



BEA 東亞銀行

2023年第二季

# 東亞睿智 一決勝負





東亞銀行 | 東亞睿智 | 2023年第二季

# 目錄

2	序言
3	報告總覽
4	宏觀策略
21	宏觀經濟
28	股票
49	外匯
66	債券
80	免責聲明



東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪



勝負始於競爭，亦建於規則。但叢林法則中，物競天擇，適者生存。為求勝負不擇手段，明槍易躲，暗箭難防，孕育出層出不窮的不仁不義之流。中國哲學基礎多始於春秋戰國時代，長年烽煙四起釀成生靈塗炭。當生存較死亡更痛苦時，滿目瘡痍，激發了民間反戰情緒，不禁反問：值得嗎？

連綿的俄烏戰事突顯中美經濟脫鉤才是真正的戰場，歷史上金融及經濟戰爭影響不下於槍炮對峙。無限量支援烏克蘭導致民不聊生，歐美內耗加劇貧富懸殊，造成不同階級鬥爭。改朝換代都只是領導者拂袖而去，但為稀爛經濟買單的卻是國民。未來世界將進入地緣式經濟亂流，科技競賽加快及擴大負面影響，稍有不慎甚至造成第三次世界大戰。為爭一日之長短而斷送全球，值得嗎？

中國反戰哲學中存在不同解讀，勸和促談乃是首選。儒家《論語》中「以和為貴」突顯和平相處，克制己欲的反戰美德。與對手糾纏時，利誘亦是可取之策。老子《菜根譚》中提倡博奕哲學：「爭是不爭，不爭是爭，夫唯不爭，天下莫能與之爭」及清朝林伯桐《古諺箋》中「一爭兩醜，一讓兩有」都反映現代「1加1大於2」的商業觀。無奈如果對手冥頑不靈，墨家「非攻」中提倡反戰之餘更應以實力做後盾的和平主義，與《左傳》「止戈為武」中以非武力之勢震懾敵人，甚至自衛以平息戰禍，求得和平。兩者異曲同工，與現代「人不犯我，我不犯人」概念相若。

宏觀策略：歐美銀行危機實屬去年各央行「暴力加息」後遺症，頑劣的通脹數據迫使歐美央行兵行險着，一場預期的衰退將孱弱的經濟重置可能是更好結果。中國國策上範式轉移將加速中美競賽速度及幅度，斡旋空間愈見收窄，資金引力及排斥導致資產價格波動將不能幸免。

宏觀經濟：美國經濟下行風險漸增，美聯儲持續加息對經濟降溫效果將逐步浮現。歐洲經濟維持擴張，但不明朗因素偏多。亞洲經濟穩健增長，中國聚焦消費復甦及穩定就業，經濟增長達標可期。若外圍金融波動可控，中國復常支持下香港經濟將加快復甦。

股票：歐美銀行危機、中美加速競賽及中國復常等不明朗因素將延續，衰退將取代加息為策略主軸。宏觀風險遞升迫使資金「歸邊」，指數間相關係數上升不利分散投資，唯有透過地區性指數及股債比例分散組合風險。中美競賽集中於金融、科技及房地產市場。危機並存，風管為先。

外匯：美聯儲暗示即將暫停加息且不排除下半年降息的可能性，市場認為美國利率已接近峰值；加上市場對銀行業擔憂日漸消退，使美元正逐步走近轉弱的拐點。在美國利率前景重新定價之際，料美元升幅將受限。

債券：債市投資策略較其他資產更清晰，多層分析顯示當局勢拐點出現時，各類債券走勢更壁壘分明。加息週期進入尾聲成為投資切入點，美債曲線在衰退臨近前倒掛狀態出現逆轉，去美元化將長遠推高美債收益率，各地違約風險攀升造就投資級別債券佔優，靈活敏捷中風管為先。

歷史上任何形式戰爭都是醜陋及污穢的，更突顯道德價值中惻隱、羞惡、辭讓及是非之心的可貴，超越勝負之爭才是真正的大智慧。廣東俗語有云「相嗌唔好口」，香港社會福利署曾為停止家庭暴力製作了宣傳片口號：「贏咗場交，輸咗個家。值得咩？」。

家庭如是，國家如是。

勝或負，值得嗎？

共勉之。



## 財政政策

- 內地聚焦推動消費及穩定就業市場，料消費和投資將成為推動內地經濟主要動力
- 為應對外部挑戰，中國將在關稅、地產、新能源車等領域中對症下藥以提供高質量增長
- 美國財案未來10年只削3萬億赤字，加稅浪潮或成衰退引爆點



## 貨幣政策

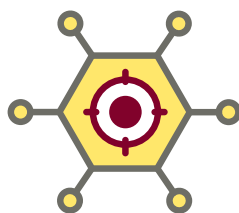
- 美聯儲5或6月再加息1次25基點後，料本次加息週期將會結束；港銀則有溫和加息空間
- 人行尚有降準及降息空間支持經濟發展
- 歐元區及英國通脹料已見頂，惟回落須時，央行將維持緊縮貨幣政策

## 經濟增長 與通脹預測



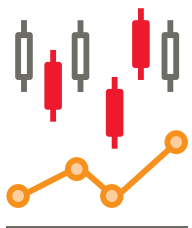
- 環球經濟復甦分化，亞洲經濟增長有望加快，歐美則趨放緩
- 料美國今年GDP增長0.5%，通脹放緩取決於房地產和就業市場變化傳遞力
- 預期內地及本港今年經濟增長分別約5.7及5.0%

## 經濟前瞻



## 宏觀策略

- 首次加息至今CPI及聯邦利率按月變化差額於正0.4至負1%徘徊，反映加息應對通脹效能相對較低
- 假設5月為本次加息週期最後一次加息，衰退有可能最快在下季或10個月後出現
- 中美競賽料持續，雙方於金融、貿易及貨幣等範疇對壘



## 股票

- 短期內中美加速競賽，將集中於金融、科技及房地產領域
- 若未來12個月出現衰退，應遞增必需品及醫療護理持股比例，再以價值型投資選股
- 內地近期經濟數據理想，企業業績將有改善，恒指6個月目標23,500點



## 外匯

- 美聯儲放慢緊縮步伐，料美匯指數今季波幅區間為99至104
- 美元走弱有利英鎊，但其經濟走不出滯漲陰霾，表現料較遜色
- 日央行新行長上場不改偏鴿立場，但其他央行放慢加息將有利日圓
- 中國金融市場穩定、經濟加快復甦，支持人民幣匯價，料在6.77至6.92區間波動

## 債券



## 市場前瞻

- 迴歸分析顯示美國10年期國債收益率將徘徊在3.7至4.0%之間
- 預期銀行危機餘波未了，加上美國衰退甚囂塵上，本季仍以「債優於股」策略為主軸
- 美國高息債券CDS與金融狀態相關度為正79%，預期美國HY債違約問題短期內難以消退，本季維持「IG優於HY」觀點
- 美國國債中近80%並非美聯儲持有，各央行加快增持黃金長線對美債不利



## 一決勝負

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

## 一決勝負

上季標題是《破局》。當時預測中國經濟復常是打破去年全球投資市場僵局的關鍵。歐美為主的成熟經濟體備受俄烏戰事拖累，預期今年將出現大小幅度不同的衰退，但剛巧遇上中國放寬抗疫措施，預期經濟將出現明顯反彈。中美經濟落差將引發全球地緣政治不穩，迫使經濟朝向更加碎片化，造成全球成本、通脹，隨利率持續上升。美聯儲及歐央行持續加息，但日央行有意調整沿用多時的寬鬆貨幣政策或成為投資市場的黑天鵝。去年股票及商品市場走勢凌厲，但債券及非美貨幣持續走弱，預期第1季將出現逆轉。過去部分預測大致與今天結果相若。

本季標題是《一決勝負》。俄烏戰事及中美競賽正影響全球經濟走勢，中國崛起重塑世界經濟秩序，與既得利益者在各方面磨擦將愈演愈烈，預期中國亦嚴陣以待。「兩會」確立新班子領導方針，尤其在經貿及外交上轉向更積極面對挑戰，盡顯「鬥而不破，但不怕破」的一決之心，群雄亂戰將撼動全球經濟。不合時機的銀行危機令歐美政府瞻前顧後，多年量化寬鬆潛藏的惡果隨「暴力加息」後浮現，自製衰退可能更一了百了。相反中國正昂首挺胸，整裝待發地在不同經濟領域中重整旗鼓，準備在貿易、科技、金融及貨幣戰中與歐美聯盟爭一日之長短。常言「勝敗乃兵家常事」，兩國看似談笑用兵之間其實暗潮洶湧，投資者不應掉以輕心，風管為先。

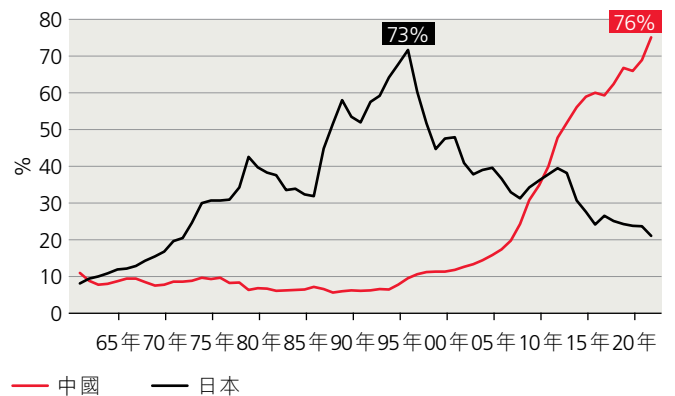
### 戰爭背後的戰爭

筆者早在去年第2季《博奕》季報中預測，俄烏戰事只是幌子。美國及其盟國在多方面經濟制裁俄羅斯後，延伸出與中國在貿易、科技、金融等不同領域競賽加劇，維護既有利益同時遏抑中國經濟增速。透過意識形態、國際輿論、國際組織把相關國家孤立於國際舞台，切斷其經濟脈絡，亦成為歷史上大國競爭中副作用，甚至直接消耗其國力。至於「戰火」波及全球經濟，無限期及無限量在軍備及財政上支援烏克蘭，內耗程度正釀成歐洲各地政治動亂，個別新興國家內亂、債務違約及饑荒等都只是殃及池魚。面對來勢洶洶的進逼，中國在確立新班子崗位後，在「兩會」期間向世界明確展示出處世態度及操作上的轉變。由改革內部經濟結構、監管職能及務實性解決核心經濟問題，預期未來中美各自主導的經濟陣營在國際舞台上較勁將不能避免。對國際衝突的立場及在國際事務上採取更加積極主動的姿態，都有別於過去韜光養晦的宗旨。

### 中美交鋒將長期持續

經濟大國全面競賽古已有之。在1944年世界銀行成立之前，國內生產總值(GDP)數據有欠準確及全面，但歷史普遍認為16世紀中葉英國打敗西班牙後成為世界霸主，締造所謂「日不落帝國」並維持近300年。直到19世紀，美國不斷透過工業革命、移民法案及開疆闢土壯大經濟體量，最終在19世紀末超越英國成為新世界霸主。到了20世紀，美國迎來日本的挑戰。根據世界銀行提供自1960年數據顯示，日本GDP佔美國GDP比例持續數十年上升。直到1985年，美國聯合英國、法國及德國與日本簽訂「廣場協議」後，日圓大幅升值，經濟受到嚴重打擊。日本GDP佔美國GDP比例隨即由高峰73%後無以為繼，數十年至今仍未止跌。去年中國GDP佔美國GDP比例無獨有偶地高見76%，歷史會否重演將取決於各持份者智慧。

### 中國及日本GDP佔美國GDP百分比



資料來源：彭博，數據截至2023年3月21日

引述前世界銀行首席經濟師，現任北京大學國家發展研究院名譽院長林毅夫分析<sup>1</sup>，當中國人均GDP達到美國一半時，中美關係才會趨於正常化。首先，美國將失去卡著中國脖子的手段；其次，屆時中國經濟總規模已是美國約兩倍，只好面對現實；最後，為了國內就業和經濟發展，美國已離開不了中國市場，必須與中國打好關係。世界銀行數據顯示截至去年<sup>2</sup>，中美人均GDP分別約為12,556及70,249美元，兩者比例約18%。假設兩國人口及環球政局不變，並以過去10年平均GDP增長分別約6及2%增長率預測，中國須花25年(即2048年)才能達標。

<sup>1</sup> 見中國網站，[http://www.china.com.cn/opinion/think/2021-07/05/content\\_77606359.htm](http://www.china.com.cn/opinion/think/2021-07/05/content_77606359.htm)

<sup>2</sup> 見世界銀行網站，<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD?locations=US>



## 宏觀策略

美國過去百年曾在二戰中作為關鍵角色、經濟上超越英國、挫敗如日中天的日本，今天經濟競爭對象是疆土相若，但人口更多，歷史文化更源遠流長，近數十年經濟增長勢如破竹的中國。美國及其盟國無論如何應對都將為市場增添波動。數世紀才出現的群雄混戰，如何在激烈角力中部署將是投資策略的長期課題。

### 拖後腿的歐美銀行危機

正當歐美政府整裝待發，卻遇上國內銀行倒閉，甚至有可能引發2008年般金融災難，不得以作出果斷及迅速反應避免火苗叢生，否則事後補償往往比今天代價更大。

歐美數間銀行傳出被接管甚至倒閉，核心問題可歸納如下：中小型銀行以偏高存款利率吸引客戶，淨息差收緊導致近年盈利受損；其次是銀行持有債券作風險資本或利率對沖時，持續加息影響債券市值不斷下跌，影響賬目甚至要求集資以滿足資本要求；最後是受影響銀行大多牽涉炒賣虛擬貨幣虧損，新經濟企業貸款違約及資本投資公司倒閉，甚至國際性詐騙活動有關，迫使有關銀行作出大額撇賬或錄得巨額虧損，導致難以挽救的「內傷」。



坦白說，利率高低歷來皆有週期，銀行間透過利率吸引資金實屬本業，競爭下被淘汰歷史上屢見不鮮。持有債券價格波動更不值一談，這是整個行業甚至小散戶共同面對的問題，管理不善導致投資失利便怪罪於加息，有點言過其實。最後是涉及不良或高風險貸款實在是個別銀行的商業決定，甚至客戶涉及商業詐騙而造成大幅虧損，各方面內部風險或不當行為正是歐美監管部門深入調整的方向。

不難觀察本次官方機構出手相當果斷及迅速：

- 美聯儲透過銀行定期融資計畫 (Bank Term Funding Program, BTFP) 為受影響銀行提供即時的流動性，美國聯邦存款保險公司 (The Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) 為個別銀行超過25萬美元上限的存戶承保，甚至研究此暫時性方案延伸至所有存款<sup>3</sup>。美國財政部長耶倫開腔表示，銀行系統仍然穩健，必要時政府可為存戶背書<sup>4</sup>。同時瑞士央行貸款500億瑞士法郎給受影響銀行，以免因流動性斷裂造成即時倒閉風險。擠提源於欠缺信心，部份銀行更屬無妄之災，「無限提款」明顯對症下藥，有利切斷傳染風險 (Contagion risk)；
- 政府偏向以「在商言商」方式解決實在明智<sup>5,6</sup>，目標透過併購或分拆出售業務，盡快把受影響銀行「離開視線」，有利善後工作。商業方式可避開冗長的國會討論，更有效率並減低損失。畢竟弱肉強食乃叢林法則，民間反對聲音較少，打擊市場幅度亦較低；
- 考量選舉及經濟跌宕下管控民心，花費公帑來補貼投資及管理缺失的銀行業，觀感上並不理想。預期歐美政府安頓好存戶提款權後，下一步將是懲治涉事銀行高層或疏忽監管部門，殺雞儆猴又可揚名立萬。

<sup>3</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/finance/us-officials-study-ways-expand-fdic-coverage-all-deposits-bloomberg-news-2023-03-21/>

<sup>4</sup> 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2023/03/21/treasury-secretary-yellen-says-the-government-could-backstop-more-deposits-if-necessary.html>

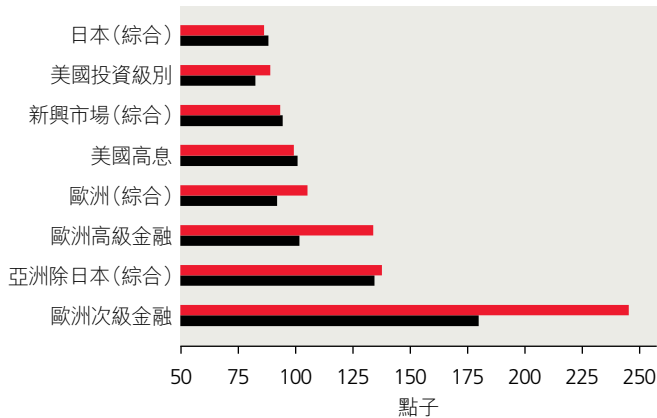
<sup>5</sup> 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2023/03/16/hsbc-ceo-on-how-the-bank-bought-silicon-valley-bank-uk-.html>

<sup>6</sup> 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2023/03/19/business/credit-suisse-ubs-rescue/index.html>

當然事件未言過去，雖然其影響力及層面將會被淡化及收窄，但短期內漣漪影響將陸續出現。

- 美國部份受影響銀行的債權人組團隊提出集體訴訟，訴狀指出近年金融集團在年報中並未提及或刻意淡化金融政策對公司盈利影響，導致如今不可挽回的後果<sup>7</sup>；美國股東集體起訴受影響的瑞士銀行，指管理層隱瞞財務問題，沒有披露大量客戶資金外流情況，有欺騙投資者之嫌<sup>8</sup>。以上訴訟可能拖延或阻礙平息事件，導致死灰復燃；
- 評級機構穆迪把美國銀行體系前景展望下調至「負面」，主因是「經營環境迅速惡化」<sup>9</sup>。另一評級機構標準普爾亦下調了受影響銀行評級3碼<sup>10</sup>，此舉將打擊有關機構舉債或增加成本；
- 信貸違約掉期(CDS)指數普遍上升，以歐洲次級金融指數最顯著，反映投資者認為本次銀行危機影響歐洲債市較大。美國CDS升幅較歐洲低，反觀亞洲區內及新興市場CDS指數未見大幅上升，預期對當區債市影響輕微；

主要CDS指數年內變化



■ 2023年3月15日    ■ 2022年12月30日

資料來源：彭博，數據截至2023年3月15日



- 瑞士金融市場監管機構 (Swiss Financial Market Supervisory Authority, FINMA) 宣布被收購之瑞士銀行內額外一級 (Additional Tier-one, AT1) 債券全數歸零<sup>11</sup>，FINMA表示，此決定將增加銀行資本，亦反映當局希望私人投資者分擔是次風波帶來的痛苦，同時導致AT1債券市場大幅波動 (詳情可參閱《債券》章節)，甚至波及全球主要銀行股價 (詳情可參閱《股票》章節)，投資者不宜火中取栗。

歐美央行：兵行險着的操作

面對市場千夫所指，歐央行無懼市場振盪，在3月會議中決定將存款利率上調50基點至3%，將主要再融資利率上調50基點至3.5%。央行強調歐元區銀行具有韌性，資本緩衝遠高於15年前全球金融危機前的水平，但隨時準備在必要時作出應對，以維護價格穩定和金融穩定。再表示決定主要建基於預期通脹將長時間維持在過高水平，須保持貨幣政策傳導性。一改以往撲朔迷離的修辭，同時保留著政策逆轉的餘地。

同樣表現優異的是美聯儲主席鮑威爾，一改其模稜兩可作風，清晰地闡述政策方向，值得一讚。美聯儲抵住市場壓力加息25基點，推升聯邦利率上限至5%。本次焦點並非加息幅度，而是修正點陣圖及經濟預測以反映官方對後市的觀點。

<sup>7</sup> 見英國衛報網站，<https://www.theguardian.com/business/2023/mar/14/silicon-valley-bank-lawsuit-fraud-shareholders>

<sup>8</sup> 見英國衛報網站，<https://www.theguardian.com/business/2023/mar/17/credit-suisse-legal-action-us-investors-banking>

<sup>9</sup> 見CNBC網站，[https://www.cnbc.com/2023/03/14/moodys-cuts-outlook-on-us-banking-system-to-negative-citing-rapidly-deteriorating-operating-environment.html?\\_\\_source=androidappshare](https://www.cnbc.com/2023/03/14/moodys-cuts-outlook-on-us-banking-system-to-negative-citing-rapidly-deteriorating-operating-environment.html?__source=androidappshare)

<sup>10</sup> 見Market Watch網站，<https://www.marketwatch.com/story/first-republic-stock-tumbles-toward-a-record-low-after-s-p-slashes-credit-rating-by-another-3-notches-4eda3bc1>

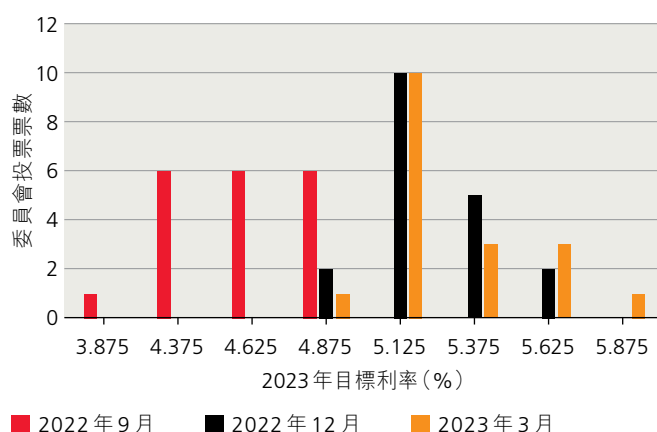
<sup>11</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/finance/credit-suisse-writes-down-17-bln-bonds-zero-angering-holders-2023-03-19/>



## 宏觀策略

點陣圖顯示年內目標利率中位數維持在5.125%不變<sup>12</sup>，向市場暗示加息年內將會完結，符合市場預期。以此推算，5月或6月再加息1次25基點後，相信本次加息週期將會結束。細讀點陣圖中各中位數的投票數目，顯示17票中有10票支持不變，只有1票投減息25點子，支持不同幅度加息委員共有7票。在銀行危機下市場普遍要求減息時，結果反映委員對通脹關注較銀行危機更高。最重要是主席鮑威爾明確表示年內看不到減息的基礎，暗示有信心控制危機及維持「Higher for Longer」的利率水平，市場接受與否是另一回事。

## 美聯儲點陣圖投票結果



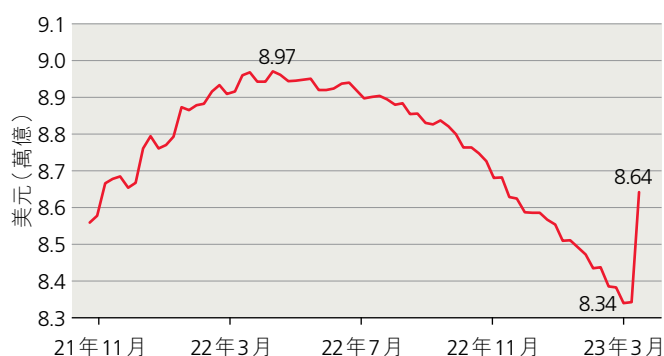
資料來源：彭博，數據截至2023年3月23日

經濟預測變化不大<sup>12</sup>，核心個人消費支出(PCE)指數設定為3.6%，較今天4.7%為低但與上季預測相若，反映年內不會達到通脹2%目標，回應維持高利率的觀點。較重要是實質GDP按年增長由上季0.5%輕微下調至0.4%，暗示了解銀行危機會影響經濟，但程度是輕微的，而非市場預期的崩潰或深度衰退。最新實質GDP按年增長為0.9%，年內展望0.4%暗示美聯儲維持早前經濟「軟著陸」的預測不變。

對銀行危機評論，主席鮑威爾表示會以不同工具去處理通脹及銀行危機，暗示不應再憧憬因危機而減息。早前推出銀行定期融資計畫(BTFP)已為中小型銀行提供流動性，目標為本地注入資金而非透過減息再而影響全面經濟。雖然他表示觀察到BTFP已推升其資產負債表，有違「縮表」原則，但他無為此多加解釋。

話雖如此，但其實本次銀行危機已綁架了美聯儲的緊縮進程。美聯儲作為終極貸款人，其資產負債表顯示3月1日至15日期間，總額急增約3,000億(美元，下同)。去年啟動「縮表」程序後總額由最高約8.97萬億下跌至約8.34萬億，以跌幅約6,260億計算，資產負債表半個月內已反彈約一半。如銀行危機繼續發酵或政府最終決定為所有存戶「包底」，去年雄心壯志的「縮表」程序可能會功虧一簣，甚至有機會突破約9萬億歷史新高。

## 美聯儲資產負債表總額



資料來源：彭博，數據截至2023年3月15日

事到如今唯有兵行險着，正如歐美財金官員異口同聲地表示，對抗通脹與處理銀行危機的工具是不同的。但現實是加息及「縮表」步伐將無條件停止，同時忍受資產負債表突破新高，價量齊升下利息總支出料遞增，導致財赤深重下歐美國債將無人問津，最終將打擊歐美貨幣價值。

另外，除非流出美國金融體系或持有現金，否則中小型銀行的提款大部份會轉入大型銀行。增加流動性可減輕中小型銀行擠提風險，但同時溢滿大型銀行存戶總額，釀成11間大型銀行以存款方式回流中小型銀行以減壓的案例<sup>13</sup>。如更多銀行倒閉，不但加深市場恐慌，亦加速上述循環。不難預測溢出的流動性或多或少會流到實體經濟，尤其核心通脹項目上，如此「變種QE」將刺激通脹回升，造成惡性循環。通脹反彈令憧憬5月利率見頂之說存在隱憂，或加碼「縮表」以吸收額外流動性(詳情可參閱《債券》章節)。

官方種種言行及前瞻性分析都是希望市場相信，政府有能力同時處理通脹及金融危機，但雙邊操作下任何決定將是如履薄冰，而且任何失誤將會後果堪虞。

<sup>12</sup> 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtab120230322.pdf>

<sup>13</sup> 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2023/03/16/group-of-financial-institutions-in-talks-to-deposit-about-20-billion-in-first-republic-sources-say.html>

**輕度衰退或為解困的契機**

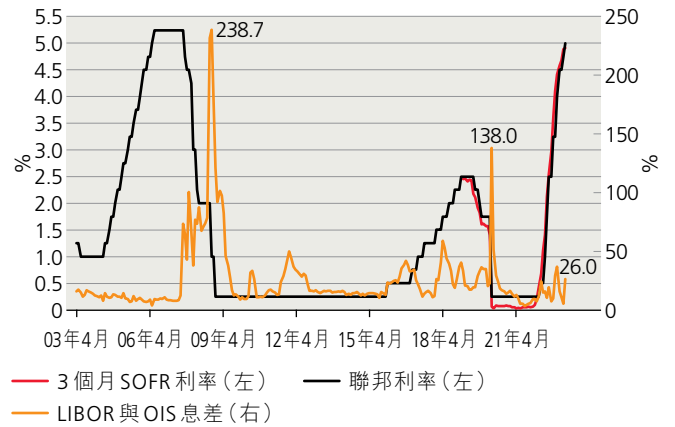
本次銀行風波背後的宏觀因素之一是美聯儲去年起急速而大幅加息，避免在大型「潮退」時被淘汰，全球各層面金融機構為及時調配資本及投資組合疲於奔命。正如美聯儲主席鮑威爾在會後聲明中表示<sup>14</sup>，留意到金融狀況已經收緊，收緊程度可能超過傳統指數所顯示的程度，但他關心的是受影響範圍及持續時間，並如何對宏觀經濟造成重大影響。

參考衡量美國銀行流動性的3個月倫敦銀行同業拆息 (London Interbank Offered Rate, LIBOR) 與隔夜指數掉期利率 (Overnight Index Swap, OIS) 息差走勢，2008年金融海嘯升至約238基點後美國銀行陸續出現崩盤，而2020年因疫情令流動性急速收緊，幸好當時美聯儲果斷地把聯邦利率頓時降至接近0水平，避免再一次大型銀行災難。今天就算美聯儲收緊流動性疊加中小型銀行危機，在美聯儲及財政部立即介入後，該息差有所上升但數據上仍然受控 (26基點)，暗示短期內流動性未見亂子，相關股價市場緊張過後趨向穩定。

話雖如此，但參考過去2004及2015年加息週期，該息差攀升都在聯邦利率最後1次加息後約2.3及1.2年發生，反映加息對銀行影響不會頓時發生，而是潛伏式逐漸浮現，對未來銀行相關股債壓力將是長線的，近日額外一級債券 (Additional Tier-one, AT1) 可見一斑。就算近年因環球金融改革把有抵押隔夜融資利率 (Secured Overnight Financing Rate, SOFR) 取代 LIBOR，聲稱公平性及波動性較低，但它與美國聯邦利率相關系數高達99%，反映加息步伐仍明顯主導著銀行流動性。

當然本次歐美銀行危機在性質上不能與金融海嘯相提並論，但不能否定流動性繃緊已把銀行業迫近臨界點。預期本次銀行危機將不會是最後一員，注意零星的債券違約可引發大規模避險，銀行收緊信貸令企業更難於舉債，延伸高息及相關債券市場同樣受到波及。其次沐浴低息環境多年的房地產市場，屢創新高的按揭利率及經濟疲弱夾擊下，將釀成由商業房市到住宅的骨牌式效應，波及房地產板塊、房託基金，甚至政府房貸機構 (詳情可參閱《股票》及《債券》章節)。

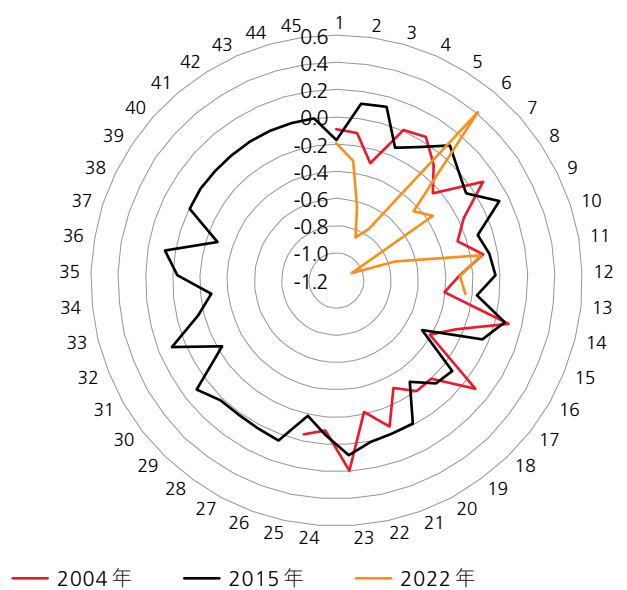
美國銀行流動性指標利率及美國聯邦利率



資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

除了風險外，緊縮政策效能亦受到質疑。參考過去兩次加息週期中核心消費物價指數 (CPI) 及聯邦利率按月變化的差額，顯示每次加息幅度以抵銷控制通脹同期變化的能力理想，普遍徘徊在正負0.2%之間。雖然本次週期仍未結束，但由開始至3月23日數據顯示，差額按月大幅波動，高低波幅徘徊在正0.4至負1%，反映此次加息應對通脹效能相對較低，再勉強下去可能引發通脹以外的經濟問題，本次銀行危機已是警號。鮑威爾亦同意銀行更嚴格的貸款決定可能產生與美聯儲進一步加息類似的效果<sup>14</sup>，惡性循環下經濟將進一步放緩。言語間彷彿默許了金融環境收緊帶來經濟放緩，甚至衰退將不能避免。

美國加息週期中核心CPI及聯邦利率按月變化的差額 (%)



資料來源：彭博，數據截至2023年3月23日

<sup>14</sup> 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2023/03/22/feds-powell-says-svb-collapse-may-slow-the-economy-through-tighter-credit.html>



## 宏觀策略

如果經濟重置 (Reset) 能 1 次過肅清多年來量化寬鬆造成的詬病 (銀行危機、樓市泡沫、債券違約風險等)，通脹亦可逐步回落。客觀地說，這亦未嘗不是一件好事。參加 70 年代時任美聯儲主席沃爾克案例 (詳情可參閱上季《宏觀策略》章節)，要打破政策的無限輪迴，一場輕度衰退可能是央行劍走偏鋒的奇招。

參考過去 50 年聯邦利率、核心 CPI 及按季 GDP 增長數據，以連續兩季 GDP 增長出現負值定為「衰退」指標，並抽出加息週期後出現衰退的時段作分析。結果顯示 50 年來曾出現 6 次，最後 1 次加息後最短相距 3 個月便出現衰退，最長是 27 個月，平均值為 13.5 個月。如從中再抽出核心 CPI 高於 50 年平均值的案例只有 4 個，主要集中在 70 至 80 年代，最短及最長分別為 3 及 21 個月，平均值為 9.75 個月。過去 50 年核心 CPI 平均值為 3.9% 而今天為 5.5%，並假設 5 月為本次週期中最後 1 次加息，即衰退有可能最短在下季或 10 個月後出現。



