



BEA 東亞銀行

東亞睿智

2023年第四季投資展望

冷和





東亞銀行 | 東亞睿智 | 2023年第四季

目錄

2	序言
3	報告總覽
4	宏觀策略
23	宏觀經濟
30	股票
47	外匯
56	債券
72	免責聲明



中美博弈由時任美國總統奧巴馬「重返亞洲」戰略所展開，之後到特朗普的「美國再強大」，再到今天拜登的「去風險化」，策略由「國際規則」轉到「極度施壓」再變成「拉朋結黨」，旗幟非常鮮明，以利益掛帥。然而，由特朗普在2017年入主白宮到現時的拜登，至今足足6年光景，都不能把中國拉倒，反而中國國力仍能繼續膨脹。近年中國更另起爐灶，直迫美國在政治及經濟舞台上世界霸主地位。

英國倫敦國王學院中國研究院在《中國加入：中國是第一時的世界政治 (China Incorporated: The Politics of a World Where China is Number One)》中分析，西方集團並非介意中國為首的新興市場崛起，最介意的是通過非西方價值觀及體制取得經濟成果，間接否定了固有制度的威嚴性及存在性，亦再抽取不了固有紅利。

「修昔底德陷阱」描述當新興強國崛起威脅到現有強國的國際霸主地位時，最終演變成雙方直接軍事衝突。一山不能藏二虎，古已有之。美國為戰爭所作的準備已昭然若揭，劍拔弩張並非世界福兆。

一為國體，二為選舉，拜登政府急需一場熱戰。可是貿易戰及金融戰開打多年，成效不彰，民意仍會授權開打熱戰？近期中國政策帶有「戰時經濟」模式影子，民生上自給自足，軍事上不假外求。中美兩國未有絕對勝算之際，預期雙方將跌入「冷和」狀態：關係未完，決裂未至；口蜜腹劍，各懷鬼胎。

中國歷史上的朝代更替，總結出不少治國興衰本質。譬如戰國荀子在《哀公》指出亂世治國之道不外乎：「君者，舟也；庶人者，水也。水則載舟，水則覆舟，君以此思危，則危將焉而不至矣？」統治者如船，老百姓如水，取信於民便能駛得萬年船。西漢政論家賈誼在《過秦論》總結秦國速亡的歷史教訓：「仁義不施而攻守之勢異也。」將之對照唐

朝史學家吳兢在《貞觀政要》紀錄大唐盛世中唐太宗治國核心：「天子者，有道則人推而為主，無道則人棄而不用，誠可畏也。」

借古鑒今，顯淺之道在偽善鬼魅的執政者眼中總是背道而馳，歷史裡有多少搖著正義幌子，指桑罵槐，偷樑換柱，實為覬覦別國之利。就算最終鎩羽而歸，現代政治體制中主謀者只需「黯然」下台，絕少波及個人利益。更令人不齒是來一個華麗轉身，再現政治舞台的例子擲比鱗次。從此滋長出犬牙交錯的利益集團，尸位素餐者鳥盡弓藏，合謀者反噬惡果，彼此在無間地獄中輪迴。

鬼迷心竅源於佛教中五毒之心。執政者都是凡人，若五毒不除，則惡法當道，民不聊生。結果釀成生靈塗炭，買單的都是老百姓。

伊索寓言裡「北風與太陽」的故事教育我們再強大的威脅只會換來更堅韌的抵抗，凡事發自內心才會歷久彌新。國家間相處之道又何嘗不是？

內捲化籠罩著世界政治、經濟及投資市場，突破框架需要無比智慧同時齊心協力，唯有拭目以待。

吸引力法則闡述世界美好取決於樂觀心態。有幸活在「百年未有之大變局」，見證國際局勢、規則、意識形態等更替，夫復何求？電影《功夫熊貓》裡烏龜大師勸勉熊貓阿寶：「Yesterday is history, tomorrow is a mystery, but today is a gift. That's why it called "the present"」活在當下，心存感恩。

天佑全球，天佑我們。

共勉之。



財政政策

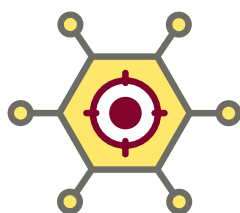
- 美國財赤遞增將迫使財政部增加發債來彌補差額，造成惡性循環
- 密切留意今季中國重要政策會議，以掌握未來經濟及財政政策改革方向
- 中國可提升M1以刺激需求，令資金有序流出銀行體系帶動經濟復甦
- 中國具充盈的貿易經常帳及國際資本帳提供融資能力，刺激境內固投

經濟增長與通脹預測



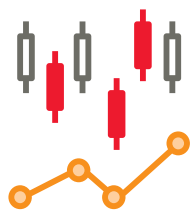
- 環球核心通脹回落進程緩慢，經濟將維持低增長格局，惟亞洲區可保持穩定增長
- 料美聯儲將維持高利率一段較長時間，年末美國經濟增長很大機會出現放緩
- 受高利率及政經前景不明朗影響，歐洲經濟料僅輕微擴張，甚至陷於停滯
- 料中國內地今年全年GDP增長達約5.5%；香港經濟大致靠穩，樓市保持平穩走勢

經濟前瞻



宏觀策略

- 中美雙方實力未能完全凌駕對手，間接衍生出「再平衡」的全球新型發展模式
- 俄烏戰事屬歐美經濟布局中的「遊戲改變者」，而煙火有可能蔓延至北亞地區
- 全球「去美元化」勢在必行，「石油人民幣」早已甚囂塵上



股票

- 資金流向、投資者情緒及衍生工具數據均顯示美股短期回調風險仍高
- 經濟和利率將出現拐點，投資策略應偏向價值型股份，並逐步減持增長型股份
- 港股盈利預測見底在望，但估值需時修復，下調恒生指數目標至19,600點
- 亞洲新興市場當中，印度經濟增長和企業盈利表現穩健，有利吸引外資流入當地股市

債券



- 加息週期尾聲時，宜採取對沖利率風險為主並賺取穩定回報的熊市走峭策略
- 迴歸分析結果顯示債息升勢仍未結束，10年期國債收益率將徘徊4.8至5%之間
- 存續期風險陰魂不散，維持「短債優於長債」策略，以對沖市場風險
- 亞洲投資級別債市受惠利率見頂預期，首選南韓金融業

市場前瞻

貨幣政策



- 縱使環球加息週期接近觸頂，但料短期內主要央行將保持鷹派立場
- 料美聯儲年內至少加息25個基點，利率將長時間維持高水平
- 不排除中國人民銀行再輕微下調政策利率及RRR，增加政策性和開發性金融工具額度
- 目前中國的利率與經濟增長仍匹配，料減息基礎不足

外匯



- 美聯儲立場偏鷹，經濟能軟著陸機會較高，料美匯指數今季波幅區間為104至109
- 歐元區經濟疲弱促使央行加息機會降低，美元息差優勢將限制歐元表現
- 中國人民銀行降息降準措施料可支持經濟表現，紓緩人民幣貶值壓力
- 日圓中長線走勢受制於日美國債息差；料日央行不急於加息

冷和

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

冷和

上季標題是《春秋》。中美在各領域中博弈已是不爭事實，只是彼此仍未擁有絕對優勢或勝算。中國未能統領所有新興國家，同時美國聯盟內部向心力轉弱。雙方唯有積極以不同形式拉攏各國結盟。多國抓緊時機採取搖擺策略或中立姿態作制衡，同時趁機蓄積國力，演變出多極化模式以克制恍如春秋時代的亂局。

年內中美角力已磨滅兩國疫後帶來的經濟反彈，所謂「二線」國家抵住中美走弱對全球經濟的負面影響。資源、資金及國際話語權再平衡格局，刺激投資市場的避險情緒，防守性和多邊性策略仍是投資主軸。過去預測大致與今天結果相若。

本季標題是《冷和》。中美較勁間，雙方核心操作有著根本性分歧：中國海納百川，透過新興國家為主幹的政經組織開疆闢土；美方則穩守固土，與利益聯盟透過主宰國際組織震懾全球，敵友分明。美方要求中方削足就履以減少威脅，否則在區內挑釁滋事，甚至不惜動輒發動代理人戰爭，最後由全亞洲買單。中國則積極與能源大國結盟，利用去美元化直擊美國要害，甚至與別國進行軍演等姿態展示軍事肌肉。中美經濟兩敗俱傷後，正各自扭盡六壬穩住經濟，同時爭取民意授權，透過政績及鞏固意識形態以贏得國內同心抗外的合理性和合法性。盤根錯節，步步殺機，風管為先。

冷和：最熟悉的陌生人

「冷和(Cold Peace)」是國際關係學的一個名詞，形容兩國(或多國)在對峙中，因歷史、民族、經濟領域等因素有著無法擺脫的關係。植根的藕斷絲連，難捨難分的困局中，只能厭惡又無奈地作有限度及具限制性合作。兩國政府以敵對為國策特徵，民間會出現一定程度上的互不信任。「冷和」與「冷戰(Cold War)」最大分別在於彼此都明白沒有戰爭的勝算，在考量成本和機率後，否決出兵或類似的衝突。

好比今天中美在全球產業鏈上無法擺脫對方。中國在1979年改革開放，2001年加入世貿組織，最後成為「世界工廠」。同期美國在金融及服務業迅速發展，鞏固資本市場領導地位，國內生產總值(GDP)穩步增長。中美兩國過往在全球化中各展所長，有利降低成本，互惠互利。然而，中國經濟騰飛加上2008年金融危機爆發，中美經濟體量差距明顯收窄，美國意識到中國正直迫其全球經濟領導地位。由2009年時任美國總統奧巴馬至現任的拜登，民主及共和兩黨皆以壓抑中國經濟增長為國策重心之一。中國亦一改韜光養晦，轉向勇於應對的積極外交策略(詳細分析可參閱第三季《宏觀策略》章節)。

當今局勢，美國執意與中國一刀兩斷，卻在數十年根深蒂固且縱橫交錯的經濟結構中欲斷難斷。中美兩國都不願意掀起戰爭，亦要避免冷戰帶來的龐大代價，雙方唯有朝向一個有限度接受但存在一定分歧的妥協空間，這正是進入冷和階段的歷史性開端。

中美交鋒是一場全球資源及話語權「再分配」的攻防戰：所謂「拳怕少壯，棍怕老郎」，一方是年青力壯的後起之秀，不再安於受壓抑甚至剝奪，招兵買馬為求爭奪更多市場份額。另一方是經驗老道，把持各國利益的主宰者，團結盟國以明槍暗箭或是仗勢欺人地守住手中的乳酪。彼此為自身利益而戰，最終跌入「修昔底德陷阱」，亦是歷史洪流中物極必反及經濟循環的大道理。

中國將興未興，美國將衰未衰之際，雙方實力上未能完全凌駕對手，間接衍生出「再平衡」的全球新型發展模式。

中國策略：海納百川

今年金磚國家(BRICS，簡稱金磚集團)峰會於8月22日在南非約翰內斯堡舉行，中國國家主席習近平在工商論壇閉幕式發表致辭，表示中國沒有稱霸的基因，沒有大國博弈的衝動，堅定奉行「大道之行，天下為公」，「堅持對話而不對抗，結伴而不結盟、共贏而非零和，攜手打造安全共同體」。堅定維護共同利益，推動增加新興市場和發展中國家在全球事務中代表性和發言權。

言詞中清晰地回應「人類命運共同體中堅持合作共贏」的中國外交原則，領導著與會者以百川歸海姿態，確立新興市場集團在當今國際社會的地位及影響力。同時標誌著發展中國家的崛起，打破了近百年歐美帝國主義和殖民主義的桎梏，走上自主發展之路，開啟歷史新章。

峰會中創始成員國(中國、印度、巴西、俄羅斯、南非)最終就擴容達成共識，邀請沙特、阿根廷、埃及、埃塞俄比亞、伊朗、阿聯酋6國加入。成員資格將於2024年起生效，另外仍有數十個國家有意申請加入。就算只計算中國、印度、巴西、俄羅斯，4國共佔全球土地3成以上，4成全球人口(共約32億)。軍事上，中國、印度、俄羅斯是全球9個擁有核武國家的其中一員，實力不容忽視。

宏觀策略

截至2022年底數據，金磚創始國與其新晉成員國合共11個國家和七國集團(G7)與其盟國，以名義(Nominal)及購買力平價(Purchasing Power Parity, PPP)計算GDP作比較，名義上金磚集團只佔G7陣營約61%，但以PPP計算，金磚集團實際上已超越G7陣營約10%。詳細數據如下：

金磚國家	名義	PPP	G7及盟國	名義	PPP
	萬億美元			萬億美元	
中國	17.963	30.327	美國	25.463	25.463
巴西	1.920	3.837	加拿大	2.140	2.273
俄羅斯	2.240	5.327	法國	2.783	3.770
印度	3.385	11.875	德國	4.072	5.310
南非	0.406	0.953	意大利	2.010	3.053
沙特	1.108	2.150	英國	3.071	3.657
阿根廷	0.633	1.225	日本	4.231	5.702
埃及	0.477	1.675	南韓	1.665	2.585
埃塞俄比亞	0.127	0.347	澳洲	1.675	1.627
伊朗	0.389	1.601	紐西蘭	0.247	0.266
阿聯酋	0.508	0.828	菲律賓	0.404	1.171
總值	29.156	60.145	總值	47.761	54.877

資料來源：世界實時統計數據¹，世界銀行²，數據截至2023年9月13日

雖然雙方陣營旗鼓相當，但擴員後的金磚集團將擁有全球主要礦產³，包括72% 稀土、75% 錳、50% 石墨和28% 鎳。其次，加入沙特、阿聯酋和伊朗後，勢將成為全球最大石油儲備集團，將挑戰石油輸出國組織和其盟國(OPEC+)的職權範圍，尤其多年來歐美集團對金磚部份成員國實施制裁、限制出口、禁運及價格上限等，預期未來成效將會遞減，例如中國和印度是全球兩個最大原油進口國，皆拒絕加入針對俄羅斯「價格上限」機制。

另外，金磚擴員劍指全球最具潛力的「藍海」市場：非洲。金磚集團在2024年將擁有非洲大陸南(南非)、北(埃及)和東部(埃塞俄比亞)3個主要國家，在控制全球資源供需上(尤其金屬)可謂如虎添翼，亦有利中國在非洲推動「一帶一路」策略。

除了非洲，阿根廷的加入算是可圈可點。雖然阿根廷長期在債務困擾中浮沉，但巴西和阿根廷是拉美地區最大兩個經濟體，如金磚集團能協助阿根廷減輕債務負擔，將有利由巴西提出在南美推行「南方共同市場」構想⁴，有助反饋金磚其他成員國開拓穩定的洲際經貿關係。地緣政治上亦帶有制衡美國功效，正如美國南方司令部表示，中國已進入美國的「紅色區域」⁵。

在天然資源、土地及人口上凌駕G7之外，峰會另一亮點是金磚集團將促進各國貨幣計價貿易及金融合作，尤其減少對美元依賴。謀求塑造多元化國際金融體系，避開美元武器化造成的潛在影響：

- 金磚外長會議中，南非外長建議新開發銀行(New Development Bank, NDB)啟動研究「共同貨幣」之可行性，避免一國受歐美集團制裁時，其他國家遭受「二級制裁」影響⁶；
- 中國進出口銀行宣布與沙特國家銀行完成首筆人民幣貸款合作項目⁷。貸款將優先用於保障兩國貿易資金需求及作為結算貨幣使用，意味中沙貿易以人民幣結算比例將有序提高；
- 資產規模近1萬億美元的沙特主權基金正在討論加入NDB，成為第9個成員國⁸(5個創始成員國為中國、印度、巴西、俄羅斯、南非，其後新增成員國為阿聯酋、埃及、孟加拉)。除了有助提高融資規模，貨幣選項亦會由人民幣延至其他貨幣，例如計劃中的南非蘭特；

¹ 見世界實時統計數據網站，<https://www.worldometers.info/gdp/gdp-by-country/>

² 見世界銀行網站，<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.PP.CD>

³ 見美國戰略暨國際研究中心網站，<https://www.csis.org/analysis/six-new-brics-implications-energy-trade>

⁴ 見南方共同市場網站，<https://www.mercosur.int/en/>

⁵ 見新聞週刊網站，<https://www.newsweek.com/exclusive-china-influence-has-reached-red-zone-our-homeland-us-general-warns-1814448>

⁶ 見The Hindu網站，<https://www.thehindu.com/news/international/brics-common-currency-push-expansion-plans-where-does-india-stand/article67147734.ece>

⁷ 見環球時報網站，<https://www.globaltimes.cn/page/202303/1287343.shtml>

⁸ 見金融時報網站，<https://www.ft.com/content/45abe561-a6cc-4058-b0a1-ecdc46a2d839>

- 伊朗准入金磚集團後，隨即宣布中國將為伊朗興建全國最大國際機場的第二期工程⁹。雙方為避開美元交易，伊朗將使用「以物易物」機制，以原油支付工程費用。

高調吶喊「去美元化」之聲驚動了歐美陣營，更震撼的相信是預期沙特為首的新晉成員國，有意接受非美元作能源交易貨幣。此舉不但直接撼動「石油美元」系統及其賴以為生的美國經濟基礎（詳細分析可參閱2022年第四季《宏觀策略》章節），當今持份者將不能倖免地受到一定程度的負面影響。多次強調「去美元化」不可能一蹴而就，此舉可視為國際重新檢視「石油美元」，將會為未來的投資市場帶來系統性衝擊。

旗幟鮮明但向心力不足將是金磚集團短期內面對的重大挑戰之一。集團成員之間貌合神離，尤其印度作為創始成員國，游走於兩大陣營的角色相當尷尬。印度是美國主導的「四方安全對話（QUAD）」成員之一，並在6月加入《阿提密斯協議（Artemis Accords）》夥拍歐美集團，跟中俄在太空領域中角力¹⁰。在9月舉行的G20峰會於印度新德里舉行，晚宴邀請函中把國名以古文獻名稱「婆羅多（Bharat）」展示，而非帶有殖民地色彩的印度（India），凸顯印度政府有意藉峰會向世界確立其GDP已超越其歷史宗主國英國，成全球第5大經濟體的國際地位¹¹。在會議中，美國總統拜登宣布「印度—大中東—歐洲」經濟走廊計劃，以抗衡中國「一帶一路」倡議。美國傳媒更授予印度為「全球南方國家領袖」的冠冕，順勢挑撥中印緊張關係。再者，埃及、阿根廷、巴西仍是「主要非北約盟友（Major non-NATO ally, MNNA）」成員。雖然2022年3月沙特王儲薩勒曼曾表示「對討好美國不再感興趣」¹²，但兩國建交超過80年，當中錯綜複雜的利益瓜葛，並非參與一個組織便能逆轉。

東盟中不乏「敲磚」者，但沒有一個國家成功入團。除了與部份創始國在宗教上齟齬外，其中一個客觀因素相信同區內部份國家與美國「眉來眼去」有關。例如會前入團呼聲甚高的印尼，由於在2024年總統大選後，現任總統佐科維多多的對華政策有可能生變。而在得知不獲入團後，便立即接受美軍演習及購買美國戰機¹³。泰國新任總理賽塔的政治立場模糊¹⁴、菲律賓決定增設美軍基地¹⁵、越南與美國剛簽訂「全面戰略夥伴關係」協議¹⁶、新加坡總理權力交接期間料將持盈保泰¹⁷。

新加坡國立大學東南亞研究所（ISEAS）出版《2023年東南亞國家概況》報告¹⁸，當中分析東南亞及東盟對當前局勢的民意調查。節錄如下：

- 普遍對美國領袖地位多方面感到矛盾，懷有好感但正在下降；
- 普遍低估美國對經濟的影響力，同時高估中國對區內的影響力；
- 中國被視為區內最具影響力的經濟和政治戰略大國，同時其影響力不斷擴大亦最令人擔憂；
- 中美間作出抉擇，選擇美國比例從2022年57.0%上升至2023年61.1%。選擇中國比例卻從去年43.0%下降至今年38.9%；
- 選擇中國首3個國籍分別為汶萊、馬來西亞和印尼。選擇美國首3位分別是菲律賓、新加坡及越南，而且是連續5年傾向美國。

⁹ 見塔斯尼姆通訊社網站，<https://www.tasnimnews.com/en/news/2023/08/27/2947863/iran-finalizes-bartering-deal-of-oil-with-china-to-develop-ikia>

¹⁰ 見美國太空總署網站，<https://www.nasa.gov/press-release/nasa-welcomes-india-as-27th-artemis-accords-signatory>

¹¹ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/india/is-india-changing-its-name-bharat-g20-invite-controversy-explained-2023-09-06/>

¹² 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/saudi-crown-prince-says-do-not-care-if-biden-misunderstands-him-atlantic-2022-03-03/>

¹³ 見美國駐印尼大使館網站，<https://id.usembassy.gov/united-states-indonesia-and-five-other-nations-to-begin-super-garuda-shield-2023/>

¹⁴ 見美國之聲網站，<https://www.voanews.com/a/experts-thailand-s-new-government-aims-for-balance-amid-us-china-rivalry/7267324.html>

¹⁵ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/us-military-talks-develop-port-philippines-facing-taiwan-2023-08-30/>

¹⁶ 見美國白宮網站，<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2023/09/10/fact-sheet-president-joseph-r-biden-and-general-secretary-nguyen-phu-trong-announce-the-u-s-vietnam-comprehensive-strategic-partnership/>

¹⁷ 見美國之聲網站，<https://www.voanews.com/a/chinese-fm-wang-holds-talks-with-singapore-leaders-to-strengthen-ties-trade/7221240.html>

¹⁸ 見新加坡國立大學東南亞研究所網站，<https://www.iseas.edu.sg/articles-commentaries/state-of-southeast-asia-survey/the-state-of-southeast-asia-2023-survey-report-2/>

宏觀策略

是次金磚擴員結果反映東盟地區左右為難的困局，畢竟入團需具備在政經上國家特色及有助增強集團實力，亦需展示錘血為盟的承諾。而非在大國博弈中游走，空手套白狼般圖利，或陽奉陰違的投機者。

上季《宏觀策略》分析歷史上大國博弈時，中立空間只會逐步收窄，大國讓利誘使加盟只是權宜之計。當中有利諸侯國趁勢崛起，提升國力，同時投機取巧或背叛者，只會帶來滅頂之災。說穿了，波詭雲譎關係裡，最終都是利益掛帥。以此基礎推演出今天宏觀策略：中國在顛簸的復甦路上受惠於集結有實力的志同道合，入團者亦在大國讓利中得益，尤其在能源供應、國際貿易、貨幣政策、資本充裕等領域中互利，「二線」國家的市場潛力較高。

美國策略：順我者昌

面對來勢洶洶的挑戰，美國早已嚴陣以待，集結起利益持份者，守住近百年來建立的江山。

與中國廣納賢士不同，美國透過收緊固有系統及國際組織的集權度，強化國際間利益傳導的決策及執行權，強調誰是當家作主，達到震懾全球之效。敵我分明造就離間和分化對手策略，亦提醒現有持份者叛逆的代價。

由G7峰會中「廣島宣言」批評中國等新興國家在國際事務上處事方式¹⁹，到G20峰會聯合聲明中正式接納「非盟」及建立穿越中東連接歐洲的物流走廊²⁰，再到日韓領袖出訪美國大衛營，有意藉此在日韓部署核武，更提出3方領導人每年輪流舉行單獨會面²¹。以上皆反映美國正管控制國在經濟、軍事及管治上的政策空間，以減低操作中不確定性。

這是西方思考邏輯中習慣把「不穩定性」視為「危害」而非「機遇」，管理「損失可能性」而非「錯失中尋找價值」的操作。當然這是既得利益者及持份者，在害怕失去及減少損失的恐懼中（由上而下）思考，與既失利益者從風險中增值（由下而上）背馳。這也是當前在大國博弈中制定投資策略的核心邏輯。

早期美國以「脫鉤（Decoupling）」作為行動綱領，觀感上帶有一種心存嫉忌的對抗性，利用體制恃強凌弱。近期西方集團統一口徑以「脫險」或「去風險（De-risking）」代替，源自私人企業主動終止或限制與客戶或其類別的業務關係，以避免或減輕風險的現象。一般出現在雙方企業管治或發展意向出現分歧，或分散供應商等，修詞中帶有防禦並維護自身利益的正當性。

減輕對中國貿易依賴為由而另覓供應商，不論在公在私都是正常的商業決定，無可厚非亦理直氣壯。不過，若是透過打壓或制裁別國發展，例如以不同藉口向華增徵關稅、在高端科技上實施各式各樣禁令、利用「二次制裁」阻嚇其他國家等，甚至透過挑撥離間，抹黑或挑釁態度刺激對手。這便非單純「去風險」，實質上是全面「去中國化」。陽奉陰違才是最令人嗤之以鼻。

安邦智庫（ANBOUND）宏觀研究團隊分析中美脫鉤可劃分為3個層次²²：政府、企業、市場的脫鉤。研究預測若中國與世界在這3方面出現大規模、系統性、深度的脫鉤，中國將真正與世界經濟隔絕，這是中國必須不惜一切代價避免的最壞情況，但不幸地一切已在進行中。

認知戰裡透過軟性層面斷絕與中國的民間及文化交往，潛移默化地減低國民對中國的認同感，例如送回旅居大熊貓，包括日本²³、美國²⁴及計劃中的韓國²⁵和英國²⁶，美國²⁷及英國²⁸正有序或計劃關閉孔子學院，及荷蘭計劃對就讀科技相關課程的中國學生進行安全風險篩查²⁹。

¹⁹ 見美國白宮網站，<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2023/05/21/fact-sheet-the-2023-g7-summit-in-hiroshima-japan/>

²⁰ 見G20網站，https://www.g20.org/content/dam/gtwenty/gtwenty_new/document/G20-New-Delhi-Leaders-Declaration.pdf

²¹ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/us-south-korea-japan-agree-crisis-consultations-camp-david-summit-2023-08-18/>

²² 見歐亞評論網站，<https://www.eurasiareview.com/17052023-the-three-levels-of-decoupling-with-china-governments-businesses-market-analysis/>

²³ 見美聯社網站，<https://apnews.com/article/science-animals-china-giant-pandas-a916eb87f51d12af18d0571a9e1bba00>

²⁴ 見BBC網站，<https://www.bbc.com/news/world-asia-china-65229899>

²⁵ 見韓國中央日報網站，<https://koreajoongangdaily.joins.com/news/2023-08-25/national/socialAffairs/Everland-in-discussions-with-China-for-pandas-return/1855379>

²⁶ 見BBC網站，<https://www.bbc.co.uk/newsround/64162616>

²⁷ 見南華早報網站，<https://www.scmp.com/news/china/military/article/3224408/university-shutting-its-confucius-institute-after-us-house-panel-raises-concerns-pentagon>

²⁸ 見BBC網站，<https://www.bbc.com/news/uk-politics-65624287>

²⁹ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/europe/dutch-government-screen-foreign-phd-tech-students-denies-targeting-china-2023-06-12/>

貿易戰裡破壞及分化國際間互信合作，不再遵循甚至重新訂立國際組織的行事規則。當保護主義凌駕一切，亞洲區內出口型主導的經濟體，例如韓國³⁰及香港³¹，整體出口分別錄得連續11及14個月下跌。中國海關總署³²公布，8月對美國出口額按年下跌約10%，錄連續13個月負增長，對東盟及歐盟出口按年分別跌13及20%。歐洲方面，除了意大利考慮撤回「一帶一路」協議外³³，歐盟亦對中國電動車發起反補貼調查³⁴，中國向歐盟進口馬鈴薯澱粉續收反補貼稅作出反制³⁵。離間及深度脫鉤將抹掉過去數十年全球化成果，將有利美國重塑且重奪多年來在製造業及國際貿易中失去的領導地位。

金融戰實在是資本競逐的延伸，亦是美國真正的主場。除了透過「禁投令」等法案強行抽乾中港資本市場的資金，缺乏融資下導致經濟下滑，股價市場下挫帶來負財富效應。另外，2022年起連續大幅加息表面上是壓制通脹，但實質是透過高利率令海外美元回流至美國境內，抵消「縮表」份額及對經濟衝擊。其次，財政部需為高財赤補充資本，但債台高築如何為國債續期？利誘才是王道，只要不斷提高收益率便水到渠成（詳細分析可參閱《債券》章節）。再者，競爭性加息可迫使別國央行跟隨，高利率直接衝擊別國經濟，美國便收割其資金和紅利。最後，高利率可毀滅「去美元化」於萌芽時，亦有利美股年內一市獨大（詳細分析可參閱《股票》章節），美元資產成為金融戰中大贏家。

最後一著是熱戰。在歐美經濟布局上，俄烏戰爭實屬是「遊戲改變者（Game changer）」。

歐元成立目的之一是制衡美元主導的資本結構，同時經濟上擺脫美國箝制。歐洲多年來與中國貿易及俄羅斯能源上愈走愈近，最終引起美國關注。過去炸毀「北溪二號」成了無頭冤案，但加深歐洲對美國能源依賴，跟隨對華貿易制裁切斷中歐經貿紐帶。兩者直擊歐洲經濟命脈，掏空其經濟能量，好大機會墜入滯脹境地，釀成社會不穩。

今天煙火有可能蔓延至北亞地區，主角換成日本和韓國。兩國政府迅速撫平歷史衝突（如慰安婦及二戰時強迫勞動）³⁶、日本排放核污水問題上歐美盟國及國際機構（尤其環保組織）保持緘默³⁷、日韓科企盡享美國貿易政策及金融市場便利，例如韓國科技巨企獲授權成為炙手可熱的美國人工智能芯片供應商一份子³⁸，又協助日本芯片企業在美上市³⁹。然而，利益與義務並存。8月日韓領導人出訪美國大衛營討論中朝區內威脅⁴⁰，與美國形成軍事同盟，實際是削弱日韓軍事決策權，未來向美國軍購更是無底深潭。

宏觀策略方面，2024年為美國總統大選年，在民望考量下，預期箝制中國措施只會愈來愈多。不單貿易戰持續，亦蔓延至企業營運禁令及限制民間交往等法案，甚至亞洲區內軍事磨擦亦非再僅僅是危言聳聽。如何冠冕堂皇的修詞最終目的都是「去中國化」，不利中港或相關市場的經濟及投資。盟國愈依賴美國領導方針，變相愈削弱自身財政及貨幣政策主導權。就算脫離基本面，資金將更集中跟隨美國指揮棒起舞，投資路徑反而更清晰。



³⁰ 見韓國貿易統計署網站，https://unipass.customs.go.kr/ets/index_eng.do

³¹ 見香港政府統計處網站，<https://www.censtatd.gov.hk/tc/scode230.html>

³² 見中國海關總署網站，<http://stats.customs.gov.cn/>

³³ 見外交政策網站，<https://foreignpolicy.com/2023/08/04/italy-china-belt-and-road-europe/>

³⁴ 見CNBC網站，https://www.cnbc.com/2023/09/13/eu-launches-anti-subsidy-probe-in-chinese-evs.html?__source=androidappshare

³⁵ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/article/china-trade-eu-potato-idUSKBN30K0LC>

³⁶ 見東亞論壇網站，<https://www.eastasiaforum.org/2023/03/27/japan-and-south-koreas-rapprochement-still-begs-questions/>

³⁷ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/reaction-japans-release-water-fukushima-nuclear-plant-2023-08-24/>

³⁸ 見韓國中央日報網站，<https://koreajoongangdaily.joins.com/news/2023-09-01/business/industry/Samsung-Electronics-to-supply-HBM3-to-Nvidia/1860556>

³⁹ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2023/09/14/arm-ipo-arm-starts-trading-on-the-nasdaq-in-win-for-softbank.html>

⁴⁰ 見美聯社網站，<https://apnews.com/article/camp-david-summit-biden-south-korea-japan-0bc36bb3705a3dc1b69dc8cd47b35dd3>

