

# 東亞睿智

2023年第一季

# 破局





東亞銀行 | 東亞睿智 | 2023年第一季

# 目錄

2	序言
3	報告總覽
4	宏觀策略
21	宏觀經濟
29	股票
47	外匯
64	債券
76	專輯
84	免責聲明



本季命名為《破局》，意指打破固有而難以解決的一種狀態。解決問題的過程中遇上很多困難或矛盾，唯有通過變通自身思維及行為模式，打破僵局，朝著新方向發展。中國決定放鬆防疫措施正是棋高一着，一石激起千重浪！不但打破國內經濟的僵局，亦打破俄烏戰爭拖垮全球經濟的殘局，更重要是打破去年股債匯「三殺」的死局。

電影「復仇者聯盟：終局之戰」中奇異博士與薩諾斯開戰前向鋼鐵俠表示看過1,400萬個結局中只有1個勝出，暗示就算準備就緒，渺茫的機會中破局往往一矢中的便能扭轉乾坤。運動比賽中「X factor」是指名不經傳的球員以後備之勢扭轉困局的特殊因子，亦是常被忽視但一鳴驚人的伏筆。韜光養晦，潛龍勿用，適當時以君臨天下之勢震懾全球，這正是中國源遠流長的大智慧。

宏觀策略：當歐美陷入泥沼的經濟遇上鳳凰涅槃的中國復甦，全球碎片化及磨擦將會像野草般叢生，換來高通脹而低增長的長期困局。市場憧憬利率回落只是緣木求魚，歐日央行東施效顰亦是風險核心。資產走勢兩極後回歸均值，注意否極泰來但非一蹴而就。中國經濟復常勢成全球破局之箭。

宏觀經濟：歐美經濟數據表面保持強勢，但加息副作用帶動勞動及房市滯後於經濟的結果仍未浮現，有待觀察。中國放鬆防疫對經濟無疑是強心針，但當中顛簸仍不能忽視。香港經濟全面通關後明顯復甦，去年房價受利率變化影響將延續至今年。

股票：去年底美股強勢只是鏡花水月，衰退陰霾下將難再突破。歷來衰退多屬短暫而可控，美股將苦盡甘來。估

值過高令人詬病，修正預測的分析結果與歷史相若。行業策略以「先防守、後週期」為首選，「政策套戩」是經濟碎片化中新星。中港股市令人翹首以待。

外匯：各大央行已因通脹回落而放緩加息的步伐，但憧憬減息仍然言之尚早，有關貨幣政策比拼仍是匯市中的主要賽道；隨著經濟及投資市場慢慢蛻變，各國經濟實力考量才主宰各貨幣未來表現。

債券：近代最差年度表現後將迎來長期投資機遇。雖然加息仍未完結，但歷來衰退同時加息環境中帶來收益率正常化的投資操作，同時分類指數分析中不乏化繁為簡的投資選擇。加息週期末段往往是最佳投資切入點，但注意各違約風險仍處於高位，投資者仍須審慎應對。

專輯：氣候問題迫在眉睫，綠色債券如雨後春筍。部份綠債比傳統債券呈現更佳溢價和流動性，經濟陰霾中表現較強韌性。雖然綠債市場未來發展無限，但新生市場亦有待時間洗禮，機危並存。

僵局大多牽涉利害得失，利欲熏心，彼此斤斤計較或先存成見，心中嫌隙阻礙溝通，形成對立局面。只要雙方坦承而全面地交流，互相理解差異及管控分歧，就算最終沒有雙贏或共識，至少不會雙輸或惡化。退一步海闊天空，放手比得到更多，Less is more。

人與人如是，國與國也該如是。

共勉之。



## 財政政策

- 中國將強化內需政策，如增派消費券、支持服務性及低碳消費
- 中國或推出更多提振住房需求措施，支持內房銷售
- 歐美實施多項抗通脹資助以抵銷貨幣緊縮效力，兩難局面將打擊經濟表現



## 貨幣政策

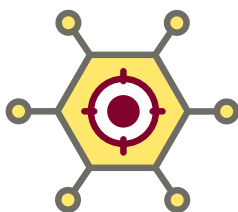
- 預期美聯儲首季加息至少1次，年內聯邦基金利率目標升至5至5.25%
- 實質利率0%時美聯儲將有條件暫停加息，並大機會上半年出現，減息則於年底或明年才會出現
- 去年底日本央行將國債收益率目標調升至0.5%，投資者應準備央行短期內可能有進一步行動

## 經濟增長與通脹預測



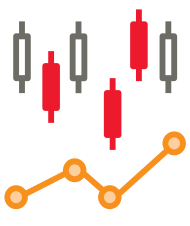
- 高通脹將打擊未來消費能力及投資意欲，市場預期歐美GDP將進一步放緩
- 內地今年GDP預測為5.2%，通脹預測約2.2%
- 預測今年本港GDP約3.5%，通脹壓力溫和，樓價溫和調整

## 經濟前瞻



## 宏觀策略

- 歐美經濟放緩同時中國經濟反彈，加速全球經濟脫鉤及「經濟碎片化」
- 全球利率將維持高企，對需求及投資打擊未言完結，過份憧憬才是風險核心
- 去年大幅波動後各資產將出現均值回歸，債及匯市反彈可期，成熟股市衝高回落亦屬正常



## 股票

- 標普500指數須下跌約11.5%才算合理水平；衰退初期投資應集中在防守型股份，必需品消費及健康護理為首選
- 各國政策反差呈現「東升西降」，造就政策套數投資策略
- 中港股市盈利預測與估值料續上調，恒指半年目標21,840點



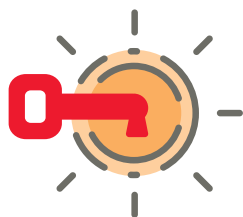
## 外匯

- 利率對美元影響漸減，但經濟及避險因素支撐匯價
- 料英國衰退壓力持續，央行加息空間受限，英鎊面臨挑戰
- 加息預期及商品價格回升有利澳元表現

## 市場前瞻

## 專輯

- 中國減排政策積極，料加快推動內地綠債市場發展
- 綠債溢價、流動性及波幅較傳統債券佳，惟收益率偏低
- 「漂綠」風險成新興議題，投資綠色債券須小心選擇



## 債券

- 美聯儲將持續加息但避險情緒仍在，料10年期美債收益率年內將升至4.3至4.5%
- 衰退出現時，80%機會美國2與10年期國債收益率由負轉正
- 衰退時投入債券市場博率較高，尤其高評級及官方發行債券類別
- 加息週期尾段是債市最佳切入點，歷史平均回報5.9%

## 破局

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪



東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

## 破局

上季標題是《抉擇》。當時預測疫情與戰事將被全球衰退威脅取代，成為投資市場焦點。無視世界銀行及經合組織等國際機構多次呼籲衰退風險將至，成熟國家央行們執意不斷加息以打擊頑固通脹，加上流言蜚語，預測市場將在避險情緒中好淡爭持。中美經濟脫鉤牽動全球板塊轉移，多方政經磨擦造成震盪，亦帶來機遇。過去預測大致與今天結果相若。

本季標題是《破局》，意指打破固有而艱難的困境。解決過程中遇上非常困難或不同矛盾，但只有通過變通，勇於修正自身思維及行為模式，才能打破僵局，並朝著新方向發展。今天投資市場莫非如此：利率衝擊市場的困局終見突破，中國防疫調整終於打破僵局，去年股債匯「三殺」死局終於曙光初露。看似一步之遙，但最後一步往往是危機四伏。從宏觀經濟影響資金去向再到資產表現，環環相扣，一線貫穿所有針孔並非緣木求魚，但亦非唾手可得。開弓沒有回頭箭，要在混沌市況中一矢中的，明察秋毫、冷靜應對、堅韌耐性缺一不可。

### 宏觀經濟：當衰退遇上復甦

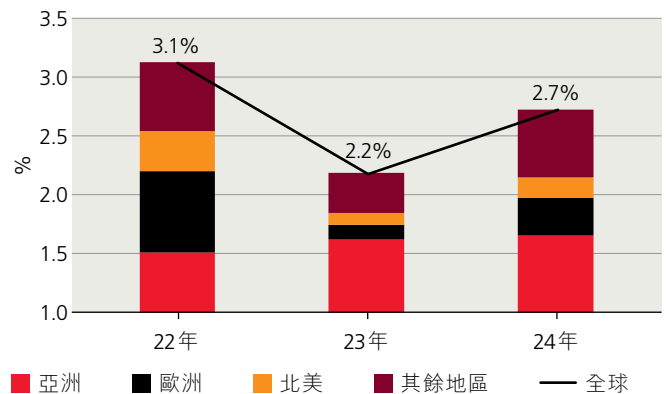
俄烏戰事持續差不多一年，最初新聞報導每天戰況，各大國際政治、經濟甚至體育及演藝盛事都見到烏克蘭總統澤連斯基的激昂演說。過了大半年後，印尼 G20 峰會、泰國亞太經濟合作組織 (APEC) 峰會、埃及聯合國氣候變化大會 (COP27)，甚至卡塔爾世界盃中，有關戰事報導少之又少，過去高調表態者更是煙消雲散。可知道最近兩軍傷亡情況如何？烏克蘭各分離地區公投入俄後民生如何？可有關心烏國難民的去向及遭遇？早前已預期當各參與國（不是參戰國）國內大選塵埃落定，加上邊際成本（民不聊生、民調急挫等）遠高於邊際利益（道德高地、受惠企業盈利等），戰事反變成絆腳石，領袖們便會藉機逐步淡出，明哲保身。隨著歐盟執行完全終止對俄國能源進口<sup>1</sup>，並完成表決對俄國石油<sup>2</sup>及天然氣<sup>3</sup>設立不痛不癢的價格上限後，彼此彷彿已完成歷史任務，是時候全身而退（詳情可參閱去年第三及上季《宏觀策略》章節）。

雖然烏克蘭總統澤連斯基在美國白宮演說中警告俄方將再次加大戰線<sup>4</sup>，但戰事對全球經濟影響已大不如前。早前雙方制裁綁架了各大領域，全球經濟生態迅速地出現根本性改變，但亦在新秩序中果斷地平衡各方利益，把戰事對各方的負面影響減至最低。投資市場中戰事其實早已「結束」，遺留給當今執政者（部份政府已換帥）是高通脹同時經濟衰退的爛攤子。

### 歐美經濟：趨向悲觀

根據經濟合作暨發展組織 (OECD) 最新對今年經濟預測<sup>5</sup>，更高的通脹同時更低的增長是全球經濟為俄烏戰爭付出的沉重代價，全球正在 70 年代以來最大的能源危機中掙扎，經濟增長預測由去年 3.1% 下降至今年 2.2%，明年出現反彈至 2.7%。亞洲及新興市場將成為今明兩年增長的主要引擎，歐美及南美洲增長將非常低。

#### 全球 GDP 增長預測



資料來源：OECD，數據截至 2022 年 11 月 22 日



<sup>1</sup> 見歐盟網站，[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_22\\_2802](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_22_2802)

<sup>2</sup> 見歐盟高峰會網站，<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/12/03/russian-oil-eu-agrees-on-level-of-price-cap/>

<sup>3</sup> 見 CNBC 網站，[https://www.cnbc.com/2022/12/19/european-union-approves-cap-on-natural-gas-prices.html?\\_\\_source=androidappshare](https://www.cnbc.com/2022/12/19/european-union-approves-cap-on-natural-gas-prices.html?__source=androidappshare)

<sup>4</sup> 見今天美國網站，<https://www.usatoday.com/story/news/politics/2022/12/21/zelenskyy-ukraine-white-house-congress-live-updates/10937709002/>

<sup>5</sup> 見經濟合作暨發展組織網站，<https://www.oecd.org/economic-outlook/november-2022/#gdp>

## 宏觀策略

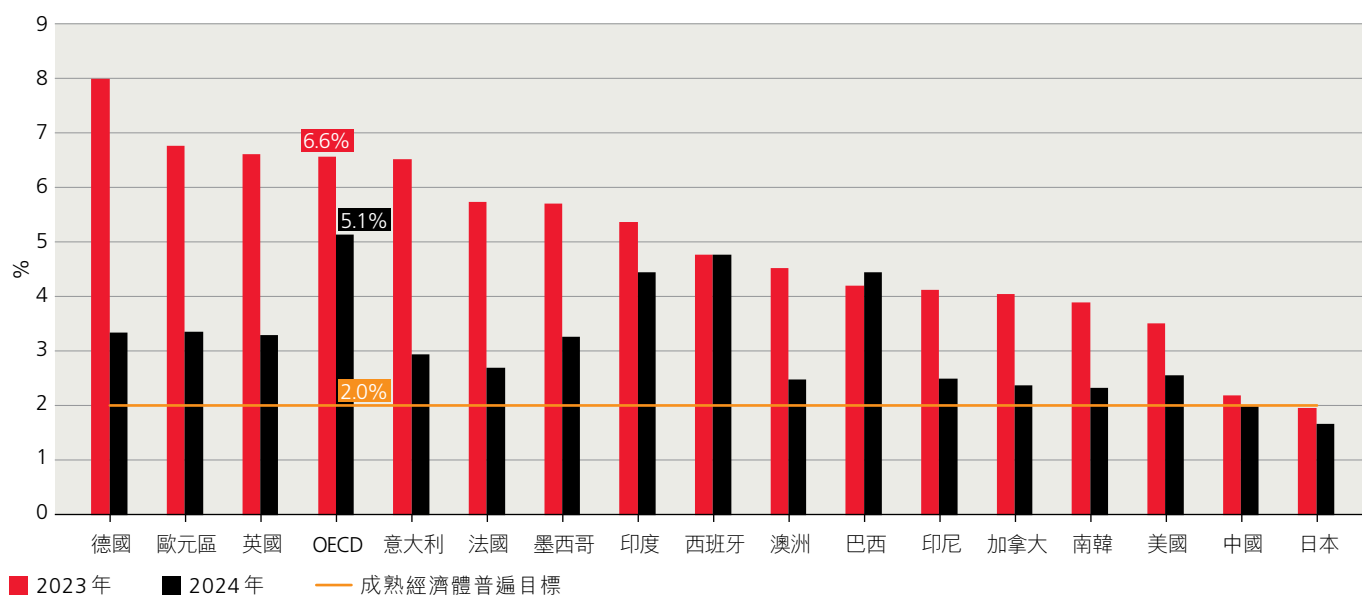
全球及個別國家經濟增長預測(%)

地區或國家	2022年	2023年	2024年	地區或國家	2022年	2023年	2024年
全球	3.1	2.2	2.7	G20	3.0	2.2	2.7
澳洲	4.0	1.9	1.6	阿根廷	4.4	0.5	1.8
加拿大	3.2	1.0	1.3	巴西	2.8	1.2	1.4
歐元區	3.3	0.5	1.4	中國	3.3	4.6	4.1
德國	1.8	-0.3	1.5	印度	6.6	5.7	6.9
法國	2.6	0.6	1.2	印尼	5.3	4.7	5.1
意大利	3.7	0.2	1.0	墨西哥	2.5	1.6	2.1
西班牙	4.7	1.3	1.7	俄羅斯	-3.9	-5.6	-0.2
日本	1.6	1.8	0.9	沙地阿拉伯	9.8	5.0	3.5
南韓	2.7	1.8	1.9	南非	1.7	1.1	1.6
英國	4.4	-0.4	0.2	土耳其	5.3	3.0	3.4
美國	1.8	0.5	1.0				

資料來源：OECD，數據截至2022年11月22日

預期全球通脹仍高企不下，覆蓋範圍將更加廣泛。今明兩年OECD綜合通脹預測分別是6.6及5.1%。除中國及日本，其他國家今明兩年通脹料超過成熟經濟體普遍目標(2%)。可喜是預期大部份國家明年將出現明顯下降，尤其歐元區國家。

## 各地區及國家通脹預測



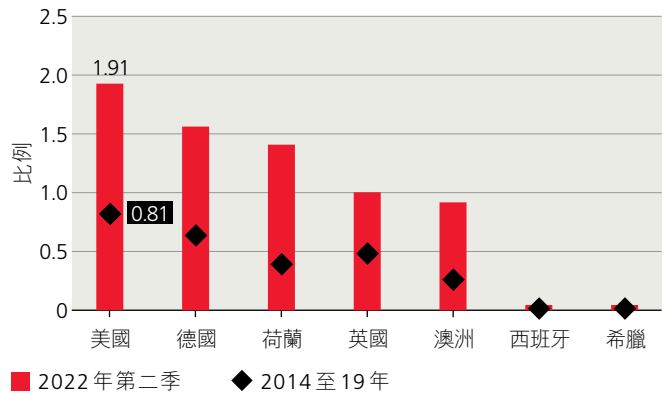
資料來源：OECD，數據截至2022年11月22日

國際貨幣基金組織 (IMF) 預測結果與 OECD 相若<sup>6</sup>。全球增長預計從去年 3.2% 放緩至今年 2.7%，是自 2001 年以來最低。全球通脹預計從去年 8.8% 下降到今年 6.5%，明年再下降到 4.1%。通脹風險仍在成熟經濟體普遍出現，新興及發展中國家的差異則較大。

經濟仍未出現明顯放緩，各大國際企業已宣布大規模裁員，主要集中在金融及科技等過往盈利或增長較高的行業，但再高薪厚職在「後疫情」時代並非優勢。去年牛津辭典選擇「Goblin Mode」(哥布林模式) 為年度代表詞彙<sup>7</sup>，反映活在當下的「躺平模式」正顛覆全球勞資市場，斜桿族 (Slash)、安靜離職 (Quiet quitting) 及在家工作 (WFH) 等新就業模式間接推高工資。

失業者並非積極尋求新工作，企業須再提高工資才能聘請足夠人手。根據職位空缺與失業人數比例數據顯示，美國去年第二季數值為 1.91，比 2014 至 19 年間 0.81 上升超過 1 倍，反映近 2 個空缺才有 1 位積極尋求新工作人士配對。截至去年 11 月 30 日，美國勞動參與率只有約 62.1%，正處於近 20 年低水平，與上述結果相若，亦令通脹粘性更高。

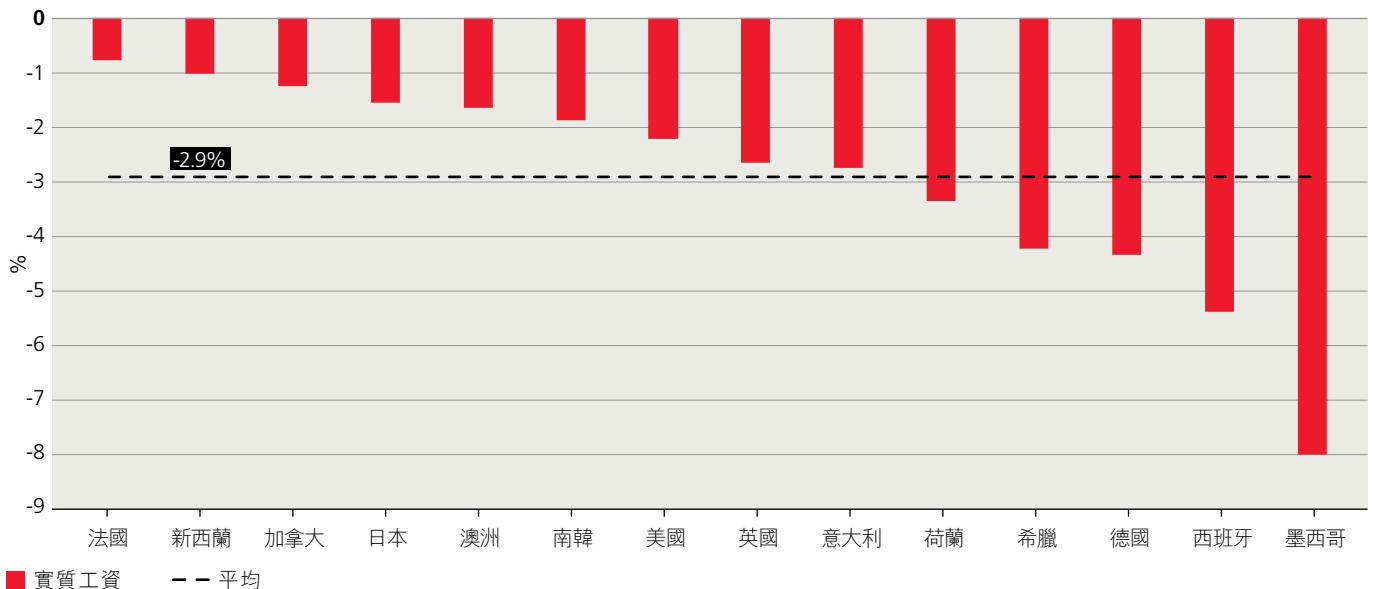
各國職位空缺與失業人數比例



資料來源：OECD，數據截至 2022 年 11 月 22 日

雖然名義工資提升，但高通脹減少了實質可支配收入，變相削弱潛在購買力。OECD 數據顯示，主要經濟體的實質工資按年平均下跌 2.9%，影響較大的國家包括荷蘭、德國及西班牙等。預期高通脹將打擊未來消費能力及意欲，令以消費主導的歐美國內生產總值 (GDP) 更難翻身。

各國實質工資按年變化



資料來源：OECD，數據截至 2022 年 11 月 22 日

<sup>6</sup> 見國際貨幣基金組織網站，<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022>

<sup>7</sup> 見 CNN 網站，<https://edition.cnn.com/2022/12/05/world/oxford-word-goblin-mode-2022-intl-scli-wellness/index.html>

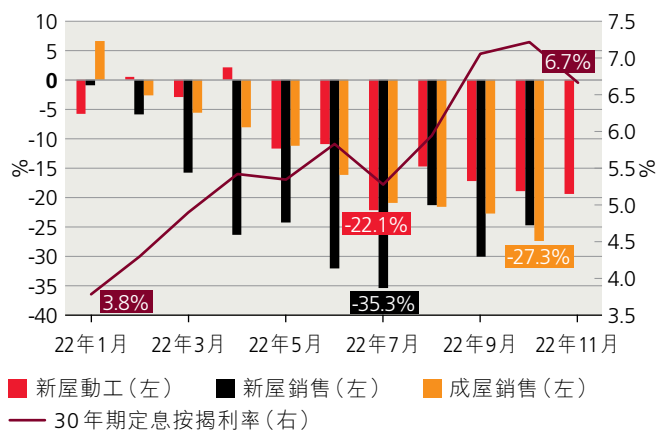


## 宏觀策略

常言今天的局面與70年代相似：高通脹長期遏抑歐美經濟增長。各主要央行為了不再重蹈覆轍，打擊通脹成為當務之急。去年不斷提高利率以抑制通脹在上季起開始奏效，歐美國家通脹相關數據出現見頂甚至開始回落，當中為減低通脹粘性而冷卻多年來熾熱房市的成效較為顯著。

作為美國按揭利率指標的30年期定息利率跟隨聯邦利率走高，由去年1月3.8%升至11月6.7%，直接打擊一手及二手交投及新建屋量。新屋動工、新屋銷售及成屋銷售數據皆顯著下跌，全數最大跌幅超過20%，當中新屋銷售更出現35%跌幅，房市降溫有助壓制佔近30%成份與住房有關的核心通脹。

## 美國房地產數據年內變化及按揭利率

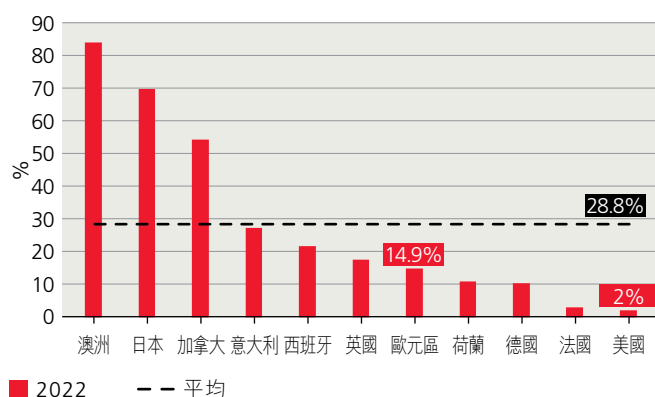


資料來源：彭博，數據截至2022年11月30日



按揭利率上升同樣打擊其他成熟國家房市。OECD數據顯示，去年新調整利率的按揭合約佔比平均只有約28.8%，但10個國家有7個低過平均值，當中美國及歐元區更只有2及14.9%，惟澳洲、日本及加拿大市場高於平均。結果反映各央行持續加息以應對通脹普遍奏效。可是，房市低迷卻帶來區內逆財富效應，降低投資及消費意欲，GDP增長進一步承壓。

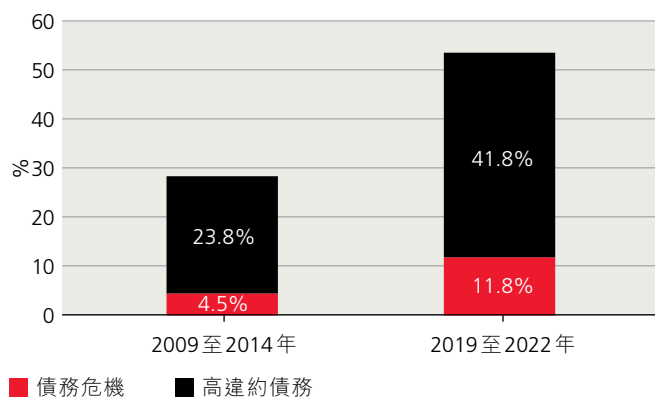
## 2022年新調整利率的按揭合約佔比



資料來源：OECD，數據截至2022年11月22日

歐美政府除了面對抗衡通脹但打擊經濟增長的兩難困局外，過程亦間接令企業及個人融資舉步維艱。持續加息對浮息債務或發行新債務的企業及個人（甚至政府）融資成本會上升，OECD預測超過一半低收入國家已陷入或面臨債務困境，本幣兌美元貶值更助長地區違約風險。

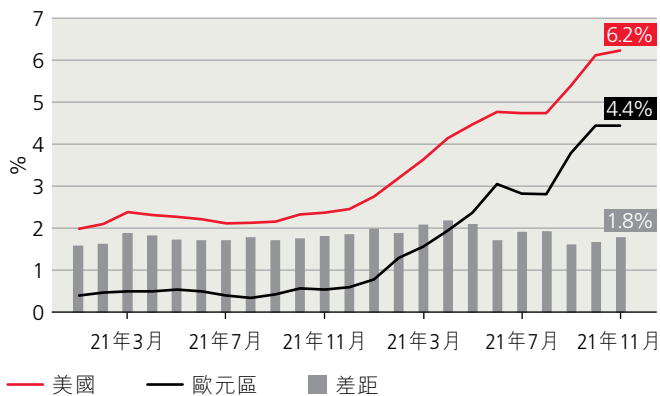
## 低收入國家各高風險債務佔比



資料來源：OECD，數據截至2022年11月22日

受影響的不單低收入國家，歐美發行的BBB評級企債收益率走勢顯示，由去年初歐美債息分別只有約0.8及2.5%，到11月時已升至約4.4及6.2%，反映歐美融資成本及違約風險正在升溫。期間兩者差距變化不大，反映兩地面對相若困境。

歐美發行BBB評級企債收益率及兩者差距



資料來源：OECD，數據截至2022年11月22日

當然辦法總比困難多，OECD建議政策制定者必須採取大膽的結構性改革，透過貨幣及財政政策同時解決當前最緊迫的問題：

- 投資於能源安全及供應多樣化勢在必行，包括再生及綠色能源技術的投資、加強能源網絡等；
- 各地政府須保持市場開放和國際貿易暢通，加強競爭力將紓緩供應限制；
- 政策應該是針對性及暫時性，增加公共債務負擔以保護弱勢家庭及企業，例如能源及食品補貼、價格上限及減稅；
- 促進就業對全面復甦至關重要，尤其技能培訓以抵銷人力資源流失；
- 財政與貨幣政策須互相補足，如果財政政策加劇通脹壓力，結果只會功虧一簣。

IMF建議的方向與OECD相似：

- 首要堅持貨幣政策以恢復價格穩定，其次財政政策應具有針對而短期性支援弱勢群體；
- 解決因增長放緩和借貸成本上升而導致日益嚴重的政府債務困境，央行須要對債務框架進行必要的改革；
- 金融環境趨緊的情況下須防範系統性風險；
- 加強結構性改革以提高生產和經濟能力，透過提高生產而非削減消費以對抗通脹；
- 積極的綠色能源轉型政策將為能源安全和持續氣候變化帶來長期回報。

雖然OECD報告中強調全球經濟並非進入衰退，只是增長顯著放緩。但為解除多年央行寬鬆貨幣政策造成的禍根，歐美經濟踏入下行週期在所難免，對投資市場打擊取決於下行程度問題。

### 中國經濟：折騰後反彈可期

去年11月11日國務院發布《關於進一步優化新冠肺炎疫情防控措施 科學精準做好防控工作的通知》(簡稱「二十條措施」)<sup>8</sup>，這是疫情爆發以來較根本性的防疫政策修訂，亦是在「二十大」以後政治局常委作出的最新決定。同月習近平主席親身出席多個國際會議，包括G20及APEC峰會，期間中央新聞聯播及中國主流媒體都廣泛報道，分析員發現整個過程中習近平主席均沒有佩戴口罩，與9月出訪烏茲別克時全程佩戴口罩，而且避免握手及出席晚宴大相徑庭，市場揣測中央有意放寬防疫政策。

11月30日，廣州市率先根據「二十條措施」宣布解除臨時管控區<sup>9</sup>。12月後北京<sup>10</sup>、上海<sup>11</sup>、深圳<sup>12</sup>等一二線城市陸續放鬆管控措施。

<sup>8</sup> 見中國政府網站，[http://www.gov.cn/xinwen/2022-11/11/content\\_5726122.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2022-11/11/content_5726122.htm)

<sup>9</sup> 見中國新聞網網站，<https://www.chinanews.com.cn/sh/2022/11-30/9905978.shtml>

<sup>10</sup> 見北京市人民政府網站，<http://www.beijing.gov.cn/ywdt/zwzt/yqfk/>

<sup>11</sup> 見上海市衛生健康委員會網站，<https://wsjkw.sh.gov.cn/fkdt/index.html>

<sup>12</sup> 見深圳市人民政府辦公廳網站，<http://www.sz.gov.cn/?dw=zwgk>

## 宏觀策略

12月7日，國務院再發布「新十條」防疫措施<sup>13</sup>，進一步擴大開放範圍及層面。正如習近平主席在G20峰會明確表示<sup>14</sup>，中國不僅不會如外界擔憂與世界脫鉤，反而會加速融入世界，並扮演更加積極的角色。放寬防疫政策顯然是其中一步，對中國經濟及全球投資市場帶來正面訊息。

12月13日中國社科院發布《經濟藍皮書：2023年中國經濟形勢分析與預測》<sup>15</sup>，當中展望今年經濟增長率仍然維持中至高速水平，數字經濟、智能製造、綠色低碳、生物醫藥等產業發展較為突出，產業結構持續優化，新經濟增長動能不斷增強，加上低基數效應，預計今年經濟增長5.1%左右。物價總體保持溫和上漲，消費物價指數(CPI)及生產物價指數(PPI)分別上漲2.8及1.2%左右。

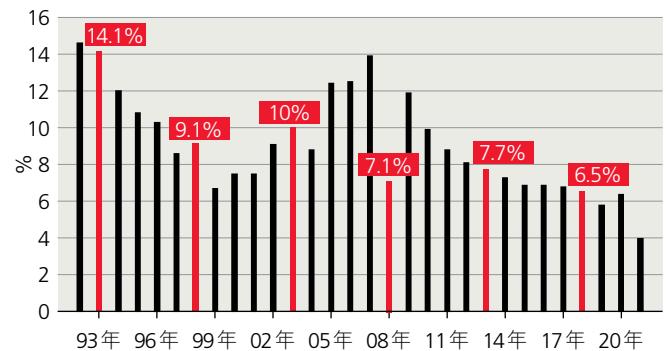
12月15及16日中央經濟工作會議在北京舉行<sup>16</sup>，為今年經濟形勢作定調。習近平主席表示當前中國經濟復甦的基礎尚不牢固，需求收縮、供給衝擊、預期轉弱三重壓力仍然較大，外部環境動盪不安。但中國經濟韌性強、潛力大、活力足，未來經濟運行有望總體回升。明確表示「從改善社會心理預期、提振發展信心入手」。堅持「穩字當頭」及「穩中求進」，繼續實施積極的財政政策和穩健的貨幣政策，加大宏觀政策調控力度，加強各類政策協調配合，形成高質量發展合力。

經濟工作規劃節錄內容包括：

- 首位是內需，把恢復及擴大消費為首位，改善消費條件，創新消費場景；
- 著力發展數位經濟，提升常態化監管，支持平台企業在引領發展、創造就業、國際競爭中大顯身手；
- 從制度和法律上落實國企與民企平等對待，從政策和輿論上鼓勵並支持民營經濟和企業發展；
- 要確保房地產市場平穩發展，扎實做好「保交樓、保民生、保穩定」各項工作，堅持「房住不炒」，推動房地產業向新發展模式平穩過渡；
- 因時因勢改善疫情防控措施，著力由「防控」轉移重心至「保健康、防重症」。

規劃重心中不難發現多項投資機遇(詳情可參閱《股票》章節)，最重要是總體表現出中央對經濟復甦的決心，突顯「目標明確、節奏明快」執行方針。另外，上述時序反映由去年10月22日「中共二十大」閉幕，新領導班子確立後不足一季，多項經濟、外交、民生有關等政策的重要修正及落實迅速出台，反映新舊領導班子無縫交接及領導班子的決心及魄力。參考過去30年經歷共6屆(5年任期)中共全國代表大會，除了2003及08年，翌年GDP增長表現普遍是當屆中最好，反映歷年新班子接任後第一年整體經濟較為受惠。

### 中國GDP(按年)增長



資料來源：彭博，數據截至2022年12月20日

註：中共全國代表大會分別在1992、1997、2002、2007、2012及2017年舉行。紅色為大會後翌年數據。

中國設定去年GDP增長目標為5.5%，但在疫情反覆衝擊下，普遍預計最終只有約3%增長。相信在經濟政策調整、疫後復常概念及低基數效應帶動下，分析認為今年中國經濟比去年更為樂觀。但注意復常之路預期並非平坦，將呈現先抑後揚之勢：

- 參考歐美及亞洲其他國家放鬆防疫政策後，須待數月後感染甚至死亡人數才會達峰，尤其注意春節後數據；
- 中國人口眾多，期間將對醫療系統及社會保護網帶來衝擊。畢竟過去3年抗疫挑戰下民生出現疲態是人之常情，突然的放寬反而感到焦慮，尤其老百姓對感染數字回升仍存有某程度上恐懼，可能釀成民間及投資市場零星反對浪潮及信心問題，例如回收放寬政策的可能性；

<sup>13</sup> 見中國政府網站，[http://www.gov.cn/fuwu/2022-12/07/content\\_5730470.htm](http://www.gov.cn/fuwu/2022-12/07/content_5730470.htm)

<sup>14</sup> 見中國外交部網站，[https://www.fmprc.gov.cn/mfa\\_eng/zxxx\\_662805/202211/t20221115\\_10975446.html](https://www.fmprc.gov.cn/mfa_eng/zxxx_662805/202211/t20221115_10975446.html)

<sup>15</sup> 見中國網新聞中心網站，[http://news.china.com.cn/txt/2022-12/17/content\\_85016080.htm](http://news.china.com.cn/txt/2022-12/17/content_85016080.htm)

<sup>16</sup> 見中國共產黨員網站，<https://www.12371.cn/2022/12/16/ART11671193528795538.shtml>

- 大多數企業盈利將會受惠但非立即緩解，例如須時增聘人手及材料、配合民間疫後消費模式轉變、報復式消費力度及方向等。復甦勢頭料沒有預期般快，不能低估對經濟短期衝擊。

防疫政策調整正牽一髮動全身，加上其他經濟環節如社會信貸問題及外圍衝擊將影響整體政府決策及經濟敏感度，打破僵局不代表一帆風順，復常有利但不等如經濟飆升。

市場普遍預測今年GDP增長為5%左右，利好勢頭料將延續至明年（本行預期今年增長為5.2%，詳情可參閱《宏觀經濟》章節）。

### 「經濟碎片化」：重塑全球經濟新秩序

總括上文分析，美聯儲預期今年美國經濟放緩導致GDP增長只有0.5%，反觀市場普遍預測中國在防疫政策調整後全年增長將有約5%。此消彼長下市場早已傳出「東升西降」概念及相關投資策略，但風險管理角度上更值得注意當美國經濟「一哥」地位被「二哥」追趕時，恐怕將會加速全球經濟脫鉤，「經濟碎片化」比「東升西降」更語重心長。

物理上變動源於引力，環球政經變幻亦莫過於此。國際衝突多數源於恐懼失去優勢而壓制對手，或利慾薰心不斷向外膨脹至影響別國利益。俄烏戰事爆發其中原因是意識形



態下北約東擴引起俄羅斯不安，而歐洲與俄羅斯在能源交易上關係愈見緊密（石油歐元）或打擊美元地位，因此北溪油管成為衝突磨心。

上季已預測由俄烏戰事作為引子，透過能源脫鉤撕裂全球化體系，以意識形態作為核心動力，拉幫結派地構成不受地域界限的經濟生態圈（詳情可參閱上季《宏觀策略》章節）。

雖然以不同名目出台，但以中國為首的新興市場組織（或戰略關係）日益壯大。目標在於過去經濟動力受成熟市場制肘，成立或加入組織希望合力擺脫現狀，或在全球經濟脫鉤中成立更適合自身國情及國力的「全球化」。例如阿根廷、伊朗<sup>17</sup>、沙地阿拉伯<sup>18</sup>及埃及<sup>19</sup>已表態有意加入金磚組織（BRICS），而國際銀行家雜誌<sup>20</sup>及Observer Research Foundation（ORF）<sup>21</sup>已分析金磚組織聯合中國倡議的「一帶一路」（Belt and Road Initiatives, BRI）將在未來全球經濟扮演十分重要角色。組織優勢在於人力及天然資源豐富，多年來經濟發展逐漸步入中等水平，部份亞洲國家GDP甚至已擠身全球前十名（例如印度及南韓）。弱點是組織結構及制度仍在初階，成員國互助能力及範圍仍在摸索，更重要是互信程度薄弱，向心與離心力容易受利益挑戰，有待時間磨合及去蕪存菁。

另一陣營是以成熟市場為主並交織於國際政治版圖的經濟組織，美國為首及「五眼聯盟」（FVEY）成員國（澳洲、紐西蘭、加拿大及英國）為核心的組織。例如日本主導的跨太平洋夥伴全面進展協定（CPTPP），加入南韓及印度亞洲盟友為主導的印太經濟架構（IPEF）。目標透過投票權及話語權主宰國際規則及延伸利益，以維持其經濟領導地位。優勢在於透過影響聯合國、世貿、世銀，甚至世衛等國際事務組織，再引伸至其他經濟領域。另在金融及科技創新領域上手執牛耳，並透過制裁鞏固固有利益。弱點是資源不足，工廠生產力式微，經濟增長過於依賴服務業。其次自身政黨爭端影響對外政策執行性，加上「美國優先」政策下成員國之間利益問題日益浮現，例如以反歐洲一體化為理念的歐洲懷疑主義抬頭（Euroscepticism）<sup>22, 23</sup>、澳洲潛艇事件<sup>24</sup>及歐盟進口美國天然氣價格偏高<sup>25</sup>。

<sup>17</sup> 見環球時報網站，<https://www.globaltimes.cn/page/202206/1269270.shtml>

<sup>18</sup> 見中國環球電視網網站，<https://news.cgtn.com/news/2022-12-11/Saudi-Arabia-s-overtures-to-China-BRICS-not-against-a-third-country-1fECIZ1gB56/index.html>

<sup>19</sup> 見AI-monitor網站，<https://www.ai-monitor.com/originals/2022/07/sisi-advances-egypts-bid-brics-membership>

<sup>20</sup> 見國際銀行家雜誌網站，<https://internationalbanker.com/finance/why-the-brics-bloc-will-play-a-crucial-global-economic-role-in-2023/>

<sup>21</sup> 見Observer Research Foundation網站，<https://www.orfonline.org/research/brics-and-bri-china-aims-for-strategic-alignment/>

<sup>22</sup> 見National Review網站，<https://www.nationalreview.com/news/italy-set-to-elect-right-wing-euroskeptic-prime-minister/>