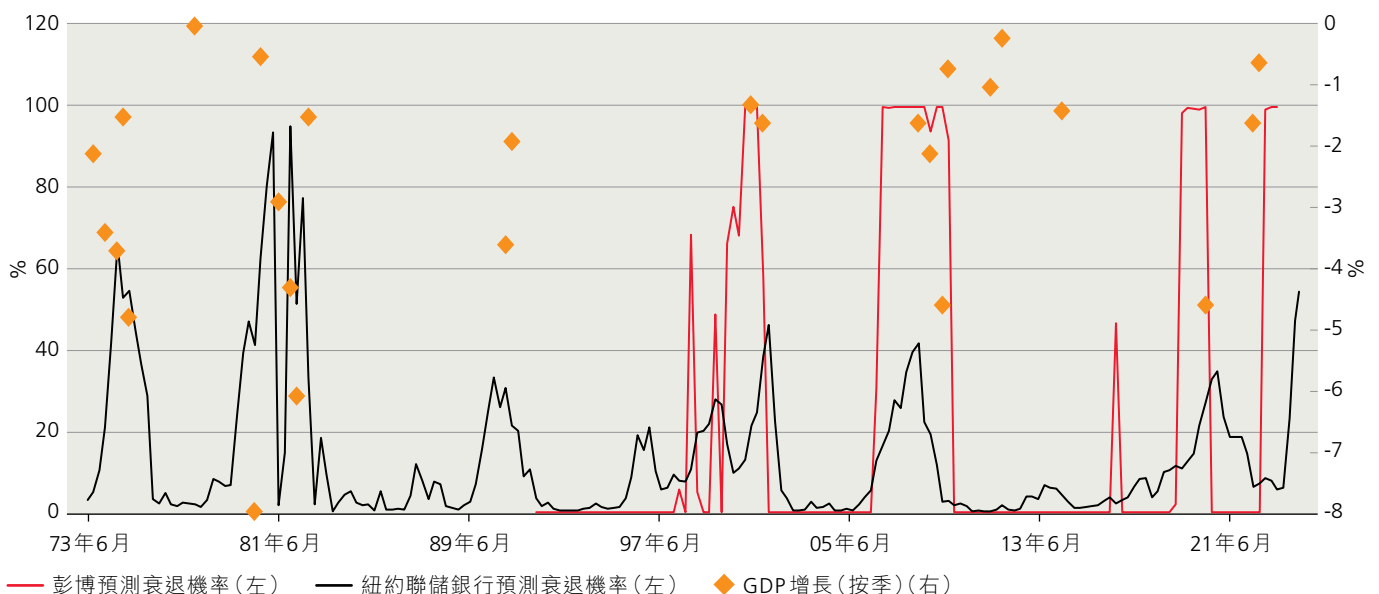
過去 50 年加息與衰退相關分析結果如下：

最後 1 次加息後衰退的時差		再抽出核心 CPI 高於 50 年平均值的案例	
年份	月數	年份	月數
1973	3	1973	3
1977	3	1977	3
1980	12	1980	12
1988	21	1988	21
2004	27		
2015	15		
平均值	13.5	平均值	9.75
中位數	13.5	中位數	7.5
最小值	3	最小值	3
最大值	27	最大值	21

資料來源：彭博，數據截至 2023 年 3 月 23 日

除了歷史憑證，前瞻性預測對未來經濟都不太樂觀。截至 3 月 23 日，彭博以經濟數據推算美國未來 12 個月出現衰退機率为 100%，言之鑿鑿。同時紐約聯儲銀行透過國債收益率息差推算機率为約 55.5%。看似較不確定，但參考過去 50 年數據，上次出現 50% 以上已是 80 年代，此機率已算是近代「高危」水平。抽出過去 50 年 GDP 按季增長負值數據，再比較兩項機率表現，結果反映兩項機率準繩度偏高。綜合而言，美國未來 12 個月出現衰退的機率相當高。

美國未來 12 個月出現衰退機率及 GDP 增長按季表現



資料來源：彭博，數據截至 2023 年 3 月 23 日

另外，根據彭博綜合預測，美國年內經濟數據預測如下：

指標預測 (按季%)	第1季	第2季	第3季	第4季
實質GDP	0.6	-0.4	-0.1	0.7
PCE	1.2	0.4	0.0	0.7
政府支出	1.9	1.1	1.0	0.8
私人投資	-3.2	-2.0	-1.1	1.2
出口	-0.8	-0.2	0.8	2.0
入口	0.0	-1.2	-0.5	1.2
工業生產	0.7	-1.0	-1.8	-1.5

資料來源：彭博，數據截至2023年3月23日

以上數據反映市場預期今年第2及3季按季GDP增長將連續出現負值，即傳統解讀為「衰退」。當然去年曾經出現同樣現象，但美國國家經濟研究所(National Bureau of Economic Research, NBER)否定「衰退」的評鑑<sup>15</sup>。無論如何，就算按季GDP並非連續出現負值，但短期內經濟持續放緩或較過去半年明顯收縮，都會逆轉當前投資市場利好氣氛。

分析GDP內各項分類預測，市場預問題糾結在私人投資、國際貿易及工業生產上。雖然私人投資跌幅收窄，但減量將持續至第4季；貿易表現未如理想，整體料到第4季才能復甦；工業生產料第2季將出現急挫，而且年內都不會好轉。個人及政府支出雖然仍有增長，但升幅將不斷收窄至0水平，反映單靠消費一項支撐大局獨木難支。

撇開第1季「好到不能信」的勞動數據，更多數據顯示美國經濟正岌岌可危：

- 前瞻性指標包括製造業PMI指數<sup>16</sup>連續4個月低於50，2月報47.3；美國行業研究組織經濟諮商會提供的領先經濟指數<sup>17</sup>由去年10月起持續負值，2月按年為負6.5；
- 密歇根大學消費者信心指數曾創20年新低後反彈，現仍處歷年偏低水平。走勢背馳的全美信用卡餘額更創20年新高，反映習慣刷卡消費的美國人正「勒緊褲頭」；
- 主打低廉貨品銷售平台「Temu」成為美國下載量名列前茅的應用程式<sup>18</sup>，「1元商店」在美國發展猶如雨後春筍<sup>19</sup>。參考2022年亞馬遜消費者行為報告中<sup>20</sup>，最值得關注的發現之一是購買動機(Purchasing motivation)很大程度上受通脹影響，54%消費者表示這是他們決定的關鍵因素，其次是根據折扣(45%)及預算限制(Budget constraints)(33%)。另外在選擇產品時，消費者關注的是價格而不是對品牌的熟悉程度。消費模式轉變反映高通脹及經濟疲弱正在拖拉消費者跌進下墜式漩渦，反映「最後稻草」非如官方預期般樂觀。

全美信用卡餘額及消費者信心指數



資料來源：彭博，數據截至2023年3月23日

<sup>15</sup> 見Market Insider網站，<https://markets.businessinsider.com/news/stocks/economy-nber-will-not-declare-official-recession-gdp-growth-jobs-2022-8>

<sup>16</sup> 見S&P Global網站，<https://www.pmi.spglobal.com/public>

<sup>17</sup> 見美國行業研究組織經濟諮商會網站，<https://www.conference-board.org/topics/us-leading-indicators>

<sup>18</sup> 見Business Insider網站，<https://www.businessinsider.com/what-is-temu-chinese-app-amazon-safe-legit-pinduoduo-2023-3>

<sup>19</sup> 見Business Insider網站，<https://www.businessinsider.com/dollar-tree-dollar-general-compared-pictures-details-2018-3>

<sup>20</sup> 見Feedvisor網站，<https://feedvisor.com/the-2022-amazon-consumer-behavior-report-tys/>

## 宏觀策略

美聯儲多次強調以「數據為本」為決議基礎，但更多民間數據及持續國債收益率「倒掛」現象都反映私人市場較官方偏向悲觀，更突顯美國財金官員執意認為經濟仍會「軟著陸」實屬耐人尋味。參考美聯儲3月修正的實質GDP按年增長，由上季0.5%下調至0.4%。雖然與上述彭博綜合預期年內4季的平均增長相若(0.2%)，但投資者不能忽略按季走弱對各類資產表現的影響。

### 加稅陰霾無助當前疲弱經濟

經過疫情及戰事中經濟制裁的折騰，中低收入普遍較高收入群組受影響更深，歐美社會上潛藏著反資本主義及反政府氛圍，任何階級有關政策都成為民間反抗的引爆點。當餬口問題益增，不難察覺歐、英、美等地爆發大型罷工、示威衝突、破壞財物，及本次銀行倒閉引發大規模擠提都反映出人心惶惶的狀態。可是，亦是傳統歐美政治黨爭中藉機肆虐的好時機。

美國拜登政府正提交新一屆財政預算案給國會審議，以加稅削減財赤，並向富人大幅徵稅為特點。儘管極大可能無法獲共和黨執掌的眾議院通過，或最後以總統行政命令結束，分析普遍視此為拜登藉以牽動民情，為2024年總統大選熱身<sup>21</sup>。但在經濟疲弱下勉強大幅加稅，任何差池都會成為衰退的引爆點。較為人關注的節錄如下<sup>22</sup>：

- 「富人稅」：財產超過1億美元人士徵收最低25%財產稅，向超過100萬美元以上資本收益徵收39.6%利得稅，年收入達40萬美元以上人士徵收44.6%個人稅，包括醫療保險稅(Medicare Tax)由3.8升至5%；
- 企業稅率由21%升至28%，美國跨國公司海外利潤最低稅率由10.5%升至21%；
- 取消對石油天然氣公司的稅收補貼；
- 徵收4%股票「回購稅」。

在去年實際赤字總額約17萬億美元的基礎下，拜登政府預計藉此預算案未來10年只削減赤字共約3萬億美元，實在杯水車薪。相反，共和黨預計到2033年，公眾債務佔GDP比例將從去年97%升至109.8%，並揶揄預算案令美國陷入「更多稅收、更多債務、更高通脹的經濟螺旋式下降」<sup>23</sup>。預期本季兩黨在預算案及債務上限中爭鬥將綁架歐美經濟作危險性投機，過火了將是經濟走向衰退的拐點。美國國會預算辦公室(Congressional Budget Office)警告，如果未能提高債務上限，美國政府最早在7月出現前所未有的違約風險<sup>24</sup>。

無獨有偶，3月27日世界銀行對世界經濟研究報告中表示<sup>25</sup>，預計到2030年底全球經濟增長將降至30年來最低水平，並將出現所謂「迷失10年」。過去30年推動全球經濟增長因素幾乎正在消退，預計2022至2030年間全球平均潛在GDP增長將比前10年下降約三分之一，即每年增長只有約2.2%，發展中經濟體預計年增長率將從6%下降至4%。

綜合而言，預期未來成熟市場的投資主題將由「加息」轉到「衰退」，相關資產投資策略可參閱本報告其他章節。

### 中國：昂首挺胸

上季提出由俄烏戰事引發全球經濟碎片化(詳情可參閱上季《宏觀策略》章節)。除了上述最大經濟體與其他國家競爭，都須要透過內政及外交改善以爭取國民支持，所以中美競賽未來只會愈演愈烈。

### 外交上的範式轉移

今年是中共「二十大」後的換屆之年，新班子在「兩會」向市場甚至全球釋出與以往截然不同的指標性訊息。尤其在中國美競賽為大前提下，由習近平主席到其他主要官員的言論中彷彿摒棄了過往韜光養晦態度，例如：

<sup>21</sup> 見時代雜誌網站，<https://time.com/6261434/biden-budget-plan-2024-campaign/>

<sup>22</sup> 見美國白宮網站，<https://www.whitehouse.gov/omb/briefing-room/2023/03/09/fact-sheet-the-presidents-budget-for-fiscal-year-2024/>

<sup>23</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/us/us-senate-democrats-republicans-battle-over-spending-amid-bank-collapse-2023-03-15/>

<sup>24</sup> 見CNBC網站，<https://www.reuters.com/world/us/us-senate-democrats-republicans-battle-over-spending-amid-bank-collapse-2023-03-15/>

<sup>25</sup> 見世界銀行網站，<https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/2cc9e83e-610c-4517-ad91-f583eee30b18/content>



- 國家主席習近平在參加政協民建、工商聯界委員聯組討論時表示「以美國為首的西方國家對我實施了全方位的遏制、圍堵、打壓」<sup>26</sup>，歐美傳媒<sup>27,28</sup>普遍認為這是主席在公開場合中非常罕有地以點名方式提出嚴厲批評；
- 外交部長秦剛在「中國外交政策和對外關係」記者會中表示，「美方所謂要給中美關係“加裝護欄”“不衝突”，實際上就是要中國打不還手，罵不還口，但這辦不到！如果美方不踩剎車，繼續沿著錯誤道路狂飆下去，再多的護欄也擋不住脫軌翻車，必然陷入衝突對抗。誰來承擔其災難性的後果？！」<sup>29</sup>。
- 工業生產由去年12月1.3%提升至今年首2個月2.4%，其中製造業生產同期同比增長2.1%<sup>32</sup>；
- 全國房地產開發投資同比下跌5.7%，企業房屋施工面積同比下降4.4%，商品房銷售面積同比下降3.6%。房地產開發景氣指數亦由去年最低94.36輕微反彈至2月94.67<sup>33</sup>；

言論擲地有聲，反映新班子準備在內政、經濟及外交上大張旗鼓。預期中國將採取更加積極主動回應，整裝待發，全開狀態 (Full gear) 應對外部挑戰。

### 乘復甦勢頭年內經濟增長樂觀

所謂「三軍未發，糧草先行」，面臨外來的挑戰，橫練式的經濟改革勢在必行。自去年放寬抗疫到經濟復常，首2個月整體數據轉好但仍潛藏隱憂，例如：

- 零售額同比增長3.5%，當中餐飲收入急升9.2%為19個月最高，但家電及汽車銷售按年分別下跌1.9及9.4%，耐用品銷售積弱反映消費信心仍然薄弱<sup>30</sup>；
- 固定資產投資同比增長5.5%，但當中基礎設施及製造業投資按年分別上升9及8.1%，低於去年9.4及9.1%<sup>31</sup>；



<sup>26</sup> 見廣東省人力資源和社會保障廳網站，[http://hrss.gd.gov.cn/zwgk/xxgkml/lbtp/content/post\\_4126780.html](http://hrss.gd.gov.cn/zwgk/xxgkml/lbtp/content/post_4126780.html)

<sup>27</sup> 見法國國際廣播電台網站，<https://www.rfi.fr/tw/%E5%9C%8B%E9%9A%9B/20230307-%E7%BF%92%E8%BF%91%E5%B9%B3%E7%BD%95%E8%A6%8B%E6%8C%87%E5%90%8D%E6%89%B9%E7%BE%8E%E5%9C%8B%E7%82%BA%E9%A6%96%E7%9A%84%E8%A5%BF%E6%96%B9-%E9%81%8F%E5%88%B6-%E6%89%93%E5%A3%93-%E4%BB%96%E6%B2%BB%E4%B8%8B%E7%9A%84%E4%B8%AD%E5%9C%8B>

<sup>28</sup> 見華爾街日報網站，<https://cn.wsj.com/articles/%E7%BF%92%E8%BF%91%E5%B9%B3%E5%9C%A8%E8%AC%9B%E8%A9%B1%E4%B8%AD%E7%BD%95%E8%A6%8B%E5%9C%B0%E7%9B%B4%E6%8E%A5%E6%89%B9%E8%A9%95%E7%BE%8E%E5%9C%8B-e71e9276>

<sup>29</sup> 見中國外交部網站，[https://www.mfa.gov.cn/web/ziliao\\_674904/zt\\_674979/dnzt\\_674981/qtzt/wjbzqgqjzgwjzchdwgxhdzjzwtw/](https://www.mfa.gov.cn/web/ziliao_674904/zt_674979/dnzt_674981/qtzt/wjbzqgqjzgwjzchdwgxhdzjzwtw/)

<sup>30</sup> 見國家統計局網站，[http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202303/t20230315\\_1937198.html](http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202303/t20230315_1937198.html)

<sup>31</sup> 見中國政府網站，[http://www.gov.cn/xinwen/2023-03/15/content\\_5746816.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2023-03/15/content_5746816.htm)

<sup>32</sup> 見中國政府網站，<http://www.gov.cn/shuju/hgjyxqk/xiangqing/gip.html>

<sup>33</sup> 見國家統計局網站，[http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202303/t20230315\\_1937196.html](http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202303/t20230315_1937196.html)

## 宏觀策略

經濟復甦仍是步履蹣跚，今年經濟展望及目標節錄如下<sup>34</sup>：

項目	目標	2022年數據
GDP按年增長	5%左右	3%
CPI(按年)	3%左右	2%
城鎮失業率	5.5%左右	5.5%
國際貿易	促穩提質，國際收支基本平衡	進出口總額增長7.7%
貨幣政策	穩健而精準有力，M2增速與經濟匹配	引導金融機構增加信貸，降低融資成本
財政政策	赤字率3%	赤字率2.8%

資料來源：中國政府網站，數據截至2023年3月6日

今年目標與去年數據比較，突出中央對經濟反彈的決心。有見及此，《2023年政府工作報告》提出8項經濟目標，簡化內容及相關影響領域如下<sup>34</sup>：

簡化內容	受影響領域
擴大內需	民生性為主及「輕奢侈」消費
加快推進產業體系現代化	全方位科技自主性發展，尤其硬件
堅定不移鞏固和發展公有制經濟，支持和引導非公有制經濟發展	國企民企雙軌發展，支持民企對經濟及就業市場貢獻比例上升
加大招商引資力度	內外雙循環概念，例如加大進口以刺激內需
有效防範和化解重大經濟金融風險	貨幣政策主導及成立國家金融監督管理總局
穩定糧食產量，推進鄉村振興	「三農」政策及以糧食穩定控制通脹及經濟
繼續向綠色發展轉變	回應「綠水青山就是金山銀山」管治概念
保障基本民生，發展社會事業	穩定社會並邁向中國全面小康目標

資料來源：中國政府網站，數據截至2023年3月6日

從以上目標中可見未來政策將會對症下藥，並有迴旋餘地提供高質量增長，更多相關提案及投資機會如下(詳情可參閱《股票》章節)：

- 今年起對1,020項商品實施低於最惠國稅率的進口暫定稅率<sup>35</sup>，調整後中國關稅總水平將從7.4降至7.3%，目標為刺激進口以帶動經濟增長；
- 《數字中國建設整體布局規劃》<sup>36</sup>文件中以「高技術服務業投資」為主要方向，相信去年「東數西算」及數碼基建投資將會提升；
- 「保交樓」仍是房地產政策重點，行政上督促開發商並透過不同渠道融資便利，減少去年因房地產市場溢出多種風險；
- 《當前經濟工作的幾個重大問題》文章中強調「三個防範」<sup>37</sup>：防範房地產業引發系統性風險，防範化解金融風險，防範化解地方政府債務風險。早前率先「降準」25點子並釋出約6,000億人民幣流動性<sup>38</sup>，預料貨幣政策以扶持經濟將陸續有來；
- 實施近13年的新能源汽車國家補貼政策今年起正式結束，各地方政府接力推出有關政策，部份延長補貼期或放汽車消費券，但刺激政策集中在短期，中長期而言新能源汽車全面市場化仍有待觀察<sup>39</sup>。

<sup>34</sup> 見中國政府網站，<http://www.gov.cn/zhuanti/2023lhzfgzbg/index.htm>

<sup>35</sup> 見中國政府網站，[http://www.gov.cn/xinwen/2023-01/10/content\\_5735949.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2023-01/10/content_5735949.htm)

<sup>36</sup> 見中國政府網站，[http://www.gov.cn/zhengce/2023-02/27/content\\_5743484.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2023-02/27/content_5743484.htm)

<sup>37</sup> 見中國人民網，<http://cpc.people.com.cn/BIG5/n1/2023/0215/c64094-32624401.html>

<sup>38</sup> 見文匯報網站，<https://www.wenweipo.com/a/202303/18/AP64150218e4b0b6003c01f030.html>

<sup>39</sup> 見經濟日報網站，<https://money.udn.com/money/story/5603/6956848>

實踐經濟較去年明顯反彈預期將會遇上不少阻力及挑戰，但藉着首季復甦勢頭，加上去年抗疫期間造成的低基數效應，料更多利好政策出台後，未來GDP增速有機會進入階段性高位，年內經濟達標仍然可期。

### 梟雄對戰時的投資策略

美國前國務卿基辛格接受西班牙《世界報》訪問時表示<sup>40</sup>，中美如爆發「新冷戰」將對全球影響較第一次更危險，因當時蘇聯擁有的經濟資源不能與今天和世界經濟密不可分的中國比較。去年時任中國外長王毅會見基辛格時表示<sup>41</sup>，中美爆發「新冷戰」對全世界都將是災難。曾任美國財長保爾森亦在《外交事務》撰文中表示<sup>42</sup>，當前拜登政府對華政策嚴重損害美國利益，也無成效。必須改弦易轍，避免害人不利己延續。

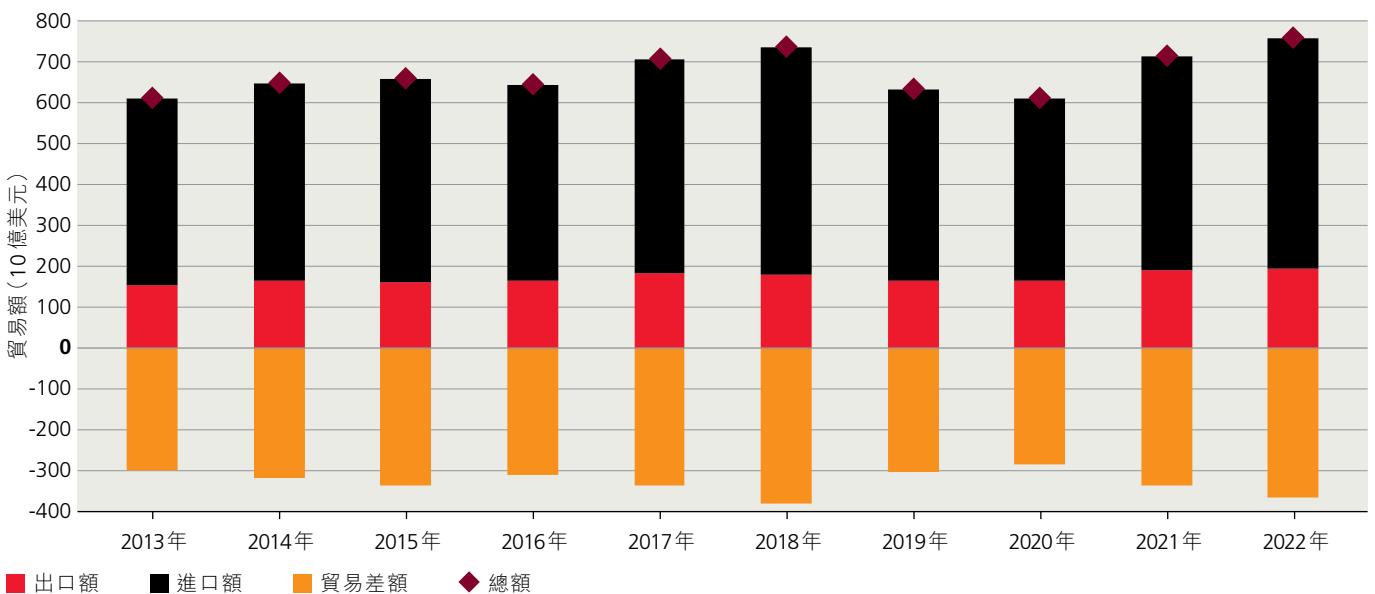
無視各方警告，中美脫鉤相信已成為美國兩黨共識。觀察美國總統拜登就任至今舉措，以下4個領域中美磨擦較為明顯：貿易、科技、金融及貨幣。中國亦彷彿已面對現實，

將正面並敢於迎戰。雖然勢態逆轉的可能性愈來愈低，但投資角度而言，風險愈高資金路徑其實更明顯，拿捏當中脈絡便可順勢而行。

### 貿易戰：徒勞無功

2018年時任總統特朗普揭開對中國貿易戰序幕後，中美貿易總額曾在2019及2020年出現下跌，但疫情爆發後，部份醫療物資及疫後復常仍須依賴中國貨品，令貿易總額反彈並持續上升至去年。根據美國經濟分析局(US Bureau of Economic Analysis)公布的數據顯示<sup>43</sup>，去年中美貿易總額創歷史新高，達到7,618億(美元，下同)，打破2018年創下的7,389億紀錄，較2018年增長約3.1%。同期出口及進口增幅分別約9.5及1%，令同期對華貿易赤字由2018年約3,777億下降至去年約3,661億，下跌約3.1%。去年中國是美國第3大貿易夥伴，僅次於加拿大及墨西哥，但中國仍是美國最大進口來源國。儘管近年兩國貿易關係持續惡化，但中美經濟盤根錯節的關係令人質疑貿易戰或所謂「脫鉤」的可行性及效能。

中美貿易相關數據



資料來源：美國經濟分析局，數據截至2023年3月23日

<sup>40</sup> 見世界報網站，<https://www.elmundo.es/papel/lideres/2023/03/25/641f1ddcfc6c83c2038b4588.html>

<sup>41</sup> 見中國政府網站，[http://www.gov.cn/guowuyuan/2022-09/20/content\\_5710785.htm](http://www.gov.cn/guowuyuan/2022-09/20/content_5710785.htm)

<sup>42</sup> 見外交事務網站，<https://www.foreignaffairs.com/china/americas-china-policy-not-working>

<sup>43</sup> 見美國經濟分析局網站，<https://apps.bea.gov/international/factsheet/factsheet.html#650>



## 宏觀策略

正如新任國務院總理李強在中外記者會表示<sup>44</sup>，「據中方統計，去年中美貿易額近7,600億，創下歷史新高。中美兩國經濟你中有我、我中有你，彼此都從對方的發展中受益。」「中美可以合作、也應該合作。圍堵、打壓對誰都沒有好處」。美國財長耶倫已多次重申貿易戰不利於美國，再提高關稅對中國影響不大，反而更多稅款由美國國民承擔<sup>45</sup>。但仍有美國議員提交法案審議，以允許政府向中國貨品廣泛徵收關稅，或對特定貨品徵收更高關稅<sup>46</sup>。

同樣根據美國經濟分析局公布的數據顯示<sup>47</sup>，去年美國進出口數額都較2020年疫情爆發時分別上升41及39%，但對全球貿易赤字卻創紀錄新高，達到9,453億，較2020年6,540億上升45%。以同期對華貿易赤字上升約30%計算，美國對非華國家的貿易赤字其實有惡化跡象，突顯美國經濟結構性問題（例如去工業化結果）及政客持續針對中國貿易實屬可圈可點。

拜登較特朗普執政時最大分別之一是放棄單打獨鬥模式，以聯盟形式圍剿對手，以權衡利弊及維持國際影響力。引用國務院總理李強在中外記者會時表示<sup>44</sup>，「對外開放是我們的基本國策，無論外部形勢怎麼變，我們都將堅定不移向前推進」。言論背後除了刺激「內循環」外，寡不敵眾風險相信是弦外之音。

截至去年全球及各國GDP數額如下：

全球GDP總額：96.5萬億美元			
偏向美國國家	GDP(萬億美元)	偏向中國國家	GDP(萬億美元)
美國	23.3	中國	17.7
英國	3.1	巴西	1.6
歐元區	14.6	俄羅斯	1.8
日本	4.9	南非	0.4
南韓	1.8	沙地阿拉伯	0.8
澳洲	1.6		
紐西蘭	0.2		
加拿大	2.0		
總額	54.7	總額	25.5
佔全球比例(%)	56.7	佔全球比例(%)	26.4

資料來源：彭博，數據截至2023年3月29日

註：雙方剔除印度之資料

純粹以政經組織（例如「五眼聯盟」及「金磚國家」）、俄烏戰事中各國立場及近月已公布經貿合作為標準，把相關國家分類成中美聯盟兩大陣營。去年GDP總額顯示美方聯盟高出中方聯盟1倍以上，佔全球GDP比例分別是53.4及23.1%，反映美方聯盟明顯實力及主導全球經濟能力較強。就算加上偏向中立的東協（GDP為約3.9萬億美元）納入中方聯盟以「不直接提供武器及資金」為標準，其總額將由22.3升至26.2萬億美元，佔美方聯盟都只約50.9%，而全球比例都只是由23.1升至27.2%。因此在減低依賴向歐美貿易的前提下，中國在國際貿易上預期將較過去更加積極，透過經濟合作及國際形象（例如中東和議）拉攏更多盟國，例如：

- 透過「一帶一路」連繫貿易伙伴以刺激區內進出口貿易。今年是該政策10週年，已累計150多個國家、30多個國際組織簽署了合作文件。不單有利於中國，亦已成為國際公共產品及國際合作平台<sup>48</sup>。

<sup>44</sup> 見中國人民網，<http://cpc.people.com.cn/BIG5/n1/2023/0314/c64094-32643814.html>

<sup>45</sup> 見南華早報網站，<https://www.scmp.com/news/world/united-states-canada/article/3182296/us-china-engages-unfair-trade-practices-tariffs>

<sup>46</sup> 見霍氏商業網站，<https://www.foxbusiness.com/politics/hawley-proposes-bill-revoking-chinas-preferential-trade-status>

<sup>47</sup> 見美國經濟分析局網站，<https://apps.bea.gov/international/factsheet/factsheet.html#650>

<sup>48</sup> 見中國人民網，<http://finance.people.com.cn/BIG5/n1/2023/0310/c1004-32641148.html>

- 《區域全面經濟夥伴關係協定》(RCEP) 已在去年生效，15 個成員國組成全球最大的自由貿易集團。香港已正式申請加入協定，如成功加入協定不但可提升香港作為轉口貿易樞紐地位，還會為法律及金融等專業領域提供機會，有望提升香港作為教育、服務及國際仲裁中心地位。香港是全球最大離岸人民幣業務樞紐，大有條件擔當協定中人民幣結算中心<sup>49</sup>。

投資策略以「經濟碎片化」為概念(詳情可參閱上季《宏觀策略》章節)，盡量避免投資於企業交疊在兩方陣營之間，以區域而非國際貿易為主的企業盈利能力及受影響風險較低，同時貿易數據反映偏向中國而非美國進出口為主的區域性企業較佳。

### 科技戰：拳腳交加

根據世界智慧財產權組織(WIPO)發布《2022年世界知識產權報告》中指出<sup>50</sup>，2021年專利申請增幅最大是亞洲，首3位是中國、韓國及印度，增幅分別約5.5、2.5及5.5%，而中國有效專利數量達360萬件成為世界第1，第2名是美國(330萬件)，第3至5名分別是日本、韓國及德國。話雖如此，美國近年多次在公開場合及不同國際組織指控中國盜取美國科技，並阻撓中國科技發展，當中對華「芯片圍堵」最受關注：

- 中國使用有關人工智能算法的芯片有95%以上是由美國半導體公司設計，並在關鍵領域上美國擁有不可替代地位。美國商務部在去年10月修訂人工智能和半導體技術對華出口政策<sup>51</sup>，禁止向中國出口並阻止中國自行製造或從其他地方購買，包括禁止中國獲得美國芯片設計軟件、製造設備及組件；

- 拜登政府與荷蘭及日本達成協議<sup>52</sup>，把美國出口管制延伸至盟國企業，目標削弱中國建立自主芯片能力。荷蘭及日本將限制向中國出口先進的芯片製造機，尤其是光刻機(Mask aligner)；
- 透過《晶片與科學法案》以527億美元的高額資助吸引海外企業投資於美國並生產晶片，但企業須保證10年內不會在任何受關切的外國參與任何涉及半導體產能實質擴充的重要交易，法案目標是使美國變成半導體產業各個層面的唯一龍頭<sup>53</sup>。

有見及此，中國唯有選擇不假手於人的自主研發及生產之路。國務院公布《數字中國建設整體布局規劃》中指出<sup>54</sup>，建設數字化中國是推進中國式現代化的重要引擎，通過基建及資源體系兩大基礎，目標到2035年時數字化發展水平進入世界前列。發揮新型舉國體制優勢，發展集成電路產業，並傳出以無上限式資助及批准更多話語權給企業管理層來刺激生產<sup>55</sup>。

除了戰略定位及資源投放，「兩會」通過成立官方機構及釐清職能以準備各項挑戰：

- 成立國家數據局<sup>56</sup>：接管中央網信辦多項職責，監管所有國有數據安全，負責統籌推進數據基礎設施建設，協調全經濟數據資源整合共享和開發利用；
- 成立中央科學技術委員會<sup>57</sup>：負責監督及加強行業監管，更好地統籌攻堅克難，面對全球競爭必須加快實現高技術水平的科技自立及自強；
- 將國家知識產權局從國家市場監督管理總局撤出，成為國務院一級機構，反映中央對知識產權管理體制的進一步理順及優化<sup>58</sup>。