宏觀策略

政策轉向：「戰時經濟」與「亞幣」

自奧巴馬時期亞太平衡戰略開始，中美平衡關係已不復再。無可否認中美正站在冷戰邊緣，世界亦進入大國博弈時代。中美確實需要建立一種新的平衡關係，否則只會在對抗氛圍下兩敗俱傷。不過，在美國眼裡所謂「平衡」，是把「美國優先」概念強加於別國，製造「不對等」式平衡。中美競爭實屬沒有平等的競賽，美國希望中國能夠犧牲自己核心利益，以換取美國不對中國打壓。以美國認知，中國維護核心利益就是對美國的安全威脅。假如不想發生戰爭，中國須作出讓步，這才是美國「再平衡」策略的本意，但中國亦沒有坐以待斃，對等反制經已展開，亦未見停止。

以史為鑒，美國曾成功打垮經濟崛起的德國和日本，與今天操作大同小異。地緣關係緊張下，德國和日本在軍事上跟隨美國步伐，美國趁機在經濟上施壓，要求重新評估貨幣（例如布列頓森林協議和廣場協議），迫使採取降低其固定資產投資等經濟逆向性政策，削弱兩國競爭力，成績斐然。

食髓知味，今天要求中國犧牲核心利益已昭然若揭，但差別於軍事上中國不用依附美國，經濟上中國堅守財政紀律，充盈的貿易經常帳及國際資本帳提供融資能力，刺激境內固投，自吸自足地循環發展。

宏觀全局，美國在俄烏戰爭的消耗、中東地緣政治演變、「去美元化」浪潮等，實際及潛在削弱美國國力，使「再平衡」策略效果存疑。加上近月多個美國外交、國防、財經及外貿高級官員訪華，成果不彰。所謂「敬酒不吃吃罰酒」，兵戎相見已漸露危端，台海與南海地區擦槍走火風險飆升。

第一及第二次世界大戰後，經濟學家提出「戰時經濟」概念：國際衝突時期對國家生產能力重新評估和分配，提高計劃經濟程度，滿足國防生產需求為先，各層面上進行重大調整。

雖然中國今天未言進入戰時經濟狀態，但繃緊關係中，中國不得趨向以「國安」為政策主軸。「兩會」後中美角力態度和力度，客觀上中央意識到外部環境不確定和敵對，行動

上傾向全面強化內部經濟以抵禦外部衝擊，尤其在糧食安全、能源安全、科技安全等要達到自給自足目標，包括把整個產業鏈及基礎生產元素留在中國境內或至少在中國可控範圍之內，較提升產業鏈更重要，當中「務實」主義在中央領導人言論中閃現：

- 2022年《人民日報》刊登《集中精力辦好自己的事情》中指出⁴¹，經濟全方位崛起、科技飛躍和人民生活全面改善，才能在全球大變局中得道多助，才能凝聚最廣泛、最生生不息的力量，尤其是政治現代化和文化軟實力能否贏取人心，經濟依舊是決定性的底層邏輯；
- 十四屆全國人大一次會議閉幕後，國務院總理李強首次出席中外記者會⁴²，談到有關中美問題，表示：「絕大多數老百姓不會天天盯着看GDP增長了多少，大家更在乎的是住房、就業、收入、教育、就醫、生態環境等身邊具體事。政府工作就是要貼近老百姓的實際感受去謀劃、去推進，真正做到民有所盼、政有所為。」，「現在，我們發展更多地只是解決『有沒有』的問題，下一步需要更加重視解決『好不好』的問題，特別是提高科技創新能力、建設現代化產業體系、推動發展方式綠色轉型等。總的來說，我們要完整、準確、全面貫徹新發展理念，加快構建新發展格局，着力推動高質量發展。」

最好例子是芯片戰。中國海關總署公布⁴³，上半年半導體進口額按年下降約22%，晶片製造設備進口減少23%，延續去年跌勢。就算美國芯片巨頭逼宮美國總統拜登⁴⁴，或韓國芯片製造業逆風環境下⁴⁵，都無阻拜登政府堅持對華科技「卡脖子」決定。逆境反而倒逼中國自行研發，直到近日國內手機生產商發布最新5G手機，雖然並非頂尖，但反映中國突破圍堵，料將引發新一輪雙方陣營互相科技制裁的劇目。

中國應對策略上除了逐步傾向戰時經濟模式，「去美元化」是勢在必行。第二季《宏觀策略》亦分析了人民幣現階段不適宜成為國際主導性貨幣，在此不再累贅。金磚集團決意減少對美元依賴，但其實美元弱勢多年前早已出現，源於自身而非外力造成：

⁴¹ 見人民網網站，<http://opinion.people.com.cn/n1/2022/0602/c1003-32436548.html>

⁴² 見中國中央政府網站，https://www.gov.cn/gongbao/content/2023/content_5747261.htm

⁴³ 見中國海關總署網站，<http://www.customs.gov.cn//customs/302249/zfxgk/2799825/302274/302277/302276/5380146/index.html>

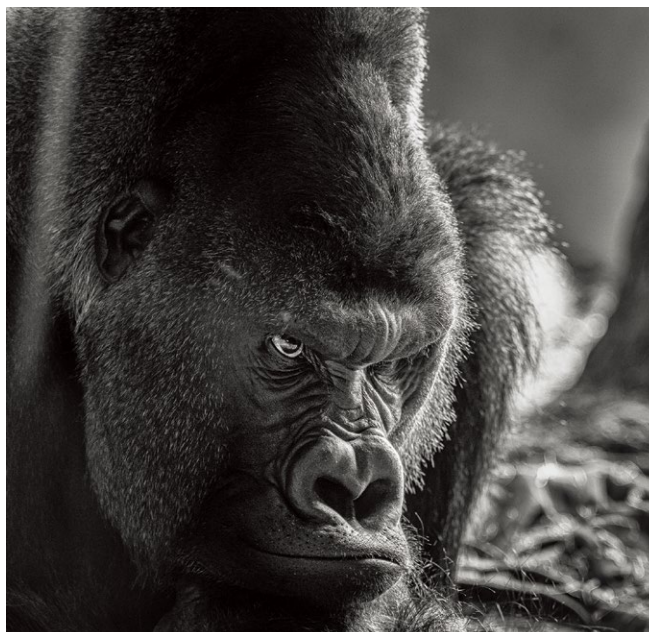
⁴⁴ 見福布斯網站，<https://www.forbes.com/sites/siladityaray/2023/07/18/top-chipmaker-ceos-meet-biden-officials-as-white-house-reportedly-readies-new-curbs-on-chip-sales-to-china/?sh=23017a654a5a>

⁴⁵ 見南華早報網站，<https://www.scmp.com/tech/tech-war/article/3224207/tech-war-china-south-korea-tech-trade-slumps-may-amid-changes-asias-semiconductor-supply-chain>

- 根據國際貨幣基金組織 (IMF) 官方外匯儲備貨幣組成 (COFER) 調查⁴⁶，截至2023年第1季，各國央行持有美元儲備份額降至27年來最低水平 (54.6%)⁴⁷，歐元及日圓分列第2及3位，佔比分別約18.3及5.1%，第5位是人民幣 (2.4%)。另外，去年底人民幣已取代歐元成為巴西外匯儲備第2大貨幣⁴⁸；
- 根據IMF引述環球銀行金融電訊協會 (SWIFT) 數據顯示⁴⁹，去年美元和歐元是環球主導性結算貨幣，各份額接近或高於40%。但兩者走勢自2015年起背馳，歐元由不足30%升至40%，相反美元由約43%下降至40%。另外，過去10年，人民幣跨境支付份額顯著增加，由接近0%升至近3%，但使用率仍然很低。英鎊及日圓份額長期徘徊在5%，變化不大；
- 中國外匯管理局公布，中國跨境收支數據⁵⁰，人民幣在中國跨境收支佔比從2010年接近零上升至今年3月底創紀錄48%，同期美元佔比從83%降至47%，這是人民幣首次在跨境交易中使用率超越美元。
- 去年12月9日，中國國家主席習近平出席首屆中國與海灣阿拉伯國家合作委員會峰會 (簡稱「海合會」) 時提出，充分使用上海石油天然氣交易中心平台，展開人民幣結算⁵²；
- 3月16日，中國進出口銀行首次向沙特國家銀行提供總額100億人民幣借款，貸款主要用於兩國貿易貨幣結算的專用款項⁵³；
- 3月29日，中國海洋石油與法國石油公司道達爾能源 (TotalEnergies) 在上海達成第一筆以人民幣結算的進口液化天然氣採購交易⁵⁴；
- 4月26日，阿根廷經濟部長表示將停止美元支付從中國進口商品，改用人民幣結算⁵⁵；

因此，新興市場「去美元化」只是加速而非造成美元弱勢的主因。換句話說，以今天美國財政操作推算，各國央行的美元外儲比例在可見的將來會跌穿50%，及由歐元取代美元成為國際結算貨幣指日可待。美元不戰而敗只是時間問題，惠譽 (Fitch) 將美國信用評級從AAA下調至AA+亦不無道理⁵¹。

美元的衰落是否暗示人民幣將會代之而起？未來貨幣市場最大拐點相信是金磚集團擴員後，最快明年初中東成員國有可能宣布接受非美元作能源交易貨幣。「石油人民幣」早已甚囂塵上：



⁴⁶ 見國際貨幣基金組織網站，<https://data.imf.org/?sk=e6a5f467-c14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4>

⁴⁷ 見國際貨幣基金組織網站，<https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2021/05/05/blog-us-dollar-share-of-global-foreign-exchange-reserves-drops-to-25-year-low>

⁴⁸ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/article/brazil-economy-fx-idUSL1N3632DU>

⁴⁹ 見國際貨幣基金組織網站，<https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2023/English/wpia2023072-print.pdf>.
ashx#:~:text=While%20there%20are%20more%20than,followed%20closely%20by%20the%20euro.

⁵⁰ 見香港商報網站，http://www.hkcd.com/hkcdweb/content/2023/04/26/content_1397467.html

⁵¹ 見BBC網站，<https://www.bbc.com/news/business-66379366>

⁵² 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/energy/chinas-xi-tells-gulf-nations-use-shanghai-exchange-yuan-energy-deals-2022-12-09/>

⁵³ 見環球時報網站，<https://www.globaltimes.cn/page/202303/1287343.shtml>

⁵⁴ 見納斯達克網站，<https://www.nasdaq.com/articles/china-completes-first-yuan-settled-Ing-trade>

⁵⁵ 見南華早報網站，<https://www.scmp.com/economy/global-economy/article/3218577/argentina-settle-chinese-imports-yuan-china-marches-south-america-dethrone-us-dollar>

宏觀策略

雖然中央完成多項與中東及拉美國家有關人民幣交易，但投資者不應以「二元」思維分析美元與人民幣關係。撇除中國有否意願成為「貨幣一哥」，更大可能是以一籃子非美貨幣，在指定項目或比例中有序取代美元，或以一定比例作國際外儲及結算。

會否仿效歐元誕生出「亞幣」？

馬來西亞首相安華出席海南博鰲論壇上提議設立類似國際貨幣基金組織(IMF)的亞洲貨幣基金組織(Asian Monetary Fund, AMF)，以減少依賴美元⁵⁶。不過，印尼經濟事務統籌部長提出多項質疑⁵⁷，包括：誰會出資設立AMF？如以美元結算，與IMF有何區別？如以人民幣結算，與今天美國主導有何差別？「去美元化」將令人民幣失去錨價，其波動可能較想像中更大。新加坡總理李顯龍多次公開表示，中美對抗可能給世界帶來動盪，並不會在中美之間選邊站隊⁵⁸。

亞洲各國正處於多方博弈和分化狀態，各國互信度不高，違論立場偏西方的日本及韓國。各國文化和制度差異，真誠合作存礙。例如歐元自1999年成立至今，各國不乏為利率政策等問題上針鋒相對。何況今天高利率正壓抑亞洲經濟，各國自身難保又如何談論合作共贏？統一貨幣條件仍未成熟，勉強而為後果更是災難性。

綜合而言，亞洲地緣戰爭風險日益上升之際，中國等國家開始朝向戰時經濟模式不出為奇，直接影響亞洲區內投資策略和部署。去美元化旗幟鮮明，朝暉初升但知易行難。各有盤算，心有隔閡，「亞幣」只淪為空中樓閣。



宏觀經濟：競爭性弱勢

美國經濟：平行時空

美國經濟衰退是最具爭議性話題之一。官方為主的樂觀派對未來經濟滿懷信心，IMF 7月更新全球經濟預測⁵⁹，當中上調美國經濟預測0.2個百分點至1.8%，而美聯儲9月更新年內經濟預測⁶⁰，由1.1大幅上調至2.1%。兩者解釋基於美國國內消費增長強勁，勞動市場仍然緊張，支撐實際收入增長云云。美國財長耶倫表示對軟著陸「感覺良好」⁶¹，部份華爾街巨企隨即表忠，形容經濟猶如「金髮女孩」般滴歟盛哉⁶²，美股更是「出於污泥而不染」⁶³，助燃不斷攀升的美股。

參考過去50年按季GDP與失業率及零售銷售的相關係數，將其分拆為1至3年期作分析。結果顯示，低失業率及高零售銷售確實有利經濟增長，而效益普遍隨時間上升。分析結果如下：

指標	與 GDP 相關係數 (%)		
	1 年期	2 年期	3 年期
失業率	-59.7	-61.5	-70.2
零售銷售	+66.4	+77.4	+50.5

資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

欣欣向榮呼聲中悲觀者彷彿活在平行時空。

美國國力弱化其實始於數十年來製造業衰退，中產財富源泉萎縮，導致在全球經濟佔比遞減。財政紀律問題令債務攀升，深化經濟危機。雖然美國總統拜登執政後多次行政干預，補貼及刺激製造業，透過准入限制和制裁等抗外策略，甚至威迫利誘般引入別國高科技產業，希望「再工業化」力挽狂瀾，但核心性頹勢實在難以逆轉。

⁵⁶ 見馬來西亞國家新聞社網站，<https://www.bernama.com/en/business/news.php?id=2187734>

⁵⁷ 見雅加達郵報網站，<https://www.thejakartapost.com/paper/2023/04/11/indonesia-reluctant-to-revive-asian-monetary-fund-idea.html>

⁵⁸ 見BBC網站，<https://www.bbc.com/news/av/business-56366720>

⁵⁹ 見國際貨幣基金組織網站，<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/07/10/world-economic-outlook-update-july-2023>

⁶⁰ 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20230920.pdf>

⁶¹ 見商業內幕網站，<https://www.businessinsider.com/janet-yellen-feeling-good-us-soft-landing-economy-krugman-summers-2023-9>

⁶² 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/us/wall-st-week-ahead-hopes-goldilocks-economy-rate-peak-buoy-us-stocks-2023-07-28/>

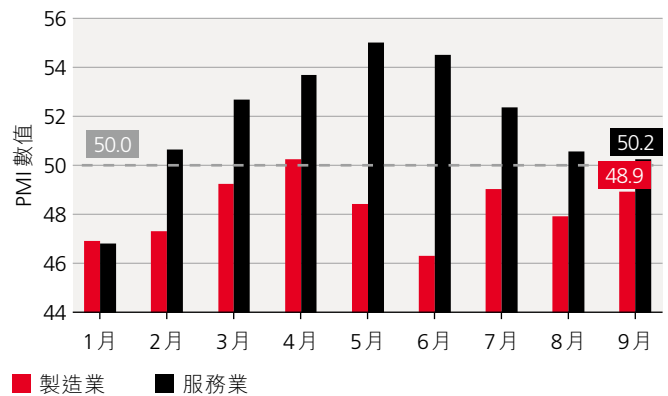
⁶³ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2023/09/11/us-stocks-are-the-cleanest-shirt-in-dirty-laundry-strategist-says.html>

多年來操控資本市場優勢支撐經濟增長，但副作用隨2008年後不斷浮現。2023年初地方銀行危機便是一例。美聯儲公布年度銀行壓力測試結果⁶⁴，所有接受測試銀行都能抵禦嚴重衰退，顯示銀行體系處於強勁且具韌性。話音未落，穆迪(Moody's)便下調美國數間中小型銀行信用評級⁶⁵，並警告行業信用實力可能面對融資風險和盈利能力下降挑戰。又例如惠譽(Fitch)將美國長期外幣債務評級從AAA下調至AA+，解釋未來3年財政惡化、總債務偏高、美國管治水平下降等⁶⁶。美國財長耶倫立即反對，並批評惠譽「武斷且基於過時的數據」⁶⁷。

官方賴以為傲的就業及消費數據與實際數據大謬不然，相關解讀更呈現明顯分歧：

- 美國銀行列舉7月就業數據顯示⁶⁸，領取失業救濟人數裡，年收入5至12.5萬美元家庭按年增長約4成，12.5萬美元以上家庭按年增長6成以上，反映中產失業人數明顯增多。工資增長方面，年收入超過12.5萬美元人士工資增長速度放慢，按年近0%。收入低於5萬美元平均增長3%，中產人士增長2%，反映中產工資壓力較大；
- Markit提供美國製造業採購經理人指數(PMI)數據，除4月報50.2外，其餘持續低於50水平，反映製造業持續萎縮。服務業數據自5月起逐步下降，9月數據為50.2，站在盛衰邊緣；

2023年美國 Markit PMI 數據



資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

- 三藩市聯儲局發表研究報告顯示⁶⁹，美國家庭儲蓄總額自疫情後急增至2.1萬億美元。但疫時津貼取消後，料儲蓄只能維持至第4季。儲蓄耗盡後家庭支出將依賴信用卡消費，但信用卡利率已升逾20厘以上，影響信用卡借額同時打擊消費；
- 美國破產協會(American Bankruptcy Institute)數據顯示⁷⁰，所有破產申請總數按年增加15%。根據破產法第11章提交總數增加71%，小型企業申請增加61%。標準普爾全球市場公布首8個月美國企業申請破產數量已超過過去兩年總數，也高於過去13年大部份可比較數據⁷¹；
- 美國IBD/TIPP經濟樂觀指數8月跌至40.3，是12個月以來最低水平，亦是連續24個月低於50，個人財務前景6個月來首次跌至負值，84%受訪者認為工資沒有跟上通脹步伐⁷²。顯示美國人對前景悲觀，與官方預測大相徑庭。

⁶⁴ 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20230628a.htm>

⁶⁵ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/us/moodys-downgrades-10-us-banks-warns-possible-cuts-others-2023-08-08/>

⁶⁶ 見惠譽網站，<https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-united-states-long-term-ratings-to-aa-from-aaa-outlook-stable-01-08-2023>

⁶⁷ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/us/yellen-says-fitch-downgrade-entirely-unwarranted-amid-us-economic-strength-2023-08-02/>

⁶⁸ 見雅虎財經網站，https://finance.yahoo.com/news/americas-highest-earners-are-getting-hit-hardest-by-a-slowing-labor-market-190627662.html?_guc_consent_skip=1695632368

⁶⁹ 見三藩市聯儲局網站，<https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2023/may/rise-and-fall-of-pandemic-excess-savings/>

⁷⁰ 見美國破產協會網站，<https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2023/may/rise-and-fall-of-pandemic-excess-savings/>

⁷¹ 見標準普爾全球市場網站，<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/august-adds-57-more-us-corporate-bankruptcies-2023-total-tops-prior-2-years-77419040>

⁷² 見美國商業資訊網站，<https://www.businesswire.com/news/home/20230808970776/en/IBDTIPP-Poll-Shows-That-Economic-Optimism-Continues-its-Downward-Spiral-as-All-Components-Drop-in-August>

宏觀策略

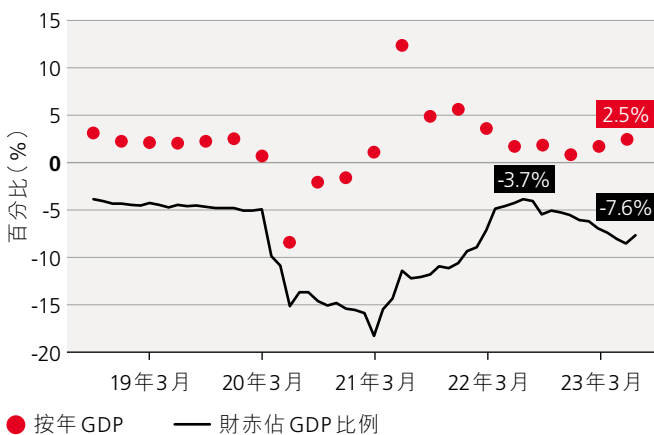
美國經濟：國王新衣

究竟美國正在衰退嗎？籠統以GDP徘徊1%的角度來看，答案是否定的。若以工商領域及企業家觀感而言，答案是肯定的。官方以宏觀而長線角度闡述，答案是否定的。民間以行業及短期角度來看，答案是肯定的。釀成如此兩極化，與拜登政府2022年起採取高財赤政策不無關係。

中美博奕及明年總統大選考量，賬面的經濟興盛對拜登而言也至關重要。美聯儲緊縮流動性拖垮工商界領域，例如商業活動持續呆滯，銀行出現擠提甚至倒閉，職位削減數量急升，最後把經濟推至衰退邊緣。如何扭轉弱勢？財赤是也。

財赤佔GDP比例自去年起持續擴大，至今年7月報負7.6%，期內擴幅3.9%。假設其他因素不變，美國GDP近26萬億(美元，下同)計算，年內財政支出增加近1萬億，剛好抵消美聯儲自去年3月起縮表規模(由8.4降至7.4萬億)。無獨有偶，同期GDP由1.8反彈至今年第2季2.5%，反映財赤成效顯著。

美國按年GDP及財赤佔GDP比例



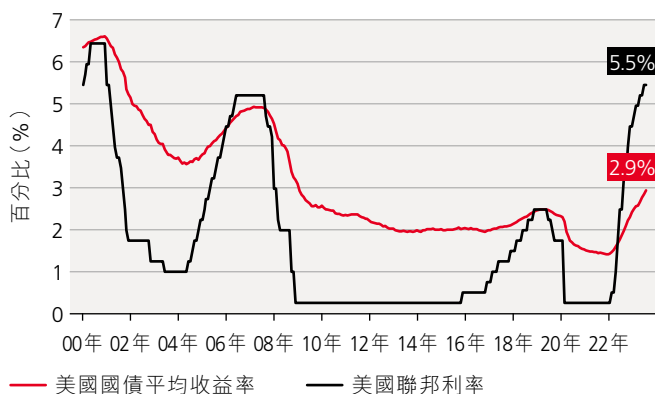
資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

聯邦債務高見33.1萬億⁷³，佔GDP約123%，成熟經濟體中位列日本(264%)及意大利(145%)之後。美國國會預算辦公室數據顯示⁷⁴，赤字超出預測，主因是政府臨時推行學生債務減免有關⁷⁵。未來10年內，總債務將升至50萬億，預計赤字平均達6%，較疫前平均約4%上升5成。今年淨利息支出將達到6,400億，佔全年聯邦收入約13%。10年後基本預測淨利息支出比例將升至約20%，超過歷史上在研發、基礎設施和教育支出總和。隨著利息支出消耗聯邦收入佔比愈來愈大，政府將需在債務利息支出和公共衛生等其他關鍵項目中抉擇。財赤遞增亦迫使財政部增加發債來彌補差額，造成惡性循環，直接打擊長期經濟增長。

支出花在哪裡？美國GDP結構中消費佔約7成，其餘工商及進出口只佔約2成。過去量化寬鬆需要透過工商及勞工界改革，再滴灌至消費層面，費時且政府操控性偏低。直接了當是減稅、減少個人及家庭債務或消費補貼等擴張性財政政策，即時且立竿見影。

擴張性財政政策傳統上屬於短期策略，加上高利率環境中流動性部份鎖在銀行體系而非消費，乘數效應偏低下未能帶動實際增長。更何況政策有其惰性，邊際效益隨時間遞減，但同時刺激通脹和添加債務壓力，債務成本攀升將蠶食政策效能，長遠依賴更造成惡性循環。情況與2008年量化寬鬆異曲同工，實體經濟其實未能受惠，卻助長美股在藉口中不斷創新高。

美國國債平均收益率及聯邦利率



資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

⁷³ 見美國債務時鐘網站，<https://www.usdebtclock.org/>

⁷⁴ 見美國國會預算辦公室網站，<https://www.cato.org/blog/cbo-budget-economic-outlook-post-covid-fiscal-era>

⁷⁵ 見BBC網站，<https://www.bbc.com/news/world-us-canada-66205087>

飲鳩止渴或許與政治凌駕民生利益的政治生態有關。總統大選愈近，兩黨鬥爭愈見加劇。今年拜登政府過往得心應手且大刀闊斧地增加支出，未來將受共和黨控制的眾議院阻撓。暑假休會後，兩黨為下一財年預算案上針鋒相對，無懼評級機構警告，不惜代價把美國政府再一次推向停擺危機。

美國財政習慣寅吃卯糧，配合形同虛設的債務上限，政黨輪替僅僅是反映彼此都不願為此經濟包袱負出政治代價。10月踏入下一財年，首項挑戰是學生債務減免，總額達1.6萬億債務，約4,300萬貸款人將重投還款期，料將拖累美國經濟，尤其消費領域⁷⁶。

財赤收緊將窒礙本季經濟增長，遑論官方上調明年經濟預測。音樂椅最終只等待音樂停止一刻，國王新衣都是等待那位無邪的小孩。

中國經濟：砥礪前行

中國第2季整體經濟出現下行走勢，加上海外輿論普遍抱持悲觀情緒，共振氛圍裡產生對中國經濟前景的質疑：

- 諾貝爾經濟學獎得主克魯曼在《紐約時報》專欄撰文中表示，中國不會重蹈日本覆轍，因日本經濟自90年代泡沫爆破後並沒有外界想像般差，目前中國經濟前景反而比日本當時更糟⁷⁷；
- 前國際貨幣基金組織(IMF)經濟師埃里安在《金融時報》撰文中表示⁷⁸，除非未來中國實施大規模刺激措施，否則市場不應期望中國會回復過往的增長率，中國成為世界最大經濟體已不再是理所當然。

引述中國人民大學重陽金融研究院在國家發改委網站發表文章指出⁷⁹，中國正面對40年來從未有過的挑戰：

- 2021年中美GDP體量差距為5.2萬億美元，中美佔比約77%創歷史高峰。2023年上半年差距擴大，佔比則下降至約63%；



- 生產線和供應鏈由國內轉移到包括印度、越南甚至美國。世界對外直接投資(FDI)總額佔比從2020年14.5%降至2021年10.5%，今年上半年繼續驟降，甚至低於巴西；
- 美國統合西方對「中國威脅」達成共識並全面布局圍堵、遏制中國的完整架勢經已呈現。

文章認為面對逆風更要戰略自省，警惕驕傲自滿，直面並客觀剖析當前內外艱難形勢及中西國力真實結構。對內重燃崛起激情，對外敢鬥巧鬥善鬥，才能化險為夷。

中西權威學者皆認同中國正面對內憂外患，只是解困角度上朝向樂觀與悲觀之別。

⁷⁶ 見經濟學人網站，<https://www.economist.com/finance-and-economics/2023/09/14/the-resumption-of-student-loan-payments-will-hit-american-growth>

⁷⁷ 見紐約時報中文網站，<https://cn.nytimes.com/opinion/20230726/japan-china-economy/zh-hant/>

⁷⁸ 見金融時報網站，<https://www.ft.com/content/20a14331-d282-4039-97d2-71d777359733>

⁷⁹ 見中宏網網站，<https://www.zhonghongwang.com/show-278-287496-1.html>

宏觀策略

參考俗稱中國經濟「三頭馬車」的固定資本投資、社會消費品零售總額及工業增加值數據，今年8月皆呈現出弱復甦勢頭。進出口數據處於負值，但同時出現反彈；官方製造業採購經理人指數（PMI）處於收縮水平，但5月起穩步上升，與50的盛衰分界水平只是一步之遙；官方非製造業PMI雖然處於50以上但跌勢持續，是經濟結構中較弱一環。不論消費物價指數（CPI）或生產物價指數（PPI），8月都出現反彈。整體數據如下：

指標 (按年, %)	3月	4月	5月	6月	7月	8月
固定資產投資	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2
社會消費品零售總額	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6
工業增加值	3.9	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5
出口量	14.8	8.5	-7.5	-12.4	-14.5	-8.8
進口量	-1.4	-7.9	-4.5	-6.8	-12.4	-7.3
官方製造業PMI	51.9	49.2	48.8	49.0	49.3	49.7
官方非製造業PMI	58.2	56.4	54.5	53.2	51.5	51.0
CPI	0.7	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.1
PPI	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0

資料來源：財經M平方⁸⁰，數據截至2023年9月25日

其他經濟環節反映中國經濟底氣未如海外輿論般孱弱不堪，並逐步擺脫西方圍堵策略：

- 中國外匯儲備多年保持領先地位⁸¹，8月總值達3.16萬億（美元，下同），較第2位日本（1.25萬億）高近2.5倍，及第3名瑞士（0.70萬億）近4.5倍，更是美國（0.04萬億）近79倍；

- 根據中國汽車工業協會數據，今年上半年中國汽車製造商出口共214萬輛，超越日本同行共202萬輛，亦首次成為全球最大汽車出口國。新能源汽車（NEV），包括純電動車（EV）、插電式混合動力汽車和燃料電池汽車，正推動中國汽車業在海外擴張，源於國內自主研發及擁有全套生產鏈，無懼歐美陣營脫鉤及技術壟斷⁸²；
- 中國向「一帶一路」國家出口佔比（36%）首次超越歐、美、日市場（34.3%），較中國加入世貿時分別為15及53%出現明顯逆轉。近年中美博弈下，中國對成熟市場貿易依賴遞減，同時成功開闢「一帶一路」新市場⁸³。

中國駐美國大使謝鋒在《華盛頓郵報》發表題為《中國經濟發展比你想像的更好》的署名文章⁸⁴，強調中國經濟持續復甦，總體回升向好。像過去多年一樣，中國經濟仍然是全球經濟的「領頭羊」和推動全球增長的最重要「發動機」。

經濟底層游刃有餘固然欣慰，但查找不足亦是責無旁貸。

中國經濟發展至今，要突破經濟學上「中等收入陷阱」，社會資源主力投入高科技和高端產業是勢所難免，但過於忽略中低端產業將造成資源淤塞性風險。今天普遍出現公私營資本競爭、勞動力年齡及技術性斷層、消費模式偏向極化等問題。中醫所謂「不通則痛」，經脈長期淤塞最終養育惡瘤，疏通脈絡將是未來成敗關鍵之一。

舉一反三，上季《宏觀策略》章節中已分析中國廣義（M2）與狹義（M1）貨幣供應量差距太大造成之影響，在此不再累贅。今年8月差距為8.4%，是過去5年來第2高水平，同期銀行貸款增長率持續下跌，現報10.9%，較疫情時更低。雖然中央增大銀根及民間受惠疫後復常，但大部份收入和利潤卻回歸銀行體系以償還負債，限制消費及投資，資金在金融體系而非實體經濟內循環。

⁸⁰ 見財經M平方網站，<https://www.macromicro.me/collections/30/cn-investment-relative/230/cn-china-investment-completed-fixed-assets>

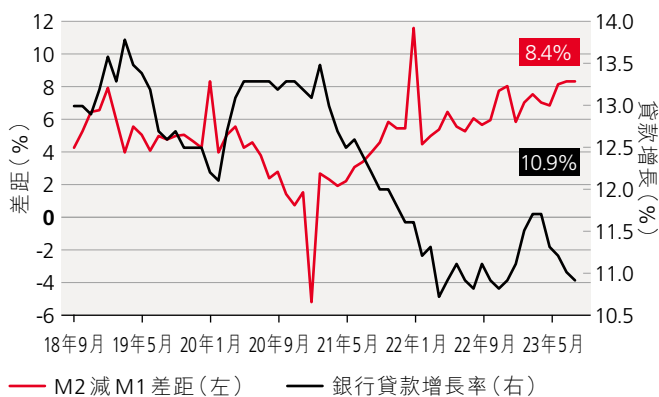
⁸¹ 見Trading Economics網站，<https://tradingeconomics.com/country-list/foreign-exchange-reserves?continent=g20>

⁸² 見南華早報網站，<https://www.scmp.com/comment/opinion/article/3231918/title-top-car-exporter-wont-make-chinas-auto-industry-no-1-world-heres-what-will>

