累计债券指数在加息周期中分段表现



资料来源：彭博，数据截至2023年10月6日

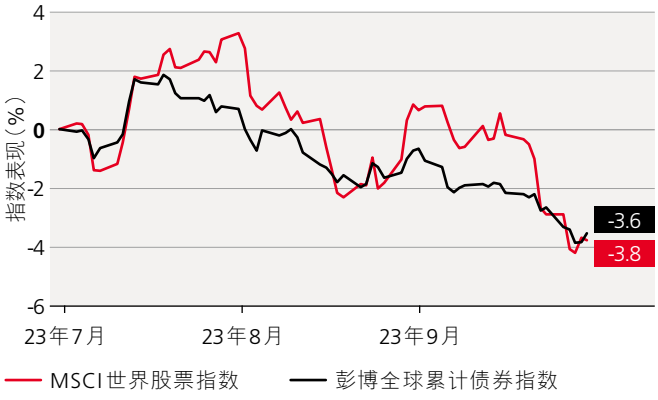
美联储9月点阵图预示今年利率将达峰，明年开始减息。若以此基础预期本季将是加息潮尾段，现时正是投资债券的最佳切入之时。不过，近期10年期债息不断攀升，债市充斥恐慌情绪，是否单纯地涌入债市便可？当中应采用什么投资策略？

债券

基本策略：维持「短债为先」

上半年美股独力支撑全球股市，反而全球债市受加息阴霾影响黯然失色。直到上季美股由盛转衰。成败萧何，美股拖累全球股市下跌，按季计全球债券表现终于超越股市。

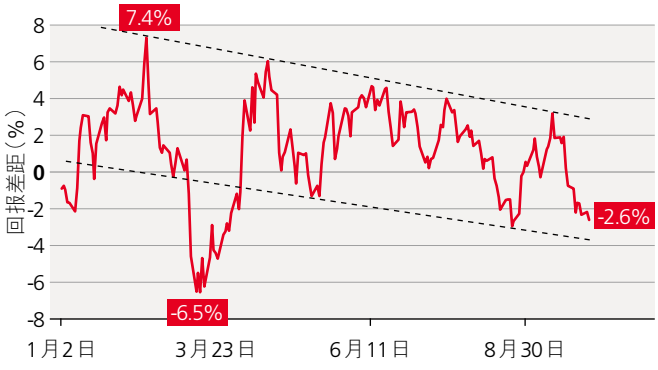
MSCI全球股票指数及彭博全球累计债券指数回报



资料来源：彭博，数据截至2023年10月3日

自第1季已率先提倡「债优于股」策略，但上半年美股表现一枝独秀，是否反映策略失误？首先该策略焦点是全球而非单一美股，强调相对而非绝对表现，滚动而非定点性操作。以MSCI世界股票指数与彭博全球累计债券指数代表全球股债表现，根据各20天移动回报并找出两者差距（即股票减以债券）作指标，数值愈高代表股票表现愈好，反之亦然。年初指标处于年内高位，反映股票较债券回报高出7.4%。3月因美国银行危机令差距大幅下跌至年内最低，当时债券较股票高出6.5%。及后反弹但无阻其下降趋势，直至10月3日报负2.6%。指标走势反映策略上逐步减持股票并增持债券策略是正确的。投资组合概念中资产多元化是核心，并根据风险承受能力分配资产，上述「债优于股」策略便是一例。

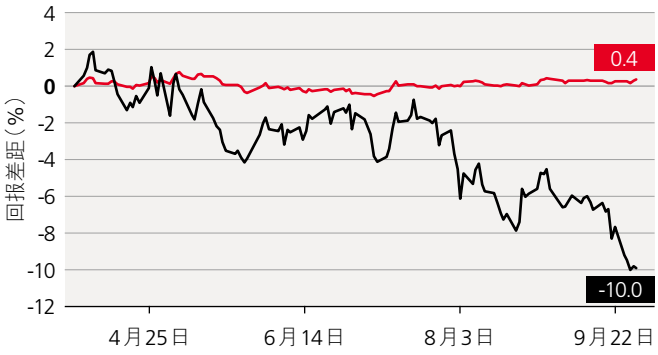
2023年全球股票及累计债券20天移动回报差距



资料来源：彭博，数据截至2023年10月3日

第2季添加「短债优于长债」策略。套用上述概念，以彭博美国累计债券指数1至3年期及10年期以上作为短期及长期代表。纯回报表现呈现明显落差，就算期内美联储不断加息，对短债影响轻微。虽然两季总回报只有0.4%，但走势非常平稳。相反长债持续反覆下跌，总回报为负10%，风险调整后回报更突出短债优势。两者分野源于利率敏感度不同，债券限期愈长愈敏感。未来高利率环境下压力未言消退，如果再加息将令长债百上加斤。