<sup>23</sup> 見政客雜誌網站，<https://www.politico.eu/article/brussels-eu-fears-spoiler-role-sweden-far-right/>

<sup>24</sup> 見澳洲國防部網站，<https://www.defence.gov.au/about/taskforces/nuclear-powered-submarine-task-force/frequently-asked-questions>

<sup>25</sup> 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2022/12/06/business/eu-us-trade-tensions-ira/index.html>

## 宏觀策略

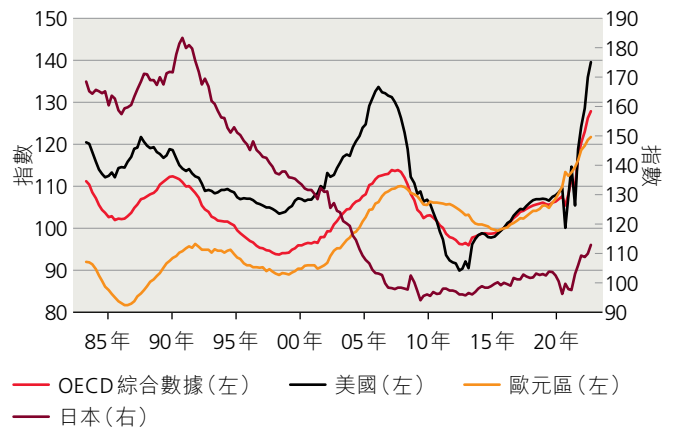
其他組織在混沌的政經局勢中普遍堅持中立態度，包括亞洲太平洋經濟合作組織(APEC)、東南亞國家協會(ASEAN)、太平洋共同體(SPC)、南美洲國家聯盟(USAN)、太平洋島國論壇(PIF)等。明白國力未至於影響國際舞台，亦不想捲入大國爭端的旋渦中。反觀中立態度有利成為被拉攏對象，左右逢源地為國家謀求最大利益。

例如去年11月南亞地區舉辦G20及APEC峰會，不同意見的領袖皆賞面出席。除成功展現出近年來南亞地區經濟發展成就，亦突顯在風雨飄搖的局勢中保持其中立地位。正如上文OECD及IMF預期今年亞洲經濟表現將傲視全球，一方與中國增長貿易聯繫及維持南海和平，另一方對外吸納西方新增訂單，尤其從中國撤出的歐美企業(例如越南及印度)。更在大國博奕中扮演調停角色(例如印尼及新加坡)。面面俱圓、相得益彰。

全球經濟碎片化將重塑經濟結構及各領域營運模式，新秩序初期預期：

- 融資成本上升：美聯儲今年利率目標為5.1%，其他央行亦步亦趨。低利率時代將不復再，預期負面影響將陸續出現，例如利率敏感的行业受到衝擊；
- 違約風險上升：重塑期間料全球增長率將低於借貸成本，G7國家債務佔GDP從2007年81%已上升到去年128%。經濟放緩加上借貸成本上升，債務不可持續推升違約風險，尤其新興市場；
- 失業率上升：截至去年11月，美國有1.7億勞動人口，佔全國約3.3億總人口約51%。美聯儲預期今年失業率4.6%，較去年上升0.9%，即約超過150萬人將會失業。經濟放緩減少全球企業數量，自然失業率料超越過往水平；
- 全球房地產降溫：本土房價與收入比例標誌著國民承擔能力及整體私人財富容量。除日本外，數據顯示整體包括美國及歐元區指數正處於40年最高水平，隨著全球經濟體量下降，指數料將回落。結構轉型下「以房藏富」的操作有可能改變；

### 房價與收入比例



資料來源：OECD，數據截至2022年12月24日

- 高能源價格導致高通脹：俄烏戰事後各方制裁及缺乏互信下能源供需將較過往迂迴，例如出產地標籤增加多重加工或中介人費用、繞道運輸增加航運成本及時間等。高能源價格推高生產及消費物價已是不爭事實，亦突顯各經濟體的脆弱性；
- 加劇極端天氣事件：高油價長期迫使研發新能源，但短期內經濟體回歸化石能源以救燃眉之急將無可避免，各國延遲減排達標時間將令極端天氣變得更加頻繁，導致全球經濟損失。

### 中美關係惡化：拳來腳往

上季分析未來以美國為首的政經組織焦點將東延至亞洲，核心目標是中國。在亞洲經濟體量超越歐洲時，時任美國總統奧巴馬率先提出「重返亞洲」計劃，至今對外策略未見明顯改變(詳情可參閱去年第三季《宏觀策略》章節)。去年執政民主黨在中期大選後失掉眾議院控制權，未來料將受到共和黨在施政上各方阻撓。加上2024年總統大選臨近，迫使拜登政府將重心轉移至外交，對外強硬姿態將成為政策主軸以爭取選票。



去年選舉期間挑釁中國比俄羅斯獲得更多選民支持（詳情可參閱上季《宏觀策略》章節），食髓知味，預期中美關係惡化再延伸至各經濟組織及領域將無可避免。預期美方將在貿易、自身優勢較大的金融及科技領域向中方施壓，近月美方舉措如下：

- 貿易：再把36間中國企業列入貿易黑名單<sup>26</sup>；
- 金融：美國公眾公司會計監督委員會（PCAOB）審查中資公司並考慮剔出違規公司上市資格<sup>27</sup>；
- 科技：美國禁止芯片或有關技術出口至中國<sup>28</sup>，把亞洲芯片技術企業遷移到美國<sup>29</sup>或向其他國家施壓同步制裁中國<sup>30</sup>，並有意延伸至人工智能及量子計算技術<sup>31</sup>。

近年調整過往韜光養晦的外交策略，中方亦不甘示弱地作出反制手段或安排：

- 當美國與沙地關係吹起冷風之制，習近平主席出訪沙地阿拉伯，預計與海灣及阿拉伯國家簽署多項涉及能源安全、投資協議和諒解備忘錄<sup>32</sup>，進一步建立與中東地區關係；
- 與沙地王儲穆罕默德·賓·沙爾曼討論「石油人民幣」的可能性，有助人民幣國際化，甚至直接衝擊美元地位<sup>33</sup>；
- 中國與國際清算銀行（BIS）簽署協議，建立人民幣流動性安排（RMBLA），在市場波動時為參與國提供流動性，防禦人民幣受到衝擊，有利國際對人民幣信心。首批參與國包括印尼、馬來西亞、香港、新加坡及智利<sup>34</sup>；

- 數字人民幣（e-Yuan）使用量突破1,000億元人民幣<sup>35</sup>，並不斷增加跨境試點<sup>36</sup>，例如香港<sup>37</sup>；
- 中國將計劃未來5年共投資超過1,430億美元支持國內半導體生產和研發活動，以自給自足半導體產業抗衡各方制裁<sup>38</sup>。

「動口」有傷和氣，更差是「動手」。歷年總統大選前皆會出現不同程度的軍事衝擊，傳統上皆有利執政黨。預期拜登政府將拉攏盟國（例如日本修憲）在區內領土主權爭議上牽制各方，例如南千島群島（俄日）、朝鮮半島（南北韓）、竹島（日韓）、釣魚台（中日）、南海主權（中國與南亞）等。台灣問題更是中國多次警戒的紅線，適逢明年為台灣大選，任何閃失將禍及全球。就算戰爭欠奉，軍事交易及演習亦將逐步升級，不但藉此出售軍火圖利，亦可消耗及拖慢亞洲經濟發展。

上季已提出「二元對立」往往局限思考維度，不幸地今天中美關係正朝向劍拔弩張這條不歸路上運行，尤其當經濟進一步呈現「東升西降」，風險便愈高。投資者應重點把資產組合中各項投資相關性下降，例如排除中美兩地上市、盈利關聯、被制裁行業等，達到組合性風險愈低愈好。另外，經濟單邊走向反而更清晰、更有利制定投資策略，重點在於把資金隔離並獨立地操作，在可承受風險水平中尋找回報。

「道不同不相為謀」實屬司空見慣，不代表須要你死我亡。破局中另辟蹊徑，困局中突圍而出。

<sup>26</sup> 見ABC新聞網站，<https://abcnews.go.com/Technology/wireStory/us-puts-3-dozen-chinese-companies-trade-blacklist-95409944>

<sup>27</sup> 見福布斯網站，<https://www.forbes.com/sites/drewbernstein/2022/12/21/showdown-in-hong-kong-pcaob-declares-a-win-as-china-based-auditors-open-access/?sh=71324bd11ec0>

<sup>28</sup> 見China Briefing網站，<https://www.china-briefing.com/news/us-chip-sanctions-on-china-analysis-and-implications/>

<sup>29</sup> 見東亞論壇網站，<https://www.eastasiaforum.org/2022/12/03/taiwan-holds-all-the-chips-in-us-china-tech-showdown/>

<sup>30</sup> 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2022/12/05/us-ramps-up-pressure-on-netherlands-to-fall-in-line-with-china-chip-policy.html>

<sup>31</sup> 見南華早報網站，<https://www.scmp.com/tech/policy/article/3196729/us-weighs-more-china-tech-restrictions-targeting-quantum-computing-and-artificial-intelligence>

<sup>32</sup> 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2022/12/09/china-saudi-arabia-stress-importance-of-oil-markets-stability.html>

<sup>33</sup> 見南華早報網站，<https://www.scmp.com/comment/opinion/article/3203902/why-chinas-yuan-oil-push-middle-east-no-threat-us-dollar>

<sup>34</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/technology/china-plans-over-143-bln-push-boost-domestic-chips-compete-with-us-sources-2022-12-13/>

<sup>35</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/currencies/chinas-digital-currency-passes-100-bln-yuan-spending-pboc-2022-10-13/>

<sup>36</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/currencies/chinas-digital-yuan-stands-out-cross-border-pilot-show-global-ambition-2022-10-27/>

<sup>37</sup> 見Central Banking網站，<https://www.centralbanking.com/fintech/cbdc/7954062/shoppers-in-hong-kong-encouraged-to-use-e-yuan>

<sup>38</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/technology/china-plans-over-143-bln-push-boost-domestic-chips-compete-with-us-sources-2022-12-13/>

## 宏觀策略

## 資金走勢：加息尾聲不代表資產反彈

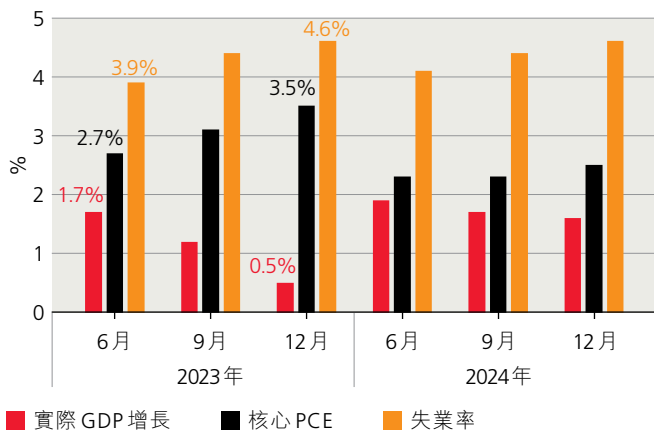
## 美國利率：正本清源較揣測言行更實際

去年12月中旬美聯儲舉行最後一次公開市場委員會(FOMC)議息會議，市場普遍接受加息50點子，主席鮑威爾亦沒有令市場失望。雖然1年加息共7次實屬近代罕見，但會議更重要訊息是把今年利率目標由4.6%上調至5.1%，比市場會議前預期4.9%更高，亦暗示本次加息週期仍未完結。聲明中「鷹派」言論更向過於自滿的市場打臉。FOMC聲明及主席鮑威爾記者會重點節錄如下<sup>39</sup>：

- 通脹上行風險仍在，維持通脹目標2%，加息是合適而未達標前不會降息；
- 將繼續減持美國國債、機構債券和機構抵押貸款支持證券；
- 歷史教訓強烈警告不要過早放鬆政策，須堅持至任務完成；
- 美國經濟年比大幅放緩，勞動市場仍然緊張，樓市活動明顯減弱，企業固投壓力上升。未來變動幅度將考慮貨幣政策對經濟的累計影響。

另一焦點是美聯儲再次修正今明兩年經濟預測。把6、9及12月修正案合併分析，便發現美聯儲一次比一次悲觀。今年實質GDP增長由6月時預期1.7%下調至12月0.5%，立於盛衰邊緣。核心個人消費支出(PCE)卻拾級而上，由6月時預期2.7%上升至12月3.5%，失業率則由6月3.9%升至12月4.6%。

## 美聯儲經濟預測



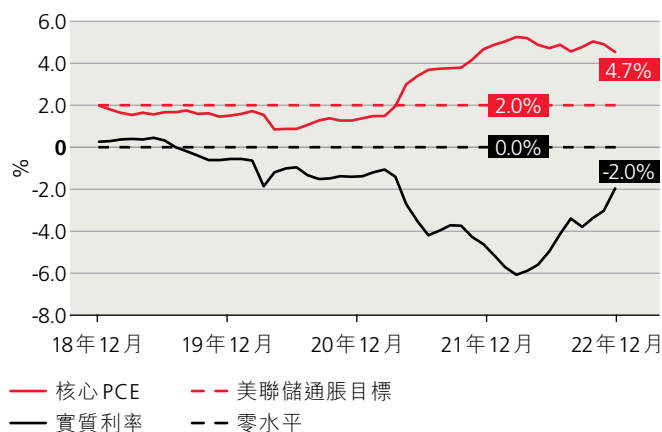
資料來源：美聯儲，數據截至2022年12月20日

3項預測走勢反映美聯儲對今年經濟日益悲觀，但多次加息後通脹預測卻不跌反升。是否反映過去堅持加息以遏止通脹適得其反？暫停加息以待觀察是否更合適的對策？這預測結果與聲明中「鷹派」言論是否背馳？

去年美聯儲多次言行不一，例如加息前忽視市場警示潛在通脹風險，大幅加息75點子後表示只是暫時性策略。言猶在耳，經常透過模稜兩可的演說技巧過關只會進一步失信於市場。明白70年代的歷史教訓警告過早逆轉政策只換來前功盡棄，亡羊補牢的代價可能比今天堅持加息更加昂貴，但欠缺清晰的利率指引只會令投資市場大幅波動。正如去年7及11月熱錢藉著當月未有會議便流傳暫停加息甚至減息之說，標普500指數急升超過15%，及後又以政策所謂「遜於預期」為由套現，指數又下跌約12%。模稜兩可的演說造就了另類投資策略（詳情可參閱《股票》章節）。

正本清源，其實加息始於核心通脹走勢。截至去年12月24日數據，以絕對性概念去分析，作為美聯儲參考指標的核心PCE約為4.7%，較美聯儲的硬指標2%仍高出2.7%，基本分析中無條件暫停加息。以相對性概念去分析，名義利率（聯邦利率）為4.5%，核心通脹約為6%，名義利率減去核心通脹的實質利率仍約負1.5%。實質利率理論上須與實質經濟增長匹配，實質GDP增長約為正1.9%，兩者差距約3.4%，同樣無條件暫停加息，遑論減息。

## 美國通脹及相關利率數據



資料來源：彭博，數據截至2022年12月24日

<sup>39</sup> 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20221214.pdf>

以上分析結果顯示，不論絕對性及相對性分析，其指標差距約為3%。近月各項通脹數據呈現見頂回落走勢，因此美聯儲會後聲明中表示可以放緩加息。簡單而言，以12月點陣圖顯示今年(名義)利率目標約為5.1%為基礎，只要核心通脹未來再下跌約0.9%，實質利率便為零，當時才有條件討論暫停加息，預期好大可能在上半年出現。假設點陣圖不變，當通脹進一步下跌時，實質利率轉為正值並維持一段時間後，美聯儲才有可能按比例地減息，預期待年底或明年才會出現。

另一個極端的可能性是美國經濟因某些原因短期內崩塌，實質GDP增長由1.9%忽然急挫至負1.5%（基於上述數據），或民不聊生時核心PCE忽然墜落至硬指標2%，迫使美聯儲逆轉政策，甚至減息保護經濟。較接近例子是1980年沃爾克時代，石油危機後能源價格急升，經濟發展嚴重受阻，時任美聯儲主席沃爾克希望透過大刀闊斧地加息以遏止通脹，但加息至20%後GDP增長連續兩季轉勢下跌，由正1.4%頓時跌至負1.6%，迫使沃爾克立刻宣布減息，聯邦利率又由20%大幅下降至9.5%。政策朝令夕改反而對經濟適得其反，及後兩年間經濟增長徘徊在正負值，至1983年才穩定在正值範圍（詳情可參閱上季《債券》章節）。其他歷史上曾出現例子有2020年新冠疫情、2008年金融海嘯及2000年科網泡沫。

總括而言，美國加息週期完結或炒作快將減息只是一廂情願，甚至是投資市場常見「請君入甕」的伎倆。美國經濟在疫後及戰事中仍未全面復甦，料將呈現「U」非「V」型反彈。今年將出現跌浪拐點，持續低增長後才進入升浪拐點（詳情可參閱《宏觀經濟》章節）。去年底美股強勢料只是鏡花水月，加息尾聲不代表資產必然反彈，應注意市場風險（詳情可參閱《股票》章節）。

**歐洲利率：東施效顰只會事與願違**

美聯儲操作罕有地在過去行事較謹慎的歐央行行長拉加德聲明中出現。去年12月歐央行議息後符合市場預期般加息50點子，但較意外是拉加德會後明顯表示<sup>40</sup>：

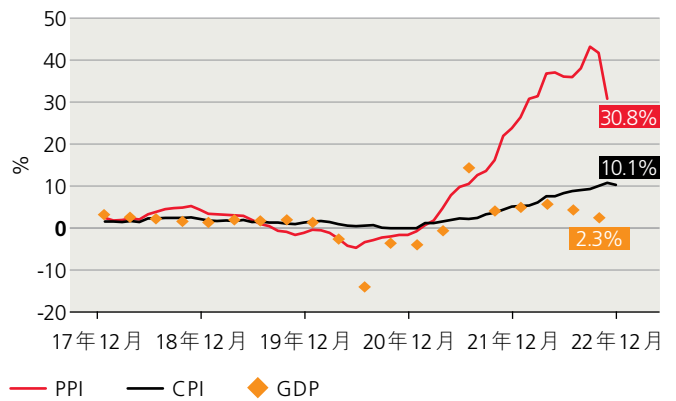
- 一段時間內持續加息50點子，目前給予前瞻性指引沒有幫助，加息之路仍然漫長；
- 市場未充分考慮借貸成本須持續上升才能遏止通脹，未來利率水平將高於市場預期；



- 將啟動量化緊縮（「縮表」）計劃：由3月起至第二季末，將不會再把資產購買計劃（APP）到期本金全數再投資，並以每月平均下降150億歐元速度逐步縮減債券投資組合規模；
- 此後規模容後定斷，相關詳情將在2月會議中交代。

強硬的鷹派言論令市場側目。俄烏戰事後，歐俄雙方互相制裁，歐元區決心在能源上與俄羅斯割席，全面禁止進口俄方能源，但以更高價格購入引入其他來源，例如美國液化天然氣。加上疫情對供應鏈影響餘波未了，歐元區PPI由2021年起由零起步，持續急升至去年11月約30.8%，最高為驚人的43.4%，5年平均只有9%。帶動CPI同期由0.9%升至10.1%，最高為10.6%，5年平均只有2.7%。高能源價格直接打擊經濟增長，由去年第一季5.3%下降至第三季2.3%。

**歐元區經濟數據**



資料來源：彭博，數據截至2022年12月24日

<sup>40</sup> 見歐央行網站，<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp221215~f3461d7b6e.en.html>



## 宏觀策略

參考彭博綜合預測，今年歐元區經濟更會出現衰退：

指標	第一季 預測	第二季 預測	第三季 預測	第四季 預測
實質GDP增長 (按年%)	0.3	-0.5	-0.4	0.3
CPI(按年%)	8.7	6.8	5.4	3.5
失業率(%)	7.0	7.2	7.2	7.2

資料來源：彭博，數據截至2022年12月24日

美國是非OPEC成員國中最大能源出口國之一，而歐洲能源大部份依賴進口。駭人聽聞的經濟數據背後是由PPI拉扯CPI向上再打擊經濟，能源價格可會因不斷加息而下降？未有任何能源解決方案前奢望能透過大幅加息及「縮表」去解決問題，東施效顰的結果將會把經濟推進衰退深淵。雖然拉加德事後補充由於歐元區經濟走弱，歐央行必須審慎且可預見地縮減資產負債表，但以自殘經濟來遏止通脹上升，削足適履是否代表央行功德完滿？值得區內投資者深思。

去年底英倫銀行及瑞士央行亦發表與歐央行相若的言論及決策，加深為藥石亂投的後果，料資金對區內投資市場退避三舍。

### 日本利率：逆轉政策將衝擊全球市場

同樣操作出現在更加罕見的日央行身上。去年9月22日，日央行進行自1998年來首次入市干預日圓。根據日本財務省11月8日公布的數據顯示，金額約2.8萬億日圓<sup>41</sup>，但無助逆轉日圓跌勢。10月21日美元兌日圓觸及超過30年低位約151水平時，日央行再次入市干預。雖然官方未有提供數據，但市場估計是次金額約5萬億日圓<sup>42</sup>。直到12月20日，日本央行行長黑田東彥宣布<sup>43</sup>，在收益率曲線控制(Yield Curve Control, YCC)政策下放寬10年期日本國債收益率目標由0.25%上升至0.5%，但維持官方利率負0.1%及購債計劃。此舉成效立竿見影，美元兌日圓單日由136下跌至131水平，較最低水平反彈超過13%。

日本是量化寬鬆政策的鼻祖，不斷透過印鈔購入自身國債及減息為經濟注入流動性及動力，因此財政上極度依賴國債發行。日本國債規模可以一直保持增長，除了因為日本長期是美國國債最大持有國(超過1萬億美元)作背書外，維持負利率政策亦是功不可沒。

超低利率孳生套息交易，令外匯及債券市場充斥大量日圓及日債沽盤。截至去年12月24日，日本國債規模約1,200萬億(日圓，下同)，日央行及國家退休基金分別持有526及38萬億，佔總額近45%，其餘大部份都是金融機構持有，因此長期貶值有利套息交易操作並支持金融機構盈利表現。另外，90年代起因成本問題各大生產線持續轉移海外，日圓貶值有利日本海外巨額資產及國際會計賬戶中帶來匯兌收益，維持日本企業競爭力。

### 日本國債總額：1,248.50萬億日圓

#### 日本國債總額及前十名持有人

機構	金額(萬億)	佔比(%)
日央行	525.94	42.13
國家退休基金	37.97	3.04
先鋒基金 (Vanguard Group)	4.04	0.32
野村集團(Nomura)	0.77	0.06
貝萊德(BlackRock)	0.53	0.04
瑞穗金融集團 (Mizuho Financial Group Inc.)	0.51	0.04
安聯(Allianz SE)	0.45	0.04
瑞士信貸集團 (Credit Suisse Group AG)	0.35	0.03
富達投資(Fidelity Investment)	0.30	0.02
Fondaco SGR S.p.A	0.28	0.02

資料來源：彭博，數據截至2022年12月24日

以上操作持續順利帶動日本經濟多年，但是任何財金政策都有極限。低利率導致長期通縮，量化寬鬆對刺激經濟的邊際增長跌入負值。除了根本性人口老化及經濟產業鏈結構問題，國債佔GDP比例不斷上升(截至去年底高見263%)，風險考量下日本國債令海外投資者卻步。但日本國債規模不斷膨脹，日央行只好加大印鈔填補空缺，形成惡性循環。

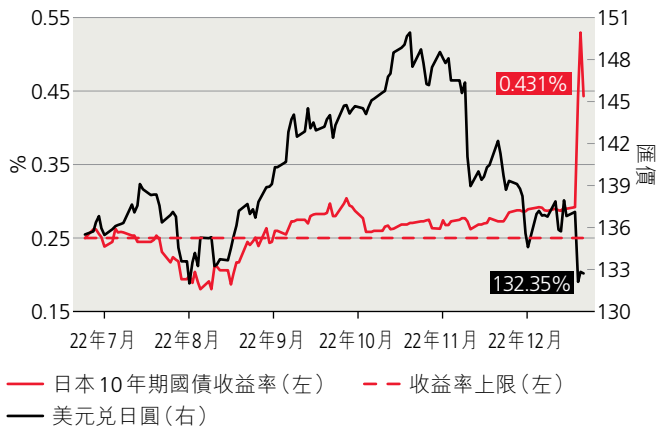
<sup>41</sup> 見日本財務省網站，[https://www.mof.go.jp/english/policy/international\\_policy/reference/feio/quarter/2022\\_3Qe.html](https://www.mof.go.jp/english/policy/international_policy/reference/feio/quarter/2022_3Qe.html)

<sup>42</sup> 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2022/10/24/forex-markets-currencies-japan-yen-bank-of-japan-intervention.html>

<sup>43</sup> 見日央行網站，[https://www.boj.or.jp/en/announcements/release\\_2022/k221220a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2022/k221220a.pdf)

俄烏戰事爆發，通脹及國債利息負擔遞增，財政問題逐步惡化，勉強再加大購債規模存疑。同時美息持續上升，美國國債價值下降影響背書日本國債能力。嗜血的熱錢開始沽空日圓及國債。去年日本10年期國債收益率多次突破設定上限0.25%，日央行在YCC政策下入市干預，國際資金在沽空匯債兩端獲利豐收。其後通脹繼續遞升，羊群效應加劇日圓貶值，迫使日央行9及10月出手干預，但效果未如理想。所謂久守必失，國際機構預測日央行將放棄YCC政策，甚至下注債務違約。日央行最終決定把10年期國債基準利率上限由0.25%上調至0.5%。此舉變相「加息」，吸引市場資金而非政府儲備購入日債，希望擊退匯債兩市的沽空資金，日圓明顯反彈，日債收益率由0.5%見頂回落。

日本國債收益率及美元兌日圓

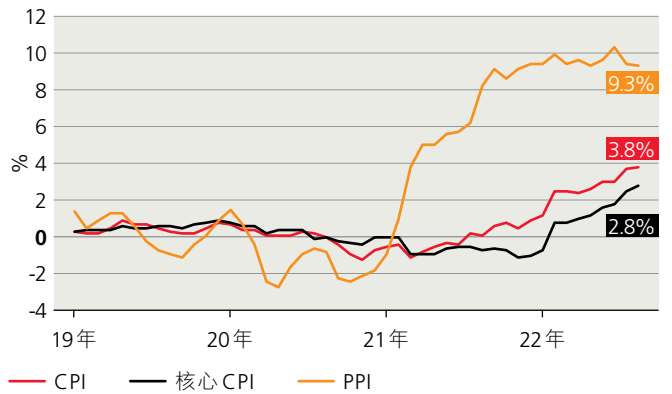


資料來源：彭博，數據截至2022年12月24日

如此一役後並非雨過天晴，因引發是次風波的根源不可能短期內解決：

- 通脹持續上升源於俄烏戰事後能源價格上漲，去年紐約期油曾上升超過60%，日圓兌美元貶值超過13%，以美元計價的進口油價對日本經濟較過往更影響深遠；
- 與歐美情況相若，戰事後由PPI帶動CPI急升。截至去年11月30日，PPI由疫情時負2.7%升至9.3%，同期CPI則由低位負1.1%升至正3.8%。數據突顯企業無法把生產成本轉移銷售價格上，企業盈利持續遞減，打擊投資意欲。雖然間接解決長期通縮的困境，但輸入性通脹為民生帶來壓力，剔除食品及能源的核心通脹已升至2.8%，打擊國民消費意欲；

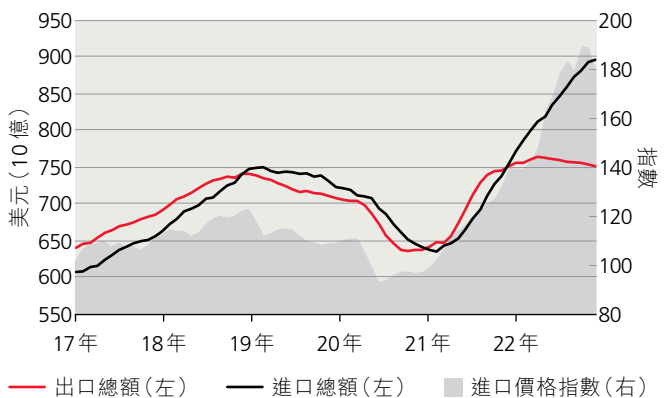
日本通脹數據



資料來源：彭博，數據截至2022年12月24日

- 去年日本貿易赤字迅速擴大，疫後復甦本來帶動貿易數據，但不幸地迎來戰事爆發。去年進口總額受商品價格上漲而不斷走高，進口價格指數由疫情至去年11月升幅約2倍，進口總額升約1.4倍。但出口總額卻受國際多邊制裁而放緩，例如中美芯片爭端打擊日本出口，中日關係惡化窒礙對華貿易。雖然同期輕微下跌1%，但貿易赤字卻由約40億美元大幅上升至約145億美元，嚴重打擊日本經濟及政府收入；

日本貿易數據

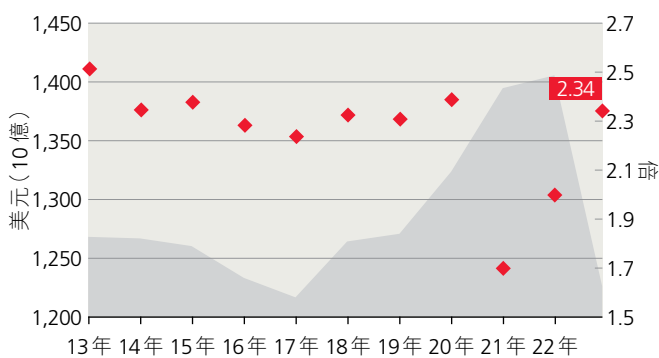


資料來源：彭博，數據截至2022年12月24日

## 宏觀策略

- 日本外匯儲備豐厚(截至去年11月總額為1.226萬億美元)，但已處於過去10年第二低水平，尤其與2021年比較急跌12%。雖然與政府支出比例(超過2倍)回復至疫前水平，但戰事及捍衛寬鬆貨幣政策的代價對儲備影響實在巨大。

日本外匯儲備及與政府支出比例



■ 日本外匯儲備(左) ◆ 政府支出與儲備比例(右)

資料來源：彭博，數據截至2022年12月24日

以上分析反映通脹問題已開始危及日本貨幣政策及國債市場的穩定，上調收益率上限只是權宜之計。不幸地日央行在能源及全球利率走勢中處於被動，如不能解決上述根本性困局，熱錢再次追擊日圓，沽空日本股債市場只是時間問題。外匯儲備再豐厚亦難以長期抵禦市場衝擊，堅持量化寬鬆政策的日央行也可能妥協。

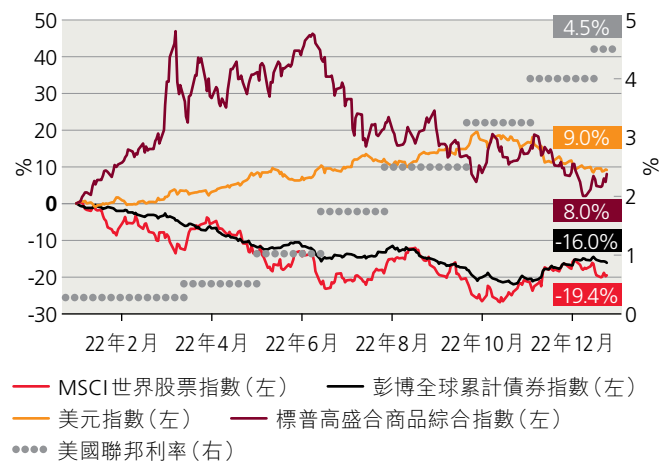
簡單而言，逆轉貨幣政策雖然令經濟舒緩，但日圓大漲將引發日本股市下跌，收益率上升後日本債市亦將承壓，更重要是利率上升將引發囤積多年的沽盤平倉，投資市場流動性頓時收緊將是環球市場的災難，預期程度不下於美國緊縮的影響。雖然日央行行長黑田東彥表示是次調整並非結束寬鬆貨幣政策<sup>44</sup>，但注意日央行政策轉變前一貫不會與市場溝通，尤其4月日央行換帥，投資者應造好「突襲」的準備。

## 資產表現：資產敏感度不應假設一致

## 極端資產表現造就長期投資機會

「歸功」於俄烏戰事及全球緊縮貨幣政策，去年環球資產市場出現近代罕有的股、債、匯「三殺」現象。

去年各資產指數及美國聯邦利率表現



資料來源：彭博，數據截至2022年12月25日

截至12月25日，MSCI世界股票及彭博全球累計債券指數分別下跌約19.4及16%，美元指數上升約9%，暗示外匯跌勢。G10貨幣同期表現如下：

貨幣兌美元	表現 (%)	貨幣兌美元	表現 (%)
瑞士法郎	-2.18	紐西蘭元	-8.00
丹麥克朗	-6.62	挪威克朗	-10.85
歐元	-6.62	英鎊	-10.93
加元	-7.07	日圓	-13.42
澳元	-7.46	瑞典克朗	-14.03

資料來源：彭博，數據截至2022年12月25日

<sup>44</sup> 見日經亞洲網站，<https://asia.nikkei.com/Spotlight/Comment/Haruhiko-Kuroda-starts-to-demolish-the-BOJ-s-ultra-loose-policy>

雖然標普高盛商品綜合指數上升8%，但分類指數表現突顯俄烏戰事及各制裁對商品市場的影響，食品及能源上升亦反映了各國通脹的根源，金屬類下跌反映經濟低迷及美元強勢的影響。

標普高盛商品分類指數表現			
類別	表現 (%)	類別	表現 (%)
能源	+13.33	貴金屬	-0.96
牲畜	+10.99	黃金	-1.34
穀物	+8.81	工業金屬	-9.82
農產品	+8.80		

資料來源：彭博，數據截至2022年12月25日

以上數據反映去年只要投入食品、能源商品板塊及持有美元才會獲利？非也。更罕見又低調的方法是持有現金。G10中除了日本，去年1個月存款利率全線上升，由最高加拿大4.79%至最低瑞士法朗0.84%，暗示以本幣計算回報，去年持有現金不失是一個好選擇。

去年投資市場的死局，造就資產價值跌至多年低位。投資及經濟週期總有低迷時，亦總有見底反彈的一刻。可曾記得2020年4月紐約油價因疫情跌至約負40美元及去年3月又因戰事升至近124美元的投資機會？物極必反便是長線投資機會。

### 波動指數預示各資產走勢分歧

過去多次強調風險愈極端，投資路徑便愈清晰，因為環球資金「歸邊」比太平盛世時更明顯。

雖然去年出現「三殺」局面，但細心觀察上季資產價格較過去3季已出現變化。波動指數反映資產隱含或引伸波幅，其走勢大多時與其隸屬的資產指數背馳。最明顯是去年表現一枝獨秀的商品市場，其波動指數則是年內直線下跌，反映標普高盛綜合商品指數已處於高位。雖然預期今年能源供需仍處於非常不穩定狀態，仍偏高的能源價格有利相關資產，但再大幅上升空間已較去年為低。常言「高處未算高」，但不要忘記「高處不勝寒」。

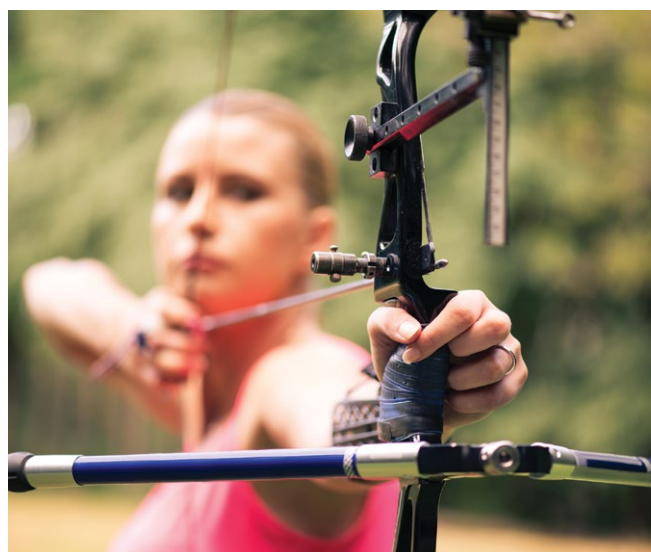
同樣狀態還出現在標普500、歐洲斯托克50及日經225指數。去年3大股指屢戰屢敗，一浪低過一浪，上季出現較明顯反彈，是否代表已見底反彈？非也。呼應上文分析，加息未真正停止，經濟未真正擺脫衰退。兩者仍未有較可靠的時間表之前，何言見底？任何基本因素逆轉，例如戰爭再次惡化刺激油價及通脹反彈，日央行忽然逆轉政策令環球流動性大幅收緊，中國復常後經濟未如理想等。上季過於自滿的股市氛圍中任何「遜於預期」都是套現的藉口。

其實衍生工具中隱含波幅反射出機構投資者的真正心意。3大股指的波動指數數據如下：

指標	標普500	歐洲 斯托克50	日經225
去年12月23日 水平	20.87	20.04	20.20
兩年平均值	22.62	23.55	21.85
兩年內最低水平	15.01	15.15	15.85

資料來源：彭博，數據截至2022年12月23日

3大波動指數皆持續下跌並低於兩年平均值，反映投資者漠視過去兩年戰事及加息等風險因素，正處於偏向亢奮狀態。預期3大波動指數愈趨向15水平時，成熟股市回吐機會愈大（詳情可參閱《股票》章節）。



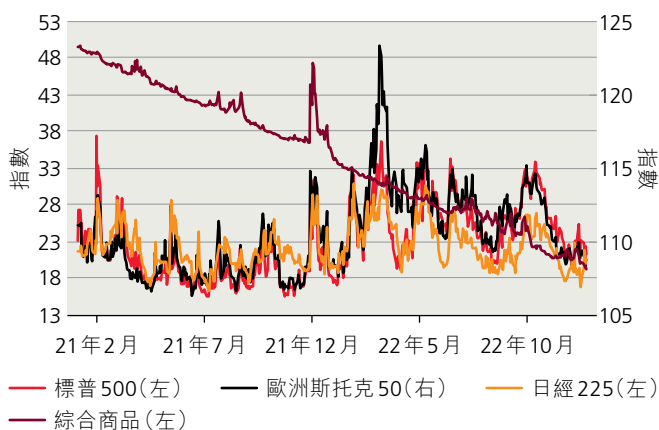
## 宏觀策略

同樣分析套用在去年表現失望的債市及匯市，結果便恰好相反。以彭博全球累計債券指數為債市代表，及摩根大通G7貨幣及新興市場貨幣指數為匯市代表，各波動指數數據如下：

指標	債市	G7貨幣	新興市場貨幣
去年12月23日水平	113.17	10.39	10.74
兩年平均值	90.53	8.06	10.60
兩年內最高水平	160.72	13.45	13.36

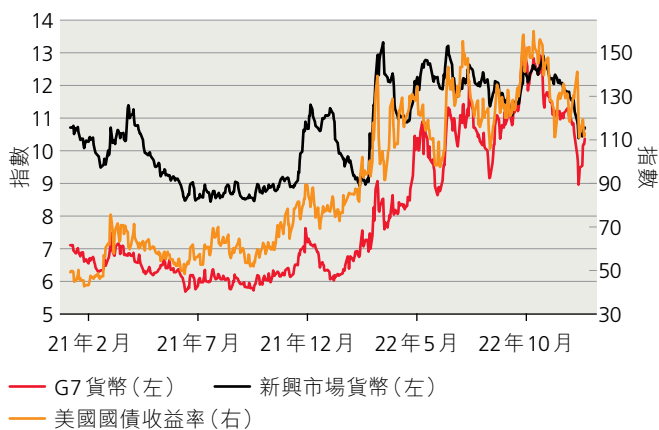
資料來源：彭博，數據截至2022年12月23日

## 資產波動指數：股票及商品



資料來源：彭博，數據截至2022年12月23日

## 資產波動指數：貨幣及收益率



資料來源：彭博，數據截至2022年12月23日

3項波動指數年內持續走高，反映隸屬指數走勢持續走弱。雖然波動指數已達峰回落，但仍處於兩年平均值之上，反映上季隸屬指數反彈後投資者仍偏向謹慎狀態。以均值回歸 (Mean reversion) 為基礎，波動指數距離最高值愈小，暗示隸屬指數已反彈幅度愈小，而距離平均值愈大，反映隸屬指數可反彈空間愈大。如此分析，未來債市及G7貨幣市場最為吸引。