⁸³ 見BBC網站，<https://www.bbc.com/zhongwen/trad/chinese-news-66762882>

⁸⁴ 見中國駐美大使館網站，http://us.china-embassy.gov.cn/dshd/202308/t20230831_11136079.htm

中國 M2 減 M1 差距及銀行貸款增長率



資料來源：彭博，數據截至2023年9月27日

進出口貿易受制於西方制裁和生產線外移，同時影響製造業，造成失業問題並打擊民生，但保就業下勉強生產，只會造成境內供過於求。PPI持續負值壓制零售提價空間，加上消費疲弱最終釀成輕微通縮，拖累經濟增長動力。短期內外部問題不會逆轉，加強供應側壓抑將打擊民生。因此刺激需求側可提升M1，令資金有序流出銀行體系帶動經濟復甦，其中解決房債危機將帶來一石二鳥之效，下文將詳細分析。

中國經濟：解困房債危機

中國人「以房藏富」概念實在根深柢固。多年來樓市透過高槓桿野蠻生長，甚至蔓延至非房地產行業，例如金融業。地方政府過份依賴投地及房產交易稅收，間接鼓勵炒風。兩者互相交織出龐大利益網，涉及政經領域內核性危機。今天房債風險其實早在2008年全球金融危機中惡化，由2020年所謂「三條紅線」政策引爆。一般投資者批評中央政策失誤導致一發不可收拾，但今天回顧才發現當中忍辱負重的大智慧：全球資金仍然寬鬆時自行拆彈，對整體經濟衝擊及相關違約風險，相信較今天全球收緊流動性時「出手」來得合時。同時避免中美博弈中會被對手乘虛而入，只是無奈碰上全球疫情，拖延效能及增添不穩性。

民間要求中央出手救市之聲不絕於耳，甚至憧憬大水猛灌式撲火，但至今仍是翹首以待。是否代表中央不顧房債危機？部份市場分析更以今天中國房債危機與美國2008年次按危機作比較。然而，獨燕不成夏，客觀環境及當時各國經濟結構差異甚大，結果不敢苟同，反而當時部份解決方案可作借鑒。

貨幣政策方面，人民銀行年內分別下調1及5年期以上貸款市場報價利率(LPR)20及10點子，中期借貸便利(MLF)下調25點子⁸⁵，及外匯和本幣存款準備金率⁸⁶分別下調2及0.25%，有序且導向性釋放流動性。定向降準或窗口指導內把資金集中於「保交樓，保民生」相關房地產項目開發、補充流動資金、償還債務，以及資產重組及併購等，核心是「滴灌」而非「猛灌」。

金融財技方面，較到位措施是中央將推出類似2008年金融海嘯期間「特殊目的公司(SPV)」，名為「特殊再融資債券額度」⁸⁷。照板煮碗把有問題地方債券收納，透過政府名義以新換舊債方式，吸引能承受較高風險投資者，以較低收益率及拉長債務年期，通過風險較低債券解決高融資成本及舉債難問題。2008年美國案例藉此「買時間」，最後成功避免大規模違約。

以上方案總帶點亡羊補牢，原生性健康發展才是長策。多年來樓市炒作成風，打擊政策雷厲風行實在無可厚非。惟當市場冷卻或開始出現資金失衡，甚至醞釀更大經濟危機時，適當有序地鬆綁都是上策。當前問題核心之一是絞索房地產發展商資金流，衍生違約風險及內涵價值螺旋式下墜的惡性循環，毒性之大正衝擊整個社會。核心是生意貨如輪轉，資金自然到位：

- 資金回籠後還款及時，違約風險自然下降，亦不需要依賴借貸維持營運；
- 企業債務評級穩定有利穩住其債券價格，企業資產負債表改善支持股票估值反彈；
- 透過其債券及股票的抵押貸款被平倉風險下降，有利頂住相關資產價格，亦減輕其他衍生金融產品風險；
- 供過於求是不容置疑，但當流轉量提升，成交價非恐慌性或投機性報價將有助尋找合理性房價，「無形之手」自然會適時而為，減輕政策負擔；
- 當房價及金融價格抓住底氣，財富效益應運而生，激活民間消費及商業活動指日可待；
- 經濟復甦自然解決通脹及就業問題，內生性經濟良性循環啟動，地方債務風險將迎刃而解。

⁸⁵ 見財經M平方網站，<https://www.macromicro.me/collections/31/cn-finance-relative/13442/cn-loan-prime-rate>

⁸⁶ 見財經M平方網站，<https://www.macromicro.me/charts/262/cn-required-deposit-reserve-ratio>

⁸⁷ 見南方財經網站，<https://m.sfccn.com/2023/9-26/00MDE0MDZfMTg2Mjk0OQ.html>

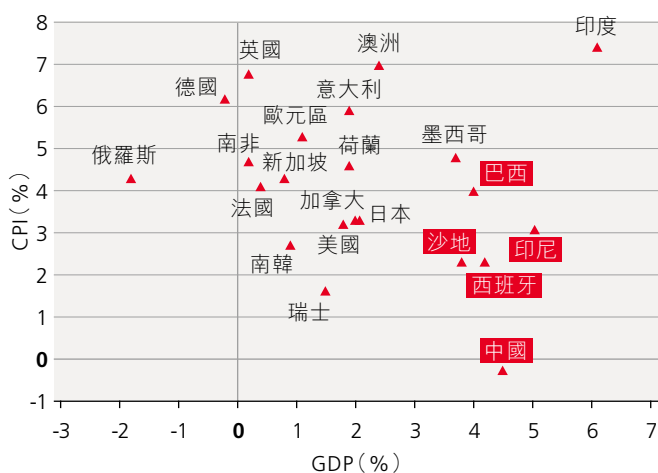
宏觀策略

近月多項鬆綁政策已推陳出新，例如「認房不認貸」、降低首套住房貸款利率、放鬆「限購限價」等，有利加速交易。房地產投資信託基金(REITs)亦是可借鑒方案，尤其協助因資金短缺而未能完成的項目。今天部份發展商的商譽已淪為負資產，勉強完成之副作用不在話下，品牌負值有可能打擊銷售套現效率。在項目仍有商業價值時以REITs形式融資，完成後再把套現資金回購REITs股份。此舉可盤活存貨，亦可吸引非樓房剛需資金，更可套用在商業房項目，以市場而非官方力量解決問題。

經濟及政治考慮方面，參考今年GDP增長目標為5%左右，就算市場普遍預期為4.5%，現時5年期以上LPR為4.2%，利率與經濟增長仍然匹配，反映中央認為樓市問題仍然可控，迫切性減息的基礎不足。另外，債市實屬資本市場，貿然以利率遷就，反而縱容資金炒作，對實體經濟副作用較救市更大，從2009年歐債危機案例可見一斑。

中美博弈愈演愈烈，海外輿論推波助瀾下，預期評級機構或趁機下調內房債務評級，甚至是中國的主權評級，最終迫使收益率急升，間接拉倒中國經濟。中美金融戰已昭然若揭，頓然把政策「傾巢而出」實屬不智。例如惠譽(Fitch)主權評級全球負責人早前警告⁸⁸，中國企業債務狀況，包括非金融及銀行等出現任何惡化，而政府擴大資產負債表來支持經濟，加上當前債務相對GDP比例偏高，有可能觸發重新檢討中國A+主權信用評級。

各國GDP與CPI矩陣(第1季)



資料來源：彭博，數據截至2023年9月27日

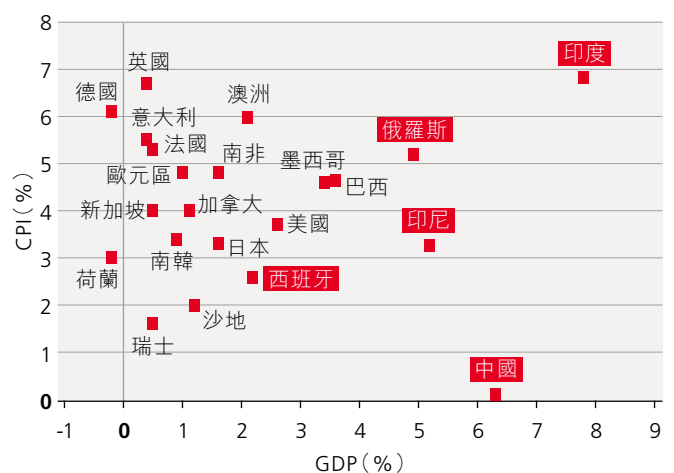
值得注意的是，以上政策執行需時，修復階段須以年數計算，投資者應作好心準備。另外，大部份措施並非直接惠及內房發展商，考慮民間觀感及公平原則外，亦貫徹務實執政概念，維持嚴守各地財政紀律地深入解決內核問題，守住金融系統性風險底線。大型民企發展商的債務重組將事在必行，當中涉及大量法律和金融安排，但更難處理的是債權人信心，就算最終出現倒閉只是徒自追悔，投資者憧憬中央「填氹」更是緣木求魚。

世界經濟：螺旋式下墜

不能否認全球經濟正受挫於中美博弈引發的去全球化，不論結黨同盟或是堅持中立都逃避不了。粗暴地撕裂全球化導致全球經濟碎片化，除中美兩位主角明顯受壓外，逆向規模經濟帶來的惡果迫使全球經濟一同買單。

根據按年CPI及GDP矩陣觀察今年首兩季全球主要經濟體變化，結果顯示整體朝左上角發展(GDP走低同時CPI走高)，反映整體經濟正在弱化。同時，數據集中度上升反映各國經濟相關性趨升，走勢上被扯入下墜旋渦。GDP與CPI比例首5個國家中，只有3個能持續兩季擺脫下墜牽扯，分別是中國、印尼及西班牙，而新一季印度及俄羅斯正取代巴西及沙地的領先地位。

各國GDP與CPI矩陣(第2季)



資料來源：彭博，數據截至2023年9月27日

⁸⁸ 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-16/fitch-says-china-credit-rating-may-be-vulnerable-to-a-rethink>

上述數據通常被視為具滯後性，參考前瞻性數據又如何？製造業採購經理人指數 (PMI) 顯示全球經濟活動正大規模萎縮。年內全球主要 25 個經濟體，低過 50 盛衰分水嶺的國家佔 5 成以上，7 月更增至近 7 成，反映下半年經濟情況進一步惡化，當中風險普遍集中在成熟經濟體。首 8 個月全數低於 50 的國家有 6 個，包括德國、英國、波蘭、荷蘭、馬來西亞及南韓。整體數據如下：

製造業 PMI	8 月	7 月	6 月	5 月	4 月	3 月	2 月	1 月
德國	39.1	38.8	40.6	43.2	44.5	44.7	46.3	47.3
英國	43.0	45.3	46.5	47.1	47.8	47.9	49.3	47.0
波蘭	43.1	43.5	45.1	47.0	46.6	48.3	48.5	47.5
意大利	45.4	44.5	43.8	45.9	46.8	51.1	52.0	50.4
荷蘭	45.9	45.3	43.8	44.2	44.9	46.4	48.7	49.6
法國	46.0	45.1	46.0	45.7	45.6	47.3	47.4	50.5
西班牙	46.5	47.8	48.0	48.4	49.0	51.3	50.7	48.4
馬來西亞	47.8	47.8	47.7	47.8	48.8	48.8	48.4	46.5
美國	47.9	49.0	46.3	48.4	50.2	49.2	47.3	46.9
加拿大	48.0	49.6	48.8	49.0	50.2	48.6	52.4	51.0
南韓	48.9	49.4	47.8	48.4	48.1	47.6	48.5	48.5
泰國	48.9	50.7	53.2	58.2	60.4	53.1	54.8	54.5
土耳其	49.0	49.9	51.5	51.5	51.5	50.9	50.1	50.1
澳洲	49.6	49.6	48.2	48.4	48.0	49.1	50.5	50.0
日本	49.6	49.6	49.8	50.6	49.5	49.2	47.7	48.9
菲律賓	49.7	51.9	50.9	52.2	51.4	52.5	52.7	53.5
巴西	50.1	47.8	46.6	47.1	44.3	47.0	49.2	47.5
越南	50.5	48.7	46.2	45.3	46.7	47.7	51.2	47.4
愛爾蘭	50.8	47.0	47.3	47.5	48.6	49.7	51.3	50.1
中國	51.0	49.2	50.5	50.9	49.5	50.0	51.6	49.2
墨西哥	51.2	53.2	50.9	50.5	51.1	51.0	51.0	48.9
俄羅斯	52.7	52.1	52.6	53.5	52.6	53.2	53.6	52.6
希臘	52.9	53.5	51.8	51.5	52.4	52.8	51.7	49.2
印尼	53.9	53.3	52.5	50.3	52.7	51.9	51.2	51.3
印度	58.6	57.7	57.8	58.7	57.2	56.4	55.3	55.4
低過 50 盛衰 分水嶺總數	16	18	16	15	15	14	10	14

宏觀策略

服務業萎縮狀況開始浮現。上半年低過50水平的國家寥寥可數，但8月起數字急升至7個，而且集中在歐洲，美國及巴西亦跌至盛衰邊緣上。消費者信心更令人擔心，參考G20各國消費者信心指數，只有印尼、意大利及南韓抱持樂觀，其餘17個國家下半年起呈現悲觀情緒。以往歐美國家引以為傲的消費及服務業如有任何閃失，最後稻草將抵擋不了跌入衰退的風險。整體數據如下：

服務業PMI	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月
法國	46.0	47.1	48.0	52.5	54.6	53.9	53.1	49.4
德國	47.3	52.3	54.1	57.2	56.0	53.7	50.9	50.7
澳洲	47.8	47.9	50.3	52.1	53.7	48.6	50.7	48.6
歐元區	47.9	50.9	52.0	55.1	56.2	55.0	52.7	50.8
西班牙	49.3	52.8	53.4	56.7	57.9	59.4	56.7	52.7
英國	49.5	51.5	53.7	55.2	55.9	52.9	53.5	48.7
意大利	49.8	51.5	52.2	54.0	57.6	55.7	51.6	51.2
美國	50.5	52.3	54.4	54.9	53.6	52.6	50.6	46.8
巴西	50.6	50.2	53.3	54.1	54.5	51.8	49.8	50.7
中國	51.8	54.1	53.9	57.1	56.4	57.8	55.0	52.9
日本	54.3	53.8	54.0	55.9	55.4	55.0	54.0	52.3
愛爾蘭	55.0	56.7	56.8	57.0	58.4	55.7	58.2	54.1
俄羅斯	57.6	54.0	56.8	54.3	55.9	58.1	53.1	48.7
印度	60.1	62.3	58.5	61.2	62.0	57.8	59.4	57.2
低過50盛衰分水嶺總數	7	2	1	0	0	1	1	5

資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日



各國消費者信心指數	8月	7月	分水嶺	樂觀/悲觀(8月)	樂觀/悲觀(7月)
阿根廷	44.1	43.6	50.0	悲觀	悲觀
澳洲	81.0	81.3	100.0	悲觀	悲觀
加拿大	46.9	49.6	50.0	悲觀	悲觀
歐元區	-16.0	-15.1	0.0	悲觀	悲觀
法國	84.9	85.3	100.0	悲觀	悲觀
德國	-25.5	-24.6	0.0	悲觀	悲觀
印度	88.1	88.5	100.0	悲觀	悲觀
印尼	125.0	124.0	100.0	樂觀	樂觀
意大利	106.0	107.0	100.0	樂觀	樂觀
日本	36.2	37.1	50.0	悲觀	悲觀
墨西哥	46.7	46.2	100.0	悲觀	悲觀
荷蘭	-40.0	-39.0	0.0	悲觀	悲觀
俄羅斯	-15.0	-19.0	0.0	悲觀	悲觀
南非	-16.0	-25.0	0.0	悲觀	悲觀
南韓	103.0	103.0	100.0	樂觀	樂觀
西班牙	94.4	92.4	100.0	悲觀	悲觀
瑞士	-27.1	-29.6	0.0	悲觀	悲觀
土耳其	68.0	80.1	100.0	悲觀	悲觀
英國	-25.0	-30.0	0.0	悲觀	悲觀
美國	69.5	71.6	100.0	悲觀	悲觀

資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

綜合以上數據，歐元區企業活動及消費收縮尤其嚴重。製造業陷入低迷，服務業不能倖免。德國表現令人生畏，製造業表現是G20中最弱，而且年內全數低於50水平。法國製造業PMI連續7個月低於50，服務業亦連續3個月萎縮。英國製造業PMI指數下滑至43，為31個月來最低，揭示高利率導致企業壓力日益嚴峻。6月英格蘭和威爾斯登記破產數量按年增加27%，高於疫前水平⁸⁹，甚至連英國第2大城市伯明翰市政府亦宣布破產⁹⁰，再難以掩飾其系統性及結構性危機。

去全球化除了削弱全球經濟，亦吞噬民間財富。根據《全球財富報告》數據顯示⁹¹，去年底私人淨財富總額約454.4萬億(美元，下同)，減少11.3萬億或按年下跌2.4%。損失主要集中在北美和歐洲等較富裕地區，減少共約10.9萬億或佔全球總跌幅近96%。亞太地區損失約2.1萬億，而拉丁美洲則增加2.4萬億；損失最多是美國，其次是日本、中國、加拿大和澳洲。俄羅斯、墨西哥、印度和巴西增幅最大；全球最富有1%人群佔全球財富份額下降至44.5%；全球美元百萬富翁人數減少350萬人，以通脹調整計算，需再減少440萬人。

⁸⁹ 見英國政府網站，[https://www.gov.uk/government/statistics/monthly-insolvency-statistics-june-2023/commentary-monthly-insolvency-statistics-june-2023#:~:text=The%20number%20of%20registered%20company,\(1%2C698%20in%20June%202022\).](https://www.gov.uk/government/statistics/monthly-insolvency-statistics-june-2023/commentary-monthly-insolvency-statistics-june-2023#:~:text=The%20number%20of%20registered%20company,(1%2C698%20in%20June%202022).)

⁹⁰ 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2023/09/19/economy/birmingham-bankruptcy-uk-government-control/index.html>

⁹¹ 見瑞銀網站，<https://www.ubs.com/global/en/family-office-uhnw/reports/global-wealth-report-2023.html#executive>

宏觀策略

宏觀策略：風管為先

美國經濟內生動力不足，債台高築、基建落後、工業空心化等問題固化，唯有依賴僅有國際優勢，聯合盟國高舉幌子，以「美國為先」的國際化去維護自身利益，卻遮掩不了歐美經濟時不與我的無力感。中國趨向戰時經濟模式，主動修整去槓桿過程中的不足之處，全力深耕完整生產線，圍攏資源達到自吸自足，目標為長期消耗戰做好準備。

時間正站在中國一方，美國需在餘暉下速戰速決，尤其在未來成敗唯一關鍵的高端科技中徹底擊退中國。同時在亞洲地緣政治中攪局，一方面藉以牽制中國發展，另一方可震懾亞洲各國，代理人戰爭操作在美國歷史上並不罕見。中美棋局看似只有楚河漢界，但影響的卻是全世界。戰爭中永無樂土，各國以為置身事外，其實早已身在其中。

可是，軍事分析認為釀成熱戰機會不高⁹²。莫說美國軍事佔有上風存疑，如果美國在亞洲爆發戰事，與俄烏戰事最大分別是中國將直接劍指美國，而非在亞洲區內糾纏，戰爭成本及代價之高令美國三思。再者，屆時美國盟友會否兩肋插刀？亞洲各國更不在話下。最後，戰事須民意授權，勉強而為將被國際冠以不義之戰，出師無名的後果不勝枚舉。中美領導人的民望差距反映中國民心團結度較高，以守護國土之名出兵亦較理直氣壯，大義凜然，屆時國際舞台上誰正誰邪，已非美國說了算。

需知道英國擊敗西班牙艦隊，再配合工業革命，花近200年才成為當時世界霸主。及後美國經濟經過世界大戰，再趁勢進行經濟及全球貨幣改革，經歷超過100年才成為今天霸主。中國經濟發展在改革開放後取得驕人成就，「超英」已成，「趕美」未至，更是言之過早。截至2022年數據⁹³，雖然中美貢獻世界GDP分別是25.32及17.86%，但美國人均GDP仍是中國近6倍。

正如中國人民大學重慶金融研究院發表標題為《重燃中國崛起的激情》文章表示⁹⁴，中國在高新科技發展被「卡脖子」、思想觀念衝突被「卡腦子」、國際話語權被「卡嗓子」現象，短時間內還難以解決，更需尋找既要合理鬥爭，又要鬥中求穩，既不逞強也不示弱的長期策略。

了解由貿易到金融，由地區到國際組織，由官方到民間，中美角力確是一場消耗戰，亦是一場民意戰，爭取到人民授權的合理性持續對抗，才能有本錢齊心把槍口對外。過程中任何差池都將被民意反噬，改朝換代，中西歷史中無一倖免。

「冷和」只是雙方買時間的短期策略，為下一輪更大型抗爭作準備。

朝代更替並非朝夕，期間全球關係在此起彼落，冷熱交際，波浪形態中發展。結果如何已太長遠，活在當下面對的是資金在缺乏基本因素下高度集中地流竄，導致資產價格非常波動，也令資產平衡分散風險成果不彰。同時高度相關性把地區性風險分散效能銳減，唯有利用短線而防守性的策略替代長線而進取性操作，或視乎投資者風險承受力而選擇透過衍生工具把風險轉移。

今天宏觀局勢較近代任何時期都要複雜，以往理所當然的已今非昔比，挑戰三觀事物將應接不暇，風管亦較近代任何時期來得重要。



⁹² 見福布斯網站，<https://www.forbes.com/sites/steveforbes/2023/09/26/is-the-us-headed-for-an-all-out-war-with-china/?sh=67e20262265a>

⁹³ 見世界實時統計數據網站，<https://www.worldometers.info/gdp/gdp-by-country/>

⁹⁴ 見中宏網網站，<https://www.zhonghongwang.com/show-278-287496-1.html>

任重道遠

東亞銀行經濟研究部



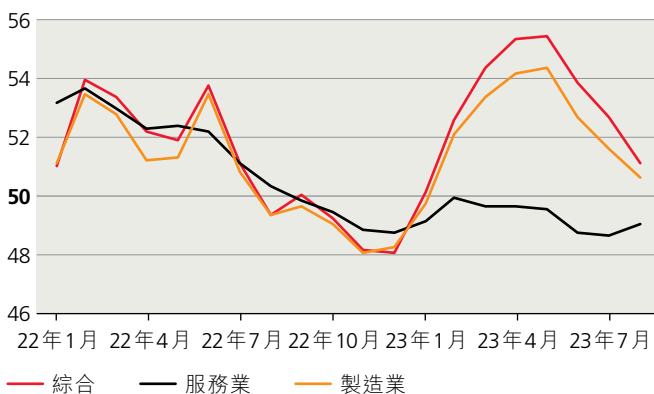
2023年第4季經濟展望 環球經濟展望

環球經濟增長及通脹趨緩，緊縮貨幣政策仍將延續

2023年首3季，環球經濟大致維持低增長格局。美國經濟在內部需求的支持下保持溫和增長，但勞工市場過熱情況僅錄得輕微改善，通脹再加速風險仍然存在；歐洲經濟則受貨幣政策緊縮、政經前景不明朗、能源及供應鏈阻礙等影響而持續疲弱，滯脹風險不容忽視；中國內地經濟繼續以服務消費作為主要增長引擎，近期宏觀政策調控的力度和精準度不斷增強，以穩定信心和釋放需求，為經濟實現平穩復甦打下穩固基礎；其他亞洲經濟體則在外圍需求放緩下略為減速，但區內通脹錄得顯著改善，大部分亞洲央行暫停加息；香港經濟在低基數及經濟重啟的支持下保持平穩復甦。

全球採購經理人指數

>50表示擴張



資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

環球核心通脹回落進程緩慢，物價壓力未見顯著降溫。隨著能源及大宗商品價格回落，以及商品供應恢復，環球整體通脹從高位回落。不過，受工資增長及服務業通脹高企影響，核心通脹回落速度較預期為慢，並遠高於多個先進經濟體的央行政策目標。再者，近期能源價格在主要出口國的減產下錄得回升，部分地區的房地產價格及租金亦出現止跌回穩的勢頭，這些發展或會加大未來整體通脹的壓力，令環球經濟面臨通脹再次加速的風險。

強韌的勞工市場初步降溫，惟主要央行未敢鬆懈。隨著環球經濟動力趨緩，企業對勞工需求亦初步降溫，個別經濟體的失業率正從歷史低位輕微回升，消費信心勢將受到拖累。然而，現時環球主要央行最大憂慮仍是未來通脹會否再度加速，繼而刺激通脹預期迅速上行，令其有需要保持嚴厲的緊縮貨幣政策，以控制通脹。因此，即使環球加息週期接近觸頂，但短期內主要央行將保持鷹派立場，高息率和量化緊縮環境料將延續一段時間。

現時，市場普遍預期環球經濟有望實現軟著陸，通脹有序降溫，而就業市場和經濟增長僅溫和放緩，不致於陷入深度衰退。家庭和企業資產負債表，以至就業市場保持強韌是支持私人消費和投資的主要動力。但值得注意的是，環球經濟形勢仍存著多個不穩定因素，包括：地緣政治局勢發展、貨幣緊縮政策的滯後影響、供應鏈重組、特別財政措施於疫後結束、綠色轉型所催生的通脹效應，以及資產市場波動等。綜合各項因素，預期2023年第4季環球經濟將延續其低增長格局。



美國經濟展望

美聯儲維持鷹派立場，經濟下行壓力續增

2023年首3季，美國經濟持續展現韌性。儘管美聯儲實施大幅加息和縮表的緊縮貨幣政策，令美國國債收益率顯著上升，並曾導致多間地區性銀行因流動性緊張及資不抵債等問題而倒閉或被接管，但美國經濟表現維持穩步擴張，且超出預期。在低失業率和超額儲蓄的推動下，美國私人消費錄得強勁增長，成為整體增長的主要動力。此外，拜登政府的工業補貼政策也吸引企業增加投資半導體和綠色能源等，令私人投資在高利率下仍可維持增長勢頭。

通脹高位繼續回落，但美聯儲維持鷹派立場。踏入2023年下半年，美國整體消費物價和其核心指數的按年增長已下降至4%左右，與美聯儲2%通脹目標仍存在較大距離。9月美聯儲在議息會議維持利率在5.25至5.50%不變。根據9月公布的點陣圖，2023年利率中位數預測維持不變於5.6%，2024年利率中位數預測則由6月的4.6上調至5.1%。由於貨幣環境已顯著收緊，加上經濟前景、勞工市場及租金升幅降溫等料將引導通脹進一步放緩，預期美聯儲在2023年第4季將無需再次加息，但高利率仍會持續一段較長時間。

美國國內生產總值



資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

勞工市場過熱情況錄得輕微改善。2023年第1季，不少美國大型科技和初創企業公布裁員計劃，但相關裁員幅度佔整體規模較小，整體勞工市場未見顯著惡化。勞工需求方面，職位空缺已從2022年初的高位回落，但仍高於2019年疫情前水平；每月非農新增就業數目亦開始放緩，但繼續高於所需吸納的人口增長水平。另一方面，勞動人口參與率逐漸回升，失業率也略為向上，有利於紓緩工資的上漲壓力。近期平均時薪增速有所減慢，惟尚未回落與通脹目標相應的水平。因此，勞工市場仍需要進一步降溫，否則勞工市場偏緊的狀況或會令工資再度升溫，引發通脹出現再次升溫的風險。

美國通脹率



資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

美國經濟下行壓力料將增強。雖然貨幣緊縮政策尚未顯著拖累美國經濟，但高利率影響將逐步累積，未來企業在進行再融資時或會面對更高的利息成本和更嚴格的信貸審批準則，投資信心料將受壓。另外，疫情期間推出的學生暫緩償還貸款計劃結束也會對私人消費構成制約。預期美國經濟增長在2023年第4季很大機會出現放緩。



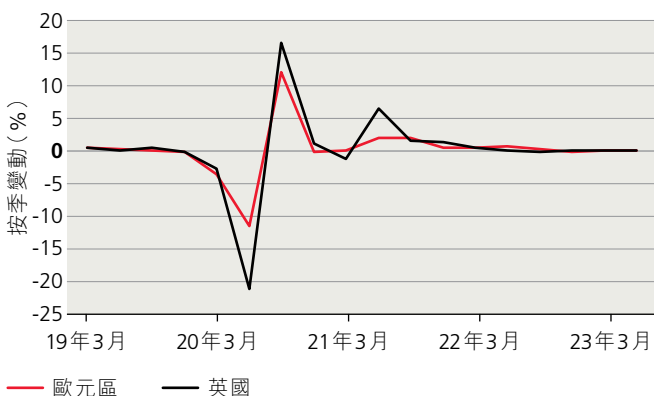
宏觀經濟

歐洲經濟展望

歐洲經濟維持弱復甦步伐，成員國表現分歧

受制於德國經濟疲弱，歐洲經濟僅錄得輕微擴張。在環球貨幣政策緊縮、政經前景不明朗、能源及供應鏈阻礙尚未返回疫情和俄烏衝突前，加上疫後消費模式返回服務業為主，均打擊德國製造業表現，拖累2023年上半年德國經濟錄得輕微收縮，並持續低於去年同期水平。相比之下，法國及意大利經濟錄得溫和增長，上半年分別按年擴張0.9及1.2%；西班牙經濟更受惠於旅遊業強勁復甦及零售消費表現穩固，帶動上半年經濟按年增長2.9%。總體來說，歐元區成員國表現分歧，上半年歐元區經濟僅錄得約0.8%按年增長，第1及第2季分別按季增長0.1%，部分以旅遊及其相關行業佔比較重的成員國表現較佳。另一方面，英國經濟則受惠於服務消費所帶動，於上半年亦錄得約0.3%按年輕微增長。國內生產總值從第1季按季0.1%增長稍微加快至第2季0.2%。民眾對交通、休閒文化活動、餐飲、酒店等消費性服務需求上升，支持住戶消費開支持續增長。

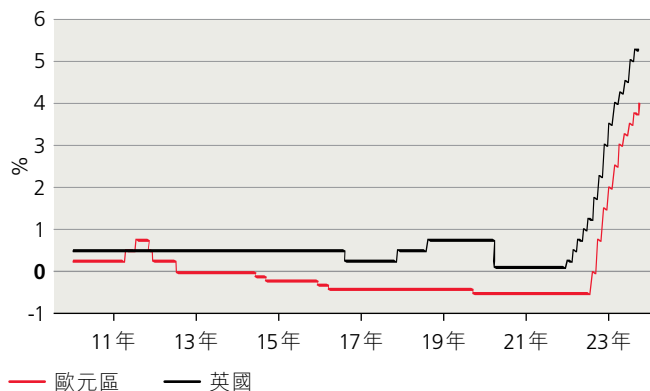
歐元區及英國經濟增長



資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

歐洲通脹從高位回落，但仍遠高於政策目標，央行將維持息率高企更長時間。歐元區及英國整體通脹率均較去年10月高位回落約5個百分點。不過，面對勞工市場偏緊，工資持續較快增長，加上疫後消費模式返回以服務業為主，個別服務行業（如旅遊業）需求釋放等，均使服務價格錄得顯著增長，令核心通脹更具黏性。9月歐洲央行再次加息25個基點，英倫銀行則維持利率不變，兩地央行於是次加息週期至今分別合共加息450及515個基點。目前，他們均表示將以數據表現作為未來是否進一步加息的依據，惟在核心通脹持續高於政策目標下，兩地央行料將維持利率於具限制性水平一段更長時間，直至通脹明顯趨向其政策目標的水平。

歐元區及英國政策利率



資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

高利率及政經前景不明朗下，歐洲經濟料僅輕微擴張，甚至陷於停滯。目前，歐洲央行及英倫銀行已將其政策利率提升至2008年以來最高水平，高利率及量化緊縮對信貸和經濟的影響料將進一步浮現，勢將加劇企業及家庭的借貸成本及負擔，削弱消費、投資，以至買樓置業的意欲。再者，年初以來服務業作為推動歐洲經濟持續增長的主要動力，於近月亦有加速放緩之勢，歐元區及英國服務業採購經理指數均回落至收縮區間，加上製造業採購經理指數已連續多月陷於收縮，顯示歐洲經濟復甦動力或正在轉弱。不過，歐洲勞工市場及民眾收入穩固，將有利於穩定民眾消費及整體經濟表現，預期2023年歐元區經濟錄得約0.7%輕微增長。