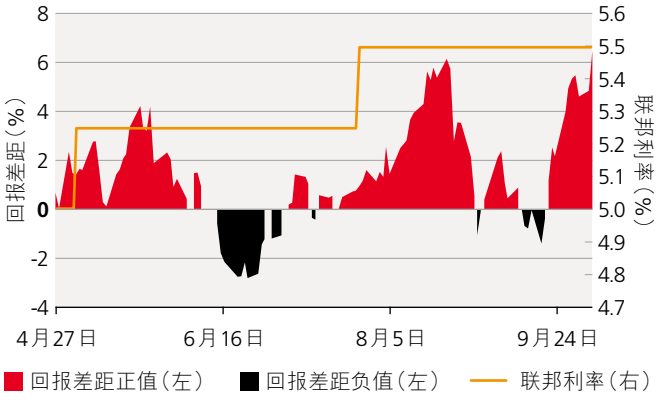
2023年彭博美国累计债券1至3年期及10年期以上指数表现



资料来源：彭博，数据截至2023年10月3日

同样以20天移动回报差距（即短债减以长债）作指标，数值愈高代表短债表现愈好，反之亦然。结果显示，期内正值占比高达77%，即超过4分之3时间短债表现较好。另外，相关走势与美联储议息日期及结果也有著微妙关系。第2季市场普遍预期利率见顶，资金追入长债令回报差距向下（长债占优）。惟7月会议最终决定加息25点子并强调鹰派立场，长债应声下跌。8月又炒作利率见顶，长债再次反弹。虽然9月暂停加息，但言论再三强调鹰派不变，长债又再下跌。讯息紊乱在回报差距大幅波动中表露无遗，美联储扑朔迷离的决策才是当前风险核心。坚持「短优于长债」策略正为对冲当中风险应运而生。

美国联邦利率及彭博美国累计债券指数1至3年期及10年期以上之20天移动回报差距



资料来源：彭博，数据截至2023年10月3日

上季投资巨匠巴菲特在旗下管理基金中不断减持股票[9]，并同时增持美国短期国债[10]。虽然此举发生在惠誉（Fitch）下调美国长期外币债务评级之后[11]，但他表示投资决定不会受评级下调的结果影响，而且对美元或国债市场不感担心。巴菲特背后操作理念路人皆知，就是避险。除了避开股市估值过高的风险，还有长债收益率上升风险。

年内美国10年期收益率低见3.3%后拾级而上，回应上文预测未来处徘徊4.8至5.0%，反映存续期风险阴魂不散。债券期限愈长，债价受压幅度愈大，故重申维持「短债为先」策略。

组合策略：「熊式走峭」

历史上美国国债收益率曲线（简称「曲线」）由「倒挂」（意谓长息较短息低）至「正常化」（意谓朝向正向斜率的演变过程）过程中包含利率及经济周期，当中大致分为4个阶段。整个过程通常历时以季，甚至年数计算，投资者应耐心等待，并顺势调配投资组合。

早在第1季已强调利率牵引性是当时债市风险之一。简单而言，各项利率受制套息交易等活动牵动。从投资者角度上，当定存利率高过债息，撇除违约考虑下应沽出债券投入定存以赚取息差。从债券发行人角度上，则需提高债息与银行竞争，直到利率及债息平衡。而银行短息受制联邦利率，当时美联储有意持续加息，因此预测曲线将有序上移（Shift）。结果与预测十分吻合，详情可回顾第1季《债券》章节。这是第1阶段。