<sup>49</sup> 見香港貿發局網站，<https://research.hktdc.com/tc/article/MTAwNDI3NzY4OA>

<sup>50</sup> 見世界知識產權組織網站，<https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo-pub-944-2022-en-world-intellectual-property-report-2022-the-direction-of-innovation.pdf>

<sup>51</sup> 見美國商務部網站，<https://public-inspection.federalregister.gov/2022-21658.pdf>

<sup>52</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/officials-netherlands-japan-washington-chip-talks-2023-01-27/>

<sup>53</sup> 見白宮網站，<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/08/09/fact-sheet-chips-and-science-act-will-lower-costs-create-jobs-strengthen-supply-chains-and-counter-china/>

<sup>54</sup> 見中國政府網站，[http://www.gov.cn/zhengce/2023-02/27/content\\_5743484.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2023-02/27/content_5743484.htm)

<sup>55</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/china/china-gives-chipmakers-easier-subsidy-access-help-guide-industry-recovery-ft-2023-03-21/>

<sup>56</sup> 見中國政府網站，<http://lianghui.people.com.cn/2023/BIG5/n1/2023/0307/c452482-32639030.html>

<sup>57</sup> 見中國政府網站，[http://www.gov.cn/zhengce/2023-03/16/content\\_5747072.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2023-03/16/content_5747072.htm)

<sup>58</sup> 見中國新聞中心網站，[http://news.china.com.cn/2023-03/09/content\\_85155294.htm](http://news.china.com.cn/2023-03/09/content_85155294.htm)

## 宏觀策略

以上操作紮實對上中下游控制，並向一些主要服務大型國企及民企並擁有尖端技術的行業龍頭，掌握它們在數字價值鏈中關鍵環節的操作。理順監管後，市場普遍認為扭轉了近年網絡政策及行業監管方針，預期更多「綠燈」及為國際競爭提供更多支持。

雖然中美在科技競賽中前仆後繼，但在金錢及政策大力支持下，預期有利中美科技企業未來盈利表現，當中料以硬件較軟件行業更能受惠，但注意須排除兩國交疊的企業。受惠行業包括（詳情可參閱《股票》章節）：

- 半導體：原材料供應商、芯片設計、集成設備、後端或封裝等；
- 新能源設備：鋰電池及設備、光伏產業鏈等；
- 電子：智能手機產業鏈，包括天線、聲學、外殼、機構件、連接器等；
- 電信：光纜、基站天線及主要設備、數據中心、蜂窩通信模塊、交換機等。

### 金融戰：鹿死誰手

不論越戰、韓戰、中東戰爭等近代熱戰，美國成績總令人黯然神傷，但在金融戰的歷史上卻成績彪炳，包括：

- 冷戰時期操弄國際油價以打擊當時蘇聯經濟；
- 迫使當時美國最大債權國，經濟上直迫美國的日本簽訂「廣場協議」；

- 向伊朗、北韓及拉丁美洲等多國持續實施經貿制裁，抽乾經濟能耐；
- 華爾街把五花八門的金融產品滲透至金融市場，2008年金融危機爆發後波及全球主要經濟體，導致歐洲部份國家資不抵債，加上評級機構推波助瀾，希臘違約成為第一槍，及後蔓延至葡萄牙、義大利、愛爾蘭和西班牙，至今歐洲經濟內傷未癒。

今天對手是經濟實力較過往日本及歐洲等國更強的中國，憑藉現有環球金融基建及規則的「主場之利」，料美國較中國仍有壓倒性優勢。

過往美國曾以國會影響力（例如應用程式事件<sup>59</sup>）、立法或行政命令（例如「國家安全」為由企圖限制中國電訊設備公司，甚至制裁或控告其高管<sup>60</sup>及禁止美國資金投資中國科技公司<sup>61</sup>）及商業規則（例如會計底稿及年報內容審查<sup>62</sup>、信貸評級問題<sup>63</sup>、企業除牌名單<sup>64</sup>）等使中國在美上市公司有可能被除牌，或難以透過金融市場集資或融資、退市或停止營運。

預期未來以上操作將層出不窮地出現，在商業原則下主動應對及發展自主金融生態將是解困之道：

- 所謂「君子不立危牆之下」，去年5間大型中概股公布自願從美國預託證券（ADR）退市<sup>65</sup>，未來如科技及芯片相關等較敏感行業或會被「勸退」。參考去年操作，將ADR股份轉換成香港H股買賣令在港流通量增加，短期對股價不利，但長期更大的流通量將有利香港股市成交及國際地位；

<sup>59</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/technology/tiktok-ceo-face-tough-questions-support-us-ban-grows-2023-03-23/>

<sup>60</sup> 見美國之聲網站，[https://www.voanews.com/a/silicon-valley-technology\\_us-judge-dismisses-huawei-lawsuit-over-government-contracts-ban/6184508.html](https://www.voanews.com/a/silicon-valley-technology_us-judge-dismisses-huawei-lawsuit-over-government-contracts-ban/6184508.html)

<sup>61</sup> 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2023/02/02/potential-us-ban-investment-on-chinese-tech-could-hurt-these-sectors.html>

<sup>62</sup> 見南華早報網站，<https://www.scmp.com/business/article/3196672/hong-kong-audit-regulator-working-ministry-finance-ways-fast-track-access-mainland-audit-papers>

<sup>63</sup> 見中國日報網站，<https://www.chinadaily.com.cn/a/202208/12/WS62f60c20a310fd2b29e71e3f.html>

<sup>64</sup> 見華爾街日報網站，<https://www.wsj.com/articles/sec-adds-alibaba-to-list-of-chinese-companies-facing-delisting-11659130698>

<sup>65</sup> 見華爾街日報網站，<https://www.wsj.com/livecoverage/stock-market-news-today-08-12-2022/card/five-u-s-listed-chinese-companies-to-delist-from-nyse-8IDS8kTp4wNoDPw6ACHB>



- 美國聲稱追查審計底稿將有追溯權，以免節外生枝，中國正嚴厲管控企業海外上市，例如去年叫車平台在未達成官方共識前在美上市，其後不足1年便匆匆退市<sup>66</sup>，事件反映官方果斷執意。所謂「肥水不流別人田」，預期有利國內及香港兩地上市或IPO市場。貴為全球市值排名第2及4的中國及香港股市，發展自主股票融資生態將有助服務中國經濟發展；
- 金融服務上主動與歐美聯盟脫鉤：整頓審計及評級機構在華營運及發展，例如向違法的國際審計公司罰款及勒令暫停營運<sup>67</sup>，國際評級公司撤出部份中國業務等<sup>68</sup>。此舉預期會衍生主要國際審計及評級公司分拆子公司，避免受政府角力影響並跟隨中國規則營運，同時有利在港註冊會計事務所國內競爭；
- 投資服務上主動與歐美聯盟脫鉤：去年中國銀保監會發布《保險資產管理公司管理規定》以加強對保險資產管理公司的監督管理<sup>69</sup>，多間資產管理公司決定撤出內地市場<sup>70,71</sup>。資金轉移將有利香港作為國際資產管理中心地位，吸引海外資產管理公司在港註冊，並透過互聯互通機制可控地向國內投資者銷售金融產品及服務。

以上例子在執行上立竿見影，金融結構性改革以準備遇上外來衝擊時穩住內地金融市場亦是重點。「兩會」期間宣布：

- 取消中國銀保監會並成立「國家金融監督管理總局」，目標在減少官僚主義，鞏固控制，並彌補多個機構監管其金融服務業不同方面的漏洞，管控可能通過不同當局之間的監管套利帶來系統性風險的大型企業和金融機構<sup>72</sup>；

- 中國證監會升格為國務院直屬政府機構，保持獨立並確保「股市規模及其在經濟中的作用」，破除「金融精英論」<sup>73</sup>；
- 接管企業債券發行權，完善國有金融資本監管機制，達到資本市場及直接融資優先<sup>74</sup>。

除了反擊及調整內地金融體系，向外吸納資金以壯大中國金融體系及發展將是延伸策略。例如新興市場或與歐美聯盟存有嫌隙的國家，吸引資金利用中港金融市場集資融資（例如伊斯蘭金融及俄羅斯），或提供金融專業領域服務等，主動拓展中國金融在國際上地位及份額，同時有利中港金融服務企業及集資平台。

### 貨幣戰：時機未到

世界貨幣結構由二戰後《布雷頓森林協定》轉到「石油美元」，美元在國際貨幣中首席地位從未動搖。直到俄烏戰事爆發後，美國及其盟友實施以下制裁行動，例如<sup>75</sup>：

- 將俄羅斯排除在SWIFT系統之外；
- 凍結國家及個人在歐美境內財產；
- 制裁國有銀行及將俄羅斯銀行列入黑名單，禁止在美國開展業務或進入美國金融系統；
- 任何允許俄羅斯機構以美元交易的西方公司都將面臨處罰；
- 英國政府通過「不明來源財富令」強制要求披露財產來源，以限制俄羅斯資金進入倫敦金融機構，而未能交代戶口可能會被沒收資產。

<sup>66</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/europe/majority-shareholders-vote-favor-delisting-didi-new-york-2022-05-23/>

<sup>67</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/china-fines-deloitte-31-mln-auditing-negligence-2023-03-18/>

<sup>68</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/finance/moodys-shutting-consulting-business-china-cutting-staff-2022-11-18/>

<sup>69</sup> 見中國政府網站，[http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2022-08/06/content\\_5704449.htm](http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2022-08/06/content_5704449.htm)

<sup>70</sup> 見南華早報網站，<https://www.scmp.com/business/banking-finance/article/3214276/us-asset-manager-vanguard-plans-close-business-china-exit-ant-joint-venture-sources-say>

<sup>71</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/finance/us-asset-manager-van-eck-abort-mutual-fund-plan-china-sources-2023-02-15/>

<sup>72</sup> 見文匯報網站，<https://www.wenweipo.com/a/202303/08/AP6407cd73e4b0b6003c005008.html>

<sup>73</sup> 見中國新聞網網站，<https://www.chinanews.com.cn/cj/2023/03-02/9963662.shtml>

<sup>74</sup> 見中國政府網站，<http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-02/27/5589164/files/202ca26e2f59442ea861d9329ba18d17.pdf>

<sup>75</sup> 見BBC網站，<https://www.bbc.com/zhongwen/trad/world-60489997>

## 宏觀策略

制裁行動引發其他國家思考過於依賴美元交易及儲蓄財富的風險較想像中更高，加上美國債務佔 GDP 比例將近 130%，僅次於日本成為全球第 2 大債務國家，「去美元化」一觸即發。反觀中國貴為全球經濟「二哥」，外匯儲備超過 3 萬億美元，債務佔 GDP 比例只有約 77%，而且通脹持續偏低，種種原因導致市場流傳人民幣取代美元的臆測。例如：

- 莫斯科交易所 2 月份統計顯示<sup>76</sup>，人民幣首次成為按月交易額最大貨幣；以人民幣支付給俄羅斯出口額佔約 14%；另外主權財富基金持有價值 450 億美元的人民幣證券及存款，俄羅斯企業去年發行價值 70 億美元的人民幣債券<sup>77</sup>；
- 沙地阿拉伯財長 Mohammed Al-Jadaan 表示，沙地對以非美元作為貿易貨幣持開放態度，或很大程度上與石油脫鉤。言論直接衝擊「石油美元」的地位<sup>78</sup>；最新中國進出口銀行與沙地阿拉伯國家銀行完成首筆人民幣貸款合作<sup>79</sup>。

回顧上文分析，美國在 1890 年後成為世界經濟主要貿易國，但要在 1945 年後美元才成為主要貿易貨幣，足足須要約 50 年時間才成事。加上國際貨幣使用領域中人民幣仍遠遠落後於美元，人民幣取代美元實在言之過早，甚至超越英鎊及日圓地位亦大有難度：

- SWIFT 數據顯示<sup>80</sup>，美元及歐元共佔超過 77%，雖然人民幣排名第 5 但佔比不足 3%；
- 國際貨幣基金組織 (IMF) 提供官方外匯儲備貨幣結構 (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, COFER) 數據顯示<sup>81</sup>，排名最高的美元佔比高約 60%，第 2 位是歐元 (約 20%)，但第 3 位的人民幣卻不足 3%；

除了眼前國際舞台上實力懸殊外，人民幣過早「世一」對中國經濟發展亦非好事。

假設全球「去美元化」資金都全面投入人民幣，以今天國際流通量非常低的狀態下，人民幣匯率將會急升。除了直接衝擊中國對外貿易，亦會造成境內資產泡沫，供需循環

較正常加速並引發通脹失控，甚至爆破摧毀中國經濟。中國崛起建基於實體經濟而非資本，當前金融體量及其基建未能承受大量流動性的衝擊。好比過量流水沖入狹窄的河道，決堤泛濫造成大規模損失，日本經濟「迷失 30 年」實為前車之鑑。

另外，如央行選擇大量「印鈔」以填補國際需求，首先須取消現行外匯管制，或引發大型資金過度流出境外風險，削弱經濟穩定性。再者當人民幣成為其他國家的主要儲蓄貨幣，間接迫使中國成為它們最大的負債國 (好比今天持有美國國債)，情理內外都對中國而言未有其必要性。

最後，歐美仍是中國最大貿易伙伴之一，美元作為主要貿易貨幣讓中國繼續賺取貿易順差，何樂而不為？而且中國資本帳長期逆差是資本管制下向外投資或借貸負收益的結果，當前經常帳順差 (貿易為主) 暫時未能完全對沖波動，資本帳風險或引發人民幣匯率失控，影響深遠。

因此現階段不適宜成為其他國家的儲備貨幣，更未成熟到大幅國際化，作為主要投資貨幣更不在話下。循序漸進，行穩致遠，往往是中央治國之本。



Image source: Unsplash

<sup>76</sup> 見 Russia Briefing 網站，<https://www.russia-briefing.com/news/china-s-rmb-yuan-usage-spreads-across-russia-s-financial-portfolios.html/>

<sup>77</sup> 見財資網站，<https://www.theasset.com/article/48799/no-shift-in-global-monetary-order-to-renminbi>

<sup>78</sup> 見彭博社網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-01-17/saudi-arabia-open-to-talks-on-trade-in-currencies-besides-dollar>

<sup>79</sup> 見環球時報網站，<https://www.globaltimes.cn/page/202303/1287343.shtml>

<sup>80</sup> 見中國日報網站，<https://www.chinadaily.com.cn/a/202303/25/WS641ecc7da31057c47ebb683d.html>

<sup>81</sup> 見 IMF 網站，<https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>



# 宏觀經濟

## 逆風而行

東亞銀行經濟研究部





## 2023年第2季經濟展望

### 環球經濟復甦優於預期，惟貨幣緊縮影響日漸浮現

2023年以來，環球經濟持續複雜多變，一方面中國內地經濟在疫後復常的推動下加速增長，有助推動亞洲經濟體的復甦勢頭。美國和歐元區等先進經濟體表現亦優於預期，勞工市場維持偏緊，通脹則僅從2022年的高位略為回落。另一方面，全球貨幣緊縮影響不斷浮現，部分歐美銀行先後因流動性緊張問題而陷入倒閉或被併購。未來，環球經濟復甦前景將更加分化，預期亞洲經濟有望加快，歐美經濟則料趨放緩。

環球經濟增長在2023年第1季超出預期。美國經濟在私人消費穩健及接近全民就業的推動下加速增長，消費信心及企業銷售預期逐步回穩，反映美國經濟基本面維持韌性；歐洲經濟避過衰退，主要是受能源危機憂慮紓緩和就業市場穩定的支持；內地經濟復甦動力明顯增強，隨著經濟活動於疫後復常，消費將顯著回升，投資穩健增長。房地產在政策發力下亦漸趨穩定，料可超出今年經濟增長目標；其他亞洲經濟溫和擴張，外貿需求跌幅略為收窄；香港經濟在與中國內地全面通關的刺激下亦將加速復甦。

### 美國及德國2年期國債孳息率



資料來源：彭博，數據截至2023年3月24日

環球物價降幅不及預期，通脹壓力未見顯著緩解。雖然大宗商品價格及國際航運成本已明顯回落，但先進經濟體工資上漲速度仍然偏高，使其核心通脹維持高企。通脹高於政策目標歷時超過一年，使居民購買力被不斷侵蝕，美聯儲、歐洲央行及英倫銀行等央行短期或維持緊縮的貨幣政策。不過，利率大幅上升及融資條件收緊已導致債券、股票、房地產等風險資產出現調整。2023年3月，部分歐美銀行更出現信心危機，令全球金融市場一度大幅震盪。為避免歐美銀行事件引發至環球金融危機，歐美央行及監管機構推出了緊急流動性及存款保障等政策工具，以穩定對金融體系的信心。

雖然環球經濟於2023年第1季取得良好開局，但未來復甦勢頭仍受制於眾多不明朗因素。歐美方面，緊縮貨幣政策將繼續減慢經濟增長動力，加上存款外流的擔憂，未來歐美金融機構可能收緊信貸審批標準，使企業和民眾更難獲得貸款。同時，地緣緊張局勢尚未解決，亦將為美國和歐洲經濟前景帶來不確定性，預期歐美經濟僅維持低增長。內地方面，在疫後復常和政策支持下，消費和投資等內需勢將帶動經濟快速復甦，足以抵銷環球經濟下行和地緣局勢的負面影響，為亞洲和香港經濟注入增長動力。



## 美國經濟展望

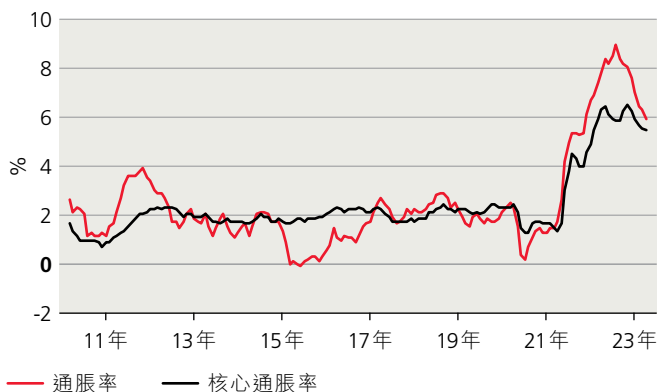
### 美國經濟表現優於預期，金融穩定為主要風險

近月，美國經濟、就業和通脹等均優於預期，為美聯儲維持緊縮貨幣政策提供基礎。縱使美聯儲自2022年3月起已大幅加息475個基點，美國經濟繼2022年上半年曾錄得連續兩季收縮的技術性衰退後，經濟表現重新恢復穩定增長。2022年第4季，美國經濟按季年率仍錄得2.6%增長，主要仍受個人消費、淨出口和存貨變動等貢獻，惟對息率敏感的房地產投資等則受到負面影響。2023年以來，在就業市場向好和社會保障金上調等支持下，對美國經濟貢獻最大的消費表現保持穩健，2023年首兩月零售銷售按年升6.8%，較2022年第4季6.3%加快，為2023年第1季經濟表現帶來支持。

在經濟維持溫和擴張的背景下，美國就業市場仍然向好。2023年1至3月份，新增非農就業職位數目合共超過100萬，遠高於須要吸納人口增長的水平。另外，受惠於更多人士重投勞動力市場所帶動，3月勞動人口參與率連續4個月上升至62.6%，失業率從近54年來的低位輕微回升0.1個百分點至3.5%。工資增長方面，縱使3月平均時薪按年升幅回落0.4個百分點至4.2%，但其按月升幅仍較2月略為加快0.1個百分點至0.3%，即年率3.7%，持續高於美聯儲認為與通脹目標相應的水平。

美國通脹放緩速度較預期為慢。在能源和核心商品價格的帶動下，美國整體消費物價指數按年升幅已從2022年6月高位9.1%放緩至2023年2月6%，惟其就業市場維持偏緊，加上美國家庭財政狀況理想，住房及服務業通脹壓力保持高企。2月份住房及核心服務價格分別進一步上升至按年8.1及7.3%，推動其核心通脹率維持於5.5%的較高水平。未來通脹放緩速度仍取決於房地產和就業市場放緩傳遞至住房及服務價格的步伐。

美國通脹率

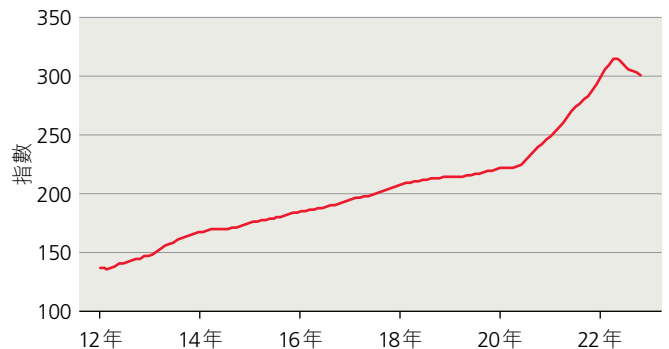


資料來源：彭博，數據截至2023年3月24日

3月美聯儲再次加息25個基點至4.75至5%，點陣圖預示或再加息1次至5至5.25%。主席鮑威爾於會後記者會表示近期銀行業問題可能導致信貸條件收緊。鑑於目前未能全面評估金融條件收緊對經濟活動、就業及通脹的影響，故認為是次會議再次加息25個基點，以及將前瞻指引從「持續加息」改為「須要一些額外的緊縮政策是適當的」。目前，美聯儲面對兩難問題，一是美國通脹壓力放緩速度較預期為慢，其今年個人消費開支核心價格指數的中位數預測上調了0.1個百分點至3.6%，令該局有需要維持緊縮貨幣環境，以顯示其控制通脹的決心，但另一方面，美國最近已有數家中小型金融機構因流通性不足等問題而被接管或終止業務，嚴重影響市場的信心，不排除引發新一輪金融風險，並導致經濟硬著陸。未來，若金融穩定未有構成顯著風險的話，相信美聯儲或會進一步輕微上調利率，維持緊縮貨幣政策和息率高企一段時間以遏抑通脹，並透過其他流動性等政策工具以維持金融體系的穩定性，惟其收緊貨幣政策的步伐則料趨審慎。

經濟下行風險逐漸增加。儘管近月美國經濟表現優於預期，惟美聯儲持續加息對經濟和就業市場等降溫效果將逐步浮現。如早前受惠低利率的科技行業經營環境轉弱，加上以服務科技企業為主的金融機構陷入財務困難，將進一步打擊相關行業的發展，並為美國就業市場增添不明朗因素。同時，美國房地產市場亦正在降溫。標普20大城市綜合樓價指數從2022年7月開始錄得按月下跌，2023年1月按年升幅已從2022年4月21.3%高位回落至2.5%。在目前市場對美國中小型銀行信心低迷下，若樓市調整加劇，勢將增加對有關金融機構的壓力，甚至引發金融穩定的憂慮，為經濟前景增添不確定性，預期2023年美國經濟將錄得0.5%的輕微增長。

標普20城綜合樓價指數



資料來源：彭博，數據截至2023年3月24日

## 宏觀經濟

## 歐洲經濟展望

## 歐洲經濟避過陷入衰退，不明朗因素仍多

歐洲經濟避過陷入衰退，經濟活動維持溫和擴張。2022年第4季，歐元區及英國經濟增長錄得按季持平，避過連續兩季收縮的技術性衰退，並遠勝市場原來對兩地經濟或於去年冬季陷入深度衰退的預期。隨著能源供應回穩及其價格顯著回落，加上就業市場穩定，歐元區及英國消費及營商信心向好，惟復甦力度則仍受制於高通脹、高利率、地緣政治及金融市場風險蔓延等影響。

## 歐元區及英國經濟增長



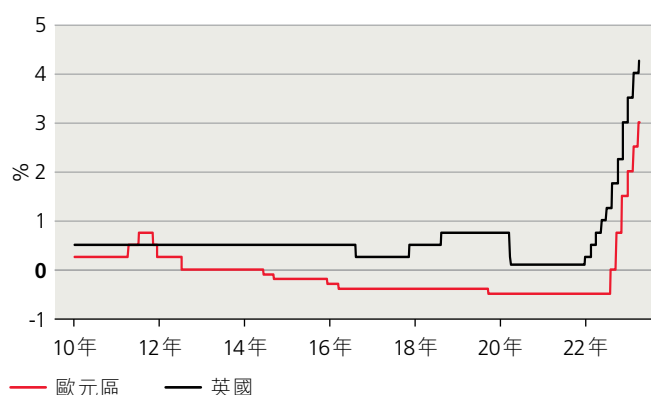
資料來源：彭博，數據截至2023年3月24日

能源危機憂慮緩和，有助提振區內消費和投資信心。目前，受供應重整和氣候回暖等因素影響，歐洲能源危機的憂慮已明顯舒緩，荷蘭TTF天然氣期貨價格於2023年3月中收報約每百萬瓦時42.9歐元水平，分別較去年同期及去年底下跌34及46%，料將大大緩和對能源高度倚賴的製造行業，推動相關製造業加速復甦。另外，歐洲就業市場大致穩定，2023年1月歐元區失業率錄得6.7%，較2022年10月紀錄低位僅高0.1個百分點；2022年11月至2023年1月英國失業率則錄得3.7%，處於1973年12月以來最低水平。就業市場向好，加上歐洲多國調升工人薪金，以及家庭部門的能源成本相繼回落，勢將穩定兩地消費者信心及收入預期。

兩地通脹料已見頂，惟回落須時，央行將維持緊縮貨幣政策。儘管2023年3月歐元區及2月英國整體通脹率分別自去年10月高位10.6及11.1%回落至6.9及10.4%，惟食物及服務價格按年升幅持續加快，帶動核心通脹維持高企，促使通脹回落步伐較預期為慢。鑑於兩地通脹遠超央行政策目標，加上兩地經濟未有如原來預期陷入深度衰退，就業市場穩定，令兩地央行尚未完成其控制通脹的工作。近期，數家歐美銀行出現流動性緊張及信心危機，促使監管當局干預以穩定金融體系。但歐洲央行於2023年3月議

息會議仍一如預期宣布上調政策利率50個基點至3%，創2008年11月以來新高。英倫銀行亦上調政策利率25個基點至4.25%。未來，歐洲央行和英倫銀行將密切監察歐美銀行信心危機對金融體系穩定的影響，並在有需要時採取必要措施，惟若金融動盪未有進一步擴大的話，預期兩地央行將繼續聚焦於控制通脹，不排除在有需要時再上調政策利率，維持高利率環境一段時間。

## 歐元區及英國政策利率



資料來源：彭博，數據截至2023年3月24日

展望未來，歐洲經濟料將維持溫和擴張，但不明朗因素仍多。雖然近期區內經濟活動有所回暖，但高通脹、高利率環境持續，加上信貸環境緊縮、金融市場動盪、地緣局勢、以至英國罷工和法國反對退休制度改革的示威活動等，將打擊企業營商及消費者信心，為穩步復甦帶來不明朗因素，預期2023歐元區經濟增長料輕微增長0.3%左右。



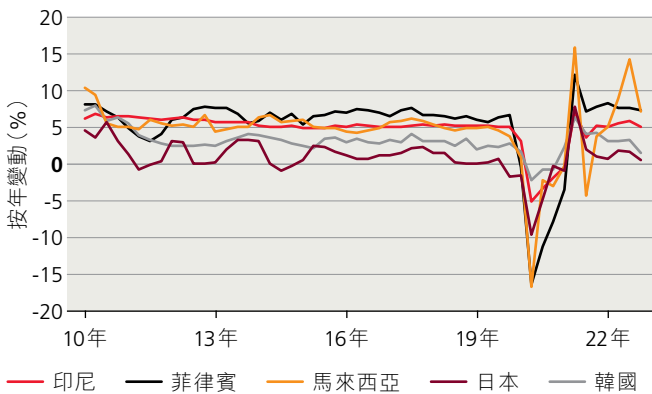


## 亞洲經濟展望

### 亞洲地區經濟基本面穩健，惟環球金融波動增加下行風險

2022年亞洲主要經濟體普遍錄得穩健增長，特別是東盟受惠於疫後經濟重開，如印尼、菲律賓及馬來西亞增長分別較2021年加快至5.3、7.6及8.7%。亞洲先進經濟體如日本及南韓，則受到外貿及本地疫情發展影響，經濟增長從2021年4.1及2.1%放慢至2022年2.6及1%，惟總體經濟復甦趨勢未變。

#### 亞洲個別經濟體的國內生產總值



資料來源：彭博，數據截至2023年3月24日

踏入2023年，歐美等先進經濟體受高通脹、高利率和地緣局勢不穩等困擾而有所放緩，拖累亞洲出口前景。繼2022年全年分別增長6.1及18.2%後，2023年首兩月南韓及日本出口表現分別顯著回落至按年收縮12%及增長5.1%。縱使目前內地經濟復甦步伐優於預期，但環球經濟下行壓力和金融市場波動增加，勢將困擾亞洲地區的外貿表現。

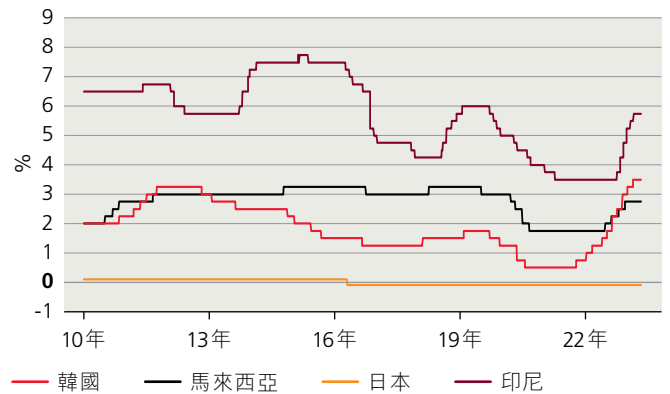
亞洲地區通脹正從高位回落，主要受惠於高基數、能源價格回落、政府補貼、以及貨幣政策緊縮等帶動，惟整體通脹水平則大多仍高於各央行的政策目標。2月南韓及日本整體通脹率，分別較1月份回落0.4及1個百分點至按年4.8及3.3%。東盟經濟體通脹表現則較為參差，如2月菲律賓及印尼整體消費物價指數按年升幅仍分別達到8.6及5.5%，較上月回落0.1及加快0.2個百分點，泰國整體通脹率則相對溫和，2月份按年上升3.8%，較上月回落1.2個百分點。

與歐美先進經濟體情況一致，亞洲各國央行於去年亦曾顯著加息，區內通脹壓力在高基數和全球通脹壓力緩和下有逐步回落，加上累計加息對環球經濟、貿易和金融市場的影響將逐漸浮現，預期縱使歐美央行加息週期尚未結束，但再大幅度加息的需要已明顯下降，部分亞洲央行如南韓及馬來西亞，亦開始調整其緊縮貨幣政策的步伐。當



中南韓央行於其2月份政策會議宣布維持政策利率於3.5%不變，是自2022年2月以來首次維持不變。馬來西亞央行亦繼1月宣布維持政策利率不變於2.75%後，3月再次維持利率不變。另外，日本央行至今僅於去年12月擴闊了其對10年期國債孳息曲線的目標利率區間，但未曾調整其-0.1%的政策利率。在目前環球金融波動再次升溫下，相信日本新任央行行長並不急於積極推動貨幣政策正常化。

#### 亞洲個別經濟體的政策利率



資料來源：彭博，數據截至2023年3月24日

隨著內地經濟於疫後重啟，積極推動穩增長、穩內需，以及加大基建投資等，勢將為亞洲地區旅遊及貿易等帶來支持，為區內經濟注入增長動力，預期2023年亞洲地區經濟將繼續保持穩健增長。然而，環球經濟不明朗因素正在增加。各國央行及監管機構正積極介入防止爆發系統性危機，但近期矽谷銀行及瑞信等財務困難仍可能引發新一輪金融動盪，甚至引發資金從亞洲回流美元等避險資產，加大亞洲貨幣貶值及資金外流的壓力。同時，歐美央行加息週期尚未結束，將繼續增添環球經濟、金融和資產市場的壓力，並困擾亞洲地區的外貿表現，或會部分抵銷內地經濟回穩所帶來的提振作用。

## 宏觀經濟

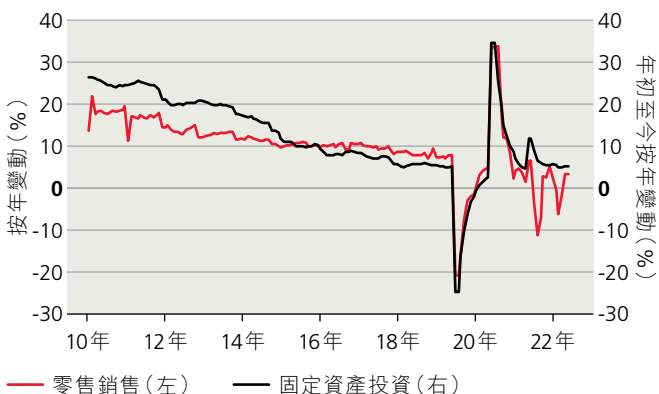
## 中國內地經濟展望

## 內地經濟復甦動力正在增強

在內需、投資和樓市趨穩下，內地經濟復甦步伐正在加快。2022年，內地經濟受新冠疫情、防控措施及環球經濟放緩等影響，經濟增長放緩至3%。惟自2022年11月以來，內地當局調整防疫措施，加上宏觀政策支持，推動經濟走向復常，帶動內地經濟加快復甦。