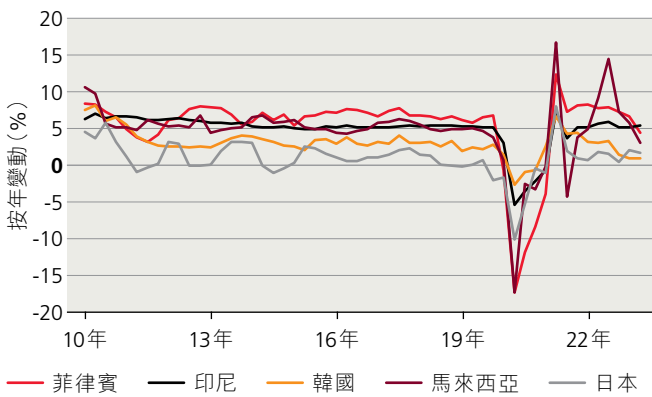


亞洲經濟展望

亞洲經濟基本面穩健，復甦勢頭料將延續

面對外圍需求放緩的衝擊，亞洲地區普遍受到商品出口下滑的拖累。2023年上半年，除日本以外，亞洲主要經濟體增速均有所放緩。日本經濟表現超出預期，上半年增長加速至按年1.8%，主要是受惠於汽車業復甦和入境旅遊業暢旺所帶動。南韓經濟上半年錄得按年增長0.9%，這與全球科技產品週期持續去庫存，導致商品出口疲弱有關。由於出口和投資下挫，台灣經濟上半年錄得按年1%跌幅。期內，東盟主要經濟體增長亦大致放緩。

亞洲個別經濟體的國內生產總值



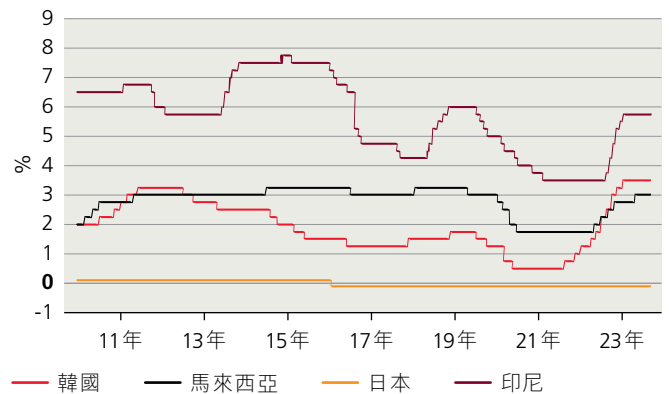
資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

亞洲地區商品出口持續收縮，惟在低基數下，其跌幅勢將逐步收窄。在2023年第3季，外圍商品需求仍然疲弱，歐美先進經濟體的私人消費普遍呈現服務強、商品弱的不平均表現，拖累亞洲經濟體商品出口需求。亞洲先進經濟體中，日本商品出口增長由年初的高位放緩，並在7及8月轉為按年下跌；南韓和台灣在2023年首8個月更一直錄得按年下跌。東盟主要經濟體商品出口亦維持普遍下行走勢。展望2023年第4季，隨著環球貨幣政策持續緊縮，外圍需求將難以顯著改善，但去年低基數的影響將逐漸浮現，預料亞洲經濟體商品出口按年跌幅將會逐步收窄。

亞洲地區跨境旅遊復常進度不一。疫情前，內地旅客是亞洲地區旅遊業的重要客源。今年以來內地逐步放開跨境往來限制，惟航班復飛低於預期，以至旅客出境規模均明顯低於疫情前水平，加上部分經濟體更出現本地居民境外旅遊多於境外旅客入境的情況，令旅遊業對拉動亞洲經濟的動力較預期為弱。目前，內地對旅行社組團出境進一步放寬，內地旅客勢將再次成為亞洲地區旅遊業的重要支撐，為區內經濟注入新動力。

亞洲地區通脹顯著改善。對比歐美先進經濟體，亞洲地區通脹放緩的進程較為理想，部分國家消費物價指數的升幅更重返其央行的通脹目標之內，反映區內通脹壓力穩定。2023年第3季，除泰國央行以外，其他亞洲主要央行普遍維持貨幣政策不變，日本央行更繼續實行負利率政策，把短期利率目標保持於負0.1%不變。展望未來，由於亞洲通脹壓力總體尚算溫和，區內央行有更大靈活性制訂其貨幣政策，無需跟隨歐美央行進一步緊縮。

亞洲個別經濟體的政策利率



資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

總體上，亞洲地區商品出口在外圍需求疲軟下將難以得到提振，惟區內經濟基本面穩固、內部消費市場穩定擴張、旅遊業持續復甦、區域供應鏈重組或可帶來更多新投資和貿易機遇，以至近期中國內地穩增長的政策力度等料將為區內經濟帶來支持。展望未來，預計2023年餘下時間亞洲地區經濟將可保持穩定增長。



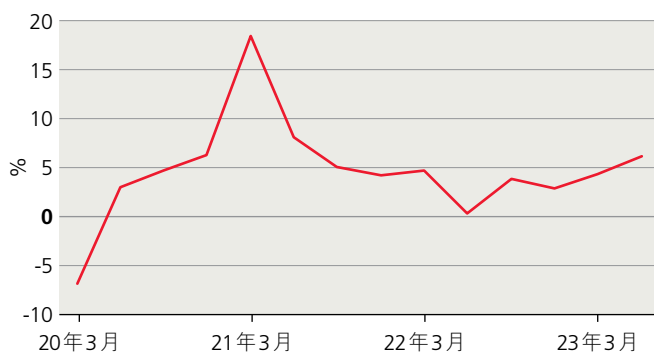
宏觀經濟

內地經濟展望

宏觀政策效果漸現，支持內地經濟穩步復甦

受低比較基數、消費及服務業持續領先所帶動，第2季內地經濟延續復甦勢頭。經濟增速從第1季按年4.5%加快至第2季按年6.3%。2023年上半年，國內生產總值增速達5.5%。最終消費是主要的增長動力，抵銷外部需求放緩及房地產市場調整帶來的壓力。

內地經濟增長

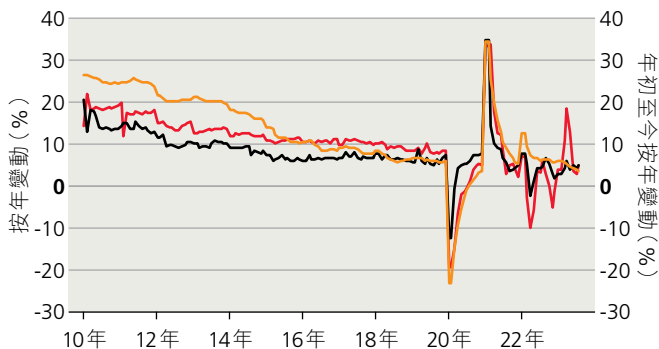


資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

踏入第3季，疫後復甦動力不均逐漸明顯。服務業持續引領消費增長，首8個月服務零售額錄得按年19.4%快速增長，8月及首8個月的餐飲收入亦分別按年上升12.4及19.4%，反映民眾於疫後及假期旺季對旅遊相關服務的需求殷切。不過，與房地產相關的零售銷售如裝修及裝潢材料和家用電器及音像器材等均於8月錄得按年收縮。高比較基數及買家態度轉趨觀望等則制約近月汽車銷售增長。整體而言，隨著內地當局「促消費」政策效應陸續浮現，8月社會消費品零售額按年增長4.6%，較7月2.5%加快。另外，投資活動則反映內地經濟持續邁向高質量方向發展。2023年首8個月固定資產投資增速輕微放緩至按年3.2%，主要受房地產開發投資及民間投資跌幅擴大所致。不過，基建、專用設備及電氣機械和器材製造等投資均錄得較快增長，首8個月分別按年上升6.4、7.5及38.6%，反映內地持續推動產業升級及提升科技水平，並同時帶動相關行業的工業生產活動，1至8月工業生產溫和上升3.9%。



內地零售銷售、工業生產及固定資產投資



資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

面對房地產市場整固，內地當局持續加大對房地產業的支持力度。過去數月，多個部委宣布了一系列政策措施以穩定開發商資金狀況、提振購房者信心及活躍市場交投，例如落實「認房不認貸」、下調存量首套住房貸款利率、降低第二套住房貸款利率下限及調整首套及第二套住房的最低首付比例等。其中一線城市亦帶頭放寬樓市政策，包括廣州下調首套住房貸款利率下限至貸款市場報價利率減10個基點，上海則延長住房公積金購買二手住房的貸款期限。隨著政策放寬，樓市活動於9月初略為回暖，新屋銷售反應正面，惟其可持續性則尚待觀察。

此外，內地當局亦進一步加強貨幣及財政政策對經濟（特別是消費及民營企業等）支持，以穩信心及穩增長。貨幣政策方面，第3季人民銀行先後宣布減息降準，於8月分別把1年期中期借貸便利利率及1年期貸款市場報價利率下調15及10個基點，並於9月再度下調存款準備金率0.25個百分點。同時，國有銀行亦下調存款利率以釋放民眾儲蓄及推動貸款和按揭利率下降，而人行則統籌地方層面提高對民營企業貸款的支持。財政政策方面，內地當局正加大對重點行業及群體的支持力度，例如向小型企業及失業人士申請的創業貸款提供擔保及財政貼息、以及對汽車、家電及旅遊服務等提供財政支持，以刺激相關消費。財政部更宣布下調證券交易印花稅，以活躍資本市場，提振投資者信心。

展望未來，內地經濟將持續穩步復甦。隨著內地當局推出一連串支持政策，對穩定信心及緩和民眾及企業壓力等正面影響料將逐步浮現，有利於支持消費及投資表現。另外，內地政策空間仍較充足，不排除再次輕微下調政策利率及存款準備金率，並增加政策性開發性金融工具額度以推動基建投資等。下一階段，可密切關注全國金融工作會議及第二十屆三中全會等重要會議，以掌握未來經濟及財金政策改革方向及進一步的政策支持措施。整體而言，2023年內地經濟增長料達5.5%左右，並實現2023年政府工作目標5%左右的經濟增長。

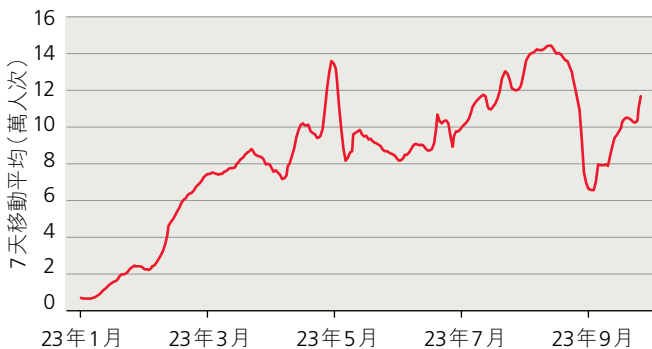
香港經濟展望

低基數及經濟重啟支持香港經濟穩步復甦

香港經濟在低基數及經濟重啟的帶動下保持平穩復甦。2023年上半年，香港實質本地生產總值錄得2.2%增幅，訪港旅遊和私人消費是支撐香港經濟復甦的主要動力。自中國內地與香港全面通關以來，訪港旅客人次迅速上升，成為帶動香港服務輸出急速增長的關鍵因素。勞工市場趨緊，以及香港特區政府派發的消費券均有利私人消費顯著復甦。可是，環球經濟下行壓力增加，加上息率高企均對商品貿易和投資表現構成障礙，令香港經濟僅保持平穩復甦。

香港旅客數字

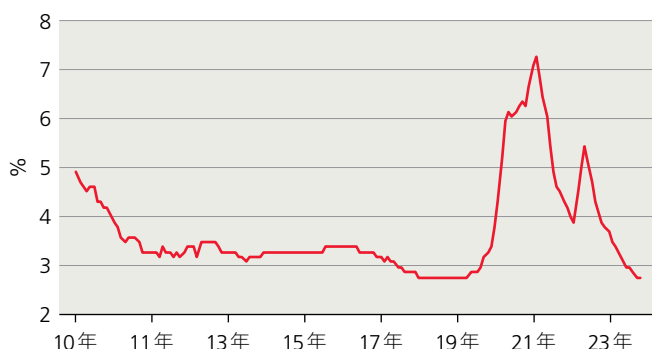
每日入境人次



資料來源：彭博，數據截至2023年9月25日

旅遊相關服務行業在假期和大型活動的推動下保持高速增長勢頭。在2023年第3季暑期旺季，訪港旅客人次延續其強勁升勢，7及8月分別錄得358.9萬人次和407.8萬人次，按月增幅為30.6和13.6%，而9月數字在極端天氣期間過後亦迅速回升。此外，香港特區政府推出了「香港夜繽紛」活動，一系列消閒、美食、音樂及文化主題活動在中秋節、國慶、萬聖節等節慶推出。同時，香港旅發局積極推動多項大型盛事，例如：「香港美酒佳餚巡禮」、「香港繽紛冬日巡禮」、「香港跨年倒數」等。預料服務輸出將繼續是香港經濟的重要增長引擎。

香港失業率



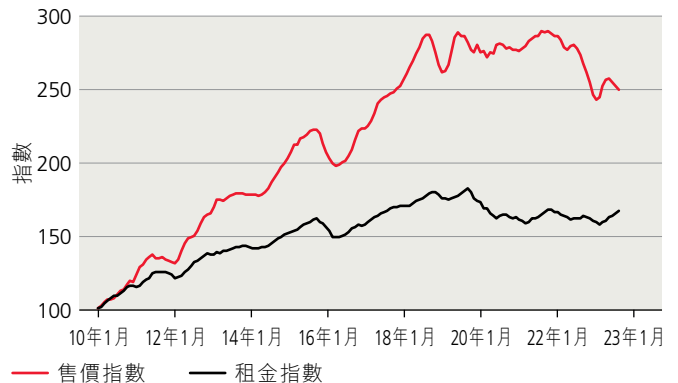
資料來源：香港政府統計處，數據截至2023年9月25日

勞工市場持續擴張，失業率處於接近全民就業的水平。自2023年起，香港就業前景保持良好，職位空缺數字高企，為住戶收入帶來重要支持。針對香港長遠發展的需要，香港特區政府推出了多項人才計劃。截至7月底，超過3.8萬名申請者已抵港，超出了政府全年輸入3.5萬名人才的目標。另外，「補充勞工優化計劃」已於9月起接受申請。該計劃將可紓緩建造業和運輸業等低技術勞工短缺問題。

貨幣政策緊縮和環球經濟下行，對香港經濟全面改善構成制約。2023年首3季，香港商品出口持續收縮。不過，低基數效應將於2023年第4季逐漸浮現，預期商品貿易表現將漸趨穩定。同時，歐美先進經濟體貨幣政策持續緊縮，且料較長時間維持於較高水平，港元利率亦跟隨上升，加上環球經濟前景不明朗，亦對企業投資等帶來影響。在此背景下，香港特區政府將2023年全年經濟增長預測由4.5至5.5%調低至4至5%。

香港住宅售價及租金指數

2010年1月為基數100



資料來源：差餉物業估價署，數據截至2023年9月25日

香港樓市交投活動大致靠穩。經過2023年第1季錄得較快復甦後，本地住宅市場活動受利率上升影響而有所降溫，住宅樓價和成交量轉向平穩發展。然而，私人住宅租金價格在抵港人才及非本地大專生租務需求帶動下保持上升動力。預料香港樓市將保持平穩走勢。

拐點

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

拐點

上季標題是《火中取栗》。預測環球經濟持續疲弱，缺乏基本面支持的成熟市場股市（尤其美股），上半年表現一枝獨秀後將出現回吐，並極大可能是由科技相關的增長型股份引爆。日本及歐洲經濟前景較美國更不明朗，估值急升對當地股市不利。多項分析支持資金正有序撤出股市，與輿論大肆唱好走勢有著明顯背馳，反映潛在風險將較想像中高。雖然面對回調風險，但策略上並非要一股不留，應逐步由增長型股份轉到價值型股份較佳。如投資者堅持火中取栗，謹記眼明手快，嚴守止蝕，見好即收。今天結果與上季預測大致相若。

本季標題是《拐點》。不單指股市走勢，更重要是人心。年內官方與民間對經濟及利率預測持續性分歧，噪音不斷轟爆後，投資者心理呈現疲態。心態主導行為，各地成交量下降反映資金失望離場，衍生工具市場活躍顯現避險情緒。歷史上經濟及利率逆轉帶來策略性啟示，價值型股份抬頭，情況在未來將變得更明顯。漠視指數連盈利增長連續4季出現下跌，好友執意上調行業銷售及盈利預測作全力反抗，同溫層裡繼續唱好增長型股份。壁壘分明，投資者對號入座，兩端爭持不下，最終一方兵敗山倒。

美國股市：金玉其外

《宏觀策略》中分析美國經濟增長並非建基於基礎因素，而是不斷加大財赤，增幅媲美同期美聯儲縮表規模。例如削減或延後學生貸款動輒數千億美元支出，藉以刺激消費以紓緩工商業受暴力加息及去全球化的負面影響。可是央行高舉縮表旗幟，唯有透過財政部重施故技，大幅發行國債吸收海外美元以彌補境內財赤缺口，但間接釀成美元及國債收益率攀升，加大未來溢出現象（詳情可參閱《外匯》及《債券》章節）。說穿了是以海量資金掩蓋經濟問題，再買時間憧憬經濟能夠自行復原。此舉並非正視經濟內核性衰退和削弱中產財富等剛性問題。

以2008年為例，部份流動性盤踞金融資產上空轉，造成另一輪資產泡沫，實體經濟最終受惠多少？印鈔式消費曇花一現，確信民間真心樂意地消費？高息利刃懸掛在頭上，把地區銀行、房地產、私人及商業信貸、非投資級別債券推向懸崖，決策者是否可以袖手旁觀？心照不宣。

反觀仿效當年量化寬鬆效果，美股年內表現拋離其他市場，主因受惠「放水」政策。差別是今天以「科技創新」掛帥，更甚是高度集中於數隻股份，個別年內錄得高雙位數甚至數倍升幅，市盈率飆升至百倍計，撫心自問源於基本

因素還是炒作？不排除科技突破在未來可造福世人，但眼前投資市場趁機大肆炒作，最終導致生靈塗炭的教訓還歷歷在目。遠至千禧年科網泡沫，到近年曾染指元宇宙及NFT等虛擬資產的股份，當中有多少仍能屹立不倒？又有多少由昔日的天之驕子最後淪為過街老鼠？種種烙印警惕著投資者應存有戒心。

《宏觀策略》章節透過分析CPI及GDP走勢，反映過去兩季G20經濟體在去全球化及中美博弈影響下正同步走弱，各國相關性趨升將不利分散地區性組合風險，而資產價格單邊式急升急降，令主動且頻繁調配組合時風險更高，導致部份投資者開始對股市產生厭惡心態，不論眼前賺或賠，套現後現金為王，靜觀其變。

側線分析：騰籠換鳥

開宗明義，本季維持看淡美股觀點，但並非一股不留，焦點是市弱時倉位調動得宜，回報可期。

上季利用多個技術分析，包括估值、指數差異和經濟預測等，指出美股風高浪急，以風險調整後回報考量下，提出有序沽出美股的投資策略。以第3季數據更新分析，結果沒有大幅改變，避免重複，在此不再累贅。本季將透過側線分析，例如資金流向、投資者情緒及衍生工具數據，預測美股短期走勢。

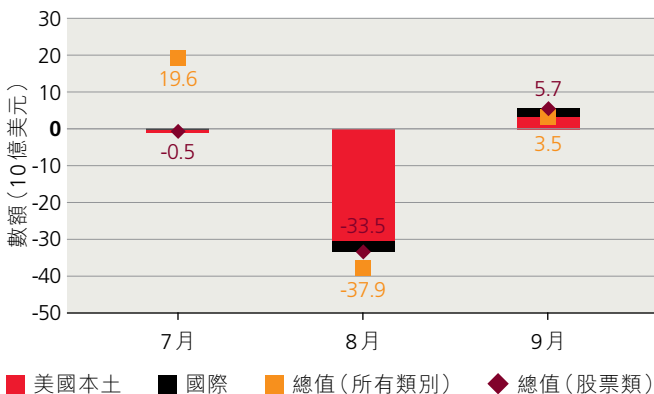
資金流向：以腳投票

經濟學提出「以腳投票(Foot voting)」理論，意謂境內各轄區福利及稅務等條件差異中，以人口數據反映各區執政優劣。今天常套用在投資市場當中。

美國投資公司協會提供各類在美國註冊的開放式基金及ETF資金流狀態。截至9月20日數據顯示，第3季整體股票類錄得淨流出282億(美元，下同)，超過所有類別總額近1倍(148億)，反映股票類淨流出同時有個別資產錄得淨流入(詳情可參閱《債券》章節)。主要流出發生在8月，股票類單月流出共335億，而7及9月則只分別輕微流出5億及流入57億。資金同步且大幅流動造成股市非常波動，反映投資者情緒繃緊，任何訊息或流言蜚語(例如利率變化及經濟數據)都觸動投資者神經。細分股票類數據，主要變化出現在美國本土類型，最大資金進出差距達338億，國際類型只有53億，暗示美股上半年表現跑贏全球後，高處不勝寒之感較其他市場更高。

股票

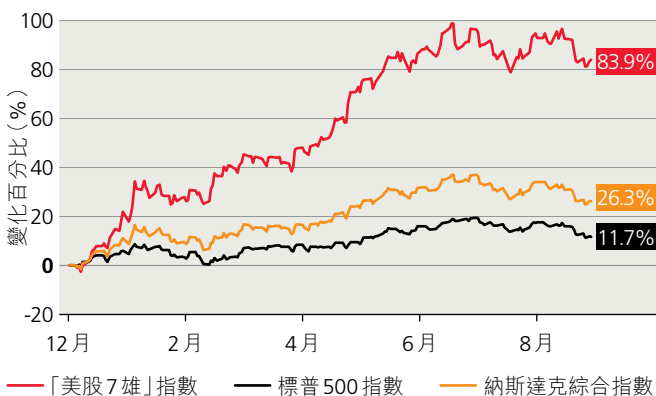
美國註冊基金及ETF資金流



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2023年9月20日

投資市場往往結果重於一切。截至9月30日，標普500指數年內升幅近12%，納斯達克綜合指數升幅更高達近26%，冠絕全球。不過，美股的風險不單在升幅，而是市寬十分狹窄。年內兩大指數大部份升幅源自7隻科技及非必需品股份；市稱「美股7雄 (Magnificent 7)」。它們年內飆升近84%，遠遠拋離全球所有股市，甚至主要資產。全球資金嚴重集中，風險之高可想而知，任何逆轉將帶來全球性恐慌。

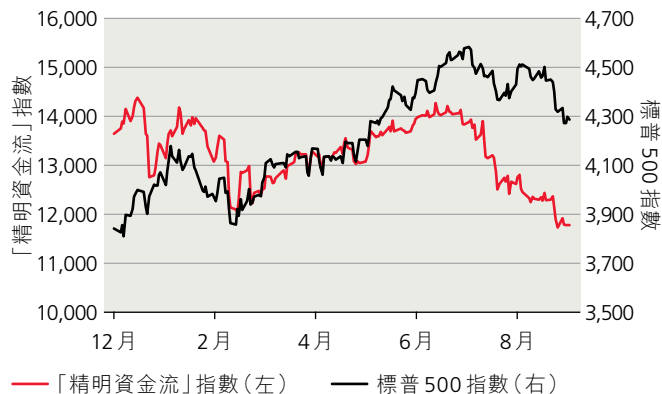
美股指數及股票組合年內表現



資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

「精明資金流」指數紀錄標普500指數開市首及尾1小時內資金流量，被喻為機構投資者日內最活躍時段。年內該指數與標普500指數走勢相若，直到8月精明資金開始逆轉並持續至季末，反映機構投資者恐慌情緒趨升，亦與上述基金及ETF資金流分析相若。8及9月資金跌勢較股指更快，推測有一定程度的個人投資者「留戀」市場（配合下文分析），抵消機構投資者套現對指數壓力，但血肉長城最終只是螳臂擋車。

「精明資金流」指數及標普500指數



資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

投資者情緒：心灰意冷

美國個人投資者協會 (The American Association of Individual Investors, AAI) 公布截至9月28日「AAII情緒調查」顯示¹，個人投資者對股市短期前景的悲觀情緒升至5月中旬以來最高水平，同時樂觀情緒跌至4個月低位。看漲情緒（預期股價將在未來6個月上漲）比例下降3.5至27.8%。最近1次樂觀情緒偏低是5月25日（27.4%），亦低於37.5%有紀錄平均值。中性情緒（預期基本保持不變）下降2.8至31.3%，與平均值相若（31.5%）。看跌情緒（預期下跌）比例上升6.3至40.9%，上次走高是今年5月11日，高於平均值（31.0%）外，漲跌比例差距（看漲減去看跌情緒）暴跌9.8至負13.2%，上1次走低是今年5月18日（負16.8%）。

另外，協會詢問成員對美聯儲9月維持利率不變觀點。結果如下：

意見	比例 (%)
正確	66.3
應該加息	18.6
應該減息	6.3
不確定或沒有意見	8.6

資料來源：美國個人投資者協會¹，數據截至2023年9月30日

調查發現近3分之2個人受訪者支持美聯儲決定，同時支持加息者差不多是減息者3倍，與輿論中部份知名投行或學者大力抨擊美聯儲決定背馳，亦解釋上文為何當股指持續下跌時，仍有投資者願意以血肉之軀去擋子彈。

¹ 見美國個人投資者協會網站，<https://www.aaii.com/latest/article/88780-aaii-sentiment-survey-highest-pessimism-since-mid-may>

另外，CNN商業編制的恐懼與貪婪指數²是衡量股市走勢比較定價合理程度的參考指數，亦是投資者引用相反理論的指標，例如應在「極度貪婪」時套現離場。指數通過7個指標以均權形式彙編：市場動力、股價強度、股價廣度、看跌及看漲期權比例、垃圾債券需求、市場波動性和避險需求。門檻分布如下：

分數	市場情緒
0至24	極度恐懼
25至44	恐懼
45至55	中性
56至75	貪婪
76至100	極度貪婪

資料來源：CNN商業²，數據截至2023年9月30日

指數由7月21日報83水平後反覆下跌，截至9月29日指數報28，反映市場由7月下旬「極度貪婪」情緒不斷下修至「恐懼」水平。同期標普500指數反覆下跌約7%，與上文資金流向分析吻合。過去1年只有2次低於此水平，分別是5月中旬(23)及去年10月中旬(16)，兩者往後1個月內，標普500指數便在調整後反彈，反映指數在相反理論的實踐。簡單而言，短期內股指弱勢將會持續，但距離見底反彈不遠，耐心等待「極度恐懼」出現並持續數週後，才是尋底好時機。

現代投資界巨人巴菲特提出「別人恐懼時貪婪」的相反理論，古時孟子曰：「生於憂患，死於安樂」，兩者根本性異曲同工。心理質素往往是投資取勝關鍵。

衍生工具：早著先機

五花八門的衍生工具有著1個共同特點：綜合投資者對後市觀點。

例如不問當中行使價或槓桿率，認沽期權合約量上升反映投資者正為看淡後市部署，認購期權作相反操作。認沽除以認購合約量作比例，數值高於1水平時代表看淡人數較多，反之亦然。根據芝加哥期貨交易所提供標普500股票

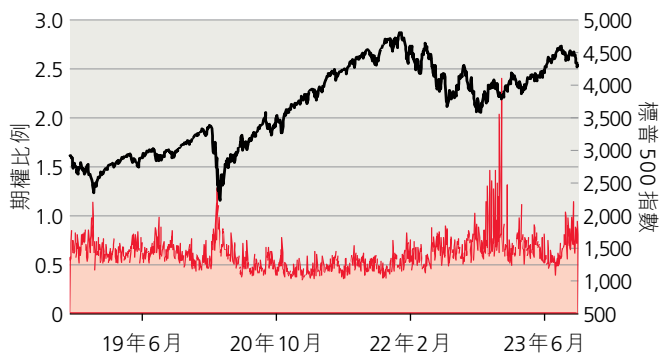
期權合約量數據，每逢比例朝向1水平時，股指便開始走弱，1以上時更出現明顯下跌。過去5年該比例只有2%數據出現在1水平以上，實屬非常罕見。除了今年，過去3次高於1以上時段數據如下：

年份	期間最高比例	期間標普500最大跌幅(%)
2018	1.13	19.5
2020	1.28	33.9
2022	2.40	25.3

資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

今年3月中旬(最高1.11，正值美國中小型銀行擠提事件)及今年9月中旬(最高1.14，正值美聯儲議息前夕)都吻合第1及3季中下旬股指偏弱走勢，亦折射當季最大跌幅分別為7.8及6.9%。比例在9月27日報1.29，彷彿為第4季股指走勢響起警號。

標普500指數及其期權合約量比例



■ 認沽與認購期權合約量比例(左) — 標普500指數(右)

資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

期權金變化也可預測市場情緒。瑞士信貸銀行自2009年推出「瑞士信貸恐懼雨晴表(Credit Suisse Fear Barometer, CSFB)」，主要追蹤標普500指數零溢價「上下線」或「領子」期權策略(Zero-premium collar options strategy)需支付之期權金變化，反映投資者願意付出多少去對沖下行風險，指數愈高暗示恐懼情緒愈濃。此類期權策略多為機構投資者使用，因此普遍作為反映高層或高端階層對後市觀點。

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

股票

另一個更普遍採用的是VIX波動指數，直接抽取標普500指數期權價格計算得出，其結構相對簡單，普遍作為反映一般個人投資者對後市觀點。該指數通常與股指走勢相反，因此分析多以拐點作為重要訊號，例如VIX持續低於均值或歷史低位，便預期投資者過於安逸或暗示股指短期內將出現調整。

由於兩項指數都有其不足之處，例如CSFB過於複雜而且使用層面狹窄，預測能力較為飄忽；VIX卻過於簡單，而且除拐點訊號外大部份時間誤判機率偏高。兩者背後的投資群組對後市觀點經常南轅北轍，單獨使用時成效不彰。加上兩者都有均值回歸(Mean reversion)傾向，分析上以兩者比例預測股指走勢，有助改善預測效率。

過去5年兩項指數比例呈現大幅波動走勢，源於期權乃集思廣益之地，波動性較一般正股大是常態。然而，整體走勢與標普500指數相若，反映方向性預測表現值得參考。標普500指數及其期權金變化指數比例9月29日報1.14，較6月時高於2水平時明顯下降，對照同期股指弱勢。相較過去3次低潮時全線低過1水平，現在仍未算恐慌，但9月起呈現急挫，走勢與2018及2020年時相若。當時股指最終跌入熊市，投資者應多加警惕。數據上反映當比例逆轉後大約1個月，股指便明顯掉頭下跌。注意比例低見1水平後，以上分析料將逐步實現。最後，注意兩項期權的內涵合約期皆為3個月，因此預測結果以短線為準。

投資市場中割韭菜，薊羊毛本是常事，差別在於誰能未雨綢繆，早著先機。

標普500指數及其期權金變化指數比例



資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

綜合以上數據除了支持上季本章節預測結果，在此重申對美股觀點：火中取栗需技巧及膽識並重，勉強而為代價將難以想像，非此路者應三思。市場充斥著「別無他選(There is no alternative, TINA)」及「錯失恐懼(Fear of missing out, FOMO)」等口號式策略時，投資者更需額外留神。突破盲點，投資世界其實較想像中更大。

投資策略：拐點尋商機

利差優勢下美元持續偏強，持有美元當然可投資相當吸引的短期美債（詳情可參閱《債券》章節），但美股亦並非一文不值，尤其在經濟增長與利率週期兩大拐點同時出現，投資者可在十年一閱的大時代中尋找長線投資良機。

經濟拐點：醜婦終須見家翁

拜登政府大量提升財赤養活美國經濟，但單靠打補針未能真正固本培元。近期更出現虛不受補，例如通脹反彈、破產數字屢創新高、消費及就業疲態畢現等（詳情可參閱《宏觀策略》章節），加上10月後進入美國下一個財年，正值明年美國總統大選，早前共和黨在財赤問題上先下一城，以政府停擺迫使民主黨下修預算內容，例如再檢討對烏克蘭支援，但保留天災相關的撥款。當中滲出陣陣選舉交鋒的氣息，亦預期未來美國經濟將步履蹣跚，是否一如官方預測般欣欣向榮實在值得商榷，但低於平均預測可信性較高。