以質化分析及呼應上文，當戰事及衰退等風險因素再度發酵時，避險情緒重燃將有利債市表現。雖然加息未言停止，但未來美國再次瘋狂加息 (1年內加息4.25%) 的機會不大，債市大幅下跌機率偏低。甚至如果成熟市場經濟跌入深度衰退及中國防疫不似如期，不排除減息的可能性都有利債市表現。因此債市較股市及商品市場的值博率更見吸引 (詳情可參閱《債券》章節)。

同樣呼應上文分析，美聯儲有意在明年上半年結束加息，但歐央行及英倫銀行明確表示有意繼續，甚至日央行有可能打破近代寬鬆政策傳統而進入加息週期，預期與美元利差收窄將有利G7貨幣。如排除出現極端風險，基本條件下過強美元對美國復甦不利，美聯儲適時讓美元有序下跌亦是合理預測，美元重上超過20年高位114水平機會不大，即G7貨幣如去年大跌的機率偏低。相反，雖然新興市場不斷加息及美元回軟，但國力及能否受惠美元走弱仍存在變數，例如成熟市場經濟放緩、中國經濟反彈表現、各方制裁的後續影響等。預期新興市場貨幣並非未來全球資金中首選 (詳情可參閱《外匯》章節)。

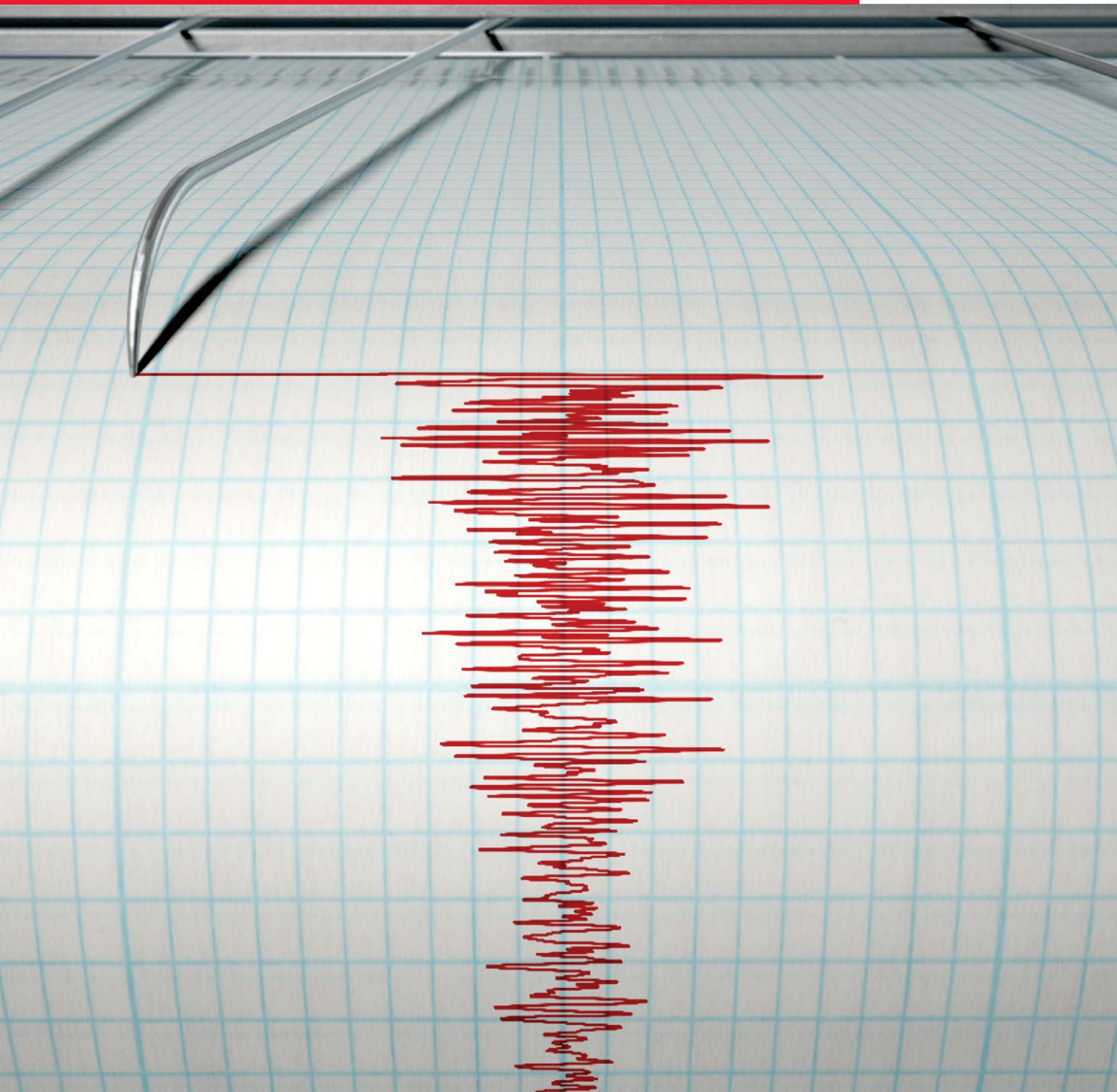
總結全文，成熟市場經濟放緩甚至可能衰退，同時中國經濟在顛簸的復常中反彈，帶領其隸屬的經濟組織突破去年困局，結果將加快全球經濟趨向碎片化。美國加息週期看似完結，但黃雀在後的歐洲及日本央行才是主角，當中金融流動性收緊及錯估形勢將成最大投資風險。大部份資產去年大幅下修反而造就長線投資機會，投資者持有現金比例偏高暗示整裝待發地等待著一個破局的機會。各波動指數正反映「風險中投資路徑更清晰」理念，但否極泰來並不代表一蹴而就。

開弓沒有回頭箭，相信中國復常成敗將主宰今年全球政治、經濟及投資市場去向，中國經濟表現勢成全球破局之箭。

# 宏觀經濟

## 餘波未了

東亞銀行經濟研究部

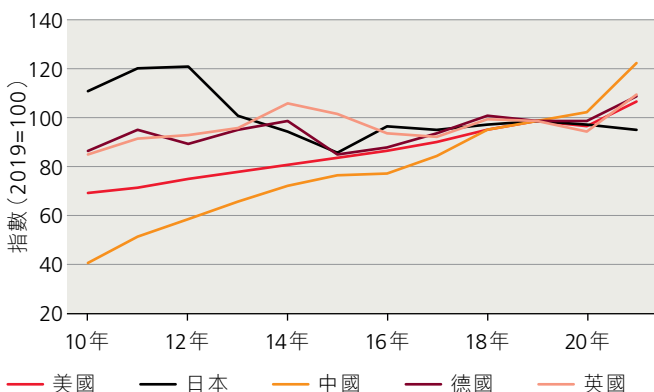


## 環球經濟展望

### 通脹高企，主要發達經濟體央行大幅加息

回顧2022年，全球經濟出現顯著變化。從年初經濟受惠疫情過後重開，以及各地政府和央行推出寬鬆政策，拉動全球經濟錄得高於趨勢的恢復性增長。可是，縱使主要經濟體已逐漸重開，但疫情對經濟、供應和運輸等影響尚未過去，加上俄烏軍事衝突加深經濟前景不確定性，對能源和食品供應等構成打擊，甚至引發歐洲能源危機，推動歐美等先進經濟體的通脹升至數十年來新高，促使美聯儲、歐洲央行及英倫銀行等先進經濟體央行快速調整其貨幣政策，從原來認為通脹屬暫時性無需急於加息，轉變為以數十年來最快速度加息以遏抑通脹，引發新一輪金融和房地產市場的波動，嚴重抑壓家庭和企業的財政狀況，令全球經濟前景轉趨黯淡，甚至引發經濟陷入滯漲的憂慮。

#### 主要經濟體名義國內生產總值

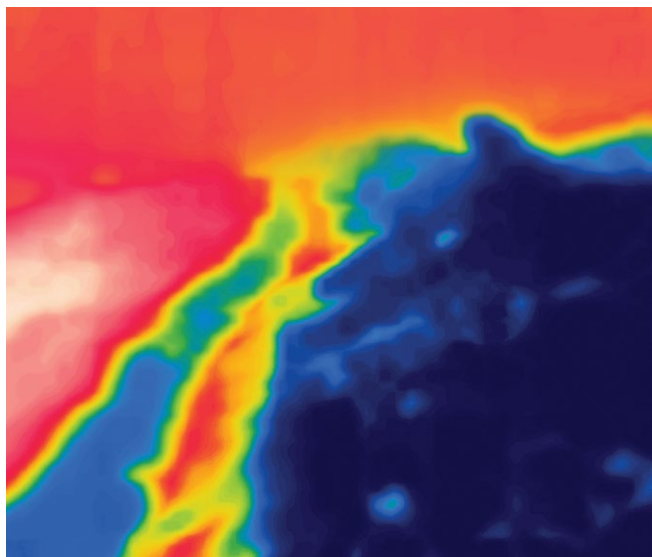


資料來源：國際貨幣基金組織，數據截至2022年12月29日

面對通脹和利率升溫，先進經濟體的家庭正以早前財政刺激措施帶來的儲蓄，以至部分經濟體推出能源補貼等來渡過難關，但未來消費的可持續性仍取決於就業市場的表現。至目前為止，縱使全球經濟面對前景黯淡、通脹和利率高企等打擊，但仍難以按傳統定義判斷經濟經已陷入衰退，與其就業市場保持穩定有關。受到疫情等導致勞工參與率下降影響，主要經濟失業率仍處於數十年來的低位，薪金水平持續較快增長，為整體經濟和消費等帶來一定支持，未來經濟能夠軟著陸將取決於就業市場的變化。可是，在利率急速上升下，不單對利率敏感的部門如商業及房地產投資正逐步降溫，再加上地緣政治、能源危機和眾多不明朗因素，令整體商業和家庭部門對經濟前景亦變得更為審慎，先進經濟體亦沒有進一步放寬財政和貨幣政策的空間，令2022年下半年主要經濟體的增長普遍錄得放緩。

展望2023年，疫情、地緣政治、通脹和利率高企等不明朗因素將持續困擾經濟表現，預期全球經濟將錄得低增長，個別經濟體甚至負增長，其中美國或可避免衰退，歐洲和英國難免陷入負增長，內地和香港經濟則有望受惠疫情防範和宏觀政策調整而加快復甦。國際貨幣基金組織(IMF)2022年10月的《世界經濟展望》預測2023年全球經濟增長2.7%，較7月預測低0.2個百分點，並較2022年3.2%增長低0.5個百分點。

通脹則從數十年來的高企逐漸放緩，相信美國和歐洲通脹分別已經見頂及於2022年第四季見頂，但2023年仍會高於其央行2%左右的政策目標，內地和香港通脹則相對溫和。IMF預測2023年全球通脹率為6.5%，較7月預測高0.8個百分點，並較2022年8.8%低2.2個百分點。高利率環境則料維持一段時間，2023年初美聯儲、歐洲央行及英倫銀行等先進經濟體央行料將進一步加息，預期緊縮貨幣政策將會維持一段時間，直至通脹出現明顯下行至2%左右的趨勢。香港料將跟隨美國進一步加息，但內地則有條件實施較寬鬆的貨幣政策。總體而言，2023年全球經濟將出現低增長、高通脹見頂回落，以及利率高企的格局。



## 美國經濟展望

### 美國經濟能否軟著陸存在不確定性

2022年上半年，美國經濟錄得連續兩個季度負增長，但分別是與貿易逆差擴大和庫存縮減有關，加上就業市場保持穩健，以及2022年第三季實質經濟錄得按季年率3.2%增長，相信美國經濟尚未被其全國經濟研究所定義為衰退。可是，自2022年至今，美國經濟的焦點是通脹情況。受早前疫情導致供應鏈瓶頸、俄烏軍事衝突推高國際能源及食品價格，以至早前寬鬆財政及貨幣政策推動房地產市場急升，就業市場向好帶動服務價格上揚等支持，美國消費物價普遍上升。其中整體消費物價指數按年增長已從2022年6月9.1%的40年高位，逐步受惠於供應鏈瓶頸紓緩和能源價格升幅回落，整體通脹於11月份回落至7.1%。惟在住房成本和核心服務價格高企下，10月份消費物價核心指數按年升幅仍達6%，而美聯儲慣常使用的通脹指標，即個人消費開支核心價格指數於11月份亦維持於4.7%，均大幅高於美聯儲2%的目標，顯示該局仍有需要進一步收緊貨幣政策。

面對通脹居高不下，2022年美聯儲已大幅加息遏抑通脹，累計加息425個基點至4.25至4.5%。在利率大幅上升下，不單金融市場出現顯著波動，對息率敏感的房地產市場亦急速降溫，標普20大城市樓價指數已連續4個月錄得按月跌幅。鑑於房地產價格的變化需要一段時間才能傳導至消費物價指數的住房成本，預期未來數月住房成本將維持高企，隨後才逐步見頂回落。

若供應鏈瓶頸、能源及食品，以至住房成本均有望於未來逐步見頂回落的話，目前美聯儲加息是希望透過緩和就業市場的需求以達致控制通脹的目標。目前，美國就業市場僅有初步放緩跡象，如11月份失業率從低位略為回升至3.7%，非農職位數目回落至26.3萬份，過去3個月平均每月非農職位數目為27.2萬份，較對上3個月平均37.4萬有所回落。可是，疫情過後的勞工參與率處於較低水平，

穩健的勞工市場帶動平均時薪較快增長，11月份仍達按年5.1%升幅，高於10月4.9%，並遠高於美聯儲認為與其通脹目標相適應的水平，故相信該局在確信就業市場回復供求平衡，工資增長返回長期平均趨勢前，仍會維持緊縮貨幣政策，美聯儲主席預期2023年第一季美聯儲將最少再加息兩次，聯邦基金利率或將會升至約5至5.25%水平，往後才按經濟和通脹情況決定未來的息率變化，預期2023年餘下時間聯邦基金利率將維持於該水平不變。

展望2023年，美國通脹壓力料已見頂，惟其從高位回落仍需過程，相信2023年全年亦難以返回其政策目標。2022年11月份彭博調查顯示，預期2023年第一及二季美國消費物價指數按年升幅分別為6.1及4.3%，較10月份調查分別調升0.2及0.3個百分點。面對美聯儲進一步收緊貨幣政策，難免增加金融資產和房地產價格調整的風險，負財富效應勢將拖累消費及經濟前景。受股市回調拖累，2022年第三季美國家庭淨資產按季再下跌0.4萬億美元至143.3萬億美元。此外，標普20大城市樓價指數繼9月份按月跌1.3%後，10月份再按月跌0.5%。加上美國穩健的就業市場亦出現放緩跡象，若就業市場逐步降溫並帶動工資增長回落的話，料將為2023年美國消費開支前景帶來隱憂。

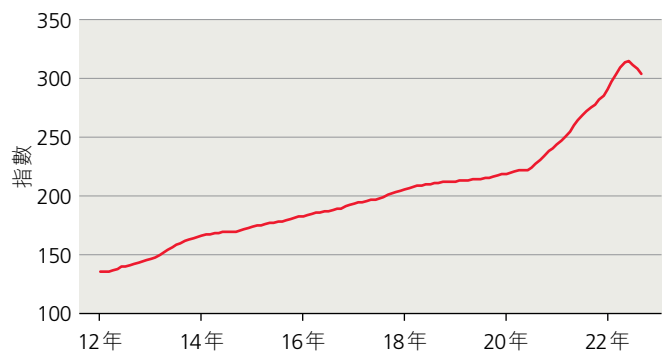
同時，美聯儲於12月會議發布的經濟預測顯示，經濟增長將於2023年減慢至0.5%，較9月份預測低1.2個百分點。個人消費開支價格核心指數的升幅則將於2023年降至3.5%，較9月的預測高0.4個百分點。失業率將於2023年第四季升至4.6%，較9月的預測高0.2個百分點，美國經濟能否達成軟著陸，將視乎通脹和就業市場的變化。若地緣政治等再次導致供應鏈受壓，或就業市場未能放緩至足以令通脹降溫，或會逼使美聯儲進一步加息，勢將導致新一輪金融市場波動，打擊家庭及企業的信心，故美國2023年經濟增長預測存在下行風險。

美國通脹率



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

標普 CoreLogic Case-Shiller 20城綜合樓價指數



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日



## 宏觀經濟

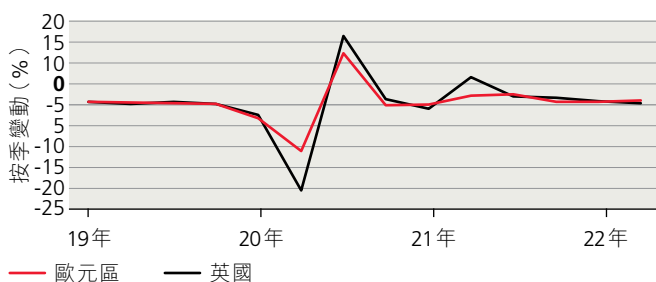
## 歐洲經濟展望

## 地緣政治等下行壓力仍大，歐洲經濟前景不甚樂觀

繼2022年夏季經濟重啟帶動歐洲經濟快速復甦後，經濟增長動力迅速降溫，與俄烏軍事衝突持續、打擊歐洲能源供應，導致天然氣等價格以倍數增長，促使歐洲央行等快速收緊貨幣政策以遏抑通脹，嚴重影響歐洲製造行業，甚至家庭部門的生計，拖累消費和投資表現，相信歐洲經濟於2022年第四季快將步入負增長。

2022年上半年，歐元區實質經濟增長按季平均擴張約0.7%，至第三季增幅明顯放緩至0.3%，其中德國、法國、意大利和西班牙於第三季仍分別錄得0.4、0.2、0.5及0.2%按季增長，顯示區內主要經濟體面對眾多不明朗因素維持輕微增長。英國經濟則從上半年按季平均0.4%，回落至第三季收縮0.3%，部分與英女王葬禮外假期，以至影響消費和投資情緒有關。

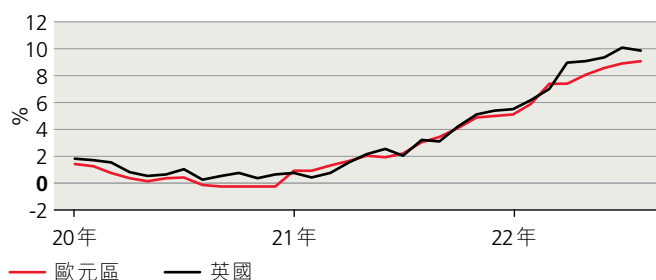
## 歐元區及英國經濟增長



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

能源供應安全及通脹高企是2022年歐洲經濟的焦點。鑑於俄烏軍事衝突，歐洲向俄羅斯實施制裁，導致俄羅斯縮減向歐洲提供天然氣的供應，但替代供應不是一時三刻可以彌補，加上天然氣價格以倍數增長，觸發當地社會和市場對歐洲於冬季可能出現能源危機的憂慮。因此，歐盟及各成員國努力商討如何化解能源危機，包括加快儲存天然氣和興建替代能源基礎設施的步伐、各國於2022年7月底同意減少15%天然氣需求、以及提出共同採購天然氣及建議設立天然氣價格上限於每百萬瓦時275歐元等。歐洲天然氣價格曾於2022年8月升至紀錄新高每百萬瓦時346歐元，故較俄烏衝突爆發前升逾數倍，截至12月28日為止，天然氣價格則已從高位回落76%至每百萬瓦時81歐元。

## 歐元區及英國通脹率

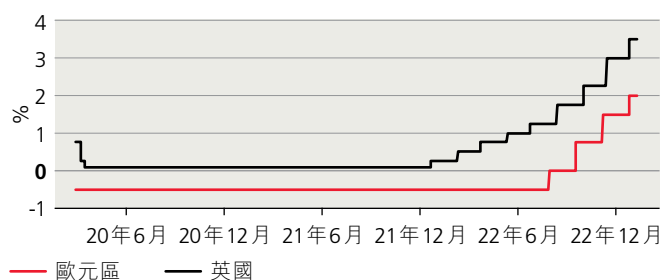


資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

面對能源價格屢創新高，歐元區和英國通脹持續升溫，兩者於2022年10月分別按年升至10.6及11.1%的歷史及41年來新高。縱使2022年11月歐元區通脹回落至按年10.1%，英國11月通脹亦回落至10.7%，但歐元區和英國通脹是否經已見頂仍言之尚早，未來仍有可能受能源價格調整而於高位波動。面對數十年來最嚴峻的通脹環境，歐洲央行和英倫銀行亦已加快其貨幣政策緊縮步伐，前者自2022年7月起累計加息2.5%，後者則自2021年12月起累計加息3.4%，並已開展主動出售國債以推動資產負債表正常化。

在物價和息率大幅上升的背景下，歐洲各地企業和家庭部門面對沉重的財政壓力。目前，家庭部門正透過早前疫情期間的財政寬鬆、能源補貼措施，以及穩健就業市場支持其渡過難關。縱使歐洲經濟前景甚不明朗，可幸的是其就業市場保持穩定，成為經濟避免陷入深度衰退的重要支撐。2022年10月歐元區和2022年8至10月英國失業率分別為6.5及3.7%，前者創歷史新低，後者僅從1974年來的低位略為回升。

## 歐元區及英國政策利率



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

展望2023年，歐洲經濟前景並不樂觀，地緣政治仍然是歐洲經濟最大不明朗因素，加上通脹高企，歐洲央行等繼續收緊貨幣政策，對財政狀況較差的成員國或會構成壓力，進一步制約成員國提供財政和能源補貼措施的支持，預期消費和投資勢將保持低迷。對外貿易則料受益於歐元和英鎊匯率低企，但以美元計價的能源進口卻會對貿易平衡帶來壓力，相信歐元區和英國經濟於2022年第四季及2023年上半年將會錄得負增長，全年能否避免陷入衰退則取決於上述不明朗因素何時減退。另外，英國辛偉誠政府的秋季預算報告則料不致對英國短期經濟表現構成明顯影響。國際貨幣基金組織預測2023年歐元區和英國經濟將分別錄得0.5及0.3%增長，分別較2022年低2.6及3.3個百分點。

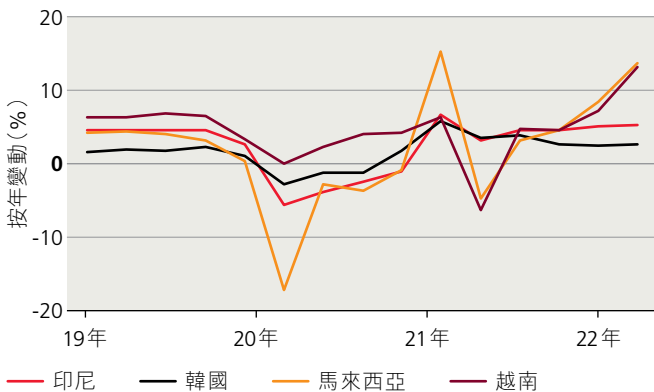
相對美國而言，歐元區和英國經濟料將迅速降溫。目前歐元區和英國屢創新高的通脹，或會受惠於高基數、能源價格回落，以至經濟下行壓力帶動而逐漸緩和。國際貨幣基金組織預測2023年歐元區和英國通脹率將分別為5.7及9%，高於歐央行和英倫銀行約2%的政策目標。相信歐央行和英倫銀行將於2023年初持續加息分別至最少3及4.25%，隨後將於高位維持不變一段時間，以評估最新的經濟和通脹情況再作下一步部署。

# 亞洲經濟展望

## 亞洲經濟看高一線，惟下行風險仍在

2022年第三季亞洲主要經濟體普遍錄得穩健按年增長，但個別亞洲先進經濟體按季增長放慢，甚至收縮。其中日本及南韓均受貨幣兌美元貶值影響，拖累淨出口表現。日本國內生產總值按季增長由第二季上升1.1%回落至第三季收縮0.3%，南韓國內生產總值按季增長從第二季的0.7%減慢至第三季的0.7%。發展中經濟體則繼續錄得強勁增長，其中越南國內生產總值按年增長由第二季7.7%加快至第三季13.7%，主要受惠製造業於2021年第三季受防疫措施影響導致的低基數，以至該行業大幅反彈所帶動。2022年第三季印尼及馬來西亞國內生產總值則分別錄得5.7及14.2%增長。

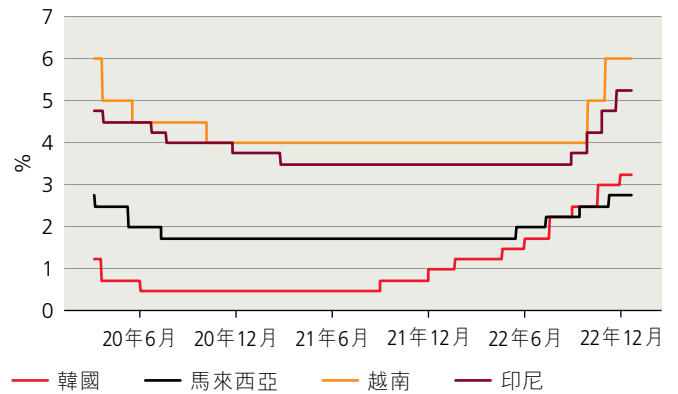
### 亞洲個別經濟體的國內生產總值



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

雖然亞洲地區通脹壓力較歐美等先進經濟體為低，但由於俄烏軍事衝突推高國際能源和食品價格，加上供應鏈瓶頸困擾，以及發展中經濟體貨幣兌美元貶值，2022年亞洲地區主要經濟體均錄得通脹升溫。其中日本消費價格指數由2022年10月按年3.7%升幅加快至11月3.8%，創1990年12月以來新高；印尼消費價格指數則於2022年6月升至6%的7年新高，於11月份回落至5.4%，但仍連續7個月高於央行2至4%的目標範圍。鑑於通脹高企和美元強勢，除日本央行外，區內主要央行於2022年大致跟隨先進經濟體收緊貨幣政策。其中南韓央行更早於2021年8月開始上調政策利率，至2022年11月累積加息275個基點；菲律賓央行則自2022年5月開始加息，至2022年12月累積加息350個基點；越南央行亦於2022年9及10月累積加息200個基點。

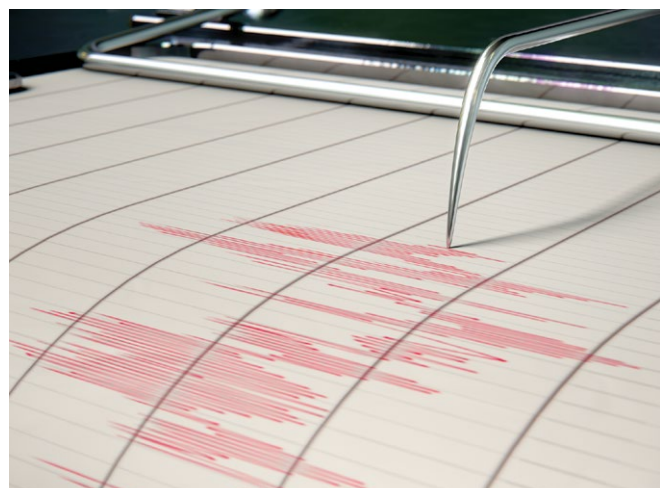
### 亞洲個別經濟體的政策利率



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

展望2023年，隨著內地宣布進一步優化防控措施，經濟有望進一步重啟，勢將刺激需求及經濟活動出現反彈，為亞洲地區經貿投資進一步復甦提供支持。同時，亞洲地區防疫限制進一步放寬及各國邊境重開，均有利旅遊業復甦。隨著基數效應，以至供應鏈瓶頸和能源價格緩和等，預計2023年亞洲地區的通脹壓力將逐漸緩和，為區內主要央行放慢加息步伐提供空間，促進區內消費及投資氣氛逐步回穩。

另外，《區域全面經濟夥伴關係協議 (RCEP)》於2022年1月生效，部份亞太區發展中經濟體，如越南等將明顯受惠於削減關稅及非關稅壁壘，以至區內供應鏈重組，勢將推動其出口及投資表現。印尼作為大宗商品出口國，則較少受到能源價格上升的衝擊，並將受惠於商品需求回升所帶動。10月國際貨幣基金組織《亞太地區經濟展望》預測亞洲區2023年經濟增長為4.3%，當中越南及印尼將分別增長6.2及5%，兩國通脹率則分別為3.9及5.5%。然而，2023年主要先進經濟體的增長勢將大幅放緩，加上地緣政治風險揮之不去，將為亞洲區出口及經濟前景帶來不明朗性。



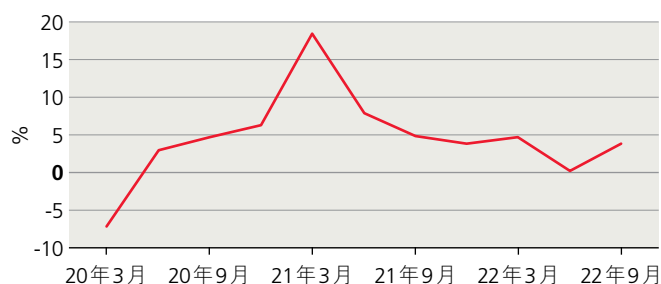
## 宏觀經濟

## 中國內地經濟展望

## 內地經濟處於復甦的有利位置

繼2021年強勁反彈後，內地經濟於2022年受到區域性疫情爆發、中美競爭、房地產市場調整、加強新經濟產業監管等不明朗因素所拖累，復甦步伐未如預期。不過，內地當局持續加大宏觀政策力度，以穩增長和穩就業，帶動內地經濟從第二季受疫情打擊的谷底回升，首三季經濟錄得3%按年增長。其中，內地當局支持企業在疫情期間維持正常運作，並加快專項債發行及使用，故工業生產及基建投資提供主要增長動力，服務業及房地產業表現則受疫情防控措施和開發商流動性問題等困擾。此外，地緣政治局勢升溫及環球主要央行迅速收緊貨幣政策，全球經濟下行壓力增加，拖累內地商品出口對經濟復甦的貢獻。

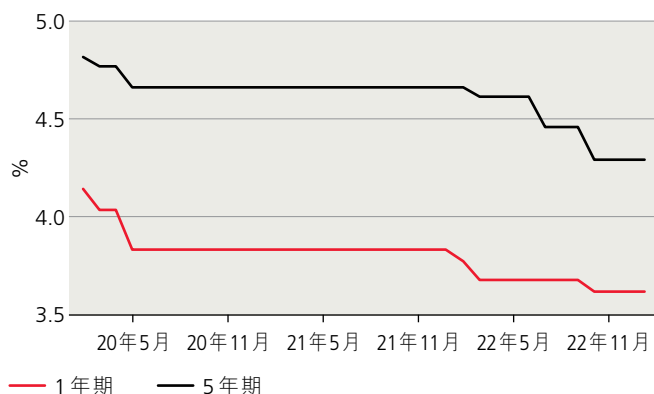
## 內地經濟增長



資料來源：國家統計局，數據截至2022年12月30日

為緩和經濟下行壓力，以達致穩經濟和穩就業，內地當局加強財政及貨幣政策的寬鬆力度。自2022年以來，人民銀行合共下調5年期貸款市場報價利率(LPR)35個基點，1年期LPR則下調15個基點。另外，繼2022年4月下調存款準備金率(RRR)25個基點後，12月再度下調RRR 25個基點，有助於降低企業融資及房貸成本，並維持流動性合理充裕。同時，國務院於2022年5月以來多次宣布穩定經濟措施，包括新增政策性開發性金融工具額度、延長製造業中小企緩稅補繳期限、督促地方政府用好專項債等。

## 內地貸款市場報價利率



資料來源：中國人民銀行，數據截至2022年12月29日

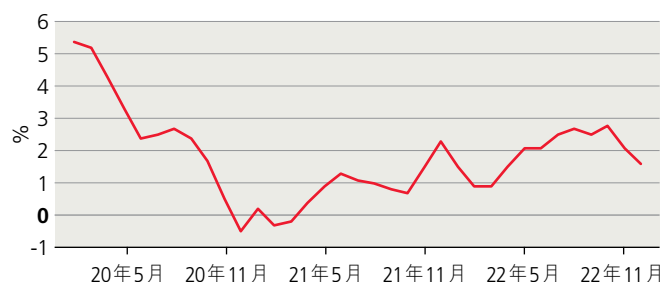
縱使內地經濟短期面對一些挑戰，但其自疫情以來的整體復甦步伐均較其他主要經濟體為佳，且預期2023年內地將在疫情防控、房地產和宏觀政策作出調整，支持經濟處於復甦有利位置，推動經濟穩步復甦，中長線向好趨勢維持不變。

首先，內地正進一步優化防疫措施，既從疫情防控、經濟成本及社會負擔上尋求平衡，亦為全面復常作出準備。2022年11月中，內地當局宣布優化疫情防控工作的20條措施，包括取消入境航班熔断機制、對結束閉環作業的高風險崗位從業人員由7天集中隔離或居家隔離調整為5天居家健康監測等。隨後，於12月初再發布10項防疫政策優化措施，包括縮小核酸檢測範圍及頻率等，並有望於2023年1月8日起將新冠肺炎改稱新冠病毒感染，並對疫情實施「乙類乙管」，大幅調整出入境措施，包括對入境人士免除核酸檢測及集中隔離要求等。隨著內地當局有序放寬疫情防控要求，城市間人員流動料將增加，受遏抑的需求將被釋放，帶動服務業及零售消費等行業復甦。

其次，在堅持房住不炒方針下，內地當局將加大力度支持財政狀況較佳的開發商，滿足民眾合理住房需求及穩定房地產市場。2022年11月，人民銀行和中國銀保監會推出16條措施，包括延長「兩道紅線」政策過渡期(即銀行業房地產貸款佔比上限，以及個人房貸佔比上限)、為質素較佳的開發商發債提供增信擔保等支持。中國銀行間交易商協會則支持包括房地產開發商在內的民營企業債務融資，並透過人民銀行提取再貸款資金支持。中國證監會亦支持房企股權融資，反映內地當局正從銀行貸款、債券及股權融資三大渠道改善開發商的財務和流動性狀況、以保交樓和項目完工，引導市場預期好轉，穩定房地產市場的表現。

再者，相比歐美先進經濟體正在收緊財政和貨幣政策，內地通脹壓力溫和及其較佳的財政紀律均為其目前寬鬆宏觀政策提供空間，有利於推動整體經濟從疫情中逐漸復甦過來。加上內地當局正邁向高增值和高品質方向發展，落實雙循環戰略，並促進創新科技發展，消費和服務業發展成為推動內地經濟增長的主要動力，支持其返回中長期發展之路，預期2023年內地經濟增長將達5.2%左右，通脹則維持溫和於約2.2%。

## 內地通脹率



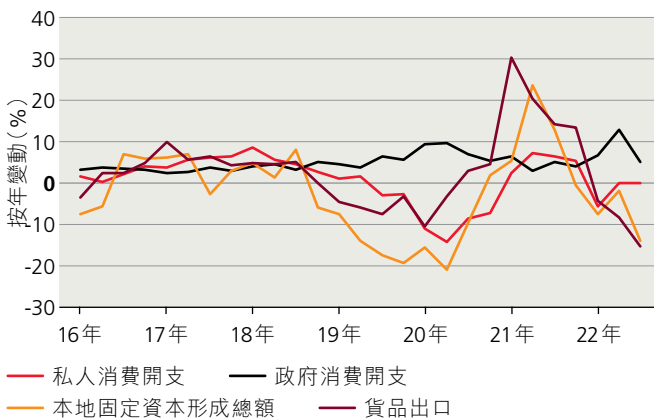
資料來源：國家統計局，數據截至2022年12月29日

# 香港經濟展望

## 香港經濟有望從疫情和外圍不明朗中加快復甦

2022年，香港作為小型開放經濟體，難免受到外圍因素，如全球經濟低迷、利率迅速上升、美元匯率走強、地緣政治局勢等所影響，加上2022年上半年疫情升溫，特區政府大幅收緊防疫措施，包括取消大型活動、餐廳堂食限制及酒吧停業等，對消費和營商信心等均帶來沉重打擊，拖累首三季香港經濟均陷入負增長，平均按年收縮3.3%。

### 本地生產總值主要開支部分

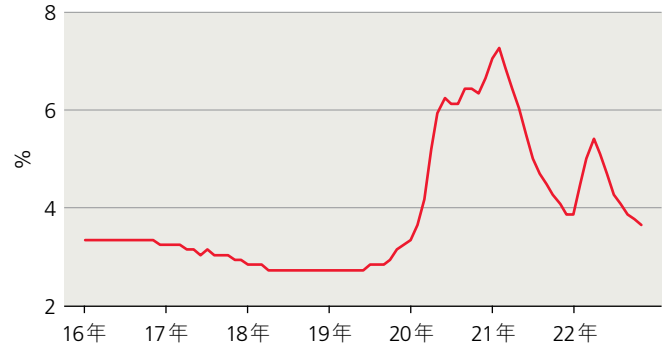


資料來源：香港政府統計處，數據截至2022年12月29日

具體而言，2022年消費和投資表現明顯落後。私人消費繼第一季按年收縮後連續兩季出現停滯，受年初嚴格的疫情防控措施和2021年發放消費券的高基數影響。本地固定資本形成總額則連續四季按年收縮，且跌幅較大，2022年第三季更錄得14.3%按年下跌，料與本地疫情、環球經濟不明朗、環球金融環境趨緊及資產市場調整等有關。對外貿易方面，疫情緩和全球經濟加大對內地製造業商品的倚賴復歸正常，經濟復常帶動對服務需求的釋放，以至環球經濟前景轉趨黯淡等，首三季實質貨物出口均錄得9.7%跌幅，較貨物進口9.5%跌幅略大，惟服務出口表現略優於服務進口，令淨出口不致拖累整體經濟表現。

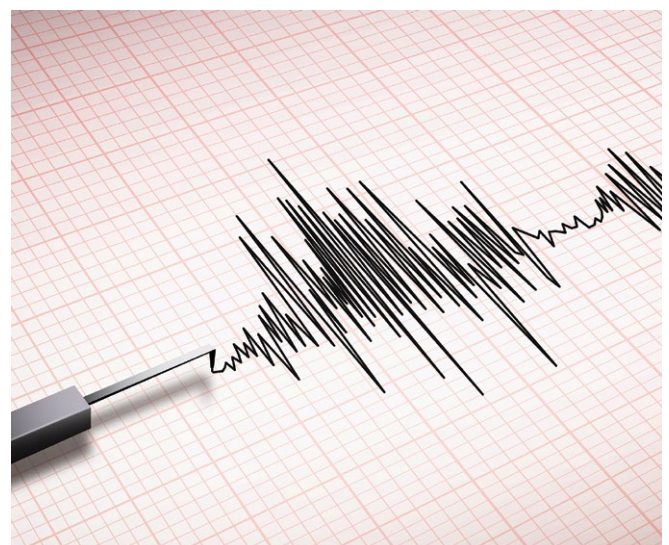
然而，特區政府已於2022年4月底起分階段放寬防疫措施，例如堂食每枱人數限制、宴會人數上限及餐廳營業時間等，於12月底宣布取消口罩令以外，幾乎所有防疫措施，並快將與內地通關，勢將帶動本地經濟活動更全面重啟，推動就業市場復甦，失業率從高位回落，2022年8至10月失業率錄得3.8%，較2至4月高位低1.6個百分點。

## 香港失業率



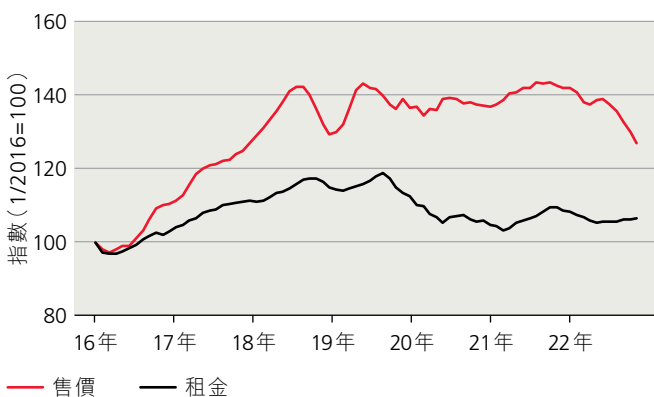
資料來源：香港政府統計處，數據截至2022年12月29日

此外，本地資產市場受到環球金融環境趨緊影響而有所轉弱。2022年以來，環球主要央行以數十年來最快速度收緊貨幣政策，不單加大金融市場的波動，也增添了房地產市場下行的壓力。其中美聯儲累計加息425個基點，港元同業拆息(HIBOR)亦跟隨上漲，1個月及3個月HIBOR較2021年底高至少約400及450個基點；香港商業銀行於2022年9月起亦累計上調最優惠利率62.5個基點。在預期未來美聯儲將進一步加息下，香港大型銀行最優惠利率亦料將跟隨於2023年至少上調至6.125%水平，往後香港加息的步伐將視乎美聯儲貨幣政策取態。在息率上升，經濟前景不明朗下，2022年11月私人住宅售價指數較2021年底下跌13.8%，惟相對其他資產類別仍尚算平穩。



