



BEA 東亞銀行

东亚睿智

2023年第一季

破局





东亚银行 | 东亚睿智 | 2023年第一季度

目录

2	序言
3	报告总览
4	宏观策略
21	宏观经济
29	股票
47	外汇
64	债券
76	专辑
84	免责声明



本季命名为《破局》，意指打破固有而难以解决的一种状态。解决问题的过程中遇上很多困难或矛盾，唯有通过变通自身思维及行为模式，打破僵局，朝著新方向发展。中国决定放松防疫措施正是棋高一着，一石激起千重浪！不但打破国内经济的僵局，亦打破俄乌战争拖垮全球经济的残局，更重要是打破去年股债汇「三杀」的死局。

电影「复仇者联盟：终局之战」中奇异博士与萨诺斯开战前向钢铁侠表示看过1,400万个结局中只有1个胜出，暗示就算准备就绪，渺茫的机会中破局往往一矢中的便能扭转乾坤。运动比赛中「X factor」是指名不经传的球员以后备之势扭转困局的特殊因子，亦是常被忽视但一鸣惊人的伏笔。韬光养晦，潜龙勿用，适当时以君临天下之势震慑全球，这正是中国源远流长的大智慧。

宏观策略：当欧美陷入泥沼的经济遇上凤凰涅槃的中国复苏，全球碎片化及磨擦将会像野草般丛生，换来高通胀而低增长的长期困局。市场憧憬利率回落只是缘木求鱼，欧日央行东施效颦亦是风险核心。资产走势两极后回归均值，注意否极泰来但非一蹴而就。中国经济复常势成全球破局之箭。

宏观经济：欧美经济数据表面保持强势，但加息副作用带动劳动及房市滞后于经济的结果仍未浮现，有待观察。中国放松防疫对经济无疑是强心针，但当中颠簸仍不能忽视。香港经济全面通关后明显复苏，去年房价受利率变化影响将延续至今年。

股票：去年底美股强势只是镜花水月，衰退阴霾下将难再突破。历来衰退多属短暂而可控，美股将苦尽才甘来。估

值过高令人诟病，修正预测的分析结果与历史相若。行业策略以「先防守、后周期」为首选，「政策套戥」是经济碎片化中新星。中港股市令人翘首以待。

外汇：各大央行已因通胀回落而放缓加息的步伐，但憧憬减息仍然言之尚早，有关货币政策比拼仍是汇市中的主要赛道；随著经济及投资市场慢慢蜕变，各国经济实力考量才主宰各货币未来表现。

债券：近代最差年度表现后将迎来长期投资机遇。虽然加息仍未完结，但历来衰退同时加息环境中带来收益率正常化的投资操作，同时分类指数分析中不乏化繁为简的投资选择。加息周期末段往往是最佳投资切入点，但注意各违约风险仍处于高位，投资者仍须审慎应对。

专辑：气候问题迫在眉睫，绿色债券如雨后春笋。部份绿债比传统债券呈现更佳溢价和流动性，经济阴霾中表现较强韧性。虽然绿债市场未来发展无限，但新生市场亦有待时间洗礼，机危并存。

僵局大多牵涉利害得失，利欲熏心，彼此斤斤计较或先存成见，心中嫌隙阻碍沟通，形成对立局面。只要双方坦承而全面地交流，互相理解差异及管控分歧，就算最终没有双赢或共识，至少不会双输或恶化。退一步海阔天空，放手比得到更多，Less is more。

人与人如是，国与国也该如是。

共勉之。



财政政策

- 中国将强化内需政策，如增派消费券、支持服务性及低碳消费
- 中国或推出更多提振住房需求措施，支持内房销售
- 欧美实施多项抗通胀资助以抵销货币紧缩效力，两难局面将打击经济表现



货币政策

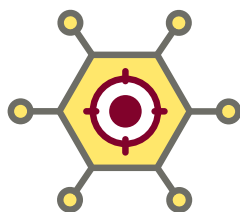
- 预期美联储首季加息至少1次，年内联邦基金利率目标升至5至5.25%
- 实质利率0%时美联储将有条件暂停加息，并大机会上半年出现，减息则于年底或明年才会出现
- 去年底日本央行将国债收益率目标调升至0.5%，投资者应准备央行短期内可能有进一步行动

经济增长与通胀预测



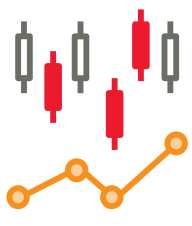
- 高通胀将打击未来消费能力及投资意欲，市场预期欧美GDP将进一步放缓
- 内地今年GDP预测为5.2%，通胀预测约2.2%
- 预测今年本港GDP约3.5%，通胀压力温和，楼价温和调整

经济前瞻



宏观策略

- 欧美经济放缓同时中国经济反弹，加速全球经济脱钩及「经济碎片化」
- 全球利率将维持高企，对需求及投资打击未言完结，过份憧憬才是风险核心
- 去年大幅波动后各资产将出现均值回归，债及汇市反弹可期，成熟股市冲高回落亦属正常



股票

- 标普500指数须下跌约11.5%才算合理水平；衰退初期投资应集中在防守型股份，必需品消费及健康护理为首选
- 各国政策反差呈现「东升西降」，造就政策套利投资策略
- 中港股市盈利预测与估值料续上调，恒指半年目标21,840点

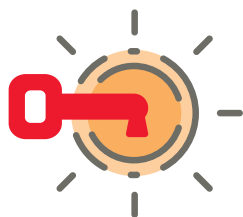


外汇

- 利率对美元影响渐减，但经济及避险因素支撑汇价
- 料英国衰退压力持续，央行加息空间受限，英镑面临挑战
- 加息预期及商品价格回升有利澳元表现

市场前瞻

专辑



- 中国减排政策积极，料加快推动内地绿债市场发展
- 绿债溢价、流动性及波幅较传统债券佳，惟收益率偏低
- 「漂绿」风险成新兴议题，投资绿色债券须小心选择



债券

- 美联储将持续加息但避险情绪仍在，料10年期美债收益率年内将升至4.3至4.5%
- 衰退出现时，80%机会美国2与10年期国债收益率由负转正
- 衰退时投入债券市场值博率较高，尤其高评级及官方发行债券类别
- 加息周期尾段是债市最佳切入点，历史平均回报5.9%

破局

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪



东亚银行财富管理处首席投资策略师 李振豪

破局

上季标题是《抉择》。当时预测疫情与战事将被全球衰退威胁取代，成为投资市场焦点。无视世界银行及经合组织等国际机构多次呼吁衰退风险将至，成熟国家央行们执意不断加息以打击顽固通胀，加上流言蜚语，预测市场将在避险情绪中好淡争持。中美经济脱钩牵动全球板块转移，多方政经磨擦造成震荡，亦带来机遇。过去预测大致与今天结果相若。

本季标题是《破局》，意指打破固有而艰难的困境。解决过程中遇上非常困难或不同矛盾，但只有通过变通，勇于修正自身思维及行为模式，才能打破僵局，并朝著新方向发展。今天投资市场莫非如此：利率冲击市场的困局终见突破，中国防疫调整终于打破僵局，去年股债汇「三杀」死局终于曙光初露。看似一步之遥，但最后一步往往是危机四伏。从宏观经济影响资金去向再到资产表现，环环相扣，一线贯穿所有针孔并非缘木求鱼，但亦非唾手可得。开弓没有回头箭，要在混沌市况中一矢中的，明察秋毫、冷静应对、坚韧耐性缺一不可。

宏观经济：当衰退遇上复常

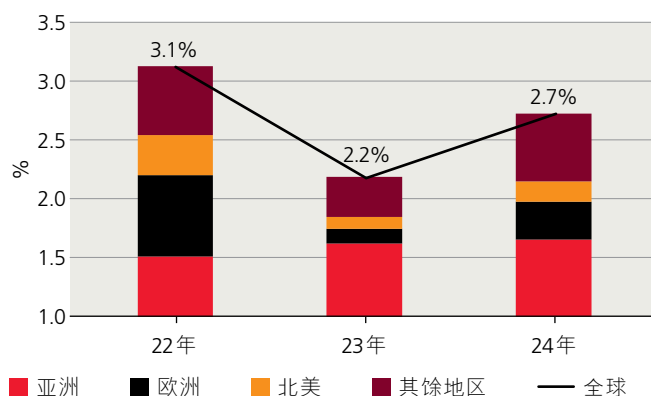
俄乌战事持续差不多一年，最初新闻报导每天战况，各大国际政治、经济甚至体育及演艺盛事都见到乌克兰总统泽连斯基的激昂演说。过了大半年后，印尼 G20 峰会、泰国亚太经济合作组织 (APEC) 峰会、埃及联合国气候变化大会 (COP27)，甚至卡塔尔世界杯中，有关战事报导少之又少，过去高调表态者更是烟消云散。可知道最近两军伤亡情况如何？乌克兰各分离地区公投入俄后民生如何？可有关心乌国难民的去向及遭遇？早前已预期当各参与国（不是参战国）国内大选尘埃落定，加上边际成本（民不聊生、民调急挫等）远高于边际利益（道德高地、受惠企业盈利等），战事反变成绊脚石，领袖们便会藉机逐步淡出，明哲保身。随著欧盟执行完全终止对俄国能源进口¹，并完成表决对俄国石油²及天然气³设立不痛不痒的价格上限后，彼此仿佛已完成历史任务，是时候全身而退（详情可参阅去年第三及上季《宏观策略》章节）。

虽然乌克兰总统泽连斯基在美国白宫演说中警告俄方将再次加大战线⁴，但战事对全球经济影响已大不如前。早前双方制裁绑架了各大领域，全球经济生态迅速地出现根本性改变，但亦在新秩序中果断地平衡各方利益，把战事对各方的负面影响减至最低。投资市场中战事其实早已「结束」，遗留给当今执政者（部份政府已换帅）是高通胀同时经济衰退的烂摊子。

欧美经济：趋向悲观

根据经济合作暨发展组织 (OECD) 最新对今年经济预测⁵，更高的通胀同时更低的增长是全球经济为俄乌战争付出的沉重代价，全球正在 70 年代以来最大的能源危机中挣扎，经济增长预测由去年 3.1% 下降至今年 2.2%，明年出现反弹至 2.7%。亚洲及新兴市场将成为今明两年增长的主要引擎，欧美及南美洲增长将非常低。

全球 GDP 增长预测



¹ 见欧盟网站，https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_22_2802

² 见欧盟高峰会网站，<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/12/03/russian-oil-eu-agrees-on-level-of-price-cap/>

³ 见 CNBC 网站，https://www.cnbc.com/2022/12/19/european-union-approves-cap-on-natural-gas-prices.html?__source=androidappshare

⁴ 见今天美国网站，<https://www.usatoday.com/story/news/politics/2022/12/21/zelenskyy-ukraine-white-house-congress-live-updates/10937709002/>

⁵ 见经济合作暨发展组织网站，<https://www.oecd.org/economic-outlook/november-2022/#gdp>

宏观策略

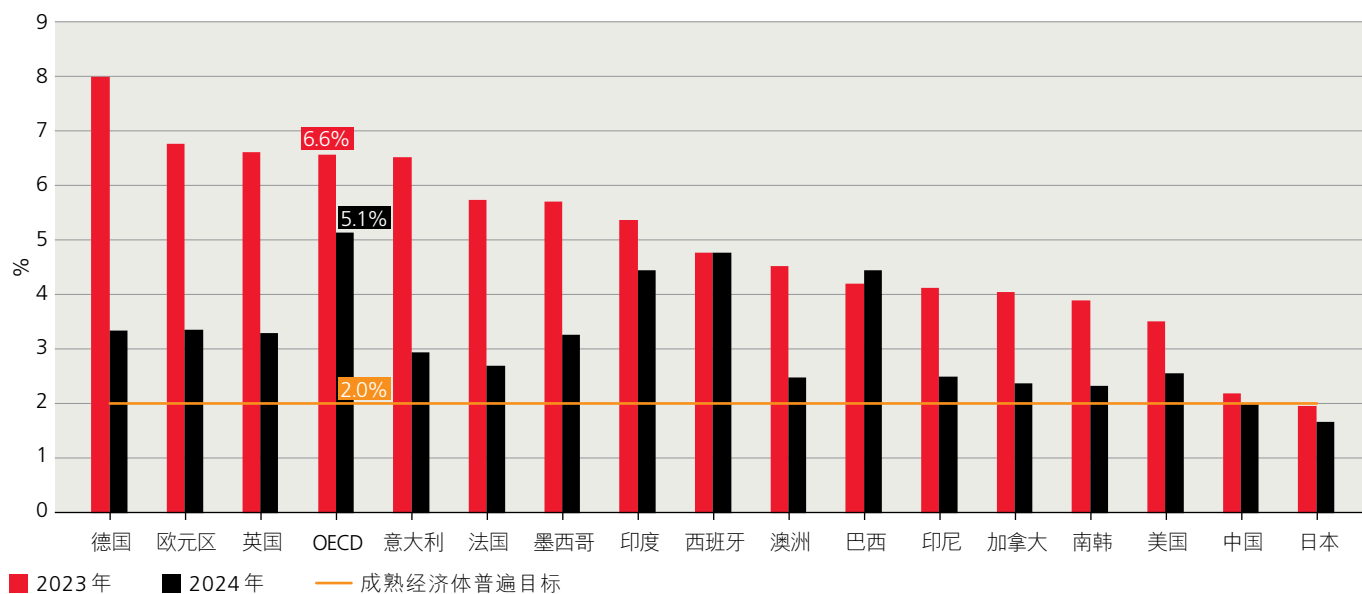
全球及个别国家经济增长预测(%)