過去30年美國按年實質GDP增長及綜合CPI平均值約為2.5%，反映長線或理論上經濟增長與通脹表現應該並駕齊驅，而中性利率正反映此平衡點的定價。反觀今天高於平均的CPI(3.7%)與低於平均的GDP(2.4%)，才是基本風險所在。

過去30年數據，抽出GDP低過同時CPI高過其平均值（以下簡稱「狀況」）季度，總共有21個，分別在1995、2001、2003、2007、2009、2011、2022及2023年。值得注意的是2009年前經濟大約相隔5年便出現1次拐點，但2011至22年間相差共3,834天才出現1次，反映美聯儲多次量寬已打亂美國經濟週期。因果循環，預期延後只會帶來更大代價。

透過上述 21 個季度，找出當時標普 500 指數及其 11 項行業分類指數表現，推測未來在這狀況下投資策略。數據及分析結果如下：

指數 (%)	標普 500 指數	科技	能源	公用	非必需品	醫療護理	金融	必需品	工業	通訊	房地產	物料
平均回報	-2.0	-1.0	1.1	-1.2	-1.9	0.2	-4.8	0.6	-1.2	-2.3	-1.6	-0.9
標準差	8.2	14.7	12.3	8.4	10.7	7.3	10.2	6.0	11.0	9.8	9.2	11.3
比例	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	-0.2	0.0	-0.5	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1
評審指標		科技	能源	公用	非必需品	醫療護理	金融	必需品	工業	通訊	房地產	物料
季度回報排列	首 3 位次數	7	10	6	4	5	2	7	6	4	6	6
	尾 3 位次數	7	4	5	8	3	11	4	5	8	4	4
	純優異次數	0	6	1	-4	2	-9	3	1	-4	2	2
回報正及負值次數	正值次數	10	12	11	9	11	6	13	10	9	10	11
	負值次數	11	9	10	12	10	15	8	11	12	7	10
	純優異次數	-1	3	1	-3	1	-9	5	-1	-3	3	1
值博率	最大值 (%)	25.1	21.7	8.4	15.8	12.3	13.0	12.0	18.7	20.2	14.9	14.7
	最小值 (%)	-34.0	-24.9	-18.7	-26.3	-15.0	-23.1	-10.2	-21.5	-20.9	-15.5	-25.0
	絕對值比例 >1	非	非	非	非	非	非	是	非	非	非	非
表現優異次數		0	3	0	0	2	0	4	0	0	2	1

資料來源：彭博，數據截至 2023 年 9 月 29 日 (每項指標最佳表現首 3 位以橙色方格表達，綜合表現最佳首 3 位以灰色方格表達)

- 首項指標是全期共 21 個季度的平均回報與標準差比例，數值愈大愈好。11 項行業指數中只有 3 個出現正值，分別是能源、醫療護理及必需品板塊。同期整體指數比例是負 0.2，暗示狀況下投資指數蝕本機會偏高；
- 另外，21 個季度中把 11 個行業回報以優劣排序，再找出各行業錄得首 3 及尾 3 位次數，最後相減得出純優異次數，愈多愈好。最佳者為能源、醫療護理、必需品、房地產及物料板塊；
- 下一個是單獨觀察行業回報中出現正值及負值次數，相減得出純優異次數，愈多愈好。最佳者為能源、必需品及房地產板塊；



股票

- 最後是值博率。找出行業回報中最大及最小值，再以絕對值相除，比例高於1為佳。結果只有必需品板塊達標。

綜合以上4大指標，得到優異表現最多行業分別是能源、醫療護理、必需品及房地產板塊。如未來經濟持續走弱同時通脹高企不下，歷史反映這4大行業指數預期表現將較突出。

利率拐點：信不信由你

除了經濟出現拐點，近年市場特別關注美國利率短期內好大可能出現拐點。依據9月最新美聯儲點陣圖顯示，再加息

多1次後利率便會見頂，而明年中位數顯示央行將減息50點子。此舉向市場釋出1個非常重要訊號：本次加息週期終於完結（詳情可參閱《債券》章節）。勿論何時第1次及最終減息幅度，但未來至少6個月將出現另一「狀況」：利率見頂至第1次減息之時段，分析標普500指數及其11項行業指數當時表現。

30年間出現5次共24個季度，分別在1995、1997、2000、2006及2018年，平均相距4.8季，最短也相隔3季，因此投資者不應憧憬最後1次加息後，便會立即減息，相反應以美聯儲多次強調「Higher for longer」作為利率部署主軸。

套用剛才分析及評審指標，利率變化狀況下數據及分析結果如下：

指數 (%)	標普 500 指數	科技	能源	公用	非必需品	醫療護理	金融	必需品	工業	通訊	房地產	物料
平均回報	2.4	2.0	2.3	5.1	2.1	5.0	3.8	4.3	2.5	2.8	3.4	1.6
標準差	7.9	15.3	8.8	7.4	8.8	9.3	10.2	7.9	8.9	10.1	7.9	9.4
比例	0.3	0.1	0.3	0.7	0.2	0.5	0.4	0.6	0.3	0.3	0.4	0.2
評審指標		科技	能源	公用	非必需品	醫療護理	金融	必需品	工業	通訊	房地產	物料
季度回報排列	首3位次數	11	6	10	3	12	7	8	6	8	5	5
	尾3位次數	10	9	7	9	8	5	5	6	9	3	10
	純優異次數	1	-3	3	-6	4	2	3	0	-1	2	-5
回報正及負值次數	正值次數	15	16	20	15	17	17	20	14	16	7	14
	負值次數	9	8	4	9	7	7	4	10	8	3	10
	純優異次數	6	8	16	6	10	10	16	4	8	4	4
值博率	最大值 (%)	25.1	15.4	31.9	18.1	25.1	23.3	20.7	20.1	19.9	16.6	21.6
	最小值 (%)	-33.4	-24.4	-7.6	-16.7	-15.0	-21.8	-15.8	-17.7	-19.4	-10.1	-15.7
	絕對值比例 >1	非	非	是	是	是	是	是	是	是	是	是
表現優異次數		0	0	4	1	4	2	4	1	1	1	1

資料來源：彭博，數據截至2023年9月29日（每項指標最佳表現首3位以橙色方格表達，綜合表現最佳首3位以灰色方格表達）

不再累贅逐項描述評審結果。雖然平均回報與標準差比例為正0.3，但注意整體指數在利率拐點時值博率相較行業結果仍然偏低，反映投資行業較指數優勝。綜合而言，當利率狀況出現時，公用、醫療護理及必需品板塊預期表現將較其他行業優異。

回歸原點，問題在於過去1年美聯儲信譽幾許蕩然無存。例如由忽視通脹存在到急轉軟加息；又例如去年6月稱加息75點子屬「非常態」，最後卻連續多3次加息75點子；再到今年經濟預測由去年2.5不斷下調至0.4%，又忽然連續兩季以倍數式上調至2.1%。全球最大央行理應擁有最多數據及最佳分析團隊，1年內如此飄忽行徑在美聯儲過去的行事表現中非常罕見，做法實在令人咋舌。然而，美聯儲主席鮑威爾卻仍樂此不疲地利用惹人非議的修詞演說，和故弄玄虛手段傳釋央行立場。訊息紊亂下，市場偏向極化，導致各資產價格大幅單邊性波動，這才是近2年間全球最大風險源頭。

雖然利率路徑較過往清晰，但仍應警惕美聯儲在11月1日議息會議後，再次變臉可能性。



最後，未來6個月有極大機會同時出現以上兩個狀況（詳情可參閱《宏觀策略》及《債券》章節），綜合11個行業表現最優異次數，結果如下：

狀況分析結果	科技	能源	公用	非必需品	醫療護理	金融	必需品	工業	通訊	房地產	物料
經濟基本面偏弱	0	3	0	0	2	0	4	0	0	2	1
利率週期拐點	0	0	4	1	4	2	4	1	1	1	1
表現優異總次數	0	3	4	2	6	2	8	1	1	3	2

資料來源：彭博，數據截至2023年9月29日（表現最佳首3位以灰色方格表達）

過去30年數據分析，當兩大狀況出現時，公用、醫療護理及必需品行業表現最好，而且以表現優異總次數衡量，它們表現將拋離其他行業。分析結果其實不難理解，當經濟不景時，資金偏向民生相關的防守性板塊屬理所當然。尤其注意眼下如日中天的科技板塊總得分是所有行業表現中最差，0分正正反映其劣勢。

投資策略：價值型優先

綜合以上分析，拐點出現時投資策略應偏向防守型或所謂價值型股份，同時逐步套現增長型或估值偏高股份。結果亦與上季策略吻合。

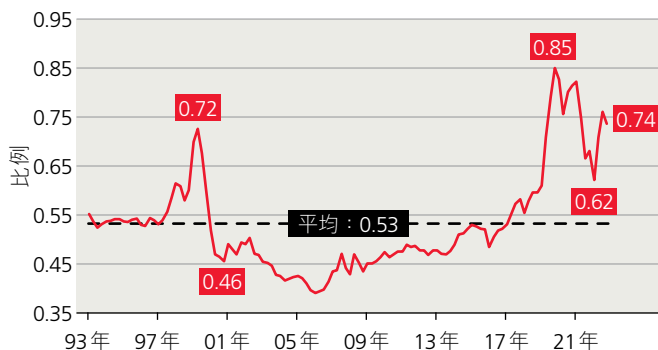
以MSCI世界增長型與價值型指數比例作兩者互動指標，參考過去30年按季數據，今年第3季報0.74，屬過去3年中游位置，亦反映增長型股份仍然偏強。數據上曾出現兩次急挫時段，都值得今天借鏡。

2000年科網泡沫爆破，當時GDP由5.2急降至0.2%，其時聯邦利率原本穩步上升，但因事態嚴重，緊急由6.5下調至1%。科技股為主的增長型指數急跌近57%才止跌，價值型指數跌幅較小，但都有近37%。比例由當時最高0.72降至0.46。

股票

另一次是2020年疫情期間，當時GDP由3.2急降至負0.75%，直接跌入衰退。聯邦利率緊急由1.75下調至0.25%，並持續至去年。政府亦大量補貼支持民生性消費，增長型指數輕微調整後反而上升，而傳統股份為主的價值型指數持續下跌，導致比例在疫情初期反而升至0.85新高。之後歐美市場較早放鬆抗疫措施，價值型升幅較增長型高，比例再次下跌。

MSCI全球增長型與價值型指數比例



資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

以上案例歸納出：

- GDP及利率拐點出現時指數比例將大幅下跌；
- 全球大型危機爆發後比例急挫平均約3成；
- 比例下跌時增長與價值型指數可以同時下跌，只是價值型跌幅較小，亦並非暗示任何反向操作。

較近似今天情況應是2000年科網危機，只是今天換成AI概念。增長型股份賴以生存的「美股7雄」上季已由高位下跌近11%，當中部份股份由高位曾下跌逾15至25%不等。加上9月底非必需品開始走弱，預期增長型板塊逆風將至，輿論或持份者需面對現實。當AI炒風急轉，早有準備的機構投資者便會順水推舟，配合知名學者或投行加持，熟練的操作釀成人踏人式急挫，歷史上屢見不鮮。等待炒風過後，市場才回歸基本面。

根據上文分析，經濟及利率拐點理應增持防守及價值型股份，公用、必需品及醫療護理板塊過去1年表現黯然失色，排列11項行業尾端，卻反而造就預測市盈率跌入吸引水平，尤其公用及必需品板塊。

行業	預測市盈率		
	9月30日 (倍)	3年平均 (倍)	與平均值差距 (%)
公用	15.9	19.5	負18.5
必需品	19.6	21.4	負8.4
醫療護理	18.4	17.3	正6.4

資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

另類策略：平行時空

《宏觀策略》章節中分析今天公私營機構對未來經濟預測存在明顯分歧甚至矛盾，彷彿在平行時空中各自存在，但無法溝通。官方喉舌及國際組織對美國經濟偏向樂觀，市場總有篤信此道者，而且部份受限制資金必需跟蹤官方數據部署，例如退休基金或被動式指數基金。另外，又有華爾街知名投行在9月議息後高調爭先唱出反高潮預測³，加上美聯儲善變經驗，預期11月議息前又會牽起新一輪由利率預測分歧引起的炒作。

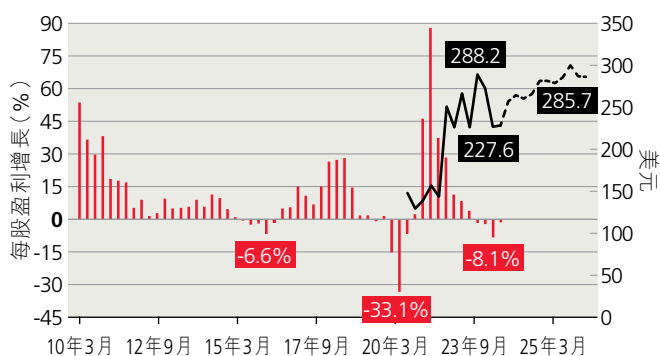
雖然這些觀點與上文分析淵藪全不咬弦，但換位思考，策略上可參考標普500指數未來每股盈利(EPS)增長、銷售及盈利預測作部署。

今天EPS增長連續4季下跌，近代只有2015及2020年媲美，分別連續反覆下跌共5次。撇開天災因素，較接近今天狀態是2015年，當時美聯儲結束超低息時代並首次加息。初段EPS增長連續下跌5度後觸底反彈，期間最大單季跌幅為負6.6%，翌季回升至負1.7%，及後保持升勢直到加息潮完結，尤其尾段升勢凌厲，最高單季增長報27.9%。

今天最大單季跌幅報8.1%，大於2015年但同樣上季開始回升至負1.3%。以2015年經驗推算，未來數季EPS增長將遞升。再參考每股盈利金額，雖然由近年高位288.2美元下跌至新低227.6美元，幅度近21%，但預測本季起將出現明顯反彈，而且反覆上升至2026年6月，預測屆時為285.7美元，期間升幅近26%。雖然不應將預測與股指走勢直線比較，惟EPS增長及金額預測向好將有利今天市場情緒。

³ 見財富網站，<https://fortune.com/2023/09/26/jamie-dimon-jpmorgan-ceo-the-fed-interest-rates-7-percent-soft-hard-landing-recession/>

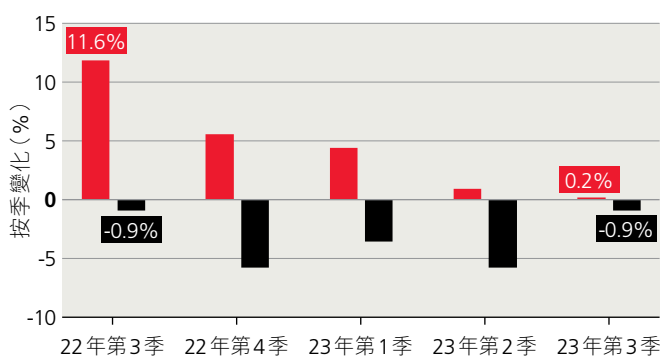
標普 500 指數每股盈利增長及其金額



■ 每股盈利增長(左) — 每股盈利金額(右)
 ---- 每股盈利預測金額(右)

資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

標普 500 指數銷售及盈利增長



■ 銷售增長 ■ 盈利增長

資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

再深入觀察上季標普 500 指數銷售及盈利增長走勢，自去年第 3 季起銷售與盈利增長持續出現背馳，銷售向好但盈利下跌。期間銷售及盈利增長皆呈現均值回歸走勢，由正負差距最大 12.5%，遞減至上季只有 1.1%，整體有利日後股指走勢。

同樣概念套用在標普 500 指數中 11 項行業指數。不論未來 4 季個別銷售及盈利增長預測數值是正是負，簡單而言合併總值愈高愈好。結果如下：

指數及行業	季度預測總值 (%)				位列首 3 位次數
	今年第 4 季	明年第 1 季	明年第 2 季	明年第 3 季	
綜合指數	11.5	13.8	17.5	19.3	0
能源	-30.5	-9.9	28.9	7.9	1
物料	-12.7	-7.7	3.9	22.2	0
工業	8.6	16.4	10.5	25.5	1
非必需品	25.2	24.7	16.2	26.0	3
必需品	5.9	10.2	10.5	14.5	0
醫療護理	4.8	9.3	30.6	16.4	1
金融	10.2	8.1	8.0	13.7	0
科技	20.7	26.7	23.3	28.7	2
通訊	57.1	33.4	24.6	24.0	3
公用	46.0	13.5	13.2	12.0	1
房地產	14.7	10.1	3.4	15.4	0

資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日 (每個季度最佳表現首 3 位以橙色方格表達，綜合表現最佳首 3 位以灰色方格表達)

股票

分析反映未來4季預期最佳表現將是非必需品、通訊及科技板塊，結果與上半年行業指數表現排序相若。得分為0的行業有5個，換句話說，市場預期市寬嚴重偏窄狀態將會延續至明年第3季。

今年上半年行業表現如下：

行業	上半年表現 (%)
科技	42.06
通訊	35.58
非必需品	32.33
工業	9.22
物料	6.61
房地產	1.85
必需品	-0.04
金融	-1.51
醫療護理	-2.33
公用	-7.16
能源	-7.26

資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

對短炒為主的投資者而言，分析顯示非必需品板塊之銷售及盈利增長將保持強勁，而且持續至明年第3季。通訊板塊也會維持向好，但明年中起回落。接力將是科技板塊，期內增長預測總值將會間歇性起伏。畢竟上半年高速增長及股價升超過4成後，高基數效應將逐步浮現。

以未來季度分類結果如下：

季度	季度總值首3位行業		
今年第4季	非必需品	公用	通訊
明年第1季	非必需品	科技	通訊
明年第2季	能源	醫療護理	通訊
明年第3季	非必需品	科技	工業

資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

重申以上分析結果是建基於行業銷售及盈利預測數據，它們可以因某些事件或訊息作大幅修正，而且各分析員預測可以南轅北轍，變化幅度可以頗大。因此投資者應以短炒而非中長線組合式投資策略看待較為合適。

不難發現，基於經濟拐點分析結果偏重於價值型股份，而基於行業預測數據則偏重於增長型股份。雙方就如活在平行時空，投資者彷彿精神分裂下部署。股市大幅波動源於各方觀點極化，核心是官方數據與民間感知落差及美聯儲似是而非的利率操作，預期這狀態將延伸至年底，甚至明年美國總統大選。總之，風管為先。



東亞銀行財富管理處投資策略師 陳偉聰

香港及內地股市展望：勢均力敵

第3季度市況呈弱勢盤整，能源、電訊、原材料板塊成逆市奇葩

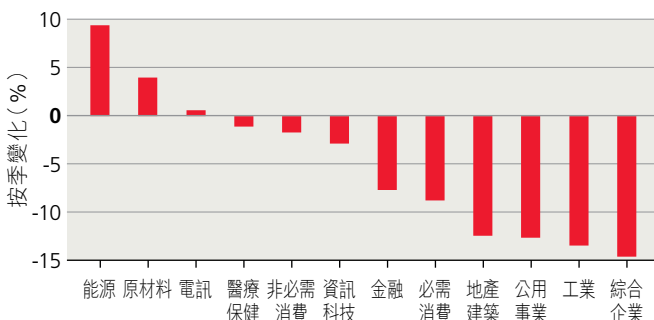
第3季內地A股與港股市場續呈好淡角力之格局，指數走勢先高後低。7月底召開的中央政治局會議釋出強烈穩增長訊號，提出優化民企經營環境、活躍資本市場、加速城中村改造、實施一籃子化債方案等政策方向，更令市場始料不及的是刪掉「房住不炒」的措辭。

市場風險胃納在會議後迅速攀升，國內與海外資金爭相入市，刺激恒生指數及滬深300指數於短短1週內分別急漲9.7及7.0%，並觸及其時季內高位20,361及4,064點。可惜升勢僅屬曇花一現，中國在8月公布的宏觀經濟數據意外急轉直下，當中居民消費價格指數(CPI)跌至負值引發通縮憂慮，加上中港兩市企業公布的中期業績表現普遍遜預期，相關指數成份股的盈利預測再遭大範圍下砍，導致股指之前的漲幅於8月中旬已全數被抹去。禍不單行的是，個別早前獲標籤為「示範民企」的內房企業無法如期兌付票據利息，連帶中資大型信託產品爆雷，內房債務危機會否死灰復燃的憂慮，觸發市場避險情緒再度升溫。

外圍市況亦向港股落井下石，惠譽(Fitch)下調美國信貸評級、國際油價重拾漲勢、美聯儲強調利率將更高更久，均導致美元匯價和美國國債收益率節節上升，離岸人民幣匯價因此下跌至近15年新低，拖累恒生指數及滬深300指數一度下探年內新低17,573及3,695點。有見及此，國內決策層連環出招以圖穩定市場信心，包括降息降準、鬆綁重點城市房地產限購、下調二套房首付比例及利率、股票印花稅減半徵收、限制首次公開招股(IPO)和控股股東減持行為等，一度為市場帶來短暫亢奮。然而，恒生指數反彈至18,900點邊緣便告行人止步，更於9月下旬再度破底低見17,352點。

總結季內，恒生指數及滬深300指數分別下挫5.9及4.0%。板塊表現方面，能源、原材料、電訊和資訊科技均跑贏大市，前三者在期內更能逆市走高。反之，地產建築、公用事業、必需消費及金融業分類指數表現則較遜色。

第3季恒生綜合行業分類指數期內回報



資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

本季大市機遇挑戰並存，重點關注三方面因素

本期題為「勢均力敵」，意謂中港股市好淡角力之局預期仍將難分難解。好友一方固然可藉國內穩增長政策進一步發力帶動經濟數據回暖，醞釀絕地反擊；但同時淡友亦不會輕易鳴金收兵，料間歇利用國內債務困局、美國利率高企、中美摩擦加劇等利空因素進行突擊。

金融市場變幻莫測，最終鹿死誰手尚未可知，投資者更需為此做好準備。本期嘗試從經濟數據面、政策面、利率與資金面3個角度去分析A股與港股在第4季的投資機遇與風險。

經濟數據面：曙光初現

隨着各項刺激政策發力，國內本季出爐的經濟數據表現料會漸入佳境。事實上，與製造業關聯度較高的3項數據：生產物價指數(PPI)、製造業採購經理指數(PMI)、工業企業利潤，均已於第3季初出現拐點，若回升勢頭可延續至今年底，傳統週期性較強的板塊(如原材料、工業、消費等)可謂最大的潛在受益者。與此同時，PPI及工業企業利潤的表現跟大市走勢存在頗高相關性，尤其是在負值轉正值的復甦週期。根據過去14年的數據顯示，內地PPI曾3度出現按年由負轉正的週期，期內恒生指數及滬深300指數均錄得正回報，平均升幅分別達15及21%。自2011年至今，工業企業利潤按年變動也曾出現3次較明顯扭負為正的情況，港股與A股指數同樣錄得不俗漲幅。背後邏輯不難理解，隨著企業降價去庫存週期接近尾聲，工業品出廠價格跌勢自然收斂甚至重拾增長，利好工業企業利潤率。觀乎8月內地PPI和工業企業利潤，按年分別錄得負3.0%和正17.2%，皆已從年內低點(6月：負5.4%和3月：負19.2%)顯著反彈，或顯示兩項數據經已進入谷底回升週期，恒生指數及滬深300指數是否可於本季一洗頹風，可拭目以待。

2008年至今中國PPI與恒生指數



資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

股票

2011年至今中國工業企業利潤與恒生指數



資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

此外，國內房地產相關數據對大市的影響亦舉足輕重，過去數月房地產寬鬆政策頻繁出台，市場已急不及待透過房企銷售、房價指數、房地產固投等數據去驗證成效。根據最新30大中城市商品房成交面積數據顯示，自9月以來，商品房成交量的按年負增長已明顯收窄，一線城市的二手房成交面積也逐步轉為正增長。當然，國內房地產市場始終存在著庫存過剩和房企債務高企等結構性問題，要在短時間內完全化解實在是緣木求魚，故暫不寄望房企銷售數據的復甦可一蹴而就，惟只要確認最壞時間已過，相信對目前萎靡不振的港股來說，已是一劑強心針。

政策面：盡力而為

自8月以來，中央決策層密鑼緊鼓推出穩增長政策，並將焦點放在降低企業融資成本、激活資本市場和穩定房地產市場3方面，某程度上緩衝了中港兩地股市之跌勢。不過，在人民幣下行壓力及地方債務高企的制約下，現階段難以大舉放寬貨幣政策或財政政策，令政策對股市的短期提振僅收事倍功半之效。踏入第4季，國內多個重磅會議如第20屆三中全會、中央政治局會議及中央經濟工作會議將陸續召開，市場會憧憬當局釋出更多促進內需、推動樓市復甦、拓展新興產業、化解債務風險等措施，包括一)加碼鬆綁重點一二線城市房地產限購及二套房按揭貸款政策；二)重啟政策性金融工具(如抵押補充貸款，PSL)，推進地方基建及城中村改造項目；三)發行特殊再融資債券(預期總額約1.5萬億人民幣)償還個別地方債務，或安排商業銀行進行城投債務置換；四)圍繞通用人工智能、汽車智能化、工業互聯網、能源及電力改革等領域，推出更具體的支持政策。

整體而言，本季政策博弈的相關行情，表面上仍然值得期待，惟實際上仍是暗湧處處，中央能否在支持經濟增長、穩定匯率表現及化解債務風險三者之間取得恰到好處的平衡，將主導中資股的走向。

這邊廂，香港特別行政區行政長官在10月25日將發表新一份《施政報告》，樓市政策方向成市場焦點，短期有機會左右港股氣氛。近月本港樓價跌勢加劇，期望港府有序「減辣」，買家印花稅(BSD)、雙倍印花稅(DSD)及額外印花稅(SSD)希望會有不同程度的調整，該可為本地地產板塊短線帶來一絲暖意。然而，本地樓市交投及地產收租股的表現與利率走勢的相關度遠高於樓市政策，倘若港元同業拆息(HIBOR)高踞不下，銀行或需進一步上調按揭封頂利率，業主供款成本急增下，難免打擊置業和投資的需求，地產股未來3個月銷售表現料持續低迷，而且不少本港地產企業上半年的融資成本已跟隨HIBOR急升，個別發展商為求套現減債可能會再度劈價推售新盤，令樓市雪上加霜。

總括來說，港府鬆綁樓市辣招對港股的利好僅屬杯水車薪，當美國利率與HIBOR正式確認見頂，方是本港地產收租股絕處逢生之時。

2016年至今HIBOR與恒生地產分類指數



資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

利率與資金面：顛簸不平

美聯儲大幅上調明年經濟增長預測目標，9月發布的點陣圖亦調高2024和25年之目標利率中位數，無疑加劇市場對利率可能維持更高更久的恐慌。事實上，年初至今港股估值持續受壓，很大程度是受到美國激進升息所導致的3個負面狀況所拖累，包括：一)美國10年期國債息率(股票估值模型通用的無風險利率)抽升至4.7%，現金流存續期較長的增長型股票首當其衝，另外以高派息為賣點的公用股和房地產投資信託基金(REITs)也因息差吸引力下降而遭拋售；二)中美息差擴闊令人民幣匯價持續承壓，在港上市(並以港元計價)的中資股估值因匯兌因素驟然變貴，股價需作出相應下調；三)HIBOR跟隨擔保隔夜融資利率(SOFR)飆升，除了直接削弱港股市場流動性外，亦大舉增加依賴港元或美元作債務融資的港澳企業的融資成本，其中本港地產收租、公用事業、交通運輸、澳門博彩等板塊屬最大苦主。

總括而言，美聯儲何時釋出較強烈的利率見頂訊號，對港股估值修復至關重要。近月美國核心通脹回落趨勢已成，加上美國大型車廠罷工和華府面臨削減財赤壓力，均可能逼使美聯儲提前結束加息縮表週期，有助港股與A股扭轉乾坤。但另一邊廂，9月國際油價表現勢如破竹，大有破百美元之勢，或重燃市場對通脹的憂慮，若美聯儲因而維持偏鷹姿態，甚至在11月再次加息，將引導美國10年期國債息率直指5.0%，上述提及的各個板塊，甚至整個港股市場，短期走勢料將變得更顛簸不平。

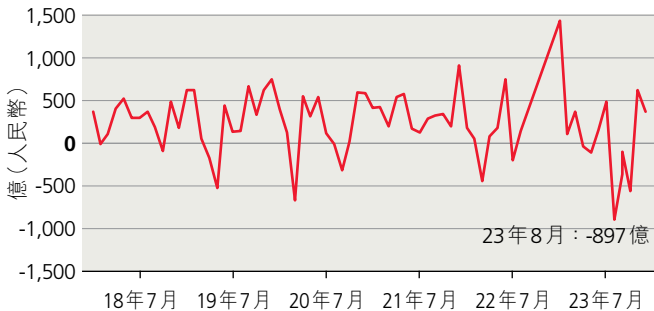
2013年至今美國10年期國債息率與恒生指數



資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

外資對中資股的風險偏好能否於短期內改善，也是本季大市關鍵的風向標。參考滬深港通北向資金流數據，上季出現罕見的巨額淨流出，當中8月錄得淨流出金額高達830億人民幣，創下近5年來最大單月淨流出。外資近月對A股避之則吉，某程度上是因為擔憂國內經濟將陷入長期低迷，以及房地產和地方債務之違約風險。同時，美國政府對中國個別行業及科企施加的單邊投資限制，也導致美國資金被動撤離相關中資股票。隨著財政及貨幣政策發力，第4季國內經濟下行壓力可望緩和，早前過度低配中資股的外資基金或需於年結前重新建倉買入，惟在中美緊張關係未見明顯好轉之前，北向資金淨流入的動能與持續性也將受限。

過去5年滬深港通每月北向成交淨額

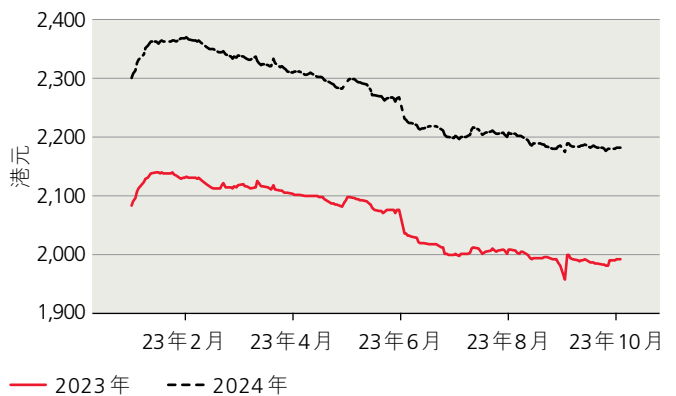


資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

港股盈測見底在望惟估值修復需時，下修恒生指數目標至19,600點

內地經濟復甦動能較預期弱，房地產及地方政府相關債務問題對經濟增長的制約也未見明顯消退，故我們將恒生指數2023年每股盈利預測從2,100下調至2,000港元（目前彭博預測為1,990港元），惟在密集穩增長政策加持下，相信指數盈利見底在望。估值方面，因美國長期國債利率可能較預期維持於更高水平，我們亦一併下調恒生指數2023年預測市盈率目標至9.8倍（第3季為10.5倍），並調整恒生指數未來12個月目標水平至19,600點（第3季為22,050點）。值得注意的是，目前恒生指數約9倍的預測市盈率已低於過去10年平均價值2個標準差，以中長線價值投資角度而言實屬吸引，只要待美國利率確認見頂、中美緊張關係緩和及中央推出令人信服的化債方案，港股估值重估將一觸即發。