消費明顯復甦，投資穩健增長。經濟活動趨於復常，以及春節氣氛旺盛推動消費等行業表現，特別是受疫情打擊最大的服務行業更錄得強勁復甦。2023年1至2月，社會消費品零售額按年回升3.5%，結束去年10至12月連續3個月跌勢；餐飲收入及服務業生產指數更錄得明顯反彈，分別按年上升9.2及5.5%。另外，投資活動維持穩健增長，2023年1至2月固定資產投資錄得按年5.5%升幅，其中基建投資按年上升9%，較去年同期8.1%有所加速。

## 內地零售銷售及固定資產投資

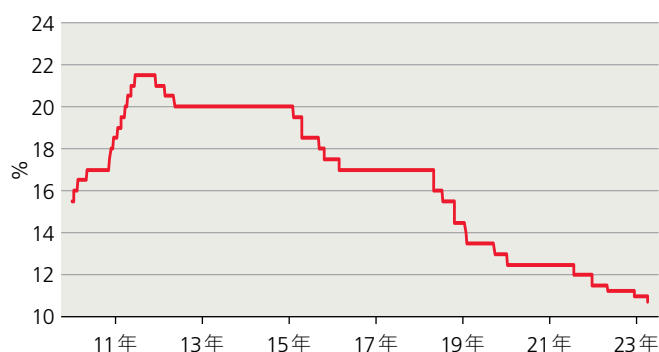


房地產市場於低位回穩。需求方面，2023年首兩個月商品住宅銷售面積按年跌幅收窄至0.6%，部分受惠於去年低基數所致。70大中城市新建商品住宅銷售價格亦已結束自2022年8月起的跌勢，反映市場信心趨於穩定。供應方面，商品住宅投資跌幅收窄。隨著內地當局加強對財務條件較佳的開發商的融資支持，房地產投資表現亦逐漸於低位回穩，甚至錄得溫和升幅。整體而言，最新數據顯示房地產市場正跟隨市場信心復甦及政策發力而漸趨穩定。

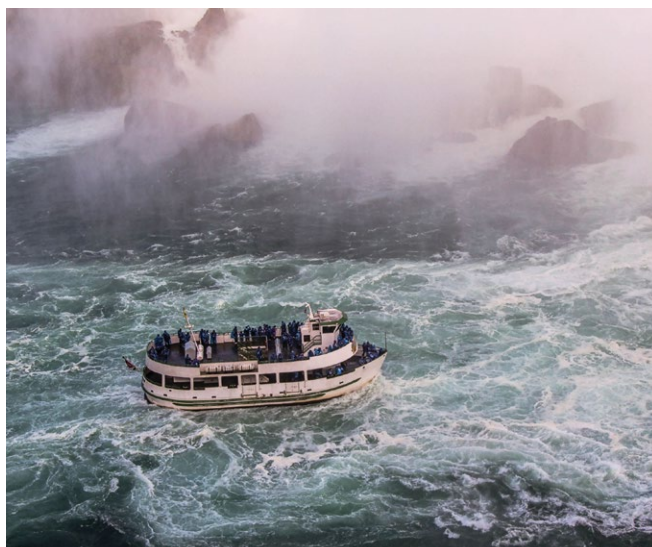
內地當局料續加大政策力度及推動高質量發展。兩會公布新一屆國家領導人事安排，國家主席習近平展開其第3個任期，國務院總理則由李強出任。會議提出國務院機構改革方案，包括組建國家金融監督管理總局、組建國家數據局及重新組建科學技術部等，重點優化金融監管、推動數字經濟發展及實現科技自立自強。財金部門的主要官員則大多留任，如人民銀行行長、財政部及商務部部長等，預料

內地財金政策將保持連續性及穩定性。另外，政府工作報告提出2023年內地經濟增長目標設定為5%左右。國務院總理李強亦透露將加強政策力度及協調多方政策，如宏觀政策、擴大內需、改革創新、以及加強防範化解風險等。兩會過後，人民銀行於3月17日宣布下調金融機構存款準備金率25個基點，保持銀行體系流動性合理充裕。未來料將尚有降準及輕微降息的空間，以加強支持實體經濟表現。

## 內地大型金融機構存款準備金率



內地當局聚焦推動消費復甦及穩定就業市場，全年經濟增長達到政府增長目標是可預期的。今年內地當局的政策重點是著力恢復及擴大消費，通過多渠道增加城鄉居民收入，包括創造就業職位、加大社會保障、轉移支付等改善民眾收入預期，以推動零售及服務業消費增長。同時，基建項目加快上馬亦料將帶動投資保持穩健增長，預期消費和投資將成為推動內地經濟的主要動力，並足以抵銷外圍經濟下行對外貿的影響。2023年內地經濟增長料將達到5.7%左右，超出政府目標。

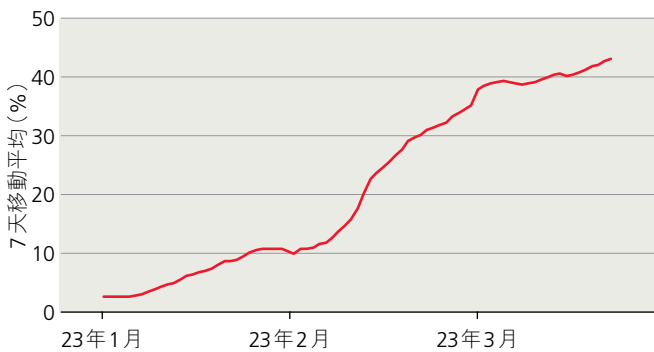


## 香港經濟展望

### 香港經濟復甦動力穩步加強

踏入2023年，受惠於中國內地經濟有序復常、中國內地與香港逐步達致全面通關、本地防疫措施接近全部取消、特區政府推出中性偏鬆的財政政策，市民消費及企業營商信心顯著好轉，帶動香港各項經濟活動恢復。在低比較基數和內部需求增長動力增強下，料可抵銷外圍需求放緩和環球貨幣政策收緊的負面影響，帶動香港整體經濟自2023年第1季起回復增長。

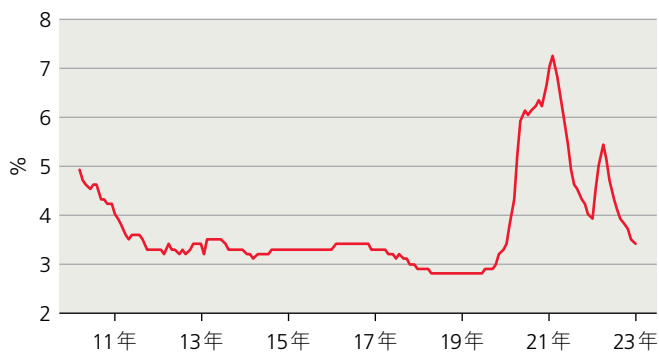
### 訪港旅客人次復甦進程（對比2019年同期）



資料來源：彭博，數據截至2023年3月24日

全面通關刺激訪港旅客數字顯著回升。中國內地與香港於2023年1月初率先啟動首階段免檢疫通關，於2月起重啟所有口岸，並不再對過境人數設限，這標誌著兩地全面恢復通關，跨境往來活動穩步復常。最新數據顯示，日均訪港旅客人次自2月起出現明顯加速上升勢頭，在3月回復至2019年疫情前約4成左右。此外，高鐵香港段於4月起開通所有連接香港與廣東省以外的長途列車服務，航空公司亦加快恢復航班，加上特區政府舉辦多項大型盛事、國際會議及展覽，勢將推動香港旅遊及其相關行業，以至企業營商和投資信心的改善，旅遊等商業和投資活動復甦將成為今年香港經濟的一大增長動力。

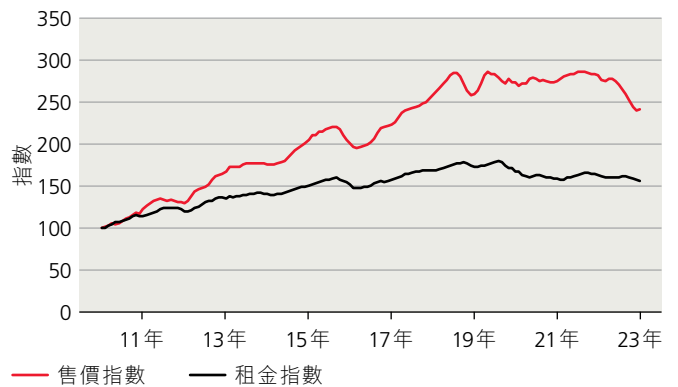
### 香港失業率



資料來源：香港政府統計處，數據截至2023年3月24日

在勞工市場持續改善和派發新一輪消費券的帶動下，私人消費料將明顯復甦。隨著業務狀況改善，企業勞工需求維持強勁，失業率從高位顯著回落至接近疫情前水平，為本地消費意欲帶來有力支持。2023-24年度財政預算案提出各合資格人士派發5,000港元消費券，有助刺激普羅大眾增加消費。私人消費將成為推動香港經濟增長的重要支撐，並料足以抵銷目前因外圍經濟和金融市場不穩引致外貿低迷所帶來的負面影響。預期在本地經濟復常及與內地全面通關的利好支持下，若外圍金融波動未有對環球經濟構成重大影響的話，2023年香港經濟料將加快復甦至5%左右。

### 住宅售價及租金指數（以2010年1月為基點）



資料來源：差餉物業估價署，數據截至2023年3月24日

房地產市場亦呈觸底回穩趨勢。中國內地和香港宏觀經濟前景好轉，本地住宅市場情緒明顯改善，發展商加快推出新盤供應，帶動2023年第1季住宅市場交易量和價格錄得回升。利率方面，美聯儲於2023年第1季加息兩次，合共50個基點，由於本地資金流動性維持充裕，香港銀行未有跟隨美國上調最優惠利率。未來美元利率高企或會增加港元利率的上行壓力，香港銀行仍有溫和上調貸款利率的空間。此外，2023-24年度財政預算案就從價印花稅的稅階進行調整，以減輕成交金額為900萬港元或以內的首次置業人士的稅務負擔，或會加快買家入市步伐。總括而言，在外圍金融波動未有對經濟等構成重大影響下，預期2023年香港房地產市場有望企穩。



## 逆流暗湧

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪

東亞銀行財富管理處投資策略師 | 陳偉聰

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

## 逆流暗湧

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

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

### 首季不明朗因素將延續

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

地區	分析項目	季初 (12月30日)	季內最高點	季末 (3月31日)	季內表現 (%)	季初與最高 升幅(%)	最高點與季尾 表現(%)
世界	MSCI世界	2,603	2,848	2,791	7.3	9.4	-2.0
美國	標普500	3,840	4,180	4,109	7.0	8.9	-1.7
	道瓊斯工業平均	33,147	34,303	33,274	0.4	3.5	-3.0
	納斯達克	10,940	13,181	13,181	20.5	20.5	0.0
	羅素2000	1,761	2,001	1,802	2.3	13.6	-9.9
歐/英	德國DAX	13,924	15,654	15,629	12.2	12.4	-0.2
	法國CAC	6,474	7,373	7,322	13.1	13.9	-0.7
	英國富時100	7,452	8,014	7,632	2.4	7.5	-4.8
東北亞	日經225	26,095	28,623	28,041	7.5	9.7	-2.0
	韓國KOSPI	2,226	2,484	2,477	11.3	11.6	-0.3
	台灣加權	14,138	15,915	15,868	12.2	12.6	-0.3
	恒生指數	19,781	22,689	20,400	3.1	14.7	-10.1
	滬深300	3,872	4,201	4,051	4.6	8.5	-3.6
南亞	印度SENSEX	60,841	61,320	58,992	-3.0	0.8	-3.8
	泰國SET	1,669	1,691	1,609	-3.6	1.4	-4.9
	印尼雅加達	6,851	6,942	6,805	-0.7	1.3	-2.0
	馬來西亞吉隆坡	1,495	1,500	1,423	-4.9	0.3	-5.2
	新加坡海峽時報	3,251	3,394	3,259	0.2	4.4	-4.0
拉丁	MSCI拉丁美洲	2,128	2,355	2,194	3.1	10.7	-6.8
平均值					5.0	8.7	-3.4
標準差					6.7	5.6	3.0

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

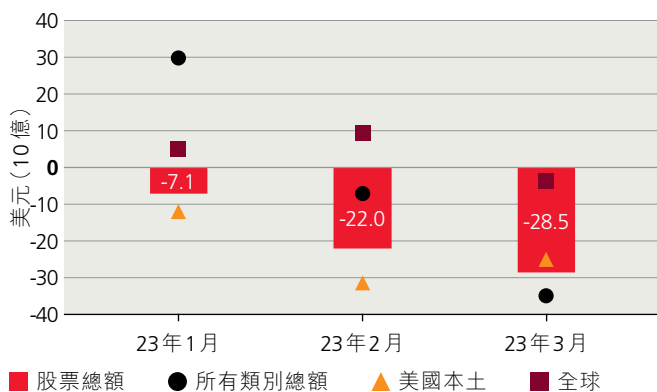


## 股票

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

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

## 美國註冊開放式基金及ETF按月交易額數據



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2023年3月31日

以上分析都顯示季中多項不明朗因素浮現抵銷年初樂觀氣氛。雖然銀行危機淡化，但未來其漣漪效應仍在，例如併購爭議及歐美央行在通脹及流動性風險中兩難處境。另外，銀行危機好比去年流動性大而急速收緊影響下，金融體系最終出現第一條裂縫。預期下一個領域將是多年來受惠超寬鬆政策的歐美房地產及高息債券市場(詳情可參閱《債券》章節)，影響不下於銀行危機。

回應本季在《宏觀策略》中分析，未來成熟股市將面臨兩大主題：衰退及中美競賽。影響因素迅速變化，之間盤根錯節及牽一髮而動全身，不再可能以簡單二元法畫清，例如中美互相排斥但亦有殊途同歸，盟國向心力與離心力受制於國際及國內形勢。兩大主題影響層面廣闊而短期內不會逆轉。本季將以「敏捷靈活」及「風管為先」為策略宗旨。

## 歐美市場：衰退陰影下投資策略

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

## 行業調配為衰退準備

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

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



	持有至衰退出現	金融	科技	公用	通訊	工業	非必需品	必需品	醫療護理	能源	房地產	物料
衰退出現前早4季投入	1990年第四季	-24.4	0.5	-7.3	-17.7	-10.3	-14.9	12.4	14.1	-1.4		-13.9
	2008年第三季	-41.3	-24.0	-17.0	-35.6	-26.4	-23.7	-1.7	-13.9	-15.6	-18.4	-23.1
	2020年第一季	-19.0	8.9	-4.5	-4.6	-21.1	-12.0	-3.4	-2.8	-54.4	-14.1	-18.4
	2022年第一季	12.7	19.9	16.3	-1.8	4.6	9.1	13.2	17.2	57.3	22.4	11.9
	平均值	-18.0	1.3	-3.2	-14.9	-13.3	-10.4	5.1	3.7	-3.5	-3.4	-10.9
	標準差	22.6	18.6	14.0	15.4	13.7	13.9	8.9	14.6	46.3	22.4	15.6
	衰退出現前早3季投入	1990年第四季	-15.4	-7.2	0.5	-9.5	-11.5	-13.1	19.5	21.7	0.3	
2008年第三季		-31.0	-23.9	-22.3	-31.7	-22.4	-14.7	-4.8	-13.5	-18.9	-3.6	-22.8
2020年第一季		-24.6	3.0	-7.0	-8.5	-23.4	-16.1	-6.2	-3.7	-52.6	-15.5	-22.9
2022年第一季		4.4	7.7	17.6	-11.1	0.5	2.2	9.7	8.6	42.9	9.0	7.0
平均值		-16.6	-5.1	-2.8	-15.2	-14.2	-10.4	4.6	3.3	-7.1	-3.4	-11.8
標準差		15.4	14.0	16.6	11.0	11.2	8.5	12.3	15.2	39.8	12.2	14.2
衰退出現前早2季投入		1990年第四季	-18.3	-15.1	1.6	-7.7	-15.2	-17.9	3.5	3.1	0.6	
	2008年第三季	-19.1	-10.1	-13.0	-20.0	-18.7	-9.1	-2.0	-1.7	-12.2	-5.5	-19.9
	2020年第一季	-25.7	0.1	-14.2	-10.1	-23.8	-16.3	-11.0	-1.0	-48.9	-20.9	-22.3
	2022年第一季	2.1	6.5	16.5	-12.3	5.3	2.3	10.8	7.5	47.0	8.7	11.4
	平均值	-15.2	-4.7	-2.3	-12.5	-13.1	-10.2	0.3	1.9	-3.4	-5.9	-9.6
	標準差	12.0	9.8	14.4	5.3	12.8	9.2	9.2	4.2	39.6	14.8	15.4
	衰退出現前早1季投入	1990年第四季	12.8	9.4	9.2	2.8	7.4	8.8	14.9	12.9	-2.9	
2008年第三季		-0.1	-12.1	-18.7	-15.7	-9.1	-1.0	4.1	0.0	-24.9	0.9	-22.9
2020年第一季		-32.3	-12.2	-14.2	-17.2	-27.4	-19.6	-13.4	-13.1	-51.1	-19.8	-26.6
2022年第一季		-1.9	-8.6	4.0	-12.1	-2.7	-9.2	-1.6	-3.0	37.7	-6.9	-2.8
平均值		-5.4	-5.9	-4.9	-10.6	-8.0	-5.2	1.0	-0.8	-10.3	-8.6	-10.8
標準差		19.1	10.3	13.6	9.2	14.6	12.1	11.8	10.7	37.6	10.5	16.9

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

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

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

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

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

## 股票

## 指數分散風險空間愈見收窄

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



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

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

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

剔除同一指數之相關係數(數值為1)，並以系數「少過0.3」及「大過0.7」為「有效」及「無效」分散風險指標，0.3至0.7之間為表現「一般」。171個系數中有53個屬「有效」組合，佔比反映透過多元化指數組合以分散風險只有約3成機率，換句話說有7成是「一般」及「無效」，反映季內全球指數走勢非常相似。當中最有效組合為台灣加權與馬來西亞吉隆坡指數，負0.54為矩陣中最低。系數最高(0.98)組合為MSCI世界與標普500指數，走勢差不多一模一樣。另外值得注意的是，台灣加權與恒指、滬深300及所有南亞指數皆屬「有效」表現，甚至大部份錄得負數，但與納指、德、法、日、韓指數則超過0.8。台灣股市在系數分析中表現兩極，反映現實中台灣處於中美競賽夾縫中，尤其是芯片戰中核心(與納指及日韓股市高度相關)。同樣結果亦在恒指出現，但剛好顛倒。恒指與滬深300及南亞地區指數高度相關，但與納指、德、法、日、韓、台指數大多出現0或負水平，反映加入恒指在成熟股票組合將有效地分散風險，亦呈現出中美金融脫鉤現況。

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

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

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

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

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

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

### 風險中股債組合表現優異

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

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

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日



## 股票

同期MSCI各地區指數表現如下：

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

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

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

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

### 價值型投資中尋找亮點

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

引用上文全球19大股票指數過去10年市盈率數據作分析，結果如下：

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

- 統計學中以「偏度」量度整體數據偏離平均值的幅度，高於1為偏向高數值。結果反映19中有11項指數都出現市盈率偏高情況，相信是多年量寬的後遺症，亦是未來「殺估值」風險愈來愈高的佐證；
- 另外「峰度」量度整體數據中極端高及低數據量及其影響，高於或等如4為極端數據偏多。結果反映19中有3項指數偏高，依次序最高分別是羅素2000(16.3)、泰國SET(10.3)及新加坡海峽時報(8.4)；低於或等如2為極端數據偏少或太過集中於平均值。結果反映19中有12項指數偏低，首3名最低依次序分別是印度SENSEX(-0.7)、滬深300(-0.4)及恒生指數(-0.2)，反映過去10年市盈率變化不大；
- 同樣分析，以現水平低於低標準差為「非常便宜」作指標，首5名依次序分別是MSCI拉丁(-38.4%)、英國富時100(-15.0%)、馬來西亞吉隆坡(-4.9%)、法國CAC(-2.4%)及台灣加權(-2.0%)；
- 預測市盈率低於現水平暗示未來12個月盈利表現將出現改善，以預測市盈率低於現水平之百分比為「盈利改善」指標，19中有15項達標，暗示全球大部份股市壓力將在明年出現改善，首5名依次序分別是日經225(-26.1%)、恒生指數(-26.0%)、泰國SET(-20.6%)、羅素2000(-22.1%)及新加坡海峽時報(-18.2%)。

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

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

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

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

## 其他影響成熟市場因素

### 能源市場：減產決定無阻區間波動

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

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

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

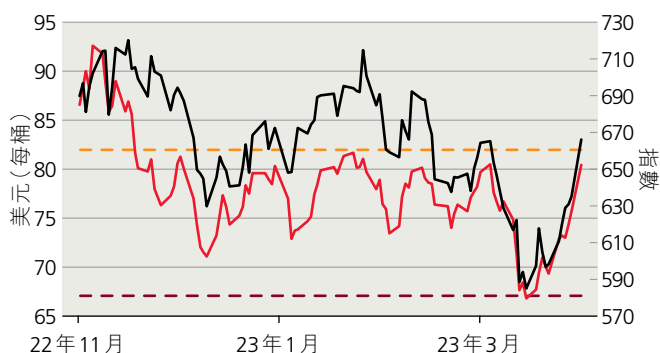
<sup>3</sup> 見華盛頓郵報網站，<https://www.washingtonpost.com/climate-environment/2023/03/13/willow-project-alaska-biden-conocophillips/>

## 股票

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

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

紐約原油及第2季預測區間與標普500能源行業指數



— 紐約原油(左) — 標普500能源行業指數(右)  
— 油價預測上限(左) — 油價預測下限(左)

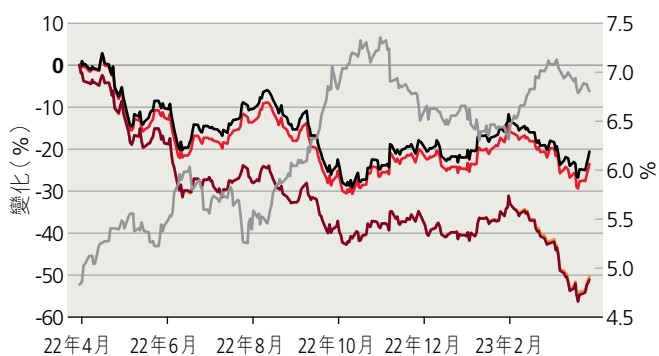
資料來源：彭博，數據截至2023年4月3日

### 房地產市場：另一個緊縮後遺症

過去多次強調加息並非問題，歷史上比比皆是，但去年起又急又猛的「暴力加息」才是元兇。本次銀行危機是金融體系受流動性收緊衝擊的第一條裂縫，其他後遺症將陸續出現，其中歐美房地產市場已發出警號。

以美國房託(REIT)指數作代表，包括MSCI綜合房託、道瓊斯綜合房託、MSCI辦公室房託及彭博辦公室房託指數，並與指標性30年定息按揭平均利率比較，整體REIT指數與利率走勢明顯背馳，尤其按揭利率突破7%時，突顯各指數弱勢。這都是預期之內的結果，但辦公室REIT明顯遜色於綜合式REIT更值得注意。去年上半年之前，各指數走弱但幅度相若，下半年起辦公室房託跌幅擴大，而且與綜合房託表現差距由最初不足10%擴大至上季近30%，反映利率遞升對辦公室房託壓力更大。另外，過去10年數據顯示辦公室房託與製造業採購經理人指數(PMI)及商業景氣指數走勢非常接近。過去6個月美國PMI及商業景氣兩項前瞻性指數持續下跌或徘徊低位，反映工商界對經濟前景持悲觀態度。市場對未來美國經濟放緩甚至出現衰退憂慮正濃，又何來會投資辦公室市場？

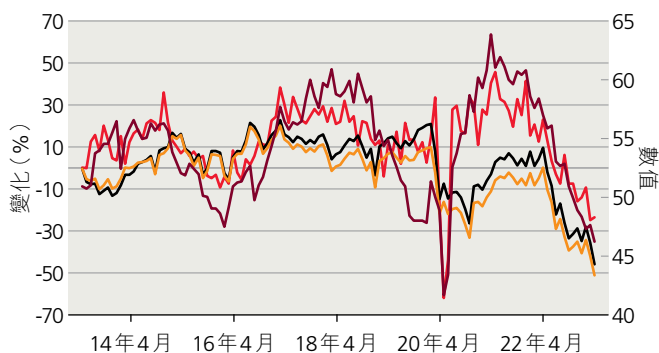
相關房託指數變化及按揭平均利率



— MSCI美國綜合房託指數(左) — 道瓊斯綜合房託指數(左)  
— MSCI辦公室房託指數(左) — 彭博辦公室房託指數(左)  
— 美國30年期定息按揭平均利率(右)

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

辦公室房託及商業景氣指數變化與製造業PMI



— 費城聯儲銀行商業景氣指數(左) — MSCI辦公室房託指數(左)  
— 彭博辦公室房託指數(左) — 製造業PMI(右)

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

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



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

穆迪研究亦得出差不多的結論<sup>6</sup>，在家工作比例上升正導致更高辦公室空置率。儘管紐約和舊金山等明星級城市辦公室使用率在疫後一直在回升，但空置率同樣持續上升，三藩市及底特律更高達12.4及22.7%。辦公室空置率反映市場對辦公室空間需求相對供應的總體比例，供應未能及時消化下前景未如樂觀。

未來如果經濟衰退導致更多企業倒閉，拖欠租金或違約率自然上升。當租金收入不足以抵消融資成本，加上流動性繼續收緊令辦公室投資者或擁有人更難再融資，或以更高成本解決燃眉之急，惡性循環下最終面臨倒閉或破產，情況與銀行危機相若。更不幸是間接導致銀行承造按揭之違

約率上升，反噬已弱不禁風的中小型銀行。加上長線工作模式轉變，有實力的投資者都未必選擇辦公室市場，需求下降窒礙成交，對辦公室房託壓力短期內難以逆轉。

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

## 中美競賽衍生出「政策套戲」策略

### 「東升西降」：讓數據說話

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

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

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

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

<sup>6</sup> 見穆迪研究網站，<https://cre.moodyanalytics.com/insights/cre-trends/where-office-vacancy-stands/>

<sup>7</sup> 見標普道瓊斯指數網站，[https://www.spglobal.com/spdji/en/index-family/indicators/sp-corelogic-case-shiller/sp-corelogic-case-shiller-composite/?utm\\_medium=next\\_gen&utm\\_source=google&utm\\_campaign=paid\\_campaign&utm\\_term=home&price&index&utm\\_content=Intl\\_Indicators&gclid=EAlalQobChMIInryPnaqQ\\_gIVCdxMAh1d2AFQEAAAYASAAEgLX2\\_D\\_BwE#overview](https://www.spglobal.com/spdji/en/index-family/indicators/sp-corelogic-case-shiller/sp-corelogic-case-shiller-composite/?utm_medium=next_gen&utm_source=google&utm_campaign=paid_campaign&utm_term=home&price&index&utm_content=Intl_Indicators&gclid=EAlalQobChMIInryPnaqQ_gIVCdxMAh1d2AFQEAAAYASAAEgLX2_D_BwE#overview)

## 股票

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

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

綜合而言，中美競賽在行業表現上各自在優勢中盡顯所長，平分春色。勝負難分下唯有連羣結黨，再一決高下。

分析方法以每項行業中找出季內表現最高及年化標準差最低為表現優異作基準，並計算季內表現中獲得最多最大值次數（最多優異）及最少最小值次數（最少遜色），同時年化標準差最少最大值次數（最少波動）及最多最小值次數（最多穩定）。

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

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

套用上述分析並加上MSCI歐洲及亞太指數中配對行業表現，結果如下：

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

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

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

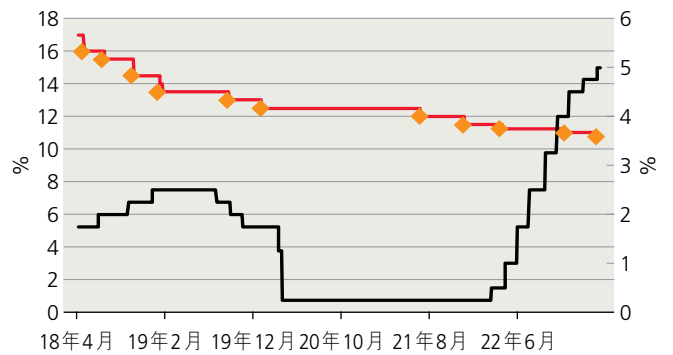
**「政策套戥」：穩健政策有利亞洲金融股指數**

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

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

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

中國存款準備金率及美國聯邦利率

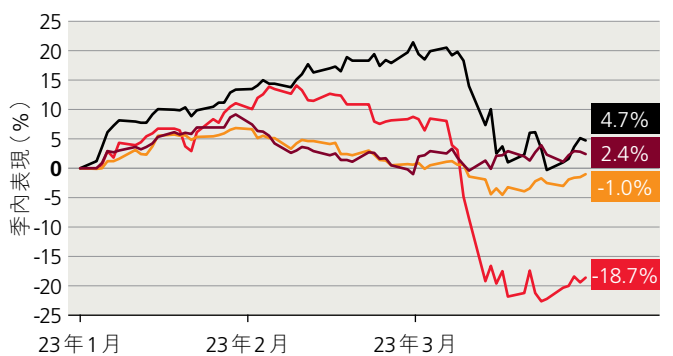


— 中國存款準備金率(主要銀行)(左)    — 美國聯邦利率(右)  
 ◆ 中國存款準備金率(公布)(左)

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

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

美國、歐洲及亞洲銀行指數



— KBW銀行    — MSCI歐洲銀行    — MSCI亞洲銀行  
 — MSCI中國銀行

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

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

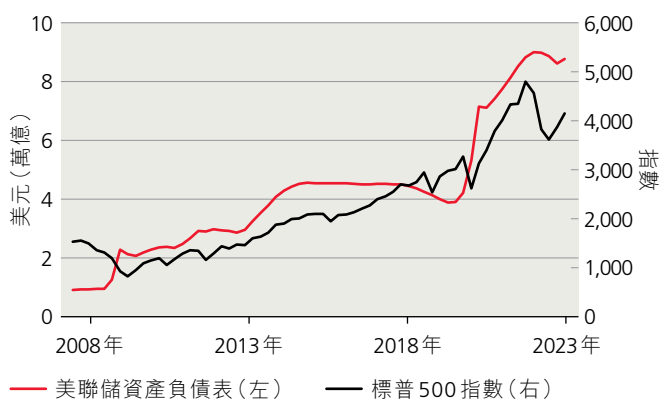


## 股票

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

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

## 美聯儲資產負債表及標普500指數



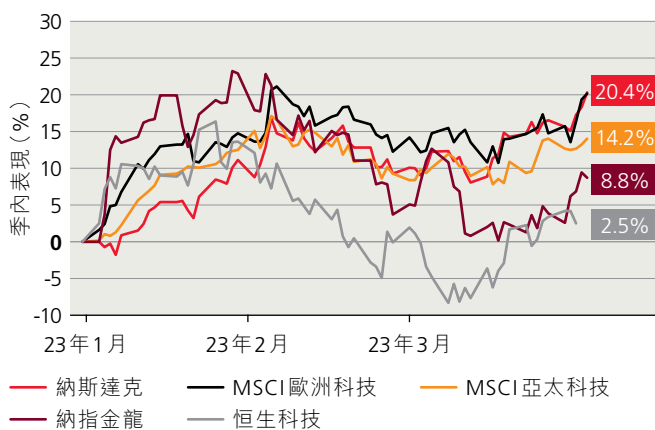
資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

## 「政策套戥」：各佔優勢的科技競賽

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

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

## 全球科技相關股票指數



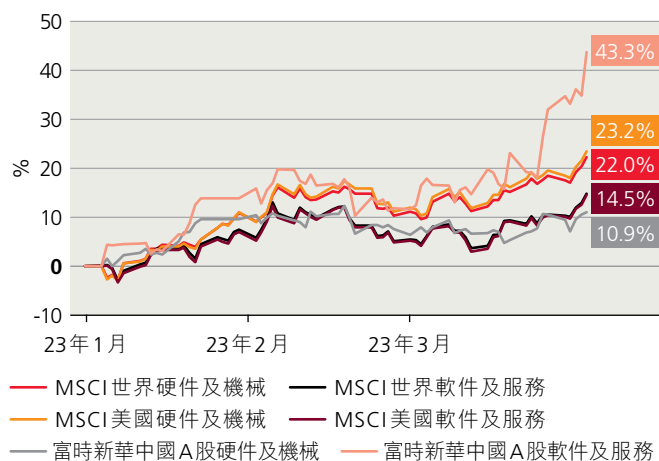
資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