地区或国家	2022年	2023年	2024年	地区或国家	2022年	2023年	2024年
全球	3.1	2.2	2.7	G20	3.0	2.2	2.7
澳洲	4.0	1.9	1.6	阿根廷	4.4	0.5	1.8
加拿大	3.2	1.0	1.3	巴西	2.8	1.2	1.4
欧元区	3.3	0.5	1.4	中国	3.3	4.6	4.1
德国	1.8	-0.3	1.5	印度	6.6	5.7	6.9
法国	2.6	0.6	1.2	印尼	5.3	4.7	5.1
意大利	3.7	0.2	1.0	墨西哥	2.5	1.6	2.1
西班牙	4.7	1.3	1.7	俄罗斯	-3.9	-5.6	-0.2
日本	1.6	1.8	0.9	沙地阿拉伯	9.8	5.0	3.5
南韩	2.7	1.8	1.9	南非	1.7	1.1	1.6
英国	4.4	-0.4	0.2	土耳其	5.3	3.0	3.4
美国	1.8	0.5	1.0				

资料来源：OECD，数据截至2022年11月22日

预期全球通胀仍高企不下，覆盖范围将更加广泛。今明两年OECD综合通胀预测分别是6.6%及5.1%。除中国及日本，其他国家今明两年通胀料超过成熟经济体普遍目标(2%)。可喜是预期大部份国家明年将出现明显下降，尤其欧元区国家。

各地区及国家通胀预测



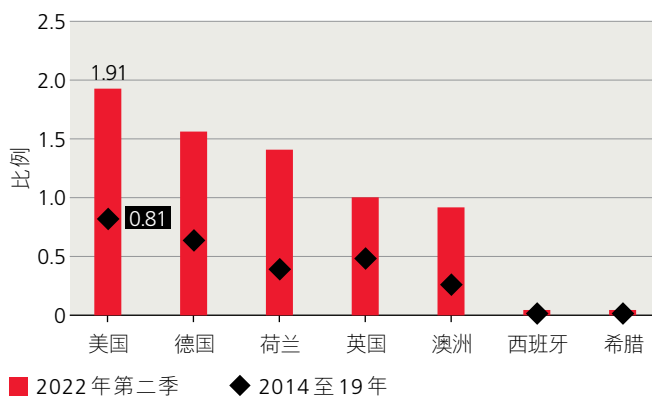
资料来源：OECD，数据截至2022年11月22日

国际货币基金组织 (IMF) 预测结果与 OECD 相若⁶。全球增长预计从去年 3.2% 放缓至今年 2.7%，是自 2001 年以来最低。全球通胀预计从去年 8.8% 下降到今年 6.5%，明年再下降到 4.1%。通胀风险仍在成熟经济体普遍出现，新兴及发展中国家的差异则较大。

经济仍未出现明显放缓，各大国际企业已宣布大规模裁员，主要集中在金融及科技等过往盈利或增长较高的行业，但再高薪厚职在「后疫情」时代并非优势。去年牛津辞典选择「Goblin Mode」(哥布林模式) 为年度代表词汇⁷，反映活在当下的「躺平模式」正颠覆全球劳资市场，斜杆族 (Slash)、安静离职 (Quiet quitting) 及在家工作 (WFH) 等崭新就业模式间接推高工资。

失业者并非积极寻求新工作，企业须再提高工资才能聘请足够人手。根据职位空缺与失业人数比例数据显示，美国去年第二季数值为 1.91，比 2014 至 19 年间 0.81 上升超过 1 倍，反映近 2 个空缺才有 1 位积极寻求新工作人士配对。截至去年 11 月 30 日，美国劳动参与率只有约 62.1%，正处于近 20 年低水平，与上述结果相若，亦令通胀粘性更高。

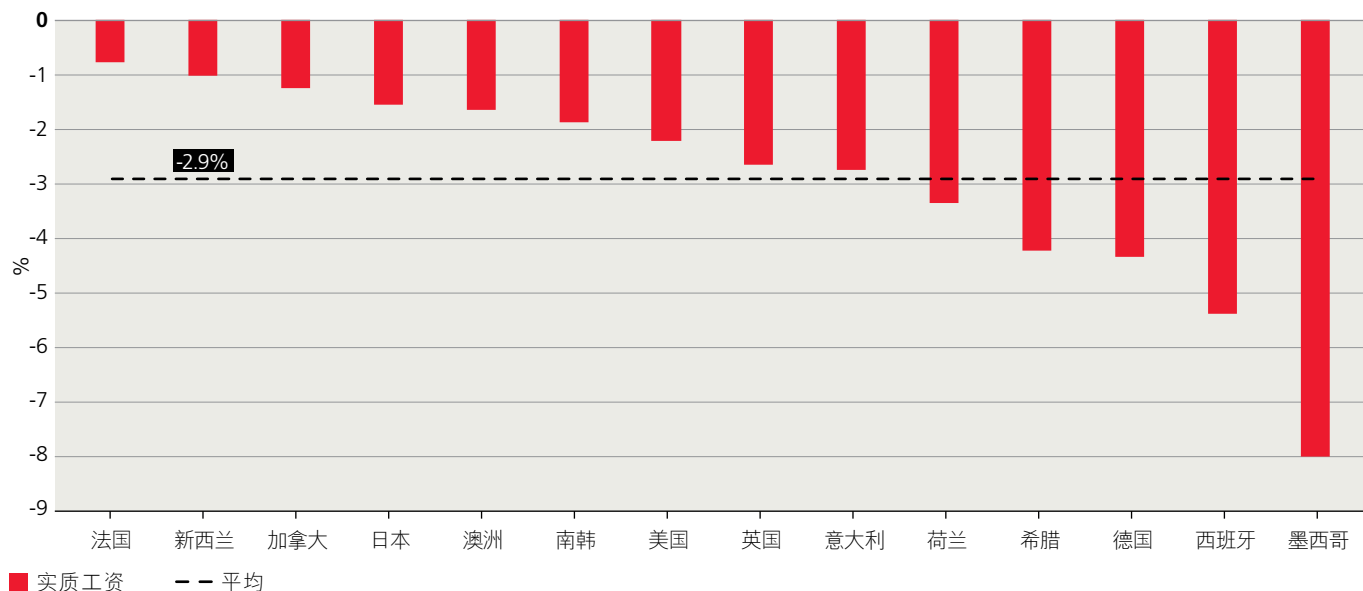
各国职位空缺与失业人数比例



资料来源：OECD，数据截至 2022 年 11 月 22 日

虽然名义工资提升，但高通胀减少了实质可支配收入，变相削弱潜在购买力。OECD 数据显示，主要经济体的实质工资按年平均下跌 2.9%，影响较大的国家包括荷兰、德国及西班牙等。预期高通胀将打击未来消费能力及意欲，令以消费主导的欧美国内生产总值 (GDP) 更难翻身。

各国实质工资按年变化



资料来源：OECD，数据截至 2022 年 11 月 22 日

⁶ 见国际货币基金组织网站，<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022>

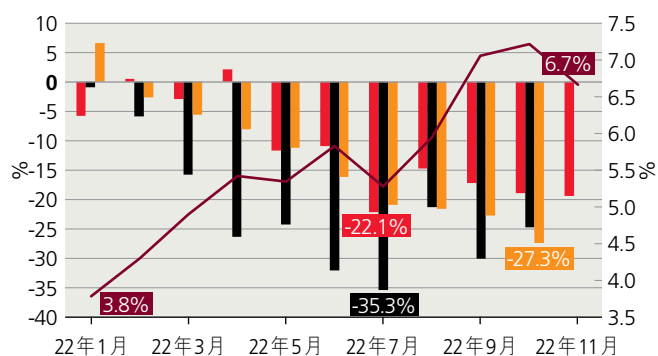
⁷ 见 CNN 网站，<https://edition.cnn.com/2022/12/05/world/oxford-word-goblin-mode-2022-intl-scli-wellness/index.html>

宏观策略

常言今天的局面与70年代相似：高通胀长期遏抑欧美经济增长。各主要央行为了不再重蹈覆辙，打击通胀成为当务之急。去年不断提高利率以抑制通胀在上季起开始奏效，欧美国家通胀相关数据出现见顶甚至开始回落，当中为减低通胀粘性而冷却多年来炽热房市的成效较为显著。

作为美国按揭利率指标的30年期定息利率跟随联邦利率走高，由去年1月3.8%升至11月6.7%，直接打击一手及二手交投及新建屋量。新屋动工、新屋销售及成屋销售数据皆显著下跌，全数最大跌幅超过20%，当中新屋销售更出现35%跌幅，房市降温有助压制占近30%成份与住房有关的核心通胀。

美国房地产数据年内变化及按揭利率



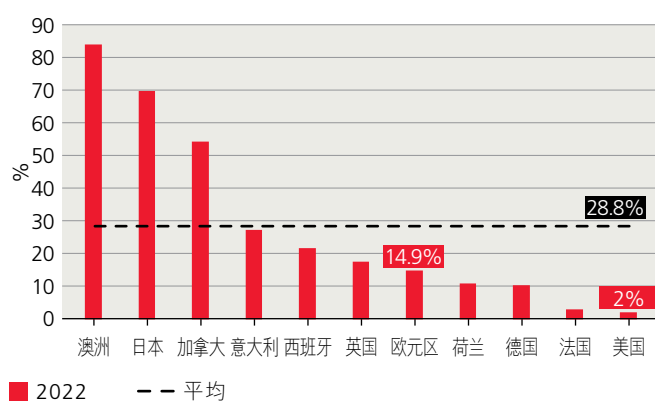
■ 新屋动工(左) ■ 新屋销售(左) ■ 成屋销售(左)
— 30年期定息按揭利率(右)

资料来源：彭博，数据截至2022年11月30日



按揭利率上升同样打击其他成熟国家房市。OECD数据显示，去年新调整利率的按揭合约占比平均只有约28.8%，但10个国家有7个低过平均值，当中美国及欧元区更只有2及14.9%，惟澳洲、日本及加拿大市场高于平均。结果反映各央行持续加息以应对通胀普遍奏效。可是，房市低迷却带来区内逆财富效应，降低投资及消费意欲，GDP增长进一步承压。

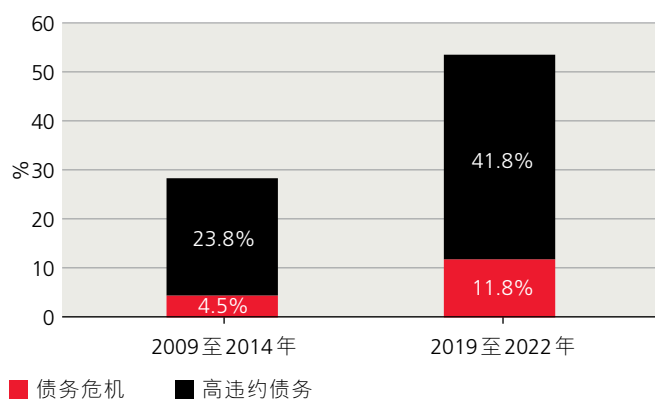
2022年新调整利率的按揭合约占比



资料来源：OECD，数据截至2022年11月22日

欧美政府除了面对抗衡通胀但打击经济增长的两难困局外，过程亦间接令企业及个人融资举步维艰。持续加息对浮息债务或发行新债务的企业及个人（甚至政府）融资成本会上升，OECD预测超过一半低收入国家已陷入或面临债务困境，本币兑美元贬值更助长地区违约风险。

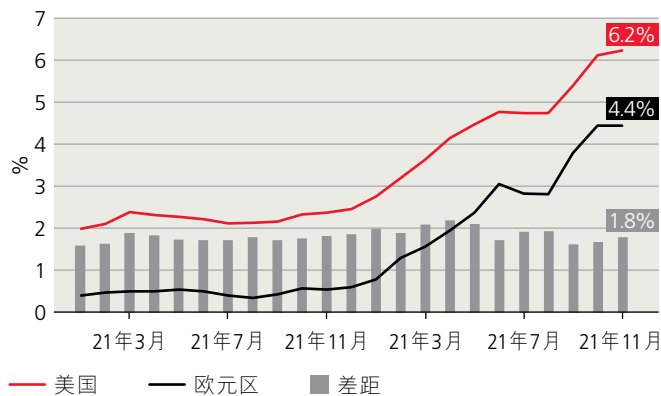
低收入国家各高风险债务占比



资料来源：OECD，数据截至2022年11月22日

受影响的不单低收入国家，欧美发行的BBB评级企债收益率走势显示，由去年初欧美债息分别只有约0.8及2.5%，到11月时已升至约4.4及6.2%，反映欧美融资成本及违约风险正在升温。期间两者差距变化不大，反映两地面对相若困境。