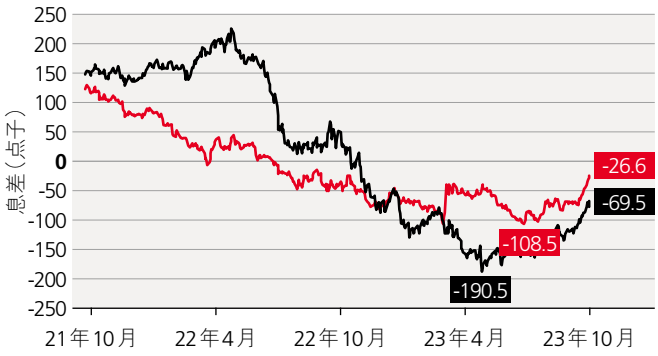
第2季提出「存续期中性策略（Duration-neutral strategy）」：存续期指债券价格对利率变化敏感度，限期愈长敏感度愈高；中性是指债券价格不受利率变化影响的债券限期。合并两者即「存续期中性」策略，是在长短息同时扭动（Twist）时，直接投入或透过衍生工具（例如利率掉期）以加权平均方式调配债券组合限期，直到达至关键存续期限（Key duration）为目标。好比锚定跷跷板支点，不论曲线两端大幅起伏，投资者不受债息波动影响下赚取关键存续期限提供的稳定回报。

引用过去6个月真实数据去阐述操作。上半年收益率曲线出现严重倒挂，2减去10年期息差低见100点子以上，3个月期息差更低见190.5点子。风险同时带来投资机会，套息活动带动曲线开始扭动。7月起两项息差开始逆转，暗示曲线由逆变正向斜率扭动。

[9] 见雅虎金融网站，https://finance.yahoo.com/news/warren-buffett-sells-8-billion-190940745.html?_guc_consent_skip=1696425115
[10] 见金融时报网站，https://www.ft.com/content/a89fa03c-7c41-432d-9b67-fca6119c8018
[11] 见惠誉网站，https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-united-states-long-term-ratings-to-aa-from-aaa-outlook-stable-01-08-2023

债券

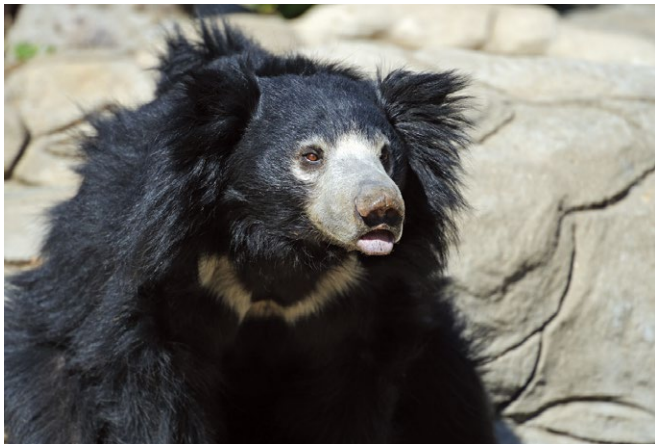
各项美国国债息差



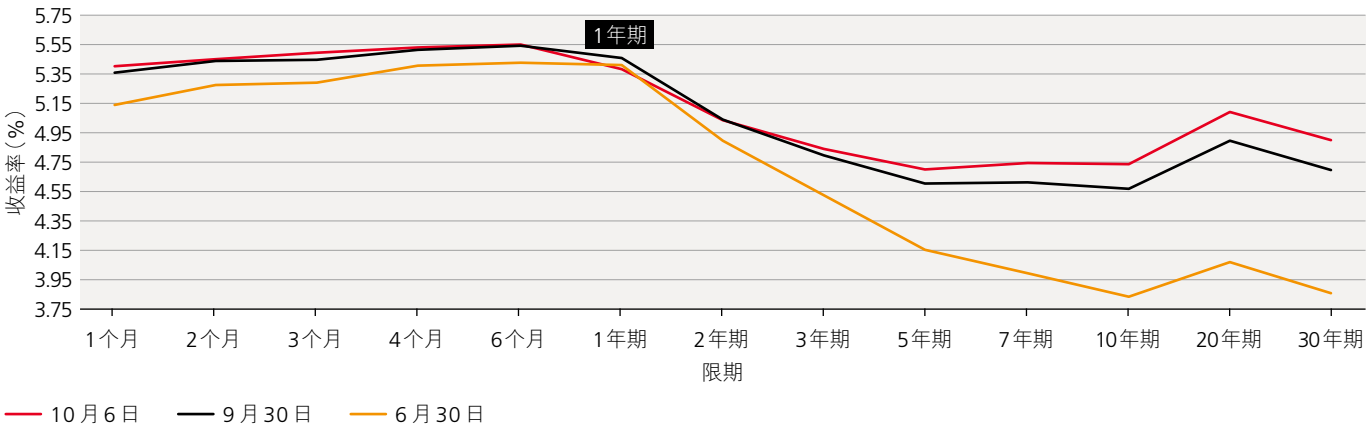
资料来源：彭博，数据截至2023年10月6日

彭博美国累计债券「1至3年期」及「10年期以上」指数过去两季表现，分别是正0.4%及负10.0%，暗示如果利用长短仓操作进行存续期中性策略，绝对值回报约10.4%。如以当时关键存续期限（5年期）为标的，收益率约4.5%。结果与早前预测相若，详情可回顾第2季《债券》章节。这是第2阶段。