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

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

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

全球軟硬件相關股票指數季內變化



資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

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

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

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



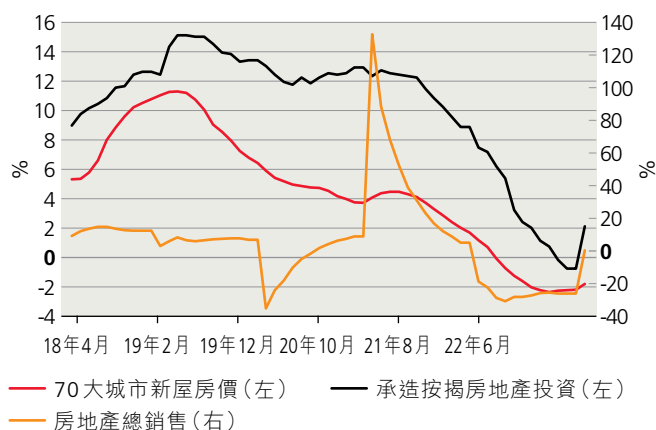
## 股票

## 「政策套戩」：危與機並存的房地產市場

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

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

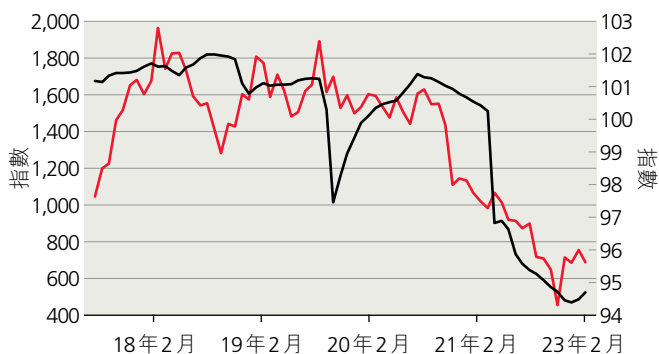
## 中國房地產相關指標按年變化



資料來源：彭博，數據截至2023年2月28日

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

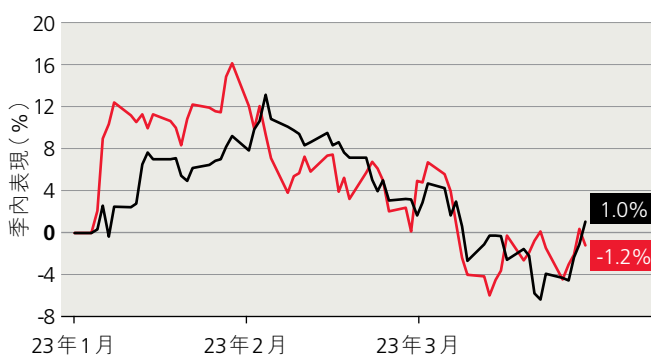
## 中國房地產氣候及股票指數



資料來源：彭博，數據截至2023年2月28日

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

## 中美房地產股票指數



資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

<sup>9</sup> 見國家統計局網站，[http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202208/t20220816\\_1887426.html](http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202208/t20220816_1887426.html)



## 香港及內地股市展望 — 危中有機

### 首季歐美市況風起雲湧 中港股市有驚無險

上期本欄的主題為「冬去春來」，中港股市之春天並沒有缺席，可惜受外圍接連不斷的風險事件陰霾濃罩，顯得乍暖還寒，陰晴不定。隨著中國政府1月撤除所有防疫限制，且新一波的感染高峰維持時間較預期短，春節期內的消費需求一如預期出現爆發性釋放，中國經濟重啟概念逐漸由虛變實。在外資紛紛加碼配置中資股驅動下，1月份恒生指數和滬深300指數分別錄得14.8和10.3%升幅，高見22,700和4,268點，歐美股市同期表現望塵莫及。可惜好景不常，踏入2月，外圍金融市場風起雲湧。起初因美國公布的一系列經濟和通脹數據超乎預期，觸發市場迅速上調美聯儲加息步伐之預測，預期峰值利率由1月末的4.9%急升至3月上旬的5.5%，連帶美國10年期國債收益率從3.3%重新飆升至4%上方，美元強勢回歸亦拖累離岸人民幣匯價再下試約7算水平。在這兩道「估值緊箍咒」纏繞下，港股自然無法獨善其身，尤其恒生指數自去年10月末以來已上漲超過8,000點，高位調整在所難免。港股經過2月份回吐近9%後，3月份更是險象環生。美國多家地區性銀行突爆發大規模擠兌，個別最終因流動性乾涸宣告倒閉；另一邊廂，歐洲有大型銀行因內部管控制程序存在重大缺陷而須延遲發布年度財報，加上缺乏來自主要股東的流動性支援，也一度深陷無序違約危機，全球金融市場頓成驚弓之鳥，資金蜂擁避險資產自然令港股跌勢加劇，恒指期內最低見18,830點，意味1月份以來的升幅已全數蒸發。唯幸的是，歐美財金官員和央行今次應對問題的態度可算是當機立斷，於短時間內針對財困銀行推出全額存款擔保、緊急流動性支持等措施，以及安排相關併購方案，及時安撫市場氣氛，避免重蹈2008年雷曼爆煲失救引發金融海嘯之覆轍，中港股市跌勢喘定。總結季內，恒生指數及滬深300指數分別上升3.1及4.6%。

2012年至今人民幣匯價與恒生指數

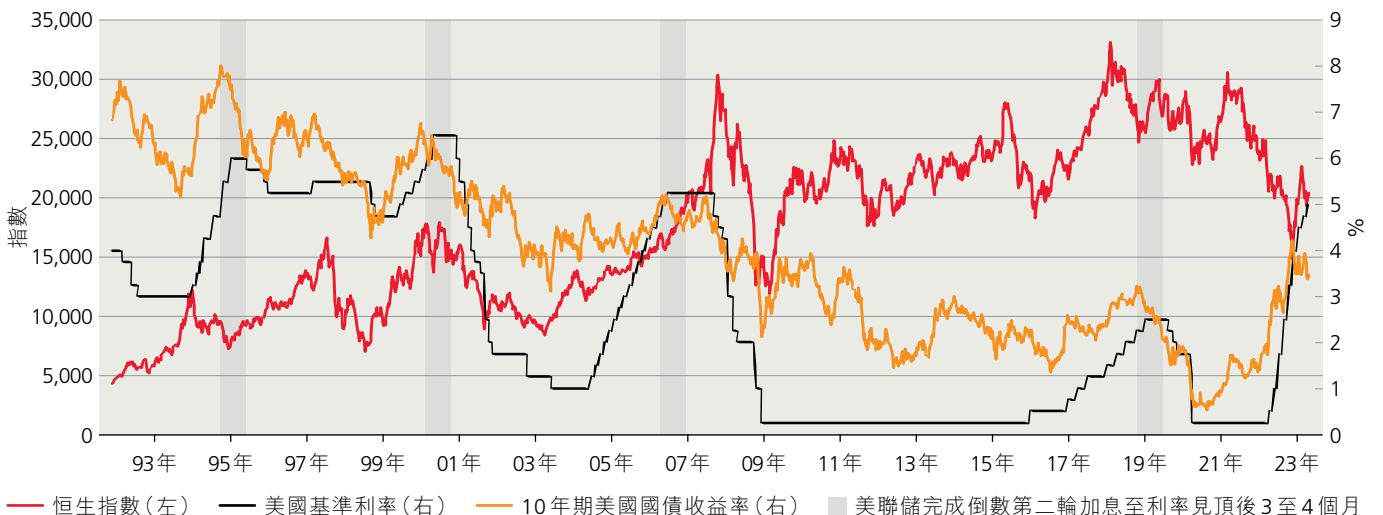


資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

### 美息見頂論空穴來風 港股或受惠美債息及人民幣轉勢

歐美銀行業劇烈動盪，港股市場看似會被殃及池魚，百害而無一利。然而，當美國金融後院失火，美聯儲或不得不重新調整收緊貨幣政策的步伐。因若繼續激進加息，美國中小型銀行的資產負債表或將不堪重負，試問鮑威爾又豈能袖手旁觀？事實上，鮑威爾於3月份議息會議後的記者會就坦言，今次的銀行業事件將導致信貸條件更緊縮，也可能為經濟增長造成一定下行風險，未來若進一步加息須保持警惕，明顯收斂早前的「鷹姿」。另外，備受市場關注的最新利率點陣圖也未有進一步上調年內峰值利率預測，反映美聯儲的加息路徑可能已屆尾聲。自發生銀行爆雷事件後，市場已大致預期美國利率將提早見頂，利率期貨市場的交易還隱含了最早7月份開始降息的預期，帶動美債息息曲線大幅度下移，10年期美國國債收益率重新跌至3.4%下方水平。美元強勢亦無以為繼，相反人民幣匯價則趁勢收復2月以來的失地。

1992年至今美國加息週期對債息及港股之影響



資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

## 股票



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

### 內地經濟數據及兩會政策基調穩固 關注週期股和新興產業板塊

若然外圍利率環境轉向屬中港股市估值修復的轉捩點，那麼國內疫後經濟重啟進度超預期則為一眾中資股業績重拾增長的主要引擎。觀乎1至2月份內地公布的一連串宏觀經濟數據，包括製造業及服務業採購經理人指數(PMI)創近10年新高、社會零售銷售增速扭負轉正、工業增加值及基建固投谷底回升、人民幣新增貸款創下單月新高等，表現均令市場眼前一亮，顯示各個經濟環節正加速改善。就連去年拖累經濟面甚廣的房地產環節也漸入佳境，其中2月新屋銷售環比轉正，為17個月以來首次。同期70大中城市樓價指數亦按月回升0.3%，創去年7月以來最大漲幅。儘管3月以來外圍金融環境風雨飄搖，惟只要避免釀成骨牌式倒塌的全球系統性風險，相信暫無礙內地經濟穩步復甦之勢。再者，去年3月底至5月正值上海爆發疫情的封城期，製造業及零售消費數據出現斷崖式下滑，受惠低基數效應，今季出爐的經濟數據該可看高一線，連帶一些跟國內經濟週期敏感度較高的

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

全國「兩會」閉幕後，新一屆國務院領導班子全面履新，總理李強於首次記者會中傳遞了經濟須穩中求進的訊息，表示今年將通過多種政策組合拳實現5%的經濟增長目標。雖然政府工作報告訂下的5%經濟增長目標僅屬市場預期下限，但在歐美經濟體處於衰退邊緣，外貿環節面臨重壓下，其實這某程度上突出了擴大內需的重要性。因此，中央調高了今年赤字率及地方專項債發行目標，同時強調貨幣政策須「精準有力」，滿足實體經濟的融資需求，目的就是希望推動基建項目加快落地，以及撬動更多高端製造業和現代化產業的有效投資。投資角度上看，除了傳統的基建和建築板塊受惠外，近年備受資金青睞的可再生能源、氫燃料、儲能設備、半導體、雲計算、數據中心、人工智能等新興產業也可望繼續乘勝追擊，當然每個產業鏈內必定存在一些企業混水摸魚，又或者技術競爭力欠奉，最終優勝劣敗自然不過，投資者參與時還需審慎行事。

### 央企估值回歸如火如荼 內銀板塊可成下一受惠者？

今年兩會的另一焦點主題為央企改革和推動國企股估值重塑。3月上旬國資委兩度召開會議，表示將優化國有經濟佈局，推進國企戰略性重組及專業化整合，並期望大型優質國企可對標全球一線企業開展價值創造計劃，由此推斷國企在中國未來的經濟發展路上將扮演更重要角色，而目前大部分於中港上市的國企股卻處於近年的估值窪地。上海證券交易所兩會上提交了3份提案，當中點出「與5年前相比，國有上市公司利潤增長70%，但市值僅增長10%，市帳率為0.86倍，下降30%，明顯低於全市場1.6倍的平均水平。」說到底，目的就是希望促進上市央企估值合理回歸。此外，根據國內《上市公司國有股權監督管理辦法》規定，內地A股上市企業配售股份時的每股作價不得低於最近一個財政年度的每股資產淨值(即1倍市帳率)。換言之，若國企股份的市帳率長期處於1倍以下，則嚴重掣肘著企業利用資本市場融資以拓展業務的空間，故進行估值修復勢在必行。

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

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

**過去10年內銀股指數平均市帳率**

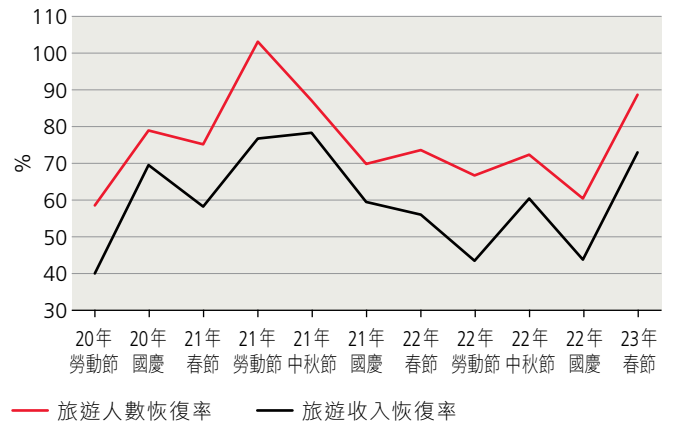


資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

**五一外遊需求蓄勢待發 旅遊板塊強勢有餘未盡**

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

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



資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

**科網板塊受國策重新加持 人工智能及遊戲領域看高一線**

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

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



## 股票

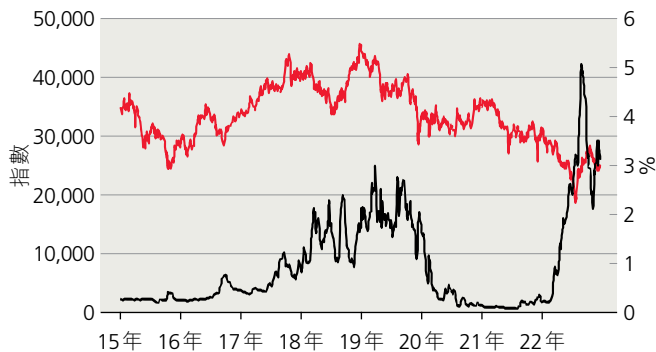
## 本港地產股受惠利率見頂 旅客回歸收租股如沐春風

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

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

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

### 2015年至今恒生地產分類指數及香港同業拆息



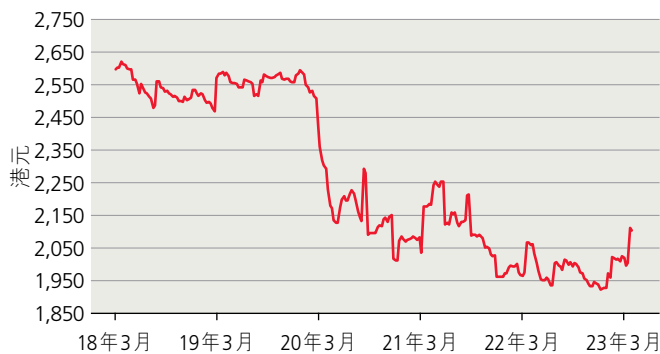
— 恒生地產分類指數(左) — 1個月香港同業拆息(右)

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

## 港股盈利預測與估值料續上調 恒生指數6個月目標23,500點

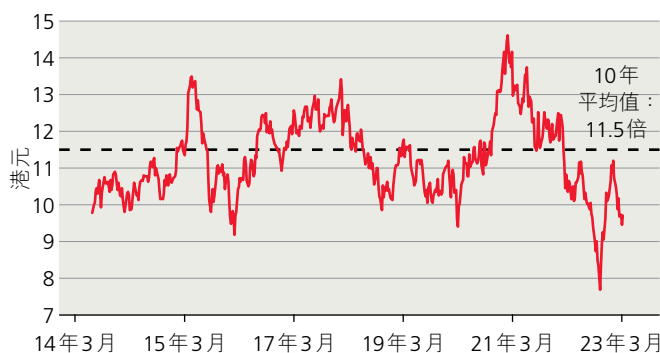
港股全年業績期過後，由於第4季業績表現因內地疫情影響缺乏驚喜，加上憂慮個別重磅科技股今年將重新增加對新業務資本投放及提升補貼營銷等開支，市場對恒生指數成份股的盈利預測上調幅度未算進取。根據彭博數據，恒生指數每股盈利預測(未來12個月)最新約2,100港元，基於內地首2個月公布的經濟數據理想，我們相信企業第1季的業績將大幅改善，恒指盈利預測料可上調至2,175港元。估值方面，目前恒生指數(未來12個月)預測市盈率為9.7倍，仍然顯著低於過去10年平均值(11.5倍)，料尚有向上修復空間。若給予預測市盈率10.8倍，恒生指數6個月目標水平為23,500點。

### 2018年至今恒生指數盈利預測趨勢



資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

### 恒生指數預測市盈率



資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

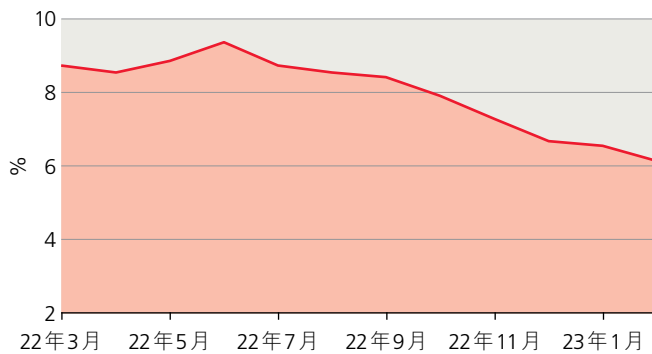
## 中國及亞洲股市展望 — 投資者情緒持續脆弱，波動市況下亞洲股債仍有投資價值

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

### 美元將重拾跌勢，有利非美元計價股票

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

#### 美國消費者物價指數仍居高不下



資料來源：彭博，數據截至2023年2月

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

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

### 中國經濟穩健帶動股市，晶片業接近見底，有助南韓台灣科技硬件

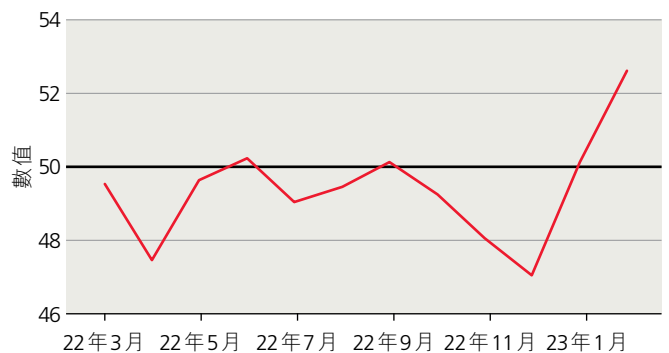
亞洲和中國將成為今年全球經濟的增長動力。中國防疫措施鬆綁，釋放積壓的需求，2月份製造業經理人採購指數飆升至52。房地產銷售和貸款增長尚未顯著回升，受到去年內房事件影響，買家對新樓盤信心尚未完全恢復，新開發項目銷售仍未如理想，但一線和主要二線城市的二手房屋交易出現溫和復甦，部份樓價亦初見回升。



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

中國股市估值偏低，有政策扶持，企業盈利前景樂觀，吸引更多資金興趣，因此，選股成為關鍵。在一眾板塊中，我們尤其看好消費和互聯網股份。隨著經濟復甦範圍不斷擴闊，我們也會留意材料和科技領域。當局最近建議進一步改革國有企業，提升營運效率，並提高股息和股東回報，加強釋放企業價值，因此現金充裕且估值低的國企也可能是明日之星。與此同時，我們亦密切注視中美地緣政治緊張局勢，一旦關係升溫，可能觸發市場波動。

#### 中國製造業採購經理指數呈上升趨勢



資料來源：彭博，數據截至2023年2月

## 股票

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

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

## 具潛力的亞洲板塊

地區/國家	板塊	關注重點
亞洲區	非必需消費品、通信等重開概念板塊	<ul style="list-style-type: none"> <li>中國防疫措施鬆綁，釋放積壓的需求</li> </ul>
	能源股	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業資產負債表健康，供應短缺</li> <li>可作對沖通脹的選擇</li> <li>近日歐美銀行風波，會否引發環球經濟衰退而打擊能源需求，仍須密切留意</li> </ul>
中國	醫療保健和科技板塊	<ul style="list-style-type: none"> <li>捕捉下游需求的復甦潛力</li> <li>有中國政府的措施支持</li> </ul>
台灣和南韓	硬件科技股	<ul style="list-style-type: none"> <li>下半年半導體行業有機會見底</li> </ul>

本文由東亞聯豐投資管理有限公司（「東亞聯豐投資」）編製，僅供參考之用。東亞聯豐投資並不以此資料邀請作任何行動，或提供任何建議或推介。本文或其內容並不構成任何促使、邀請、廣告、誘因、承諾、保證或作出任何類型或形式的代表及東亞聯豐投資就此表明並不為此負上相關責任。本文所載資料根據東亞聯豐投資認為可靠並以「現況」的基礎下提供。即使竭盡所能力求準確，東亞聯豐投資及其轄下董事/職員並不為其內容的準確性、完整性或時間性負上任何責任。所載資料乃屬東亞聯豐投資擁有。未經東亞聯豐投資事先書面同意，本文或其任何內容均不可予以複印或分發予第三者。本文未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。東亞聯豐投資為東亞銀行有限公司及德國德聯豐投資（Union Asset Management Holding AG）在2007年成立的合營公司。





## 再起之舟

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 | 黃燕娥



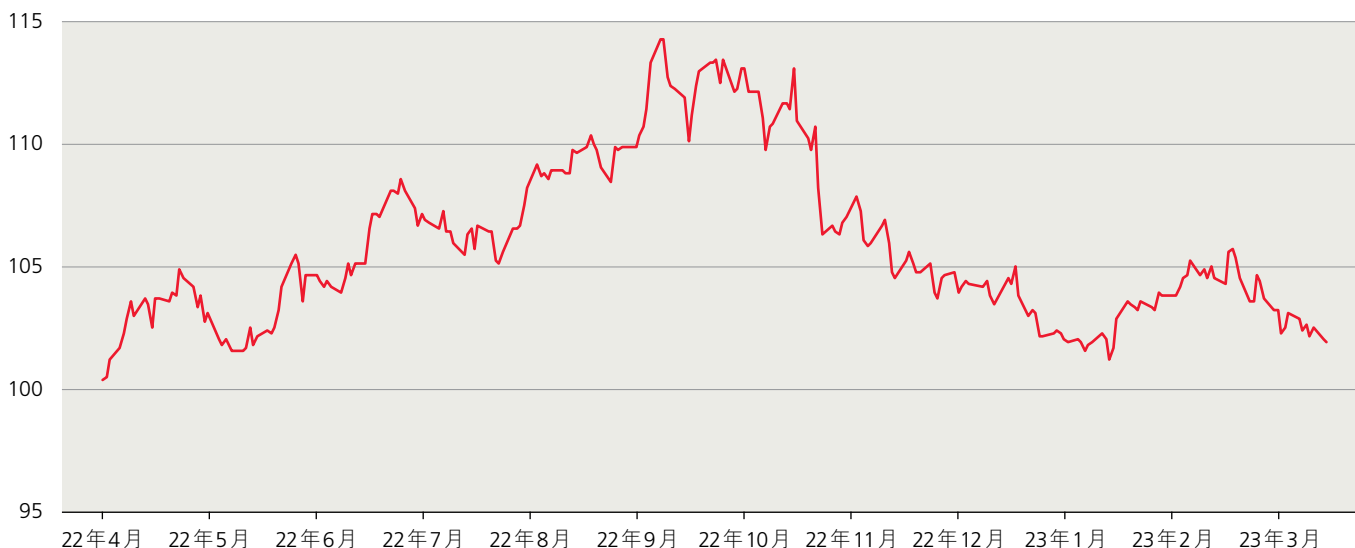
## 歐美政策對比鮮明，美元步近走弱拐點

美匯指數第2季預計波幅範圍

99.00 至 104.00

**概述** 隨著歐美金融業危機，美聯儲為減低銀行業壓力，不得不放慢其緊縮步伐。該行於3月的議息會議中加息25個基點，並暗示可能即將暫停加息。最新的點陣圖顯示美聯儲今年內可能會再次加息一次，幅度為25基點。該行不再提及需要持續升息的措辭，同時表示有關政策前景將取決於經濟數據及銀行業的潛在風險及經濟影響。因此，美聯儲的貨幣政策立場與歐洲央行形成鮮明對比，兩行利率前景的分歧料將推動歐元，亦同時令美元受壓。美國利率已逐步接近美聯儲的加息終點，但短期來說降息之路仍然漫長且存在很大變數，一切都要視乎當地仍然火熱的勞動市場及有關通脹最終能否降溫。在對美國利率前景重新定價之際，預期美匯指數將進一步走弱的拐點。料美元短期的下行壓力逐漸增加，維持對美元中性偏弱的看法。

美匯指數一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2023年3月

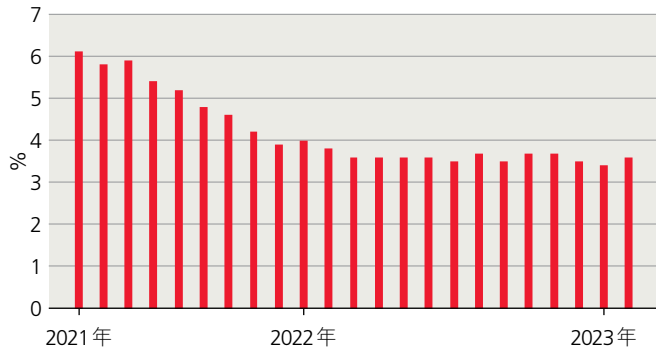
美國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第4季	2.6 (按年)
失業率	2月	3.6
零售銷售	2月	5.4 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2月	6 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2023年3月

### 勞動市場仍然火熱支撐經濟

美國3月ISM製造業指數由47.7輕微回落至46.3，當中新訂單指數則由47回落至44.3。而2月零售銷售按月跌0.4%，表現雖小幅下降，但很可能屬於在前一個月大幅增長後的回調，基本勢頭仍然強勁。就業方面表現出色，2月份非農新增職位為31.1萬份，連續第11個月超出預期，而失業率僅微升至3.6%。近期數據表示美國整體的經濟活動雖有放緩跡象，但勞動力市場依然火熱；整體經濟相對其他經濟體仍有優勝之處。

美國失業率

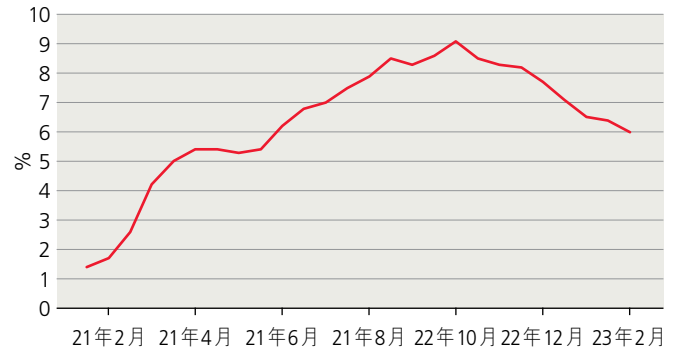


資料來源：路透社，數據截至2023年3月

**美國通脹水平或正處於瓶頸位置**

美國2月消費者物價指數按月上漲0.4%，按年亦漲6%，創下2021年9月以來最小的同比增幅。儘管數據表示通脹有緩和跡象，但是6%的通脹水平比美聯儲2%的目標水平仍然較高，且有關月率的攀升速度或會為通脹水平進一步添壓。另外，從2月的非農就業報告中表示平均時薪按年仍上升4.6%，亦令人擔心薪酬持續上升的情況或會令當地物價升溫。因此，不排除美國目前的通脹率正處於瓶頸的位置，以目前的數據作美國通脹已回落的結論卻言之尚早。

美國CPI



資料來源：路透社，數據截至2023年3月

**美聯儲與歐央行幣策分歧將壓美元**

美聯儲面臨抗通脹和減低銀行業危機的兩難下，最終因為歐美銀行業風暴而放慢其加息腳步，於3月的議息會議中升息25個基點，並暗示可能暫停加息且不排除於下半年將出現降息的可能性。預期美聯儲將繼續以遏抑通脹及收緊信貸狀況和銀行借貸意欲之間取平衡，而最新的點陣圖顯示該行可能會年內再次加息25基點。相反，歐洲央行為了打擊仍然高企的通脹可能須要持續加息。兩央行短期的貨幣政策形成鮮明對比，而這種利率前景的分歧或會推動歐元且令美元受壓。

**市場若出現風險事故將助美元短期走勢**

於3月期間，在不到一周的時間內有3家美國銀行相繼倒閉，當中矽谷銀行的破產成為2008年金融危機以來最大的銀行倒閉事件，令當時的金融市場高度恐慌，資金紛紛湧向美元及日圓避險。因此，若市場出現任何地緣政治風險事件或其他類型的風險事故，避險資金將有助美元的短期走勢。





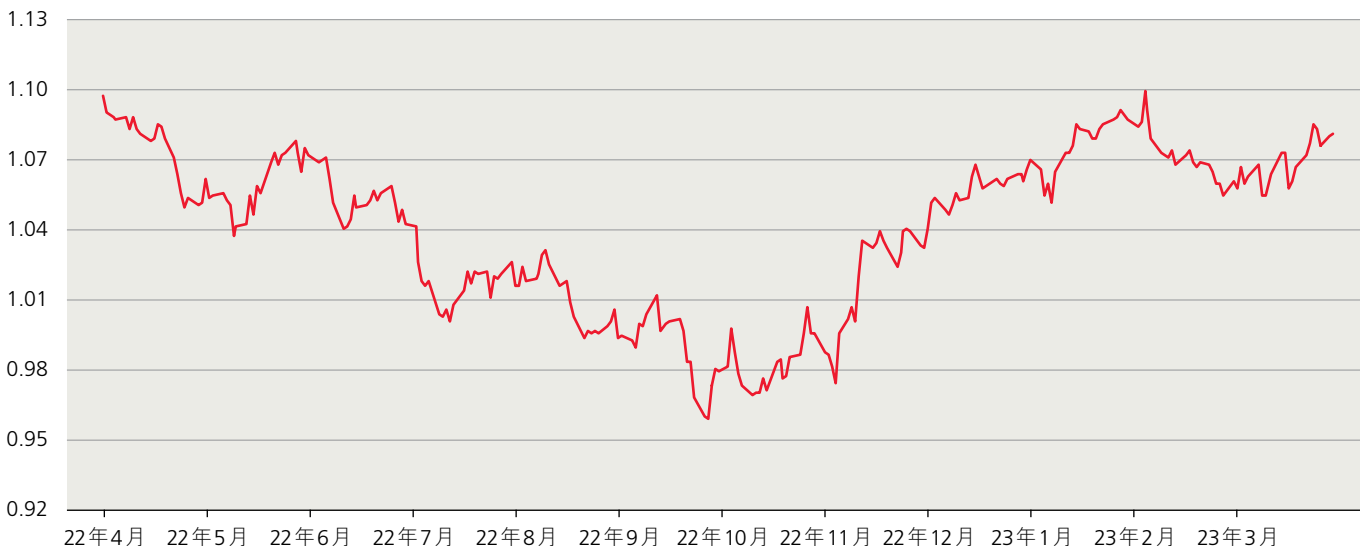
## 歐央行或繼續加息，注意加息後的經濟變化

歐元兌美元第2季預計波幅範圍

1.0600 至 1.1100

**概述** 歐元區通脹仍然高企，令歐洲央行無視銀行業動盪，於3月份的議息會議中加息50個基點，並同時下調了歐元區今年的通脹預測。生產物價仍然以雙位數在增長，且歐洲一些國家的本土通脹率亦見重新上升，不排除歐元區的通脹水平短期內將保持在高位。若然通脹不跌反升，料央行將以一系列的加息行動作應對。但是，持續加息或進一步打擊歐元區的經濟環境，為該區經濟帶來重重壓力。歐元區的經濟雖然避過了經濟衰退，但出現停滯不前的情況；若歐央行繼續加息，或將進一步威脅歐元區的經濟，同時提高該區出現衰退的機會。因此，預期美元或將逐步走弱，加上歐洲央行的加息預期，歐元將維持中性偏好的走勢，但投資者須要留心該區有關加息後的經濟變化。