年初至今恒生指數盈利預測趨勢



資料來源：彭博，數據截至2023年10月4日

恒生指數預測市盈率



資料來源：彭博，數據截至2023年9月30日

股票

本季重點關注板塊：

行業/主題板塊	重點投資邏輯	看好程度 [#]
互聯網 (線上遊戲)	<ol style="list-style-type: none"> 國家新聞出版署在第3季批出177個國產遊戲版號及31個進口遊戲版號，首3季合共發放國產遊戲及進口遊戲版號分別757及58個，反映審批流程已趨正常化，行業監管風險降低。 龍頭遊戲開發及運營企業年初至今發布多隻新遊戲，均錄得不俗流水收益，全年業績達標能見度較高。 多隻重磅新遊戲預期可於未來數月發布上架，例如《元夢之星》、《寶可夢大集結》、《燕雲十六聲》、《指環王-紛爭》等，有利業務增長勢頭延續至明年。 	****
原材料 (有色金屬)	<ol style="list-style-type: none"> 國內刺激經濟措施密集出台，帶動9月製造業PMI重返50以上擴張區間，預期房地產以外的之下游行業(如新能源車、家電產品、建築機械、新能源發電設備、電網投資等)，對銅鋁等金屬需求仍然穩固。 第4季屬內地傳統採暖季節，工業限電限產次數較頻繁，或限制電解鋁、冶煉銅等潛在供應，庫存維持低企將支持相關金屬價格。 若人民幣匯價下行壓力持續，海外礦產及金屬產品出口業務(收入以美元計價)料可受惠。 	***
中資電訊	<ol style="list-style-type: none"> 受惠內地數碼化加速、人工智能大模型訓練及應用範疇擴大，新興企業業務收入(如雲計算及數據中心)今年首8個月按年增長19%，相關收入佔比提升至21%，預期高增長勢頭具持續性。 5G業務投資高峰期已過，相關資本開支自去年起已見頂回落，有利提升企業自由現金流，用作派息或股份回購。 龍頭電訊營運商過去兩年逐步提升派息比率，且表明今年將進一步上調，目前預測股息率高達6.5至7.5%，屬波動市況中穩守突擊之選。 	****
內地旅遊概念 (線上訂票平台、酒店、澳門博彩)	<ol style="list-style-type: none"> 下半年至今，內地居民出遊需求持續火熱，旅遊相關消費韌性遠高於商品消費。國慶中秋假期首4天，國內航空及鐵路日均客運量較2019年同期分別增長12及21%，表現較暑假及五一假期優勝。期內旅遊收入按年增長逾125%，相關企業全年業績達標能見度較高。 國內第3季恢復旅行社組團到訪多國國家，包括美、日、韓、澳等，加上簽證速度持續加快及國際航班運力改善，預期較高毛利率的出境遊訂單將加速復甦。 國慶中秋假期首4天，到訪澳門的旅客人次已回復至2019年同期的86%，雖低於暑假的超過100%，惟顯著高於五一假期的60%，預期可帶動10月澳門博彩收入穩步恢復。此外，澳門政府擬打擊賭場無牌現金兌換行為，惟料對賭收影響有限，但需關注後續有否更多跨境資本管制措施出台。 	***

[#]看好程度以*數目作為評分，最高5*，最低1*。5/4/3/2/1星分別代表非常看好/看好/審慎樂觀/持平/看淡

中國及亞洲股市展望 — 環球經濟分野擴大，股票投資機會分散

全球各國經濟和貨幣政策不同步，但宏觀經濟形勢似乎漸趨穩定。東亞聯豐預計投資者對股票的風險胃納有機會逐步恢復。從資產配置角度，東亞聯豐看好股票，偏好美國增長股。而中國和亞洲的價值型股份則較為吸引。

美國宏觀數據接連帶來驚喜

美國就業市場具韌性，企業盈利和經濟出乎意料持續靠穩，8月份美國供應管理協會製造業指數高於市場預測。多項數據均指向美國經濟軟著陸的可能。撇除食品和能源價格美國8月核心通脹按月上升0.3%，按年增幅4.3%，核心通脹走勢大致符合預期。11、12月美國會否再度加息仍屬未知之數。市場原本認為明年有減息的可能，但鑒於通脹壓力猶在，經濟強韌，普遍認為高利率可能將維持比預期長的時間，減息可能要待2025年才發生。東亞聯豐認為現時作此推論言之尚早。

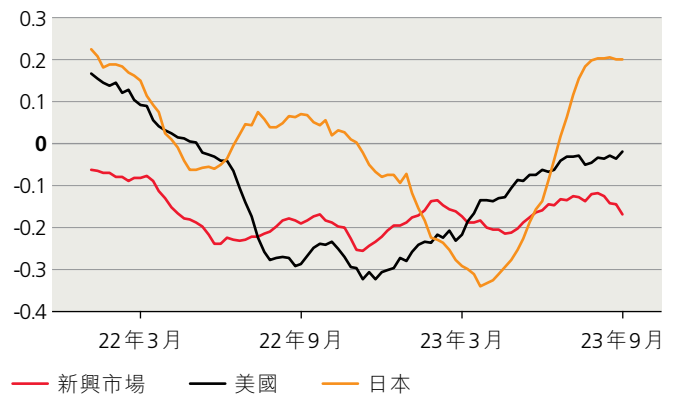
亞洲方面，日本受國內需求下降，第2季經濟增長經調整後為4.8%，但整體仍較疫情前有所增長。另一方面，中國8月底加大力度推出一系列措施包括降低首期和貸款利率等，希望有助支持經濟。雖然中國復甦尚未有太大起色，但近日公布的宏觀數據包括零售銷售等都比預期好。經濟是否出現轉機仍有待確認。而東亞聯豐相信未來一段日子，當局仍會保持寬鬆貨幣政策以刺激增長。至於其他亞洲新興市場，經濟基調相對平穩。不少亞洲國家面對的通脹壓力較西方經濟體輕，因此很多都已經停止加息，例如南韓、印度、印尼和馬來西亞等。當中，印度的結構性增長前景尤其穩健，宏觀數據更是不斷帶來驚喜。

看好美股因美國經濟具韌性，日本企業盈利上調有利當地股市

投資團隊看好發達國家市場，尤其美股。美國經濟增長比預期理想，就業市場雖然有放緩趨勢，但整體仍具韌性。美國8月零售銷售按月上升0.6%，超出市場預期，主要受燃油價格帶動。美國在人工智能和科技範疇的領先優勢將繼續吸引資金流入，企業盈利有機會受惠。

日本股市也受團隊青睞，當地較早前宣布推行企業管治改革，吸引資金繼續流入當地。東京早前宣布新市場規則，上市公司的市賬率如果低於1倍，需要解釋並提升其資本效率。該改革受日本市場歡迎，對當地企業盈利預測有正面影響。事實上，近日不少企業公布業績，整體表現也符合預期。經過25年通縮，日本今年喜見通脹的降臨。經歷年頭的消費價格上升，近日通脹壓力有所放緩，但市場仍然對走勢表示樂觀。同時，投資者亦關注央行會否趁機調整一向其超寬鬆貨幣措施。

全球 — 花旗盈利修正指數

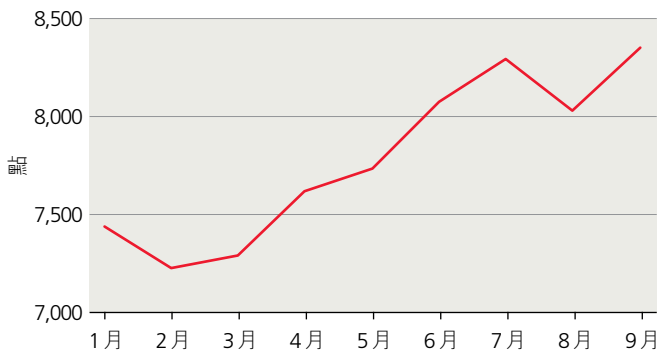


資料來源：花旗集團，花旗盈利修正指數，數據截至2023年9月1日

亞洲新興市場方面，團隊尤其看好印度市場。該國4至6月之間的經濟增長達7.8%，8月製造業採購經理指數亦升至3個月高位，加上企業盈利表現穩健，種種有利因素吸引大量外資流入。印度兩大主要指數孟買敏感指數(BSE SENSEX)和印度指數50(Nifty 50)於9月中不斷創下歷史新高，投資者關注股市會否出現獲利回吐。印度消費物價指數今年一直回軟，唯7月出現單月反彈，8月掉頭回落至6.83%，但仍高於央行目標範圍。雖然該國自今年4月暫停加息，但表明有需要時仍會再度收緊銀根。團隊會密切注視市況走勢，我們認為印度整體長遠結構性增長前景樂觀。亞洲開發銀行預測印度今個財政年度的經濟增長達6.4%，明年更達6.7%。

股票

印度 Nifty 50 指數 2023 年表現



資料來源：彭博，數據截至2023年9月18日

中國經濟發展形勢審慎，挑選估值合理和高息率的價值型股份

至於中國，我們對其經濟發展形勢保持審慎，繼續採取平衡的投資取向，專注挑選一些估值合理和高息率的價值型股份。8月底，當局放寬房地產政策，並且降低中期貸款利率15點子以及下調一年期貸款優惠利率10點子，以刺激經濟和帶動住宅需求等。另外，央行今年第2次降準，下調金融機構存款準備金25點子，希望增加市場流動性，有利放貸及商業活動。早前各種跡象顯示中國經濟復甦欠動力。消費和生產價格、地產市道、零售銷售和採購經理指數等維持低迷。唯近日數據開始企穩，8月出入口雖然繼續下跌，但跌幅少過預期。8月零售銷售按年上升4.6%，高於7月的2.5%增幅，也超出市場預期。

亞洲科技板塊週期有機會逐漸見底，需求有望回升。加上人工智能的帶動，板塊的潛力龐大。目前，由於供應鏈正常化和全球經濟放緩，中國電子市場未有起色。加上中美地緣政治升溫，打擊中國貿易和出口到往西方市場。今年我們對中國手機和個人電腦等個人消費電子行業的前景保持審慎。隨著全球經濟企穩以及中國的刺激措施帶動，板塊有機會於2024年有所改善。若中美緊張局勢有所緩和，將可更添增長動力。

該板塊在過去兩年已經出現大幅調整，而庫存不足以及產品更換的需求有機會帶動中國科技股的估值回升。團隊將留意供求關係的變化，尋找合適的投資機會。與此同時，在科技板塊中，我們尤其注視人工智能帶來的機遇，包括人工智能服務器供應商。人工智能發展尚在早期階段，由於需要巨大運算能力，將刺激高端半導體芯片的需求，並衍生龐大的投資機會。

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。



獨領風騷

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 | 黃燕娥



美國經濟軟著陸有利美聯儲加息，美元仍擁息差優勢

美匯指數第4季預計波幅範圍

104.00 至 109.00

美匯指數一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2023年9月

美國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第2季	2.1 (按年)
失業率	9月	3.8
零售銷售	8月	2.5 (按年)
消費者物價指數 (CPI)	8月	3.7 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2023年9月

市場預期美聯儲年內再加息達25個基點

美聯儲於9月的議息會議中維持利率不變，將聯邦基金指標利率維持在5.25至5.50%區間，同時強化了其鷹派立場。利率點陣圖顯示，今年或要再加息1次，聯邦基金利率目標區間水平於5.50至5.75%觸頂，因此市場正預期年底前將再有1次加息25個基點的機會。預期在美聯儲偏鷹的取態下，加上美國經濟軟著陸的可能性仍然高，將可利好美元的整體走勢。若美聯儲最終落實於年底前再次加息，美匯指數有望挑戰更高水平。

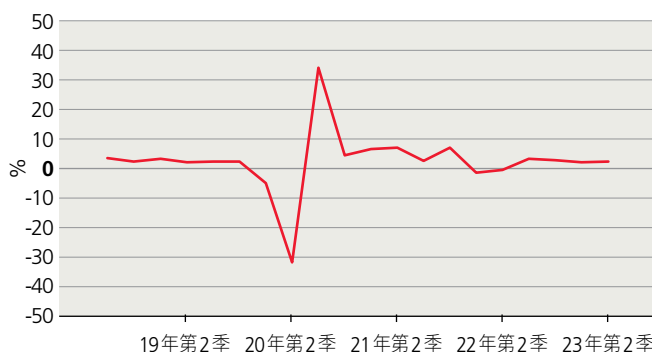
美國經濟軟著陸機會仍高

美聯儲9月發表的經濟預測摘要(SEP)中，上調了美國今年的國內生產總值(GDP)增長預期至2.1%，遠高於6月時預測的增長1%。美聯儲亦預計年底通脹率將降至3.3%，明年底會進一步跌至2.5%。美聯儲大幅上調了經濟增長預測，反映對實現經濟軟著陸的目標仍具有信心，且同時認為通脹短期內仍會處於2%通脹目標水平之上。因此，預期美聯儲將在較長時間內維持鷹派貨幣政策立場，以冀能成功降低國內的通脹壓力。美國經濟仍較其他主要經濟體穩健，有利美元走勢。

各央行短期將追隨美聯儲的貨幣政策

整體而言，美國經濟前景漸趨穩定，將為美聯儲提供一個合適的環境推行更緊縮的貨幣政策，以達至降低通脹的目的。近期整體通脹因為能源價格走高而再次回升，令美聯儲短期內較難放棄偏鷹的貨幣政策立場。但是，目前的經濟環境跟去年通脹飆升的時候截然不同，故預期今次通脹再回升的幅度有限，將不足以改變美聯儲加息週期已進入尾聲的定案。再者，各大央行為了避免其本國貨幣大幅波動，料將會繼續追隨美聯儲整體的貨幣政策，這亦令美元短期仍擁有相對的息差優勢。

美國 GDP



資料來源：路透社，數據截至2023年9月

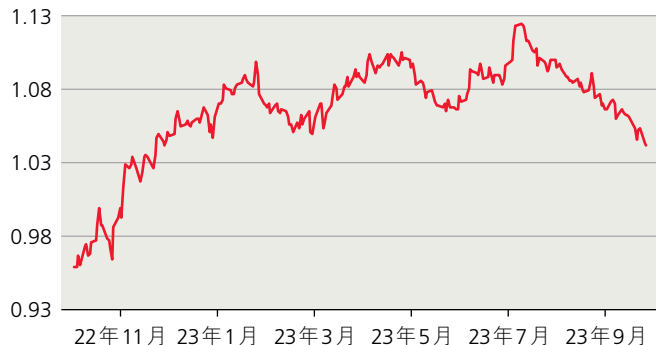


通脹回落且經濟現萎縮，歐央行短期加息機會微

歐元兌美元第4季預計波幅範圍

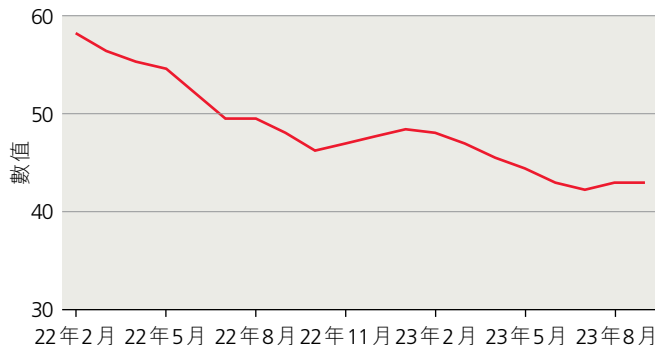
1.0200 至 1.0700

歐元兌美元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2023年9月

歐元區 PMI



資料來源：路透社，數據截至2023年9月

歐元區主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第2季	0.5 (按年)
失業率	8月	6.4
零售銷售	7月	-1.0 (按年)
調和消費者物價指數 (HICP)	9月	4.3 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2023年9月

經濟持續疲弱及萎縮，短期加息機會降

歐洲央行於過去1年來大舉升息，將基準利率升至23年新高，同時亦令當地面對經濟陷入衰退的可能性。歐元區9月製造業採購經理人指數 (PMI) 由前值43.5回落至43.4，創兩個月低且為連續15個月低於50水平，反映當地第3季製造業相當疲軟且大幅萎縮。另外，歐元區9月消費者信心指數初值亦由前值負16進一步下跌至負17.8，因此從另一個角度看，也可見當地消費者及企業對未來經濟和消費的預期比較負面。故此，若歐元區經濟增長持續疲弱，將意味著歐央行短期並無進一步升息的必要。

通脹壓力下降料將削減央行加息需要

歐元區整體通脹水平繼續從去年10月的峰值下降，因低基數效應和需求下降，該區9月通脹率按年降至4.3%，較8月的5.2%進一步下跌。從生產物價角度看，歐元區生產物價指數 (PPI) 已連續下降11個月至7月的負7.6%，預期較低的生產成本將有助減低消費物價上升的壓力。雖然目前的通脹率仍遠高於歐央行設立的2%目標，但受到該區經濟仍然低迷的情況所限，料歐央行進一步加息的動力不大。

美國經濟條件勝歐洲，美聯儲加息空間較大

當美國經濟正走向軟著陸的同時，歐洲或出現經濟放緩，可見美國在經濟面上較有優勢。由於美國經濟條件較優越，將為美聯儲提供較大的彈性就貨幣政策轉向作準備，即是若通脹壓力重臨，美聯儲將有較適合的經濟條件以加息應對。預期有關加息優勢將助美元繼續走高，而歐元則因此而受壓。

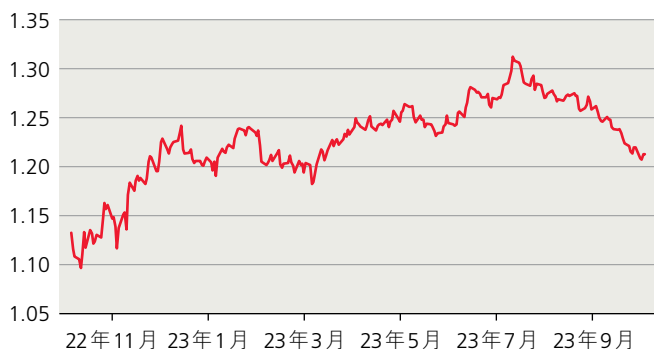


經濟重見負增長，英倫銀行暫停加息

英鎊兌美元第4季預計波幅範圍

1.1900 至 1.2400

英鎊兌美元一年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2023年9月

英國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第2季	0.6 (按年)
失業率	7月	4.3
零售銷售	8月	-1.4 (按年)
消費者物價指數 (CPI)	8月	6.7 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2023年9月

整體通脹見回落跡象，但仍於高位徘徊

英國8月消費者物價指數(CPI)按年漲幅進一步放緩至6.7%，較7月回落0.1個百分點；而核心CPI按年升6.2%，亦較7月回落0.7個百分點。雖然兩項通脹數據均仍處於6%的高位之上，但亦反映了當地物價增長速度正在放緩。通脹漸見回落，加上對經濟前景的憂慮，英倫銀行於9月的議息會議上按兵不動。另一方面，截至7月的3個月裏，英國工資繼續以有記錄以來最快的速度增長。這表示當地的通脹壓力雖見放緩，但預期回落速度將會很慢。

英國經濟重現收縮，料短期經濟前景仍然疲弱

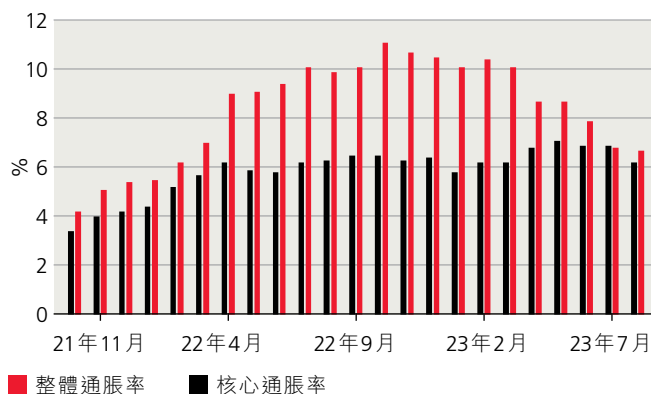
雖然英國上半年避過了經濟衰退，但整體經濟動能仍然緩慢。醫院及學校員工罷工影響到經濟產出，英國7月國內生產總值(GDP)按月收縮0.5%，是今年最大的跌幅。季度數據表現則較理想，第2季GDP按季維持0.2%增長，稍為遠離經濟衰退的定義。英國經濟雖暫能避免陷入衰退，但由於就業市場持續疲軟，失業率上升及企業招聘放緩等，故預期當地經濟短期仍會持續疲弱。

英倫銀行9月按兵不動，加息預期降溫

英國8月通脹意外放緩，英倫銀行隨後於9月的議息會議中選擇按兵不動，將利率維持在15年高位的5.25%水平。這是英倫銀行自2021年12月以來首次未有加息，相信是考慮到當地經濟疲弱的處境，減低了加息的動力。不過，該行亦強調短期若未能把通脹抑制下來，將再次上調有關借貸成本。

是次暫停加息的決定降低了市場對英倫銀行進一步加息的預期。因此，除非英國經濟出現明顯回升，否則英倫銀行短期的加息空間將受限。

英國整體及核心通脹率



資料來源：彭博，數據截至2023年9月

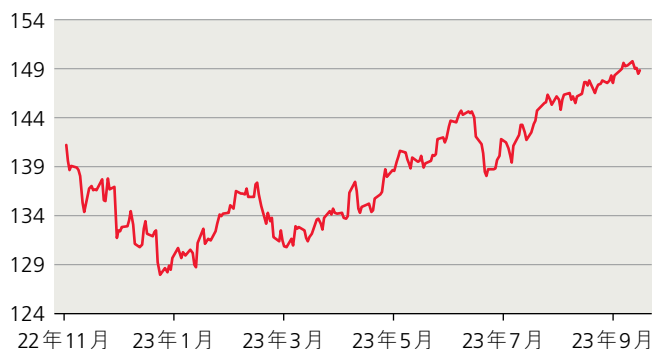


央行干預行動僅助日圓短期反彈，中長線料仍走弱

美元兌日圓第4季預計波幅範圍

145.00 至 152.00

美元兌日圓一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2023年9月

日本主要經濟數據表現	時段	數值(%)
國內生產總值(GDP)	第2季	6(按季年率)
失業率	8月	2.7
零售銷售	8月	7.0(按年)
消費者物價指數(CPI)	8月	3.2(按年)

資料來源：路透社，數據截至2023年9月

市場仍對日央行隨時作出干預行動保持警惕

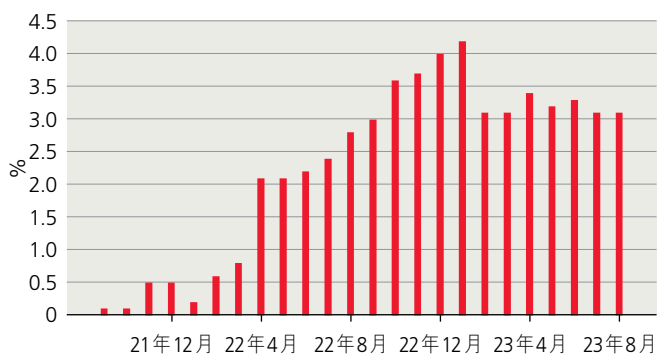
日圓於10月初一度跌破150大關，但隨後在短時間內急升2%，引發市場猜測當局是否進行了干預。雖然日本當局沒有透露有否入市支撐日圓，但強調很有決心採取行動應對日圓的過度波動，這令市場對有關干預行動保持警惕。日本央行去年曾兩次干預匯市，以買入日圓並沽出美元和美債等方式支撐日圓匯價，當時日圓正處於32年低點151.94。

日央行堅持實行寬鬆的幣策，令日圓年初迄今貶值約13%。同時，日本財務省官員亦多次重申有關干預措施都是以匯價波動性而非日圓水平為目標。因此，不排除央行將隨時為匯價貶值作出干預行動，令日圓止跌並回升。日圓雖於市場干預後短期有明顯反彈，但中長線來說仍會因為日本與美國的債息的息差差距，而令日圓重新走弱。

日本物價指標雖高於央行目標，但央行不急於加息

日本8月全國核心消費物價指數按年上升3.1%，與7月持平。在核心通脹率連續17個月高於央行2%目標的環境下，日央行仍然維持目前的超寬鬆貨幣政策。日央行一方面認為當地通脹已經見頂，將可助維持寬鬆貨幣政策，但另一方面又認為通脹升幅主要是受日圓貶值而帶動且屬於輸入性通脹，中長線或難以持續。因此，預期日央行短期不需要像其他央行一樣，以加息壓抑正在上升的通脹。

日本全國核心消費物價指數



資料來源：路透社，數據截至2023年9月

央行短期退出超寬鬆政策的條件有限

日央行在9月的議息會議中維持利率目標在負0.1%，10年期日本公債收益率目標在接近零的水平，並同時允許10年期公債收益率在0%目標附近上下波動50個基點的指引，且維持7月時設定的1%上限不變。雖然日央行行長植田和男表示，該行可能在年底前收集到足夠的數據來決定是否結束負利率政策，但同時確信通脹率在穩健需求和工資增長的支持下能持續維持在2%之前，仍有必要延續超寬鬆政策。由於當地目前的通脹並非由需求帶動，通脹的持續性有限，故料短期日央行退出超寬鬆政策的條件仍然有限。

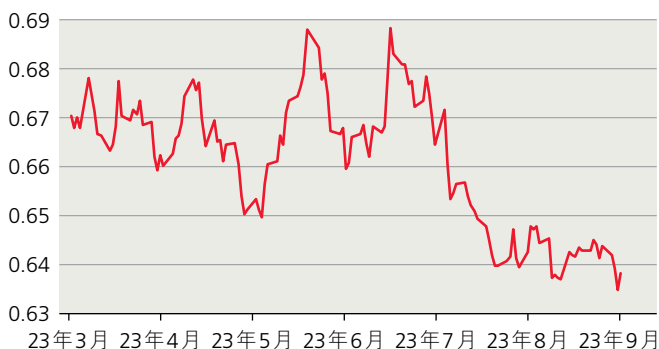


澳洲央行短期加息機會微，鐵礦石價格將支持澳元表現

澳元兌美元第4季預計波幅範圍

0.6100 至 0.6600

澳元兌美元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2023年9月

澳洲主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第2季	2.1 (按季年率)
失業率	8月	3.7
零售銷售	8月	0.2 (按月)
消費者物價指數 (CPI)	第2季	6.0 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2023年9月

澳洲央行緊縮政策或已大功告成

澳洲央行原總裁洛威於9月主持他最後一次的議息會議，宣布連續第3個月維持利率在4.1%不變，令市場揣測其緊縮政策已大功告成。加息週期正接近完結，接下來的焦點是澳央行對減息的部署。澳央行雖然重申將來或有需要進一步收緊政策以抑制通脹，但利率期貨市場價格反映澳央行要到明年底才有降息的可能性。因此，預期澳央行將跟隨美聯儲貨幣政策的大方向，短期將利息維持於較高水平，且短期降息的機會不大。

澳央行貨幣政策未有因通脹回升而改變

在能源價格飆升的推動下，澳洲8月通脹率按年上升至5.2%，但核心通脹率則進一步放緩。於整體通脹壓力減輕的情況下，市場減低了對澳央行於年內加息的押注。澳洲央行原副總裁布洛克已於9月就任成為澳央行總裁，她曾表示當地通脹仍然過高，而對抗通脹將是她擔任總裁後的首要任務，因此可見澳央行仍有為打擊通脹作準備。但是，預期短期通脹上升幅度有限，因此澳央行的貨幣政策轉向機會不大。

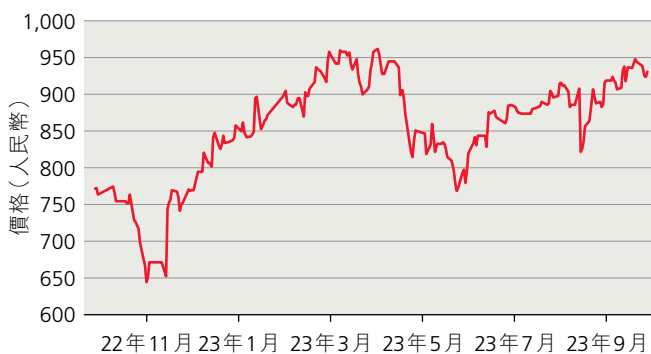
對中國經濟乏力的擔憂拖累澳元

澳元於8月開始一直表現較弱，其中一個原因是市場擔憂中國經濟復甦乏力，令人民幣下跌。澳元與人民幣走勢有很大的相關性，因此澳元近期的走勢受人民幣表現所拖累。中國近期國內消費仍然較疲軟，料需要較長時間來確認經濟復甦，所以預期中國經濟的因素短期對澳元的走勢幫助不大。

鐵礦石價格將主宰澳元短期走勢

澳洲是全球最大的鐵礦石出口國，所以出口商品的價格表現將影響作為商品貨幣的澳元的走勢。鐵礦石價格於去年11月見底後逐步回升，更於今年8月中開始加快上升，令澳元於美元強勢下表現較其他非美貨幣抗跌。於澳洲央行較鴿派的貨幣政策且中國經濟復元需時的預期下，料鐵礦石的價格表現將主宰澳元匯價的短線表現。

大連鐵礦石期貨價格



資料來源：路透社，數據截至2023年9月

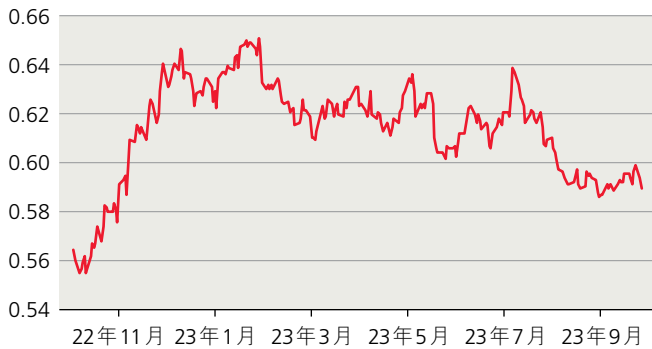


經濟已重回擴張水平，料目前利率將維持較長時間

紐元兌美元第4季預計波幅範圍

0.5700 至 0.6200

紐元兌美元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2023年9月

紐西蘭主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第2季	1.8 (按年)
失業率	第2季	3.6
零售銷售	第2季	-1.0 (按季)
消費者物價指數 (CPI)	第2季	6.0 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2023年9月

目前利率仍為紐元帶來息差優勢

紐西蘭央行由5月已開始暫停加息，利率維持在5.50%不變。市場認為該行已經完成了加息部署，利率期貨市場價格反映，紐央行最快要到明年年底才有機會降息。因此，預期有關利率將較長時間維持於目前較高水平。相對其他各大經濟體系，以目前紐西蘭利率5.50%來說，仍有息差優勢，將助紐元於美國公債收益率飆升的環境下較具抗跌力。

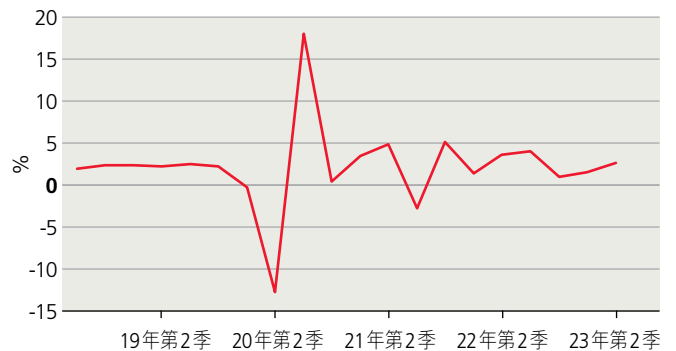
經濟增長指標已重回正數

受到紐西蘭去年持續加息的壓力，加上當地於今年第1季出現極端天氣，導致經濟下行且最終進入技術性衰退。紐西蘭於去年第4季及今年第1季的經濟增長按季出現收縮情況，但有關數據於今年第2季已重回正數，按季經濟增長上升0.9%。雖然預期紐央行將暫停加息，但當地奶製品價格需求穩定，加上中國經濟增長動能將逐步加大，料可帶動紐西蘭的整體經濟表現。

紐西蘭通脹率仍處於較高水平

紐西蘭第2季通脹率年率為6%，數據雖有所回落，但仍遠高於央行1至3%的目標水平。另一方面，政府之前加大了支出預算案以促進經濟復甦，這些措施或慢慢地加劇當地的通脹壓力，令通脹水平回落的空間變得有限。紐央行之前亦重申在可預見的未來，利率將需要保持在限制性水平，以確保通脹率重返目標區間。因此，預期央行在部署減息前將有較長時間將利率維持於目前較高水平。