今天美联储好大可能结束加息周期，本季提倡「熊式走峭（Bear Steepening）」债券策略，是一种当曲线趋向平坦，预测长息较短息变化幅度更大的投资策略。这是第3阶段。简单而言，套用今天高息环境，以2及10年期债息作为短及长息代表，在加息尾声时，对联邦利率较敏感的2年期债息将被锚定（Anchoring），但联邦利率与10年期息差仍然偏高情况下，投资者将加速沽出长债同时投入短债，套息交易驱使10年期以上债息飙升。好比上述跷跷板概念，当支点愈接近施力点，愈需要加压才能平均抗力点一端。过去1季支点已由5年期推前至1年期，反映市场正更大力透过套息交易侧重于短债（2年期以下）以平衡组合风险。



美国国债收益率曲线



资料来源：彭博，数据截至2023年10月6日

以史为鉴，历史上每逢加息进入尾声时，熊市走峭状态时有出现。根据过去30年数据，美国曾出现4次加息周期，抽取利率见顶前2个月和之后第1次减息为观察期（简称「期间」），及2减去10年期国债收益率差距（简称「息差」）作分析，按月数据如下：

利率见顶前2个月	当刻息差（点子）	及后第1次减息	当刻息差（点子）	息差变化（点子）	曲线倒挂占比（%）	熊市走峭占比（%）
1994年12月	10.65	1995年7月	52.55	41.90	0	71
2000年3月	-41.45	2001年1月	55.90	97.35	90	90
2006年4月	18.94	2007年9月	58.47	39.53	50	47
2018年10月	27.26	2019年7月	14.03	-13.23	0	56

资料来源：彭博，数据截至2023年10月6日

数据显示，息差变化4次有3次正值，整体平均约42点子，反映曲线趋向正常化。就算2018年息差为负值，但当延后观察期多1个月（即2019年8月），息差触及最小值负1.39点子后急速反弹，并持续至2021年3月报157.62点子，升幅近160点子。可见加息尾声时，息差上升结果从不缺席，今天亦将只是历史重演。

另外，曲线倒挂情况并非常见，4次周期共47个月数据中只占38%。拆细计算逐次占比，只有2000及2006年周期中出现，反映加息不一定出现倒挂。再观察长息较短息变化幅度更大的熊市走峭状态，整体占比近63%，而且4次周期皆以不同程度呈现，反映周期中普遍出现熊市走峭状态。当中以2000年对现时最有启示性，包括期间息差变化幅度最大，期间倒挂及熊市走峭占比高见90%，当然「科技创新」挂帅的经济增长与今天情况更是不谋而合。

最后，同样数据中抽取息差负值维持长逾1个月作为案例，剔除今次数据后只有3次，当中最长维持10个月，最小值报负50.7点子。今次案例仍未完结，截至9月已维持15个月，最小值报负106.30点子，两项数据打破过去30年纪录。就算包括今次数据，整体息差负值占比都只有11%，加上今次破纪录表现，凸显今天债市处境更非比寻常。数据如下：

开始月份	结束月份	息差最小值（点子）	维持月数
2000年2月	2000年11月	-50.70	10
2005年12月	2006年2月	-13.28	3
2006年8月	2007年2月	-16.47	7
2022年7月	不适用	-106.30	15（截至今年9月）

资料来源：彭博，数据截至2023年10月6日

综合而言，预测由10年期以上债息上升带动曲线正常化过程将会持续，而且其震撼性将较过去30年更高，以对冲利率风险为主并赚取稳定回报的熊市走峭策略值得投资者参考。直到曲线渐见平坦并维持一段时间，债市才会渐趋平稳，相信最早会在明年第2季之后才会出现。