歐元兌美元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2023年3月

歐元區主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第4季	1.8 (按年)
失業率	1月	6.7
零售銷售	1月	-2.3 (按年)
調和消費者物價指數 (HICP)	1月	8.5 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2023年3月

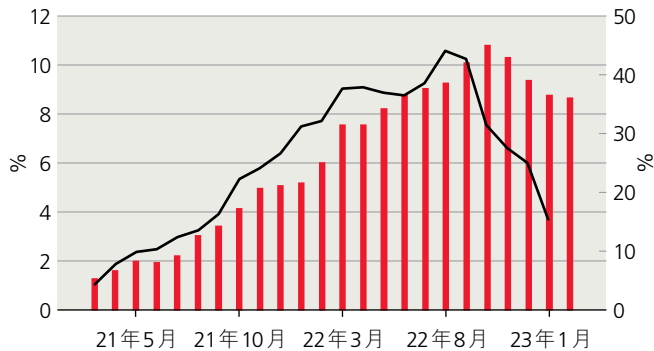
### 央行指物價和金融穩定之間不存在權衡取捨

歐洲央行未有考慮歐洲和美國銀行業的動盪，於3月的議息會議中未弱化其升息立場，依舊按原定計劃加息50個基點，還表示短期將繼續聚焦於打擊該區的通脹。行長拉加德更於會上表示有關打擊通脹的決心並沒有減弱，因物價和金融穩定之間不存在權衡取捨，有關行動令市場認為歐洲央行或將繼續加息以解決通脹高企的問題。聲明中雖未有對未來的利率走向作出承諾，但預料該行將密切監測該區的通脹表現，以準備隨時作出相對反應。

### 歐元區通脹短期仍有上升壓力

歐洲央行於3月份的議息會中下調通脹預測，央行預計今明兩年歐元區的通脹率將分別降至5.3及2.9%，但仍表示短期物價漲幅仍高於央行2%的目標。加上歐洲央行行長拉加德亦於較早前表示該區通脹率仍然過高，暗示仍有加息的必要。數據方面，法國、德國的通脹率依然不跌卻反升，而歐元區1月生產者物價指數(PPI)亦按年增15%，這或使歐元區通脹水平居高不下。若然該區通脹重上升勢，歐洲央行的貨幣政策將會在更長時間內處於緊縮狀態，有關加息期將對歐元有利。

#### 歐元區 HICP 及 PPI



■ HICP(按年)(左) — PPI(按年)(右)

資料來源：路透社，數據截至2023年3月

### 火熱就業數據或帶動薪資上漲且通脹升溫

歐洲央行過去持續加息確實令經濟活動有所減慢，但該區的就業市場卻表現韌性。歐元區最新的1月份的失業率穩定在6.7%，雖然略高於歷史最低水平6.5%，但仍屬於紀錄偏低水平；而就業率則處於紀錄高位。勞動力市場表現理想或為薪資帶來上行壓力，從而加大了當地的通脹壓力，且進一步增加歐洲央行加息的可能性，對匯價來說是好事，但同時亦進一步抑制目前已處於衰退邊緣的歐洲經濟。

### 央行若持續加息將加大經濟衰退風險

去年歐洲的經濟因為能源危機、通脹高企、製造業萎縮等因素而受到重重壓力，而目前來說該區仍面臨一定的衰退風險。歐元區第4季按季增長率為0%，按年增長率為1.8%。該區經濟原地踏步、停滯不前，雖然躲過了經濟衰退，但假若歐洲央行為了打擊通脹而持續加息，將會進一步威脅歐元區的經濟，且提高出現衰退的機會。

#### 歐元區 GDP



資料來源：路透社，數據截至2023年3月



外匯 英鎊兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

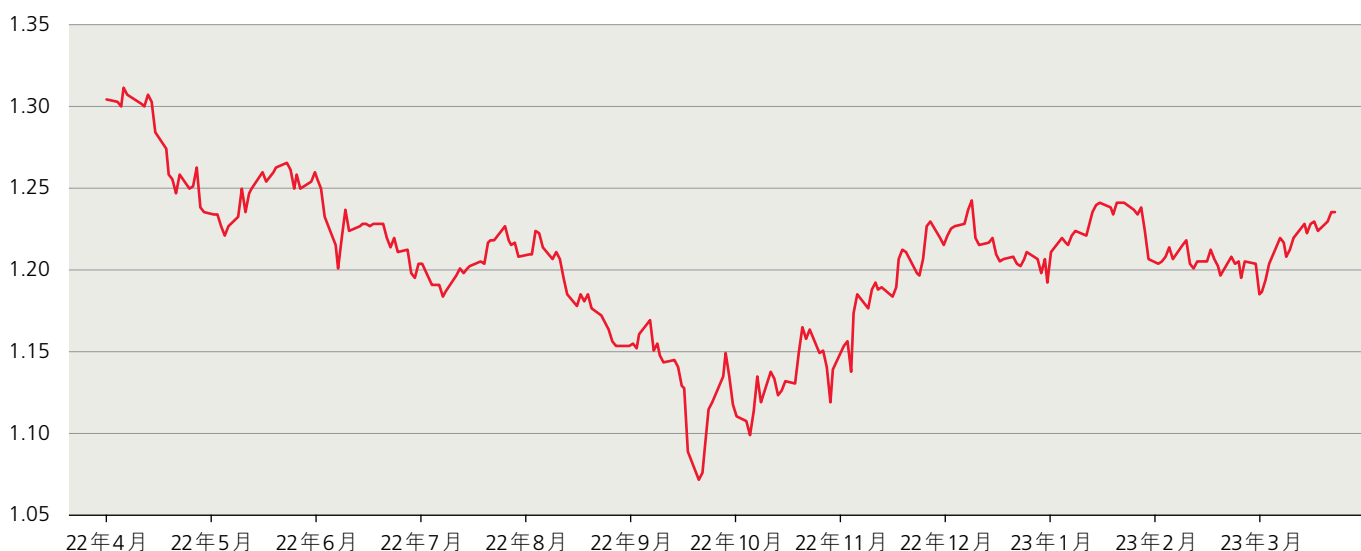
## 英國去年避過衰退，但逃不出滯漲陰霾

### 英鎊兌美元第2季預計波幅範圍

### 1.2100 至 1.2700

**概述** 英倫銀行行長貝利表示當地的通脹已回落，而且預期今年的通脹水平將下降，但始終雙位數的通脹率仍非常高，若要以加息這方法令通脹回落且避開經濟衰退的發生絕對不容易，因此預期央行將在抗通脹及預防經濟衰退兩者之中取平衡。另一邊廂，面對英國目前疲弱的經濟，加上辛偉誠新政府將從4月新財年開始加大企業稅、於6月底撤銷對民眾的能源補貼等措施，將令當地經濟進一步變得疲弱，大大限制英倫銀行往後的加息空間。市場預期該行於3月份加息後，最快要等待至6月才有機會加息25個基點，而屆時預期英國的息率亦即將見頂。總括來說，若美元逐步走弱，將有利英鎊的走勢，但隨著英國經濟逐步走進滯漲的陰霾，英鎊的表現或遜於其他非美貨幣。

#### 英鎊兌美元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2023年3月

英國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第4季	0.4 (按年)
失業率	1月	3.7
零售銷售	2月	-3.5 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2月	10.4 (按年)

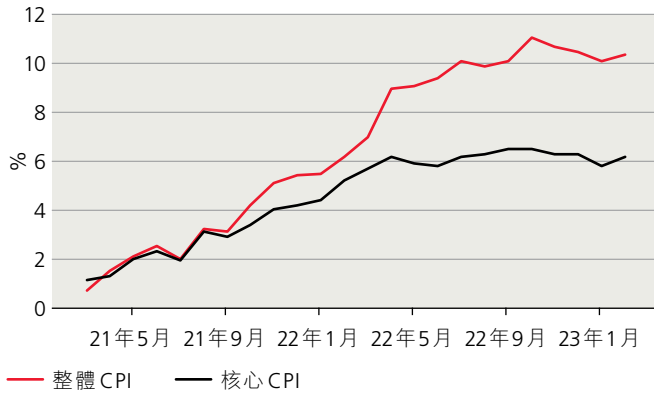
資料來源：路透社，數據截至2023年3月

### 通脹高企的問題短期仍揮之不去

雖然英國通脹率已經脫離去年10月峰值11.1%，但今年2月份最新通脹率意外地不跌反升至10.4%，當中食品和飲料的價格以1977年以來最快的速度上漲。當地的通脹仍然高於10%。但英倫銀行行長貝利卻於3月的議息會議中表示雖然成本和價格壓力仍然高企，但他預計今年的通脹將急劇下降，就算意外反彈也可能會迅速消退。行長對當地高通脹的看法正面，但是要短期從雙位數的通脹率回落至央行的目標水平，且避開經濟衰退的風險亦有一定難度。因此，預期英國的通脹率短期仍然維持較高水平。



英國整體CPI及核心CPI



資料來源：路透社，數據截至2023年3月

央行政策仍於通脹及經濟增長之間取平衡

在近期歐美銀行業陷入動盪之際，英倫銀行以7比2的票數贊成將銀行利率提高25個基點至0.25%。這是貨幣政策委員會(MPC)自去年6月以來的最小幅度的加息，而市場預期5月再加息25個基點的可能性也只有約50%，反映市場預期該行距離結束緊縮週期的日子不遠。另外，英倫銀行行長貝利早前指當地指標利率可能低於2008年金融危機爆發前水平，這亦表示該行可能將近結束其30年來最快的一系列加息行動。由此可見，央行仍於抵抗通脹及經濟增長之中尋覓平衡。



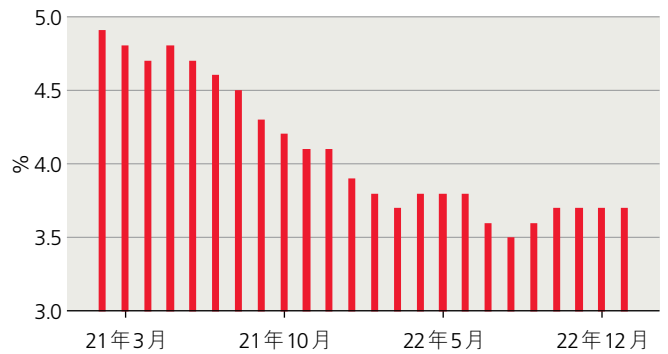
去年雖避過衰退危機，但經濟表現仍然疲弱

英倫銀行於3月份的議息會議中進行第11次加息，還上調第2季的GDP由萎縮0.4%至小幅增長，預測當地經濟不會陷入衰退。同時，英國國家統計局亦曾指出去年第4季英國經濟年率增長為0.1%，而第3季則收縮0.7%。經濟衰退的定義為連續兩個季度出現萎縮的情況，因此從數據層面可見英國或已避免了於去年發生的技術性衰退，但從多項經濟數據可預視英國未來的經濟仍非常疲弱。

薪酬增長速度減慢，緩減通脹壓力

多項經濟數據均反映英國經濟表現未如理想，唯獨就業情況見較明顯的改善。截至1月份的3個月內總薪酬年增長率為5.7%，比之前的6%有所放緩。薪資增長出現放緩，且失業率維持在3.7%的低檔水平，預期有關的經濟表現將有望為當地高企的通脹降溫。

英國失業率



資料來源：路透社，數據截至2023年3月

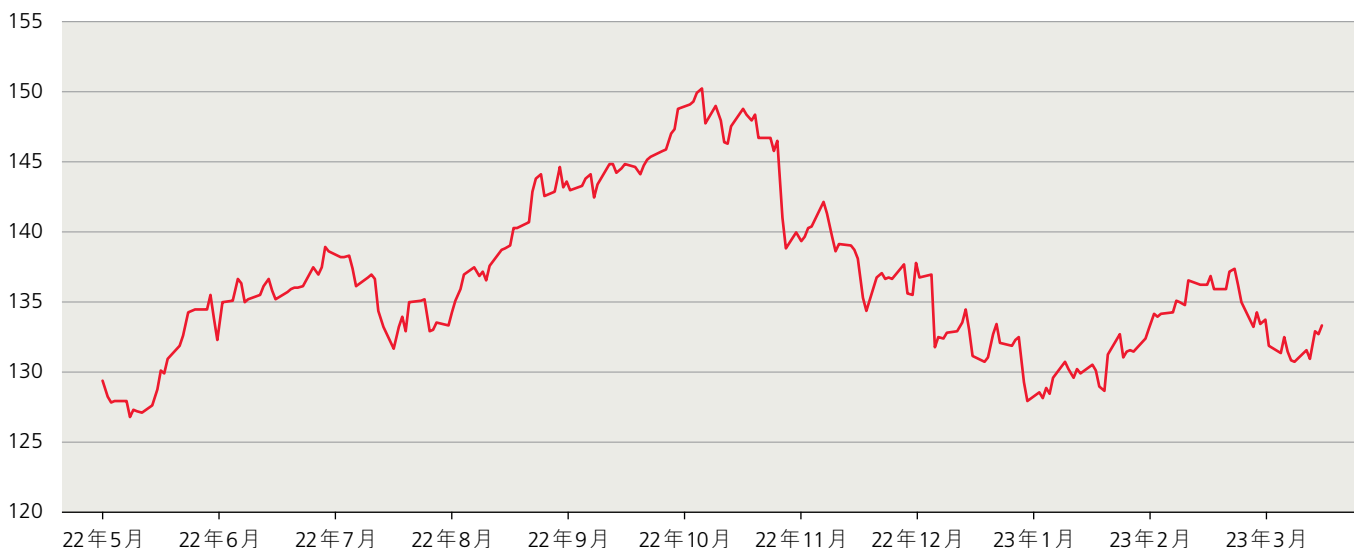
## 各國央行若放慢加息腳步反有利日圓表現

美元兌日圓第2季預計波幅範圍

129.00 至 134.00

**概述** 日本央行的貨幣政策與全球主要經濟體背道而馳，令日圓去年明顯走弱。但是，當環球通脹有回落，且歐美銀行陸續出現信貸事件，均限制了各央行的加息行動。於各大央行正考慮減慢加息或暫停加息之際，為日圓帶來上升動力。雖然預期將於4月上任的日本央行總裁植田和男會維持較鴿派的貨幣政策立場，但若然其他央行真的放慢加息步伐，將能夠減低日圓中長期的利息差距並有助日圓走勢。另一方面，日本通脹稍見回落，某程度減低日央行貨幣政策轉向的動力，但目前當地的經濟景氣仍未足以成為央行加息的理據，因此預期日本央行短期加息的機會不高，令日圓表現較中性。另外，若然市場出現任何類型的風險事故，避險情緒將為日圓的短期走勢添加上升動力。

美元兌日圓一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2023年3月

日本主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第4季	0.1 (按季年率)
失業率	2月	2.6
零售銷售	2月	6.6 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2月	3.3 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2023年3月

### 新舊行長均支持目前的寬鬆貨幣政策

日本央行總裁黑田東彥於3月份任內最後一次的政策會議上維持收益率控制政策和超低利率不變，並表示現時討論退出寬鬆貨幣政策為時尚早，在必要時還會進一步放寬貨幣政策。由此可見，他暫時未有考慮退出寬鬆貨幣政策。而將於4月8日接任的日央行總裁植田和男亦曾表示他的鴿派立場，認為在通脹未達至央行2%的目標水平前，日本經濟復甦的不確定性仍然非常高，央行有需要維持超寬鬆貨幣政策。新舊兩位行長的貨幣政策立場一致，因此預期植田和男於4月上任後，央行短期的貨幣政策變動不大。

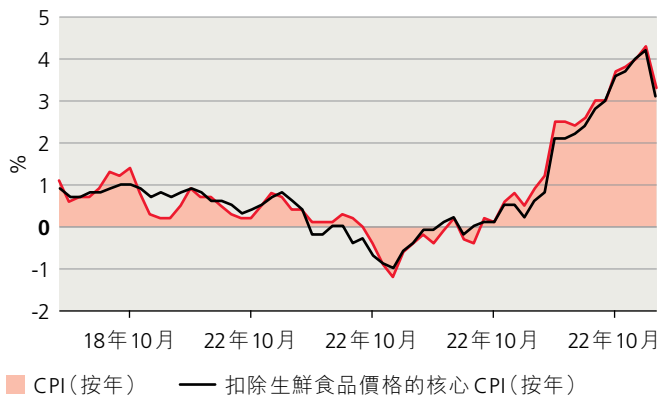
### 日本通脹從40年高位回落，減低央行貨幣政策轉向的理據

日本的物價指數升幅於今年1月創下40年新高，但於政府積極遏抑能源價格下，當地的通脹壓力表現回落。2月份CPI按年升3.3%，較1月時的4.3%回落，而扣除生鮮食品價格的核心CPI亦按年升3.1%，較1月時的4.2%升幅有所回落，是過去13個月內首度回落。即將上任日本央行總裁的植田和男曾經指出只會在日本通脹出現明顯上升趨勢時才會轉向收緊貨幣政策。因此，若日本的本土通脹持續回落，將減低央行貨幣政策轉向的理據。

### 進出口數據見改善仍難逆轉貿易逆差局面

歐美主要的經濟體都在去年多次加息，令全球經濟增長放緩且需求下降，亦令日本的出口受到牽連。另一邊廂，能源價格於去年俄烏戰事發生後大漲，加上去年日圓大幅貶值，進口持續增長，最終令日本連續19個月出現貿易逆差。當地2月出口按年增長6.5%，而進口亦延續了兩年的增長上升8.3%，令同月出現貿易逆差8,977億日圓（67.5億美元）。雖然有關出口數據正在改善，但預期較難逆轉貿易逆差的局面。

#### 日本全國CPI表現

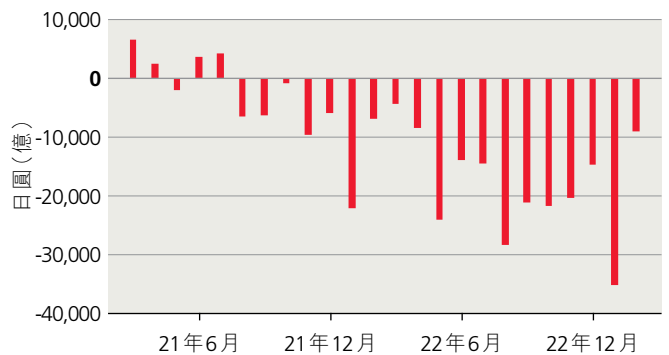


資料來源：路透社，數據截至2023年3月

### 避險情緒及地緣政治風險將支持日圓短期走勢

於3月的時候，美國多間銀行於一週內相繼倒閉，當中矽谷銀行破產亦成為2008年金融危機以來最大的銀行倒閉事件。有關歐美的銀行信貸事件引發金融市場高度恐慌，令資金紛紛湧向美元及日圓避險。預期有關的避險情緒短期仍會持續，而不同的地緣政治風險或會於年內發生，預期日圓短期走勢將因此受惠。

#### 日本貿易差額



資料來源：路透社，數據截至2023年3月





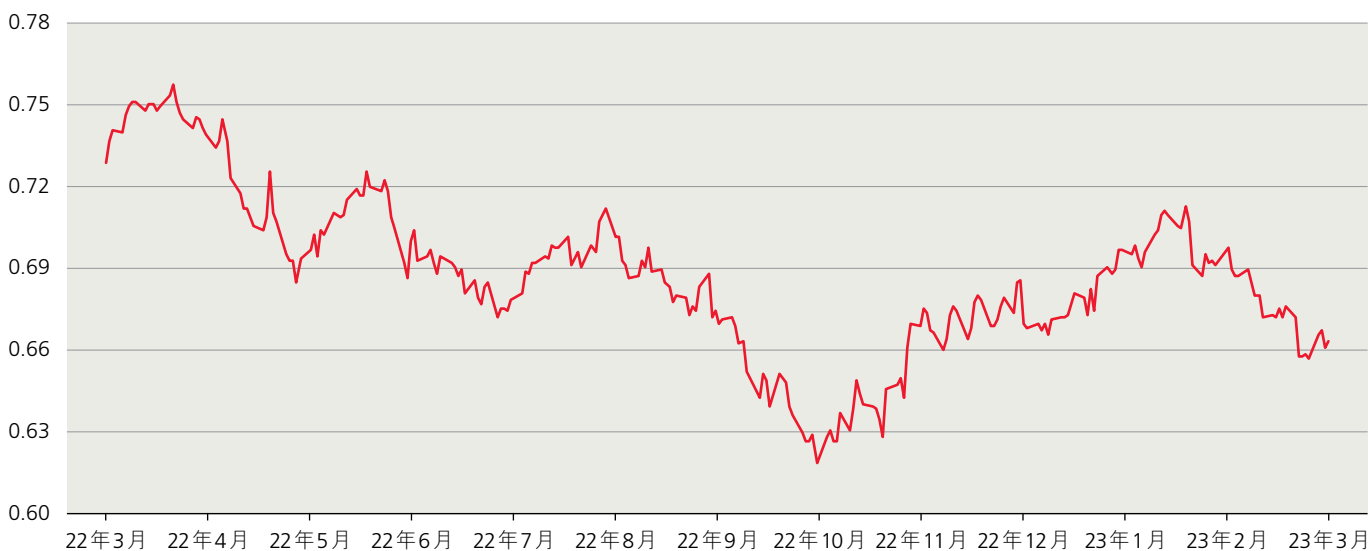
## 中國經濟回歸及鐵礦石價格為澳元助力

澳元兌美元第2季預計波幅範圍

0.6500 至 0.7000

**概述** 環球通脹有所緩和之際，澳洲整體通脹壓力仍大，最新通脹率仍處於7.8%的高水平，央行還有加息需要。但是，澳洲央行仍維持謹慎作風，貨幣政策傾向鴿派。預期央行將繼續推行逐步加息的政策，同時關注當地的經濟表現以作調整。中國於去年12月放鬆防疫政策，預期有效加快當地經濟恢復的速度。因此，對作為經濟伙伴的澳洲來說，將有利澳洲中長線的經濟發展。而澳洲作為全球最大鐵礦石的出口國，有關價格將影響澳洲整體經濟表現。鐵礦石價格於去年11月見底回升，料將繼續穩步上漲，有利澳元表現。

澳元兌美元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2023年3月

澳洲主要經濟數據表現	時段	數值(%)
國內生產總值(GDP)	第4季	2.7(按季年率)
失業率	2月	3.5
零售銷售	1月	1.9(按月)
消費物價指數(CPI)	第4季	7.8(按年)

資料來源：路透社，數據截至2023年3月

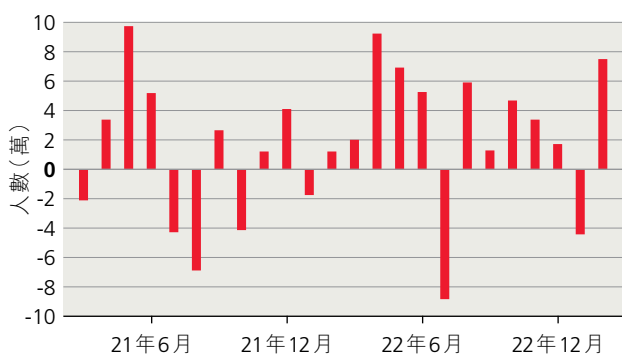
### 澳洲央行貨幣政策仍趨謹慎

澳洲央行於2月議息會議中加息25個基點，並在會議紀錄中反映委員會成員的貨幣政策轉至鷹派，他們認為未來幾個月可能須要進一步提高利率，市場亦因此估計有關利率峰值亦由之前的3.6%大幅上調至4.2%。及後，澳央行於3月份的議息會議中加息25個基點至逾10年高位3.6%，但該行意外地暗示政策緊縮可能接近尾聲，令早前的鷹派前景減弱，澳元應聲下跌。由此可見，澳洲央行的貨幣政策立場仍傾向鴿派，預期短期的加息決定將根據美聯儲的步伐，且表現得非常謹慎。

### 經濟數據仍是決定加息步伐的關鍵

上文提及央行上季的鴿派轉向，其中一個主要原因是當地薪資升幅創10年高位，但仍遜於市場預期。這不但提高經濟軟著陸的可能性，同時也緩解央行大舉加息的壓力。另外，在住房建設和天然氣成本上升的帶動下，澳洲第4季的CPI按年升7.8%，高於前值且整體通脹仍然處於高位，令澳洲央行短期仍有加息需要，料刺激澳元中長線表現。

### 澳洲全職就業人口變化

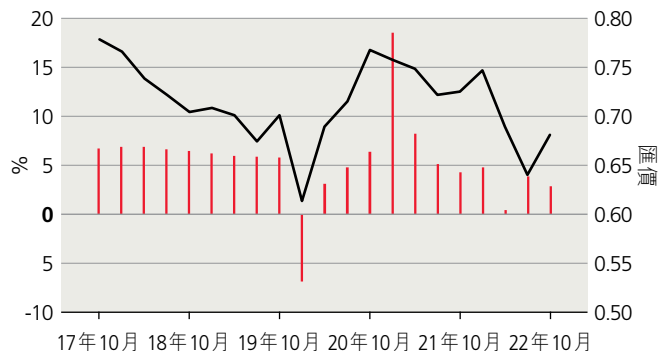


資料來源：路透社，數據截至2023年3月

### 中國經濟回歸有助澳元中長線表現

中國於去年12月放鬆防疫政策，並接著取消對所有入境旅客的檢疫要求，令市場期待疫情措施鬆綁有助中國經濟恢復。中國及澳洲的貿易關係密切，若中國經濟如預期般反彈將有利澳元中長線表現。但實際來說，中國經濟或須幾個月才能回歸疫情前的水平，因此對澳元的短期表現僅是有限度幫助。

### 中國按年GDP及澳元匯價的關係性



資料來源：路透社，數據截至2023年3月

### 鐵礦石價格穩定上升帶動澳洲出口表現

澳洲出口到中國的62%鐵礦石價格自去年11月觸及80美元的2年半低位後，出現觸底反彈並於3月重上約130美元水平。明顯地，中國推行優化疫情防控措施後為鐵礦石帶來強勁的助力，有關出口價格的上升將帶動澳洲整體出口及經濟表現，有利澳元的短期走勢。



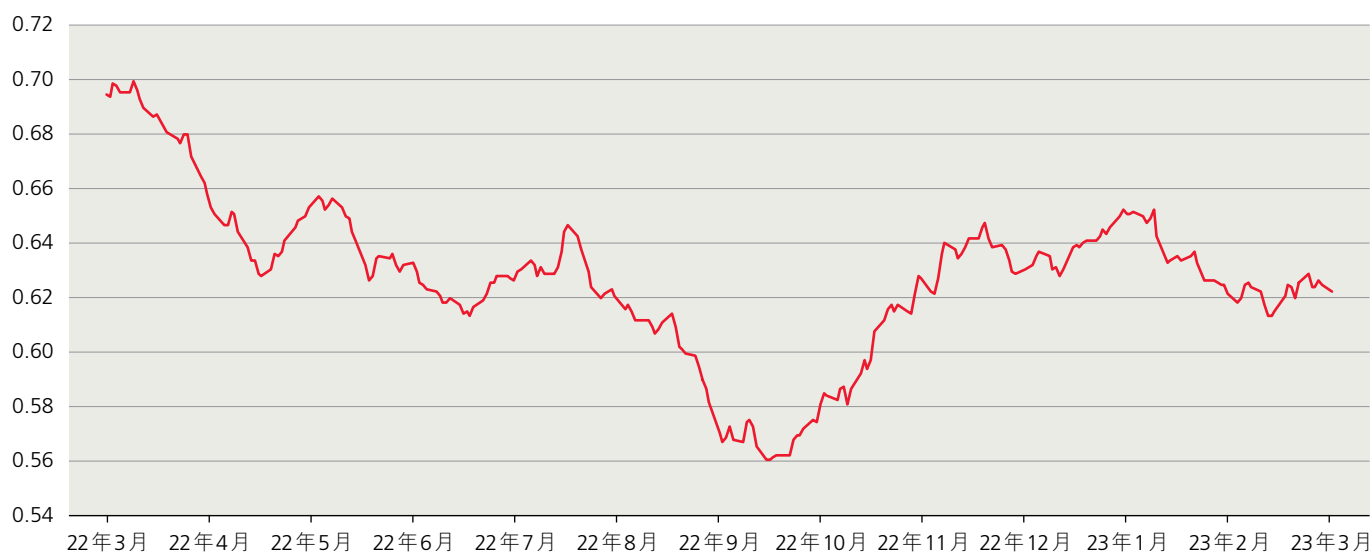
## 持續加息後通脹仍高企且經濟見萎縮

紐元兌美元第2季預計波幅範圍

0.6100 至 0.6600

**概述** 在紐西蘭央行去年激烈的加息後，整體通脹仍然高企，當地1月份7.2%的按年通脹率仍然為高。此環境下，央行理應以加息應對。但是，隨著3月份歐美發生的金融業動盪，各大央行均調整貨幣政策，加上紐西蘭的經濟於急劇加息過後出現放緩跡象，令央行之前的鷹派加息計劃有所動搖。預期於遏抑通脹及預防經濟衰退的平衡下，央行將緩慢加息，以防出現經濟持續萎縮的情況。當然紐西蘭整體的經濟基礎仍未算太差，若出現經濟衰退，亦只屬較淺層。另外，預期乳製品出口價格短期將保持平穩向上，有助穩定國內經濟及紐元匯價表現。

紐元兌美元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2023年3月

紐西蘭主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第4季	2.2 (按年)
失業率	第4季	3.4
零售銷售	第4季	-0.6 (按季)
消費物價指數 (CPI)	第4季	7.2 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2023年3月

### 料紐西蘭央行將隨美聯儲放慢貨幣緊縮步伐

紐西蘭央行於2月的議息會議中將隔夜拆款利率升50個基點至4.75%的逾14年高位，並表示因通脹率仍然過高，將計劃進一步收緊貨幣政策，並於2023年達至利率峰值5.5%。但是，隨著歐美發生金融業的信心事件，加上經濟數據反映紐西蘭經濟正急劇放緩，市場預期紐西蘭央行將跟隨美聯儲放慢加息腳步。紐西蘭的通脹雖未見回落跡象，但受制加息或經濟衰退的風險，預期央行將以緩慢速度加息遏抑通脹。



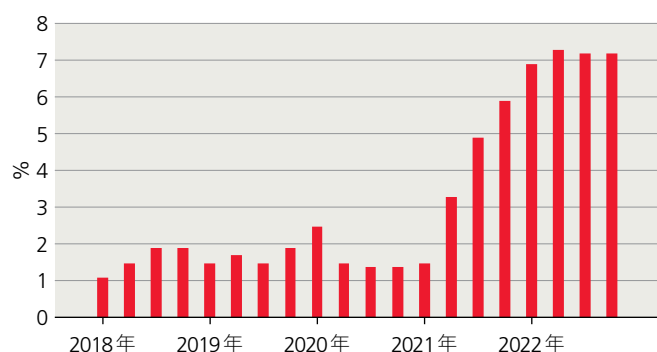
### 通脹壓力短期料繼續高企

紐西蘭通脹自2021年上升，由2021年1月的1.5%，升至去年7月7.3%的峰值。而最新的經濟數據反映出當地1月份的按年通脹率為7.2%，仍處於較高水平。雖然紐西蘭央行去年激進地加息，但通脹遲遲未見下跌，加上未來該行或會因經濟衰退風險的考慮而減慢加息，料將進一步限制通脹回落的幅度，最終令紐西蘭的通脹水平較難見明顯回落。

### 進取加息過後見經濟萎縮

紐西蘭央行去年大舉加息，不僅未有令通脹大幅回落，還見經濟收縮的現象。紐西蘭去年第4季的GDP年率為2.2%，低於預期的3.3%及第3季度的6.4%，按季表現則下跌0.6%，表示當地經濟正在收縮。暫時來說，有關經濟收縮的情況雖未致於是經濟衰退，但明顯仍存在著風險。紐西蘭整體的經濟基礎不算太差，預期有關風險僅屬較淺層的衰退。

#### 紐西蘭CPI

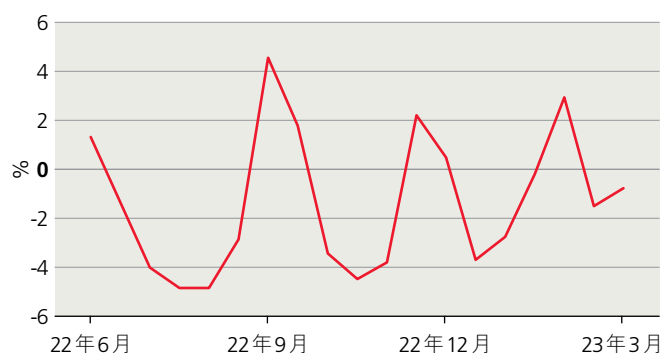


資料來源：路透社，數據截至2023年3月

### 乳製品價格平穩向上有助穩定經濟

紐西蘭的出口佔主要經濟組成的兩成多，而當中以肉類、奶製品等農產品為主，構成當地的經濟基礎。乳製品為紐西蘭最大的出口商品，所以其出口價格影響紐西蘭的經濟表現。乳製品為必需品，整體需求一向變化不大，令有關出口價格較其他商品穩定，在這條件下將有助穩定紐西蘭經濟及紐元匯價的表現。