## 宏觀經濟

## 住宅售價及租金指數

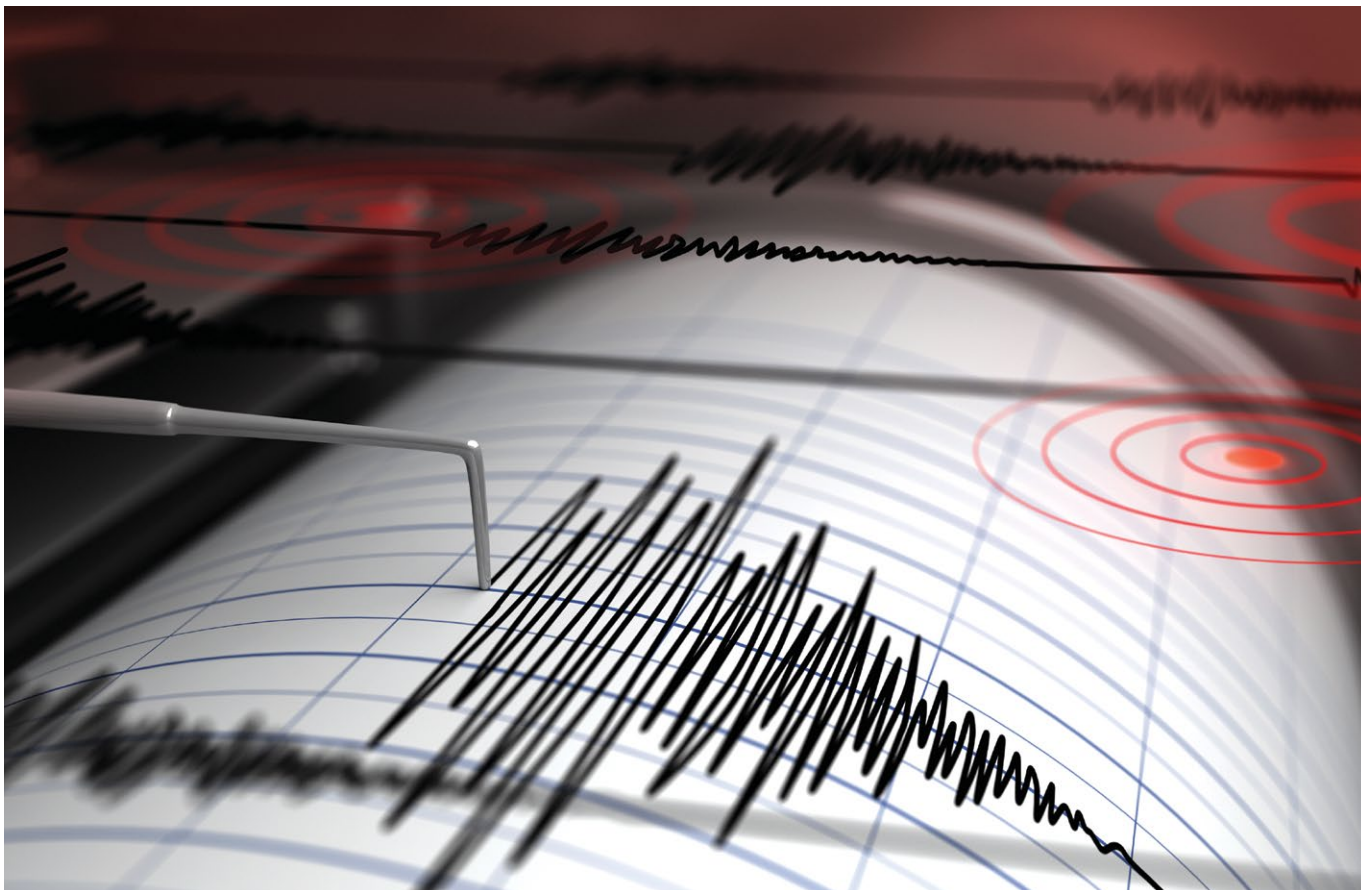


資料來源：差餉物業估價署，數據截至2022年12月29日

展望2023年，香港與內地免檢通關落實在即，加上若特區政府推出新一輪逆週期措施的話，將有利香港整體經濟及眾多旅遊和零售相關行業早日全面復甦，失業率有望進一步回落，經濟表現再上新的台階。同時，行政長官於施政報告提出了多方面招商引資引才，強化競爭力，以及對接國家戰略，增強發展動能的措施：包括引進生命健康科技、人工智能與數據科學、金融科技、先進製造與新能

源科技等策略產業的重點企業；積極優化原有的或開展新的輸入外來人才計劃以在全球範圍爭奪人才；充分把握「十四五」規劃、大灣區建設和「一帶一路」倡議等國家戰略帶來的種種機遇，特別是提升香港融資平台國際化、強化最大離岸人民幣業務中心優勢、加強互聯互通、發展綠色和可持續金融等，以至發展「北部都會區」等項目，既可推動創新科技和基礎建設的發展，亦可解決房屋和土地短缺的問題，成為驅動香港經濟的新引擎。因此，預期2023年香港經濟表現將較2022年為佳，或可達到3.5%左右，通脹壓力則維持溫和。

住宅樓市方面，目前香港經濟前景仍受不明朗因素困擾，加上香港銀行將進一步加息等，短期內難免會影響樓市氣氛。然而，本輪加息週期的幅度大大低於1970至1980年代大幅加息。若本地經濟加快復甦，在放寬跨境限制和特區政府招商引資引才等措施的帶動下，料可強化經濟活力，推動人口流動轉趨平衡，加上按揭貸款審慎措施有效控制過度借貸，短中期房屋政策及樓市供應保持穩定等，料可有助緩和住宅樓市下行的壓力，預期2023年香港私人住宅樓價僅溫和調整。



## 鏡花水月

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪

東亞銀行財富管理處投資策略師 | 陳偉聰

東亞聯豐投資團隊



## 股票

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

## 鏡花水月

上季標題是《角力》。成功預測歐美股市首3季大跌後第四季將出現技術性反彈，中期大選前美股將出現歌舞昇平之象，但戰事、加息及經濟衰退風險仍盤踞市場。資金大幅流竄拖拉走勢，形成急速且大幅波動，當中能源、原材料、必需品、醫療護理及公用板塊表現將優於大市。成熟股市在危與機、好與淡爭持中度過。結果與過去預測大致相若。

本季標題是《鏡花水月》，比喻良辰美景總是虛幻不實的。去年首3季各地指數大幅下跌後資金開始積極吸納，各地股市上季出現明顯修復。俄烏戰事淡化及各央行加息步入尾聲，中國放寬抗疫政策都為市場帶來無限憧憬。但否極泰來並不代表一蹴而就，戰事陰魂不散，能源價格餘溫猶存，通脹高企未言加息結束，中國防疫成效仍有待觀察。以為拿捏大好形勢，最後發現身處虛幻的美景之中。

## 基本分析：全球股市如履薄冰

上季分析去年美股首3季表現是過去50年來第二差的年份，預測第四季將出現反彈，但不代表脫離頹勢。基本風險因素沒有逆轉，指數只是朝向改善方向（詳情可參閱上季《股票》章節）。結果第四季主要美股指數上漲5.78至15.59%，承壓較大的納指只輕微下跌0.74%。同樣狀態出現在全球22項主要股票指數，參考去年第四季及年內表現結果如下：



指數	第四季 (%)	年內 (%)	指數	第四季 (%)	年內 (%)
MSCI 世界股票	9.52	-19.39	法國 CAC	22.58	-14.89
MSCI 美國	6.79	-20.65	英國富時 100	17.34	-9.56
MSCI 歐洲	9.90	-11.33	日經 225	11.17	-20.38
MSCI 日本	3.68	-7.97	南韓 KOSPI	22.05	-26.59
MSCI 亞洲除日本	10.46	-21.92	恒生指數	14.45	-16.32
MSCI 新興市場	9.02	-22.50	滬深 300	4.40	-28.17
標普 500	7.23	-19.33	台灣加權	10.31	-29.18
道瓊斯工業平均	15.59	-8.63	新加坡海峽時報	11.48	4.94
納斯達克 100	-0.74	-32.90	印尼雅加達	-4.80	-4.61
羅素 2000	5.78	-21.57	印度 NIFTY	3.78	-29.16
德國 DAX	24.96	-17.86	馬來西亞吉隆坡	10.83	-11.41

資料來源：彭博，數據截至2022年12月23日

以年內出現雙位數跌幅後第四季又出現雙位數升幅作為「大幅波動」的指標，22項中有8項符合條件，全數為歐洲及亞洲股市。反映去年全球高通脹及持續加息，高利率加上美元獨大對歐亞市場衝擊較大，但當利率流傳見頂及美元回軟後，兩區反彈力亦較美股更強。

上季升勢能否延續至今年？資金流向呈現出不同的解讀。根據美國投資公司協會提供的美國註冊投資基金資金流動額數據顯示<sup>1</sup>，資金總體（包括股票、債券、商品及混合類）年內流出約3,827億（美元，下同），股票類卻流入150億，反映其他類別才是重災區（例如債券）。

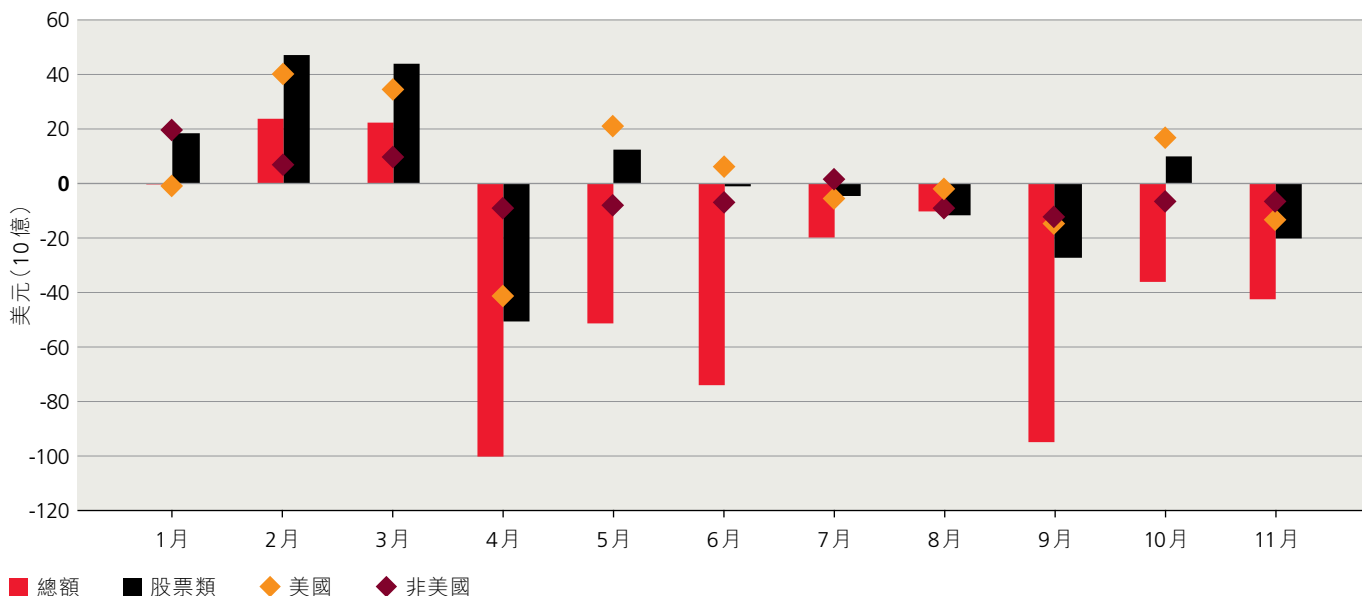
月份數據呈現出另一個分析角度。不論總體或股票類資金流入主要集中首3個月，俄烏戰事爆發刺激避險情緒籠罩全球，資金明顯流出各項投資基金，尤其4月戰事之初及9月美聯儲再次大幅加息75點子及下修經濟預測至衰退邊緣，加劇恐慌情緒。及後股價類中只有5及10月出現正流入，反映高風險投資者在股市大跌後輕微趁低吸納，但發現結果徒然後再度沽貨離場。幸好同期股票類佔總額比例偏低，反映投資者即使集體流出套現，但股票類並非首選。

再把股票類分拆為美股及非美股類，結果與上述相若，美股類在5、6及10月錄得流入，非美股類更只有7月單月流入，其他月份全線下跌。而年內美股類錄得382億流入，非美股類卻錄得232億流出，走勢大相徑庭，反映資金仍對非美股市卻步。

資金流反映投資者行為，CNN提供的「恐慌與貪婪指數」（Fear & Greed Index）反映投資者情緒<sup>2</sup>。指數由0至100劃分出5個區域，數值最少為「極度恐慌」而最大為「極度貪婪」。當指數處於兩大「極度」區域時，投資者受情緒及偏見主導，非理性作出投資決策，亦是信奉「人棄我取」這相反理論信徒的出手時機。

截至12月24日，指數顯示由1個月前「貪婪」區域（數值62）跌至「恐慌」區域（數值39），反映投資者由亢奮跌入恐懼的情緒搖擺，與全球股市走勢相若，但仍存有適度理性或並非相反理論策略的最佳時機。

### 2022年美國註冊投資基金資金流數額



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2022年12月27日

<sup>1</sup> 見美國投資公司協會網站，<https://www.ici.org/research/stats/weekly-combined>

<sup>2</sup> 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>



## 股票

綜合分析，未來全球股市走勢基本預期如下：

- 承受較高風險投資者去年5及10月入市後損失，最後稻草折斷令投資者情緒短期內難以趨向樂觀，或對後市心存警惕。最多只是逃出最差空間，股市大幅下跌機率不大，但並非樂觀而大幅入市。止跌不等於升勢，信心及資金缺乏下預期全球股市走勢仍是步履蹣跚；
- 年內最大流出資產並非股票，甚至錄得正流入，反映戰事影響雖大，但複合加息衝擊下其他資產（例如債券）投資者恐慌較投資股票更大。短期內經濟數據影響利率走勢將主導資金流，尤其中國經濟反彈與歐美經濟放緩如何取得平衡，靜觀其變將取代上季亢奮的升勢；
- 非美市場投資者沒有因反彈浪而追入，只是較美股放慢拋售步伐。資金流數據可能部份受本土偏好（Home bias）影響，但不能否定全球持續跌勢中投資者對美股信心較大。預期各央行仍以美聯儲為馬首是瞻，放慢並非停止加息步伐，美息帶動美元在高位徘徊將延續美元資產去年的強勢，成熟市場中美股表現較為可靠。

## 美股：鏡花水月

### 指數分析：苦盡甘來

本季《宏觀策略》已剖析未來美國經濟放緩的各方數據及分析，在此不再累贅。但是次經濟放緩較最近兩次2001及2008年最大分別是起源及解決方法，亦預期美股走勢將與前兩次截然不同。

2001年源於科技熱潮孳生缺乏盈利的企業，只要與科網有相關的股價都可扶搖直上，高估值潛伏泡沫爆破風險。2008年源於金融工具創新，低利率加持資金投入複雜衍生工具，但缺乏監管下野蠻生長，最後造成環球金融災難。過去兩次美聯儲都是扮演拯救世界的角色，美股隨即上升。但今次是美聯儲刻意醞釀放緩，甚至可能是始作俑者。原因為何？相信主要與通脹有關。

分析前兩次及去年經濟數據其實已找到端倪。數據表列如下：

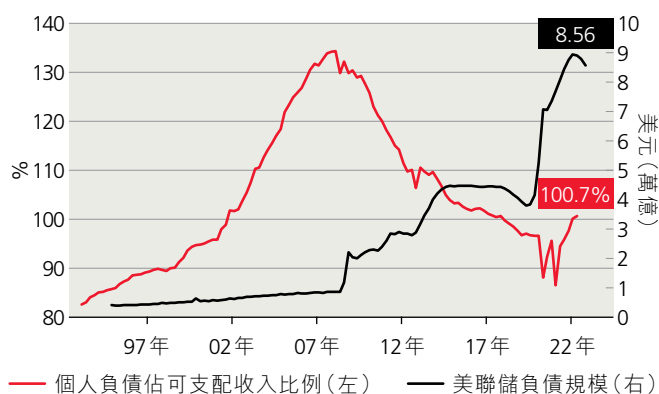
經濟數據	2001年 變化(%)	2008年 變化(%)	2022年 變化(%)
GDP(按年)	2.9降至0.2	2.2降至負2.5	5.7降至1.9
CPI(按年)	3.4降至1.6	4.1降至0.1	7.4升至7.11
聯邦利率(名義)	6.50降至1.75	4.25降至0.25	0.25升至4.50
聯邦利率(實質)	3.10降至0.15	維持0.15	負7.15降至負2.61

資料來源：彭博，數據截至2022年12月28日

美聯儲最主要的職責是制定及執行貨幣政策，透過調控基準利率和貨幣流通量以維持美國通脹、就業及經濟增長穩定。過去兩次美聯儲透過寬鬆貨幣政策填補經濟缺口，包括減息及大量購入國債。2001年聯邦利率由6.5%降至1.75%，減幅4.75%，而2008年由4.25%降至0.25%，減幅4%。當時美聯儲不擔心通脹蠶蝕消費者購買力或企業投資，因就算減息後實質利率仍是正值，有利經濟自行復甦，兩次結果皆約在1年後經濟增長回復正軌，美股扶搖直上。

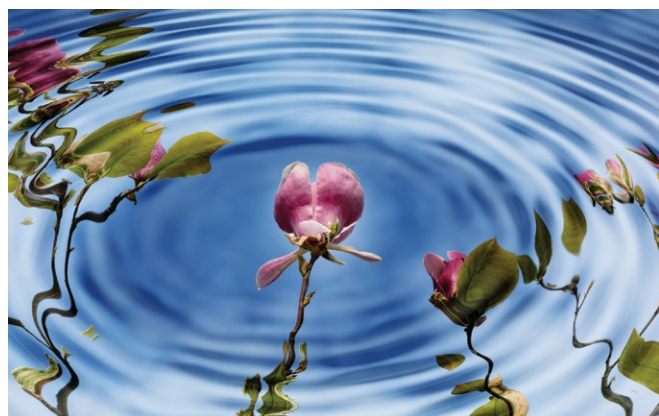
去年美國通脹持續上升並在40年高位徘徊，未有戰事爆發前實質利率已出現負值，及後通脹攀升迫使美聯儲追趕加息，成功控制通脹升至9.1%後見頂回落。但負利率仍維持在2.61%，唯有繼續加息才能引導經濟原生性增長（詳情可參閱《宏觀策略》章節）。另一大問題是美聯儲的負債規模去年已升至約9萬億，而千禧年代當時不足1萬億。今天政府負債佔國內生產總值(GDP)比例超過137%，緊次於日本排行全球第二，比當時不足70%風險明顯更高，反映「縮表」已迫在眉睫。如美聯儲就手旁觀，相信爆破後再補救的社會成本比今天「自行了斷」更高，亦解釋去年美聯儲自被市場詬病所謂「Behind the curve」忽然轉「鷹」至「Beyond the curve」。加上個人負債佔可支配收入比例由2008年有紀錄高峰約134%持續下降至約100%，反映民間對經濟衰退韌性較好，持續加息可能推升該比例，但對整體經濟影響仍屬可控，為美聯儲「縮表」同時加息，雙管齊下方式收緊流通性建好基礎，但流動性收緊不利未來美股走勢。

個人負債佔可支配收入比例及美聯儲負債總額



資料來源：彭博，數據截至2022年12月28日

相信美聯儲明白問題核心源自俄烏戰爭，貨幣政策並非解決戰爭方案，初期唯有被動地觀察通脹反應。直到食品及能源價格飆升開始傳導至核心通脹，主席鮑威爾便不能坐以待斃。最近似今天狀況是80年代初，時任美聯儲主席沃爾克大幅加息藉以壓制能源危機引發的通脹（詳情可參閱上季《債券》章節）。今天美聯儲希望重拖故技，自行醞釀一個事先張揚的衰退，參考最近3次美聯儲連續向下修訂經濟預測至0.5% 盛衰邊緣可見一斑。雖然沃爾克操作最後通脹未有預期般下跌，但仍是今天兩害取其輕的權宜之計。何況衰退與否是由全國經濟研究所（NBER）一錘定音，就算去年第一及二季美國按季GDP連續兩季出現負增長（負1.6及負0.6%），NBER列出它對「衰退」的定義<sup>3</sup>，並明確表示當時美國沒有衰退<sup>4</sup>。NBER背書下美聯儲更執意並排除萬難都要緊縮貨幣政策，糾正多年量寬遺留的禍根，投資者更不應奢望美聯儲仿效過去兩次以「聯儲局認沽期權」（Fed put）拯救美股。



放棄為衰退定義咬文嚼字，分析過去按季GDP走勢對美股影響較為實際。過去50年連續兩季或以上按季GDP出現負值及當季標普500指數表現如下：

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

資料來源：彭博，數據截至2022年12月28日

<sup>3</sup> 見全國經濟研究所網站，<https://www.nber.org/research/business-cycle-dating/business-cycle-dating-procedure-frequently-asked-questions>

<sup>4</sup> 見商業內幕網站，<https://markets.businessinsider.com/news/stocks/economy-nber-will-not-declare-official-recession-gdp-growth-jobs-2022-8>

## 股票

數據顯示過去50年符合條件的共出現7次，連續兩季出現負值有5次，連續出現3及4季只各1次，暗示今年即使衰退，超過70%機會只連續兩季。按季GDP跌幅平均值及中位數分別是負5.1及負3.7%，兩者相差偏高，加上標準差為6.8%，暗示波幅比平均值更大；最小及最大跌幅分別是-0.5及-29.9%，反映極端的分佈扭曲預測可靠性。如剔除最大及最小值，平均值及中位數分別是負3.8及負3.7%，標準差下跌至2.5%，修正後反映美國按季GDP出現約負3.7%機會較大。

數據顯示股指表現卻相對較清晰。按季表現平均只有負0.3%，中位數更出現正回報5.5%，看似經濟負增長對股市影響不大，但同樣地標準差高見15.5%，暗示當負增長出現時，股指波動將非常大，或取決於觸發衰退的原因，例如2008年金融災難引發全球性衰退，其影響力是數據中最長及幅度偏大；其次是1974年石油危機，當時股指出現有紀錄中最大單季跌幅負26.1%。以正負值次數及最大與最小值分析，結果非常平均，正負次數比例是9比8，最大與最小值分別是正21.6及負26.1%，反映值博率非常接近，未分高下。

考慮經濟結構轉變與現今狀況相關性，把數據濃縮至千禧年後，分析結果如下：

指標	GDP (按季%)	股指變化 (%)
平均	-6.6	-6.2
中位數	-3.4	-10.3
標準差	9.8	15.8
正值數量	0	2
負值數量	8	6
最大值	-0.6	20.0
最小值	-29.9	-22.6

資料來源：彭博，數據截至2022年12月28日

結果顯示除中位數，GDP按季變化在各項指標中都轉差，反映千禧年後每當經濟出現衰退，情況將較過去50年嚴重。股指各指標分析亦較悲觀：

- 3次案例中共有8季負增長，當中有6季為負值，下跌機率升至75%；
- 跌幅為6.2至10.3%之間，明顯比整體數據分析差；

- 標準差與整體數據相若，最大與最小值趨向平衡(約正20與負23%)，反映千禧年後極端結果的博率相若。

調整數據後分析結果顯示美國按季GDP好大可能跌約3至4%，當時美股下跌約6至10%。

本季《宏觀策略》闡述大部份分析都認為美國今年好大機會出現衰退，但預測程度各異。根據同樣數據但以衰退程度劃分，分析結果如下：

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

資料來源：彭博，數據截至2022年12月28日

數據顯示17個季度中按季GDP出現負3%以上共有10次，機率近60%。股指表現方面，單季出現雙位數下跌次數隨著GDP跌幅遞增。當跌幅2%以下或4%以上時，股指平均變化不大。但當跌幅在2至4%區間，股指跌幅明顯高過其他水平(約9%)。根據上述分析，美國按季GDP較大機率下跌約3%，美股則下跌約9%，與剛才分析十分相近。

衰退過後第一季，股指是否向好？同樣數據中7次衰退後第一季表現如下：

日期	GDP (按季%)	股指變化 (%)
30/06/1975	2.9	14.2
31/12/1980	7.7	8.2
30/06/1982	1.8	-2.1
30/06/1991	3.2	-1.1
30/09/2009	1.5	15.0
30/09/2020	35.3	8.5
30/09/2022	3.2	-5.3
平均	7.9	5.3
中位數	3.2	8.2
標準差	12.2	8.2
正值數量	7	4
負值數量	0	3
最大值	35.3	15.0
最小值	1.5	-5.3

資料來源：彭博，數據截至2022年12月28日



衰退後第一季GDP按季表現預期中亮麗，平均升幅約8%，最少約1.5%。就算剔除2020年極端數據，平均升幅都有約3.4%。股指變化較衰退時穩定，平均及中位數為約5至8%，與標準差相若。雖然正負次數比例相若，但最大與最小值明顯偏向正回報，反映值博率偏高。簡單而言，當經濟真正出現衰退時投入美股，數季後美股升幅較明顯及可靠。

### 行業分析：衰退中尋寶

同樣分析套在標普500中11項行業分類指數，但因為行業數據始於1989年，同時抽取GDP連續兩季按季負值的次數只有4次(1990、2008、2020及2022年)。整體數據分析並以顏色方格為指標中首3名表現最佳行業，例如平均值最高、標準差最低、負值數量最少及最大值最高(同分者都配以顏色方格)，結果如下：

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

資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

## 股票

行業表現中平均及中位數較高同時標準差又較低的是必需品消費及健康護理，亦是普遍預期在衰退時防守性股份表現較好。所有行業正負回報機率相若，但最大與最小值差距明顯，極端比例(最大除最小值)顯示必需品消費、健康護理及非必需品消費值博率較高。

同樣以衰退程度分析，並以顏色方格為指標中首3名表現最佳行業，結果如下：

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

資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

剛才在指數分析中表現最差集中在按季GDP下跌2至4%區間，但行業分析結果顯示雙位數跌幅次數隨衰退程度遞增(紅色字體)，反映當GDP跌幅愈大，行業表現普遍愈差。所有行業正負回報機率相若，最大與最小值差距同樣較大，值博率偏低分別是房地產、工業及物料等週期性股份，吻合傳統分析的結果。綜合指標表現中，必需品消費、健康護理、科技及非必需品消費是行業最佳。

衰退後第一季表現分析並以顏色方格為指標中首3名表現最佳行業，結果如下：

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

資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

分析結果與傳統認知相若，當經濟見底反彈時，週期性行業跑出。平均及中位數最佳表現是工業、金融及非必需品消費。正負值次數非必需品消費全勝(4比0)，極端比例結果中，這3大行業更是明顯拋離其他行業，反映經濟反彈與衰退時資金流向同樣集中，有利制定股票策略。

最後，以上3大分析11個行業分類指數中得到顏色方格次數結果如下：

指標	能源	公用	必需品消費	健康護理	工業	金融	物料	房地產	科技	非必需品消費	通訊
整體數據	2	4	7	5	0	2	0	1	3	2	0
衰退程度	0	1	0	1	7	3	4	2	0	7	0
衰退後第一季	4	2	5	5	2	4	0	2	3	5	0
最終結果	6	7	12	11	9	9	4	5	6	14	0

資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

首5名得分最高行業依序分別是非必需品消費、必需品消費、健康護理、工業及金融。以衰退為主題的投資策略中必需品消費及健康護理行業跑出實屬正常，而非必需品消費得分最高反映了該行業在衰退前表現中規中矩，衰退後表現突出，因為美國GDP結構以內需為主導，經濟反彈大多受國內消費支持，尤其偏重非必需品消費，所以資金追入該行業分類指數實屬合理，工業及金融亦是傳統週期股份之選。

綜合分析，掌握投資時間在衰退期的行業投資策略中十分重要。初階應集中在防守型股份，數據上必需品消費及健康護理為首選。當經濟逐步回暖，週期性股份開始見底，分段分時吸納週期性股份並等待經濟走出困境，尤其非必需品消費表現料將傲視同儕。

### 估值分析：調整後才見吸引

截至12月28日，標普500指數預測市盈率約為17.3倍，與30年平均價值17.7倍相若，不算昂貴但未言便宜，加上美國經濟前景未明，以此水平入市誘因不大。再細心觀察預測市盈率背後的預測盈利更令人詬病。同期指數每股盈利(EPS)為207.27美元，但市場1年後預測盈利為219.16美元，隱含增長率為約5.7%。美聯儲12月再提醒市場經濟將明顯放緩，將今年實質GDP增長下修至只有0.5%，各路分析更預期出現負增長(詳情可參閱《宏觀策略》章節)。再參考紐約聯儲銀行預測1年後美國個人盈利或盈收增長率由去年10月3%下調至11月2.8%，此數據反映預測市盈率中隱含盈利增長率相對偏高或過於樂觀。

美國註冊投資基金資金流數額



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2022年12月27日

以去年12月28日每股盈利207.27美元及標普500指數收市價3,783.22為基準，配合以下假設場景分析：

- 預測市盈率低過長期平均值作為入市準則，分析以30年平均價值及每0.5個標準差向下修定至低1個標準差；
- 囊括上述各項盈利預測，以每1%向上及向下修定至正6%及負4%。

## 股票

以每股盈利為基礎，標普500指數各預測水平的矩陣結果如下：

每股盈利： \$207.27	預測市盈率(倍)		
	30年平均價值： 17.7	低0.5個標準 差：16.0	低1個標準差： 14.3
每股盈利 變化率(%)	標普500指數預測水平		
6	3,889	3,515	3,142
5	3,852	3,482	3,112
4	3,815	3,449	3,082
3	3,779	3,416	3,053
2	3,742	3,383	3,023
1	3,705	3,349	2,994
0	3,669	3,316	2,964
-1	3,632	3,283	2,934
-2	3,595	3,250	2,905
-3	3,559	3,217	2,875
-4	3,522	3,184	2,845

資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

得出上述不同場景的指數預測並比較設定收市價，指數百分比變化(%)的矩陣結果如下：

指數收市價： 3,783.22	預測市盈率(倍)		
	30年平均價值： 17.7	低0.5個標準 差：16.0	低1個標準差： 14.3
每股盈利 變化率(%)	預測指數百分比變化(%)		
6	2.8	-7.1	-17.0
5	1.8	-8.0	-17.7
4	0.8	-8.8	-18.5
3	-0.1	-9.7	-19.3
2	-1.1	-10.6	-20.1
1	-2.1	-11.5	-20.9
0	-3.0	-12.3	-21.7
-1	-4.0	-13.2	-22.4
-2	-5.0	-14.1	-23.2
-3	-5.9	-15.0	-24.0
-4	-6.9	-15.8	-24.8

資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

33個場景中只有3個錄出正回報，其餘近91%都是虧損。就算上調每股盈利亦改善不了美股弱勢，但跌超過20%所謂技術性熊市的機會亦不大，結果中只有7個場景即約21%機率。總體平均回報率為負11.5%，最差場景為

下跌近25%，最佳預測結果只有2.8%。以標普500指數3,783.22點為基礎，美股下跌11.5%，即3,348.15點才算合理水平，這亦與上述指數分析吻合。配合適時投資策略，歷史上短期經濟衰退往往是長期吸納的機會。

## 衰退主題外的其他因素

### 餘溫猶存的能源板塊

俄烏戰事後歐美與俄羅斯在能源領域互相制裁，最新包括歐盟對俄羅斯原油實施進口禁令和G7集團設定的價格上限，俄方亦堅持寧願減產也不會向實施上限的國家出售石油。表面上制裁窒礙供應，但禁令可通過允許第三方買家使用歐盟海事服務來促進與俄方貿易，價格上限設在現貨水平更高的位置，對俄羅斯影響實在隔靴搔癢，對油價影響微乎其微。

根據國際能源署12月報告顯示<sup>5</sup>，俄羅斯石油繼續全球流動，儘管對歐洲出貨量下降43萬桶(每天，下同)，諷刺是11月俄方石油出口總量反而增加27萬桶至810萬桶，為4月以來最高水平。去年11月石油輸出國組織+(OPEC+)減產200萬桶，但非OPEC+國家連續多月增產，尤其美國、巴西及北海集團，年內增幅達310萬桶，完全抵銷OPEC+減產的影響。

儘管全球石油需求季節性放緩，但近月石油消耗量持續走高，非OECD地區尤其明顯，包括中國、印度及中東。相比之下，OECD石油需求仍然低迷，宏觀經濟逆風持續，整體取決於經濟復甦表現。

去年石油需求全年增長230萬桶，今年預期將增長170萬桶，達到每天使用量1.02億桶。隨著歐盟對俄羅斯原油進口禁令和G7集團的價格上限生效，預計今年供應將出現大幅下跌。去年全球年度增長470萬桶，今年預期只有77萬桶，使每天供應量達到1.01億，令全球供需大致平衡。

雖然油價下跌對面臨通脹飆升風險的消費者無疑是喜訊，但國際能源署認為隨著冬季過去及預期今年第二季將實現供需平衡，油價再下跌空間不大。對俄羅斯能源供應全面禁運的影響仍有待觀察，加上中國放寬抗疫限制料刺激這世界第二大石油消費國的需求更快復甦，不排除再次出現油價上漲的可能性，有利能源行業盈利維持去年水平。

### 黨爭趨向白熱化

上季《股票》章節中已分析過去40年共10次中期大選，選舉結果執政黨失去其中一個議院控制權共出現9次，今次選舉結果符合上季預期。

<sup>5</sup> 見國際能源署網站，<https://www.iea.org/reports/oil-market-report-december-2022>

拜登執政民主黨失去眾議院控制權，「藍色浪潮」正式落幕。總統任期下半場料執政民主黨將受到共和黨在施政上各方阻撓，尤其財政支出上，因共和黨經常將高通脹歸咎於拜登執政頭兩年支出方案<sup>6</sup>。儘管拜登已簽署《通脹削減法案》<sup>7</sup>，但未來共和黨仍可通過其他手段阻止或削弱法案執行，包括新能源產業鏈、芯片及晶片研發等發展將面臨阻力。

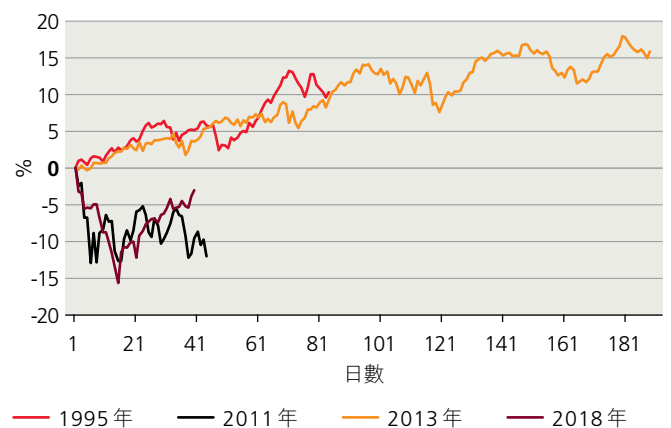
更迫在眉睫的將是債務上限討論。根據美國財政部演繹<sup>8</sup>，債務上限是國會對聯邦政府可擁有未償還國債數額施加的限制。財政部利用國債來支付到期的票據及未來的投資，但當債務達到上限，聯邦政府便失去支付賬單和資助項目或服務的能力。但仍可使用國會授權的特別措施暫時中止某些政府內部債務，使在達到上限後限時內為項目或服務提供資金，避免債務違約。雖然美國從未違約，尚未清楚相關負面影響，但相信會對美國甚至全球市場帶來災難性影響。

近代兩黨因債務上限（連帶財政預算案）爭論導致政府停擺，甚至影響主權評級屢見不鮮：

- 1995年時任總統克林頓任期內共和黨控制參眾兩院，並在減稅及醫療撥款等經常針鋒相對。當年11月政府首次停擺5日後又在12月停擺21日，最終翌年3月達成共識並設定上限為5.5萬億美元<sup>9</sup>；
- 2011年8月兩黨爭辯導致標準普爾首次將美國政府信用評級由AAA下調至AA+。時任總統奧巴馬最終同意10年內削減超過2萬億美元支出以結束危機<sup>10</sup>；
- 2013年1月時任總統奧巴馬與共和黨再次對峙。共和黨反對上調債務上限，目標是廢除當時奧巴馬政府標誌性的《平價醫療法案》，最終在大幅修正法案並擾攘至10月才結束<sup>11</sup>；
- 2018年12月，民主黨拒絕在興建美墨邊境圍牆的57億美元撥款上達成共識，迫使政府進入局部停擺。直到翌年1月時任總統特朗普讓步並簽署不包括圍牆費用的政府預算案。這次停擺長達35日，成為美國史上最長的停擺<sup>12</sup>。

根據上述近4次美國政府停擺，期間標普500指數表現兩極：1995及2013年持續走高，相反2011持續弱勢，雖然2018年事件中指數曾出現反彈，但完結前仍低過最初水平。結果顯示沒有偏袒於政黨，但持續時間較短反而對指數不利。

美國政府停擺期間標普500指數變化



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

截至12月28日，聯邦債務總額達31.32萬億美元<sup>13</sup>，料在年內達到2021年12月設定約31.4萬億美元的上限。共和黨有意在執掌眾議院後將提高債務上限與削減政府支出網綁起來，包括削減社會保障及醫療補助計劃等，料拜登政府將積極反抗。但兩黨相爭，受害的是美國經濟及民生。

民情上共和黨或在婦女墮胎權、槍枝管制等較爭議性法案上拖垮民主黨執政，迫使拜登政府將重心轉移至外交，對外強硬姿態繼續成為政策主軸，例如中美關係惡化。

### 經濟碎片化有利政策套戥

「去全球化」概念已成為投資策略中不能忽視的因素，根據OECD數據顯示，國際貿易限制對各主要經濟體都沒有好處，實質GDP影響各異但以東南亞地區影響較大，畢竟該地區仍是以出口為主的經濟體佔比較大。

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

<sup>7</sup> 見民主黨參議院網站，[https://www.democrats.senate.gov/imo/media/doc/inflation\\_reduction\\_act\\_one\\_page\\_summary.pdf](https://www.democrats.senate.gov/imo/media/doc/inflation_reduction_act_one_page_summary.pdf)

<sup>8</sup> 見美國財政部網站，<https://fiscaldata.treasury.gov/americas-finance-guide/national-debt/>

<sup>9</sup> 見美國政府問責署網站，<https://www.gao.gov/products/aimd-96-130>

<sup>10</sup> 見CNN網站，[https://money.cnn.com/2011/08/05/news/economy/downgrade\\_rumors/index.htm](https://money.cnn.com/2011/08/05/news/economy/downgrade_rumors/index.htm)

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

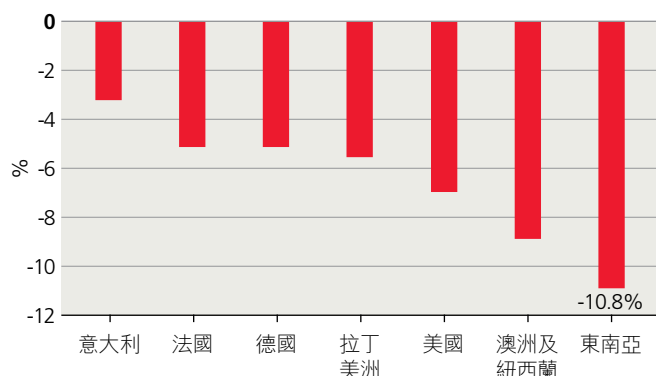
<sup>12</sup> 見BBC網站，<https://www.bbc.com/zhongwen/trad/world-46846441>

<sup>13</sup> 見美國財政部網站，<https://fiscaldata.treasury.gov/datasets/debt-to-the-penny/debt-to-the-penny>