欧美发行BBB评级企债收益率及两者差距



资料来源：OECD，数据截至2022年11月22日

当然办法总比困难多，OECD建议政策制定者必须采取大胆的结构性的改革，透过货币及财政政策同时解决当前最紧迫的问题：

- 投资于能源安全及供应多样化势在必行，包括再生及绿色能源技术的投资、加强能源网络等；
- 各地政府须保持市场开放和国际贸易畅通，加强竞争力将纾缓供应限制；
- 政策应该是针对性及暂时性，增加公共债务负担以保护弱势家庭及企业，例如能源及食品补贴、价格上限及减税；
- 促进就业对全面复苏至关重要，尤其技能培训以抵销人力资源流失；
- 财政与货币政策须互相补足，如果财政政策加剧通胀压力，结果只会功亏一篑。

IMF建议的方向与OECD相似：

- 首要坚持货币政策以恢复价格稳定，其次财政政策应具有针对而短期性支援弱势群体；
- 解决因增长放缓和借贷成本上升而导致日益严重的政府债务困境，央行须要对债务框架进行必要的改革；
- 金融环境趋紧的情况下须防范系统性风险；
- 加强结构性改革以提高生产和经济能力，透过提高生产而非削减消费以对抗通胀；
- 积极的绿色能源转型政策将为能源安全和持续气候变化带来长期回报。

虽然OECD报告中强调全球经济并非进入衰退，只是增长显著放缓。但为解除多年央行宽松货币政策造成的祸根，欧美经济踏入下行周期在所难免，对投资市场打击取决于下行程度问题。

中国经济：折腾后反弹可期

去年11月11日国务院发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》(简称「二十条措施」)⁸，这是疫情爆发以来较根本性的防疫政策修订，亦是在「二十大」以后政治局常委作出的最新决定。同月习近平主席亲身出席多个国际会议，包括G20及APEC峰会，期间中央新闻联播及中国主流媒体都广泛报道，分析员发现整个过程中习近平主席均没有佩戴口罩，与9月出访乌兹别克斯坦全程佩戴口罩，而且避免握手及出席晚宴大相径庭，市场揣测中央有意放宽防疫政策。

11月30日，广州市率先根据「二十条措施」宣布解除临时管控区⁹。12月后北京¹⁰、上海¹¹、深圳¹²等一二线城市陆续放松管控措施。

⁸ 见中国政府网站，http://www.gov.cn/xinwen/2022-11/11/content_5726122.htm
⁹ 见中国新闻网网站，<https://www.chinanews.com.cn/sh/2022/11-30/9905978.shtml>
¹⁰ 见北京市人民政府网站，<http://www.beijing.gov.cn/ywdt/zwzt/yqfk/>
¹¹ 见上海市卫生健康委员会网站，<https://wsjkw.sh.gov.cn/fkdt/index.html>
¹² 见深圳市人民政府办公厅网站，<http://www.sz.gov.cn/?dw=zwgk>

宏观策略

12月7日，国务院再发布「新十条」防疫措施¹³，进一步扩大开放范围及层面。正如习近平主席在G20峰会明确表示¹⁴，中国不仅不会如外界担忧与世界脱钩，反而会加速融入世界，并扮演更加积极的角色。放宽防疫政策显然是其中一步，对中国经济及全球投资市场带来正面讯息。

12月13日中国社科院发布《经济蓝皮书：2023年中国经济形势分析与预测》¹⁵，当中展望今年经济增长率仍然维持中至高速水平，数字经济、智能制造、绿色低碳、生物医药等产业发展较为突出，产业结构持续优化，新经济增长动能不断增强，加上低基数效应，预计今年经济增长5.1%左右。物价总体保持温和上涨，消费物价指数(CPI)及生产物价指数(PPI)分别上涨2.8及1.2%左右。

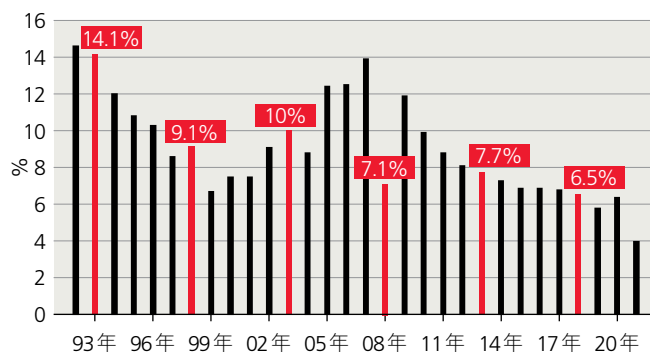
12月15及16日中央经济工作会议在北京举行¹⁶，为今年经济形势作定调。习近平主席表示当前中国经济复苏的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安。但中国经济韧性强、潜力大、活力足，未来经济运行有望总体回升。明确表示「从改善社会心理预期、提振发展信心入手」。坚持「稳字当头」及「稳中求进」，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成高质量发展合力。

经济工作规划节录内容包括：

- 首位是内需，把恢复及扩大消费为首位，改善消费条件，创新消费场景；
- 着力发展数位经济，提升常态化监管，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中做大做强；
- 从制度和法律上落实国企与民企平等对待，从政策和舆论上鼓励并支持民营经济和企业发展；
- 要确保房地产市场平稳发展，扎实做好「保交楼、保民生、保稳定」各项工作，坚持「房住不炒」，推动房地产业向新发展模式平稳过渡；
- 因时因势改善疫情防控措施，着力由「防控」转移重心至「保健康、防重症」。

规划重心中不难发现多项投资机遇(详情可参阅《股票》章节)，最重要是总体表现出中央对经济复苏的决心，突显「目标明确、节奏明快」执行方针。另外，上述时序反映由去年10月22日「中共二十大」闭幕，新领导班子确立后不足一季，多项经济、外交、民生有关等政策的重要修正及落实迅速出台，反映新旧领导班子无缝交接及领导班子的决心及魄力。参考过去30年经历共6届(5年任期)中共全国代表大会，除了2003及08年，翌年GDP增长表现普遍是当届中最好，反映历年新班子接任后第一年整体经济较为受惠。

中国GDP(按年)增长



资料来源：彭博，数据截至2022年12月20日

注：中共全国代表大会分别在1992、1997、2002、2007、2012及2017年举行。红色为大会后翌年数据。

中国设定去年GDP增长目标为5.5%，但在疫情反覆冲击下，普遍预计最终只有约3%增长。相信在经济政策调整、疫后复常概念及低基数效应带动下，分析认为今年中国经济比去年更为乐观。但注意复常之路预期并非平坦，将呈现先抑后扬之势：

- 参考欧美及亚洲其他国家放松防疫政策后，须待数月后感染甚至死亡人数才会达峰，尤其注意春节后数据；
- 中国人口众多，期间将对医疗系统及社会保护网带来冲击。毕竟过去3年抗疫挑战下民生出现疲态是人之常情，突然的放宽反而感到焦虑，尤其老百姓对感染数字回升仍存有某程度上恐惧，可能酿成民间及投资市场零星反对浪潮及信心问题，例如回收放宽政策的可能性；

¹³ 见中国政府网站，http://www.gov.cn/fuwu/2022-12/07/content_5730470.htm

¹⁴ 见中国外交部网站，https://www.fmprc.gov.cn/mfa_eng/zxxx_662805/202211/t20221115_10975446.html

¹⁵ 见中国网新闻中心网站，http://news.china.com.cn/txt/2022-12/17/content_85016080.htm

¹⁶ 见中国共产党员网站，<https://www.12371.cn/2022/12/16/ART11671193528795538.shtml>

- 大多数企业盈利将会受惠但非立即缓解，例如须时增聘人手及材料、配合民间疫后消费模式转变、报复式消费力度及方向等。复苏势头料没有预期般快，不能低估对经济短期冲击。

防疫政策调整正牵一发动全身，加上其他经济环节如社会信贷问题及外围冲击将影响整体政府决策及经济敏感度，打破僵局不代表一帆风顺，复常有利但不等如经济飙升。

市场普遍预测今年GDP增长为5%左右，利好势头料将延续至明年（本行预期今年增长为5.2%，详情可参阅《宏观经济》章节）。

「经济碎片化」：重塑全球经济新秩序

总括上文分析，美联储预期今年美国经济放缓导致GDP增长只有0.5%，反观市场普遍预测中国在防疫政策调整后全年增长将有约5%。此消彼长下市场早已传出「东升西降」概念及相关投资策略，但风险管理角度上更值得注意当美国经济「一哥」地位被「二哥」追赶时，恐怕将会加速全球经济脱钩，「经济碎片化」比「东升西降」更语重心长。

物理上变动源于引力，环球政经变幻亦莫过于此。国际冲突多数源于恐惧失去优势而压制对手，或利欲薰心不断向外膨胀至影响别国利益。俄乌战争爆发其中原因是意识形



态下北约东扩引起俄罗斯不安，而欧洲与俄罗斯在能源交易上关系愈见紧密（石油欧元）或打击美元地位，因此北溪油管成为冲突磨心。

上季已预测由俄乌战事作为引子，透过能源脱钩撕裂全球化体系，以意识形态作为核心动力，拉帮结派地构成不受地域界限的经济生态圈（详情可参阅上季《宏观策略》章节）。

虽然以不同名目出台，但以中国为首的新兴市场组织（或战略关系）日益壮大。目标在于过去经济动力受成熟市场制肘，成立或加入组织希望合力摆脱现状，或在全球经济脱钩中成立更适合自身国情及国力的「全球化」。例如阿根廷、伊朗¹⁷、沙地阿拉伯¹⁸及埃及¹⁹已表态有意加入金砖组织（BRICS），而国际银行家杂志²⁰及Observer Research Foundation（ORF）²¹已分析金砖组织联合中国倡议的「一带一路」（Belt and Road Initiatives, BRI）将在未来全球经济扮演十分重要角色。组织优势在于人力及天然资源丰富，多年来经济发展逐渐步入中等水平，部份亚洲国家GDP甚至已跻身全球前十名（例如印度及南韩）。弱点是组织结构及制度仍在初阶，成员国互助能力及范围仍在摸索，更重要是互信程度薄弱，向心与离心力容易受利益挑战，有待时间磨合及去芜存菁。

另一阵营是以成熟市场为主并交织于国际政治版图的经济组织，美国为首及「五眼联盟」（FVEY）成员国（澳洲、纽西兰、加拿大及英国）为核心的组织。例如日本主导的跨太平洋夥伴全面进展协定（CPTPP），加入南韩及印度亚洲盟友为主导的印太经济架构（IPEF）。目标透过投票权及话语权主宰国际规则及延伸利益，以维持其经济领导地位。优势在于透过影响联合国、世贸、世银，甚至世卫等国际事务组织，再引伸至其他经济领域。另在金融及科技创新领域上手执牛耳，并透过制裁巩固固有利益。弱点是资源不足，工厂生产力式微，经济增长过于依赖服务业。其次自身政党争端影响对外政策执行性，加上「美国优先」政策下成员国之间利益问题日益浮现，例如以反欧洲一体化为理念的欧洲怀疑主义抬头（Euroscepticism）^{22, 23}、澳洲潜艇事件²⁴及欧盟进口美国天然气价格偏高²⁵。

¹⁷ 见环球时报网站，<https://www.globaltimes.cn/page/202206/1269270.shtml>

¹⁸ 见中国环球电视网网站，<https://news.cgtn.com/news/2022-12-11/Saudi-Arabia-s-overtures-to-China-BRICS-not-against-a-third-country-1fECIZ1gB56/index.html>

¹⁹ 见Al-monitor网站，<https://www.al-monitor.com/originals/2022/07/sisi-advances-egypts-bid-brics-membership>

²⁰ 见国际银行家杂志网站，<https://internationalbanker.com/finance/why-the-brics-bloc-will-play-a-crucial-global-economic-role-in-2023/>

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

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

²³ 见政客杂志网站，<https://www.politico.eu/article/brussels-eu-fears-spoiler-role-sweden-far-right/>

²⁴ 见澳洲国防部网站，<https://www.defence.gov.au/about/taskforces/nuclear-powered-submarine-task-force/frequently-asked-questions>

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

宏观策略

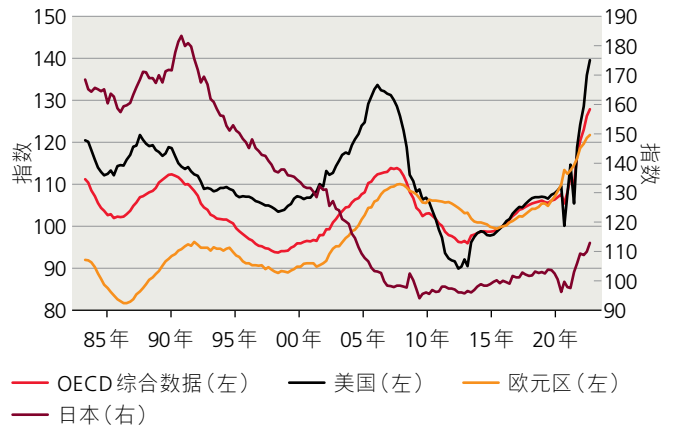
其他组织在混沌的政经局势中普遍坚持中立态度，包括亚洲太平洋经济合作组织(APEC)、东南亚国家协会(ASEAN)、太平洋共同体(SPC)、南美洲国家联盟(USAN)、太平洋岛国论坛(PIF)等。明白国力未至于影响国际舞台，亦不想卷入大国争端的旋涡中。反观中立态度有利成为被拉拢对象，左右逢源地为国家谋求最大利益。