何时及什么是第4阶段？本章节在日后会适时分享分析内容。

延伸策略：跨国息差

曲线正常化及熊市走峭并非美国独有，参考全球主要国债市场数据可窥探一二：

国家	国债收益率（%）			3个月间变化（点子）		
	2年期	10年期	息差	2年期	10年期	差距
美国	5.08	4.80	-0.28	13.5	73.9	60.4
加拿大	4.84	4.15	-0.70	4.5	57.8	53.3
英国	4.86	4.57	-0.29	-50.7	-7.2	43.5
法国	3.39	3.47	0.08	-2.8	28.8	31.6
德国	3.12	2.88	-0.24	-11.7	24.9	36.6
意大利	3.99	4.90	0.91	9.8	55.9	46.1
西班牙	3.49	4.00	0.51	-2.4	32.1	34.5
葡萄牙	3.11	3.60	0.49	8.6	26.5	17.9
瑞典	3.46	3.04	-0.42	0.3	47.4	47.1
荷兰	3.16	3.24	0.08	-8.4	25.7	34.1
瑞士	1.18	1.12	-0.05	-2.5	14.2	16.7
希腊	3.31	4.36	1.05	3.8	43.1	39.3
日本	0.06	0.80	0.74	11	37.9	26.9
澳洲	4.01	4.54	0.53	-29.1	28.3	57.4
纽西兰	5.70	5.50	-0.21	12.3	67.6	55.3
南韩	3.98	4.21	0.23	22.1	59.7	37.6
中国	2.18	2.67	0.48	11.5	2.9	-8.6

资料来源：彭博，数据截至2023年10月8日

数据显示，在过去3个月美国债市风波正蔓延至其他国债市场，以此基础并设立以下条件，再找出投资亮点：

- 最高2年期国债首5个国家；
- 以2减去10年期收益率厘定国债曲线正处于倒挂状态；
- 10年期高于2年期变化幅度最高首5个国家。

满足所有条件的只有3个国家：美国、加拿大及纽西兰。退而求其次，满足任何2项条件的国家额外有英国、瑞典及澳洲。结果显示，上述债券策略亦可应用在非美国家，而且全部是高投资评级国家，其避违约风险普遍偏低，风险调整后的回报仍属吸引。

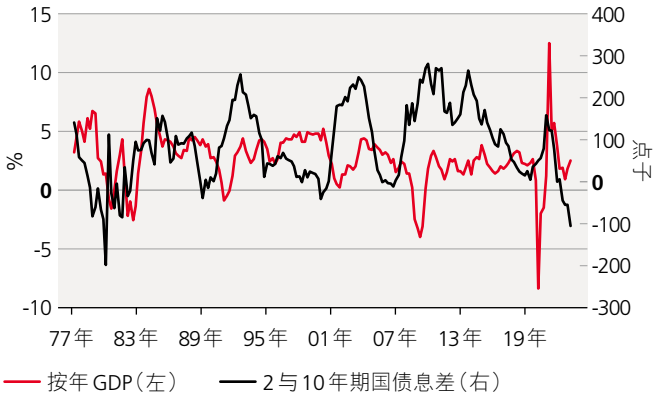
以上分析从风险分散角度及跨国性套息操作上带出不同机会。例如中纽2年期债息套息交易，息差报3.52%。而在中美债市中以长短仓进行熊市走峭操作，绝对值高见69点子。加拿大与希腊国债曲线斜率偏差最大，透过均值回归概念作跨国利率套戥。

虽然《宏观策略》章节中预测未来国际间经济相关系数趋升，但以上跨国性策略对集中美债持仓投资者作分散风险部署，未尝不可。

同场加映：加息的深层逻辑

自1977年第1季至今年第2季数据显示，2减去10年期美国国债息差与美国按年GDP走势背驰。以4至28个季度基准量度两者相关系数，发现时间愈长，逆向关系愈强，反映息差收窄暗示经济衰退能力随时间上升。上文已分享3个月及2年期与10年期息差，自9月起明显收窄，正是美国经济步入衰退的警号。这是近50年数据给我们的启示。