#### 紐西蘭乳製品價格 (按月)



資料來源：路透社，數據截至2023年3月



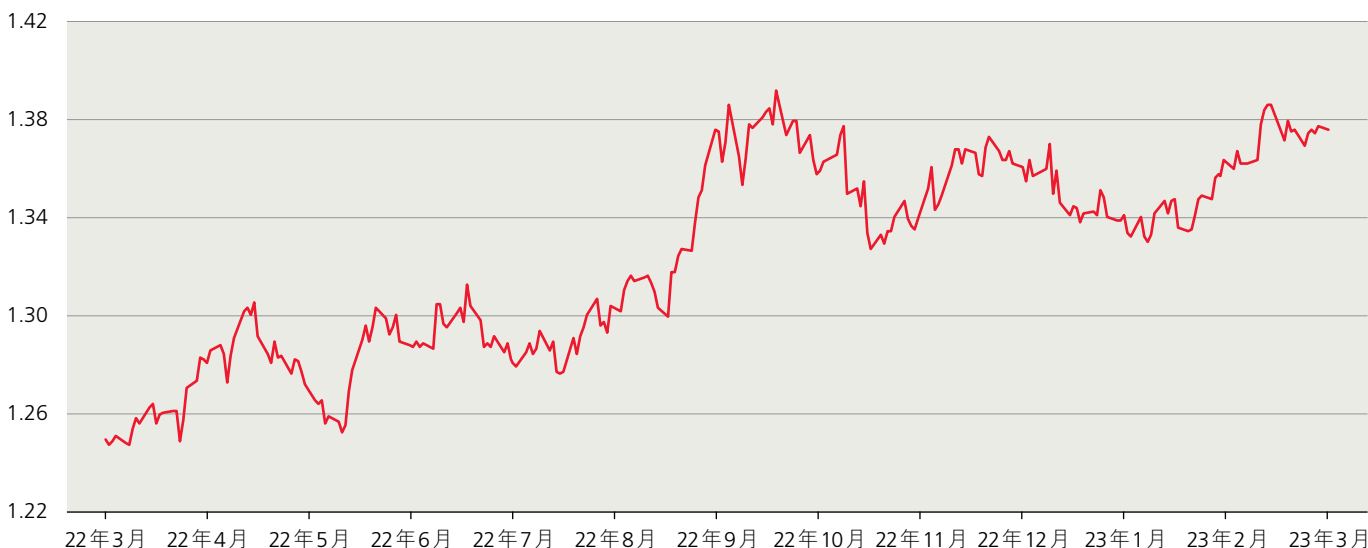
## 加央行暫停加息且油價走勢向下將削弱加元走勢

美元兌加元第2季預計波幅範圍

1.3200 至 1.3700

**概述** 加拿大通脹見緩和跡象，該行於3月份議息會議中維持利率不變，成為首個暫停貨幣緊縮行動的主要央行。該行在過去一年內已累計加息425個基點，有關行動明顯已於經濟體系中發揮功效，令當地通脹率由去年8.1%峰值回落至目前的5.3%，比美國的通脹率還要低。於通脹持續回落的預期下，料央行將放慢加息腳步，短期再加息的機會不高。與此同時，若其他央行繼續加息，加拿大央行的鴿派貨幣政策立場或會降低加元的中期吸引力，表現落後於其他非美貨幣。油價方面，中國經濟疫後反彈及航空燃油需求復甦應能夠改善油價的基本面，但隨著歐美銀行業發生信貸危機，令市場擔心經濟衰退的可能性，導致油價近期受壓，且限制短期上升幅度。因此，在加央行的鴿派立場下，加上預期油價對於加元的助力有限，料加元短期的走勢較中性，主要是因為美元或因暫停加息而變得疲軟，間接有利加元走勢。

美元兌加元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2023年3月

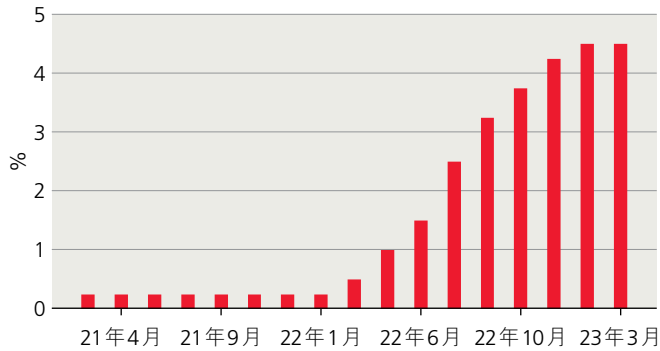
加拿大主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第4季	0 (按季年率)
失業率	2月	5
零售銷售	1月	1.4 (按月)
消費物價指數 (CPI)	2月	5.2 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2023年3月

### 加拿大央行加息週期已到尾聲

加拿大央行於3月的議息會議中表示，因為當地價格壓力回落而維持指標利率於4.5%不變，並同時繼續其他的量化緊縮政策。該行成為首個暫停貨幣緊縮行動的主要央行。在過去一年，加拿大央行已連續加息8次以抑制通脹，合共加425個基點。而當地的年化通脹率亦因此從高位回落。在通脹壓力大大減低的環境下，預期加央行於今年內再調高利率的機會很小，而同時大幅減息的機會亦不大。

加拿大基準利率



資料來源：路透社，數據截至2023年3月

通脹見放緩跡象，數據對加元影響力漸減

加拿大央行在過去一年內以創紀錄的速度累計加息425個基點，目的只是要對抗遠高於其目標的通脹水平。然而，收緊貨幣政策明顯已於整個經濟體系中發揮功效，當地整體通脹率已由去年6月的8.1%峰值，回落至今年2月的5.3%。加拿大最新的通脹水平已明顯低於美國，預期加央行的貨幣政策將會於打擊通脹及維持經濟中取得平衡，放慢加息腳步，令當地通脹數據對加元的影響性漸漸下降。



銀行業風波及衰退風險令油價基本面受挫

隨著中國經濟疫後反彈及航空燃油需求的復甦令油價基本面改善，理論上會加大石油的需求且能夠支撐油價的整體表現。但是，最近市場對歐美銀行業危機的擔憂，進一步推升經濟衰退的可能性。這些風險情緒擾亂了市場，投資者逃離風險較高的資產，而令油價不跌反升。預期國際油價在銀行業的緊張情緒消退前仍有下行壓力，短期上升幅度有限。

原油期貨價格表現



資料來源：路透社，數據截至2023年3月

經濟按季增長見零，令人關注衰退風險

在加拿大央行持續加息下，當地的整體經濟表現逐步放慢，而央行曾表示去年第4季的經濟增長亦低於他們的預期。當地去年第4季的GDP在連續5個季度增長之後出現零增長，反映加拿大的經濟仍有機會步入衰退，雖然僅屬於較淺層的衰退，但仍值得留意。



外匯 美元兌離岸人民幣

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

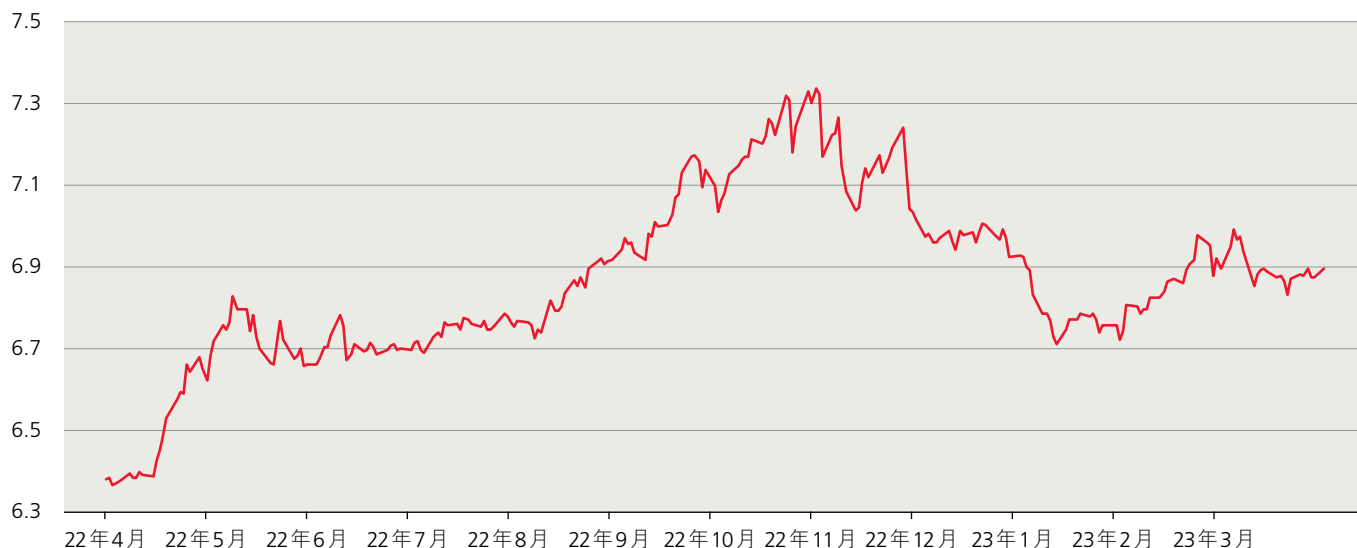
## 復常後經濟前景穩定，利差收窄添優勢

美元兌人民幣第2季預計波幅範圍

6.7700 至 6.9200

**概述** 中國經濟復常，特別是服務業正加快復甦，經濟景氣在擴張區間繼續攀升，當地多項採購經理人指數 (PMI) 均回升至榮枯線上方的經濟增長區域。隨著中國政府將逐步推行各項刺激政策，同時人民銀行或於必要時推行降準及降息等貨幣政策以助經濟向上，今年 5% 的經濟目標大可實現。預期中國相對穩定的增長前景，將成為人民幣適度升值的動力。另一方面，美聯儲在議息會議聲明中暗示將暫停加息，並於往後的時間有降息的可能性，這個鴿派信號將提振作為新興市場亞洲貨幣之一的人民幣。在歐美銀行業仍然動盪的時候，中國相對穩定的金融市場狀況將成為優勢，且支持更穩定的增長前景，加上在中美利差收窄及中國經濟復甦預期的帶動下，料繼續支持人民幣匯價走勢。

美元兌離岸人民幣一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2023年3月

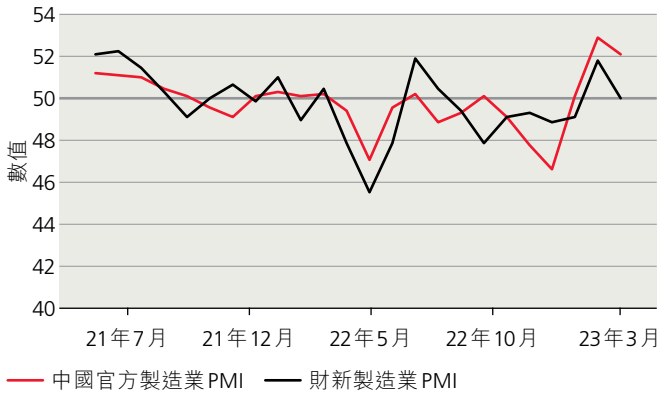
中國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第4季	2.9 (按年)
失業率	2月	5.6
零售銷售	2月	3.5 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2月	1 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2023年3月

### 中國經濟疫後復甦助人民幣表現向好

從中國最近超預期的PMI數據表現可見，中國的經濟正值疫後回暖階段。中國2月官方與財新製造業PMI分別創下近11年和8個月的高位，財新服務業PMI更躍升至半年高，且已經連續兩個月位於榮枯線上方的經濟增長水平。數據向好反映經濟前景正逐步改善，料將增強國際投資者對中國經濟的信心，有利人民幣的短期走勢。

### 中國官方及財新製造業PMI



資料來源：路透社，數據截至2023年3月

### 人行降息機會小但仍有降準空間

中國經濟前景於疫情過後明顯改善，預期政府繼續以刺激國內經濟為大前題，同時實施穩健的貨幣政策，維持匯率的基本穩定性。同時，美聯儲或將暫停加息，因此料人民銀行很大機會藉此推行較寬鬆貨幣政策措施以達到經濟目標。除了繼續減低政策利率外，預期人民銀行今年在必要時或會推行降準及降息等貨幣政策。因此整體來說，降息機會不高但降準的空間仍然存在。



### 市場對今年經濟達標信心滿滿，著重增長質量

中國政府工作報告中公布今年的GDP增長目標為5%，有關目標雖較為務實且略低預期，但同時也增大了市場對政府實現目標的信心。隨著中國經濟回暖，預期政府將逐步推行各項刺激政策以實現其目標，同時穩定增長的質量。

### 美聯儲暫停加息信號將為人民幣帶來息差優勢

美聯儲正面臨抗通脹及解決銀行業危機的兩難，於3月加息25個基點後暗示或將暫停加息，人民幣飆升並刷新近一個半月新高接近6.8水平。美聯儲的貨幣政策轉向或意味著美元逐步走弱的拐點已至，同時亦能預視中美利差或將收窄。與美國息差有望逐步收窄的優勢，加上中國經濟復甦預期，料將繼續為人民幣提供上升動力。

### 中國與美國十年期債息走勢



資料來源：路透社，數據截至2023年3月



## 壁壘分明

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

## 壁壘分明

上季標題是《否極泰來》。成功預測債市在去年全面下跌後反彈，風險角度上整體債市表現優於股市。衰退同時加息時收益率曲線倒掛將出現逆轉，債券分類指數中信貸評級與表現成正向關係，彼此提供了可取的投資操作。加息週期尾聲往往是投資債券最佳切入點。違約風險處於高位，投資級別債券較高息債券表現較佳。過去預測大致與今天結果相若。

本季標題是《壁壘分明》。常言市場風險愈高，投資策略便愈清晰。尤其當拐點漸現，資金「歸邊」趨勢下只要順勢而行，目標可期。各地加息週期進入尾聲，歐美經濟衰退甚囂塵上，銀行、房市及高息債券泡沫爆破風險攀升，東西

方經濟增長落差擴大等，預期主要利率及收益率將大幅波動，各地區違約率此起彼落。形成各類債券走勢差異，反而造就出不同投資機會：「債優於股」、「美債優於歐債」、「IG 優於 HY」、「美債曲線正常化」及「亞洲債市向好」。壁壘分明下路徑清晰，靈活敏捷中風管為先。

### 上季指數表現及資金流向呈現拐點

從利率及經濟預測到各資產市場氛圍下，上季得出「債優於股」的策略定案（詳情請參閱上季《宏觀策略》章節）。根據彭博全球累計債券指數、MSCI 世界股票指數、標普高盛商品綜合指數及貿易加權美元指數代表各投資市場季內表現，結果如下：

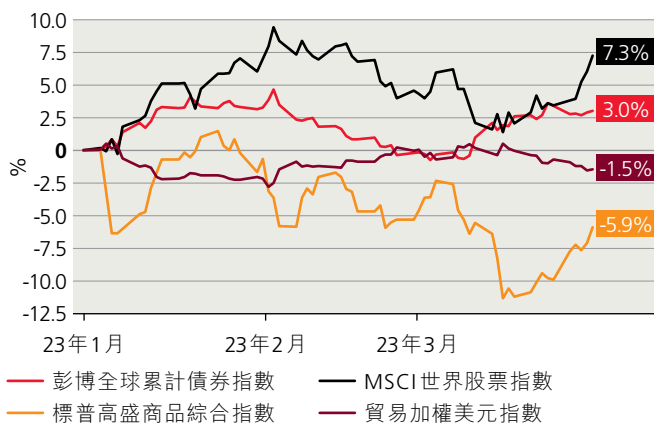
時段	指標	彭博全球累計債券指數	MSCI 世界股票指數	標普高盛商品綜合指數	貿易加權美元指數
1月	月內回報 (%)	3.3	7.0	-0.7	-2.2
	年化回報 (%)	47.3	125.3	-7.6	-23.1
	年化標準差 (%)	7.1	13.2	21.0	5.3
	年化回報與風險比例	6.6	9.5	-0.4	-4.3
2月	月內回報 (%)	-3.3	-2.5	-4.0	2.3
	年化回報 (%)	-33.3	-26.5	-38.7	31.0
	年化標準差 (%)	7.8	12.4	18.9	6.2
	年化回報與風險比例	-4.3	-2.1	-2.0	5.0
3月	月內回報 (%)	3.2	2.8	-1.3	-1.5
	年化回報 (%)	45.3	39.8	-15.0	-16.8
	年化標準差 (%)	8.2	15.3	20.6	6.2
	年化回報與風險比例	5.5	2.6	-0.7	-2.7
季內	季內回報 (%)	3.0	7.3	-5.9	-1.5
	年化回報 (%)	12.6	32.3	-21.6	-5.7
	年化標準差 (%)	8.0	13.8	20.0	6.0
	年化回報與風險比例	1.6	2.3	-1.1	-1.0

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

## 債券

以年化回報與風險比例作指標，結果顯示除了2月，不論按月或按季股票及債券市場較商品及貨幣市場表現優異，反映去年熾熱的商品及美元急速降溫，股票及債券市場物極必反之勢。集中觀察股票及債券市場，按季股市表現優於債市。但按月表現更能反映季內利率及銀行危機等問題糾纏著股市。1及2月股市氣氛受惠中國復常，MSCI世界股票指數升至季內高位。到了3月，忽然傳出銀行危機及美國加息25基點，股市逐步回吐而波幅較前月上升，避險情緒轉投債市。另外，債市年化標準差全數較股市低，反映不明朗因素交織下，風險角度上債券表現較可取。預期銀行危機餘波未了，加上美國衰退甚囂塵上，本季仍以「債優於股」策略為主軸。

## 各資產指數代表季內變化

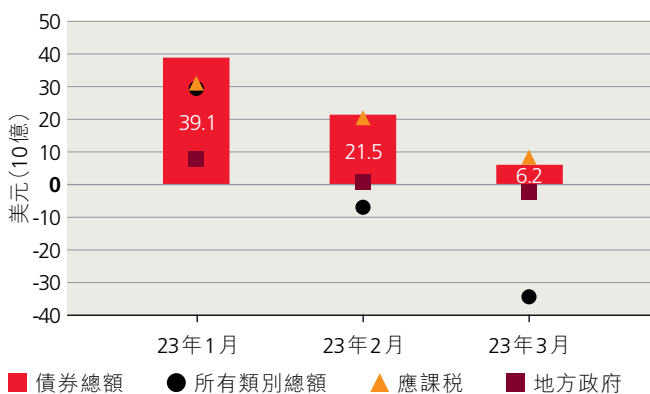


資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

除了指數表現，美國投資公司協會提供截至3月29日數據顯示，首3個月在美註冊的開放式（Open-end）基金及交易所買賣基金（ETF）之債券類別總資金流入共約668億（美元，下同），比較同期所有類別（包括債券及商品類等）資金流出約123億形成強烈對比，而且首3個月全數錄得流入，反映投資者預期利率見頂及多項不明朗因素下陸續避險，「棄股投債」狀況尤其明顯（詳情請參閱《股票》章節）。

債券類別中細分應課稅（例如企業債券）及地方政府兩個次類別，季內兩者分別流入604及64億，比例上9比1分佈反映資金偏好企業債券，尤其投資級別債券。利率風險敏感度較高的政府債券雖然熱度猶存，但3月錄得流出23億反映市場對利率預測仍然分歧，信貸類債券較為吸引。

## 美國註冊開放式基金及ETF按月交易額數據



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2023年3月31日

上述指數及資金流彷彿呈現國際資金正以避險為主流。預期加息週期進入尾聲，隨之而來是經濟放緩甚至衰退。上季起已從多個角度分析，這是不能避免的歷史循環，投資者只能逆來順受，預早安排組合及策略準備。回應本報告其他章節的主軸：未來投資主題將由「加息」轉向「衰退」，債券將成為未來資產組合的主骨幹。

## 衰退主題下債券組合策略及操作

## 勉強加息只是畫蛇添足

《宏觀策略》章節中分析美聯儲迅速透過貼現窗工具，向中小型銀行提供大量流動性以緩解銀行危機，但代價是將去年「縮表」努力砍掉一半。頓時增加流動性更有可能導致通脹回升，迫使延後加息週期，同時會抵銷拯救銀行業成效，兩難下造成惡性循環。

美聯儲抵住各方壓力下3月仍然加息25基點，參考當中點陣圖顯示投票結果以年內最少再加息25基點為主（18中有10票）<sup>1</sup>，市場大部份預測將在5或6月出現。暗示美聯儲有信心不須改變利率導向而解決銀行危機，換句話說通脹仍是決定利率的主要因素。

上季提出透過實質利率的相對性概念，而非名義利率或所謂2%通脹目標的絕對性概念，去預測利率走向，數據分析上亦較穩妥及減低資金炒作的噪音，內容在此不再累贅（詳情可參閱上季《宏觀策略》章節）。

<sup>1</sup> 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20230322.pdf>



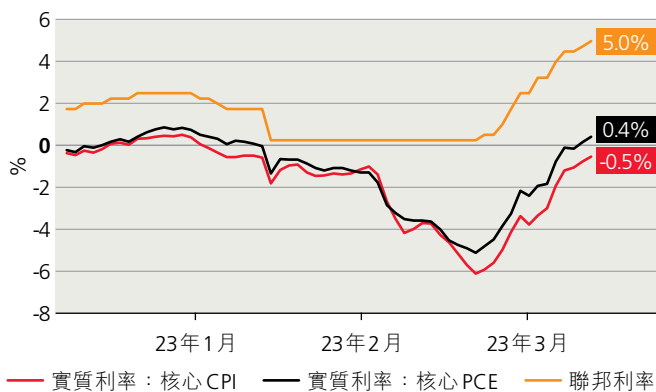


經濟學上實質利率反映國民購買力，亦應與實質經濟增長匹配。根據截至3月31日聯邦利率上限為5%，減去美聯儲利率決策為依歸的核心個人消費支出(PCE)4.6%，實質利率便是正0.4%，剛好與美聯儲3月公布預測年內經濟增長0.4%匹配，暗示未來應該停止加息。就算短期內核心PCE反彈，料再加息25基點便足夠應付。如以坊間談論較多的美國核心通脹(消費物價指數，CPI)為計算指標，結果為負0.5%。如果再加息25基點，只要核心CPI下降多25點子，實質利率便會歸零，未來勉強加息是否畫蛇添足？

再者，如未來經濟進一步放緩，核心CPI及PCE隨之下降，實質利率自然上升，如水平超過實質經濟增長，流動性過度收緊反而進一步打擊經濟。更甚是當衰退出現時，美聯儲理應減息而非加息，以配合通脹及經濟下滑。未來美聯儲委員再高調討論所謂「未達2%通脹目標」又是否多此一舉？

就算銀行危機再度惡化，利率變動影響經濟層面始終太大，亦未能對症下藥。預期美聯儲將堅持透過銀行定期融資計劃(BTFP)定向「放水」，同時加碼每月「縮表」規模以回收額外流動性，減低間接刺激通脹反彈風險。

**美國實質利率及聯邦利率**



資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

**成功預測切入點及曲線倒掛逆轉**

根據上述分析，確立美聯儲上半年結束加息週期為基礎，下一步便錨定(Anchoring)切入點及美國國債收益率，再制訂未來債券組合及操作。



## 債券

上季已成功預測加息週期尾聲便是投資債券的最佳切入點，理據在此不再累贅。彭博累計債券分類指數按季表現全數上升便是最佳佐證：

指數	季內表現 (%)	指數	季內表現 (%)
全球通脹掛鈎	4.47	美國累計	2.96
美國高息企債	3.57	美國綜合	2.93
美國企業	3.50	泛歐高息	2.89
全球信貸	3.33	政府相關機構	2.88
美國政府/信貸	3.17	亞太累計	2.75
全球高息	3.15	美國 MBS	2.53
全球國債	3.08	泛歐洲累計	2.23
加拿大累計	3.07	新興美元累計	2.15
全球累計	3.01	歐元累計	2.09
美國國債	3.01	中國累計	0.87

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

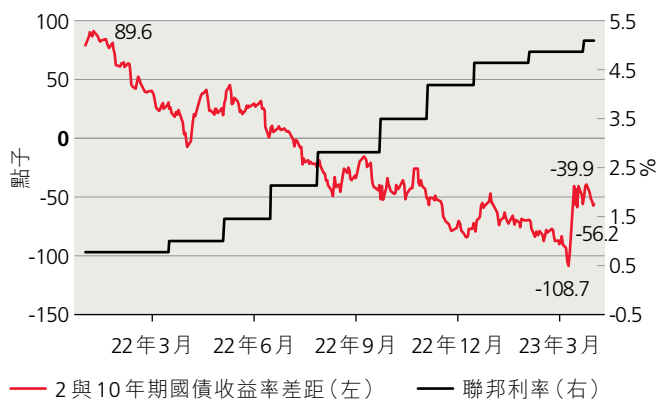
只要相信年內正式結束週期，未來不論加息速度或幅度，應延續上季增持債券策略以爭取穩定回報，尤其投資組合中股票比例偏高的投資者，以減低負面因素對組合衝擊（詳情可參閱《股票》章節）。重申本季「債優於股」策略為主軸。

當確立增持切入點，收益率曲線倒掛（長期較短期收益率低）便是下一個關鍵。上季已成功預測衰退前美國國債收益率曲線倒掛幅度將逐漸收窄，直到衰退重臨時2與10年期收益率差距便回歸正數，理據在此不再累贅。

參考美國2與10年期國債收益率差距自去年初至上季表現，隨美聯儲去年3月開始加息，收益率差距便拾級而下，倒掛更始於去年7月5日便持續至今。差距由去年1月7日最高89.6（點子，下同）持續下跌至今年3月8日最低負108.7後逆轉。事有湊巧，3月8日是矽谷銀行（Silicon Valley Bank, SVB）宣布增資22.5億美元以強化資產負債表<sup>2</sup>，消息震驚市場並揭開銀行危機序幕。之後收益率負值開始減少至負39.9後以56.2季結，較最低點差不多少一半。

雖然沒有量化數據支持，但質化因素暗示市場認為銀行危機是邁向經濟衰退第一步，或許收益率曲線倒掛初見逆轉便是最佳證明。

## 美國收益率差距及聯邦利率



資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

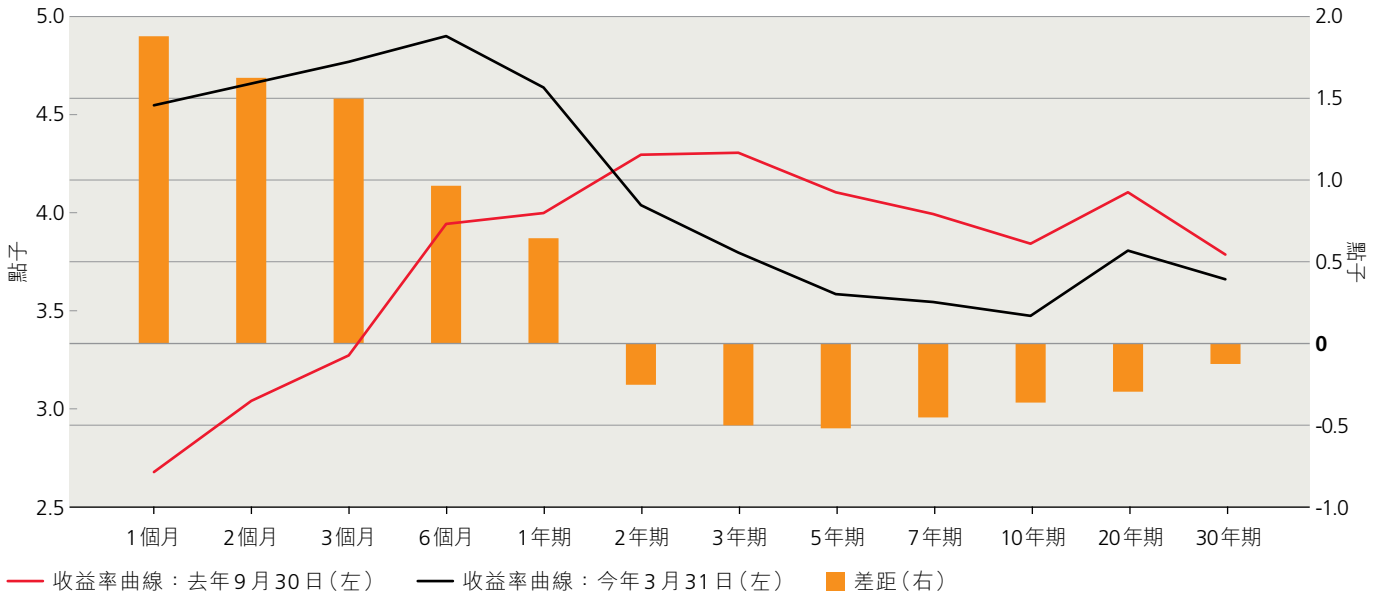
## 「久期中性」策略的優勢

當確立以上基礎後，下一步是投資操作。投資策略上當收益率曲線正常化（收益率差距由負轉正）過程中，「久期中性」策略（Duration-neutral strategy）是較可取操作之一。「久期」指債券價格對利率變化敏感度，債券年期是最重要影響因素之一。「中性」是指債券價格不受利率變化方向及時間影響。合併兩者即是透過調配債券組合成份以達至組合不受利率影響下賺取穩定回報。

利率變化是被動因素，但調配組合年期是主動操作。融資市場中各利率存在牽引性，美聯儲透過聯邦利率變化傳導至其他利率，包括存款利率及債券收益率。當利率間差距太大，市場自然會利用套戥操作收窄差距至「合理」水平，所以利率穩定性是公私營合作的成果。「合理」與否當然因時制宜，例如上述衰退前夕收益率差距由負轉正便是一例。

<sup>2</sup> 見矽谷銀行網站，<https://ir.svb.com/news-and-research/news/news-details/2023/SVB-Financial-Group-Announces-Proposed-Offerings-of-Common-Stock-and-Mandatory-Convertible-Preferred-Stock/default.aspx>

美國國債收益率曲線及其差距



資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

參考美國國債收益率曲線(以下簡稱「曲線」)在去年9月30日與今年3月31日變化及當中各年期收益率差距，觀察結果如下：

- 9月30日曲線呈現出輕微倒掛，拐點在3年期以後，當中10年期收益率偏低；
- 3月31日曲線呈現出明顯倒掛，收益率由6個月至10年期遞降，跌幅較去年9月更大；
- 兩條曲線收益率差距在2年期起由正轉負，亦是市場普遍衡量倒掛的起點。

以衰退前曲線正常化為預測基礎，未來曲線將出現扭動(Twist)走勢。根據以上觀察，曲線最有可能以2至3年期作支點，2年期以上收益率遞升同時2年期以下驟降，仿如搖搖板動態作修正，直到2與10年期收益率差距重回正數。因收益率與債券價格成反比，以上走勢將惠及2年期以下債券，相反2年期以上將受壓。因此債券組合應以年期為標的，按加權比例增持受惠同時拋售甚至沽空受壓債券，直到組合加權平均久期值(敏感度)維持在約3年期左右。回應上述觀察，2至3年期應該是扭動走勢中變化最小(支點)，即受利率影響最小的年期(「中性」的意思)。

另外注意在扭動修正時，如果同時出現滑移(Shift)走勢，即整體曲線以接近平衡方式上下移動。操作上除了關注各收益率變化方向，亦須注意其幅度及比例，再決定增持及拋售金額，即所謂「對沖比例」(Hedge ratio)，不過操作上較複雜，在此不作詳述。當然「久期中性」操作除了透過年期調配，亦可以信貸水平及票息組合變化等調控達標，在此都不作詳述。

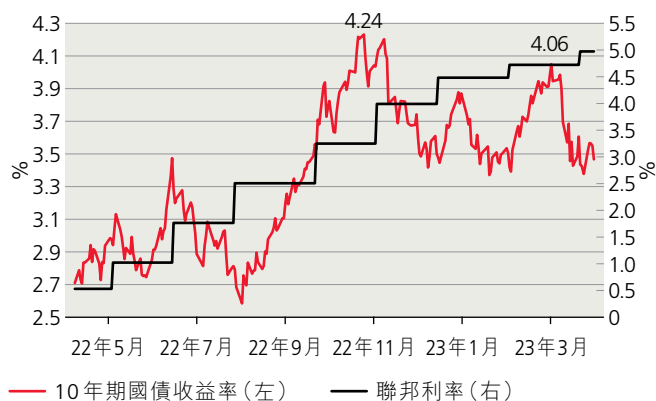
### 10年期國債收益率作指標

分析了客觀環境及策略操作，下一步便是幅度或操作範圍。曲線正常化指2與10年期差距由負轉正過程，當中取決於2及10年期收益率變化的相對比例，而非絕對數值或概念上搖搖板般背馳走勢，例如兩者同時下滑(Shift)但2較10年期幅度較大，即下滑與扭動(Twist)並存的狀況。以此模擬兩項收益率不同變化比例及方向，可能出現的結果數目將非常龐大，兩項以上更以幾何級數遞增，因此錨定一個座標再調配債券成份更實際。