例如去年11月南亚地区举办G20及APEC峰会，不同意见的领袖皆赏面出席。除成功展现出近年来南亚地区经济发展成就，亦突显在风雨飘摇的局势中保持其中立地位。正如上文OECD及IMF预期今年亚洲经济表现将傲视全球，一方与中国增长贸易联系及维持南海和平，另一方对外吸纳西方新增订单，尤其从中国撤出的欧美企业(例如越南及印度)。更在大国博弈中扮演调停角色(例如印尼及新加坡)。面面俱圆、相得益彰。

全球经济碎片化将重塑经济结构及各领域营运模式，新秩序初期预期：

- 融资成本上升：美联储今年利率目标为5.1%，其他央行亦步亦趋。低利率时代将不复再，预期负面影响将持续出现，例如利率敏感的行业受到冲击；
- 违约风险上升：重塑期间料全球增长率将低于借贷成本，G7国家债务占GDP从2007年81%已上升到去年128%。经济放缓加上借贷成本上升，债务不可持续推升违约风险，尤其新兴市场；
- 失业率上升：截至去年11月，美国有1.7亿劳动人口，占全国约3.3亿总人口约51%。美联储预期今年失业率4.6%，较去年上升0.9%，即约超过150万人将会失业。经济放缓减少全球企业数量，自然失业率料超越过往水平；
- 全球房地产降温：本土房价与收入比例标志著国民承担能力及整体私人财富容量。除日本外，数据显示整体包括美国及欧元区指数正处于40年最高水平，随著全球经济体量下降，指数料将回落。结构转型下「以房藏富」的操作有可能改变；

房价与收入比例

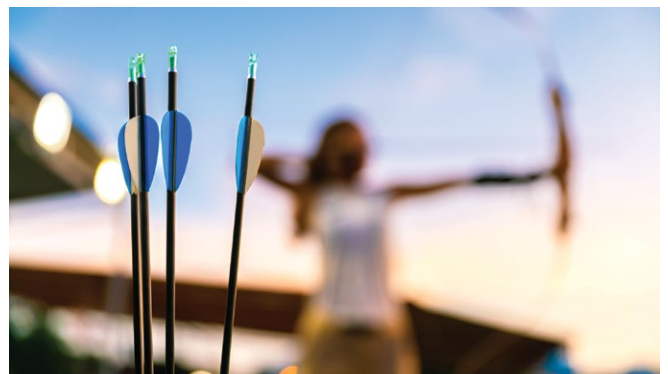


资料来源：OECD，数据截至2022年12月24日

- 高能源价格导致高通胀：俄乌战事后各方制裁及缺乏互信下能源供需将较过往迂回，例如出产地标签增加多重加工或中介人费用、绕道运输增加航运成本及时间等。高能源价格推高生产及消费物价已是不争事实，亦突显各经济体的脆弱性；
- 加剧极端天气事件：高油价长期迫使研发新能源，但短期内经济体回归化石能源以救燃眉之急将无可避免，各国延迟减排达标时间将令极端天气变得更加频繁，导致全球经济损失。

中美关系恶化：拳来脚往

上季分析未来以美国为首的政经组织焦点将东延至亚洲，核心目标是中国。在亚洲经济体量超越欧洲时，时任美国总统奥巴马率先提出「重返亚洲」计划，至今对外策略未见明显改变(详情可参阅去年第三季《宏观策略》章节)。去年执政民主党在中期大选后失掉众议院控制权，未来料将受到共和党在施政上各方阻挠。加上2024年总统大选临近，迫使拜登政府将重心转移至外交，对外强硬姿态将成为政策主轴以争取选票。



去年选举期间挑衅中国比俄罗斯获得更多选民支持（详情可参阅上季《宏观策略》章节），食髓知味，预期中美关系恶化再延伸至各经济组织及领域将无可避免。预期美方将在贸易、自身优势较大的金融及科技领域向中方施压，近月美方举措如下：

- 贸易：再把36间中国企业列入贸易黑名单²⁶；
- 金融：美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）审查中资公司并考虑剔出违规公司上市资格²⁷；
- 科技：美国禁止芯片或有关技术出口至中国²⁸，把亚洲芯片技术企业迁移到美国²⁹或向其他国家施压同步制裁中国³⁰，并有意延伸至人工智能及量子计算技术³¹。

近年调整过往韬光养晦的外交策略，中方亦不甘示弱地作出反制手段或安排：

- 当美国与沙地关系吹起冷风之制，习近平主席出访沙地阿拉伯，预计与海湾及阿拉伯国家签署多项涉及能源安全、投资协议和谅解备忘录³²，进一步建立与中东地区关系；
- 与沙地王储穆罕默德·宾·沙尔曼讨论「石油人民币」的可能性，有助人民币国际化，甚至直接冲击美元地位³³；
- 中国与国际清算银行（BIS）签署协议，建立人民币流动性安排（RMBLA），在市场波动时为参与国提供流动性，防御人民币受到冲击，有利国际对人民币信心。首批参与国包括印尼、马来西亚、香港、新加坡及智利³⁴；

- 数字人民币（e-Yuan）使用量突破1,000亿元人民币³⁵，并不断增加跨境试点³⁶，例如香港³⁷；
- 中国将计划未来5年共投资超过1,430亿美元支持国内半导体生产和研发活动，以自给自足半导体产业抗衡各方制裁³⁸。

「动口」有伤和气，更差是「动手」。历年总统大选前皆会出现不同程度的军事冲击，传统上皆有利执政党。预期拜登政府将拉拢盟国（例如日本修宪）在区内领土主权争议上牵制各方，例如南千岛群岛（俄日）、朝鲜半岛（南北韩）、竹岛（日韩）、钓鱼台（中日）、南海主权（中国与南亚）等。台湾问题更是中国多次警戒的红线，适逢明年为台湾大选，任何闪失将祸及全球。就算战争欠奉，军事交易及演习亦将逐步升级，不但藉此出售军火图利，亦可消耗及拖慢亚洲经济发展。

上季已提出「二元对立」往往局限思考维度，不幸地今天中美关系正朝向剑拔弩张这条不归路上运行，尤其当经济进一步呈现「东升西降」，风险便愈高。投资者应重点把资产组合中各项投资相关性下降，例如排除中美两地上市、盈利关联、被制裁行业等，达到组合性风险愈低愈好。另外，经济单边走向反而更清晰、更有利制定投资策略，重点在于把资金隔离并独立地操作，在可承受风险水平中寻找回报。

「道不同不相为谋」实属司空见惯，不代表须要你死我亡。破局中另辟蹊径，困局中突围而出。

²⁶ 见ABC新闻网站，<https://abcnews.go.com/Technology/wireStory/us-puts-3-dozen-chinese-companies-trade-blacklist-95409944>

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

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

²⁹ 见东亚论坛网站，<https://www.eastasiaforum.org/2022/12/03/taiwan-holds-all-the-chips-in-us-china-tech-showdown/>

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

³¹ 见南华早报网站，<https://www.scmp.com/tech/policy/article/3196729/us-weighs-more-china-tech-restrictions-targeting-quantum-computing-and-artificial-intelligence>

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

³³ 见南华早报网站，<https://www.scmp.com/comment/opinion/article/3203902/why-chinas-yuan-oil-push-middle-east-no-threat-us-dollar>

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

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

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

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

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

宏观策略

资金走势：加息尾声不代表资产反弹

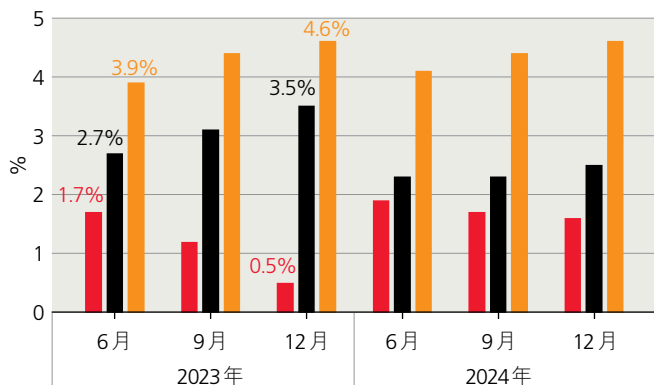
美国利率：正本清源较揣测言行更实际

去年12月中旬美联储举行最后一次公开市场委员会(FOMC)议息会议，市场普遍接受加息50点子，主席鲍威尔亦没有令市场失望。虽然1年加息共7次实属近代罕见，但会议更重要讯息是把今年利率目标由4.6%上调至5.1%，比市场会议前预期4.9%更高，亦暗示本次加息周期仍未完结。声明中「鹰派」言论更向过于自满的市场打脸。FOMC声明及主席鲍威尔记者会重点节录如下³⁹：

- 通胀上行风险仍在，维持通胀目标2%，加息是合适而未达标前不会降息；
- 将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券；
- 历史教训强烈警告不要过早放松政策，须坚持至任务完成；
- 美国经济年比大幅放缓，劳动市场仍然紧张，楼市活动明显减弱，企业固投压力上升。未来变动幅度将考虑货币政策对经济的累计影响。

另一焦点是美联储再次修正今明两年经济预测。把6、9及12月修正案合并分析，便发现美联储一次比一次悲观。今年实质GDP增长由6月时预期1.7%下调至12月0.5%，立于盛衰边缘。核心个人消费支出(PCE)却拾级而上，由6月时预期2.7%上升至12月3.5%，失业率则由6月3.9%升至12月4.6%。

美联储经济预测



■ 实际GDP增长 ■ 核心PCE ■ 失业率

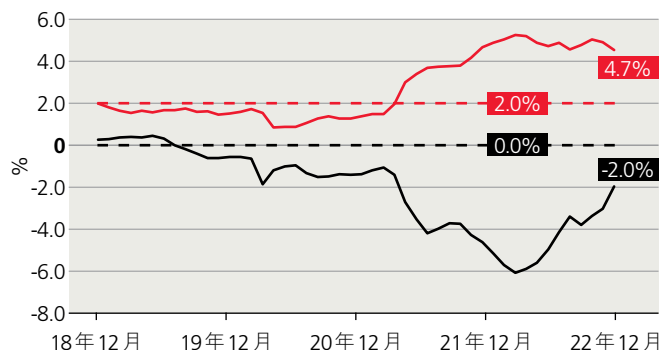
资料来源：美联储，数据截至2022年12月20日

3项预测走势反映美联储对今年经济日益悲观，但多次加息后通胀预测却不跌反升。是否反映过去坚持加息以遏止通胀适得其反？暂停加息以待观察是否更合适的对策？这预测结果与声明中「鹰派」言论是否背驰？

去年美联储多次言行不一，例如加息前忽视市场警示潜在通胀风险，大幅加息75点子后表示只是暂时性策略。言犹在耳，经常透过模棱两可的演说技巧过关只会进一步失信于市场。明白70年代的历史教训警告过早逆转政策只换来前功尽弃，亡羊补牢的代价可能比今天坚持加息更加昂贵，但欠缺清晰的利率指引只会令投资市场大幅波动。正如去年7及11月热钱藉著当月未有会议便流传暂停加息甚至减息之说，标普500指数急升超过15%，及后又以政策所谓「逊于预期」为由套现，指数又下跌约12%。模棱两可的演说造就了另类投资策略(详情可参阅《股票》章节)。

正本清源，其实加息始于核心通胀走势。截至去年12月24日数据，以绝对性概念去分析，作为美联储参考指标的核心PCE约为4.7%，较美联储的硬指标2%仍高出2.7%，基本分析中无条件暂停加息。以相对性概念去分析，名义利率(联邦利率)为4.5%，核心通胀约为6%，名义利率减去核心通胀的实质利率仍约负1.5%。实质利率理论上须与实质经济增长匹配，实质GDP增长约为正1.9%，两者差距约3.4%，同样无条件暂停加息，遑论减息。

美国通胀及相关利率数据



— 核心PCE — 美联储通胀目标
— 实质利率 — 零水平

资料来源：彭博，数据截至2022年12月24日

³⁹ 见美联储网站，<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20221214.pdf>

以上分析结果显示，不论绝对性及相对性分析，其指标差距约为3%。近月各项通胀数据呈现见顶回落走势，因此美联储会后声明中表示可以放缓加息。简单而言，以12月点阵图显示今年(名义)利率目标约为5.1%为基础，只要核心通胀未来再下跌约0.9%，实质利率便为零，当时才有条件讨论暂停加息，预期好大可能在上半年出现。假设点阵图不变，当通胀进一步下跌时，实质利率转为正值并维持一段时间后，美联储才有可能按比例地减息，期待年底或明年才会出现。