美国按年GDP及2减去10年期国债息差



资料来源：彭博，数据截至2023年10月6日

相关系数	
计算基数（季数）	负值占比（%）
4	53.6
8	54.2
12	58.3
16	61.4
20	66.5
24	62.0
28	69.8

资料来源：彭博，数据截至2023年10月8日

基准利率其实非常重要，利率变化滞后性及涟漪效应深深而持久地影响生活每一层次。撇开「高大上」理论，纯粹用民间思维分析：

- 官方利率高见5厘以上，商人纯利有否5%？如不，公司自然减少投资甚至倒闭，经济会好吗？
- 公司不欲投资自然会精简人手，工资可以上升吗？就算工资提升，幅度及5%吗？
- 银行定存高见5%，赚息还是消费？信贷消费骤降，如何填补商业领域颓势？
- 资金成本上升导致各投资市场成交萎缩，资产价格会上升吗？如不，逆向财富效应拉倒个人投资及消费意欲，经济会增长吗？
- 经济收缩，政府税收下降，兑付利息都有压力，仍有馀力刺激经济吗？
- 资金投入美债避险，债息不断攀升，美国经济收缩，政府税收下降，入不敷支下谁来兑付利息？再发行更高息国债，谁来投资？重拾印钞会否惹起国际公愤？

美联储主席鲍威尔3月在国会听证会中阐述他对利率操作立场：「历史强烈警告不要过早放松政策」[12]，亦经常信誓旦旦地强调通胀高于目标2%前都需要维持利率高企。事实是早在5月实质利率已出现正值，标榜通胀蚕蚀消费力理据根本站不住脚。截至10月8日，5年加5年期美元通胀掉期及美国官方预测明年通胀为2.7%，5年期美国抗通膨债券收益率报2.6%。公私阵营预测全数高于2%。加上，欧美盟国正号召「去风险」行动，逆转数十年来建立起的全球化合作模式，专工专项变成架床迭屋，成本上升导致全球物价高企不下。种种迹象显示，通胀不大可能下降至2%，美联储为何罔顾一切地执意加息？

吹开通胀面纱，全球多极化局势正在演进，加息带有更深层意义：高财赤及无限的债务上限需要更高收益率来吸收全球资金，以维持美国经济增长；高利率可迫使竞争对手经济上弃械投降，再从中收割红利；藉高利率燃烧美元，以将「去美元化」打击在萌芽之时。成功可名留清史，就算失败而回，决策者们也能轻松拂袖而去，烂摊子却留给众人承受。一石多鸟，何乐而不为？加息背后是否源于口中经济数据？值得深思。

明白利率不会无止境地上升，但纵观美联储加息历史，在不引发衰退情况下缓冲通胀，几近是不可能的任务。综合《宏观策略》及《股票》章节中，预测美国衰退将至，未来公私阵营为「衰退」咬文嚼字都只是口舌之争。一叶知秋，舆论风向由「现金是垃圾」转投「现金为王」，看风驶帆是投资市场中生存之道，投资者应为未来各资产大幅波动做好准备。

天佑全球，天佑我们。

[12] 见CNBC网站，https://www.cnbc.com/2023/03/22/fed-announces-interest-rate-hike-of-25-basis-points.html

债券

东亚联丰投资团队

中国及亚洲债市展望

美息快将见顶，有利亚洲投资级别债券

美国8月国债曲线出现熊市陡峭，2年期国债收益率持平，10年期国债收益率上升10点子，但曾一度突破4.3%水平，引发市场避险情绪。8月利差扩大，各长短债利率均有所回升。美国经济数据不断向上，令市场意外，就业数据、商品和服务消费、甚至房地产市场均保持强势。另一方面，在核心商品和租金上涨率缓和的影响下，整体通胀呈下跌趋势。虽然受燃油价格飙升影响，8月通胀有所反弹，但核心通胀仍符合预期。目前市场认为11月会议再次加息的机会率约40%。

由于各国经济周期和货币政策的差异，投资机遇因此分布不同资产类别和地区。受惠美国息口见顶的预期，亚洲投资级别债券具投资价值。当中首选信贷评级稳健的南韩金融以及息差吸引的中国BBB评级科技、媒体和通讯。此外，一些基本面稳健，前景亮丽的高收益债券，例如印度可再生能源和澳门博彩业也备受瞩目。

投资级别债券：看好南韩银行以及中国科技、媒体和通讯板块

亚洲债券收益率吸引，不少发债企业的信贷基本面稳健，投资团队尤其偏好金融债券，当中首选南韩金融业，特别是3至5年期债券，且具信贷评级A或BBB级别的银行、证券和信用卡公司的投资级别债券等。相比亚洲其他地区，南韩美元债券供应量较多，估值亦相对合理，加上信贷基调相当良好，资产负债表稳健，能应对内外经济的潜在压力。当地银行承保标准严格，房贷有良好的抵押，为银行提供缓冲。南韩银行资产质量大幅恶化的可能性不高，为当地银行债券带来支持。日本银行和香港蓝筹银行以及地产投资级别债券也属吸引，不但选择多，且同样基本面稳健，估值合理。