紐西蘭GDP季度表現



資料來源：路透社，數據截至2023年9月



油價短期或整固，中長線趨穩助加元走勢

美元兌加元第4季預計波幅範圍

1.3400 至 1.3900

美元兌加元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2023年9月

加拿大主要經濟數據表現	時段	數值(%)
國內生產總值(GDP)	第2季	-0.2(按季年率)
失業率	8月	5.5
零售銷售	8月	0.3(按月)
消費者物價指數(CPI)	8月	4.0(按年)

資料來源：路透社，數據截至2023年9月

央行發放鷹派信號，但料年內加息機會不大

加拿大央行最近一次上調利率是在今年7月，之後便維持利率於5%不變。加央行雖暫停加息，但仍多次發出偏鷹派的貨幣政策信號，稱如果通脹壓力持續，可能會再次加息以提高借貸成本。隨著美聯儲的加息週期踏入尾聲，料加央行亦會因為與美國間緊密的商貿關係而追隨美聯儲的貨幣政策，因此預期加拿大央行本年內加息的機會亦不大。另一方面，該行亦強調當地核心通脹一直居高不下且工資年增幅過高，令市場相信央行短期內降息的機會也不大。



通脹升溫但未有令央行重啟加息

加拿大8月通脹進一步回升，按年升幅為4%且是連續第2個月上升，6月的通脹僅為2.8%，7月的通脹則為3.3%。由於物價升幅比預期高，市場擔心通脹將重新降臨，並觸發加央行重啟加息。事實上，近期物價回升，主要是受到油價反彈帶動。國際油價雖於7月加速上升，但與去年年中時因供應鏈斷裂而造成的油價爆升的情況截然不同，預期油價近期的急升將不會促使加央行作出與去年一樣的持續加息行動。

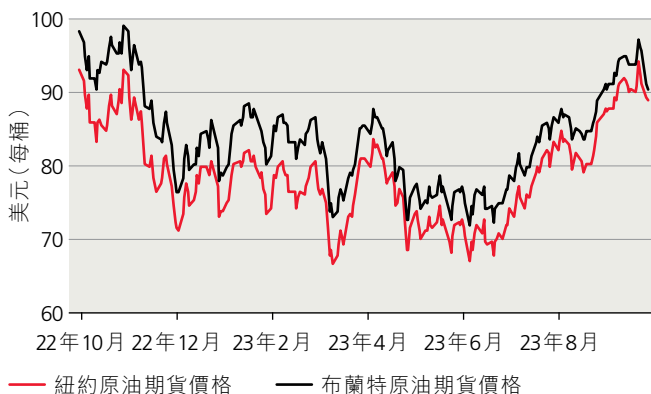
經濟增長放緩將限制央行加息

加拿大的經濟已進入增長疲軟期，當地第2季國內生產總值(GDP)大幅放緩，第2季環比年率意外萎縮0.2%，遠低於前值增長3.1%。雖然短期通脹壓力持續，但若然經濟持續放緩，將限制加央行加息的行動。

油價短期或見整固，中長線趨穩

油組國聯盟繼續主張減產，帶動油價近期上升，但整體石油需求仍因中國經濟放慢而停滯不前，導致油價或於每桶100美元止步。技術上看，油價已位於超買區域，短期或見整固。整體來說，油價中長線將漸趨穩定，料有助提振加元中長線走勢。

油價表現



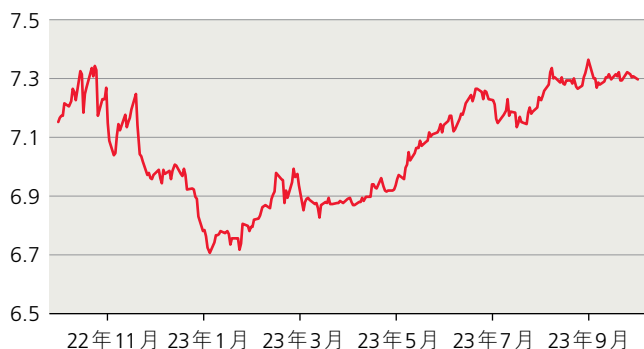
資料來源：路透社，數據截至2023年9月

經濟基本面正改善，短期或於7.3關口附近持穩

美元兌人民幣第4季預計波幅範圍

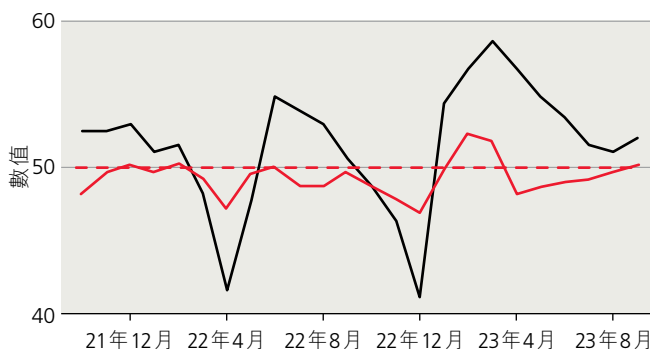
7.2000至7.3500

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9月

中國官方製造業及非製造業採購經理指數 (PMI)



資料來源：路透社，數據截至2023年9月

中國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第2季	6.3 (按年)
失業率	8月	5.2
零售銷售	8月	4.6 (按年)
消費者物價指數 (CPI)	8月	0.1 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2023年9月

中國降準減息措施有助緩解人民幣貶值壓力

疫情過後，中國經濟增長乏力。在消費開支疲軟和信貸增長面臨萎縮的壓力下，令中國央行開始了新一輪下調政策利率的行動，之後再度加碼並宣布調降金融機構外匯存準率至16年低點的4%。為了進一步重振市場信心，中國央行亦於9月中宣布降準0.25個百分點。預期有關措施將可支持中國經濟數據繼續向好，並有望紓緩人民幣貶值的壓力。

政府刺激政策出台加強了經濟基本面優勢

中國第3季工業、投資、消費等重要經濟數據全面遜於預期，這促使中國央行接連推出貨幣政策以穩定市場。人民銀行先是下調存款定價，之後亦調降多個關鍵借貸利率，以支持經濟活動。內地當局後來又推出了更多的刺激經濟措施，以進一步提振步履蹣跚的經濟，成功令到多項數據出現明顯改善。例如，中國9月官方製造業採購經理指數 (PMI) 續升至50.2，創半年新高並回到50之上的擴張水平；至於非製造業活動指數，亦創下3個月高位。中國經濟已初步見回暖趨勢，惟持續性則仍有待觀察。

人民幣匯價短期或於7.30關口附近持穩

隨著中國經濟利好政策逐步落實及生效，增長勢頭有望趨好，但另一方面，美國經濟保持韌性有助美元延續強勁走勢，導致人民幣短期反彈空間受限。政策層面方面，中國央行於《第2季貨幣政策執行報告》中重申，將致力保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定，堅決防範匯率超調風險。預期在中國經濟基本面轉好之前，人民幣仍繼續承壓。儘管短期人民幣面臨內外壓力，但整體走勢進一步走弱的機會不大，市場對人民幣的中長期走勢仍較為樂觀，短期或能在7.30關口附近持穩。



熊出沒注意

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

熊出沒注意

上季標題是《暗渡陳倉》。資金有序地由氣氛高漲的股市中靜靜流出，反映股市升勢進入尾聲。歐美經濟表面風光，但當官方再掩飾不了令人生畏的核心數據，避險情緒便會急升，並支持債市表現。美聯儲修辭技巧繼續令人費解，就算市場利率預測極化都阻擋不了長債收益率穩步走高，加上別國持續拋售美國國債更是雪上加霜。投資者將會為忽視違約風險作出代價，新興市場高息債市將首當其衝。在經濟衰退時，黃金將是分散風險恩物。過去預測大致與今天結果相若。

本季標題是《熊出沒注意》，它是日本北海道地區常見的警告牌，提醒途人注意熊蹤。若將其套用在債市中，不單是向投資者警示近月債市波動尚未完結，亦能帶出歷史上當利率或經濟出現拐點時，美國國債收益率曲線將出現罕見走勢：「熊式走峭(Bear Steepening)」。美國國債猶如飲鳩止渴的困局，對未來經濟打擊較想像更大。在美聯儲眼中，年內再加息已是板上釘釘，長債收益率在量化預測中騰飛，投資者應及早做足準備。策略上凸顯經濟和利率拐點出現，正是投入債市最佳之時。「短債為先」的策略維持不變，亦可考慮跨國息差操作，分散集中於美債風險。

債市波動將波及全球資產

近月美國長債收益率飆升，把各地投資市場弄得滿城風雨。普遍輿論對長息抽升咄咄稱奇，言論背後完全忽視聯邦利率正處於多年新高，債息長期在被壓抑狀態下，曲線正常化只是時間問題。過去3季本章節從經濟及利率作多層分析，成功預測今天債市表現，尤其在債息走勢及錨定水平作出了精關預測，有興趣者可重溫相關章節。

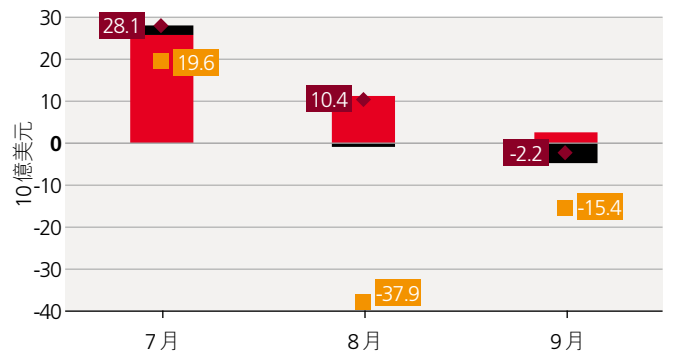
10年期債息急升預示全球資產市場受過去持續加息影響的漣漪效應終於揭開序幕，未來因各國債息變化引發的經濟及投資市場波動料將每下愈況，官方再漂亮修辭亦難以掩飾風險臨近。機構及高端投資者早已聞風先遁，過於安逸才是個人投資者最大風險。

資金流向：避險高漲

美國投資公司協會(Investment Company Institute, ICI)統計在美註冊基金的資金流向，包括開放式和封閉式基金管理公司、投資顧問和基金託管人。截至9月27日，債券類別中，涉及投資應課稅債券型基金連續3個月錄得淨流入，尤其7月單月流入近258億(美元，下同)，佔當月債券總流入量超過9成。雖然隨後淨流入有所遞減，但上季總流入報397億，是同期債券總流入約109%。地方債券變化不大，7至9月分別錄得流入22億，流出9億及流出48億，總流出只有近34億，啟示性不大。

數據顯示，上季債券類總額錄得淨流入363億，反而所有類別總額淨流出337億。除走勢明顯背馳外，亦反映上季資金正由非債券類別大量流出，藉歐美股市回吐及利率有可能見頂時大量流入債券，暗喻市場避險情緒高漲。股市表面上仍在一片歡呼聲中，但大筆資金其實靜靜地流入債市，結果與上季主題《暗渡陳倉》預測一致。

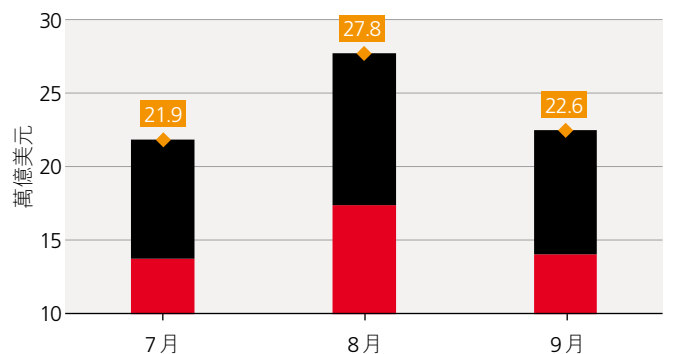
2023年美國註冊基金資金流量 — 開放式基金及ETF



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2023年10月6日

貨幣基金普遍投入短期美債及票據。當美元短息持續上升配合市場避險情緒，貨幣基金自然大受投資者青睞。貨幣基金上季錄得淨流入72.3萬億，連續3個月流入量平均在20萬億以上，反映投資者魚貫入場。當中機構及零售類資金分別佔總量63及37%，反映機構投資者的敏感度較高，聞風先遁。

2023年美國註冊基金資金流量 — 貨幣基金



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2023年10月6日

債券

參考EPFR環球提供各債券基金資金流變化¹，利率走勢仍是最大考慮因素。截至10月2日，投資者整體風險偏好驟降，就算美國主權債券基金繼續吸納新資金，但非投資級別債券基金出現大規模贖回，導致連續38週資金淨流入至美國債券基金的紀錄斷纜。

高收益債券基金錄得自2月第3週以來最大單週流出，資金連續第9週流出新興市場債券基金，地方政府債券基金則創年內最大流出，導致非投資級別債券基金創自2022年第4季末以來最大單次淨流出。

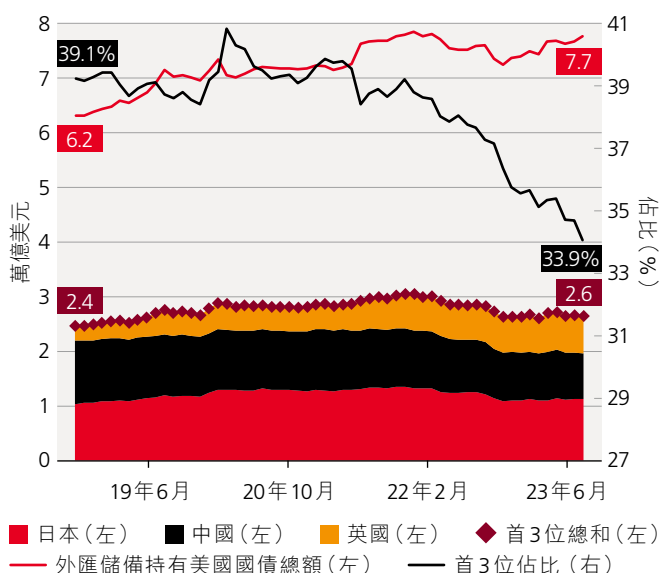
美國主權債券基金受惠資金積極流入。雖然投資者偏好短期債券，但中及長期的主權債券基金淨流入金額分別創下5和8週新高。另外，海外註冊美國債券基金延續自5月初起淨流入趨勢。

歐洲投資者偏好主權債券而唾棄企業債券。歐洲主權債券基金創下7週淨流入新高，同時連續33週錄得淨流入，投資者尤其偏好西班牙及意大利的債券。至於歐洲企業債券則創下3週以來最大淨流出。

核心風險：美國國債困局

美元特權下，各國外匯儲備持有美國國債一直行之有效，但近年地緣緊張等因素導致各國的美國國債持倉量產生明顯變化。截至7月31日，過去5年全球多國的外匯儲備持有美國國債總值由6.2升至7.7萬億(美元，下同)，升幅近24%。不過，當中持有最多美國國債的首3個國家分別是日本、中國及英國，總數由2.4升至2.6萬億，升幅只有近8%。同時，該3個國家持有美國國債佔整體比例由39.1%下降至33.9%。因此，不論從數額、升幅及佔比來看，均反映出全球政府持有美國國債整體雖有上升，但並非由日、中、英三國所作主要貢獻。

外匯儲備持有美國國債總額及首3位國家持有數據



資料來源：彭博，數據截至2023年10月3日

若再分拆首3個國家的相關數據，結果顯示日本持有美國國債的規模沒有太大變化，但中國則由1.1降至0.8萬億，同期英國則由0.3升至0.7萬億，英國的增持抵銷了中國減持。再觀察G7持倉在5年間變化，英國在期內上升1.4倍，法國升近1倍，加拿大增幅更驚人地大增超過2倍。根據《宏觀策略》章節分析，美國財政部迫切大量發債以便續期及填補不斷飆升的財赤，數字間凸顯了中美博弈時，中國與美國盟友對美債的取態相映成趣。



¹ 見EPFR環球網站，<https://epfr.com/insights/global-navigator/us-bond-fund-flows-hit-the-buffers-investor-sentiment-sector-rotation-strategy-financial-markets-data-asset-allocations-equity-fund-flows/>

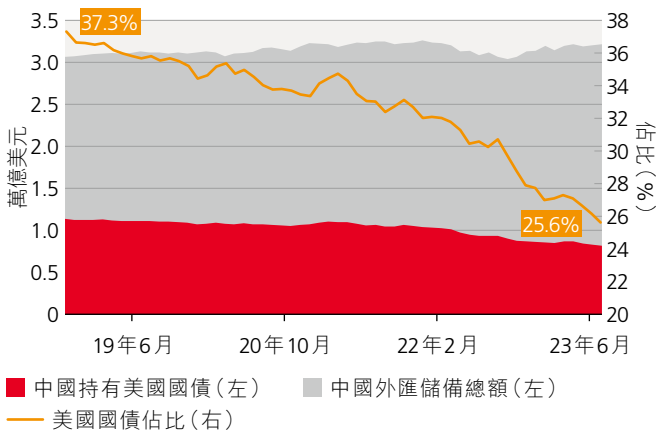
過去5年除美國外，G7國家持有美國國債數量及變化：

持有量 (萬億美元)	日本	英國	加拿大	法國	德國	意大利
2018年7月	1.04	0.27	0.10	0.11	0.07	0.04
2023年7月	1.11	0.66	0.29	0.23	0.10	0.05
5年變化 (%)	7.4	143.8	205.8	105.0	35.1	19.8

資料來源：彭博，數據截至2023年10月3日

細心分析中國持有美國國債數量的變化。過去5年中國外匯儲備升幅輕微，由3.1升至3.2萬億，但持有美國國債量卻下跌0.3萬億，跌幅近27%，令美債佔中國的外匯儲備比例由37.3%降至25.6%。減持的舉動不但回應了2018年時任美國總統特朗普開打貿易戰，同時為未來「去美元化」做好部署，亦可減輕加息潮壓抑美元債價的影響，一舉三得。

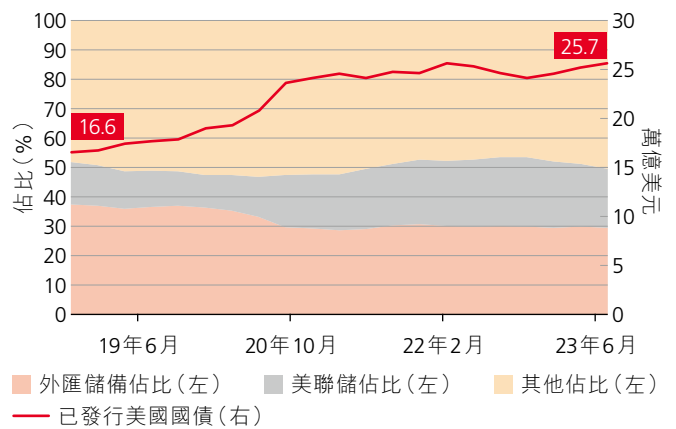
中國外匯儲備及持有美國國債數據



資料來源：彭博，數據截至2023年10月3日

從另一角度來看，持有美國國債不單是各國的外匯儲備，還有美聯儲及其他機構投資者，例如開放式基金、退休基金和高端個人客戶。美國國債在過去5年間已發行量由16.6萬億增至25.7萬億，近55%升幅實在驚人。美國國債在各國的外匯儲備佔比由37.5%下降至29.5%，反映美債在各國政府心目中的受歡迎程度驟降。美國自行印鈔回購國債已成了慣性操作，從美聯儲佔比由14.3%升至20.0%可見一斑，但始終治標不治本。美國國債最後唯有向私人市場兜售，其佔比由48.2%升至50.0%。外匯儲備被視為長線投資者，考量點並非單純回報，當中涉及國際關係等因素。然而，私人投資者則是以違約率及回報率等利益掛帥，現在達一半國債由私人機構持有，佔比愈高預示美債波動性較大，日後須以更高收益率利誘投資者，造成惡性循環。美國貴為世界最大經濟體及擁有無限印鈔的美元特權，仍要透過利誘才能成功發債，實在並不健康，亦反映投資者對其財政紀律及無限債務的憂慮，長遠將動搖其國家信譽。

已發行美國國債總額及持有者佔比



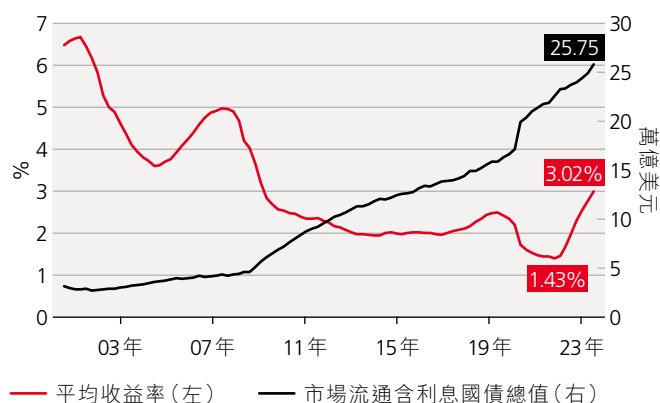
資料來源：彭博，數據截至2023年10月3日

債券

年內美國財政部需發行近1萬億新債²，6月國會同意把債務上限討論延後至2025年³，變相協助美國財政部大量發債。加息週期內，近5厘或以上的2年期以內國債普遍受市場歡迎，相反長債的存續期風險偏高，需求相對疲弱，當局唯有抬高新發行長債收益率才能利誘資金買入。例如在高利率環境下，8月10日美國財政部拍賣380億的10年期國債⁴，中標利率高見3.999厘，接近當時拍賣前市價。投標倍數為2.56，反映投資者「向錢看」的現實取態。

單純計算市場流通含利息支出的美國國債已創23年新高，報25.75萬億，多得美聯儲推波助瀾，平均收益率自去年3月1.43%的23年低位急升至今年9月報3.02%，升幅達1.59個百分點。重回2008年第4季水平，亦打破2004年1.35個百分點的升幅，創歷史新高。如果本季美聯儲再加息，料再改寫上述數據。

平均利率及市場流通含利息國債總值



資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

大量發債加上收益率攀升，未來利息負擔愈見沉重。美國國會預算辦公室數據顯示⁵，今年淨利息支出將達到6,400億，佔全年聯邦政府收入約13%，10年後基本預測淨利息支出佔比將升至約20%。5分之1的年收入花在償還利息，財政捉襟見肘可想而知，試問國家如何發展？難怪美國經濟前景令人擔憂，評級機構亦早已作出警告。

財政敗壞導致債台高築，信譽下降被各國的外匯儲備唾棄，利誘私人市場只是飲鳩止渴，勉強維持高息只會加速經濟衰落。如此困局將如何解決？真正考驗著美國領導層的智慧。

話雖如此，只要美元特權存在，美國自然可以在緊急關頭時印鈔解困，免疫於違約。評級機構對美國評級愈低，全球危機愈高，受害者只會是別國而非美國國債。屆時在恐慌下非美收益率升幅更高，與美國信貸息差進一步擴大，違約風險引導資金重回美國國債懷抱，美國國債始終是全球投資者避險資產中最終選擇。這套系統助長美國在財政操作上肆無忌憚的財政操作，直至出現更具吸引力的替代方案才會終結，例如去美元化。

利率預測：牽一髮而動全身

利率是計算所有資產價格之本，如何狡辯都不能抵抗估值驟降這事實。9月下旬美國國債長息飆升，不單只打擊債市，估值早已偏高的美股也受累，在匯市中一注獨贏的美元及按揭利率創近代新高的房市等，彼此都不能倖免。

聯邦利率預測：Don't fight the Fed

美聯儲9月議息會議決定維持利率不變並不令人意外，出乎意料的是言詞中隱藏偏鷹立場。

據點陣圖顯示，有12位委員中位數投票在5.625%水平，7票5.375%，反映委員們心無旁騖。除了暗示年內仍有1次加息25點子機會，票數上亦較上季中位數9票為多，反映委員們對年內再加息1次意志較過往堅定。上次高過中位數有3票，但今次是0票，這也給市場一個非常重要訊息，5.75%（假設本季加息25點子）將是本次加息週期的峰值。

明年中位數為5.125%，暗示將會減息50點子。上次會議的中位數是4.625%，其暗示減息100點子，兩者足足相差一半。再者，上次有8票低過當時中位數，最低票位是3.625%，今次有9票低於中位數，最低票位是4.375%，暗示委員會認為明年最多減息125點子，較上次200點子明顯減少，反映委員會同意明年減息，但非市場預期般大刀闊斧。

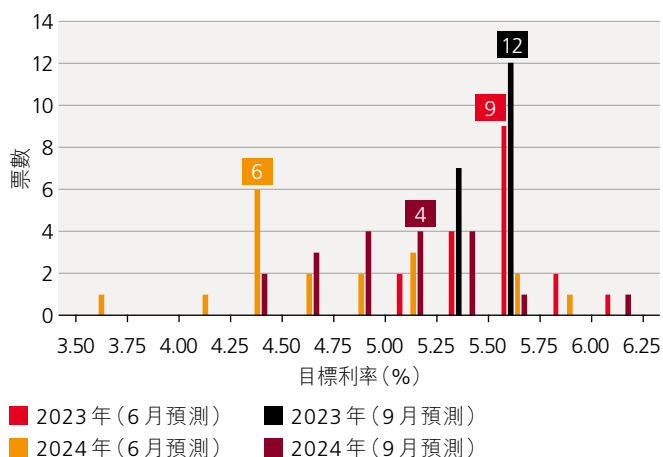
² 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-06-03/trillion-dollar-treasury-vacuum-is-coming-for-wall-street-rally>

³ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/us/debt-ceiling-deal-ignores-us-debt-time-bomb-2023-06-05/>

⁴ 見雅虎金融網站，https://finance.yahoo.com/news/treasuries-yields-dip-solid-auction-191643271.html?_guc_consent_skip=1696482571

⁵ 見美國國會預算辦公室網站，<https://www.cato.org/blog/cbo-budget-economic-outlook-post-covid-fiscal-era>

美聯儲 6 及 9 月點陣圖數據



資料來源：彭博，數據截至2023年10月3日

點陣圖訊息不言而喻，鷹派立場在經濟預測上更是昭然若揭。

過往美聯儲以倍數上調實質 GDP 增長預測並非罕見，3月時今年經濟增長預測為0.4%，6月提升至1.0%，到9月再升至2.1%。美聯儲主席鮑威爾對調整經濟增長預測的解話內容每次皆相若，都是視乎就業及消費復甦，軟著陸並非基本預測云云。事實與否並非重點，弦外之音更值得注意，就是美國經濟向好有助於不斷加息的底氣，及提高明年利率中位數條件，同時反駁坊間「好快減息」預測。另外，對於明年經濟增長預測，由6月1.1%上調至9月1.5%，與今年預測相比，暗示美國經濟將見頂回落，為明年減息向市場作預期管理。

值得注意的是，投資者不應對此太過認真。畢竟自去年起，投資者已逐漸習慣美聯儲朝令夕改，下次對經濟增長的預測可能又會面目全非。

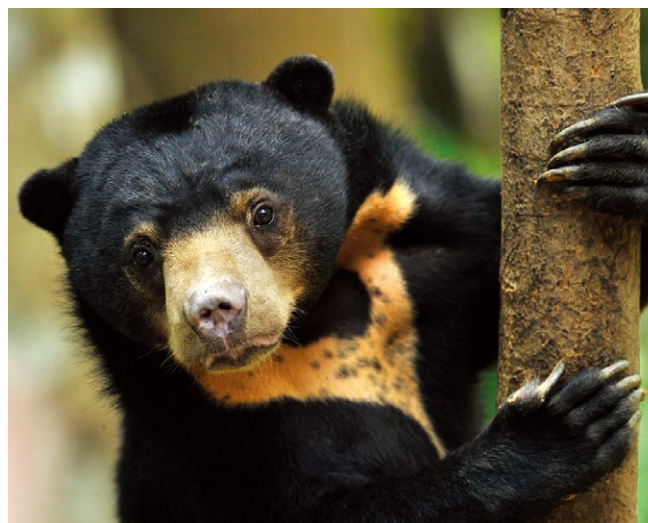
美聯儲 6 及 9 月對今明兩年經濟預測：

預測 (%)	今年			明年		
	實質 GDP	失業率	核心個人消費支出 (PCE)	實質 GDP	失業率	核心個人消費支出 (PCE)
6月	1.0	4.1	3.9	1.1	4.5	2.6
9月	2.1	3.8	3.7	1.5	4.1	2.6

資料來源：美聯儲⁶，數據截至2023年10月6日

最後要提到的是市場較少提及的縮表規模。美聯儲自2022年每月以950億(美元，下同)縮減買債規模，令資產負債表由高峰位約8.4萬億下降1萬億至7.4萬億⁷，但仍遠高於較疫前約4萬億的水平。縮表行動從資產負債表管理角度上是正確的，但對資本市場而言，由銀行到企業，由債市到股市，盡皆是惡夢。持續縮表令銀根收緊，配合持續加息令持有大量長債的銀行，其財務處境進一步惡化。加上，明年須執行《巴塞爾協定三》對資本提升要求⁸，中小銀行只好用更高利率再舉債和吸納存款。然而，經過3月銀行危機後，存戶和投資者更趨謹慎，擠提風險重燃打擊銀行業。同樣危機亦正在高息債券、商業貸款及房地產市場出現。雖然官方表示銀行體系仍然穩健，但年初教訓不是說了算便能抹去。

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



⁶ 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20230920.pdf>

⁷ 見市場內幕者網站，<https://markets.businessinsider.com/news/bonds/federal-reserve-balance-sheet-reductions-quantitative-tightening-trillion-bond-market-2023-9>

⁸ 見穆迪分析網站，<https://www.moodyanalytics.com/regulatory-news/jul-12-23-implementation-status-of-final-basel-iii-reforms-varies-across-globe#:~:text=The%20final%20Basel%20III%20reforms,and%20an%20aggregate%20output%20floor.>

債券

10年期國債收益率預測：意猶未盡

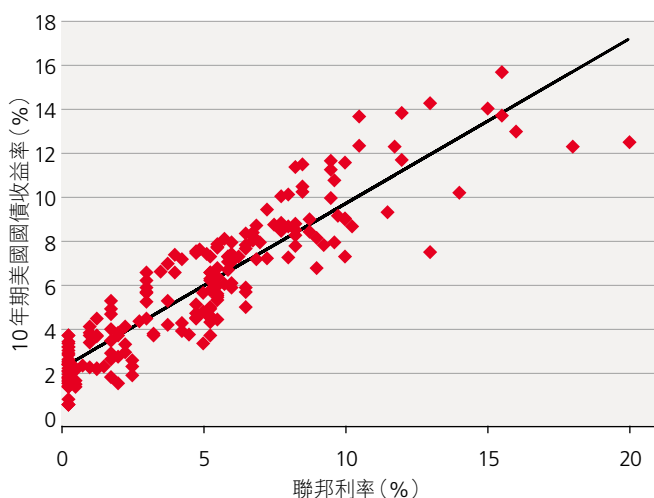
開宗明義，預期美國國債收益率曲線尾端升勢將會持續。升幅受多項數據影響，包括聯邦利率、核心CPI及按季GDP，尤其當數據趨向拐點，相關影響將更加左右預測。

統計學上透過迴歸分析去了解兩個或多個變量數關係，並預測變量後結果。根據過去50年按季數據，利用簡單線性迴歸模型，以聯邦利率(自變數, Independent variable)去推算10年期美國國債收益率(應變數, Dependent variable)，結果如下：

聯邦利率 (%)	10年期美國國債收益率推算結果 (%)
5.50	4.83
5.75	4.97

資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

美國國債收益率迴歸分析



資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

迴歸分析結果顯示，當聯邦利率報5.50%，10年期美國國債收益率合理水平應是4.83%。假設本季加息25點子至5.75%，相對債息將是4.97%。9月底相關收益率報約4.6%，按分析結果預測，債息升勢仍未完結。