另一个极端的可能性是美国经济因某些原因短期内崩塌，实质GDP增长由1.9%忽然急挫至负1.5%（基于上述数据），或民不聊生时核心PCE忽然坠落至硬指标2%，迫使美联储逆转政策，甚至减息保护经济。较接近例子是1980年沃尔克时代，石油危机后能源价格急升，经济发展严重受阻，时任美联储主席沃尔克希望透过大刀阔斧地加息以遏止通胀，但加息至20%后GDP增长连续两季转势下跌，由正1.4%顿时跌至负1.6%，迫使沃尔克立刻宣布减息，联邦利率又由20%大幅下降至9.5%。政策朝令夕改反而对经济适得其反，及后两年间经济增长徘徊在正负值，至1983年才稳定在正值范围（详情可参阅上季《债券》章节）。其他历史上曾出现例子有2020年新冠疫情、2008年金融海啸及2000年科网泡沫。

总括而言，美国加息周期完结或炒作快将减息只是一厢情愿，甚至是投资市场常见「请君入瓮」的伎俩。美国经济在疫后及战事中仍未全面复苏，料将呈现「U」非「V」型反弹。今年将出现跌浪拐点，持续低增长后才进入升浪拐点（详情可参阅《宏观经济》章节）。去年底美股强势料只是镜花水月，加息尾声不代表资产必然反弹，应注意市场风险（详情可参阅《股票》章节）。

欧洲利率：东施效颦只会事与愿违

美联储操作罕有地在过去行事较谨慎的欧央行行长拉加德声明中出现。去年12月欧央行议息后符合市场预期般加息50点子，但较意外是拉加德会后明显表示⁴⁰：

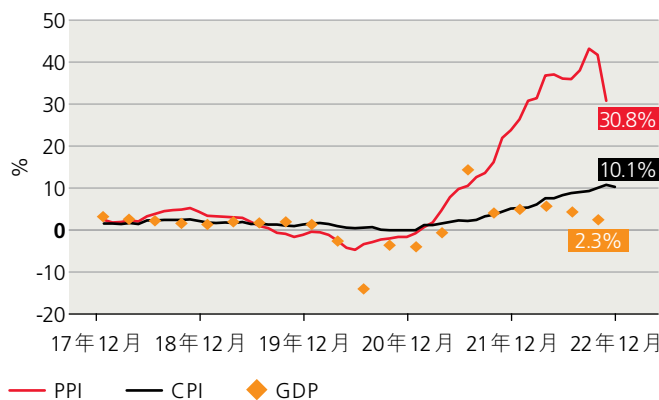
- 一段时间内持续加息50点子，目前给予前瞻性指引没有帮助，加息之路仍然漫长；
- 市场未充分考虑借贷成本须持续上升才能遏止通胀，未来利率水平将高于市场预期；



- 将启动量化紧缩（「缩表」）计划：由3月起至第二季末，将不会再把资产购买计划（APP）到期本金全数再投资，并以每月平均下降150亿欧元速度逐步缩减债券投资组合规模；
- 此后规模容后定断，相关详情将在2月会议中交代。

强硬的鹰派言论令市场侧目。俄乌战事后，欧俄双方互相制裁，欧元区决心在能源上与俄罗斯割席，全面禁止进口俄方能源，但以更高价格购入引入其他来源，例如美国液化天然气。加上疫情对供应链影响余波未了，欧元区PPI由2021年起由零起步，持续急升至去年11月约30.8%，最高为惊人的43.4%，5年平均只有9%。带动CPI同期由0.9%升至10.1%，最高为10.6%，5年平均只有2.7%。高能源价格直接打击经济增长，由去年第一季5.3%下降至第三季2.3%。

欧元区经济数据



资料来源：彭博，数据截至2022年12月24日

⁴⁰ 见欧央行网站，<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp221215~f3461d7b6e.en.html>

宏观策略

参考彭博综合预测，今年欧元区经济更会出现衰退：

指标	第一季 预测	第二季 预测	第三季 预测	第四季 预测
实质 GDP 增长 (按年 %)	0.3	-0.5	-0.4	0.3
CPI (按年 %)	8.7	6.8	5.4	3.5
失业率 (%)	7.0	7.2	7.2	7.2

资料来源：彭博，数据截至2022年12月24日

美国是非 OPEC 成员国中最大能源出口国之一，而欧洲能源大部份依赖进口。骇人听闻的经济数据背后是由 PPI 拉扯 CPI 向上再打击经济，能源价格可会因不断加息而下降？未有任何能源解决方案前奢望能透过大幅加息及「缩表」去解决问题，东施效颦的结果将会把经济推进衰退深渊。虽然拉加德事后补充由于欧元区经济走弱，欧央行必须审慎且可预见地缩减资产负债表，但以自残经济来遏止通胀上升，削足适履是否代表央行功德圆满？值得区内投资者深思。

去年底英伦银行及瑞士央行亦发表与欧央行相若的言论及决策，加深为药石乱投的后果，料资金对区内投资市场回避三舍。

日本利率：逆转政策将冲击全球市场

同样操作出现在更加罕见的日央行身上。去年9月22日，日央行进行自1998年来首次入市干预日圆。根据日本财务省11月8日公布的数据显示，金额约2.8万亿日圆⁴¹，但无助逆转日圆跌势。10月21日美元兑日圆触及超过30年低位约151水平时，日央行再次入市干预。虽然官方未有提供数据，但市场估计是次金额约5万亿日圆⁴²。直到12月20日，日本央行行长黑田东彦宣布⁴³，在收益率曲线控制(Yield Curve Control, YCC)政策下放宽10年期日本国债收益率目标由0.25%上升至0.5%，但维持官方利率负0.1%及购债计划。此举成效立竿见影，美元兑日圆单日由136下跌至131水平，较最低水平反弹超过13%。

日本是量化宽松政策的鼻祖，不断透过印钞购入自身国债及减息为经济注入流动性及动力，因此财政上极度依赖国债发行。日本国债规模可以一直保持增长，除了因为日本长期是美国国债最大持有国(超过1万亿美元)作背书外，维持负利率政策亦是功不可没。

超低利率孳生套息交易，令外汇及债券市场充斥大量日圆及日债沽盘。截至去年12月24日，日本国债规模约1,200万亿(日圆，下同)，日央行及国家退休基金分别持有526及38万亿，占总额近45%，其余大部份都是金融机构持有，因此长期贬值有利套息交易操作并支持金融机构盈利表现。另外，90年代起因成本问题各大生产线持续转移海外，日圆贬值有利日本海外巨额资产及国际会计账户中带来汇兑收益，维持日本企业竞争力。

日本国债总额：1,248.50 万亿日圆

日本国债总额及前十名持有人

机构	金额(万亿)	占比(%)
日央行	525.94	42.13
国家退休基金	37.97	3.04
先锋基金 (Vanguard Group)	4.04	0.32
野村集团(Nomura)	0.77	0.06
贝莱德(BlackRock)	0.53	0.04
瑞穗金融集团 (Mizuho Financial Group Inc.)	0.51	0.04
安联(Allianz SE)	0.45	0.04
瑞士信贷集团 (Credit Suisse Group AG)	0.35	0.03
富达投资(Fidelity Investment)	0.30	0.02
Fondaco SGR S.p.A	0.28	0.02

资料来源：彭博，数据截至2022年12月24日

以上操作持续顺利带动日本经济多年，但是任何财金政策都有极限。低利率导致长期通缩，量化宽松对刺激经济的边际增长跌入负值。除了根本性人口老化及经济产业链结构问题，国债占GDP比例不断上升(截至去年底高见263%)，风险考量下日本国债令海外投资者却步。但日本国债规模不断膨胀，日央行只好加大印钞填补空缺，形成恶性循环。

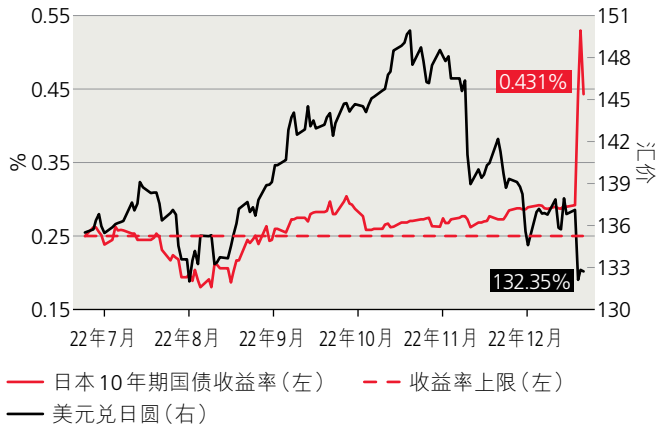
⁴¹ 见日本财务省网站，https://www.mof.go.jp/english/policy/international_policy/reference/feio/quarter/2022_3Qe.html

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

⁴³ 见日央行网站，https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2022/k221220a.pdf

俄乌战事爆发，通胀及国债利息负担递增，财政问题逐步恶化，勉强再加大购债规模存疑。同时美息持续上升，美国国债价值下降影响背书日本国债能力。嗜血的热钱开始沽空日圆及国债。去年日本10年期国债收益率多次突破设定上限0.25%，日央行在YCC政策下入市干预，国际资金在沽空汇债两端获利丰收。其后通胀继续递升，羊群效应加剧日圆贬值，迫使日央行9及10月出手干预，但效果未如理想。所谓久守必失，国际机构预测日央行将放弃YCC政策，甚至下注债务违约。日央行最终决定把10年期国债基准利率上限由0.25%上调至0.5%。此举变相「加息」，吸引市场资金而非政府储备购入日债，希望击退汇债两市的沽空资金，日圆明显反弹，日债收益率由0.5%见顶回落。

日本国债收益率及美元兑日圆

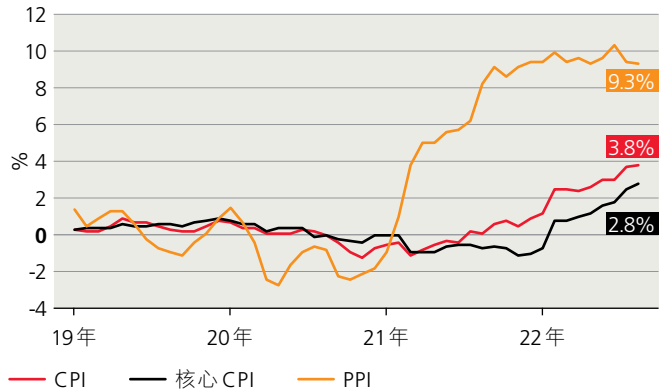


资料来源：彭博，数据截至2022年12月24日

如此一役后并非雨过天晴，因引发是次风波的根源不可能短期内解决：

- 通胀持续上升源于俄乌战事后能源价格上涨，去年纽约期油曾上升超过60%，日圆兑美元贬值超过13%，以美元计价的进口油价对日本经济较过往更影响深远；
- 与欧美情况相若，战事后由PPI带动CPI急升。截至去年11月30日，PPI由疫情时负2.7%升至9.3%，同期CPI则由低位负1.1%升至正3.8%。数据突显企业无法把生产成本转移销售价格上，企业盈利持续递减，打击投资意欲。虽然间接解决长期通缩的困境，但输入性通胀为民生带来压力，剔除食品及能源的核心通胀已升至2.8%，打击国民消费意欲；

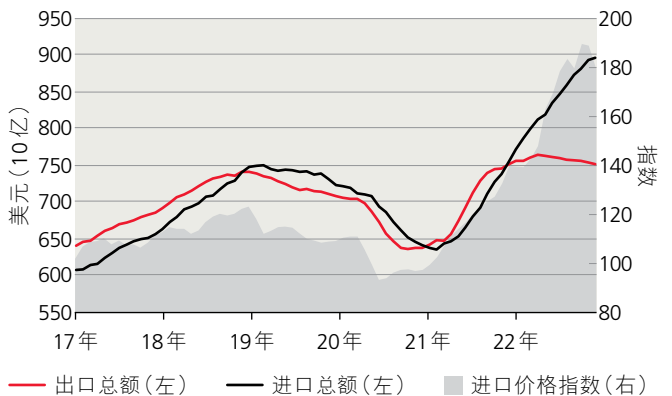
日本通胀数据



资料来源：彭博，数据截至2022年12月24日

- 去年日本贸赤迅速扩大，疫后复苏本来带动贸易数据，但不幸地迎来战事爆发。去年进口总额受商品价格上涨而不断走高，进口价格指数由疫情至去年11月升幅约2倍，进口总额升约1.4倍。但出口总额却受国际多边制裁而放缓，例如中美芯片争端打击日本出口，中日关系恶化窒碍对华贸易。虽然同期轻微下跌1%，但贸赤却由约40亿美元大幅上升至约145亿美元，严重打击日本经济及政府收入；