## 股票

## 國際貿易限制對實質 GDP 影響



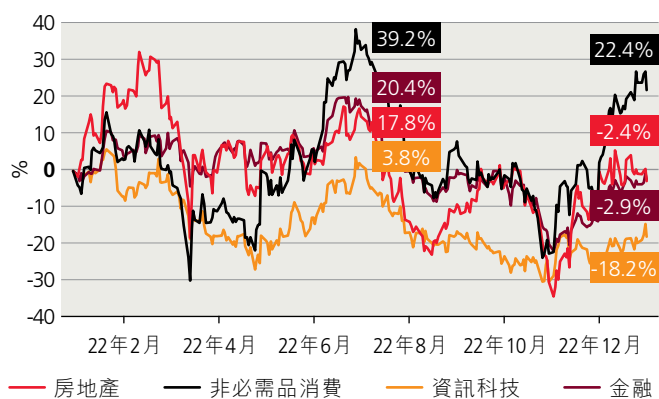
資料來源：經濟合作暨發展組織，數據截至2022年11月22日

俄烏戰事後各國領導人眼見參與國不惜一切地互相制裁，其他國家除了保持中立，亦不想坐以待斃，促使各國突破地理上局限，以意識形態、經濟結構，甚至民化歷史互相吸引，同時排斥異己，引伸出「經濟碎片化」的新秩序（詳情可參閱上季《宏觀策略》章節）。有危有機，當中經濟脫鉤造就政策套戩 (Policy arbitrage) 的投資機會，參考例子如下：

- 房地產：中國人民銀行及銀保監會去年11月發布《關於做好當前金融支持房地產市場平穩健康發展工作的通知》(簡稱「金融16條」)，及於12月中央經濟工作會議中發出確保房地產市場平穩發展訊息，與2020年中國政府為針對房地產企業債務風險提出的「三條紅線、四檔管理」監管要求成強烈對比，貨幣政策逆轉有利資金重投中國房地產板塊。相反，美聯儲多次強調遏抑通脹為重中之重，未達到2%目標前貨幣政策將持續緊縮。全美住宅建築商協會 (NAHB) 房產市場指數去年12月為31，距離5年底部30 (2020年4月) 只差一線，指數低過50為發展商趨向悲觀；
- 非必需品消費：中國中央經濟工作會議中把「內需」放在首項，配合「國內國際雙循環」為經濟主體，加上預期經濟增長在放寬抗疫政策後反彈，料將出現一輪復常後「報復式」消費，有利週期性的中國內需板塊。相反，美國上市的國際企業，尤其過去盈利豐厚的金融及科技公司，都提出不同的裁員計劃，目標大多為中層職位。加上冷卻房市將帶來逆財富效應，減低中產可支配收入將影響美國本土消費。

- 資訊科技：中央經濟工作會議其中一項重點是支持平台經濟發展及創新，更重要是「走出去」在國際市場大顯身手。相比2020年時在科技金融、民生相關的科企提出不同領域的行業整改，防止行業野蠻生長。今天政策出現明顯逆轉料將有利中港科技板塊。相反，歐美科技企業在資金充裕時可在研發部門 (R&D) 投入大量資源，但發現回報未如理想 (例如「元宇宙」產業)，加上美聯儲收緊貨幣政策，唯有盡快止蝕離場。另外被中國拒諸門外的虛擬貨幣市場出現大型違規事件，將窒礙行業發展。
- 銀行：近10年歐美央行利用寬鬆貨幣政策以刺激經濟增長，但遮掩核心問題，例如企業及個人高槓桿，游資投入資產市場 (例如房市、股市) 而非實體經濟，銀行業當然受惠其中。相反，中國經歷過2008年的教訓，近年來堅持不會「大水猛灌」，產生出「定向降準」等以對症下藥的貨幣政策，更重要是2020年大規模進行去槓桿，全球大幅加息前先為經濟動「大手術」，確保經濟在大風浪中平穩發展。今天歐美金融業當然受惠息差上升，但更大風險是違約率遞增。當經濟步入衰退，更高利率都不敵「落雨收遮」的傳統銀行操作，再高利率都無福消受。

## 中美各行業分類指數比例變化



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

以MSCI提供的中國行業指數與標普500行業分類指數走勢作比例呈現，例如MSCI中國金融指數除以標普500金融指數，比例走勢愈高反映中國金融股表現較佳，反之亦然。結果顯示由去年11月起4大行業 (資訊科技、金融、房地產及非必需品消費) 走勢表現中，中國比美國指數表現更佳。雖然資訊科技、金融及房地產表現仍較年初落後，但近月升勢凌厲，較年內高位仍有超過20%空間。非必需品消費較年初已高出超過20%，比年內高位仍有約17%空間。

「東升西降」可能在政策反差上更好呈現，透過政策套戩尋找利潤空間亦視作另類的股票投資策略。

東亞銀行財富管理處投資策略師 陳偉聰

## 香港及內地股市展望 — 冬去春來

### 去季大市來回地獄人間 國內政策轉向造就絕地反擊

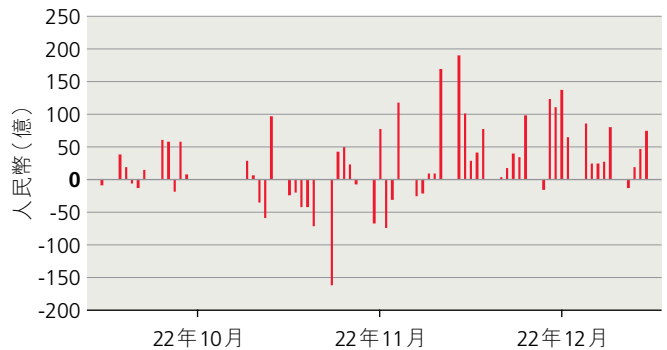
去年第四季，中港股市走勢峰迴路轉，10月內地召開「中共20大」後惹來市場擔憂新任經濟團隊的專業與經驗，以及是否繼續以推動經濟增長作為發展重心，加上國內經濟數據因疫情封控影響急轉直下，觸發外資大舉減磅中資股。另一邊廂，美聯儲的激進加息之路未見盡頭，10年期美國國債收益率一度抽升至4.3%，同時美元屢創近年新高，離岸人民幣曾跌至7.5水平，均導致港股「一沉百踩」。恒生指數期內最低下試14,597點，創2009年以來新低，按月跌幅高達15%。內地A股表現雖較港股堅挺，惟上證綜合指數及滬深300指數也分別下挫4.6及7.8%。正當市場氣氛充斥著絕望和恐慌，認為港股正墮進萬劫不復的深淵之際，又有誰人可以料到當刻可能已經是漫長黑夜之盡頭，破曉就在頃刻之間？

上期本欄的主題為「靜待黎明」，意謂在情緒極度恐慌的熊市末期當中，投資者更須冷靜沉穩，靜待黑夜盡頭之曙光，亦即是恐慌性拋售過後人棄我取的機會。上季曾提及港股估值已處於歷史窪地，動量技術指標亦屬極端超賣，物極則必反，只待數個轉捩點出現就將成為好友絕地反擊之時機，現在回望結果也相差無幾。

首先，11月美國最新公布的通脹數據顯著回落，確立通脹見頂預期。美聯儲官員「鷹姿」稍作收斂，開始釋放出放慢加息訊號，此後美元匯價及美國債息從高位迅速回落，為港股反彈行情揭開序幕。其後美國中期大選結果與預期相若，中美元首於G20峰會前舉行會晤成果亦正面，雙方共同傳達避免對抗衝突的立場，台海緊張局勢短期得以降溫，也是此輪港股估值向上修復的重要助燃劑。當然，中港股市得以絕處逢生，國內政策之修正及加持最為功不可沒。在防疫政策上，中央先後發布「優化防控20條」及防疫「新10條」，刪去動態清零的表述，其後更將新冠病毒的防控標準從「甲類」降級為「乙類乙管」，並不再對確診者或密切接觸者實施強制隔離，變相與外國的抗疫政策逐步接軌，令市場憧憬復常之路指日可待。此外，過去一年不斷纏擾市場的內房債務問題也隨著多項支持政策推出而漸見緩解，當中以提供銀行授信、擔保發債及股權融資的「三箭齊發」最為震撼，為財困房企及時補充流動性，避免骨牌式無序違約繼續發酵。

隨著以上各個轉捩點逐步顯現，中港股市於11月初起大幅反彈，截至12月29日，恒生指數、恒生科技指數、上證綜合指數及滬深300指數分別從低點回升34、44、6及10%，遠勝歐美股市同期表現。另外根據滬深港通北向資金流數據，11及12月（截至19日）別錄得762億及797億人民幣之淨流入，大舉扭轉10月錄得237億淨流出的局面，反映海外資金正密集加倉配置中資股，象徵市況曙光初現。

### 滬深港通北向資金淨流入



資料來源：AASTOCKS.com，數據由2022年9月16日至2022年12月19日

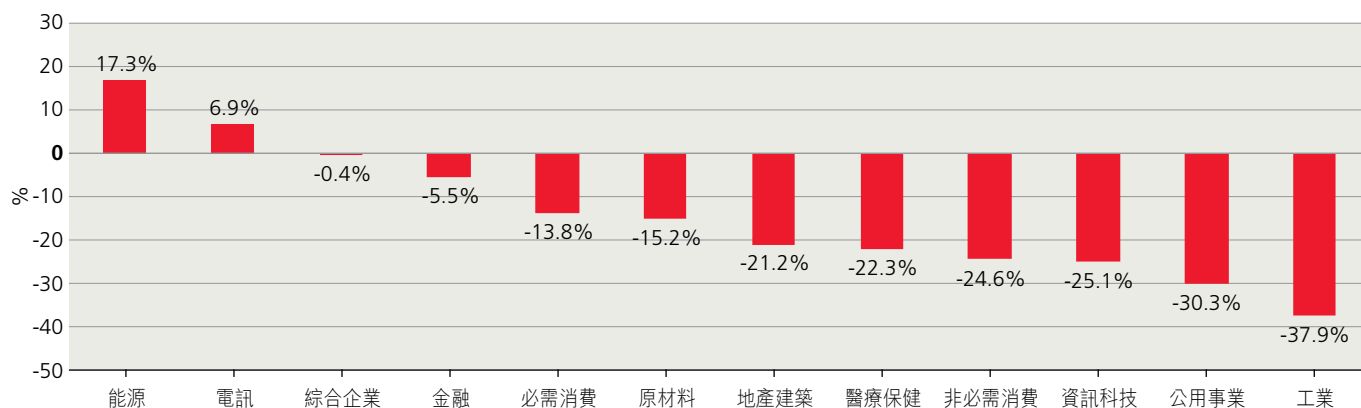
### 擺脫極端漫長熊市 今年料迎來和煦春天

過去兩年中港股市經歷的熊市，調整行情不論以深度還是時間長度計算均已是歷史級別。期內MSCI中國指數自2021年2月高點下跌至2022年10月低點，跌幅高達63%，屬2008年金融海嘯之後的最深跌浪。下行週期達621日，更是近20年來最長的熊市。從港股分類行業表現看，截至2022年12月9日，除能源業與電訊業外，其餘各個分類行業指數年初至今均錄得跌幅，當中工業、公用事業、資訊科技業及非必需消費行業表現最為差，下跌幅度介乎24.6至37.9%。

經歷過極端嚴寒的冬天後，我們相信2023年中港股市將迎來和煦的春天。受惠內地疫後經濟重啟、國策方向穩增長優先、房地產風險化解、中概股審計檢查進度理想、美國通脹及利率見頂等潛在利好因素，可望率先推動估值收復，繼而企業盈利預測上調，新一輪牛市可能已悄悄展開。當然，中國放開防疫措施初期可能面臨感染人數急速反彈的風險，對勞動生產力、社會消費層面或造成一定程度擾動，經濟數據乍暖還寒，但對中港股市的影響料短暫而有限，若首季大市出現適度回調，反而是一個逢低做多的時機。

## 股票

2022年港股各行業分類指數表現



資料來源：彭博，數據截至2022年12月31日

### 內地疫後復常之路料崎嶇 旅遊消費航空板塊可趁回調吸納

隨著中央政府宣布撤除大部份防疫措施，中國經濟重啟蓄勢待發，被遏抑多時的消費及出遊需求料於傳統春節旺季爆發性釋放。根據網上旅遊平台攜程的數據，防疫「新10條」公布後，內地機票搜索量升160%，春節前夕（年廿五至除夕）的機票搜索量猛增至三年來最多。雖然最終訂購量與搜索量可能存在一定偏差，惟反映國內居民經歷過以往幾年「就地過年」後，今年春節可回鄉度歲的殷切期盼。再者，由於國內城市取消落地檢測，並大幅放寬進入旅遊景區的標準，例如免除核酸檢測要求、調高入場人數上限等，預期沉寂多時的長途跨省遊活動將重拾生機。至於針對入境人士的檢疫時間，上季先從「7+3」調整至「5+3」，及後甚至完全撤銷集中隔離管制，中央政府亦表示將有序恢復國民出境旅遊，消息公布後內地主要線上旅遊平台的國際機票及海外旅遊簽證的搜索量瞬即飆升，憧憬國際旅遊將於今年次季的清明長假期間強勁復甦。從投資角度

看，最直接受惠的板塊包括航空、線上旅遊平台、旅遊用品相關消費、免稅店、澳門博彩、啤酒、餐飲、酒店等，而自11月以來相關股份表現氣勢如虹，升幅介乎23至114%，大幅跑贏大盤指數。

然而，疫後重啟之路往往不是一帆風順。春節前後大規模人口流動和人員聚集，將極大機會導致感染人數急劇飆升。參考韓國及台灣等地的經驗，放鬆防疫措施後的經濟活動大致呈現J曲線，即是開放後短期內因為多人確診反而會令消費及生產活動暫時下降，待達到疫情高峰後再逐步收復。在這個過渡階段中，不排除早前已累積一定漲幅的潛在受惠板塊須先行回調，同時須密切關注重症及死亡率的變化、醫療體系的負荷水平、官方對疫情的措辭和取態等指標，若情況未有明顯逆轉，相信一至兩季內可實現全民免疫，後續疫情對經濟和股市的困擾可進一步弱化，故首季較理想的投資部署是伺機而動，待回調時候低吸納。

#### 各受惠板塊表現

板塊	代表股份數目	股價平均升幅（11月1日至12月30日）	受惠理由
航空	4	22.9%	預期春節國內航線客運量急速提升，國際航線穩步復甦，且票價持續高企可助收益率改善
澳門博彩	6	114%	憧憬內地加速發放電子簽證及復辦訪澳旅行團，今年賭企博彩收益可望錄得強勁反彈
啤酒、餐飲	6	60%	餐飲企業及酒吧營運時間可回復正常，不但可提升短期同店銷售表現，且有利加快開店步伐；線下渠道恢復，有助高端啤酒銷情回勇
線上旅遊平台、免稅店	4	61.2%	景點門票、機票及酒店預訂量料大幅反彈，海南屬內地居民的熱門旅遊熱點，當地免稅店人流及奢侈品銷售額料顯著受益

## 中港通關如箭在弦 本地多個板塊蓄勢待發

隨著內地大刀闊斧調整疫情防控後，港府亦於12月下旬大舉修訂入境檢疫政策，並近乎移除所有剩餘的社交距離限制措施，例如旅客入境香港前毋須進行核酸檢測、出入場所毋須持有疫苗通行證、公眾地方聚集人數不再設限、密切接觸者毋須隔離檢疫等，相信這將有助海外旅客回流之餘，中港免檢疫通關亦僅是一步之遙，勢將提振內地訪港旅客人數和相關消費力。由於疫情前國內旅客佔訪港旅客總數比例高達78%，對香港旅遊業和零售業可謂舉足輕重，故一旦通關，最直接的受惠板塊必然是本地非必需消費、餐飲、地產收租、酒店及交通運輸等。此外，國內旅客對美元和港元計價的理財產品（如基金、保險、信託等）一直情有獨鍾，因此本港及國際銀行和保險相關股份也將間接獲益，例如銀行股的非利息收入及保險股的新業務價值料出現顯著改善。

當然，香港此刻與疫情前相比，很多客觀因素也不盡相同，最明顯的是人民幣匯價較疫情前數年轉弱不少，這某程度打擊內地人士訪港購物意欲。此外，國內政策近年主張拓展內需消費，例如派發消費券鼓勵居民留國消費、下調多項商品消費稅率、支持免稅店行業發展等，均難免對香港傳統購物天堂和旅遊熱點帶來衝擊。如此，投資上述本地零售與收租等相關股份時，我們認為可參考該股份2018至2019年（社會事件及疫情前）的高位，再打折扣10至15%，來作為今年上半年的目標價。參考MSCI香港指數（主要成份股為香港本地企業），雖然上季已從低點反彈逾30%，惟現水平仍低於2019年高位約21%，意味未來半年尚有接近15%的潛在上望空間。

### 過去5年 MSCI 香港指數走勢



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

## 「兩會」調升 GDP 目標勢在必行 內需消費板塊可重點配置

去年12月召開的中央經濟工作會議表明，今年政策重心從防疫轉為全面穩增長，當中新增「加大宏觀政策調控力度」的表述，反映新任決策層對穩增長的決心，經濟增長可能重新成為地方政府今年最重要的績效指標。若然三月舉行的「兩會」將年內經濟增長目標調升至5%或更高，勢將成為一眾中資股盈利預測上調的催化劑。此外，中經會進一步強化擴大內需的重要性，特別點出「要把恢復和擴大消費擺在優先位置」，可見跟2022年擴內需的重點比較依賴增加基建投資、引導製造業轉型升級等方面不同，今年擴內需的引擎將重新回歸至居民消費層面。我們預期：i) 地方政府派發消費券的規模將繼續增加，直接補貼購買消費電子產品和家電產品；ii) 鼓勵發展服務性消費，如文化旅遊、育兒養老、醫療保健、教育體育等；iii) 支持低碳消費，如新能源車、節能家電等。

在上述大前題之下，我們同時看好必需和可選消費板塊。整體來說，前者較受惠產品升級、原材料和包裝成本回落，帶動毛利率改善，當中啤酒、飲料、乳品等行業稍看高一線；後者則受惠線下銷售渠道正常化，以及經濟復常下刺激居民購買力釋放，龍頭品牌企業同店銷售反彈在望，其中旅遊、電影、運動用品、珠寶鐘錶、家電等細分行業料較易突圍而出；另外互聯網電商平台股份亦可望受益於GMV及廣告收入同步回暖，加上中經會提及「提升平台經濟常態化監管水平，支持企業在引領發展、創造就業、國際競爭中大顯身手」，可見政策監管風險已大致消退，股價該可跟隨大市逐步收復失地。

## 政策傾斜內房板塊 國企內房股值博率較高

國內上季發布支持房地產業的「金融16條」政策，從起初重點支持保交樓，逐步擴大至主力為房地產企業融資保駕護航，例如：i) 指導國有及大型股份制銀行向數十家優質房企簽訂授信協議，總額超過2萬億人民幣；ii) 中債信用增進投資公司(NAFMII)為多家民營房企擔保發債，大幅減低其發債成本；iii) 恢復上市房企於A股市場再融資，支持兼併重組相關股權融資等。以上措施即使未能完全根本性化解內房行業積聚多年的債務問題，但至少降低了短期出現大規模違約、火燒連環船的金融系統性風險。事實上，多家財困民營房企近期與債權人商討債務重組方案的進度變得更順利，不少已成功簽訂延期還款等協議。更重要的是，當房企現金流壓力得以紓緩，早前停工的項目可逐步恢復並加快交樓步伐，居民購房置業的信心自然谷底回升。再者，我們預期上半年中央將推出更多提振住房需求的措施，包括限購鬆綁、購房退稅、降低首付比例和房貸利率等，預期可支持內房企業合約銷售於第二季回穩、下半年重拾同比增長。

## 股票

無庸置疑，今年內房行業的基本面在政策傾斜下已擺脫寒冬。以目前整個板塊的市帳率僅為0.7倍左右計，仍低於2010年以來平均值(1.13倍)超過1個標準差，估值料尚有上調空間。不過，投資者對以下兩項風險因素也不能掉以輕心，其一是內地住房單位庫存高企，發展商短期內仍需減價套現，故房價之跌勢暫難言見底，房企毛利率下行之勢上半年將延續；此外，當股價累積一定升幅時，內房配股融資的活動將陸續有來，尤其對本身負債比率較高、短期現金比例較低的民營房企而言，配股集資用作還債可謂順理成章，且根據上季的經驗，配股價的折讓幅度往往超過10%，對股權做成的攤薄頗大。因此，投資內房板塊時的選股條件相當重要，我們認為首選是具央企或國企背景的內房企業，因這類企業財務狀況穩健、信貸或發債融資成本相對較低，出現大折讓配股的機會很微。同時，它們擁有充沛高質素土地和可售項目儲備，未來更有機會對民企的優質資產進行併購，可望成為行業持續整合下的贏家。

## 過去10年滬深300房地產分類指數市帳率

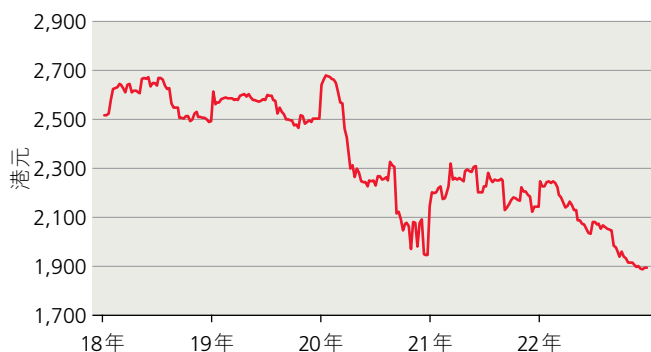


資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

中港股市盈利預測與估值料續上調  
恒生指數半年目標21,840點

中港股市的每股盈利預測過去一年持續被市場下調，期內恒生指數及滬深300指數的每股盈利預測(未來12個月)分別下調15及3.8%，惟最近一個月漸見回穩。假設內地疫後復常進度理想，我們相信今年企業盈利將於次季重拾增長。恒生指數每股盈利預測(未來12個月)可從目前的1,896港元上移至1,950港元。估值方面，目前恒生指數未來12個月預測市盈率為10.9倍，雖已較上季的歷史低點8.3倍顯著調升，但仍然低於過去15年平均值(11.9倍)約1個標準差，料尚有向上修復空間。若給予預測市盈率11.2倍，恒生指數上半年的目標水平為21,840點。

## 2018年至2022年恒生指數盈利預測趨勢



資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

## 恒生指數預測市盈率



資料來源：彭博，數據截至2022年12月29日

東亞聯豐投資團隊

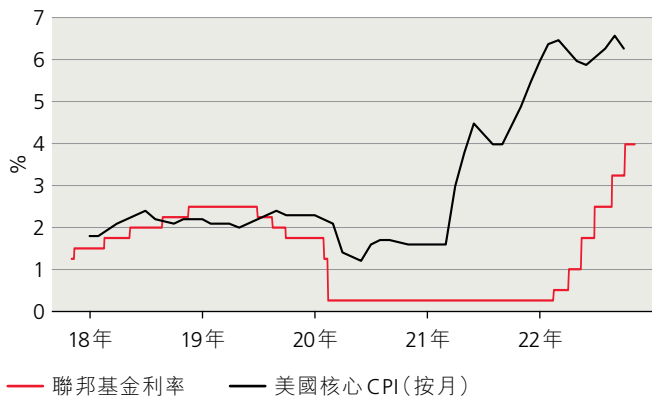
## 中國及亞洲股市展望 — 2023年市場繼續充滿挑戰

全球通脹雖然處於結構性高位，但有下行趨勢。經濟衰退將取代加息成為困擾市場焦點。歐美經濟將無可避免陷入衰退。東亞聯豐認為，明年風險資產情緒將有所改善。資金可能要待明年下半年才較顯著地流入股市，投資者對固定收益資產，也會重拾興趣。

### 加息週期臨近尾聲，環球股市有望溫和復蘇

面對加息、通脹等風險因素，過去一年投資者減少對股票的配置。東亞聯豐認為2023年風險資產的前景將會改善。雖然來年經濟前景依然不明朗，個別企業盈利受壓，但由於預計美國聯儲局不再大幅加息，股市因而面對的估值下調壓力有所紓緩，環球股市調整相信接近尾聲。隨市場審視未來幾個月通脹數據是否見頂，資金才較明顯流入風險資產，相信股市於2023年下半年有溫和回升的空間。

#### 美國通脹出現緩和跡象



資料來源：東亞聯豐投資、彭博，數據截至2022年12月5日

隨著加息週期接近尾聲，預示美元匯價抽升至數十年高位的情景不再。當美國加息步伐放緩，利率波動轉弱，美元升勢將缺乏支持，加上全球央行和美國貨幣政策距離漸漸收窄，有利估值偏低的非美元計價股票，例如歐洲和包括中國在內的亞洲地區。當中投資團隊尤其看好亞洲，特別是東盟成員國。

### 重啟經濟帶動消費、通訊科技；流動性減少下仍須嚴選個股

在亞洲，受需求復甦和中國放寬疫情限制帶動，團隊看好受惠重啟經濟下的板塊，例如通訊、必須消費品、科技和醫療保健等。而俄烏戰爭，嚴寒天氣等因素所引發的能源供不應求情況，則有利能源股。板塊同時亦能夠為通脹作對沖。相反，任何倚重高昂的能源價格或環球供應鏈的行業均不被看好。

在經濟下行週期，面對央行緊縮政策，市場流動性將減少，企業如果財政狀況脆弱，具融資壓力，所面對的風險會是很高的，因此，團隊在各板塊嚴選個股，只會挑選現金流強勁、盈利能見度高和具防禦性的企業。

### 中國股市現曙光，具戰略性投資機會

中國新出台的房地產和疫情措施有助改善整體投資氣氛，帶動經濟復甦的預期。我們看好增長型股份以及受惠重啟經濟的板塊。除了科技股和內房股，我們也看好科技硬件，認為明年下半年將出現改善。

雖然我們對中國股市的悲觀情緒有所減輕，但團隊對整體形勢仍保持警惕。原因之一是結構性不明朗因素猶在。中國與西方國家之間的緊張關係將持續，有機會在中期加劇。其二，當局雖然三年來首次放寬疫情政策，包括縮小核酸檢測範圍、出入公共場所不須要再檢查核酸證明以及縮短入境人員隔離期等，但執行起來的實際情況仍有待觀察。地方城市對病例增加的容忍度、加強老年人疫苗接種和醫院的準備工作，以及放寬政策後個案會否大幅上升等都有待時間考證，因此，團隊會平衡周期性和結構性股份配置。

長遠投資角度來說，我們認為綠色技術和醫療保健兩者不單具發展潛力，亦得到政府政策支持。醫療保健行業估值處於低水，且創新醫藥兼享優惠政策。而中國企業在太陽能電池板和電動車鋰離子電池生產等各種綠色技術領域上享有全球佔領導地位的優勢。

## 股票

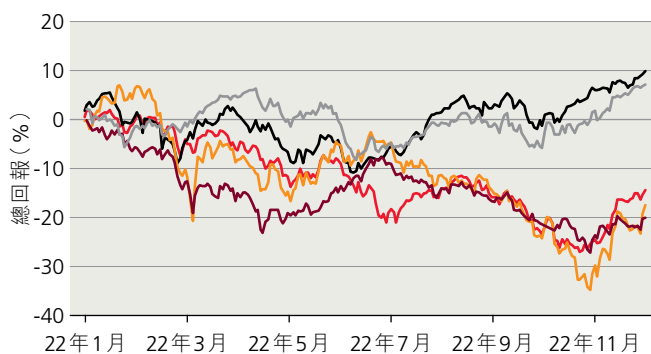
## 東盟銀行股和澳洲能源股備受矚目

中國以外，亞洲股票尤其是東盟地區，前景持續明朗。以印尼和新加坡為例，兩國的經濟基礎強勁，在放寬防疫措施限制後，兩地的經濟穩步復甦。息率上升有利銀行業，因為銀行可為貸款重新定價，從而提高利潤和資產回報率。而印尼和新加坡銀行業的信貸質量及貸款增長均屬理想，因此，我們認為前景相當樂觀。

另外，我們仍然看好印尼的能源股。印尼是棕櫚油、煤炭、天然氣和銅礦石的主要能源和商品出口國，受惠於仍然高企的商品價格，石油和天然氣出口增加，令該國10月份錄得56.7億美元的盈餘。澳洲同樣擁有許多發展電動汽車、交通工具和其他綠色技術的重要礦產。儘管中國經濟疲弱影響需求，但全球的鋁、銅、鎳和鋅等庫存量偏低，為金屬價格帶來支持。工業金屬面對供應短缺，需求卻受綠色能源發展而不斷增加，為工業生產國的股份注入動力，製造更具吸引力的前景。

同樣是主要能源出口國，澳洲能源股亦被看好。澳洲與卡塔爾和美國並列為主要液化天然氣出口國，俄烏戰爭影響能源供應，澳洲商品出口公司因高企的石油、煤炭和液化天然氣價格而錄得豐厚收益。面對地緣政治局勢持續緊張以及對沖通脹的需求，相信能源供應短缺不會在短期內消退，價格會在高位徘徊一段時間，投資團隊因此對能源股維持積極態度，捕捉能源公司潛在的強勁現金流和盈利。面對市場資本流動性收緊，穩健的資產負債表將成關鍵指標。團隊會密切留意經濟放緩減少需求所帶來的影響。

## 個別亞太股票市場如澳洲表現優異



資料來源：東亞聯豐投資，數據截至2022年11月30日

本文由東亞聯豐投資管理有限公司(「東亞聯豐投資」)編製，僅供參考之用。東亞聯豐投資並不以此資料邀請作任何行動，或提供任何建議或推介。本文或其內容並不構成任何促使、邀請、廣告、誘因、承諾、保證或作出任何類型或形式的代表及東亞聯豐投資就此表明並不為此負上相關責任。本文所載資料根據東亞聯豐投資認為可靠並以「現況」的基礎下提供。即使竭盡所能力求準確，東亞聯豐投資及其轄下董事/職員並不為其內容的準確性、完整性或時間性負上任何責任。所載資料乃屬東亞聯豐投資擁有。未經東亞聯豐投資事先書面同意，本文或其任何內容均不可予以複印或分發予第三者。本文未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。



## 慢渡蛻變

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 | 黃燕娥





## 美聯儲政策支持漸減，避險情緒提供額外支撐

美匯指數第一季預計波幅範圍

102.00 至 107.00

**概述** 隨著美國通脹回落，美聯儲亦開始放緩緊縮步伐，點陣圖顯示美聯儲預期利率將會達至5至5.25%的峰值水平。因此，預期美聯儲於本年度仍會加息2至3次，幅度則取決於最新的通脹情況。美聯儲加息預期下降，儘管主席鮑威爾多次作出非常鷹派的發言，最終亦令美國10年期債息跌破4%水平，預期美聯儲於仍在加息的情況下帶動債息重回4%的水平，有利美元的短期表現。經濟方面，預期美國勞動市場短期維持一定韌性，有助減低經濟萎縮風險。因此若市場出現一些風險事件如中國疫情風險、地緣政治風險、環球經濟逐漸踏入衰退的擔憂等，市場資金將追捧美元作避險之用，推動美元匯價的短期走勢。

美匯指數一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年12月

美國主要經濟數據表現	時段	數值(%)
國內生產總值 (GDP)	第二季	3.2 (按年)
失業率	11月	3.7
零售銷售	11月	6.5 (按年)
消費物價指數 (CPI)	11月	7.1 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年12月

### 預期美聯儲年內仍有2至3次加息空間

美聯儲11月的會議記錄表示，決策官員對加息過度的擔憂有所增加，或會轉向幅度更小、更謹慎的加息步伐。而美聯儲12月宣布加息50個基點，幅度較之前幾次低，但有關利率已升至2007年底以來最高的水平。當中公布的點陣圖亦顯示美聯儲於是次加息週期的利率峰值將會是5至5.25%。與目前4.25至4.5%的利率比較，預期央行還有75點子的加息空間，因此預期美聯儲於本年度仍會加息2至3次，每次幅度則取決於美國最新的通脹情況。

### 美國長債債息表現落後，料將進一步上升

美聯儲11月的議息會議暗示或於不久後放慢加息步伐，有關轉向導致美國國債收益率回落，令美國10年期債息最終跌破4%水平，當然美元亦同步下跌。及後，美聯儲主席鮑威爾多次作出鷹派言論，表示美聯儲官員預計利率將繼續上升，並在更長時間內維持於高位，但美債息仍未見有明顯反彈。雖然美聯儲已開始減慢加息，但有關利率仍然正在上升，進一步推高美國長債收益率的表現。目前來看，美國10年期債息的水平確實有點落後，預期債息於美聯儲仍在加息的政策下進一步上升，並重回4%水平。

#### 美國10年期債券收益率



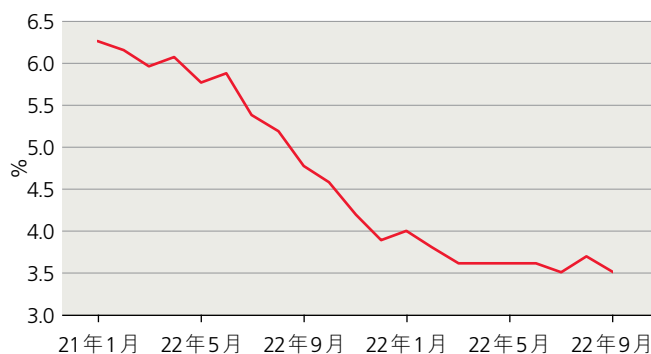
資料來源：路透社，數據截至2022年12月



### 勞動市場強勁減經濟萎縮風險

去年環球央行紛紛加息的大環境下，物價急促上漲，令不少經濟體面對經濟放慢或萎縮的擔憂。經濟合作暨開發組織(OECD)於去年11月表示，全球經濟或可於今年避過衰退厄運，但整體經濟將走下坡，當中美國經濟相對穩健。預期勞動力市場短期維持一定韌性，有助經濟表現平穩，而美國相對其他國家如歐洲、英國等的經濟萎縮風險亦相對較小。

#### 美國失業率



資料來源：路透社，數據截至2022年9月

### 市場避險情緒為美元提供額外支撐

俄因通脹稍見緩和，美聯儲已放慢加息步伐，美元明顯回落。接下來，美聯儲的貨幣政策對美元的影響力料將減少，而市場的避險情緒將繼續為美元提供額外支撐。中國疫情、地緣政治、環球經濟遂漸踏入衰退等因素，或短期令市場避險情緒升溫，資金亦會因此追捧作為理想避險工具的美元，屆時將推動美元匯價的走勢。

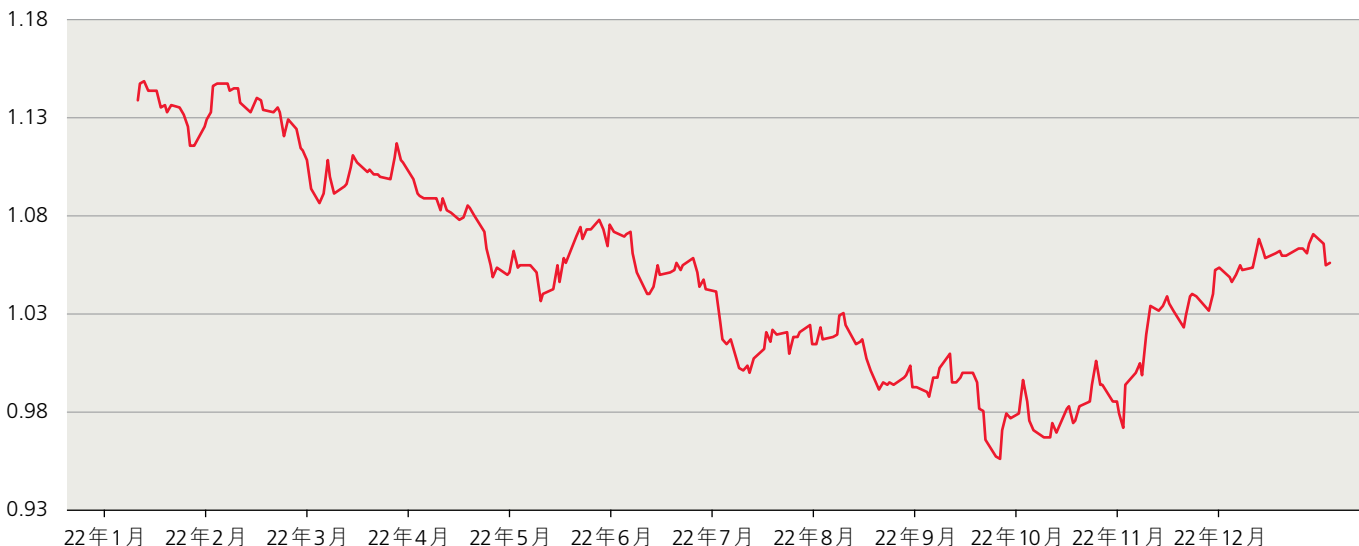
## 歐央行表示加息決心但經濟困境未除

歐元兌美元第一季預計波幅範圍

1.0400 至 1.0900

**概述** 歐洲央行於12月的議息會議中，表現與英倫銀行及美聯儲的貨幣政策步伐一致，加息50個基點並進一步撤走持續了10年的超寬鬆貨幣政策。另一方面，雖然歐洲通脹率初見回落，但仍處於雙位數水平。歐洲央行行長拉加德更於去年12月表示有關通脹尚未觸頂且可能比預期的還要高。因此，在通脹仍然高企的情況下，央行不得不繼續加息。經濟面方面，數據表現有所改善，但整體經濟衰退風險仍然存在。經濟合作暨發展組織(OECD)去年12月曾表示，今年全球經濟或可避免衰退，但歐洲所受到的衝擊將會是最大的。所以，該區的衰退風險仍未完全解除，且面對經濟不景氣的壓力，將限制歐洲央行以持續加息打擊通脹的計劃。另外，能源供應短缺問題或於這個冬天後延續，進一步打擊經濟環境。

歐元兌美元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年12月

歐元區主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第三季	2.1 (按年)
失業率	10月	6.5
零售銷售	10月	-1.8 (按年)
調和消費者物價指數 (HICP)	11月	10 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年12月

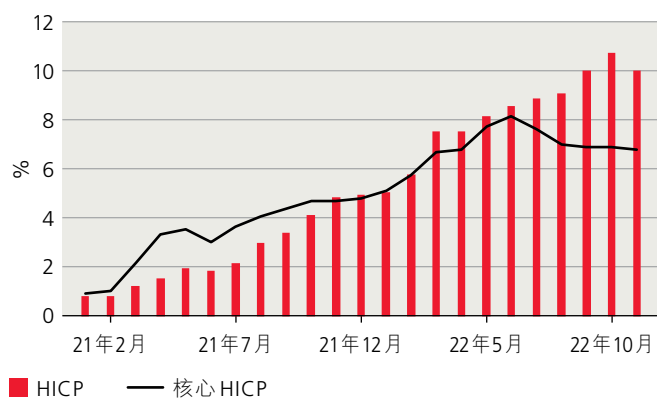
### 央行表現加息決心以打擊高通脹

歐洲央行於12月的議息會議中加息50個基點至2%，進一步撤走持續了10年的超寬鬆貨幣政策。因為該區通脹初見回落，且經濟衰退風險仍在，令是次加息的幅度少於之前兩次的會議，並與英倫銀行及美聯儲的貨幣政策步伐一致。該行總裁拉加德表示，歐元區仍存在通脹上行的風險，因此須要進一步推行收緊政策，並承諾將制定從金融系統中抽走資金的計劃，繼續以穩定的步伐對抗通脹。歐洲央行對於加息的決心反映該行很大機會透過50個基點的加息節奏逐步加息以打擊目前仍然高企的通脹。

### 通脹見回落但仍高企，央行不得不繼續加息

歐元區去年11月的通脹率逾1年以來首次放緩，HICP初值按年升10%，升幅低於上月的10.6%，且回落幅度亦超出預期；而扣除了食品和能源後的核心HICP則按年上升6.6%。雖然物價上漲對需求的阻力在未來數月可能有所緩解，但歐洲央行行長拉加德於去年12月曾表示因仍欠缺支持通脹已達峰值或短期內回落的動力，有關通脹尚未觸頂且有可能比預期的還要高。因此，預期歐洲央行短期將繼續以持續加息的部署遏抑通脹。