中国经济虽然尚未好转，随著房地产刺激政策的推出以及中国信托负面影响消退，情绪有望渐渐向好。我们继续发掘投资机会，信贷评级达BBB的科技、媒体和电讯便是其中例子。8月底，内地多间科网公司公布业绩，大部分符合市场预期，当中个别板块的业绩更有所改善。行业经过3年的大规模改革，加上总理李强7月与多间龙头科网公司的高层进行会晤，市场相信当局对行业的严厉监管大致完成。一大型网络企业更随即进行重组，为将来可能把业务分拆上市作准备，显示当局有意放宽板块的融资活动，有利科技行业的发展，对债券有支持作用。

高收益债券首选印度可再生能源和澳门博彩业

美国10年期国债收益率飙升至4.11%，主要原因是市场认为美国经济衰退风险下降、双赤字出现以及投资者对美国国债的兴趣减低。虽然加息预期几乎没有变化，但总体来看收益率曲线变陡峭。

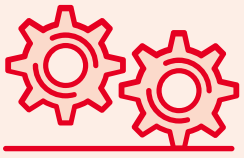
亚洲投资级别债券三大有利条件

亚洲地区通胀温和

南韩、印尼和印度已经停止加息，甚至有减息条件，利好债券投资前景。

信贷质素日趋稳健

亚洲银行和企业所发行的债券违约率偏低，令投资价值增加。



区内机构投资者基础稳固

为新债发行提供有力支持。同时，他们倾向长线持有债券，令亚洲债券市场相对稳定。

	亚洲投资级别债券*	美国投资级别债券*
有效收益率(%)	**5.8**	**4.9**

资料来源：东亚联丰、ICE资料服务，数据截至2023年8月31日
*亚洲投资级别债券代表指数为ICE美银亚洲货币投资级别指数、美国投资级别债券代表指数为ICE美银美国企业及政府债券指数

印度经济基调强劲，制造业和服务业采购经理指数（PMI）均维持在扩张水平，该国能源消耗量属全球第三大。为增加洁净能源的产能，政府大力支持可再生能源的发展，让相关企业能从不同渠道进行融资，加上结构性增长动力，债券前景看好。印度为达到巴黎协定下的减排目标，该国政府一直多方面促进过渡至洁净能源。2015年，该国订下2030年40%发电来自可再生能源，而这个目标早于2021年已经达成。因此，当局加大力度，希望2030年65%的发电量是来自洁净能源。在刚过去的G20峰会，美国和印度更达成协议，双方成立10亿美元基金，支持印度洁净能源基建发展。目前印度已是全球第四大水力、风力与太阳能发电国家，潜力不绝。

前景亮丽的还有澳门博彩高收益债券。板块好消息不绝，澳门博彩总收入继续攀升，8月按月增长3.3%，趋势预计能延续到第4季，继续带动博彩运营商的盈利和强化其资产负债表。博彩营运商接连公布业绩，大部分都符合或高于市场预期。此外，基于博彩收入加速反弹，带动博彩营运商收入，一间博彩业巨头近日获得信贷评级机构标普调升信贷评级至投资级别，前景由负面提升至正面。澳门博彩业基本面大幅改善，因此投资团队对板块甚为看好。

至于占中国高收益板块最大的内房债，团队依然维持审慎。买家信心疲弱，加上新盘低迷，中国百强发展商销售合同8月按年下跌接近34%，按月则轻微下滑1.3%。为刺激需求，当局推出一系列措施，包括把第一套房的首期降至20%，第二套房的首期则减至30%，实际实施情况由个别城市自行决定。我们认为，政策对主要城市起到短暂支持作用，但对于二线或以下城市的影响，则要留待观察，因为二手市场供应量较高。团队预计，民营发展商将继续面对买家信心不足和资金紧拙的情况，并认为下半年有更多信贷事件会陆续浮现。

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。

免责声明

免责声明及重要通知

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

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

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

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

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

本文件是东亚银行的财产，受适用的相关知职产权法保护。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。

BEA東亞銀行

www.hkbea.com