日本贸易数据

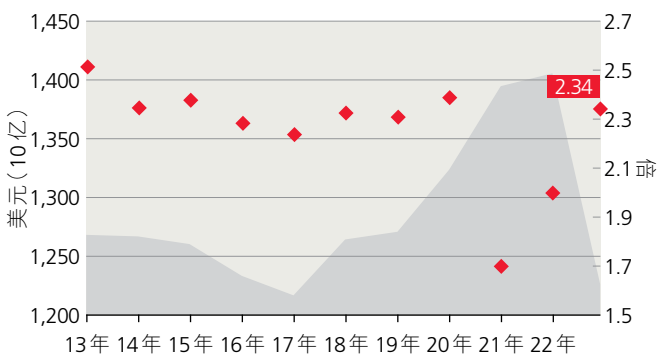


资料来源：彭博，数据截至2022年12月24日

宏观策略

- 日本外汇储备丰厚(截至去年11月总额为1.226万亿美元),但已处于过去10年第二低水平,尤其与2021年比较急跌12%。虽然与政府支出比例(超过2倍)回复至疫前水平,但战事及捍卫宽松货币政策的代价对储备影响实在巨大。

日本外汇储备及与政府支出比例



■ 日本外汇储备(左) ◆ 政府支出与储备比例(右)

资料来源:彭博,数据截至2022年12月24日

以上分析反映通胀问题已开始危及日本货币政策及国债市场的稳定,上调收益率上限只是权宜之计。不幸地日央行在能源及全球利率走势中处于被动,如不能解决上述根本性困局,热钱再次追击日圆,沽空日本股债市场只是时间问题。外汇储备再丰厚亦难以长期抵御市场冲击,坚持量化宽松政策的日央行也可能妥协。

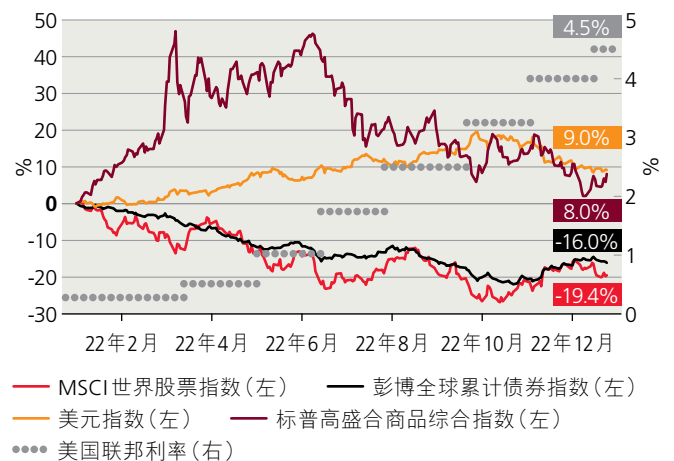
简单而言,逆转货币政策虽然令经济舒缓,但日圆大涨将引发日本股市下跌,收益率上升后日本债市亦将承压,更重要是利率上升将引发囤积多年的沽盘平仓,投资市场流动性顿时收紧将是全球市场的灾难,预期程度不下于美国紧缩的影响。虽然日央行行长黑田东彦表示是次调整并非结束宽松货币政策⁴⁴,但注意日央行政策转变前一贯不会与市场沟通,尤其4月日央行换帅,投资者应造好「突袭」的准备。

资产表现:资产敏感度不应假设一致

极端资产表现造就长期投资机会

「归功」于俄乌战事及全球紧缩货币政策,去年环球资产市场出现近代罕有的股、债、汇「三杀」现象。

去年各资产指数及美国联邦利率表现



资料来源:彭博,数据截至2022年12月25日

截至12月25日,MSCI世界股票及彭博全球累计债券指数分别下跌约19.4及16%,美元指数上升约9%,暗示外汇跌势。G10货币同期表现如下:

货币兑美元	表现 (%)	货币兑美元	表现 (%)
瑞士法郎	-2.18	纽西兰元	-8.00
丹麦克朗	-6.62	挪威克朗	-10.85
欧元	-6.62	英镑	-10.93
加元	-7.07	日圆	-13.42
澳元	-7.46	瑞典克朗	-14.03

资料来源:彭博,数据截至2022年12月25日

⁴⁴ 见日经亚洲网站, <https://asia.nikkei.com/Spotlight/Comment/Haruhiko-Kuroda-starts-to-demolish-the-BOJ-s-ultra-loose-policy>

虽然标普高盛商品综合指数上升8%，但分类指数表现突显俄乌战事及各制裁对商品市场的影响，食品及能源上升亦反映了各国通胀的根源，金属类下跌反映经济低迷及美元强势的影响。

标普高盛商品分类指数表现			
类别	表现 (%)	类别	表现 (%)
能源	+13.33	贵金属	-0.96
牲畜	+10.99	黄金	-1.34
谷物	+8.81	工业金属	-9.82
农产品	+8.80		

资料来源：彭博，数据截至2022年12月25日

以上数据反映去年只要投入食品、能源商品板块及持有美元才会获利？非也。更罕见又低调的方法是持有现金。G10中除了日本，去年1个月存款利率全线上升，由最高加拿大4.79%至最低瑞士法郎0.84%，暗示以本币计算回报，去年持有现金不失是一个好选择。

去年投资市场的死局，造就资产价值跌至多年低位。投资及经济周期总有低迷时，亦总有见底反弹的一刻。可曾记得2020年4月纽约油价因疫情跌至约负40美元及去年3月又因战事升至近124美元的投资机会？物极必反便是长线投资机会。

波动指数预示各资产走势分歧

过去多次强调风险愈极端，投资路径便愈清晰，因为环球资金「归边」比太平盛世时更明显。

虽然去年出现「三杀」局面，但细心观察上季资产价格较过去3季已出现变化。波动指数反映资产隐含或引伸波幅，其走势大多时与其隶属的资产指数背驰。最明显是去年表现一枝独秀的商品市场，其波动指数则是年内直线下跌，反映标普高盛综合商品指数已处于高位。虽然预期今年能源供需仍处于非常不稳定状态，仍偏高的能源价格有利相关资产，但再大幅上升空间已较去年为低。常言「高处未算高」，但不要忘记「高处不胜寒」。

同样状态还出现在标普500、欧洲斯托克50及日经225指数。去年3大股指屡战屡败，一浪低过一浪，上季出现较明显反弹，是否代表已见底反弹？非也。呼应上文分析，加息未真正停止，经济未真正摆脱衰退。两者仍未有较可靠的时间表之前，何言见底？任何基本因素逆转，例如战争再次恶化刺激油价及通胀反弹，日央行忽然逆转政策令环球流动性大幅收紧，中国复常后经济未如理想等。上季由于自满的股市气氛中任何「逊于预期」都是套现的藉口。

其实衍生工具中隐含波幅反射出机构投资者的真正心意。3大股指的波动指数数据如下：

指标	标普500	欧洲斯托克50	日经225
去年12月23日水平	20.87	20.04	20.20
两年平均值	22.62	23.55	21.85
两年内最低水平	15.01	15.15	15.85

资料来源：彭博，数据截至2022年12月23日

3大波动指数皆持续下跌并低于两年平均值，反映投资者漠视过去两年战事及加息等风险因素，正处于偏向亢奋状态。预期3大波动指数愈趋向15水平时，成熟股市回吐机会愈大（详情可参阅《股票》章节）。



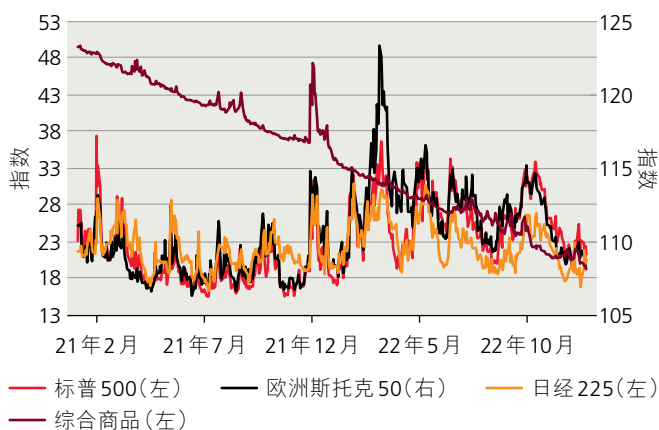
宏观策略

同样分析套用在去年表现失望的债市及汇市，结果便恰好相反。以彭博全球累计债券指数为债市代表，及摩根大通G7货币及新兴市场货币指数为汇市代表，各波动指数数据如下：

指标	债市	G7货币	新兴市场货币
去年12月23日水平	113.17	10.39	10.74
两年平均值	90.53	8.06	10.60
两年内最高水平	160.72	13.45	13.36

资料来源：彭博，数据截至2022年12月23日

资产波动指数：股票及商品



资料来源：彭博，数据截至2022年12月23日

资产波动指数：货币及收益率



资料来源：彭博，数据截至2022年12月23日

3项波动指数年内持续走高，反映隶属指数走势持续走弱。虽然波动指数已达峰回落，但仍处于两年平均值之上，反映上季隶属指数反弹后投资者仍偏向谨慎状态。以均值回归(Mean reversion)为基础，波动指数距离最高值愈小，暗示隶属指数已反弹幅度愈小，而距离平均值愈大，反映隶属指数可反弹空间愈大。如此分析，未来债市及G7货币市场最为吸引。

以质化分析及呼应上文，当战事及衰退等风险因素再度发酵时，避险情绪重燃将有利债市表现。虽然加息未言停止，但未来美国再次疯狂加息(1年内加息4.25%)的机会不大，债市大幅下跌机率偏低。甚至如果成熟市场经济陷入深度衰退及中国防疫不似如期，不排除减息的可能性都有利债市表现。因此债市较股市及商品市场的值博率更见吸引(详情可参阅《债券》章节)。

同样呼应上文分析，美联储有意在明年上半年结束加息，但欧央行及英伦银行明确表示有意继续，甚至日央行有可能打破近代宽松政策传统而进入加息周期，预期与美元利差收窄将有利G7货币。如排除出现极端风险，基本条件下过强美元对美国复苏不利，美联储适时让美元有序下跌亦是合理预测，美元重上超过20年高位114水平机会不大，即G7货币如去年大跌的机率偏低。相反，虽然新兴市场不断加息及美元回软，但国力及能否受惠美元走弱仍存在变数，例如成熟市场经济放缓、中国经济反弹表现、各方制裁的后续影响等。预期新兴市场货币并非未来全球资金中首选(详情可参阅《外汇》章节)。

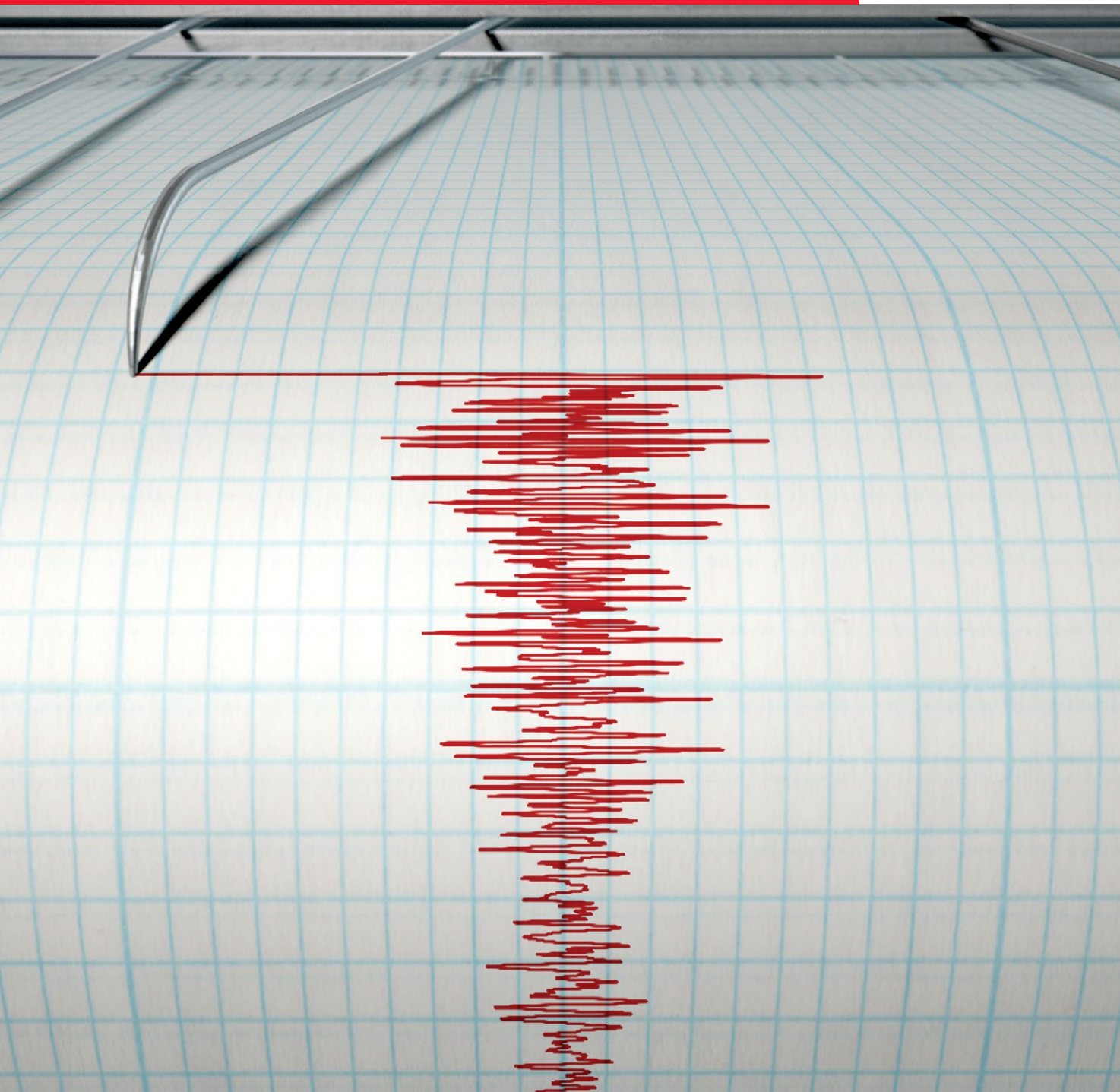
总结全文，成熟市场经济放缓甚至可能衰退，同时中国经济在颠簸的复常中反弹，带领其隶属的经济组织突破去年困局，结果将加快全球经济趋向碎片化。美国加息周期看似完结，但黄雀在后的欧洲及日本央行才是主角，当中金融流动性收紧及错估形势将成最大投资风险。大部份资产去年大幅下修反而造就长线投资机会，投资者持有现金比例偏高暗示整装待发地等待著一个破局的机会。各波动指数正反映「风险中投资路径更清晰」理念，但否极泰来并不代表一蹴而就。