#### 歐元區按年 HICP 及核心 HICP

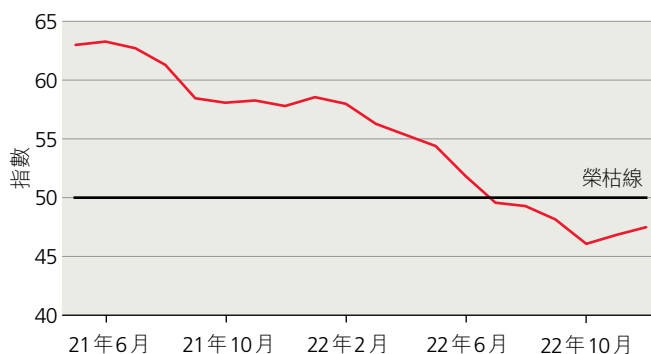


資料來源：路透社，數據截至2022年12月

### 歐元區經濟見改善但仍處於下行走勢

歐元區近期經濟數據反映區內的經濟壓力雖略為緩解，但整體表現仍然處於下行的走勢當中。該區12月製造業採購經理人指數初值為47.8，雖然高於預期及前值，但已連續第五個月下滑且仍低於榮枯線下，創下自2013年以來最長的經濟低迷時期。雖然數據見改善，但有關的衰退風險仍未完全解除。而面對該區經濟不景氣的情況，將限制歐洲央行以持續加息打擊高企物價的動力。

#### 歐元區製造業採購經理人指數



資料來源：路透社，數據截至2022年12月

### 歐洲或須繼續面對能源供應短缺的問題

儘管看起來歐洲這個冬天已順利過了一半，區內的能源難關好像已過，但預期石油及天然氣問題還會持續更長的時間。西方因俄烏衝突而對俄羅斯實施制裁，令俄羅斯削減了對歐洲大陸的天然氣供應，最後令區內天然氣短缺而導致歐洲電價飆升超過正常水平10倍，並引發了對替代能源的爭奪。因此，這個冬天過後歐洲還會繼續面臨這場迫在眉睫的能源難關。



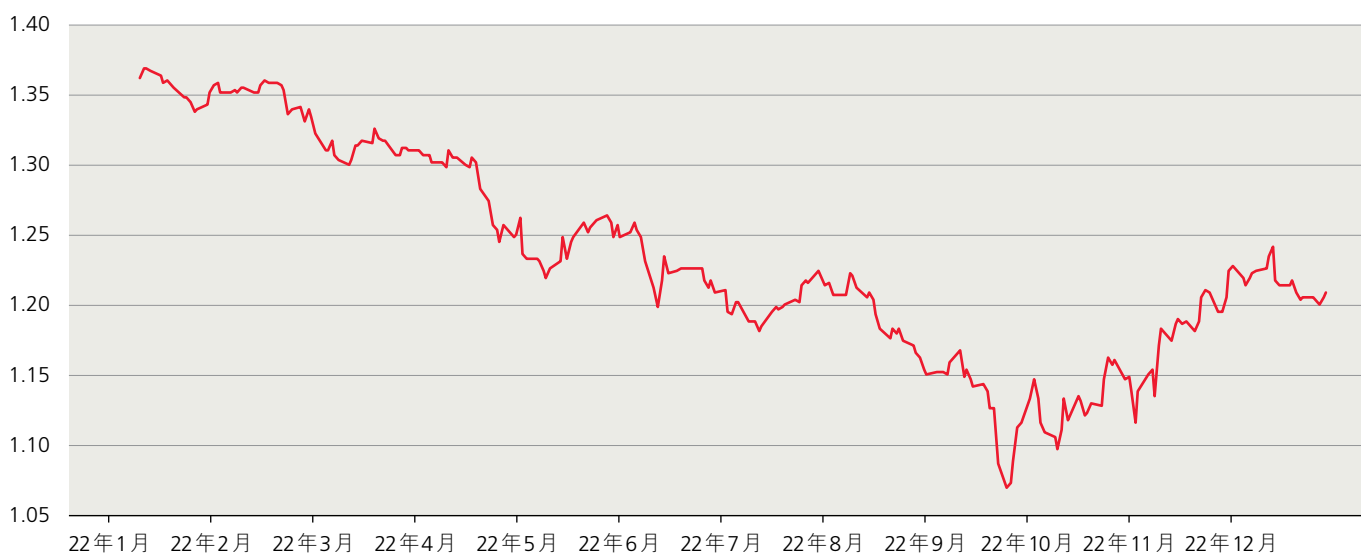
## 英國經濟踏入衰退邊緣，前景面臨多項挑戰

英鎊兌美元第一季預計波幅範圍

1.1600 至 1.2200

**概述** 能源價格於去年第四季有所回落，環球整體物價緩緩下降。英國去年11月通脹雖從41年高點下降至10.7%，但以央行的2%目標水平來說，這個雙位數的通脹率仍處於非常高企的水平。預期通脹須要較長時間才見明顯回落，料央行將繼續推行收緊貨幣政策以控制目前的通脹壓力。而經濟方面，英倫銀行早於去年11月表示當地有可能出現連續8個季度的經濟衰退，以目前瀕臨衰退邊緣的經濟狀況來說，或限制英倫銀行短期的加息空間。短期來說，英國的經濟環境或面臨多方面挑戰，影響英鎊匯價。

英鎊兌美元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年12月

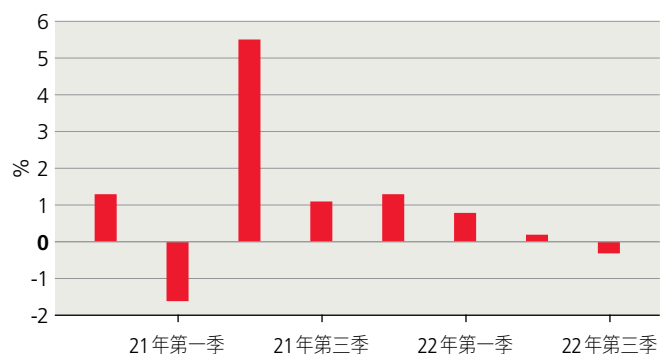
英國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第三季	1.9 (按年)
失業率	10月	3.7
零售銷售	11月	-5.9 (按年)
消費物價指數 (CPI)	11月	10.7 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年12月

### 英國經濟正在萎縮，已接近衰退邊緣

環球利率持續上升，加上物價上漲，經濟合作暨開發組織 (OECD) 於11月預期全球經濟於今年出現放緩，而英國經濟則預計萎縮 0.4%。英倫銀行去年11月表示，當地可能出現連續8個季度的經濟衰退，料今年及明年GDP分別下滑至負1.5%及負1%。而英國去年第三季GDP終值按季下跌0.3%，為七大工業國組織 (G7) 中表現最差的國家，按年則上升1.9%。在學術上經濟衰退的定義是GDP連續兩季或多季出現下降，因此英國目前的經濟狀況已瀕臨衰退邊緣，預期有關狀況將持續更長時間。

### 英國 GDP 表現 (按季)

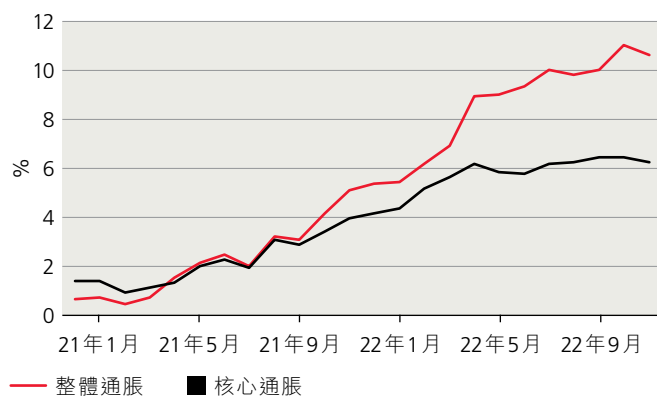


資料來源：路透社，數據截至2022年12月

### 通脹雖回落但仍高企，須更多時間才達目標

英國去年11月的通脹率從10月的41年高點11.1%下降至10.7%。雖然這可能為英倫銀行及當地壓力較大的家庭帶來一點安慰，但以央行2%的目標水平來說，雙位數的通脹仍是非常高的水平。能源價格於去年11月中開始回落，預期將帶動通脹緩緩下降，但要回落至2%的水平，則須要較長時間。因此央行須在通脹達標前繼續推行收緊政策，以控制通脹壓力。

### 英國通脹走勢



資料來源：路透社，數據截至2022年12月

### 央行須加息緩和通脹，步伐取決於經濟條件

雖然英國通脹率從41年高位緩和，但仍處於雙位數的高水平，促使英倫銀行於12月宣布提高利率50個基點至3.5%，為2008年以來最高，並表示可能會進一步加息。英倫銀行行長貝利曾多次表示，儘管面對經濟衰退風險，仍須推行緊縮貨幣政策打擊通脹，因委員會認為來自物價和薪資的國內通脹壓力仍然持續。儘管可能加劇英國經濟的長期衰退，央行堅持要繼續加息緩和通脹，預期步伐將受當地通脹及經濟條件影響。

### 加息影響消費意欲，零售銷售短期疲弱

為了控制物價飆升，英倫銀行一直以提高利率來打擊高企的通脹，但這樣令借貸成本增加，亦迫使當地人加大儲蓄比重，減低消費，最終重重打擊零售銷售表現。反映商品消費動能的零售銷售11月按月減0.4%，按年減5.9%，顯示生活成本上升正在侵蝕家庭財務，同時影響民眾消費意欲。預期英國零售銷售表現短期仍然疲弱，或進一步拖累當地較弱的經濟。



Image source: Unsplash

## 日央行加息門檻高，短期再放寬孳息率曲線控制的機會不大

美元兌日圓第一季預計波幅範圍

131.00 至 136.00

**概述** 去年日本央行的貨幣政策明顯與全球主要經濟體背道而馳，直至12月議息會議意外表示放寬日債孳息率曲線控制，將10年期債息波動區間擴闊，市場認為是央行暗示有意作貨幣政策的轉向，從而退出目前的超寬鬆政策。其實日本通脹持續上升是由於日圓匯率大幅貶值引發輸入性通脹，並非日本央行期待由需求驅動的物價上升，因此預期通脹高企的情況較難長時間持續。另外，日本經濟陷入萎縮的風險未除，且加上政府目前面對的債務與GDP比率高達250%以上，因此若央行短期內退出超寬鬆貨幣政策的計劃，將令政府支出上升，甚至拖慢經濟從疫情中恢復的時間。整體來說，央行對推行貨幣政策轉向的時間須要非常謹慎，步伐預期不會太快和進取。

美元兌日圓一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年12月

日本主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第三季	-1.2 (按季年率)
失業率	11月	2.5
零售銷售	11月	2.6 (按年)
消費物價指數 (CPI)	11月	3.8 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年12月

### 政府債台高築，日央行加息門檻高

日本央行去年多次入市以助日圓匯價回升，並於12月宣布放寬日債孳息率曲線的控制，令日圓大幅走高，後者的行動令市場認為央行有意逐步退出目前的超寬鬆政策。但是日本的經濟面仍然疲弱，加上日本政府早已債台高築，因此從經濟及政府債務的角度看，若然央行最終退出超寬鬆的政策而轉向加息，將拖慢日本經濟從疫情中恢復過來。

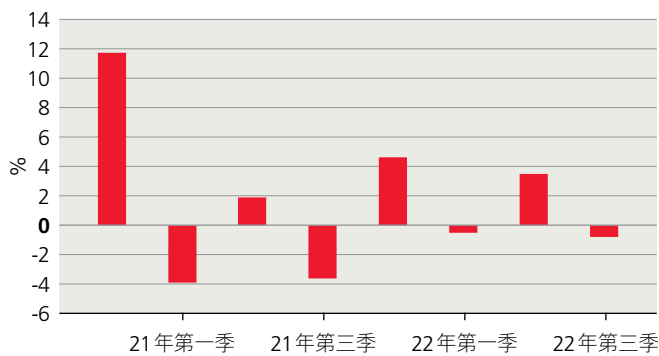
### 料央行短期不會再放寬孳息率波動區間

日本央行於12月議息會議中維持利率於負0.1%不變，但意外宣布放寬日債孳息率曲線控制，10年期債息波動區間將由上下浮動不超過25個基點擴展至50點子，同時亦擴大買債力度，從每月7.5兆日圓增加至9兆日圓。央行行長黑田東彥雖然多次重申此舉只是為了改善債市功能，並不代表撤出寬鬆貨幣政策，但市場卻認為這意味著日本央行的轉向。日本政府目前面對債務與GDP比率高達250%以上，因此短期內再次放寬孳息率曲線控制的機會不大。

### 經濟仍存萎縮風險，限制貨幣政策轉向

因全球經濟增速減慢及日圓疲軟，進口成本上升對消費者及企業造成壓力，日本第三季經濟再次陷入負增長，第三季GDP終值意外減0.8%，反映經濟陷入萎縮的風險揮之不去。因此，在日本體質還未穩健前，提升利率或會令日本再度陷入通縮和經濟衰退的結果。

#### 日本 GDP



資料來源：路透社，數據截至2022年12月

### 日本通脹僅屬輸入性，非由需求帶動

日本通脹升溫，扣除新鮮食品的11月核心CPI按年上升3.7%，創1981年12月以來最大增幅。通脹持續上升料將加劇市場對日本央行改變目前寬鬆貨幣政策的揣測。其實近年通脹上升是因為日圓匯率大幅貶值而引發的輸入性通脹，與日本央行期待的那種由需求驅動的物價上漲不同。所以，目前較高的通脹水平未必能夠反映日本真正的通脹情況。

#### 日本 CPI (按年)



資料來源：路透社，數據截至2022年12月





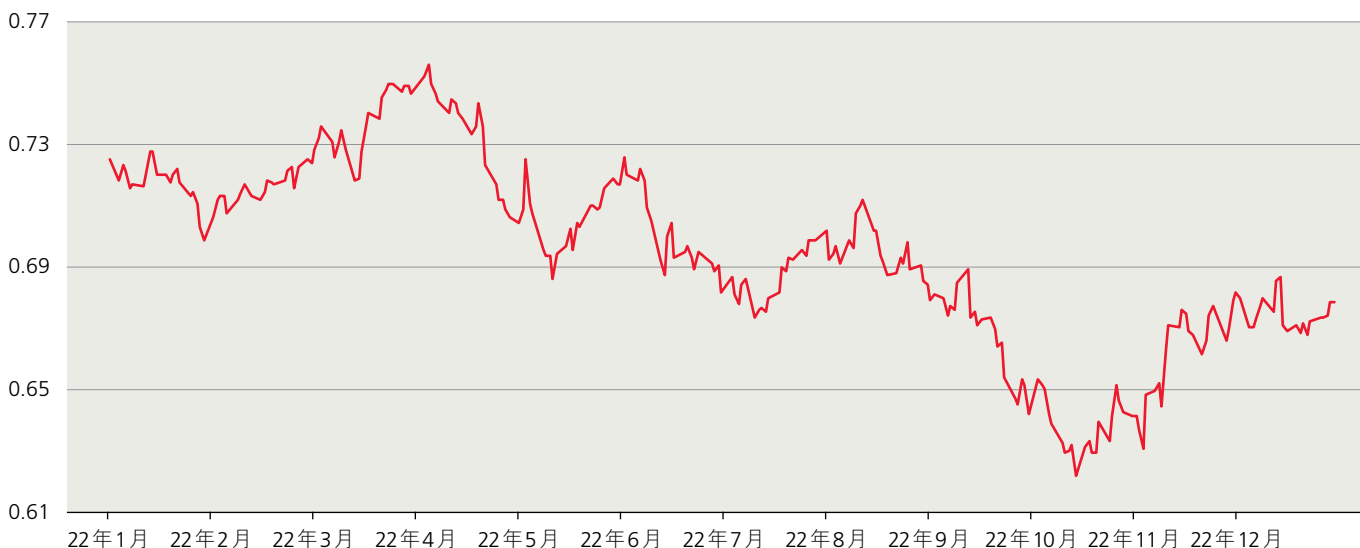
## 澳元受惠加息預期及鐵礦石價格溫和上升

澳元兌美元第一季預計波幅範圍

0.6600 至 0.7100

**概述** 環球整體通脹環境雖然近期有所舒緩，但澳洲的整體通脹壓力仍大，當地第三季的消費物價指數 (CPI) 及生產價格指數 (PPI) 仍在上升走勢中且未見回落。因此，澳洲央行一向謹慎的貨幣政策，仍會於通脹上升的環境下繼續加息。而澳洲經濟亦表現理想，就業情況穩定，料為央行提供充裕的環境作加息準備。除此之外，中國於去年 12 月放鬆防疫政策，短期的經濟增長雖仍存未知之數，但中長線來說將有效加快當地經濟恢復的速度，對經濟伙伴澳洲來說，有利經濟發展。而澳洲作為全球最大的鐵礦石出口國，鐵礦石價格於去年 3 月下跌，並於 11 月見底回升，預期價格將繼續溫和向上成為澳元上升的動能。

澳元兌美元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至 2022 年 12 月

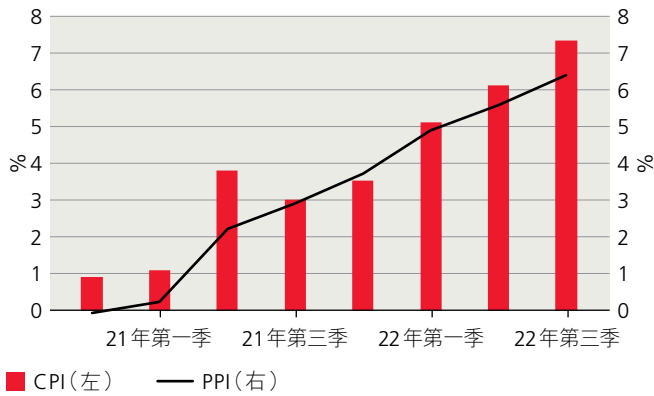
澳洲主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第三季	5.9 (按季年率)
失業率	11 月	3.4
零售銷售	10 月	-0.2 (按月)
消費物價指數 (CPI)	第三季	7.3 (按年)

資料來源：路透社，數據截至 2022 年 12 月

### 通脹仍未見回落，短期仍有加息需要

澳洲央行於去年 12 月的政策會議上將隔夜利率再次上調 25 個基點至 3.1%，並創下 10 年高位。該行自去年 5 月以來的加息幅度已達至 300 個基點，而央行總裁洛威在聲明中亦表示，預計未來一段時間內進一步加息以打擊通脹，但有關行動並未處於一個預先設定的路徑上。在當地住房建設和天然氣成本上升的帶動下，澳洲第三季 CPI 按年升 7.3%，高於第二季 6.1% 的升幅，而同期的 PPI 升至 6.4%，未見有回落走勢。雖然澳洲央行的貨幣政策向來謹慎，但於整體通脹仍然處於高位的情況下，央行短期仍有加息需要，將有利澳元的長線表現。

**澳洲CPI及PPI**



資料來源：路透社，數據截至2022年12月

**經濟基礎佳，為央行繼續加息作準備**

澳洲去年11月的失業率維持於低位3.4%，而薪金亦見穩定增長，而經濟於去年9月份按季增長了0.6%，年度實際GDP亦增長5.9%。當地勞動力仍然強勁，加上整體經濟穩健且表現理想，料將為澳洲央行提供理想的環境為進一步收緊貨幣政策準備。

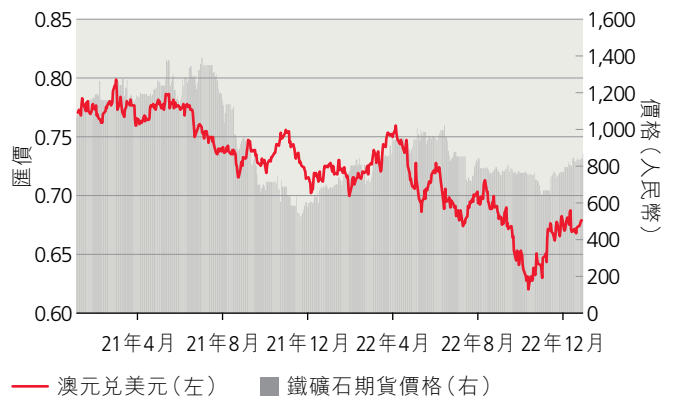
**中國重新開放邊境對澳元短期影響有限**

中國於去年12月開始放鬆防疫政策，預期有關措施將加快中國經濟恢復速度。而中國及澳洲的貿易關係十分密切，因此中國防疫政策的放鬆將有利澳元中長線的表現。但短期來說，中國的疫情或因此變得反覆，短期的經濟增長仍存未知之數，料短線對澳元的影響有限。

**鐵礦石價格料繼續溫和回升，改善澳洲出口表現**

澳洲的能源出口一直以來都是支持當地貿易的主要驅動力，但該國去年第三季度的經常帳戶盈餘亦由第二季修訂後的盈餘147.45億澳幣，下跌至赤字22.78億澳幣，相信主要原因是大宗商品價格於去年第三季大幅回落。澳洲作為全球最大的鐵礦石出口國，有關的出口價格將影響整體經濟表現。然而，鐵礦石的價格於去年三月開始下跌，並於11月時見底回升，預期有關價格將繼續溫和上升，雖然上升力度不是太大，但仍然有利澳元的整體表現。

**澳元匯價及大連鐵礦石期貨價格**



資料來源：路透社，數據截至2022年12月



外匯 紐元兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

## 通脹壓力推動央行持續加息，或見淺層衰退風險

紐元兌美元第一季預計波幅範圍

0.6100 至 0.6600

**概述** 紐西蘭央行去年激進地加息過後，當地樓價雖見明顯回落，但整體通脹仍然高企，表示市場需求仍然強勁。央行預計當地通脹最快於2024年中過後才有機會回落並重回央行1至3%的目標區間水平。因此，預期紐西蘭央行將繼續以控制物價為大前題，於本年度進一步收緊貨幣政策，央行更預期當地官方現金利率(OCR)將於今年攀升至5.5厘後才見頂。央行大舉加息的背後或引致經濟陷入收縮，但以目前的經濟數據為根據，當地整體經濟基礎仍然理想，所以經濟衰退的風險可能只屬於較為淺層的衰退風險。另外，預期乳製品出口價格將保持平穩，加上中國於去年底放鬆防疫政策，均有助加強紐元的整體走勢。

紐元兌美元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年12月

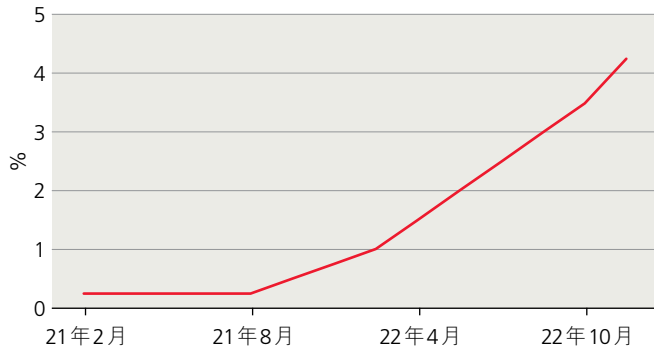
紐西蘭主要經濟數據表現	時段	數值(%)
國內生產總值(GDP)	第三季	6.4(按年)
失業率	第三季	3.3
零售銷售	第三季	0.4(按季)
消費物價指數(CPI)	第三季	7.2(按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年12月

### 紐西蘭央行料維持鷹派貨幣政策

紐西蘭央行一直都保持鷹派的貨幣政策立場，於去年11月大幅加息0.75厘，將OCR由3.5厘上調至4.25厘。除此之外，央行於議息後的聲明中更表示於整體通脹仍未出現明顯回落跡象前，將會繼續加息並預期有關息率攀升至5.5厘才見頂。儘管該行表示有關行動或會引致經濟於2023年陷入衰退，但仍以抑制需求並控制通脹為首要任務。若然如此，央行在停止收緊貨幣政策之前，仍有1.25厘的加息空間，而有關的加息預期將令紐元添加不少優勢。

紐西蘭官方現金利率



資料來源：路透社，數據截至2022年12月

通脹未見明顯回落，料央行繼續收緊幣策

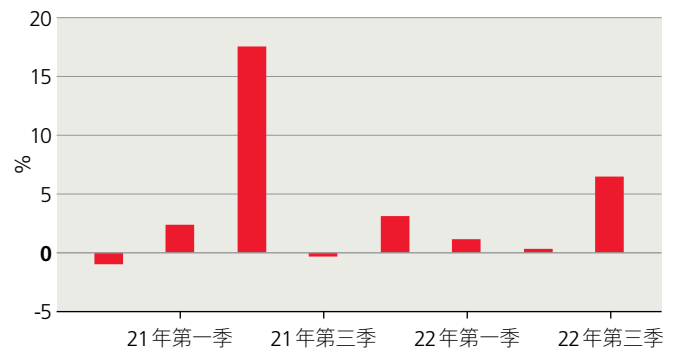
受到水果、蔬菜、雜貨等食品價格上升的因素影響，紐西蘭第三季CPI按季上升2.2%，升幅高於上季的1.7%，按年升7.2%，比較第二季7.3%通脹率只是略為回落。數據顯示市場對需求仍然強勁，加上央行預計當地通脹於2024年中之後才有機會重回1至3%的目標區間水平。令市場加深了對紐西蘭央行將繼續大幅加息的押注。若然紐西蘭央行繼續維持以控制物價為目標，該行將會繼續收緊其貨幣政策，即是加息。



激進加息步伐過後或見淺層衰退風險

在紐西蘭央行去年激進的加息步伐後，當地樓價雖見明顯回落，但整體通脹仍然高企，同時大舉加息的背後或引導經濟陷入收縮。紐西蘭央行已預視當地經濟將在今年陷入衰退以維持抑制需求並控制通脹的目標，而有關經濟收縮或會直到2023年底才見改善。但是從數據上看，紐西蘭第三季GDP按季增長2%，按年增速為6.4%，兩個數據均高於市場預估，可見整體經濟基礎仍佳，所以有關經濟衰退的風險亦只屬較淺層的衰退風險。

紐西蘭GDP



資料來源：路透社，數據截至2022年12月

乳製品出口受經濟衰退風險的影響較細

紐西蘭的進出口貿易佔經濟活動的六成，當中大量出口的農產品及乳製品形成當地的經濟基礎。紐西蘭最大的出口商品是乳製品，而出口價格整體表現比較穩定。儘管環球經濟正面臨衰退風險，但預期奶製品作為必需品所受的影響會較小，令紐元匯價較穩定。

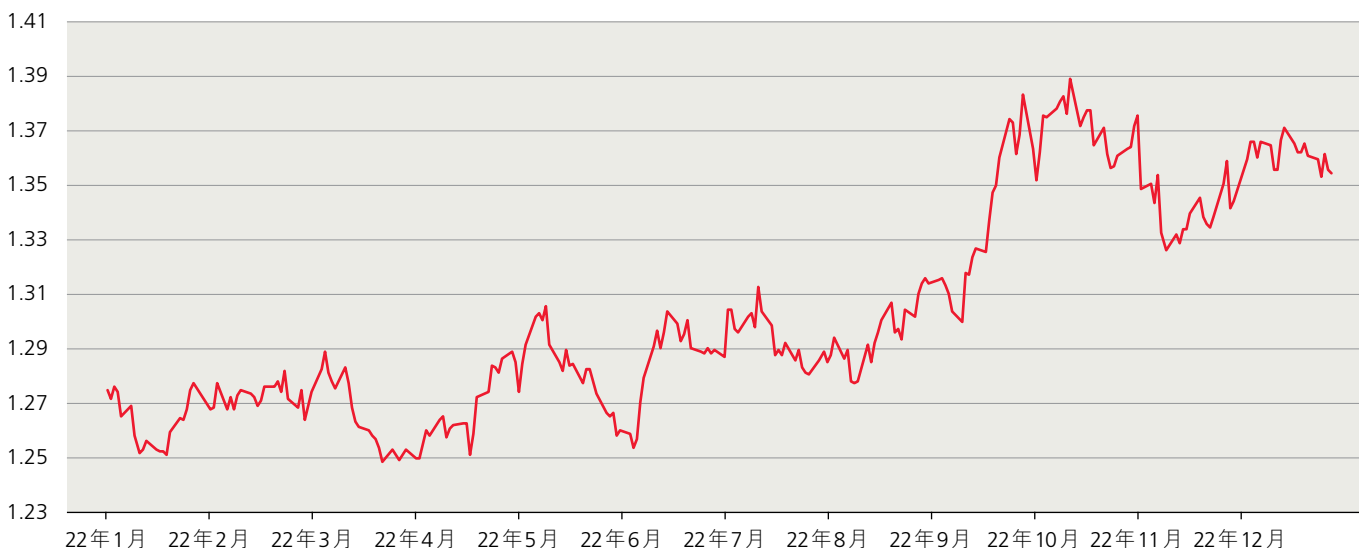
## 料油價窄幅波動，削弱對加元影響

美元兌加元第一季預計波幅範圍

1.3300 至 1.3800

**概述** 歐洲國家對俄國出口的石油產品價格設定上限，但石油輸出國組織與夥伴國(OPEC+)於去年12月決議維持產量不變而未擴大減產幅度，令油價的前景較難看透。但隨著中國清零措施開始鬆動，還有美聯儲的鴿派轉向令加息速度及幅度可望放緩，料增加石油短期的需求，緩和供過於求的市場前景。預期在好壞因素互相抵銷的情況下，國際油價今年將較去年表現穩定，削弱對加元影響力。而貨幣政策方面，加拿大的通脹及經濟增長均見放緩跡象，加上美國的通脹及經濟情況亦如是，因此預期加拿大央行將會在短期加息的同時，於打擊通脹及維護經濟中取得平衡點，令央行或會考慮逐步放慢其加息腳步。

美元兌加元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年12月

加拿大主要經濟數據表現	時段	數值(%)
國內生產總值(GDP)	第三季	2.9(按季年率)
失業率	11月	5.1
零售銷售	10月	1.4(按月)
消費物價指數(CPI)	11月	6.8(按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年12月

### 於好壞因素互相抵銷的情況下，料油價窄幅波動

西方國家因制裁措施對俄國石油價格設定上限，加上環球經濟前景表現不穩，OPEC+去年11月前曾先後多次下調本年度石油需求的預估。但隨著中國對有關新冠清零政策的放鬆及OPEC+於去年12月4日最後一次會議上並沒有加大減產幅度，石油需求有望於今年改善，緩和供過於求的情況。因此，於以上各好壞因素互相抵銷下，預期國際油價今年表現平穩，料於每桶65美元至90美元之間窄幅波動。

### 油價表現



資料來源：路透社，數據截至2022年12月

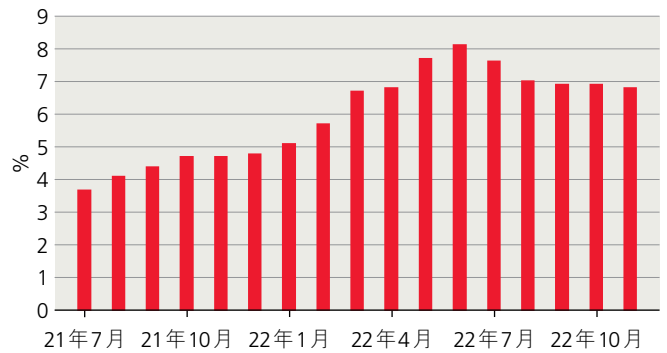
### 加央行料追隨美聯儲貨幣政策減慢加息

加拿大央行於12月再次將指標利率提高50個基點至4.25%，並創下近15年來的最高水平，同時暗示加息行動正接近尾聲，並表示放棄去年3月開始加息以來一直使用的前瞻性指引。加拿大的通脹水平已見回落，該行亦於10月開始減慢加息，加息幅度由9月份的50個基點降至25個基點。因此，預期於當地通脹回落的環境下，加央行將追隨美聯儲的貨幣政策，減慢加息步伐。

### 本土通脹見緩和，料央行正於打擊通脹及維護經濟取平衡

加拿大央行在9個月內以創紀錄的速度累計加息400個基點，以對抗遠高於其目標的通脹。有關的收緊貨幣政策正於經濟中發揮效用，令當地整體通脹水平於7月回落，而11月的通脹已由之前8.1%的峰值跌至6.8%。在通脹壓力緩和下，預期加央行將在短期加息的同時，於打擊通脹及維護經濟中取平衡，所以料央行或會考慮逐步放慢加息腳步。

### 加拿大CPI



資料來源：路透社，數據截至2022年12月

### 加國國內經濟活動或因美國經濟減速而放緩

加拿大2022年第三季GDP連續第5個季度上升，按季增長速度略為放緩0.7%，年化季率增速亦放緩至2.9%。雖然有關數據反映加拿大總體經濟增長率仍較預期高，但當地消費者支出減少這事實則表示持續加息後的利率正在更廣泛地影響經濟增長的速度。預期美國短期仍須面對經濟淺度衰退的風險，將影響作為緊密商業合作伙伴的加拿大的經濟。因此預期加拿大經濟減速的環境，將限制加央行持續加息的念頭。



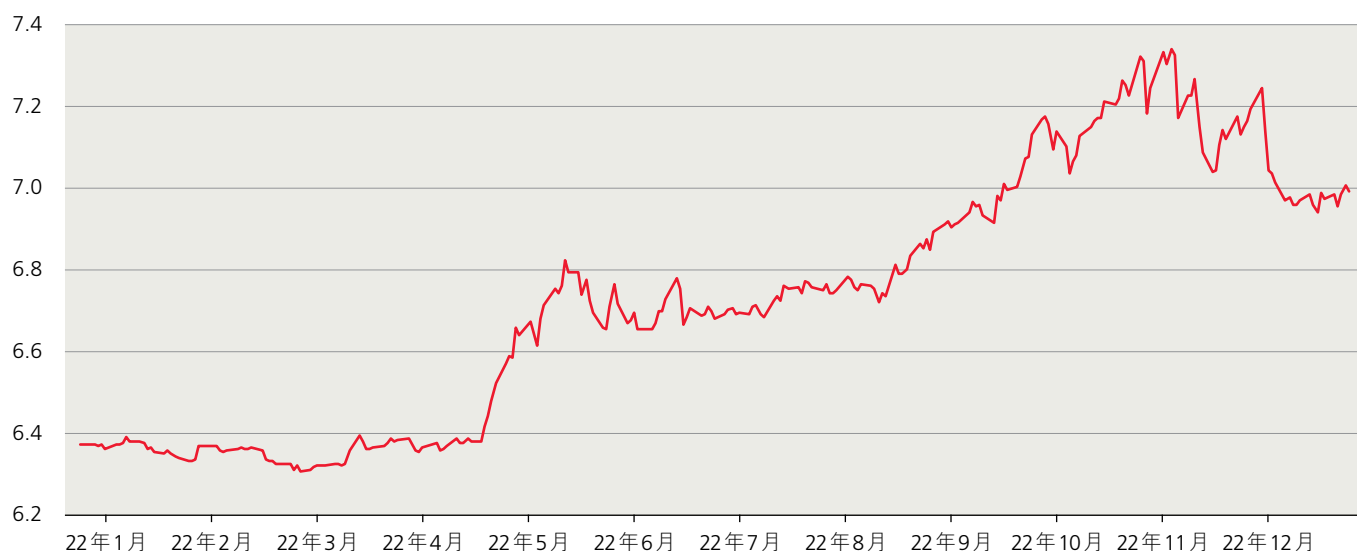
## 優化防疫政策有助增長前景，加強人民幣升值動能

美元兌人民幣第一季預計波幅範圍

6.8300 至 6.9800

**概述** 中國2022年的經濟大部份時間受疫情困擾，令經濟基本面變得疲軟。但隨著政府優化國內的防疫政策，更見政府對重新開放的決心，預期能進一步加快國內經濟開放的速度，有助改善國內增長前景。因此，市場短期或聚焦於各地方政府關於防疫措施細節及當地經濟被提振的效果。除了繼續優化疫情的防控措施外，預期中國政府將以刺激經濟為大前題，繼續聚焦於疫情過後的經濟復甦。但是，美聯儲已開始減慢其加息計劃，料人民銀行亦很大機會藉此推行較寬鬆貨幣政策以刺激受疫情打擊的經濟。除了繼續推行減低政策利率的行動，人民銀行今年於必要時或會推行降準及降息等貨幣政策。總結來說，於以上因素互相抵銷後，加上春節前對人民幣的剛性結匯需求，預期人民幣短期將延續寬幅的區間震盪，同時維持對人民幣短期中性偏好的看法。

美元兌離岸人民幣一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年12月

中國主要經濟數據表現	時段	數值(%)
國內生產總值(GDP)	第三季	3.9(按年)
失業率	11月	5.7
零售銷售	11月	-5.9(按年)
消費物價指數(CPI)	11月	1.6(按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年12月

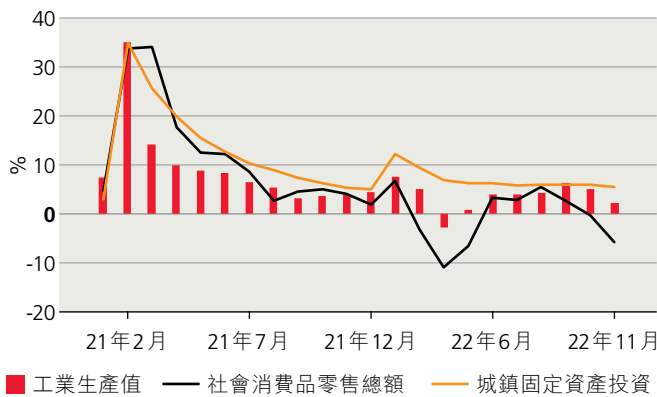
### 政府優化防疫政策方向明確

近期中國內地的防疫政策明顯優化，政府在一個月內兩次優化疫情防控措施，從「防疫優化20條」到「新10條」，及後並宣布將於2023年1月8日起取消所有入境檢疫措施，加速重新開放的方向明顯，並超越市場預期，帶動人民幣明顯回升，並且突破7算的強大關口。雖然這些優化措施並不代表有關防疫政策短期內會快速轉向，但卻反映政府對重新開放持有之明確的決心。因此，預期進一步重新開放的政策將有利加快國內經濟恢復的速度。

### 短期將聚焦於經濟被提振效果

有關中國政府對疫情封控措施的放鬆已漸漸被市場定價，而市場後續的焦點料將放在有關地方政府防疫措施細節，以及經濟被提振的效果上。在中國防疫措施大幅放鬆的環境下，料將加快經濟活動，使人民幣中期升值的動力變得較強。當然，投資者亦須留意政府之後對疫情推出更多的政策指引及內地疫情變化。

中國工業生產值、社會消費品零售總額及城鎮固定資產投資

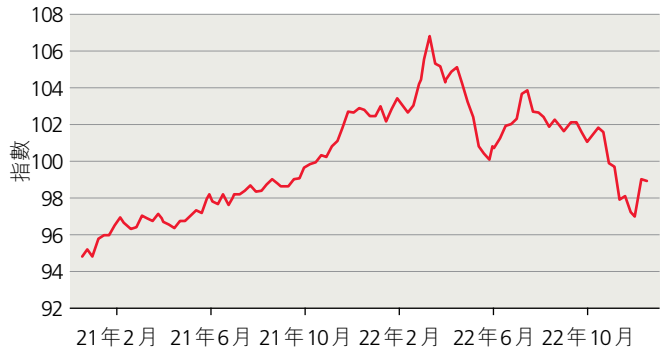


資料來源：路透社，數據截至2022年12月

### 料維持寬鬆政策基調以達至穩中求進目標

中共中央政治局會議已於12月初召開，會議強調明年仍然要堅持穩字當頭、穩中求進的方向，繼續實施積極的財政政策及穩健的貨幣政策，要繼續優化疫情防控措施。所以，如果中國政府繼續以刺激國內經濟為大前題，且聚焦於疫情後經濟復甦的方向，往後人民銀行的貨幣政策將繼續維持目前較寬鬆貨幣政策的基調。

人民幣匯率CFETS指數



資料來源：路透社，數據截至2022年12月

### 料人民銀行將藉美聯儲減慢加息而推刺激政策

美國通脹持續放緩，而美聯儲亦因此開始了減慢加息的計劃。預期各大央行將紛紛追隨，而人民銀行亦很大機會藉此推行較寬鬆貨幣政策措施以刺激受疫情打擊的經濟。預期中國2023年將進入寬鬆週期的下一階段，人民銀行除了繼續推行減低政策利率的行動外，於必要時或會於推行降準及減息等的寬鬆貨幣政策。