10年期國債收益率常被市場視作參考曲線變化指標，除了在債市成交量名列前茅，亦與聯邦利率相關性偏高強有關。過去成功預測美國10年期國債收益率將趨升至4.3%登頂，現實是收益率在去年10月24日高見4.24%後反覆下跌，上季曾升至4.06%後又再下跌，反映市場預測加息週期完結漸濃，呈現在收益率拾級而下走勢。

## 債券

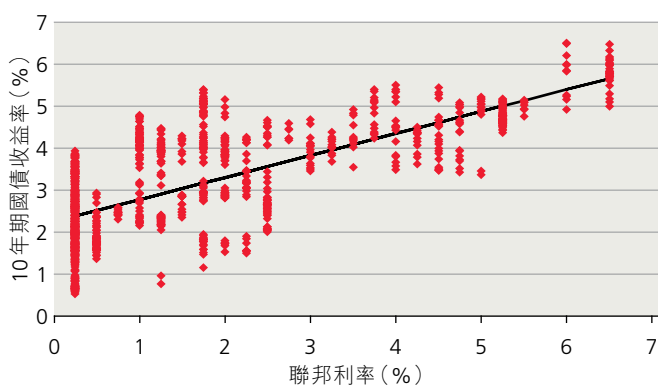
美國 10 年期國債收益率及聯邦利率



資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

市場普遍預期美聯儲再加息1次25基點便結束本次週期（即5.25%），而利率期貨預測12月聯邦利率上限將降至4.5%。以這兩項預測為界線，透過迴歸分析抽取自2000年起按週聯邦利率，再推算10年期國債收益率之合理區間，結果顯示10年期收益率應徘徊在3.7及4%之間。

美國 10 年期國債收益率與聯邦利率之迴歸分析



資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

最後利用此區間為界，以2與10年期收益率差距「歸零」作基礎，並以季結時2及10年期國債收益率分別約4及3.5%作綜合分析，推測未來10年期收益率上升而非2年期下降機會較大，而且引述上文2年期是扭動的支點，理論上變化幅度偏低。當10年期收益率升約50點子（接近預測區間上限4%），當時收益率差距亦接近「歸零」。

這便是「久期中性」策略中從無限可能性縮窄機率的操作路線圖。當然以上假設今天客觀因素不變，但銀行危機惡化、美國經濟急挫或俄烏戰事升級等出現時，便須隨時修正預測。

## 其他因素：去美元化不利美國國債

## 去美元化牽動減持美國國債

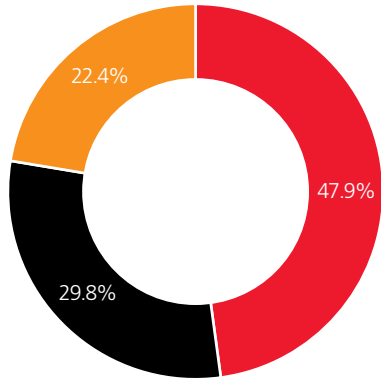
上季分析俄烏戰事爆發後，世界上「去美元化」之聲此起彼落，尤其以人民幣取代美元作為環球主要貨幣呼聲最高。本報告已分析當前貿易、儲備及投資貨幣層面上，根本不可能短期內撼動美元的江湖地位，而且當前中國經濟發展中人民幣過早居首或存在太多不穩定性及並無必要性（詳情可參閱《宏觀策略》章節）。引用外交部長秦剛在外長記者會中，被問到未來中俄貿易是否放棄使用美元時表示<sup>3</sup>，「甚麼貨幣好用、安全又信得過，就用甚麼貨幣。國際貨幣不應成為單邊制裁的殺手鐮，更不應成為霸凌脅迫的代名詞」。

參考截至去年12月美國國債持有人比例數據顯示，美國國債總額達24.6萬億（美元，下同），當中佔比最大是「其他持有人」（金融及各地政府機構為主）佔47.9%，海外持有人（其他國家外匯儲備）及美聯儲分別佔29.8及22.4%。結果反映近8成國債是非美聯儲持有，換句話說美國國債十分依賴其他國家及機構資金。形勢如「去美元化」般逆轉，美債需求下跌將不單影響美國財政運作，亦對美元及利率等金融因子造成負面影響，後續波及全球金融市場。

<sup>3</sup> 見文匯報網站，<https://www.wenweipo.com/epaper/view/newsDetail/1633173174449475584.html>



美國國債持有人分布百分比



■ 其他持有人 ■ 海外持有人 ■ 美聯儲

資料來源：彭博，數據截至2022年12月

「海外持有人」中首10個國家持有金額及佔比數據如下：

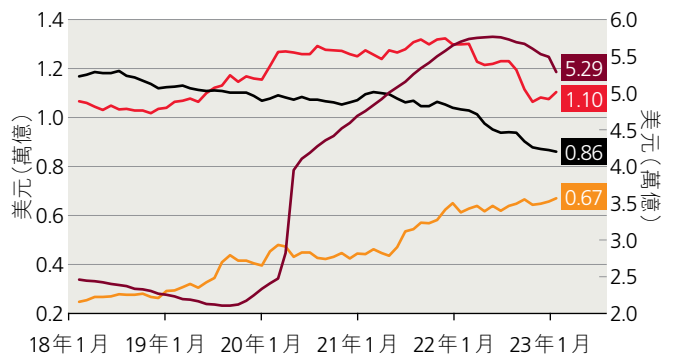
總額 (10 億美元)		佔比 (%)
海外持有人	7,402.5	100
國家	金額 (10 億美元)	佔比 (%)
日本	1,104.4	14.9
中國	859.4	11.6
英國	668.3	9.0
比利時	331.1	4.5
盧森堡	318.2	4.3
瑞士	290.5	3.9
開曼群島	285.3	3.9
加拿大	254.1	3.4
愛爾蘭	253.4	3.4
台灣	234.6	3.2

資料來源：彭博，數據截至2023年1月

日本及中國是世上最大兩個持有美國國債國家(佔超過25%)，兩國持續減持將明顯影響美債穩定性，觀察首10個國家中預期只有英國及加拿大在實力及與美國關係上可填補空隙，但力量存疑。以上預測並非子虛烏有，參考美聯儲及首3名國家過去5年持有量走勢比較，日本已由2021年11月最高1.33萬億下降至今年1月1.10萬億，中國更明顯由最初1.17萬億間歇地持續減持至去年4月跌破1萬億關口，今年1月更只有約8,600億。反觀第3位英國，由不足3,000億提升至今年1月約6,700億。以此趨勢，未來英國好可能取代中國成為第2大持有國。

綜合去年至今數據，中日共減持3,800億，但英國只增持200億，相差19倍。哪個國家及機構能填補此缺口？這訊息對全球金融市場帶來啟示，亦對美債發出警號。美債收益率曲線有可能超出預期般上升，債息波動亦不利美國經濟增長。

美聯儲及其他國家持有美國國債金額



— 日本(左) — 中國(左) — 英國(左) — 美聯儲(右)

資料來源：彭博，數據截至2023年1月

各央行正加快增持黃金

各國外匯儲備中黃金比例正在上升。世界黃金協會報告中表示<sup>4</sup>，在金本位制度及布雷頓森林體系崩潰後各大央行大量減持黃金，但2008年全球金融危機扭轉了形勢。2010年起整體中央銀行每年都成為黃金淨買家，尤其來自新興市場國家。2010至去年底央行們持金量增加6,815噸，儲備超過35,000噸，幾乎佔地球庫存5分之1。預期央行需求仍在遞增，尤其在危機時期、長期保值及高流動性中扮演關鍵角色。

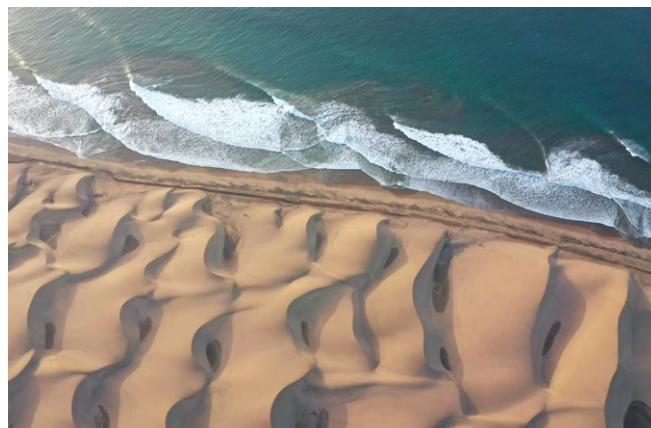
<sup>4</sup> 見世界黃金協會網站，<https://www.gold.org/goldhub/research/30-years-gold-demand-trends>

## 債券

協會亦提供全球首10個國家外匯儲備持金量及其佔比，數據如下：

國家	噸數	外匯儲備佔比(%)
美國	8,133	67.2
德國	3,355	66.8
意大利	2,452	63.7
法國	2,437	65.6
俄羅斯	2,330	23.8
中國	2,050	3.6
瑞士	1,040	6.6
日本	846	4.0
印度	790	8.0
荷蘭	612	56.3

資料來源：世界黃金協會，數據截至2023年4月



存有最高噸數的是美國，佔其儲備近67%。反觀日本及中國佔比只有4及3.6%，噸數比例更只有美國約10及25%。數據反映中日兩國仍有大量空間以黃金取代美債，暗示對美債而言中日減持是長期不利因素。另一亮點是歐洲各國總存量達10,773噸，高於美國超過3成。反映去年美國持續加息導致收益率攀升，美債價格下跌對歐洲儲備影響實屬輕微。

由去年3月第1次加息至今年2月錄得黃金交易的主要經濟體如下：

國家	2022年											2023年		總數
	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月		
	噸													
土耳其	4.8	5.6	13.3	7.7	11.6	8.9	10.7	8.9	19.3	24.8	23.1	22.5	161	
中國	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	32.0	30.2	14.9	24.9	102	
烏茲別克	-1.2	8.7	9.0	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7	-1.6	-1.2	-11.5	8.1	54	
新加坡	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	44.6	6.8	51	
卡塔爾	0.0	0.8	4.7	0.8	14.8	4.4	12.0	0.0	3.1	0.0	0.0	0.0	40	
伊拉克	0.0	0.0	0.0	33.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	34	
印度	2.5	0.9	3.7	2.8	13.4	0.0	4.1	0.9	0.0	1.1	0.0	2.8	32	
俄羅斯	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	31.1	31	
阿聯酋	0.7	-1.0	0.7	-0.5	0.6	-1.7	10.5	9.3	6.0	-5.0	-1.2	0.0	18	
菲律賓	-5.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.4	0.5	0.9	0.7	0.4	0.0	2	
歐元區	0.9	-0.8	-2.4	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	1.9	-0.2	-1	
德國	0.0	-0.9	-2.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	-4	
哈薩克	-12.1	5.3	6.3	4.3	-11.2	2.0	6.7	2.6	-3.7	-28.7	3.9	-13.1	-38	

資料來源：世界黃金協會，數據截至2023年3月

去年美國持續加息及把貨幣「武器化」以制裁俄羅斯，大部份主要經濟體正積極增持黃金以減低受美國國策對本國儲備的長期影響。14個月內只有3個國家總體減持黃金，增持超過100噸以上更有土耳其及中國，尤其中國自去年11月起每月都明顯增持，與同期減持美債成強烈對比。最後，以上156個數據中正及負數佔46及14%，反映近半數紀錄突顯各央行正加快增持黃金的事實，長期對美債及其收益率不利。

### 高息債券：醞釀著下一個震央

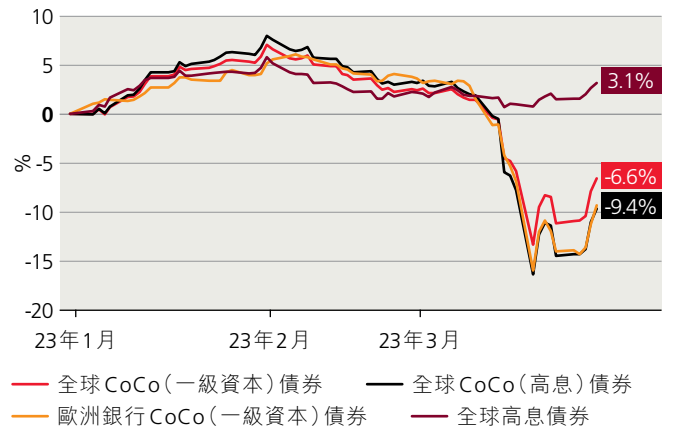
#### AT1 歸零是果非因

當瑞士金融市場監管機構 (Swiss Financial Market Supervisory Authority, FINMA) 宣布被收購之瑞士銀行有關的額外一級債券 (Additional Tier-one, AT1) 全數歸零後<sup>5</sup>，AT1 這名字忽然在市場霧出頭來。

其實AT1債券誕生自2008年金融海嘯後，全球監管當局銳意在規定水平上再提高銀行流動性或資本以保障存戶及投資者，銀行便發行AT1債券補充不足。當中最重要條款之一是當銀行資本水平跌至設定值時，發行人有權將AT1債券撇帳以填補資本要求，持有人有權轉債為股，因此AT1又名為「應急可轉換債券」(Contingent Convertible Bond, CoCo)，部份條款更包括受權監管機構在一定狀況下有權全數撇帳。因條款令持有風險高於普通債券，其風險溢價或收益率普遍較高。

雖然持有人大多為機構或專業投資者，當中少量透過退休金或開放式基金等金融工具被個人投資者持有，但其覆蓋面及受影響金額遠較金融海嘯時五花八門的衍生工具為低，例如抵押債務憑證 (Collateralized Debt Obligation)。暫時未見有其他金融機構因持有AT1出現嚴重損失而倒閉，而彭博各項CoCo債券指數年內表現大幅遜於全球高息債券指數，落差反映危機相對局限，預期本次銀行危機不會如2008年般釀成全球性金融災難。

彭博各應急可轉換債券 (CoCo) 指數及全球高息債券指數表現



資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

話雖如此，歷史上市場參與者在失敗中吸取教訓，但同時學會另辟空隙鋌而走險，而引爆點往往在風險雷達之外。就如去年歐美主要央行執意「暴力加息」，本次銀行危機及瀕臨崩塌邊緣的商業房地產市場已向投資者及監管當局發出警號 (詳情請參閱《宏觀策略》及《股票》章節)，而下一個震央好可能是高息債券市場。多層問題並存將倍增風險，影響將超越今天風險預估水平。

#### 維持「IG 優於 HY」觀點

上季提出信貸違約掉期 (Credit Default Swap, CDS) 市場去年第4季反覆轉向狀態並非正常表現，除了去年因成熟市場過急的貨幣緊縮風險傳導至新興及亞洲市場外，個別行業CDS指數緩慢遞升暗示背後或醞釀風險。因普遍高息債券對CDS變化較為敏感，當時已提醒投資者注意高息債券 (High Yield, HY) 市場，並提出投資級別債券 (Investment Grade, IG) 佔優的「IG 優於 HY」觀點。

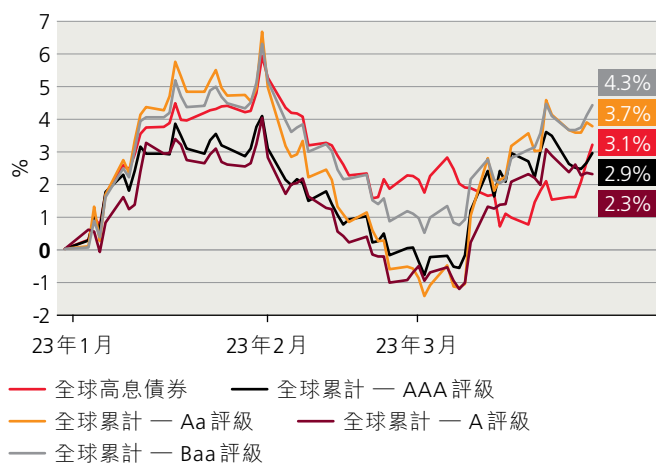
參考彭博全球累計債券分類指數中全球高息債券與各投資評級債券年內表現比較，結果Baa及Aa評級表現更勝HY，而AAA最高評級與高息債券表現相若。不難理解回報相仿但違約率偏低的IG債券佔優，事實亦與上季預測相若。

<sup>5</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/finance/credit-suisse-writes-down-17-bln-bonds-zero-angering-holders-2023-03-19/>



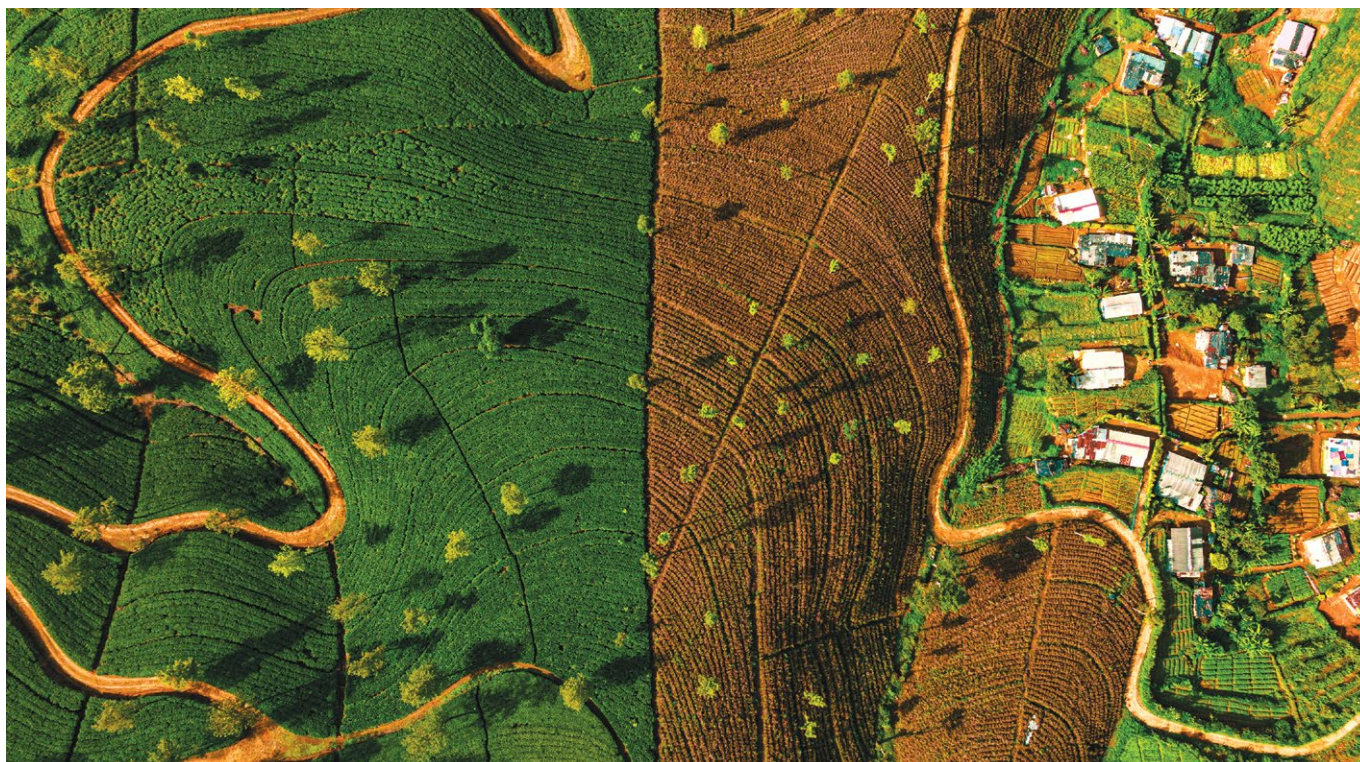
## 債券

彭博全球高息債券及全球累計不同評級債券指數表現



資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

多年量化寬鬆孕育了不少泡沫，超低融資成本刺激全球房價飆升，脫離了民生可負擔範圍，亦增生出龐大高息債券市場。超低利率環境下金融機構為求賺取微薄的利率收入，迫使更寬鬆批出貸款給沒有信貸紀錄，甚至紀錄偏差企業都能取得大量資本。就算營運上任何閃失而資不抵債，都可以利用更高收益率吸引更多風險投資者，甚至透過「表外融資」(Off-balance-sheet financing)，務求以「新債換舊債」形式生存。直到去年歐美央行執意緊縮流動性，惡性循環逐漸浮現，「財務化妝」(Financial make-up) 再不能瞞天過海，違約或倒閉只是時間問題，本次銀行危機便是一例。



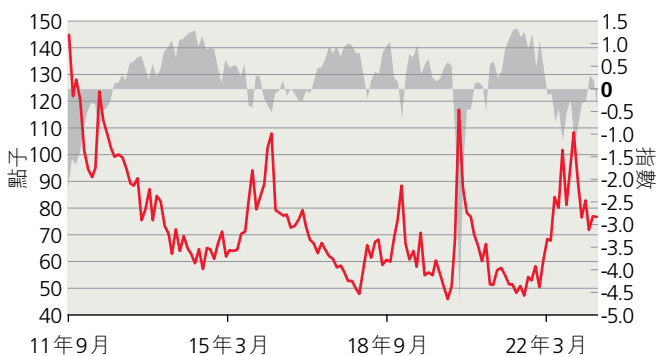
根據以下兩類指數去分析金融狀態對IG及HY債券CDS的影響：

- 彭博金融狀態指數顯示當地流動性狀態，正數為偏向寬鬆，負數為偏向緊張；
- 標普環球 (S&P Global) 提供 Markit CDS 指數顯示各類債券在違約風險中應繳保費 (或可視為溢價)，數值隨違約風險遞升。

美國債市分析結果如下：

- 當前美國金融狀態雖然偏向緊張 (負 0.4)，但遠較 2008 年時可控 (負 9.2) 或出現大規模金融風險機會偏低；
- 2008 年 2 月至今年 3 月按月數據中出現正數約 56%，反映歷年美國金融體系只屬輕微偏向寬鬆，與市場普遍觀感不同；
- 同期 IG 及 HY 債券 CDS 平均值為 73.3 及 101.8 點子，而高於平均值的月數佔 30 及 62%，反映 IG 的 CDS 指數平均低於 HY 外，偏高比例都明顯較 HY 為低，結果突顯 IG 較 HY 違約風險較低的傳統概念；
- IG 及 HY 與金融狀態相關係數分別為負 75% 及正 79%，結果反映 IG 債券 CDS 與狀態成明顯反比，不難理解高流動性下 IG 違約率 (保費) 偏低；HY 債券 CDS 與金融狀態高度正比，更重要是其高低點與金融狀態數據相差約 5 至 6 個月，反映流動性偏緊的影響一般待數月後才傳導至 HY 債券。去年 2 月起美國金融狀態已長期處於緊張水平，預期美國 HY 債券違約問題短期內難以消退。

美國金融狀態指數及 CDS 指數 — 投資級別



— CDS 指數 — 投資級別 (左)    ■ 美國金融狀態指數 (右)

資料來源：彭博，數據截至 2023 年 3 月 31 日

美國金融狀態指數及 CDS 指數 — 高息



— CDS 指數 — 高息 (左)    ■ 美國金融狀態指數 (右)

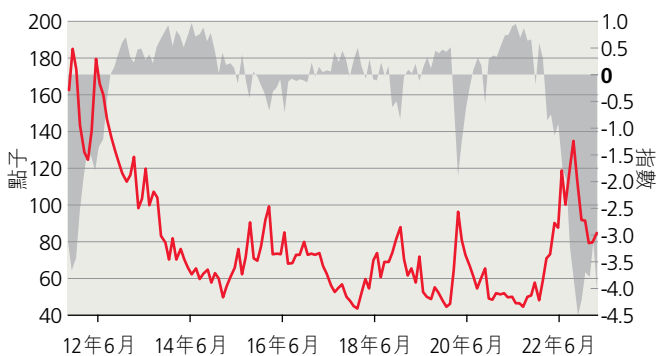
資料來源：彭博，數據截至 2023 年 3 月 31 日

歐洲債市分析結果如下：

- 歐洲債市卻呈現出另一個世界。首先當前歐洲金融流動性緊張狀態是自 2011 年最高 (負 4.5，2011 年最低約負 3.6)，暗示歐洲出現大規模違約風險機率近 10 年最高；
- 2011 年 10 月至今年 3 月按月數據中出現正數約 57%，與美國一樣歷年只屬輕微寬鬆；
- 同期 IG 及 HY 債券 CDS 平均值為 79.4 及 357.2 點子，兩者都高於美國，尤其 HY 是美國的 3.5 倍，反映歐洲 HY 違約風險偏高；
- IG 及 HY 高於平均值月數只佔 35 及 33%，反映歐洲 CDS 變化大多受極端數據影響，急升急降情況普遍；
- 較特別是 IG 及 HY 與歐洲金融狀態相關係數分別負 58 及負 71%，兩類債券相關係數反而高見正 95%。結果反映流動性收緊對兩者影響分別不大，甚至兩項 CDS 同步升降情況十分普遍。即是以信貸評級考量投資歐洲債市效用不大，反而注意當前區內流動性正處於近 10 年最緊張情況下，整體歐洲債券違約率遞升的現實。

## 債券

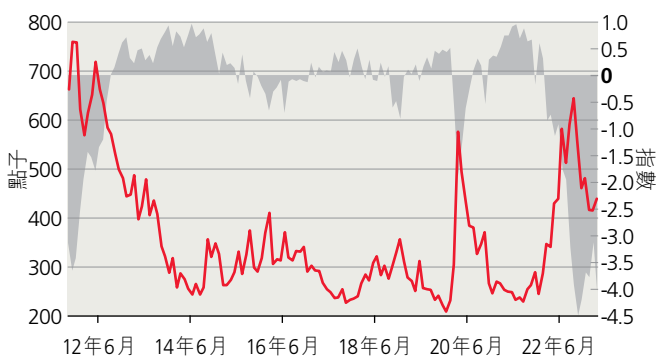
歐洲金融狀態指數及 CDS 指數 — 投資級別



— CDS 指數 — 投資級別(左)    ■ 歐洲金融狀態指數(右)

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

歐洲金融狀態指數及 CDS 指數 — 高息



— CDS 指數 — 高息(左)    ■ 歐洲金融狀態指數(右)

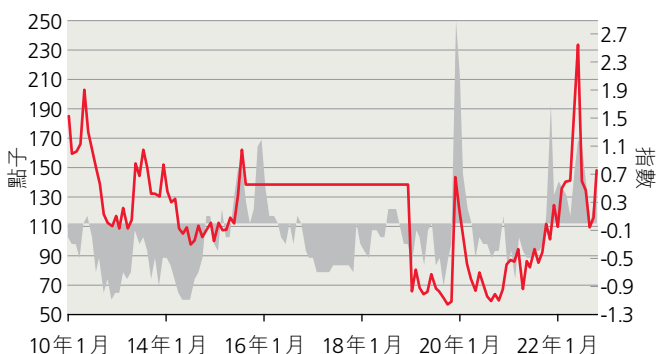
資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

亞洲(除日本)債市分析結果如下：

- 亞洲債市再呈現出第三種世界。首先亞洲(除日本)金融狀態自去年2月起持續出現正數，反映流動性偏向寬鬆，時間及程度上剛好與歐美情況相反，暗示區內整體違約率偏低，更遑論大規模金融風險；
- 2012年1月至去年3月按月數據中出現正數比例只有約33%，反映今天是近10年罕見的狀態；

- 數據上沒有提供IG及HY分類，以整體債市而言，同期CDS指數平均值為120點子，較美國IG及HY整體平均為高(88.8點子)，但較歐洲整體為低(218.3點子)；
- 高於平均值月數佔56%，反映CDS高低變化不大；
- 與金融狀態相關系數只有26%，反映區內流動性影響違約率並不明顯，反而受制於質化因素較大(例如個別國策及區內地緣政局)。

亞洲(除日本)金融狀態指數及 CDS 指數 — 亞洲(除日本)



— CDS 指數 — 亞洲除日本(左)    ■ 亞洲金融狀態指數(右)

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

綜合以上3地分析，歐洲債市違約風險明顯較高，尤其HY市場。未來再勉強加息導致流動性進一步收緊，打擊區內債市程度較美國更深更大。近年亞洲區通脹率較低，各央行沒有必要緊貼歐美央行緊縮流動性。偏向寬鬆環境有助降低違約率，但各國國策差異及區內地緣局勢日益緊張，反而是打擊亞洲債市主因。亞洲整體較歐美可取，但須適當選擇。美國債市表現壁壘分明，簡單直接是美國IG較HY可取。

當然IG與HY表現受制多項因素，單以違約率評論高低有欠公允。但在大風大浪情況下，投資債券最大風險並非價格波動，而是違約後價格歸零，AT1便是佐證。因此從風險角度出發，考量未來衰退、銀行及房地產市場流動性問題等不利因素，「風管為先」為大前提下，本季將維持「IG優於HY」觀點。



## 中國及亞洲債市展望

### 繼續看好亞洲債券，利率和市場情緒穩定前保持審慎

去年股票和債券一反常態，走向頗為相似。今年，相信兩大資產走勢將各有不同。2023年第1季經濟數據和企業業績較預期好，公司相繼回購股份，加上有部分投資者趁低吸納股份，令股市擺脫貨幣緊縮的影響。但東亞聯豐預計稍後兩者某程度上將再次同步發展。

亞洲經濟情況與美國和歐洲截然不同。發達國家的最新通脹是由服務業主導，但亞洲區則仍是由商品主導。亞洲區經濟相對穩定，而且多國的利率已經見頂或接近見頂。其中，投資團隊認為印尼的房地產高收益債券和南韓投資級別債券具吸引力。中國的重新開放將為該區注入增長動力。國家的利好政策將繼續帶動中國房地產和工業高收益債券。

東亞聯豐認為，亞洲區仍有足夠的空間吸納來自中國新增需求的同時，不會對區內通脹造成太大壓力。我們相信人民銀行亦會對重開經濟下可能引發的通脹保持警惕。總括而言，我們對亞洲債券持審慎樂觀的態度。

#### 具潛力的亞洲債券類別

地區/國家	類別
印尼	房地產高收益債券
南韓	投資級別債券
中國	房地產和工業高收益債券

美國發生銀行倒閉事件後，國債孳息率下跌，而亞洲高收益債券息差擴大幅度超過投資級別債券，投資者避險情緒高漲。最新的事態發展，凸顯了在高收益和投資級別兩者之間，保持靈活配置的重要性，相信投資者的信心仍須要時間才可以穩定下來，市況波動將持續。

### 中國經濟有機會V型復甦，繼續看好內房高收益債，但仍保持警惕

中國在疫情、房地產和互聯網政策突然掉頭後，迅速復甦。投資團隊認為中國經濟有機會出現V型反彈。除了旅遊和娛樂板塊之外，零售消費、工業和房地產銷售也有所改善。受惠基礎設施支出增加，1和2月零售額按年上升3.5%，而工業生產總值亦反彈2.4%。

我們對中國房地產保持樂觀，主要由於開發商融資能力繼續恢復，例子包括更多發展商成功跟境內銀行進行戰略合作、獲取境外貸款以及發行有擔保的中期票據。另外，有民企收購土地儲備，意味行業的流動性良好。任何與融資相關的利好消息，均有助支持市場情緒。隨著限購政策放寬、首期下調等不同措施，房屋需求有望回暖。我們繼續在中國高收益房地產債券中看到機會。同時，我們也緊密留意澳門博彩債券和中國工業債券的潛力，畢竟中國重新開放和房地產政策所帶來的效益須要時間反映。

本文由東亞聯豐投資管理有限公司（「東亞聯豐投資」）編製，僅供參考之用。東亞聯豐投資並不以此資料邀請作任何行動，或提供任何建議或推介。本文或其內容並不構成任何促使、邀請、廣告、誘因、承諾、保證或作出任何類型或形式的代表及東亞聯豐投資就此表明並不為此負上相關責任。本文所載資料根據東亞聯豐投資認為可靠並以「現況」的基礎下提供。即使竭盡所能力求準確，東亞聯豐投資及其轄下董事/職員並不為其內容的準確性、完整性或時間性負上任何責任。所載資料乃屬東亞聯豐投資擁有。未經東亞聯豐投資事先書面同意，本文或其任何內容均不可予以複印或分發予第三者。本文未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。東亞聯豐投資為東亞銀行有限公司及德國德聯豐投資（Union Asset Management Holding AG）在2007年成立的合營公司。



## 免責聲明

# 免責聲明及重要通知

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

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

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

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

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

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。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)