开弓没有回头箭，相信中国复常成败将主宰今年全球政治、经济及投资市场去向，中国经济表现势成全球破局之箭。

宏观经济

馀波未了

东亚银行经济研究部

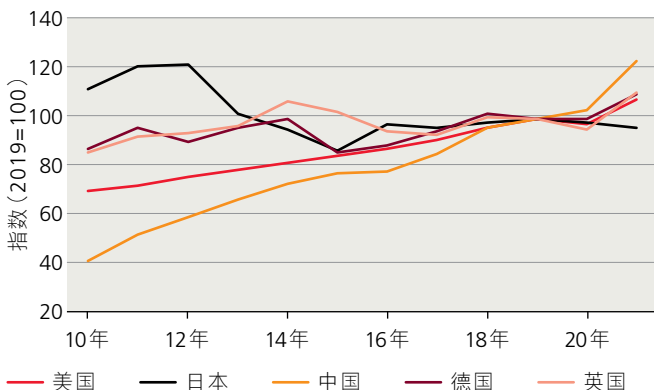


环球经济展望

通胀高企，主要发达经济体央行大幅加息

回顾2022年，全球经济出现显著变化。从年初经济受惠疫情过后重开，以及各地政府和央行推出宽松政策，拉动全球经济录得高于趋势的恢复性增长。可是，纵使主要经济体已逐渐重开，但疫情对经济、供应和运输等影响尚未过去，加上俄乌军事冲突加深经济前景不确定性，对能源和食品供应等构成打击，甚至引发欧洲能源危机，推动欧美等先进经济体的通胀升至数十年来新高，促使美联储、欧洲央行及英伦银行等先进经济体央行快速调整其货币政策，从原来认为通胀属暂时性无需急于加息，转变为以数十年来最快速度加息以遏抑通胀，引发新一轮金融和房地产市场的波动，严重抑压家庭和企业的财政状况，令全球经济前景转趋黯淡，甚至引发经济陷入滞涨的忧虑。

主要经济体名义国内生产总值

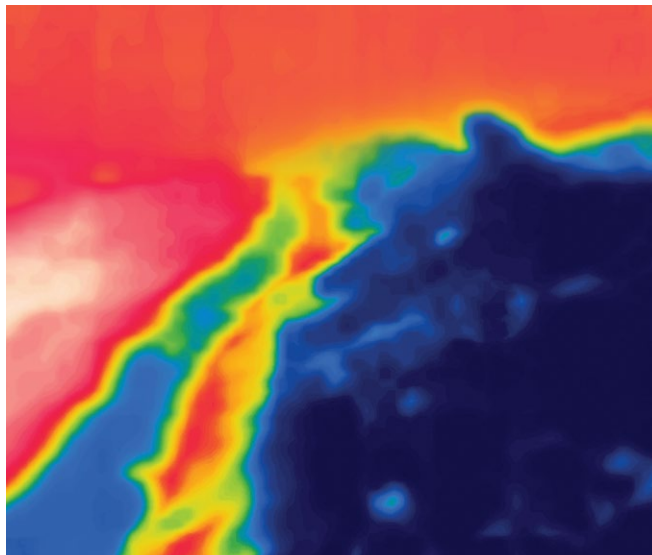


资料来源：国际货币基金组织，数据截至2022年12月29日

面对通胀和利率升温，先进经济体的家庭正以早前财政刺激措施带来的储蓄，以至部分经济体推出能源补贴等来渡过难关，但未来消费的可持续性仍取决于就业市场的表现。至目前为止，纵使全球经济面对前景黯淡、通胀和利率高企等打击，但仍难以按传统定义判断经济经已陷入衰退，与其就业市场保持稳定有关。受到疫情等导致劳工参与率下降影响，主要经济失业率仍处于数十年来的低位，薪金水平持续较快增长，为整体经济和消费等带来一定支持，未来经济能够软着陆将取决于就业市场的变化。可是，在利率急速上升下，不单对利率敏感部门如商业及房地产投资正逐步降温，再加上地缘政治、能源危机和众多不明朗因素，令整体商业和家庭部门对经济前景亦变得更为审慎，先进经济体亦没有进一步放宽财政和货币政策的空间，令2022年下半年主要经济体的增长普遍录得放缓。

展望2023年，疫情、地缘政治、通胀和利率高企等不明朗因素将持续困扰经济表现，预期全球经济将录得低增长，个别经济体甚至负增长，其中美国或可避免衰退，欧洲和英国难免陷入负增长，内地和香港经济则有望受惠疫情防控 and 宏观政策调整而加快复苏。国际货币基金组织(IMF)2022年10月的《世界经济展望》预测2023年全球经济增长2.7%，较7月预测低0.2个百分点，并较2022年3.2%增长低0.5个百分点。

通胀则从数十年来的高企逐渐放缓，相信美国和欧洲通胀分别已经见顶及于2022年第四季见顶，但2023年仍会高于其央行2%左右的政策目标，内地和香港通胀则相对温和。IMF预测2023年全球通胀率为6.5%，较7月预测高0.8个百分点，并较2022年8.8%低2.2个百分点。高利率环境则料维持一段时间，2023年初美联储、欧洲央行及英伦银行等先进经济体央行料将进一步加息，预期紧缩货币政策将会维持一段时间，直至通胀出现明显下行至2%左右的趋势。香港料将跟随美国进一步加息，但内地则有条件实施较宽松的货币政策。总体而言，2023年全球经济将出现低增长、高通胀见顶回落，以及利率高企的格局。



美国经济展望

美国经济能否软着陆存在不确定性

2022年上半年，美国经济录得连续两个季度负增长，但分别是与贸易逆差扩大和库存缩减有关，加上就业市场保持稳健，以及2022年第三季实质经济录得按季年率3.2%增长，相信美国经济尚未被其全国经济研究所定义为衰退。可是，自2022年至今，美国经济的焦点是通胀情况。受早前疫情导致供应链瓶颈、俄乌军事冲突推高国际能源及食品价格，以至早前宽松财政及货币政策推动房地产市场急升，就业市场向好带动服务价格上涨等支持，美国消费物价普遍上升。其中整体消费物价指数按年增长已从2022年6月9.1%的40年高位，逐步受惠于供应链瓶颈纾缓和能源价格升幅回落，整体通胀于11月份回落至7.1%。惟在住房成本和核心服务价格高企下，10月份消费物价核心指数按年升幅仍达6%，而美联储惯常使用的通胀指标，即个人消费开支核心价格指数于11月份亦维持于4.7%，均大幅高于美联储2%的目标，显示该局仍有需要进一步收紧货币政策。

面对通胀居高不下，2022年美联储已大幅加息遏抑通胀，累计加息425个基点至4.25至4.5%。在利率大幅上升下，不单金融市场出现显著波动，对息率敏感的房地产市场亦急速降温，标普20大城市楼价指数已连续4个月录得按月跌幅。鉴于房地产价格的变化需要一段时间才能传导至消费物价指数的住房成本，预期未来数月住房成本将维持高企，随后才逐步见顶回落。

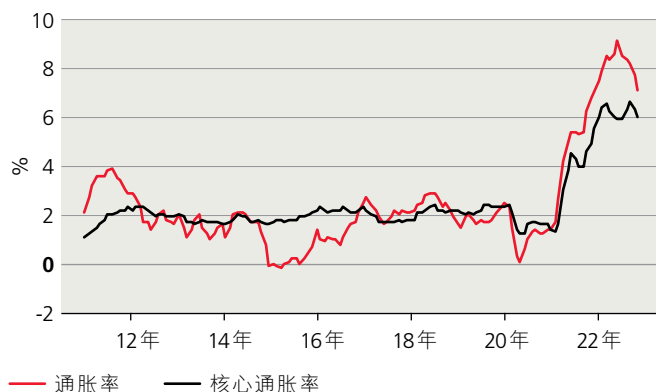
若供应链瓶颈、能源及食品，以至住房成本均有望于未来逐步见顶回落的话，目前美联储加息是希望透过缓和就业市场的需求以达致控制通胀的目标。目前，美国就业市场仅有初步放缓迹象，如11月份失业率从低位略为回升至3.7%，非农职位数目回落至26.3万份，过去3个月平均每月非农职位数目为27.2万份，较对上3个月平均37.4万有所回落。可是，疫情过后的劳工参与率处于较低水平，

稳健的劳工市场带动平均时薪较快增长，11月份仍达按年5.1%升幅，高于10月4.9%，并远高于美联储认为与其通胀目标相适应的水平，故相信该局在确信就业市场回复供求平衡，工资增长返回长期平均趋势前，仍会维持紧缩货币政策，美联储主席预期2023年第一季美联储将最少再加息两次，联邦基金利率或将会升至约5至5.25%水平，往后才按经济和通胀情况决定未来的息率变化，预期2023年馀下时间联邦基金利率将维持于该水平不变。

展望2023年，美国通胀压力料已见顶，惟其从高位回落仍需过程，相信2023年全年亦难以返回其政策目标。2022年11月份彭博调查显示，预期2023年第一及二季美国消费物价指数按年升幅分别为6.1及4.3%，较10月份调查分别调升0.2及0.3个百分点。面对美联储进一步收紧货币政策，难免增加金融资产和房地产价格调整的风险，负财富效应势将拖累消费及经济前景。受股市回调拖累，2022年第三季美国家庭净资产按季再下跌0.4万亿美元至143.3万亿美元。此外，标普20大城市楼价指数继9月份按月跌1.3%后，10月份再按月跌0.5%。加上美国稳健的就业市场亦出现放缓迹象，若就业市场逐步降温并带动工资增长回落的话，料将为2023年美国消费开支前景带来隐忧。

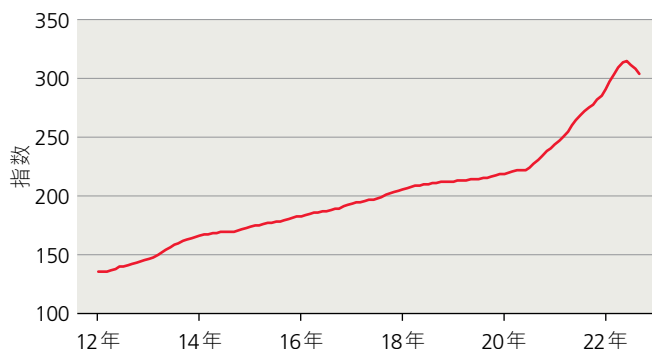
同时，美联储于12月会议发布的经济预测显示，经济增长将于2023年减慢至0.5%，较9月份预测低1.2个百分点。个人消费开支价格核心指数的升幅则将于2023年降至3.5%，较9月的预测高0.4个百分点。失业率将于2023年第四季升至4.6%，较9月的预测高0.2个百分点，美国经济能否达成软着陆，将视乎通胀和就业市场的变化。若地缘政治等再次导致供应链受压，或就业市场未能放缓至足以令通胀降温，或会逼使美联储进一步加息，势将导致新一轮金融市场波动，打击家庭及企业的信心，故美国2023年经济增长预测存在下行风险。