Image source: Unsplash



## 否極泰來

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪  
東亞聯豐投資團隊



東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

## 否極泰來

上季標題是《灰犀牛》。債市首3季表現令人失望，主要受美聯儲及其他央行不斷加息影響，但加息未言結束，預期11及12月各加息75及50點子後，2023年才有可能隨通脹回落時暫停，同時偏高利率支持強美元帶來的質化因素以支持疲弱經濟。非美元債券市場違約風險上升，尤其歐洲企業債券信貸違約掉期(CDS)急升突顯戰事帶來的負面影響，同時歐豬國家國債收益率正迫近7%的危險水平。亞洲央行加息步伐加快及本幣受強美元衝擊，都令強勢的亞洲債券開始轉弱。過去預測大致與今天結果相若。

本季標題是《否極泰來》。去年債券市場的表現為近代最差，物極必反，預期今年將迎來長期投資機遇。雖然全球加息潮仍未完結，預期美聯儲可能加息2至3次，並維持高利率至年底。但歷史數據顯示衰退同時加息的環境中，收益率正常化提供了可取的投資操作。長期曲線上升對債市造成負面影響，但分類指數分析中不乏化繁為簡的投資選擇。最後，加息週期末段往往是最佳投資切入點。當然否極泰來不代表一蹴而就，各違約風險處於高位，投資者仍須審慎應對。

### 美國利率：加息未盡、減息未至

美聯儲去年加息7次共4.25%，並以每月950億(美元，下同)幅度縮表，美聯儲資產負債表成功止升為跌，截至去年12月28日，數值由最高的8.97萬億下降至8.55萬億。當然以上目的是遏抑由多種原因多年來交加的高通脹風險：多年來量化寬鬆政策、疫情突擊迫使央行再增加流動性、俄烏戰事刺激能源及食品價格上升、美國經濟結構問題等。相信美聯儲明白緊縮貨幣政策不能解決所有問題，但這是主席鮑威爾僅能夠主導的方法。

美聯儲的2%通脹目標是絕對性概念，缺乏與經濟及市場表現互動，美聯儲亦較難解釋在未達標前暫停加息。但實質利率是相對性概念，在經濟數據互動下可能更有說服力。今天4.5%(名義)聯邦利率相對4.7%核心個人消費支出(PCE)，只有負0.2%實質利率，較去年約負5%已明顯收窄。美聯儲將今年利率目標設定為5.1%，暗示仍有60點子上升空間，預期美聯儲最少在上半年以每次25點子幅度加息兩次。配合未來核心PCE有序下跌，相信當時實質利率將轉為正值，有利推動經濟實質性增長，美聯儲亦可藉此暫停加息。相反如通脹數據未見顯著下降，美聯儲有可能再加息多25點子(詳情請參閱《宏觀策略》章節)。

### 全球通脹維持偏高水平

經濟合作暨發展組織(OECD)預期全球通脹數據今明兩年將維持偏高水平，OECD及G20成員國今年綜合通脹預測分別為6.6及6%，主要源於歐洲國家普遍預測高過6%，新興國家例如阿根廷及土耳其更出現83及45%通脹率，反映

無論俄烏戰事結果如何，對全球通脹的影響將延續至今明兩年。預期亞洲區通脹仍然受控，尤其中國通脹率維持較全球偏低水平，而且穩定徘徊在2%，間接反映中國貨幣及財政政策配合得宜的成果。

OECD 全球通脹預測					
組織	2023	2024	組織	2023	2024
OECD	6.6	5.1	G20	6.0	5.4
地區/國家	2023	2024	地區/國家	2023	2024
澳洲	4.5	2.5	阿根廷	83.0	60.0
加拿大	4.1	2.4	巴西	4.2	4.5
歐元區	6.8	3.4	中國	2.2	2.0
德國	8.0	3.3	印度	5.0	4.3
法國	5.7	2.7	印尼	4.1	2.5
意大利	6.5	3.0	墨西哥	5.7	3.3
西班牙	4.8	4.8	俄羅斯	6.7	6.1
日本	2.0	1.7	沙地阿拉伯	3.2	2.3
南韓	3.9	2.3	南非	5.9	4.9
英國	6.6	3.3	土耳其	44.6	42.1
美國	3.5	2.6			

資料來源：彭博，數據截至2022年11月22日

OECD預期美國通脹率今年只有約3.5%，與美聯儲預期一致，較彭博綜合市場預期4%低一點，但無阻美國通脹見頂回落的共識。衍生工具市場預期結果相若，不論通脹掉期及通脹平衡利率，1及2年期利率持續下降，截至去年12月30日，4項數據徘徊在2.1至2.5%，反映市場預期較官方更進取。如此樂觀預測，美聯儲是否將一改去年「鷹」姿？相信結果是否定的。

### 美國通脹相關衍生工具指標



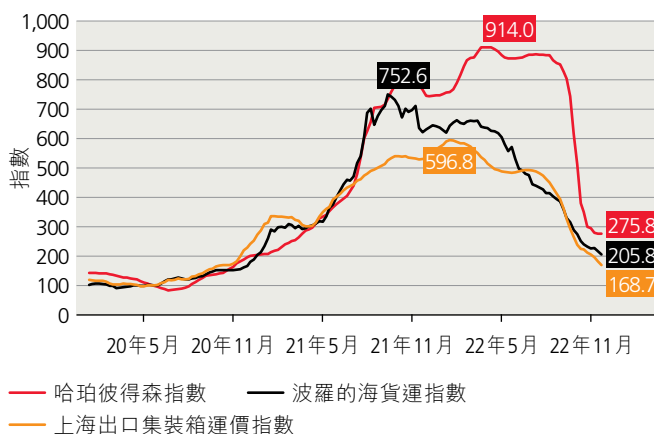
資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

## 債券

## 高粘性通脹左右決策

是次通脹除了是多次量寬積累的結果外，引爆點實是疫情導致供應鏈緊張，再到俄烏戰事打亂全球能源及食品供應，供應側傳導至需求側主導初期變化。及後當各國疫後復常，供應鏈逐步紓緩，本應有利全球通脹率回落。參考全球3大航運指數走勢顯示，去年第一季達峰後高位徘徊，直至下半年回吐。截至去年11月底，3大指數差不多回歸至2020年初疫前水平，去年整體由高位急挫超過70%，加上能源及食品價格同期明顯下降（紐約期油及標普高盛農產品指數同期下跌超過30%），都有利紓緩供應側壓力。

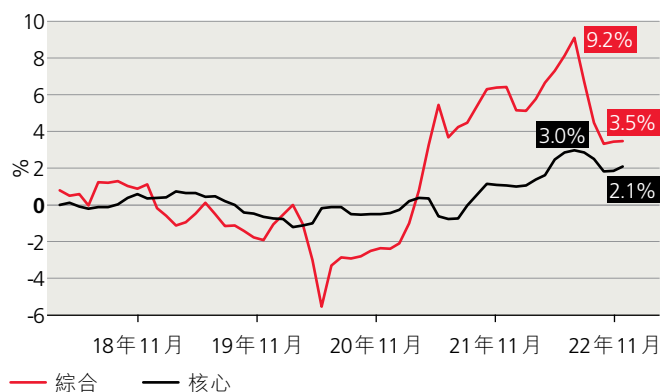
## 全球航運指數



資料來源：OECD，數據截至2022年11月22日

參考美國綜合生產物價指數（PPI）與消費物價指數（CPI）差距，由2020年中開始持續上升至去年6月9.2%見頂，及後持續下跌至3.5%。同期核心PPI與CPI差距由高峰3%下降至2.1%。兩者反映去年下半年航運、能源及食品價格下跌改善了綜合通脹數據，但影響美國利率決策較大的核心PPI與CPI差距卻沒有明顯變化。市場憧憬減息條件未能受核心通脹表現支持，更大問題是通脹成因已由供應側流向需求側，例如工資上漲、住房支出高企等，對貨幣政策敏感度較低或通脹粘性較高，並帶有滯後性，例如失業數據普遍在經濟放緩之後一季才會上升，令決策者更難落實政策。

## 美國PPI與CPI差距



資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

## 加息解決國債流動性問題

從整體財政角度分析，除遏抑通脹，持續加息亦有其他隱藏功能。

財政部長耶倫曾表示為國債市場流動性不足感到憂慮<sup>1</sup>。美國國債供應激增以資助政府支出，但金融法規（補充槓桿率或其他資本要求）限制了大型金融機構參與國債交易的意欲。耶倫沒有直言美聯儲執行「量化緊縮」（Quantitative Tightening, QT）加劇了債市流動性擔憂，使央行可能不再是政府債務的主要買家，只表示美聯儲設有常備回購工具（即美聯儲規定按時購入一定數額國債），為國債提供流動性支持只是「可能會有所幫助」。

除美國法規及央行政策限制了債券造市商（Market-maker）投入無限量發行的美國國債，近年經濟增長放緩（例如高增值工業外流、偏重內需及服務業、面對新興國家挑戰等），但社會支出不斷上升（例如人口老齡化及疫後對社會保障、醫療保險和醫療補助需求上升等），加上去年俄烏戰事後能源補貼，多重夾擊下突顯美國經濟的軟肋。雖然美國是「違約免疫」的國家，但2021年美國聯邦債務相等於國內生產總值（GDP）約137%，料2022年總值將更高，市場開始質疑美國償還債務能力。

更嚴重是「去美元化」影響。各國逐步減持美國國債。截至去年10月數據顯示，海外持有量首次兩席的日本及中國分別減持了2,260億（美元，下同）及1,590億，減持總量是第三位英國持有量（6,385億）的約60%，更超過第四位比利時3,273億總額。海外國家減持驅使國際投資者對美國國債更趨向審慎。

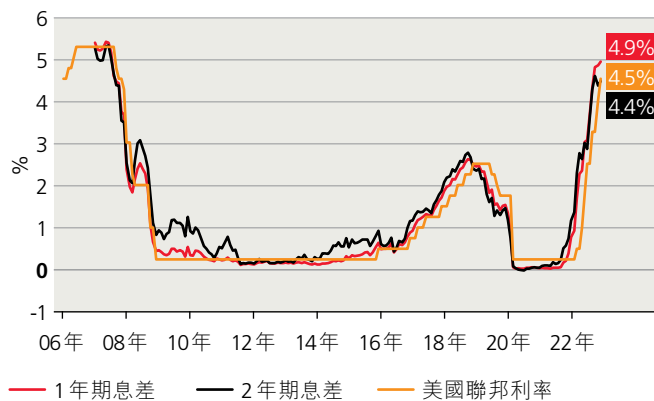
<sup>1</sup> 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-10-12/yellen-worries-over-loss-of-adequate-liquidity-in-treasuries?leadSource=verify%20wall>

長期入不敷支的財政，連央行都自行修身，再多的國債找誰來買？這正是上述耶倫的潛台詞。但因為美元及美債是全球金融市場的基石，美國國債市場失靈對每個人來說都是災難。解鈴還須繫鈴人，潛在違約風險上升應以市場規律提升風險溢價，以更高的收益率去吸引可承受風險投資者。因此，去年美國10年期國債收益率在持續加息下由最低約1.51%升至最高4.24%，引導新債收益率同步上升以吸引更多買家。利率牽引下加息有助逐步推升收益率，有利國債銷情。

### 加息解決金融流動性問題

金融市場流動性正處於危險邊緣。上季已分析當美聯儲執意快速且雙管齊下地（加息同時縮表）收緊市場流動性，只會把金融市場流動緊張狀況推向2008年金融災難時水平。當時市場藉監管漏洞釀成金融災難，最終由央行出手解決問題。但今天始作俑者是央行本身，今次誰有資格擔任白武士？或者目送流動性斷裂釀成另一次全球金融災難（詳情請參閱上季《債券》章節）？

### SOFR與OIS息差及聯邦利率



資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

截至去年12月30日，擔保隔夜融資利率（SOFR）與隔夜指數掉期（OIS）的1及2年期息差分別是4.9及4.4%，上季兩者分別是4.29及4.25%，當中1年期走勢明顯上升，反映金融（尤其銀行）狀況中短期流動性緊張情況惡化。同時兩者與2007年高位分別5.4及5.3%進一步拉近，意謂流動性斷裂風險趨升。但辦法總比問題多，上季亦分析了美聯儲排除萬難地加息，其中一個任務是透過官方息差不斷推高美元，藉以吸納境外美元來填補境內縮表的缺口。參考

2007年SOFR與OIS息差達峰時聯邦利率是5.3%，與美聯儲去年12月點陣圖中預測今年利率目標為5.1%相若，亦暗示如流動性繼續惡化，與鮑威爾聲明中「不排除進一步加息」的言論吻合<sup>2</sup>。

持續加息實在有其根本性原因，對遏抑通脹亦初見成效，貿然停止加息只是功虧一簣，更遑論減息？

### 衰退同時加息環境下的投資機會

糾纏於憧憬美聯儲減息實是「口惠而實不至」，分析加息對收益率影響及利率週期變化可能更見實際。

2000年後美國聯邦利率開始其長期下降走勢，2008年後更多次推出量寬政策，利率長期處於歷史低位。當中曾經在2005及2015年出現數次加息，但因金融災難及疫情迫使美聯儲回歸原點。持續超過20年的下降軌跡，投資者彷彿已默認利率「只減不加」的悖論。超低利率下持有現金（例如存款）價值不高，投入債市賺取息差成為過去20年的投資主流。但投入資金愈多，收益率便愈壓愈低，驅使整條收益率曲線愈見平坦。長短期息差不斷下降，持有長期債券的時間（機會）成本遞增，短炒債券取代「Buy-and-hold」策略成為近10年零售債市中投資風潮。直到美聯儲主席鮑威爾表示「負利率並不適合美國」<sup>3</sup>，暗示把0%設定為降息的終結。

時移勢易，今天美聯儲主動加息，加息潮又有沒有參考的終點？收益率隨之上升又是否必然？

### 收益率曲線趨向正常化的投資操作

各項利率隱藏不同的互動及牽引性，主要受利率套戥或套息交易等活動驅動。正如存款利率高過債券收益率，假設並無違約環境下投資者將套出債券投入存款，發行人須要提升收益率才能與銀行競爭資金，互動下利率及收益率有序遞升，直到平衡。

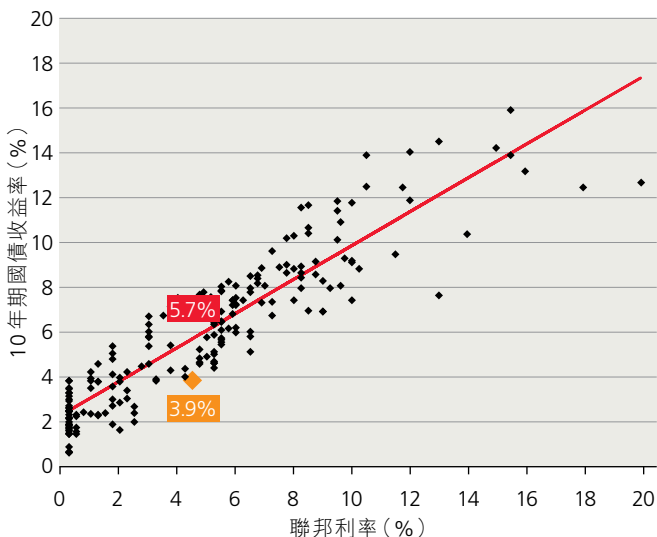
美國聯邦利率與10年期國債收益率走勢相若，但未能量化其關係性。根據過去40年按季數據並透過迴歸分析，結果顯示兩者有著長期正向關係（分析可靠度超過80%），而且在聯邦利率8%以下的相關性更高。

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

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

債券

迴歸分析：美國聯邦利率與10年期國債收益率



資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

今天聯邦利率為4.5%，迴歸分析顯示10年期國債收益率的合理水平應是約5.7%，突顯去年底10年期國債收益率長期低過4%並不合理。差距當然包括時間值（10年期）及交易成本等技術性因素，但更重要是受到避險資金為應對未來經濟衰退而大量囤積長期國債，令10年期或以上國債收益率普遍下跌，而2年期收益率受加息預期牽引向上，導致2與10年期收益率差距自去年6月起持續處於負值，亦曾出現負84點子歷年第二低水平。因此，基本預測美聯儲年內最少加息50點子，加上避險資金因素，年內10年期收益率預期將最少升至4.3至4.5%水平。

美國2及10年期國債收益率



註：橙色面積為收益率差距負值地帶  
資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

收益率曲線倒掛傳統上反映市場預測衰退將至，但數據上當真正落實衰退後，收益率差距大多為正值。抽取始於1977年2與10年期收益率差距數據，並以連續兩季GDP增長出現負值為衰退指標，分析結果如下：

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

資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日



Image source: Unsplash

近45年數據中曾出現6次衰退，共14個季度中只有3個收益率差距出現負值，即正值比例約79%。暗示當衰退落實後近8成機會當時收益率差距將是正值，而整體平均值為80.5點子，較去年底約負84點子形成顛倒狀態。

因不同分析對「衰退」一詞解讀各異，如放寬條件至每次按季GDP出現負值都納入分析，結果如下：

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

資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

近45年數據中曾出現23次按季GDP負值，當中只有4個收益率差距出現負值，即正值比例約83%。反映當GDP按季負值出現後近8成收益率差距都是正值，結果與上文分析相若。平均值為97.4點子，較上述分析更高。

綜合上述分析，當衰退出現時2與10年期收益率好大可能由負轉正，而且是2年期下降與10年期上升同時進行。強調利率之間存在牽引性，當衰退出現時市場對未來加息預期開始下降，甚至有可能出現減息，2年期收益率隨之逐步回落。迴歸分析顯示市場早已部署衰退出現並投入長期國債，導致10年期收益率處於不合理地低水平，因此當衰退出現時料相較2年期降幅為低，甚至有可能上升，此消彼長下收益率差距自然收窄。

投資市場中大型波動往往帶來不同投資操作。衰退出現前收益率曲線「倒掛」現象，吸引投資者先沽出短債(2年期)同時買入長債(10年期)操作，衰退落實後逆轉或平倉，即買入短債同時沽出長債。

收益率變化對債券價格影響在不同年期並非一致。根據彭博美國累計債券指數及其分類指數去年表現作指標，結果如下：

指數	回報 (%)
美國累計	-13.01
年期	
1至3年期	-3.72
3至5年期	-7.84
5至7年期	-10.78
7至10年期	-14.82
10年期以上	-27.12

資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

## 債券

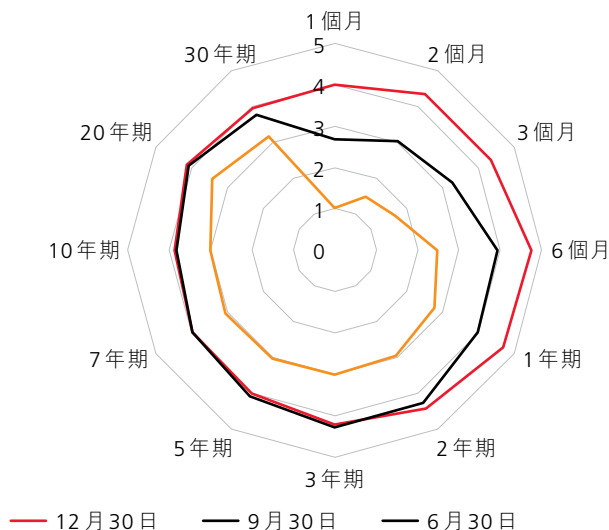
美國累計指數去年共下跌約13%，但以年期分佈中年期愈短跌幅愈小，並以7至10年期為分水嶺，這就是投資市場上所謂存續期風險。如未來衰退出現時，根據上文分析預期10年期收益率升幅將較2年期跌幅為大，存續期風險影響下當時10年期債券價格跌幅將較2年期升幅為大，那上文「買短沽長」操作便會虧本？

收益率曲線由「倒掛」趨向「正常化」時，不同年期債券持倉比例並非一致，而是取決於兩項（或多項）收益率變化比例，尤其經濟數據令利率預期轉變並非固定的線性關係，及各收益率敏感度亦有所不同。

### 衰退中債市尋寶：化繁為簡

不論在任何融資渠道，央行加息都不能避免提升融資成本，國債也不例外。根據較多市場交易的美國國債年期作指標（如2及10年期），由去年6月30日至12月30日各項年期的收益率全線上升，只是幅度上差異。美聯儲年內利率目標設定為5.1%，暗示收益率曲線仍有上升空間。撇開各年期收益率變化幅度不同，整條曲線升勢未止是否對整體債券市場不利？

### 美國國債收益率按季變化（%）



資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

過去30年按月數據顯示，美國10年期國債收益率與彭博全球累計債券指數呈現明顯逆向走勢。正如上述分析，近代因長期寬鬆貨幣政策支持債券價格只升不跌的「神話」在主要央行逆轉政策下結束，這是否代表未來不應再投資債券市場？當然不是，利率（或融資行為）早在5,000年前已出現<sup>4</sup>，當然不會因當代數十年的利率政策而消失，更何況利率政策往往時移勢易，過程中的變化更值得參考。

### 美國國債收益率及彭博債券指數



資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日



<sup>4</sup> 見商業內幕網站，<https://www.businessinsider.com/chart-5000-years-of-interest-rates-2015-9>

今年債券市場不外乎面對「加息」及「衰退」兩大因素，但只聞梯響，又不知就裡。抽取過去50年按季GDP表現並以連續兩季或以上出現負值作為「衰退」標準，同時透過彭博美國累計債券指數及其5項分類指數表現作指數代表，包括「企業高息債券」、「美國政府/信貸」、「美國國債」、「美國綜合」及「企業高評級債券」，並加上同期利率變化作一併分析，結果如下：

年份	季度	按季 GDP (%)	指數變化 (%)						聯邦利率 (%)
			美國累計債券	企業高息債券	美國政府/信貸	美國國債	美國綜合	企業高評級債券	
1974至1975年	第三季	-3.7	-	-	0.1	2.7	-	-2.2	-3.8
	第四季	-1.5	-	-	5.6	4.5	-	6.1	-1.3
	第一季	-4.8	-	-	3.7	2.0	-	5.5	-2.5
1980年	第二季	-8.0	18.8	-	18.1	15.1	-	22.4	-10.5
	第三季	-0.5	-6.6	-	-6.2	-4.6	-	-8.4	2.5
1981至1982年	第四季	-4.3	10.6	-	10.3	9.6	-	11.7	-3.5
	第一季	-6.1	3.9	-	3.5	3.2	-	4.0	3.0
1990至1991年	第四季	-3.6	5.1	-1.7	5.1	5.5	4.9	4.0	-1.0
	第一季	-1.9	2.8	20.7	2.7	2.1	3.1	4.3	-1.0
2008至2009年	第三季	-2.1	-0.5	-8.9	-1.6	2.3	-1.2	-7.8	0.0
	第四季	-8.5	4.6	-17.9	6.4	8.8	2.7	4.0	-1.8
	第一季	-4.6	0.1	6.0	-1.3	-1.3	0.4	-1.9	0.0
	第二季	-0.7	1.8	23.1	1.9	-3.0	2.9	10.4	0.0
2020年	第一季	-4.6	3.1	-12.7	3.4	8.2	1.3	-3.6	-1.5
	第二季	-29.9	2.9	10.2	3.7	0.5	3.8	9.0	0.0
2022年	第一季	-1.6	-5.9	-4.8	-6.3	-5.6	-6.1	-7.7	0.3
	第二季	-0.6	-4.7	-9.8	-5.0	-3.8	-5.1	-7.3	1.3
平均值		-5.1	2.6	0.4	2.6	2.7	0.7	2.5	-1.2
中位數		-3.7	2.8	-3.3	3.4	2.3	2.0	4.0	-1.0
標準差		6.8	6.6	14.1	6.1	5.6	3.8	8.4	3.0
正值數量		0	10	4	12	12	7	10	4
負值數量		17	4	6	5	5	3	6	9
最大值		-0.5	18.8	23.1	18.1	15.1	4.9	22.4	3.0
最小值		-29.9	-6.6	-17.9	-6.3	-5.6	-6.1	-8.4	-10.5

資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

數據中所有指數的平均變化約2.1%，84個紀錄回報內正回報佔比約65%（55個），最大值為23.1%而最小值為負17.9%，反映整體上在衰退時投入債券市場值博率較高。分類指數方面，以7個評審指標，包括平均值、中位數、標準差、正及負值數量、最大及小值，該指標最佳首3名以顏色方格標示，最後以顏色方格最多為總表現評審。結果發現「美國政府/信貸」類別，即地方或州政府或有關機構發行債券表現最為突出，其次是「美國國債」及「美國累計債券」。簡單而言，當經濟不景氣時，偏向保守及官方發行的債券較為可取。如沒有分類偏好，直接投入包羅萬有的累計指數都是不錯選擇。



## 債券

衰退時理應減息紓緩經濟，但歷年來衰退時加息亦非罕有。數據上共 17 個衰退季度中有 8 個當時利率維持不變甚至加息，佔約 47%。如抽取該 8 個季度再套用上述指標分析，結果如下：

日期	按季 GDP (%)	指數變化 (%)						聯邦利率 (%)
		美國累計	企業高息債券	美國政府/信貸	美國國債	美國綜合	企業高評級債券	
9/30/1980	-0.5	-6.6	-	-6.2	-4.6	-	-8.4	2.5
3/31/1982	-6.1	3.9	-	3.5	3.2	-	4.0	3.0
9/30/2008	-2.1	-0.5	-8.9	-1.6	2.3	-1.2	-7.8	0.0
3/31/2009	-4.6	0.1	6.0	-1.3	-1.3	0.4	-1.9	0.0
6/30/2009	-0.7	1.8	23.1	1.9	-3.0	2.9	10.4	0.0
6/30/2020	-29.9	2.9	10.2	3.7	0.5	3.8	9.0	0.0
3/31/2022	-1.6	-5.9	-4.8	-6.3	-5.6	-6.1	-7.7	0.3
6/30/2022	-0.6	-4.7	-9.8	-5.0	-3.8	-5.1	-7.3	1.3
平均	-5.8	-1.1	2.6	-1.4	-1.5	-0.9	-1.2	0.9
中位數	-1.9	-0.2	0.6	-1.5	-2.2	-0.4	-4.6	0.1
標準差	10.0	4.1	12.9	4.2	3.3	4.1	7.9	1.2
正值數量	0	4	3	3	3	3	3	4
負值數量	8	4	3	5	5	3	5	0
最大值	-0.5	3.9	23.1	3.7	3.2	3.8	10.4	3.0
最小值	-29.9	-6.6	-9.8	-6.3	-5.6	-6.1	-8.4	0.0

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 12 月 30 日

把數據濃縮至同期利率不變及加息季度，並以顏色方格作評審。最佳分類指數是「美國綜合」，該指數大部分投資於美國政府及其相關債務、按揭抵押貸款 (MBS) 及企業高評級債券，另一指數同分是「美國累計債券」指數。簡單而言，與上述分析結果一致，當經濟不景氣時依賴個人偏好風險較高，直接投入綜合或累計指數，方便快捷。

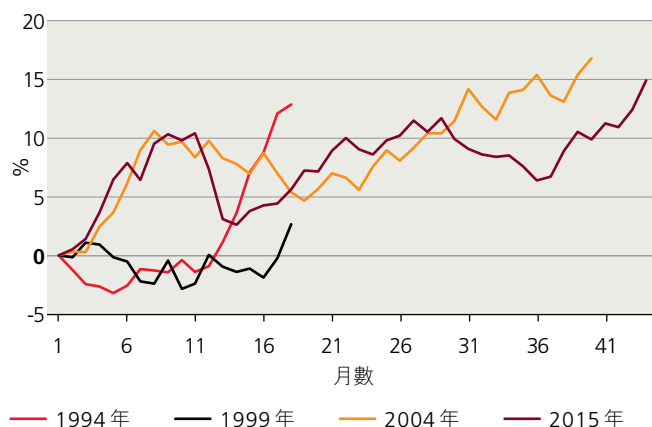
### 加息尾聲正是切入之時

上文已分析衰退時收益率變化及相對投資操作、長期曲線上升對債市影響及個別債券分類在衰退中表現及選擇，最後是入市時間。

去年美國政府在第一季及第二季 GDP 連續出現負值時都不承認經濟已出現衰退，並以不同方式解釋其衰退的見解。在此不作評論，但反映出以衰退作為入市切入點較為含糊及難於拿捏，反觀加息週期較易明白及清晰。雖然美聯儲主席鮑威爾能言善辯，但加與不加之間沒有灰色地帶，最多是時間差異。

過去 30 年曾出現過 4 次加息週期，分別是 1994 年、1999 年、2004 年及 2015 年。首 2 次維持了 17 個月，後 2 次分別為 39 及 43 個月。以彭博全球累計債券指數作為代表，並以月數作為 4 次週期的同一時間軸，結果顯示加息初段對債券指數影響不大，但中段指數表現明顯走弱，尾段出現反彈回升。但彼此表現各有出入，亦未能明顯突顯切入點。

### 過去 4 次加息週期全球累計債券指數表現

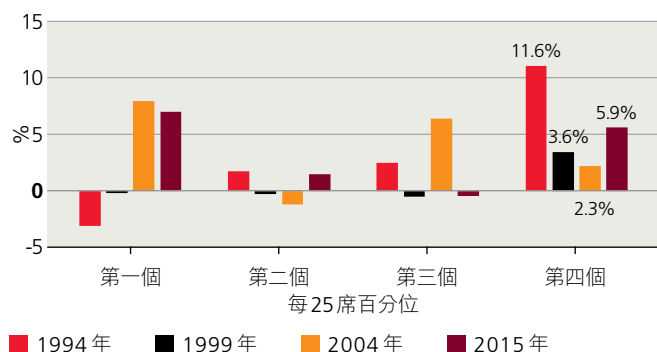


資料來源：彭博，數據截至 2022 年 12 月 30 日

以統計學中每 25 席百分位 (25th percentile)，平均把數據分成 4 個階段，再觀察債券指數按階段表現。結果清晰地顯示最後階段 (第四個 25 席百分位) 中全數出現正回報 (100%)，平均回報約 5.9%，最高及最低回報分別約 11.6 及 2.3%。

去年美聯儲已加息 7 次，點陣圖預示今年加息至 5.1%，明年將出現減息，市場普遍預期再加息 2 至 3 次後是次加息週期便會完結。以此推演，假設加息共 10 次，最後階段便是 7.5 次，反映當下加息週期將進入最後階段，正是投入債券市場最佳的切入點。

全球累計債券在加息週期中分段表現



資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日

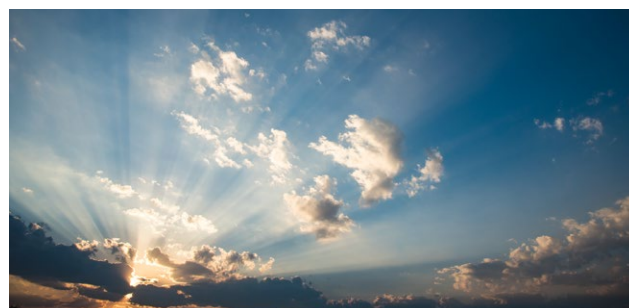
風險：違約危機仍未過去

投資債券除利率風險，更大的的是違約風險。OECD去年底報告中指出2019至2022年處於財困的低收入國家佔世界銀行紀錄中超過50%，較2009至2014年間不足30%明顯上升（詳情請參閱《宏觀策略》章節）。暗示投資者不能忽視非美國家尤其新興市場的違約問題。

信貸違約掉期(CDS)是市場上常用為持有投資組合作對沖違約的金融工具，各利率變化是衡量不同債券類別的違約風險指標。參考國債CDS及個別CDS指數過去1及3個月變化如下：

國債 CDS	1 個月變化 (點子)	3 個月變化 (點子)	CDS 指數	1 個月變化 (點子)	3 個月變化 (點子)
美洲			美國		
巴西	14.6	-19.3	高評級	-1.2	-18.3
墨西哥	0.9	-20.4	高息	0	3.0
美國	0.8	-1.1	地方政府有關機構	0.5	-3.6
加拿大	-1.6	-2.4	歐洲、中東和非洲 (歐非中東)		
哥倫比亞	-4.9	-70.7	歐洲高評級	-4.5	-41.3
歐洲、中東和非洲 (歐非中東)			歐洲高息	-8.7	-159.2
瑞典	0.2	-3.5	金融 (高級別)	-6.1	-49.1
瑞士	0.0	0.3	金融 (次級別)	-10.4	-91.6
德國	-0.5	-5.2	亞洲		
法國	-0.7	-2.7	日本	7.4	-21.6
英國	-1.1	-0.2	亞洲 (除日本) 高評級	-20.8	-55.0
葡萄牙	-2.6	-2.5	澳洲	-7.1	-47.2
荷蘭	-2.9	-3.7	新興市場		
西班牙	-3.0	-1.8	新興市場	0.3	3.1
意大利	-7.4	-17.1			
希臘	-10.9	-23.7			
亞太					
日本	0.7	-0.6			
紐西蘭	0.0	-1.3			
澳洲	-0.4	-5.7			
中國	-2.2	-19.3			
南韓	-3.6	-9.9			

資料來源：彭博，數據截至2022年12月30日



整體數據上不論1及3個月變化不大，國債CDS中新興國家更出現明顯改善，例如哥倫比亞、巴西及希臘等都錄得雙位數跌幅。CDS指數顯示歐洲及亞洲指數明顯下降，尤其歐洲高息債指數下跌近160點子。雖然核心供應問題仍未解決，但能源問題隨冬天過去，至少解決了燃眉之急。

須知道全球經濟問題，例如歐美國家步入衰退、俄烏戰事後續影響及中國復常之路顛簸等，都可能令債券市場違約風險無預警下急升，投資者仍須保持審慎。

## 中國及亞洲債市展望 — 2023年亞洲債券重獲市場目光

主要國家的貨幣政策尤其美國雖然維持緊縮，但相信不會再度大幅收緊。各國央行目標將由遏抑通脹轉移至縮減資產負債表，因此資本和信貸市場的流動性預計會減少。東亞聯豐認為，投資者對固定收益資產，會重拾興趣。

市場經過多月的震盪，已經消化了通脹、高利率等多項因素，目前債價已相當吸引力，收益率亦接近週期性高位，但上升空間有限，因為美國接連大幅加息的機會不大。

東亞聯豐認為債市將回暖，投資級別和高收益債券再呈投資價值。考慮到經濟衰退的風險，加息週期何時完結仍是未知之數。投資級別債券可以對沖部分利率上升，債券價格下跌的風險。加上一般發行人基本面穩固，所以違約風險有限。一旦經濟衰退較預期嚴重，息差擴闊，雖然高收益債券將承受較大的壓力，但只要懂得小心挑選，仍然不難發掘一些提供吸引息率，而基本面也不俗的高收益債券。預計明年市場流動性將續步收緊，我們評估債券時，會特別留意其資產負債表是否穩健，以衡量他們再融資的壓力，及抵禦溫和經濟衰退的能力。

### 放寬疫情措施和房地產三支箭為中國債券提供投資機遇

一直備受嚴謹疫情措施和房地產問題困擾的中國，近日因新措施出台而初現曙光，整體投資氣氛轉好。東亞聯豐亦重整對中國投資級別和高收益債券的評估。

為挽救銷售疲弱和受爛尾樓危機困擾的房地產，自11月中開始，內地接連發出「三支箭」及「金融16條」，通過債券、信貸和資本市場融資各項政策，鼓勵銀行向房企發放信貸、支持民企發債融資，以及恢復上市房企進行再融資等。希望藉這些措施為陷入財困的房地產行業提供充足的融資渠道。雖然政府加大支持房地產的力度，為內房債券設下有利條件，氣氛和市場預期有明顯改善，但我們仍然維持審慎態度，檢視政策落實的實際情況，例如是否具龍頭地位、具規模的企業才能受益？已經出現債務違約的內房民營企業能否受惠？這些細節尚有待觀察。政府對地方疫情措施的調整不單會左右樓市復甦的步伐，也會影響其他板塊。鑑於政府放寬防疫政策措施較市場預期為早，有助個別行業的週期性反彈，例如工業板塊債券。

政府要在控制疫情和重啟經濟兩者之間取得平衡。人民銀行也在平衡貨幣政策的力度，一方面進行貨幣寬鬆政策以支持經濟，另一方面則避免過度減息刺激通脹，也避免與美國息差持續擴大，導致資金外流。人行於12月5日降低存款準備金25點子，向市場釋放5,000億人民幣以支持經濟，是今年4月以來第二次降準。我們相信當局仍會繼續採取相對寬鬆的貨幣政策，但債券收益率明年仍然有機會上升。至於人民幣走勢，基於美聯儲加息幅度放緩的預期以及中國放寬疫情限制帶動經濟復蘇的憧憬，美元強勢將出現逆轉，環球和亞洲貨幣走勢將恢復。因此，我們對人民幣的走勢沒有以往悲觀，相信會在區間上落。

中國放寬防疫措施同時有助帶動澳門旅遊業，刺激賭場入場人數。東亞聯豐對澳門博彩業債券改觀。加上早前澳門6間賭場營運商牌照已批出，不明朗因素減少。至於香港債券市場基本面仍然十分穩健。

### 印度並未受外圍拖累，金融和可再生能源高收益債券續看好

印度跟印尼一樣，當地經濟一直良好發展。世界銀行把印度這個財政年度的經濟增長預測，由原來6.5%提升至6.9%，是全球增長最快的主要經濟之一。現時印度銀行業放貸的速度，是8年來最快，意味這個全球第5大經濟體，正展開新的投資週期。因此，團隊看好印度短期高收益金融類債券，例如從事黃金貸款、商業貸款、個人貸款和金融諮詢服務的非傳統銀行發行人。

另一個基本面穩固的板塊，同樣深受團隊看好的是印度的可再生能源高收益債券。作為全球主要耗電量的國家，印度同時是主要可再生能源生產國。其目標是到2030年能夠減少碳排放10億噸，碳強度降至低於45%。要減排同時滿足人口增長對電力增長的需求，該國計劃把可再生能源產能擴大到500吉瓦(Gigawatt)。有機構預計，到2030年，印度低碳技術的市場規模將高達800億美元。要實踐這些目標，須要有利的政策來支持可再生能源企業，為他們提供融資渠道去進行工程。因此，我們相信可再生能源企業的基本面將維持穩健。

#### 亞洲區高息債券收益率(2022年12月2日)例子

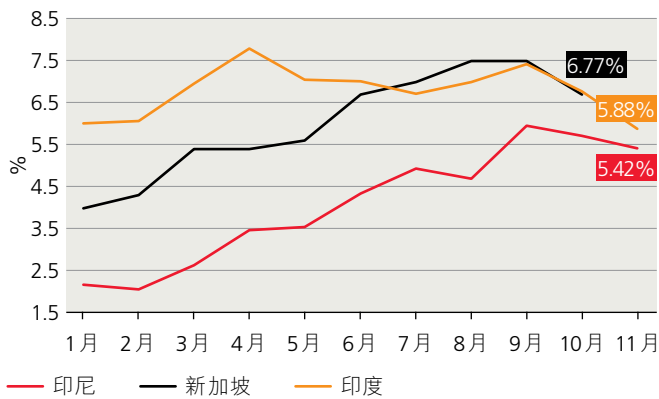
	中國高收益 – 房地產BB級別	中國高收益 – 房地產B級別	中國高收益 – 工業	印度高收益 (金融除外)	印尼高收益 – 工業	印尼高收益 – 房地產
到期收益率	27至39%	約20%	10至30%	5至7%	7至10%	20至30%

資料來源：東亞聯豐投資，彭博，數據截至2022年12月1日

### 看好印尼投資級別債券，受惠國家經濟基本面強勁，地產高收益債券前景看好

受惠於美國國債孳息率回落，以及國家基本面穩固，我們將尋找機會增持印尼的投資級別債券，包括能源債。當外圍經濟環境嚴峻，但印尼自身並沒有受到太大困擾。該國通脹由10月份的5.71%放緩至11月的5.42%，雖然高於歷史平均水平，但壓力遠低於其他國家。為防止通脹飆升以及支持匯價，該國防犯於未然，央行11月把利率上調50點子。