採用多項式線性迴歸模型，以聯邦利率、核心CPI及按季GDP為自變數，再次推算10年期美國國債收益率，結果如下：

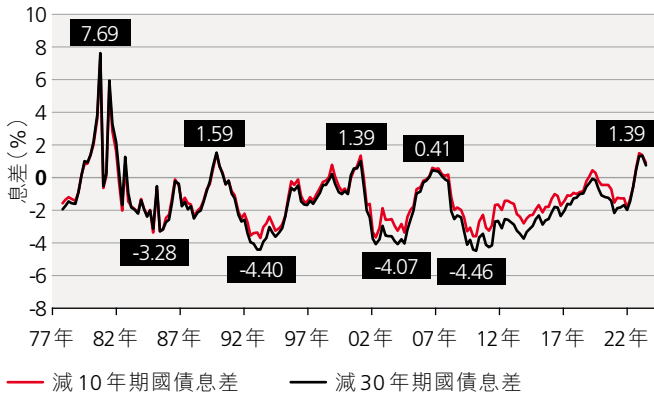
自變數 (%)	10年期美國國債收益率推算結果 (%)	自變數 (%)	10年期美國國債收益率推算結果 (%)
聯邦利率：5.50	4.82	聯邦利率：5.50	4.84
核心CPI：4.35		核心CPI：4.35	
按季GDP：2.10		按季GDP：3.00	
聯邦利率：5.75	4.96	聯邦利率：5.50	4.81
核心CPI：4.35		核心CPI：4.10	
按季GDP：2.10		按季GDP：2.10	

資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

截至10月6日，聯邦利率為5.50%，核心CPI及按季GDP分別報4.35及2.10%，推算收益率合理值為4.82%。假設其他不變並只上調聯邦利率25點子，收益率合理值將是4.96%。依據彭博9月底預期按季GDP增長將高見3.00%，其他數據不變時，債息合理水平應是4.84%。若只改變核心CPI數值至市場預期4.1%，相對債息應是4.81%。最後不斷重複以上組合變化，預測結果都是介乎4.8至5.0%。以上兩項分析都設定信賴區間(Confidence interval)為95%，判定系數(R平方)高達83%，反映結果可信性偏高。除非未來3項經濟數據超出分析區間，否則10年期國債收益率將徘徊4.8至5%之間。

撇開上述複雜的分析，以最簡單行為思想去進行推算。自1977年第1季至今年第3季數據顯示，年內聯邦利率減去10及30年期債息，息差最高分別報1.41及1.39%。雖然不及1980及1989年分別7.69及1.59%的高峰，但現時的數值與2000年看齊，創23年新高。歷史上相關數據過去3次達峰後，息差便明顯並持續下跌。原理十分顯淺，假設投資者持有10或30年期美國長債，其收益率較銀行定存或短期票據更低，套息利誘投資者沽出持有長債並轉投定存或票據，令市場長債供應上升，價格下跌，帶動收益率上升，此乃正常不過預測。

美國聯邦利率與美國國債息差



資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

美聯儲暗示年內結束本次加息週期，利率錨定同時息差收窄。雖然短期內息差未至於跌至負值，但逆轉才剛開始，仍有大量空間給套息力量發揮作用。以此基礎預期10年期債息將繼續上升，9月底報約4.6%並非終點，與上述分析結果吻合。

投資策略：按部就班

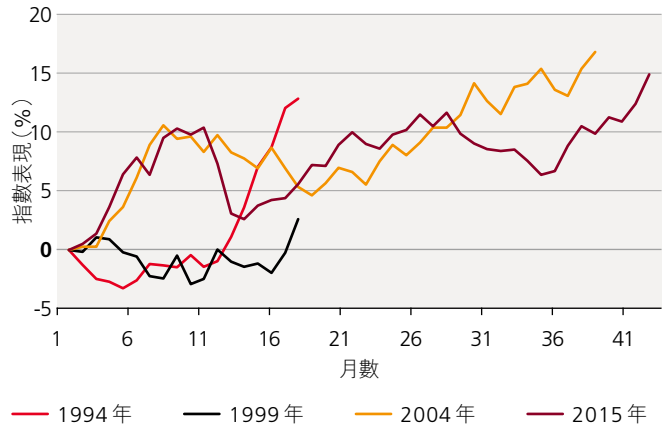
基本分析：加息尾聲正是切入之時

第1季本章節已分析加息潮完結對債市影響，雖然美聯儲變臉操作已司空見慣，但舊有分析至今仍可大派用場。回顧早前內容：

過去30年曾出現過4次加息週期，分別是1994、1999、2004及2015年。首2次維持17個月，後2次分別維持了39及43個月。以彭博全球累計債券指數作代表，並以月數作為4次週期同一時軸，結果顯示加息初期對債券指數影響不大，但中期時指數明顯走弱，進入尾段時期指數則出現見底反彈，惟彼此走勢各有出入，未能凸顯當中投資亮點。

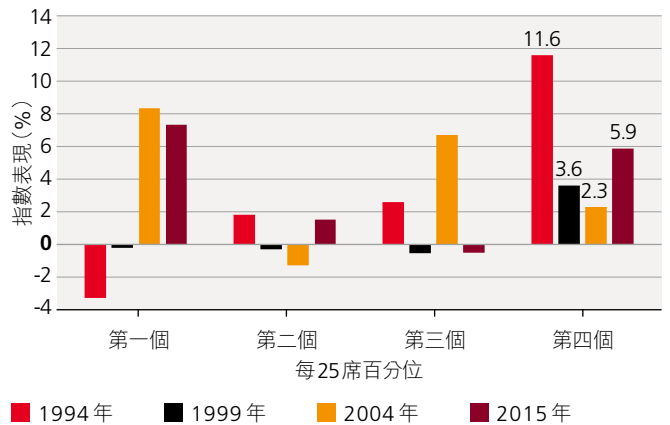
利用統計學中每25席百分位(25th percentile)概念，平均把數據分成4個階段，再觀察債券指數按各階段表現。結果清晰顯示出最後階段(第四個25席百分位)全數出現正回報，平均回報約5.9%，最高及最低回報分別約11.6及2.3%。

過去4次加息週期彭博全球累計債券指數表現



資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

彭博全球累計債券指數在加息週期中分段表現



資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

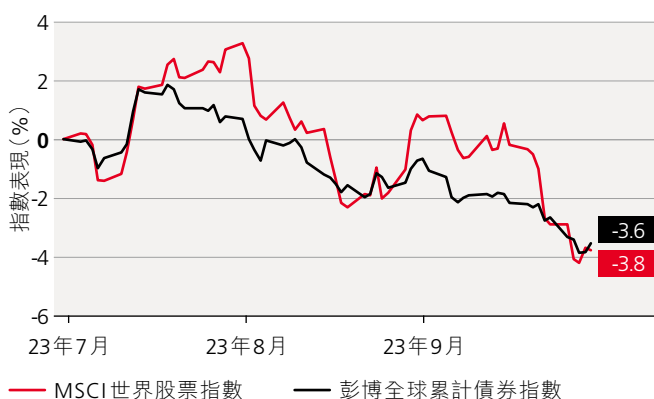
美聯儲9月點陣圖預示今年利率將達峰，明年開始減息。若以此基礎預期本季將是加息潮尾段，現時正是投資債券的最佳切入之時。不過，近期10年期債息不斷攀升，債市充斥恐慌情緒，是否單純地湧入債市便可？當中應採用什麼投資策略？

債券

基本策略：維持「短債為先」

上半年美股獨力支撐全球股市，反而全球債市受加息陰霾影響黯然失色。直到上季美股由盛轉衰。成敗蕭何，美股拖累全球股市下跌，按季計全球債券表現終於超越股市。

MSCI全球股票指數及彭博全球累計債券指數回報



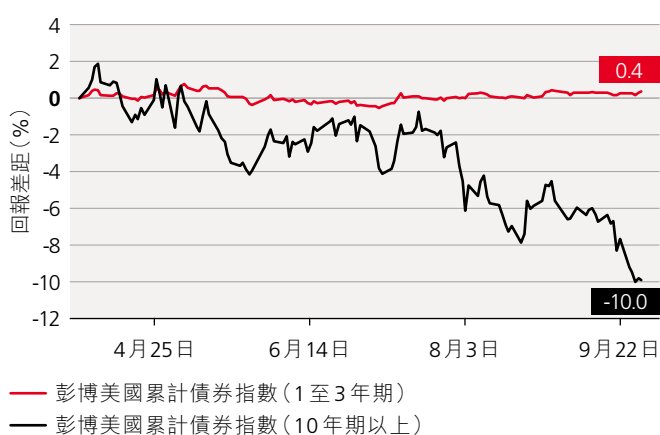
自第1季已率先提倡「債優於股」策略，但上半年美股表現一枝獨秀，是否反映策略失誤？首先該策略焦點是全球而非單一美股，強調相對而非絕對表現，滾動而非定點性操作。以MSCI世界股票指數與彭博全球累計債券指數代表全球股債表現，根據各20天移動回報並找出兩者差距(即股票減以債券)作指標，數值愈高代表股票表現愈好，反之亦然。年初指標處於年內高位，反映股票較債券回報高出7.4%。3月因美國銀行危機令差距大幅下跌至年內最低，當時債券較股票高出6.5%。及後反彈但無阻其下降趨勢，直至10月3日報負2.6%。指標走勢反映策略上逐步減持股票並增持債券策略是正確的。投資組合概念中資產多元化是核心，並根據風險承受能力分配資產，上述「債優於股」策略便是一例。

2023年全球股票及累計債券20天移動回報差距



第2季添加「短債優於長債」策略。套用上述概念，以彭博美國累計債券指數1至3年期及10年期以上作為短期及長期代表。純回報表現呈現明顯落差，就算期內美聯儲不斷加息，對短債影響輕微。雖然兩季總回報只有0.4%，但走勢非常平穩。相反長債持續反覆下跌，總回報為負10%，風險調整後回報更突出短債優勢。兩者分野源於利率敏感度不同，債券限期愈長愈敏感。未來高利率環境下壓力未言消退，如果再加息將令長債百上加斤。

2023年彭博美國累計債券1至3年期及10年期以上指數表現



同樣以20天移動回報差距(即短債減以長債)作指標，數值愈高代表短債表現愈好，反之亦然。結果顯示，期內正值佔比高達77%，即超過4分之3時間短債表現較好。另外，相關走勢與美聯儲議息日期及結果也有著微妙關係。第2季市場普遍預期利率見頂，資金追入長債令回報差距向下(長債佔優)。惟7月會議最終決定加息25點子並強調鷹派立場，長債應聲下跌。8月又炒作利率見頂，長債再次反彈。雖然9月暫停加息，但言論再三強調鷹派不變，長債又再下跌。訊息紊亂在回報差距大幅波動中表露無遺，美聯儲撲朔迷離的決策才是當前風險核心。堅持「短優於長債」策略正為對沖當中風險應運而生。

美國聯邦利率及彭博美國累計債券指數1至3年期及10年期以上之20天移動回報差距



資料來源：彭博，數據截至2023年10月3日

上季投資巨匠巴菲特在旗下管理基金中不斷減持股票⁹，並同時增持美國短期國債¹⁰。雖然此舉發生在惠譽(Fitch)下調美國長期外幣債務評級之後¹¹，但他表示投資決定不會受評級下調的結果影響，而且對美元或國債市場不感擔心。巴菲特背後操作理念路人皆知，就是避險。除了避開股市估值過高的風險，還有長債收益率上升風險。

年內美國10年期收益率低見3.3%後拾級而上，回應上文預測未來處徘徊4.8至5.0%，反映存續期風險陰魂不散。債券期限愈長，債價受壓幅度愈大，故重申維持「短債為先」策略。

組合策略：「熊式走峭」

歷史上美國國債收益率曲線(簡稱「曲線」)由「倒掛」(意謂長息較短息低)至「正常化」(意謂朝向正向斜率的演變過程)過程中包含利率及經濟週期，當中大致分為4個階段。整個過程通常歷時以季，甚至年數計算，投資者應耐心等待，並順勢調配投資組合。

早在第1季已強調利率牽引性是當時債市風險之一。簡單而言，各項利率受制套息交易等活動牽動。從投資者角度上，當定存利率高過債息，撇除違約考慮下應沽出債券投入定存以賺取息差。從債券發行人角度上，則需提高債息與銀行競爭，直到利率及債息平衡。而銀行短息受制聯邦利率，當時美聯儲有意持續加息，因此預測曲線將有序上移(Shift)。結果與預測十分吻合，詳情可回顧第1季《債券》章節。這是第1階段。

第2季提出「存續期中性策略(Duration-neutral strategy)」：存續期指債券價格對利率變化敏感度，限期愈長敏感度愈高；中性是指債券價格不受利率變化影響的債券限期。合併兩者即「存續期中性」策略，是在長短息同時扭動(Twist)時，直接投入或透過衍生工具(例如利率掉期)以加權平均方式調配債券組合限期，直到達至關鍵存續期限(Key duration)為目標。好比錨定蹺蹺板支點，不論曲線兩端大幅起伏，投資者不受債息波動影響下賺取關鍵存續期限提供的穩定回報。

引用過去6個月真實數據去闡述操作。上半年收益率曲線出現嚴重倒掛，2減去10年期息差低見100點子以上，3個月期息差更低見190.5點子。風險同時帶來投資機會，套息活動帶動曲線開始扭動。7月起兩項息差開始逆轉，暗示曲線由逆變正向斜率扭動。



⁹ 見雅虎金融網站，https://finance.yahoo.com/news/warren-buffett-sells-8-billion-190940745.html?_guc_consent_skip=1696425115

¹⁰ 見金融時報網站，<https://www.ft.com/content/a89fa03c-7c41-432d-9b67-fca6119c8018>

¹¹ 見惠譽網站，<https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-united-states-long-term-ratings-to-aa-from-aaa-outlook-stable-01-08-2023>

債券

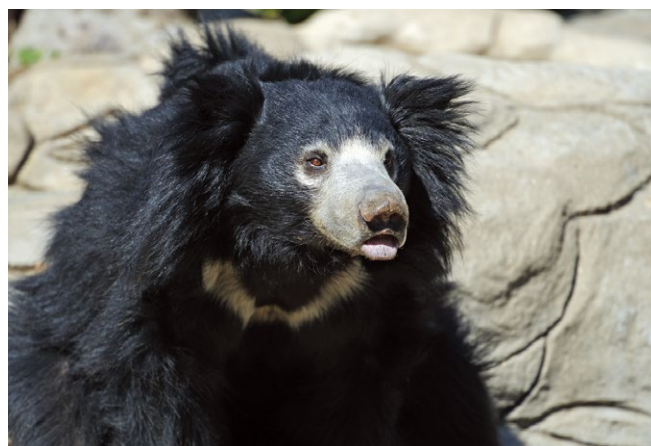
各項美國國債息差



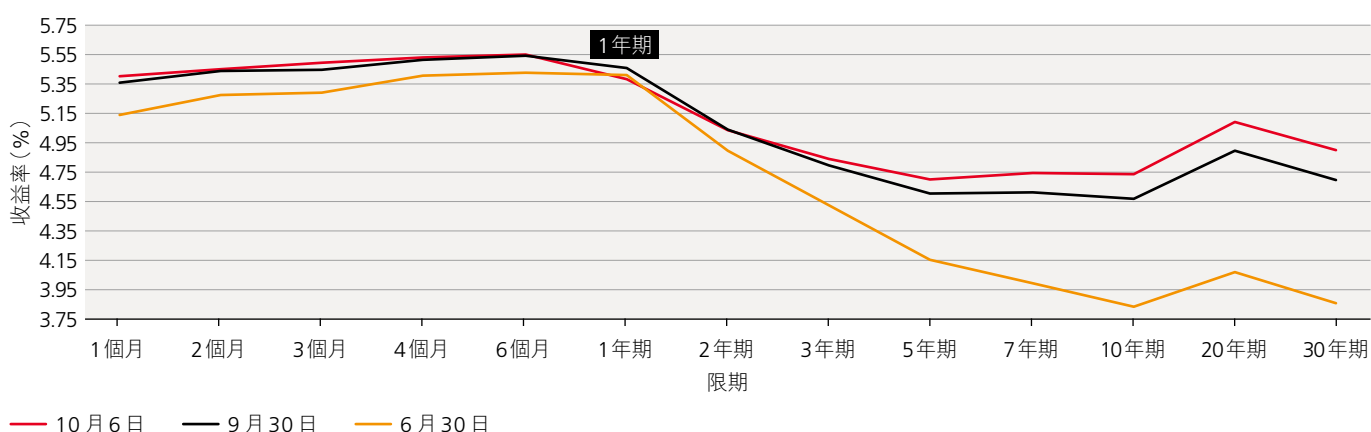
資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

彭博美國累計債券「1至3年期」及「10年期以上」指數過去兩季表現，分別是正0.4%及負10.0%，暗示如果利用長短倉操作進行存續期中性策略，絕對值回報約10.4%。如以當時關鍵存續期限（5年期）為標的，收益率約4.5%。結果與早前預測相若，詳情可回顧第2季《債券》章節。這是第2階段。

今天美聯儲好大可能結束加息週期，本季提倡「熊式走峭（Bear Steepening）」債券策略，是一種當曲線趨向平坦，預測長息較短息變化幅度更大的投資策略。這是第3階段。簡單而言，套用今天高息環境，以2及10年期債息作為短及長息代表，在加息尾聲時，對聯邦利率較敏感的2年期債息將被錨定（Anchoring），但聯邦利率與10年期息差仍然偏高情況下，投資者將加速沽出長債同時投入短債，套息交易驅使10年期以上債息飆升。好比上述蹺蹺板概念，當支點愈接近施力點，愈需要加壓才能平均抗力點一端。過去1季支點已由5年期推前至1年期，反映市場正更大力透過套息交易側重於短債（2年期以下）以平衡組合風險。



美國國債收益率曲線



資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

以史為鑒，歷史上每逢加息進入尾聲時，熊市走峭狀態時有出現。根據過去30年數據，美國曾出現4次加息週期，抽取利率見頂前2個月和之後第1次減息為觀察期(簡稱「期間」)，及2減去10年期國債收益率差距(簡稱「息差」)作分析，按月數據如下：

利率見頂前2個月	當刻息差(點子)	及後第1次減息	當刻息差(點子)	息差變化(點子)	曲線倒掛佔比(%)	熊市走峭佔比(%)
1994年12月	10.65	1995年7月	52.55	41.90	0	71
2000年3月	-41.45	2001年1月	55.90	97.35	90	90
2006年4月	18.94	2007年9月	58.47	39.53	50	47
2018年10月	27.26	2019年7月	14.03	-13.23	0	56

資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

數據顯示，息差變化4次有3次正值，整體平均約42點子，反映曲線趨向正常化。就算2018年息差為負值，但當延後觀察期多1個月(即2019年8月)，息差觸及最小值負1.39點子後急速反彈，並持續至2021年3月報157.62點子，升幅近160點子。可見加息尾聲時，息差上升結果從不缺席，今天亦將只是歷史重演。

另外，曲線倒掛情況並非常見，4次週期共47個月數據中只佔38%。拆細計算逐次佔比，只有2000及2006年週期中出現，反映加息不一定出現倒掛。再觀察長息較短息變化幅度更大的熊市走峭狀態，整體佔比近63%，而且4次週期皆以不同程度呈現，反映週期中普遍出現熊市走峭狀態。當中以2000年對現時最有啟示性，包括期間息差變化幅度最大，期間倒掛及熊市走峭佔比高見90%，當然「科技創新」掛帥的經濟增長與今天情況更是不謀而合。

最後，同樣數據中抽取息差負值維持長逾1個月作為案例，剔除今次數據後只有3次，當中最長維持10個月，最小值報負50.7點子。今次案例仍未完結，截至9月已維持15個月，最小值報負106.30點子，兩項數據打破過去30年紀錄。就算包括今次數據，整體息差負值佔比都只有11%，加上今次破紀錄表現，凸顯今天債市處境更非比尋常。數據如下：

開始月份	結束月份	息差最小值(點子)	維持月數
2000年2月	2000年11月	-50.70	10
2005年12月	2006年2月	-13.28	3
2006年8月	2007年2月	-16.47	7
2022年7月	不適用	-106.30	15(截至今年9月)

資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

綜合而言，預測由10年期以上債息上升帶動曲線正常化過程將會持續，而且其震撼性將較過去30年更高，以對沖利率風險為主並賺取穩定回報的熊市走峭策略值得投資者參考。直到曲線漸見平坦並維持一段時間，債市才會漸趨平穩，相信最早會在明年第2季之後才會出現。

何時及什麼是第4階段？本章節在日後會適時分享分析內容。

債券

延伸策略：跨國息差

曲線正常化及熊市走峭並非美國獨有，參考全球主要國債市場數據可窺探一二：

國家	國債收益率 (%)			3個月間變化 (點子)		
	2年期	10年期	息差	2年期	10年期	差距
美國	5.08	4.80	-0.28	13.5	73.9	60.4
加拿大	4.84	4.15	-0.70	4.5	57.8	53.3
英國	4.86	4.57	-0.29	-50.7	-7.2	43.5
法國	3.39	3.47	0.08	-2.8	28.8	31.6
德國	3.12	2.88	-0.24	-11.7	24.9	36.6
意大利	3.99	4.90	0.91	9.8	55.9	46.1
西班牙	3.49	4.00	0.51	-2.4	32.1	34.5
葡萄牙	3.11	3.60	0.49	8.6	26.5	17.9
瑞典	3.46	3.04	-0.42	0.3	47.4	47.1
荷蘭	3.16	3.24	0.08	-8.4	25.7	34.1
瑞士	1.18	1.12	-0.05	-2.5	14.2	16.7
希臘	3.31	4.36	1.05	3.8	43.1	39.3
日本	0.06	0.80	0.74	11	37.9	26.9
澳洲	4.01	4.54	0.53	-29.1	28.3	57.4
紐西蘭	5.70	5.50	-0.21	12.3	67.6	55.3
南韓	3.98	4.21	0.23	22.1	59.7	37.6
中國	2.18	2.67	0.48	11.5	2.9	-8.6

資料來源：彭博，數據截至2023年10月8日

數據顯示，在過去3個月美國債市風波正蔓延至其他國債市場，以此基礎並設立以下條件，再找出投資亮點：

- 最高2年期國債首5個國家：
- 以2減去10年期收益率釐定國債曲線正處於倒掛狀態：
- 10年期高於2年期變化幅度最高首5個國家。

滿足所有條件的只有3個國家：美國、加拿大及紐西蘭。退而求其次，滿足任何2項條件的國家額外有英國、瑞典及澳洲。結果顯示，上述債券策略亦可應用在非美國家，而且全部是高投資評級國家，其避違約風險普遍偏低，風險調整後的回報仍屬吸引。

以上分析從風險分散角度及跨國性套息操作上帶出不同機會。例如中紐2年期債息套息交易，息差報3.52%。而在中美債市中以長短倉進行熊市走峭操作，絕對值高見69點子。加拿大與希臘國債曲線斜率偏差最大，透過均值回歸概念作跨國利率套戥。

雖然《宏觀策略》章節中預測未來國際間經濟相關系數趨升，但以上跨國性策略對集中美債持倉投資者作分散風險部署，未嘗不可。

同場加映：加息的深層邏輯

自1977年第1季至今年第2季數據顯示，2減去10年期美國國債息差與美國按年GDP走勢背馳。以4至28個季度基準量度兩者相關系數，發現時間愈長，逆向關係愈強，反映息差收窄暗示經濟衰退能力隨時間上升。上文已分享3個月及2年期與10年期息差，自9月起明顯收窄，正是美國經濟步入衰退的警號。這是近50年數據給我們的啟示。

美國按年GDP及2減去10年期國債息差



資料來源：彭博，數據截至2023年10月6日

相關系數	
計算基數(季數)	負值佔比(%)
4	53.6
8	54.2
12	58.3
16	61.4
20	66.5
24	62.0
28	69.8

資料來源：彭博，數據截至2023年10月8日

基準利率其實非常重要，利率變化滯後性及漣漪效應深深而持久地影響生活每一層次。撇開「高大上」理論，純粹用民間思維分析：

- 官方利率高見5厘以上，商人純利有否5%？如不，公司自然減少投資甚至倒閉，經濟會好嗎？
- 公司不欲投資自然會精簡人手，工資可以上升嗎？就算工資提升，幅度及5%嗎？
- 銀行定存高見5%，賺息還是消費？信貸消費驟降，如何填補商業領域頹勢？
- 資金成本上升導致各投資市場成交萎縮，資產價格會上升嗎？如不，逆向財富效應拉倒個人投資及消費意欲，經濟會增長嗎？
- 經濟收縮，政府稅收下降，兌付利息都有壓力，仍有餘力刺激經濟嗎？
- 資金投入美債避險，債息不斷攀升，美國經濟收縮，政府稅收下降，入不敷支下誰來兌付利息？再發行更高息國債，誰來投資？重拾印鈔會否惹起國際公憤？

美聯儲主席鮑威爾3月在國會聽證會中闡述他對利率操作立場：「歷史強烈警告不要過早放鬆政策」¹²，亦經常信誓旦旦地強調通脹高於目標2%前都需要維持利率高企。事實是早在5月實質利率已出現正值，標榜通脹蠶蝕消費力理據根本站不住腳。截至10月8日，5年加5年期美元通脹掉期及美國官方預測明年通脹為2.7%，5年期美國抗通膨債券收益率報2.6%。公私陣營預測全數高於2%。加上，歐美盟國正號召「去風險」行動，逆轉數十年來建立起的全球化合作模式，專工專項變成架床疊屋，成本上升導致全球物價高企不下。種種跡象顯示，通脹不大可能下降至2%，美聯儲為何罔顧一切地執意加息？

吹開通脹面紗，全球多極化局勢正在演進，加息帶有更深層意義：高財赤及無限的債務上限需要更高收益率來吸收全球資金，以維持美國經濟增長；高利率可迫使競爭對手經濟上棄械投降，再從中收割紅利；藉高利率燃燒美元，以將「去美元化」打擊在萌芽之時。成功可名留清史，就算失敗而回，決策者們也能輕鬆拂袖而去，爛攤子卻留給眾人承受。一石多鳥，何樂而不為？加息背後是否源於口中經濟數據？值得深思。

明白利率不會無止境地上升，但縱觀美聯儲加息歷史，在不引發衰退情況下緩衝通脹，幾近是不可能的任務。綜合《宏觀策略》及《股票》章節中，預測美國衰退將至，未來公私陣營為「衰退」咬文嚼字都只是口舌之爭。一葉知秋，輿論風向由「現金是垃圾」轉投「現金為王」，看風駛棹是投資市場中生存之道，投資者應為未來各資產大幅波動做好準備。

天佑全球，天佑我們。

¹² 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2023/03/22/fed-announces-interest-rate-hike-of-25-basis-points.html>

中國及亞洲債市展望

美息快將見頂，有利亞洲投資級別債券

美國8月國債曲線出現熊市陡峭，2年期國債收益率持平，10年期國債收益率上升10點子，但曾一度突破4.3%水平，引發市場避險情緒。8月利差擴大，各長短債利率均有所回升。美國經濟數據不斷向上，令市場意外，就業數據、商品和服務消費、甚至房地產市場均保持強勢。另一方面，在核心商品和租金上漲率緩和的影響下，整體通脹呈下跌趨勢。雖然受燃油價格飆升影響，8月通脹有所反彈，但核心通脹仍符合預期。目前市場認為11月會議再次加息的機會率約40%。

由於各國經濟周期和貨幣政策的差異，投資機遇因此分布不同資產類別和地區。受惠美國息口見頂的預期，亞洲投資級別債券具投資價值。當中首選信貸評級穩健的南韓金融以及息差吸引的中國BBB評級科技、媒體和通訊。此外，一些基本面穩健，前景亮麗的高收益債券，例如印度可再生能源和澳門博彩業也備受矚目。

投資級別債券：看好南韓銀行以及中國科技、媒體和通訊板塊

亞洲債券收益率吸引，不少發債企業的信貸基本面穩健，投資團隊尤其偏好金融債券，當中首選南韓金融業，特別是3至5年期債券，且具信貸評級A或BBB級別的銀行、證券和信用卡公司的投資級別債券等。相比亞洲其他地區，

南韓美元債券供應量較多，估值亦相對合理，加上信貸基調相當良好，資產負債表穩健，能應對內外經濟的潛在壓力。當地銀行承保標準嚴格，房貸有良好的抵押，為銀行提供緩衝。南韓銀行資產質量大幅惡化的可能性不高，為當地銀行債券帶來支持。日本銀行和香港藍籌銀行以及地產投資級別債券也屬吸引，不但選擇多，且同樣基本面穩健，估值合理。

中國經濟雖然尚未好轉，隨著房地產刺激政策的推出以及中國信託負面影響消退，情緒有望漸漸向好。我們繼續發掘投資機會，信貸評級達BBB的科技、媒體和電訊便是其中例子。8月底，內地多間科網公司公布業績，大部分符合市場預期，當中個別板塊的業績更有所改善。行業經過3年的大規模改革，加上總理李強7月與多間龍頭科網公司的高層進行會晤，市場相信當局對行業的嚴厲監管大致完成。一大型網絡企業更隨即進行重組，為將來可能把業務分拆上市作準備，顯示當局有意放寬板塊的融資活動，有利科技行業的發展，對債券有支持作用。

高收益債券首選印度可再生能源和澳門博彩業

美國10年期國債收益率飆升至4.11%，主要原因是市場認為美國經濟衰退風險下降、雙赤字出現以及投資者對美國國債的興趣減低。雖然加息預期幾乎沒有變化，但總體來看收益率曲線變陡峭。

亞洲投資級別債券三大有利條件



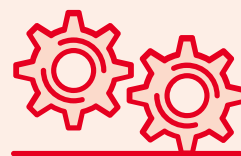
亞洲地區通脹溫和

南韓、印尼和印度已經停止加息，甚至有減息條件，利好債券投資前景。



信貸質素日趨穩健

亞洲銀行和企業所發行的債券違約率偏低，令投資價值增加。



區內機構投資者基礎穩固

為新債發行提供有力支持。同時，他們傾向長線持有債券，令亞洲債券市場相對穩定。

亞洲投資級別債券*

美國投資級別債券*

有效收益率(%)

5.8

4.9

資料來源：東亞聯豐、ICE資料服務，數據截至2023年8月31日

*亞洲投資級別債券代表指數為ICE美銀亞洲貨幣投資級別指數、美國投資級別債券代表指數為ICE美銀美國企業及政府債券指數

印度經濟基調強勁，製造業和服務業採購經理指數 (PMI) 均維持在擴張水平，該國能源消耗量屬全球第三大。為增加潔淨能源的產能，政府大力支持可再生能源的發展，讓相關企業能從不同渠道進行融資，加上結構性增長動力，債券前景看好。印度為達到巴黎協定下的減排目標，該國政府一直多方面促進過渡至潔淨能源。2015年，該國訂下2030年40%發電來自可再生能源，而這個目標早於2021年已經達成。因此，當局加大力度，希望2030年65%的發電量是來自潔淨能源。在剛過去的G20峰會，美國和印度更達成協議，雙方成立10億美元基金，支持印度潔淨能源基建發展。目前印度已是全球第四大水力、風力與太陽能發電國家，潛力不絕。

前景亮麗的還有澳門博彩高收益債券。板塊好消息不絕，澳門博彩總收入繼續攀升，8月按月增長3.3%，趨勢預計能延續到第4季，繼續帶動博彩運營商的盈利和強化其資產負債表。博彩營運商接連公布業績，大部分都符合或高於市場預期。此外，基於博彩收入加速反彈，帶動博彩營運商收入，一間博彩業巨頭近日獲得信貸評級機構標普調升信貸評級至投資級別，前景由負面提升至正面。澳門博彩業基本面大幅改善，因此投資團隊對板塊甚為看好。

至於佔中國高收益板塊最大的內房債，團隊依然維持審慎。買家信心疲弱，加上新盤低迷，中國百強發展商銷售合同8月按年下跌接近34%，按月則輕微下滑1.3%。為刺激需求，當局推出一系列措施，包括把第一套房的首期降至20%，第二套房的首期則減至30%，實際實施情況由個別城市自行決定。我們認為，政策對主要城市起到短暫支持作用，但對於二線或以下城市的影響，則要留待觀察，因為二手市場供應量較高。團隊預計，民營發展商將繼續面對買家信心不足和資金緊拙的情況，並認為下半年有更多信貸事件會陸續浮現。

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