#### 通脹率：印尼通脹較其他國家為低

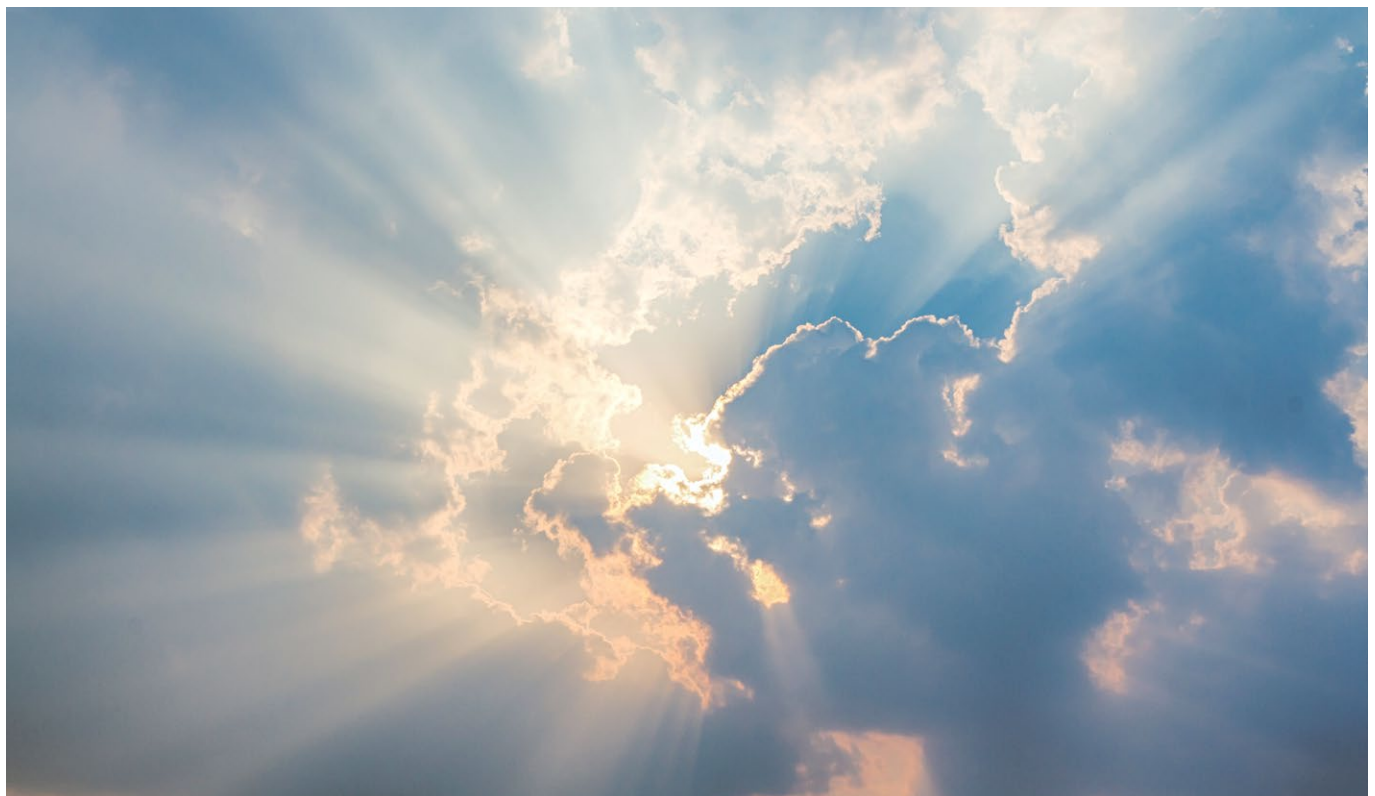


資料來源：彭博，數據截至2022年12月20日

印尼基調良好，受惠商品價格高企，需求旺盛，帶動經濟和出口，預計2022年印尼的經常賬戶將錄得盈餘。俄烏戰爭影響能源供應，支持石油和天然氣價格，為能源公司帶來豐厚利潤和可觀的現金流，支持資產負債表。

能源板塊之外，投資團隊也看好印尼房地產高收益債券。雖然印尼發展商所公佈的首3季銷售喜壞參半，佔全年銷售目標56至87%不等，但基於印尼消費者信貸健康，經濟穩健，加上央行把所有房屋置業零首期的優惠政策，延長至2023年底，預計能促進房地產行業的信貸增長。

本文由東亞聯豐投資管理有限公司(「東亞聯豐投資」)編製，僅供參考之用。東亞聯豐投資並不以此資料邀請作任何行動，或提供任何建議或推介。本文或其內容並不構成任何促使、邀請、廣告、誘因、承諾、保證或作出任何類型或形式的代表及東亞聯豐投資就此表明並不為此負上相關責任。本文所載資料根據東亞聯豐投資認為可靠並以「現況」的基礎上提供。即使竭盡所能力求準確，東亞聯豐投資及其轄下董事/職員並不為其內容的準確性、完整性或時間性負上任何責任。所載資料乃屬東亞聯豐投資擁有。未經東亞聯豐投資事先書面同意，本文或其任何內容均不可予以複印或分發予第三者。本文未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。



## 綠色債券

東亞銀行財富管理處投資策略團隊



# 綠色債券

## 什麼是綠色債券？

### 定義和應用

綠色債券 (Green Bond) 屬綠色金融範疇的定息證券，由於集資目的專為解決全球氣候及環境變化問題，並為一個或多個符合綠色項目融資或再融資，因此又被稱為氣候債券。

發行人包括政府、銀行、私人機構或教育機構，一般會根據國際資本市場協會 (International Capital Market Association, ICMA) 的「綠色債券原則 (Green Bond Principles)」<sup>1</sup>，來評估所發行的債券符合環境目標與預估影響：

- 募集資金用途：所得資金必須用於綠色項目，包括再生能源、減排、持續發展、氣候變化相關等；
- 項目評估與篩選的過程：發行人明確指出其選定綠色項目的過程、條件等；
- 籌得款項的管理：發行人須提供妥善追蹤有關款項機制，設定程序確保該筆資金用於綠色項目；
- 匯報：發行人應隨時提供相關綠色款項配置的資訊，透過完善的溝通機制盡量提高資金使用的透明度。

### 能夠符合發行綠色債券條件的項目

可再生能源	能源效率和節約能源	預防及管控污染	可持續管理和土地利用	綠色建築
自然保育/生物多樣性	清潔運輸	水及廢水管理	適應氣候變化	廢物管理及資源回收

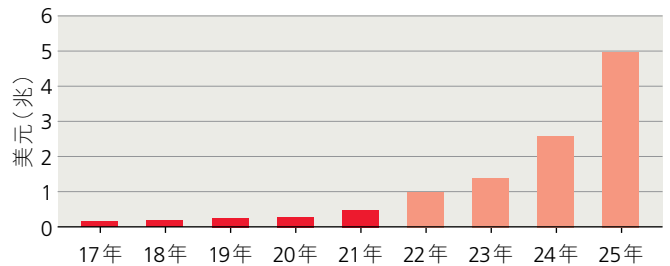
### 綠債市場擴大

全球首隻綠色債券由歐洲投資銀行在2007年發行，2008年起世界銀行亦有發行。此後除綠色債券外，整體可持續債券的發行量不斷上升。自2015年底全球174個國家簽署巴黎氣候協定，共同承諾將全球平均溫度上升幅度控制在攝氏2°C內，並以攝氏1.5°C為目標進行減碳規劃之後，各國便加快推動減低溫室氣體的行動，包括投資於不同可持續發展領域。

據氣候債券倡議組織 (Climate Bond Initiative) 統計<sup>2</sup>，自2021年，全球可持續發展債券總發行量急速上升，當中綠色債券佔近52%。截至今年9月30日，綠色債券累計發行量已突破2萬億(美元，下同)，遍佈98個國家和地區，德國、美國和中國是今年首3大發行量國家。單計今年第三季，綠色債券總發行量達到3,325億元。

面對全球氣候變化，預期對綠色金融領域的投資將有增無減。根據氣候債券倡議組織預測，至2025年全球將發行達5萬億綠色債券。

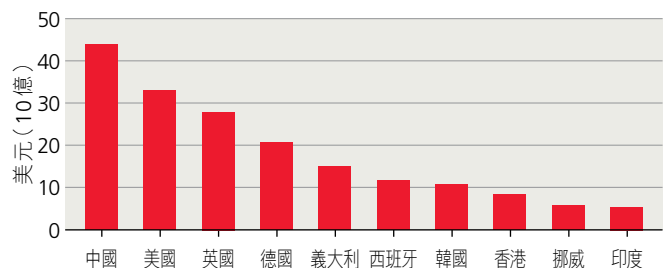
### 綠色債券發行額



資料來源：氣候債券倡議組織，數據截至2022年1月

中國作為全球最大二氧化碳排放國，在最新版本的巴黎協定承諾將於2030年底前比2005年減少65%的碳排放強度(即二氧化碳排放量佔每GDP單位比例)，自此提出多項以改善環境為目標的政策。中國政府在「十四五」規劃中提出推動經濟和社會發展全面綠色轉型計劃，目標在2030年前碳排放達峰，2060年前實現碳中和。因此，中國在全球綠色債券市場擔任重要角色，截至2021年底，中國綠債發行量加快，增幅亦領先其他主要國家，2021年度綠債發行量市場按年增幅為1.86倍，較2020年多444億美元，增量多過美國(332億)、英國(285億)和德國(209億)，相信中國未來會在綠債市場中繼續快速發展，成為全球綠色金融市場中重要組成部分。

### 2021年各市場綠色債券發行額按年升幅



資料來源：氣候債券倡議組織，數據截至2022年7月

<sup>1</sup> 見ICMA網站，[https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/LMA\\_Green\\_Loan\\_Principles\\_Booklet-220318.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/LMA_Green_Loan_Principles_Booklet-220318.pdf)

<sup>2</sup> 見氣候債券倡議組織網站，[https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_susdebtsun\\_highlq32022.cn.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_susdebtsun_highlq32022.cn.pdf)

## 專輯

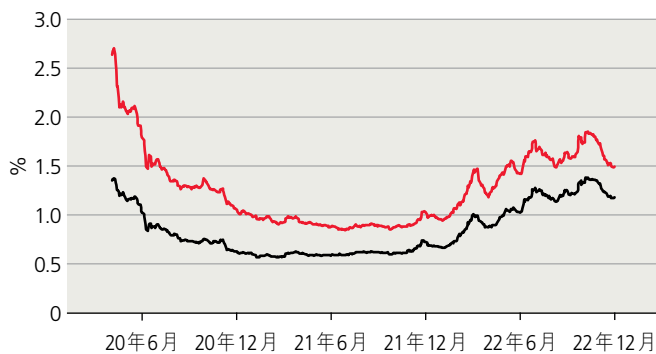
## 投資綠債

隨著綠色債券盛行，不少企業及國家都會同時發行綠色債券和傳統債券。投資者若對綠色債券有興趣，應如何作出選擇？綠色債券與相應的傳統債券有什麼不同？以下將假設投資綠色債券的機會成本是投資傳統債券（或香草債券），並透過不同指標為兩者作出比較。

### 綠色溢價

賦有環境保育元素的綠色債券不時比同一企業發行的傳統債券出現溢價（價格較高、收益率較低），反映投資者傾向願意付出更高價格，或以較低收益率投資綠色債券，這現象稱為綠色溢價（Greenium）。以生活化例子解釋，雖然有機農產品的價格普遍較非有機農產品高，但消費者更顧及健康與環保因素，願意付更高價格購買有機產品，兩者的差價便是溢價。對比彭博全球綠債指數和彭博全球累計企業指數分別對相應國債的期權調整價差（OAS），全球綠債指數的OAS在過去三年持續比彭博全球累計企業指數低，而且兩者差距全期平均為40點子，反映綠色債券與無風險利率的息差相對較窄，收益率亦較低。

### 期權調整價差



— 彭博全球累計企業指數 — 彭博全球綠債指數

資料來源：彭博，數據截至2022年12月7日

除資金用途外，綠色債券與傳統債券在形式上沒有太大分別，因此價格上的分野能歸因於供應與需求中的平衡。以經濟學的供需定律理解綠色溢價，可參考綠色債券的超額認購率，即投資者認購規模相對於債券規模的比例，超額認購率愈高，反映需求比供應愈強。據彭博新能源財經分析，在2017至2022年，不論綠色債券或傳統債券，兩者的超額認購率中位數均保持在2倍以上，反映整體債券市場需求持續旺盛，其中綠色債券的超額認購率中位數在2020年達4倍。另外，在6年間，綠色債券的超額認購率中位數有5年高於傳統債券，可見綠色債券市場供不應求的情況比傳統債券強



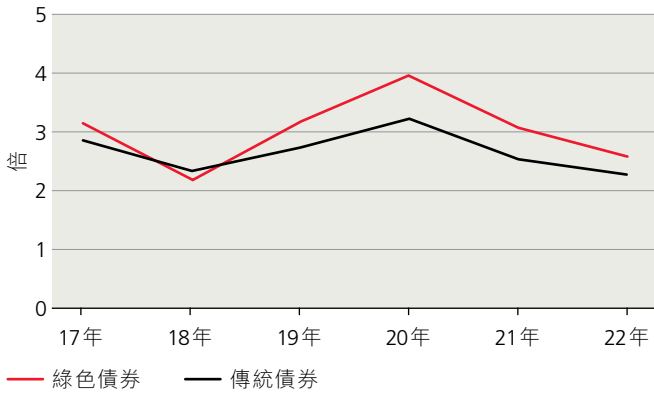
勁，投資者更願意以較高成本認購，引伸出綠色溢價的現象。另外，氣候債券倡議組織2022年上半年的數據顯示，在其93個新發行綠色債券（總值930.3億美元）與它們對應的香草債券樣本中，歐元和美元綠色債券的平均超額認購率分別達3.1和3.8倍，而相對應香草債券的平均分別為2.4和2.7倍，進一步反映成熟市場的需求較旺盛之餘，亦可見美元綠色債券供不應求的情況較歐元強<sup>3</sup>。

市場出現對綠色債券的額外需求有多個潛在原因：

- 個人偏好：一些投資者著重環保，希望透過增加投資組合中的綠色元素實踐公民責任，引伸出較低彈性需求（Inelastic demand）；
- 投資價值：投資者或認為企業履行相關社會責任長遠能發揮中介效應，為發行商在未來提升商業價值，因而對發行商的償還及再融資能力看高一線；
- 風險管理：綠色債券相對傳統債券在資金運上的自由度較低，企業須要作出更多有關資金運用的披露，甚至要定期報告資金運用情況及跟進其對環境保育的成效，對投資者而言有助提高透明度及減少不確定性，從而降低風險溢價；
- 稅務誘因：一些綠色債券為發行商或投資者提供稅務優惠，變相讓發行商能以更低息率發行綠債，或吸引投資者願意以更低收益率投資綠債。例如以扣稅額代替債券利息、直接資助發行商的利息支出，和豁免債息收入的入息稅，但由於範圍主要局限於美國地方政府的綠色債券，因此對整體市場的影響非常有限。

<sup>3</sup> 見氣候債券倡議組織網站，[https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_pricing\\_h1\\_2022\\_02g.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_pricing_h1_2022_02g.pdf)

超額認購率中位數

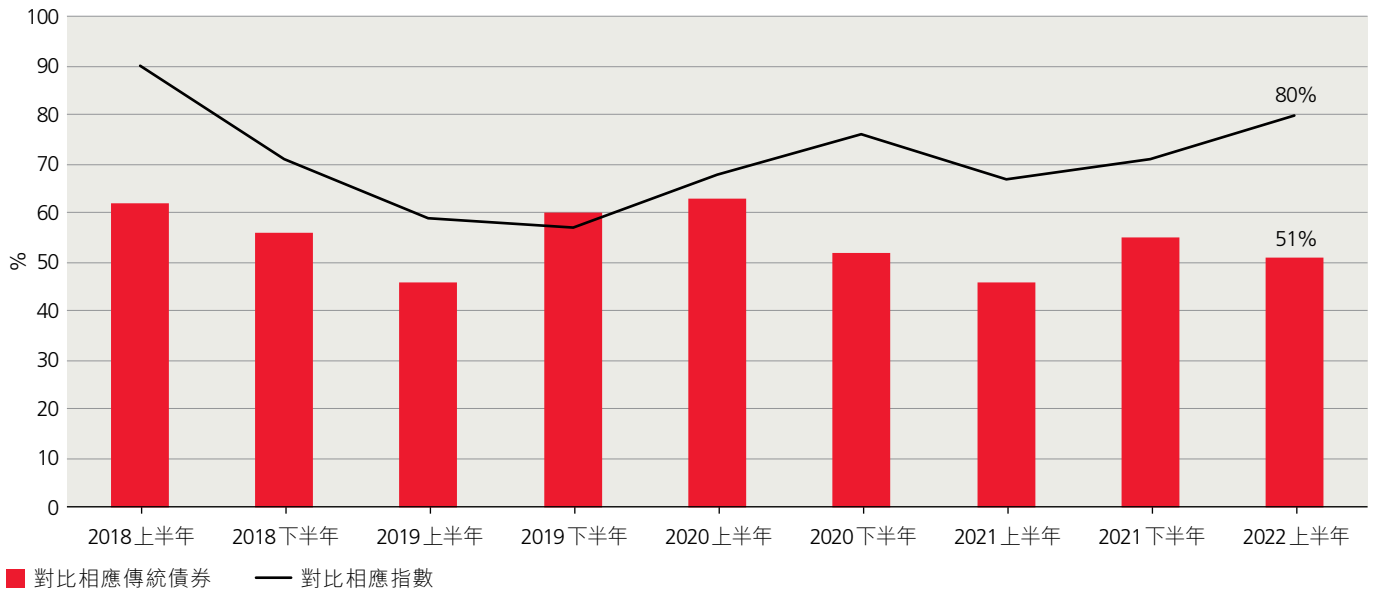


資料來源：彭博新能源財經，數據截至2022年12月  
 註：2022年為截至2022年10月之數據

除一手市場外，綠色債券在二手市場亦出現息差收窄的情況。氣候債券倡議組織數據顯示，2022年上半年期內樣本中，有51和80%的綠色新債在定價7天後息差收窄幅度分別比相應香草債券和指數高(2021年下半年分別為55和71%)，而兩項數據自2018年上半年以來的平均值分別為55和71%<sup>4,5</sup>。以2022年上半年為例，撇除2對收縮幅度錄得359%異常值的樣本後，綠色債券樣本平均收窄4%，而相應的傳統債券則平均收窄1.2%。反映即使在二手市場，綠色債券的需求比傳統債券略為強勁，導致收益率收縮的幅度較大，而債券上市後相比大市同儕的表現亦較佳。

對於發行商而言，能以較低收益率發債有助降低借貸的利息成本，為企業盈利及現金流帶來正面作用。美聯儲在去年發表一份報告發現，綠色溢價平均為債券發行商減少5%借貸成本<sup>6</sup>。對並非計劃持有至到期日的投資者而言，綠色債券比傳統債券在二手市場有較大息差收窄優勢，變相令債價上升幅度更大，為投資者創造更有利的回報收益。

定價7天後息差收窄幅度比相應傳統債券及指數較大的綠色債券比例



資料來源：氣候債券倡議組織，數據截至2022年9月

<sup>4</sup> 見氣候債券倡議組織網站，[https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_pricing\\_h2\\_2021\\_02g.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_pricing_h2_2021_02g.pdf)

<sup>5</sup> 見氣候債券倡議組織網站，[https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_pricing\\_h1\\_2022\\_02g.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_pricing_h1_2022_02g.pdf)

<sup>6</sup> 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/econres/ifdp/files/ifdp1346.pdf>

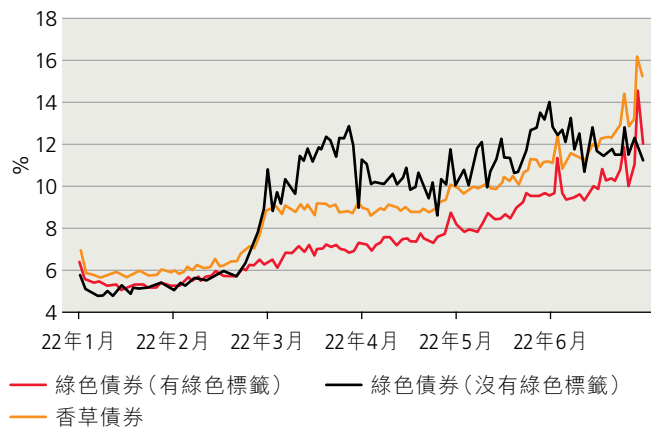


## 專輯

## 流動性

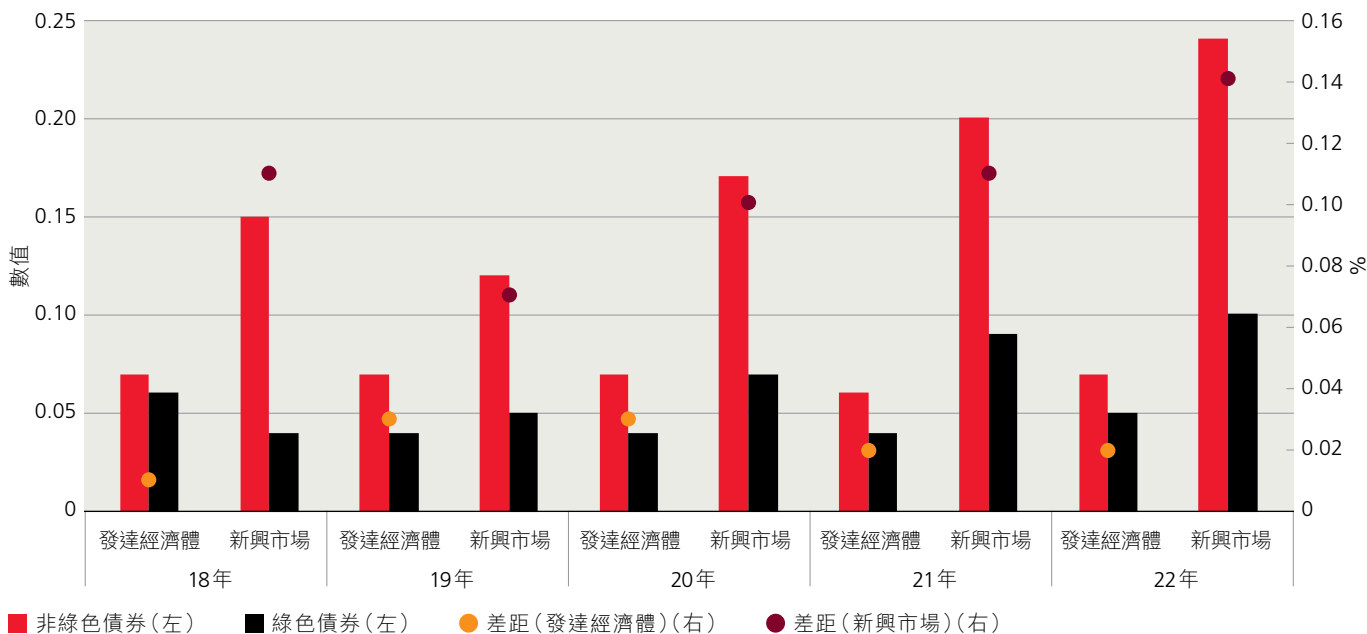
電子交易平台 Tradeweb 數據顯示，2022 年上半年綠色債券的交易額達 994 億美元，是 2021 全年的約四分之三<sup>7</sup>。可是，即使交易量顯著增加，但綠色債券只是佔整個債券市場的一小部分，以 2022 年上半年為例，新發行的社會影響債券（包括綠色債券）在全球整體新發行債券的佔比不足 5%<sup>8</sup>。因此，供應有限的情況為綠色債券擠壓出更高的流動性。根據氣候債券倡議組織在 2022 上半年的綠債樣本數據顯示，已貼上綠色標籤的綠色債券的買賣差價（Bid-offer spread）在去年 3 月後明顯比傳統債券和沒有綠色標籤的綠債窄，而且傳統債券的買賣差價在 6 月底進一步拉闊，高於其餘兩類綠色債券，反映綠債的流動性較高<sup>9</sup>。另外，國際貨幣基金組織（IMF）在去年 7 月發布針對全球主權債券的數據亦顯示，在 2018 至 2022 年期間，不論發達經濟體或新興市場，綠色主權債每年的平均買賣差價持續都比非綠色主權債低，尤其新興市場，而且買賣差價的 5 年平均標準差（發達經濟體：0.04；新興市場：0.06）亦較非綠色主權債（發達經濟體：0.042；新興市場：0.1）低，反映即使在主權債的舞台上，綠色債券亦比傳統債券擁有更高而穩定的流動性<sup>10</sup>。

## 債券買賣差價



資料來源：氣候債券倡議組織，數據截至 2022 年 9 月

## 非綠色及綠色主權債券的買賣差價



資料來源：IMF，數據截至 2022 年 7 月

<sup>7</sup> 見 Tradeweb 網站，[https://cdn.tradeweb.com/sites/esg/assets/docs/Q2\\_2022\\_TradeWeb\\_Green\\_Bond\\_Trading\\_Highlights.pdf](https://cdn.tradeweb.com/sites/esg/assets/docs/Q2_2022_TradeWeb_Green_Bond_Trading_Highlights.pdf)

<sup>8</sup> 見美國國際交易所網站，<https://www.theice.com/insights/impact-bond-report-q3-2022>

<sup>9</sup> 見氣候債券倡議組織網站，[https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_pricing\\_h1\\_2022\\_02g.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_pricing_h1_2022_02g.pdf)

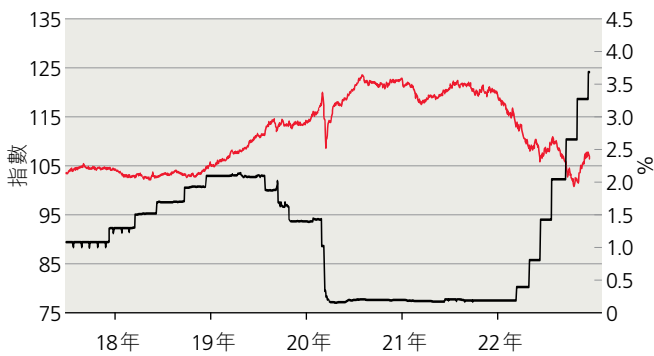
<sup>10</sup> 見 IMF 網站，<https://www.imf.org/en/Publications/staff-climate-notes/Issues/2022/06/29/Sovereign-Climate-Debt-Instruments-An-Overview-of-the-Green-and-Catastrophe-Bond-Markets-518272>

### 韌性與波幅

與普通債券一樣，綠色債券亦受貨幣政策因素影響。抽出富時美國廣泛投資級別(USBIG)綠色影響債券指數與聯邦基金利率數據，美國綠債的表現大致與聯邦利率背馳，尤其在2021年末市場對美聯儲加息預算升溫後，表現明顯受壓，直至去年12月美聯儲開始放慢加息幅度時才見底，由2017年中至2022年12月20日，兩者的相關係數為-0.73。以同樣方式分析歐洲和中國的綠色債券，富時歐洲廣泛投資級別(EuroBIG)綠色影響債券指數與歐央行主要再融資利率(MRO)的相關係數為-0.57，而富時中國綠色債券指數與1年期中期借貸便利(MLF)利率的相關係數為-0.86。數據可見綠色債券對利率有一定程度的敏感度，而且不因地區而異，亦反映息口上升對綠債有負面影響，與傳統債券相若。因此投資者在選擇綠色債券時，綠色因素固然為考慮之列，但亦須考慮外圍市場的利率風險，寬鬆貨幣政策的經濟環境對綠債表現較有利(利率預測，可參閱《宏觀經濟》及《債券》章節)。



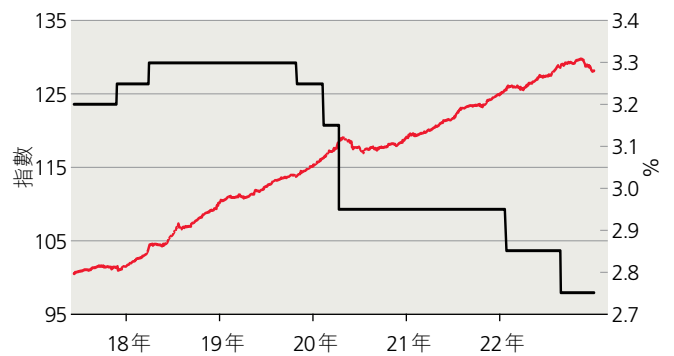
#### 綠色債券與利率關係(美國)



— 富時美國廣泛投資級別(USBIG)綠色影響債券指數(左)  
— 聯邦基金利率(右)

資料來源：彭博，數據截至2022年12月20日

#### 綠色債券與利率關係(中國)



— 富時中國綠色債券指數(左) — 1年期中期借貸便利(右)

資料來源：彭博，數據截至2022年12月20日

#### 綠色債券與利率關係(歐洲)



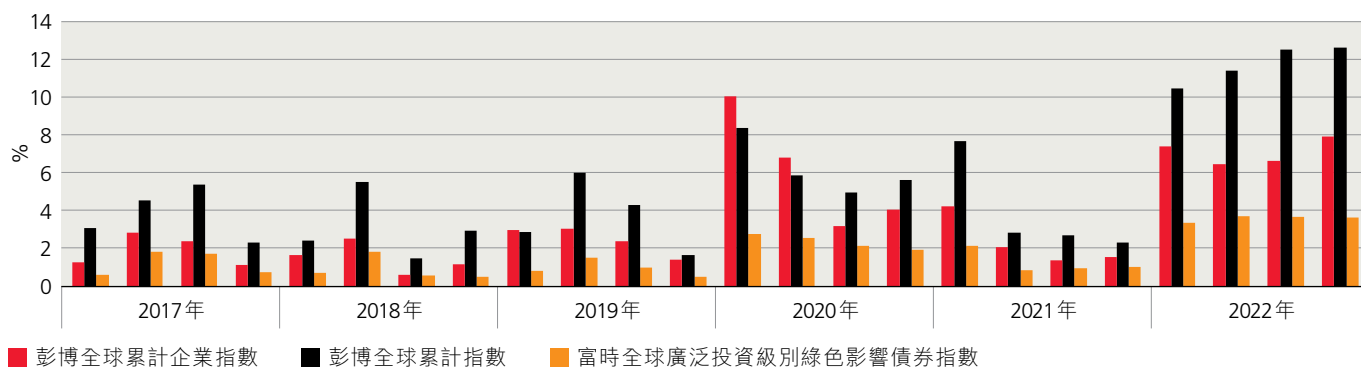
— 富時歐洲廣泛投資級別(EuroBIG)綠色影響債券指數(左)  
— 歐央行主要再融資利率(右)

資料來源：彭博，數據截至2022年12月20日

儘管擁有相似的价格特性，但透過分析波幅率可進一步了解投資綠色債券的相對風險。以富時全球廣泛投資級別(WorldBIG)綠色影響債券指數作為綠色債券代表，並以彭博全球累計指數和彭博全球累計企業指數作為非綠色債券的代表，再抽取三者的在過去6年的按季標準差，以對比各類債券資產的波幅。分析顯示，自2017至2022年的24個季度中，即使經歷新冠疫情、俄烏戰事和美聯儲進取加息等極端事件，綠債指數的標準差在全期的所有季度中，一律比另外兩項指數低，反映綠色債券可靠地為投資者提供較傳統債券低波幅的投資選擇。

## 專輯

## 不同債券指數的季度標準差



資料來源：彭博，數據截至2022年12月22日

## 不容忽視的新興風險

## 漂綠風險

綠色金融成為投資界新藍海，但同時衍生了「漂綠」(Greenwashing)問題。據《韋氏字典》解釋，漂綠的意思是「宣示關注環保的立場，特別是為了掩飾其產品、政策或行為。」<sup>11</sup>指的是一些表面上以行動宣揚對環保作出貢獻，但實際上卻未減少污染，為環保出力的企業或組織。這些組織打著保護環境的旗號誤導公眾，目的是乘著綠色投資風氣的興起，從而獲得在財政(例如發行綠色債券)及名利(例如獲得更高的ESG評級)上的好處。

非牟利組織「對抗網路仇恨中心」(CCDH)去年11月發表報告，直指5間國際石油公司在2年間投放超過2,300萬美元，透過搜尋平台投放大量有關「溫室氣體」、「可再生能源」、

「碳抵消」等與環保有關的關鍵詞，強行令公司與環保扯上關係。除了石油公司，近年不乏透過廣告宣揚環保，但實際卻未有為環保出力的企業：

- 德國及法國的航空公司：綠色和平揭發7大歐洲航空公司未能根據《巴黎協定》採取充分措施減少二氧化碳排放，更誤導公眾它們依賴「碳中和」、「碳抵銷」和「可持續航空燃料」等錯誤和無效的方式減排<sup>12</sup>；
- 歐美時裝品牌：非牟利組織 Changing Markets 在2021年分析49個主要歐美時裝品牌，發現59%品牌的可持續發展聲明中都有漂綠成份，例如未能提供充分證據表明產品為「可持續性」，或聲稱合成纖維產品可回收，但目前亦未有相關技術等<sup>13</sup>。

隨著愈來愈多漂綠行為的出現，各地政策制定者均透過立法監管企業打擊漂綠行為，以下為一些監管舉措的例子：

監管機構	舉措
英國金融行為管理局 (FCA) <sup>14</sup>	2022年10月提出包括投資產品可持續性標籤以及對「ESG」、「綠色」或「可持續」等術語的使用方式限制
美國證券交易委員會 (SEC) <sup>15</sup>	2022年5月提出兩項規定，包括規定將投資產品中含有ESG的基金，設定最低要求等條款，另外規定相關投資公司要加強對ESG屬性的披露
歐盟委員會 <sup>16</sup>	2021年推出「歐盟可持續金融分類方案」，制定綠色清單並規範可持續發展技術和項目，促進綠色轉型及防止漂綠行為
中國人民銀行、證監會及發改委 <sup>17</sup>	2021年發布《綠色債券支持項目目錄(2021年版)》，於同年7月1日正式生效。新版本的目錄與舊版相比，解決了多頭監管的問題，實現了綠色債券定義和綠色債券界定標準統一

<sup>11</sup> 見韋氏字典網站，<https://www.merriam-webster.com/dictionary/greenwashing>

<sup>12</sup> 見綠色和平網站，<https://www.greenpeace.org/international/press-release/54034/new-greenpeace-report-finds-europes-biggest-airlines-failing-over-climate-claims/>

<sup>13</sup> 見 Changing Markets 網站，<https://changingmarkets.org/wp-content/uploads/2021/06/SYNTHETICS-ANONYMOUS-PRESS-RELEASE-UK.pdf>

<sup>14</sup> 見 FCA 網站，<https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-proposes-new-rules-tackle-greenwashing>

<sup>15</sup> 見 SEC 網站，<https://www.sec.gov/news/statement/peirce-statement-esg-052522>

<sup>16</sup> 見歐盟委員會網站，[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_21\\_1804](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_1804)

<sup>17</sup> 見中國政府網站，[https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-04/22/content\\_5601284.htm](https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-04/22/content_5601284.htm)

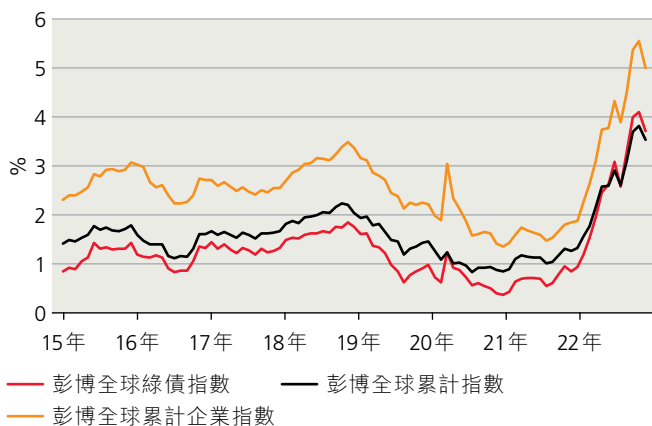


漂綠行為在不同方面都帶來壞處。若企業透過運用誤導投資者的手法從市場得到資金，不但助長相關企業借機擴大對環境有害的業務，更剝削其他本意於投資環保項目的資金，間接對環境構成傷害。另外，一旦企業被揭發有漂綠行為，或即時面臨監管機構的罰款，同時相關企業在聲譽、股價、債價等資產上的負面效果將為投資者帶來損失。因此，投資者在選擇綠色投資時，可多參考由第三方機構對企業作出的綠色評級、認證和標籤等資料。

### 收益率偏低和額外發債成本

對比起傳統債券，綠色債券需求力度較大、資金透明度較高、氣候風險溢價較低，因此收益率較傳統債券低亦屬預料之內，因此對於希望吸納高收益和擁有高風險胃納的投資者，回報上未必是最佳選擇。觀察彭博全球綠債、彭博全球累計企業及彭博全球累計3項指數自2015年的次收益率，綠債指數的次收益率在去年第二季前一直顯著比其餘兩項指數低。2022年3月美聯儲開展加息週期後，3項指數的次收益率同步上升，綠債指數期後曾稍稍領前全球累計指數，惟差距在2022年底再度收窄。但當單純比較綠債指數和全球累計企業指數的次收益率，差距便更為明顯且持續。由此可見，綠色債券的收益率比整體投資級別債券低，因此投資者在考慮綠債時須平衡個人風險胃納與回報。

### 各債券指數的次收益率



資料來源：彭博，數據截至2022年12月21日

另外，綠色債券對資金用途的限制較高，而且在發行綠債時亦牽涉大量額外的合規和評估程序，發行後更須要定期撰寫影響報告，檢討該筆融資對環境的效益，因此對發行商而言，發行綠色債券的行政成本或比傳統債券高。現時業界對影響報告的撰寫方式仍沒有劃一準則，但國際資本市場協會 (ICMA) 與以120個國際組織和金融機構 (包括世界銀行和香港交易所) 組成的工作小組在2022年6月發布新一份《綠色債券影響報告編寫指南》，為業界撰寫影響報告提供指引，當中為每類綠色項目的核心指標提出建議<sup>18</sup>。

綠色項目	核心指標例子
可再生能源	- 溫室氣體減量 - 可再生能源生產量
能效提升	- 溫室氣體減量 - 能源節省量
可持續水資源與廢水處理	- 節水量 - 廢水處理量
廢物管理與資源效益	- 廢物減少、回收、重用 - 能源回收量
潔淨交通	- 溫室氣體減量 - 潔淨交通運載力
綠色建築	- 省電量 - 廢物減產量
生物多樣性	- 保育區域擴建面積 - 受保護生態物種的增減
氣候變化適應	- 電網發電、儲電、韌性提升率 - 因洪水而損失運營天數的減少
循環經濟及生態高效項目	- 一次性物品被可重用物品的取代百分比 - 被國際認證為具生態效益產品的增產量
生態資源和土地利用	- 被高效灌溉或節水作物覆蓋的農地面積 - 因改善餵飼方式而減少的溫室氣體量

資料來源：國際資本市場協會，資料截至2022年6月

不少發行商為了滿足相關要求，不惜花費增加人手和聘用第三方機構評核債券所產生的綠色效益。在發行債券前，為了讓債券變得更「綠」而吸引更多綠色投資者，不少機構亦會為債券取得綠色認證。美聯儲研究報告指出雖然企業可享有綠色溢價帶來的經濟效益，但若計上各種發行綠債時帶來的額外成本，可能須要發行多隻綠色債券或達到龐大的綠色溢價，才能抵銷額外的發行成本<sup>19</sup>。因此投資者在享受綠色溢價的同時，要留意發行商 (特別是中小型企業) 的發行成本會否帶來反向的財政壓力。

<sup>18</sup> 見國際資本市場協會網站，[https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Harmonised-Framework-for-Impact-Reporting-Green-Bonds\\_June-2022v2-020822.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Harmonised-Framework-for-Impact-Reporting-Green-Bonds_June-2022v2-020822.pdf)

<sup>19</sup> 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/econres/ifdp/files/ifdp1346.pdf>

## 免責聲明

## 免責聲明及重要通知

本文件由東亞銀行有限公司(「東亞銀行」)和東亞聯豐投資管理有限公司(「東亞聯豐投資」)編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據大眾可取得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

有關資料所表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。

東亞銀行會按需要更新已發佈之研究。除了定期發佈的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發佈其他報告，不作另行通知。

東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失(不論屬侵權或合約或其他方面)概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

投資決定是由閣下自行作出的，但閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式(包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介)進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。

本文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

東亞聯豐投資為東亞銀行及德國德聯豐投資(Union Asset Management Holding AG)在2007年成立的合營公司。

東亞銀行(中國)有限公司(「東亞中國」)是東亞銀行在內地註冊成立的全資附屬銀行。



[www.hkbea.com](http://www.hkbea.com)