美国通胀率



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

标普 CoreLogic Case-Shiller 20城综合楼价指数



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

宏观经济

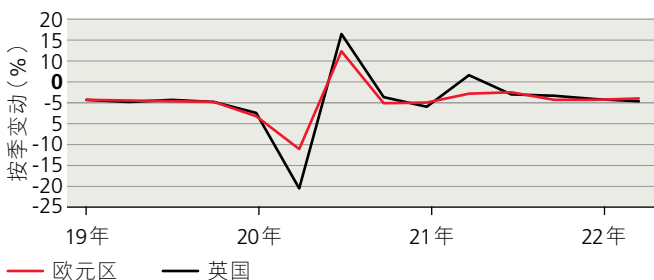
欧洲经济展望

地缘政治等下行压力仍大，欧洲经济前景不甚乐观

继2022年夏季经济重启带动欧洲经济快速复苏后，经济增长动力迅速降温，与俄乌军事冲突持续、打击欧洲能源供应，导致天然气等价格以倍数增长，促使欧洲央行等快速收紧货币政策以遏抑通胀，严重影响欧洲制造行业，甚至家庭部门的生计，拖累消费和投资表现，相信欧洲经济于2022年第四季快将步入负增长。

2022年上半年，欧元区实质经济增长按季平均扩张约0.7%，至第三季增幅明显放缓至0.3%，其中德国、法国、意大利和西班牙于第三季仍分别录得0.4、0.2、0.5及0.2%按季增长，显示区内主要经济体面对众多不明朗因素维持轻微增长。英国经济则从上半年按季平均0.4%，回落至第三季收缩0.3%，部分与英女王葬礼额外假期，以至影响消费和投资情绪有关。

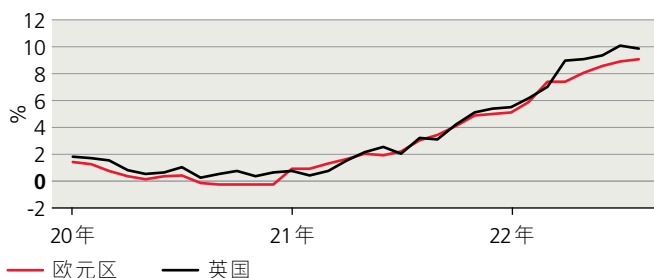
欧元区及英国经济增长



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

能源供应安全及通胀高企是2022年欧洲经济的焦点。鉴于俄乌军事冲突，欧洲向俄罗斯实施制裁，导致俄罗斯缩减向欧洲提供天然气的供应，但替代供应不是一时三刻可以弥补，加上天然气价格以倍数增长，触发当地社会和市场对欧洲于冬季可能出现能源危机的忧虑。因此，欧盟及各成员国努力商讨如何化解能源危机，包括加快储存天然气和兴建替代能源基础设施的步伐、各国于2022年7月底同意减少15%天然气需求、以及提出共同采购天然气及建议设立天然气价格上限于每百万瓦时275欧元等。欧洲天然气价格曾于2022年8月升至纪录新高每百万瓦时346欧元，故较俄乌冲突爆发前升逾数倍，截至12月28日为止，天然气价格则已从高位回落76%至每百万瓦时81欧元。

欧元区及英国通胀率

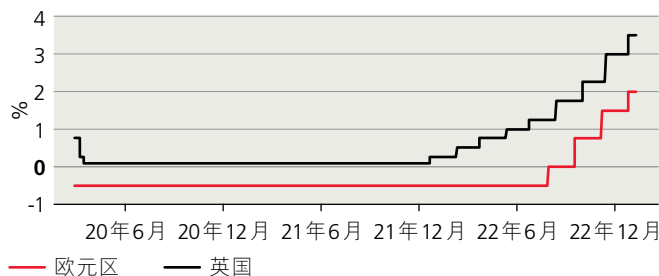


资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

面对能源价格屡创新高，欧元区及英国通胀持续升温，两者于2022年10月分别按年升至10.6及11.1%的历史及41年来新高。纵使2022年11月欧元区通胀回落至按年10.1%，英国11月通胀亦回落至10.7%，但欧元区和英国通胀是否经已见顶仍言之尚早，未来仍有可能受能源价格调整而于高位波动。面对数十年来最严峻的通胀环境，欧洲央行和英伦银行亦已加快其货币政策紧缩步伐，前者自2022年7月起累计加息2.5%，后者则自2021年12月起累计加息3.4%，并已开展主动出售国债以推动资产负债表正常化。

在物价和息率大幅上升的背景下，欧洲各地企业和家庭部门面对沉重的财政压力。目前，家庭部门正透过早前疫情期间的财政宽松、能源补贴措施，以及稳健就业市场支持其渡过难关。纵使欧洲经济前景甚不明朗，可幸的是其就业市场保持稳定，成为经济避免陷入深度衰退的重要支撑。2022年10月欧元区和2022年8至10月英国失业率分别为6.5及3.7%，前者创历史新高，后者仅从1974年来的低位略为回升。

欧元区及英国政策利率



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

展望2023年，欧洲经济前景并不乐观，地缘政治仍然是欧洲经济最大不明朗因素，加上通胀高企，欧洲央行等继续收紧货币政策，对财政状况较差的成员国或会构成压力，进一步制约成员国提供财政和能源补贴措施的支持，预期消费和投资势将保持低迷。对外贸易则料受益于欧元和英镑汇率低企，但以美元计价的能源进口却会对贸易平衡带来压力，相信欧元区和英国经济于2022年第四季及2023年上半年将会录得负增长，全年能否避免陷入衰退则取决于上述不明朗因素何时减退。另外，英国辛伟诚政府的秋季预算报告则料不致对英国短期经济表现构成明显影响。国际货币基金组织预测2023年欧元区和英国经济将分别录得0.5及0.3%增长，分别较2022年低2.6及3.3个百分点。

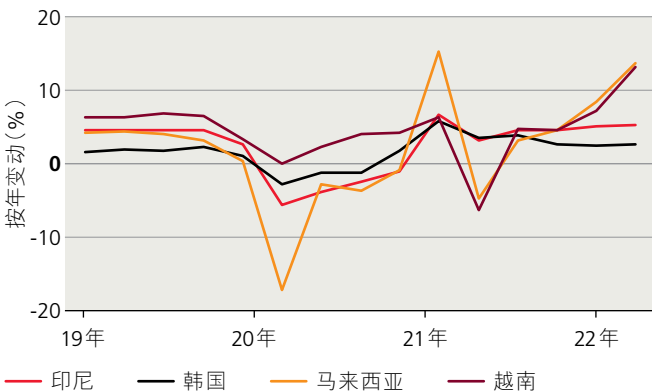
相对美国而言，欧元区和英国经济料将迅速降温。目前欧元区和英国屡创新高的通胀，或会受惠于高基数、能源价格回落，以至经济下行压力带动而逐渐缓和。国际货币基金组织预测2023年欧元区和英国通胀率将分别为5.7及9%，高于欧央行和英伦银行约2%的政策目标。相信欧央行和英伦银行将于2023年初持续加息分别至最少3及4.25%，随后将于高位维持不变一段时间，以评估最新的经济和通胀情况再作下一步部署。

亚洲经济展望

亚洲经济看高一线，惟下行风险仍在

2022年第三季亚洲主要经济体普遍录得稳健按年增长，但个别亚洲先进经济体按季增长放慢，甚至收缩。其中日本及南韩均受货币兑美元贬值影响，拖累净出口表现。日本国内生产总值按季增长由第二季上升1.1%回落至第三季收缩0.3%，南韩国内生产总值按季增长从第二季的0.7%减慢至第三季的0.7%。发展中经济体则继续录得强劲增长，其中越南国内生产总值按年增长由第二季7.7%加快至第三季13.7%，主要受惠制造业于2021年第三季受防疫措施影响导致的低基数，以至该行业大幅反弹所带动。2022年第三季印尼及马来西亚国内生产总值则分别录得5.7及14.2%增长。

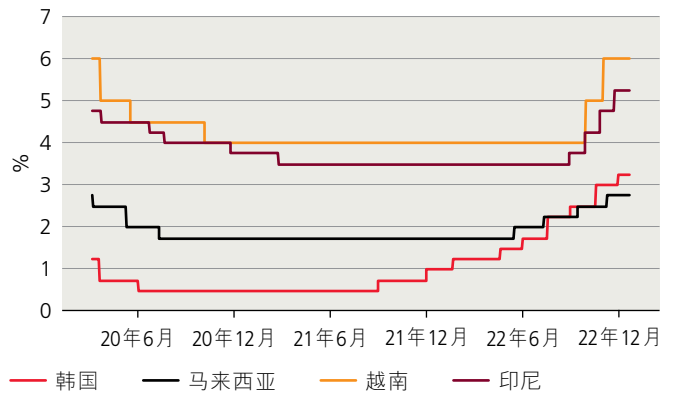
亚洲个别经济体的国内生产总值



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

虽然亚洲地区通胀压力较欧美等先进经济体为低，但由于俄乌军事冲突推高国际能源和食品价格，加上供应链瓶颈困扰，以及发展中经济体货币兑美元贬值，2022年亚洲地区主要经济体均录得通胀升温。其中日本消费价格指数由2022年10月按年3.7%升幅加快至11月3.8%，创1990年12月以来新高；印尼消费价格指数则于2022年6月升至6%的7年新高，于11月份回落至5.4%，但仍连续7个月高于央行2至4%的目标范围。鉴于通胀高企和美元强势，除日本央行外，区内主要央行于2022年大致跟随先进经济体收紧货币政策。其中南韩央行更早于2021年8月开始上调政策利率，至2022年11月累积加息275个基点；菲律宾央行则自2022年5月开始加息，至2022年12月累积加息350个基点；越南央行亦于2022年9及10月累积加息200个基点。

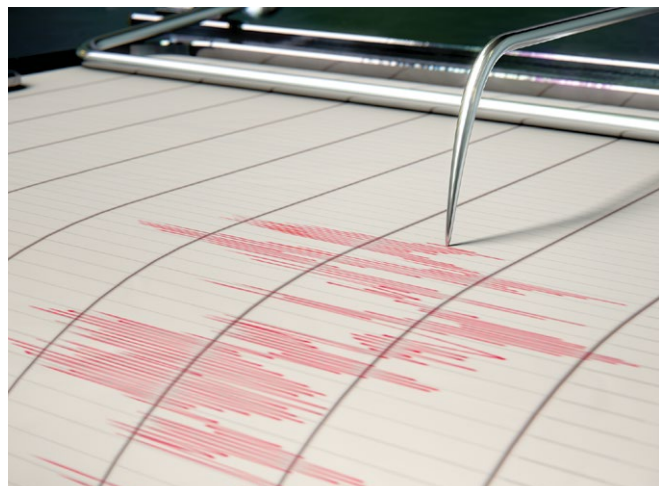
亚洲个别经济体的政策利率



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

展望2023年，随著内地宣布进一步优化防控措施，经济有望进一步重启，势将刺激需求及经济活动出现反弹，为亚洲地区经贸投资进一步复苏提供支持。同时，亚洲地区防疫限制进一步放宽及各国边境重开，均有利旅游业复苏。随著基数效应，以至供应链瓶颈和能源价格缓和等，预计2023年亚洲地区的通胀压力将逐渐缓和，为区内主要央行放慢加息步伐提供空间，促进区内消费及投资气氛逐步回稳。

另外，《区域全面经济夥伴关系协议(RCEP)》于2022年1月生效，部份亚太区发展中经济体，如越南等将明显受惠于削减关税及非关税壁垒，以至区内供应链重组，势将推动其出口及投资表现。印尼作为大宗商品出口国，则较少受到能源价格上升的冲击，并将受惠于商品需求回升所带动。10月国际货币基金组织《亚太地区经济展望》预测亚洲区2023年经济增长为4.3%，当中越南及印尼将分别增长6.2及5%，两国通胀率则分别为3.9及5.5%。然而，2023年主要先进经济体的增长势将大幅放缓，加上地缘政治风险挥之不去，将为亚洲区出口及经济前景带来不明朗性。



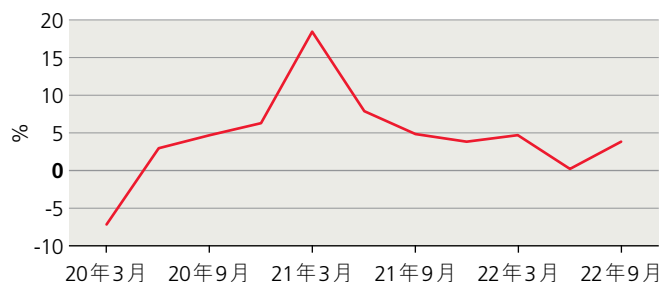
宏观经济

中国内地经济展望

内地经济处于复苏的有利位置

继2021年强劲反弹后，内地经济于2022年受到区域性疫情爆发、中美竞争、房地产市场调整、加强新经济产业监管等不明朗因素所拖累，复苏步伐未如预期。不过，内地当局持续加大宏观政策力度，以稳增长和稳就业，带动内地经济从第二季受疫情打击的谷底回升，首三季经济录得3%按年增长。其中，内地当局支持企业在疫情期间维持正常运作，并加快专项债发行及使用，故工业生产及基建投资提供主要增长动力，服务业及房地产业表现则受疫情防控措施和开发商流动性问题等困扰。此外，地缘政治局势升温及全球主要央行迅速收紧货币政策，全球经济下行压力增加，拖累内地商品出口对经济复苏的贡献。

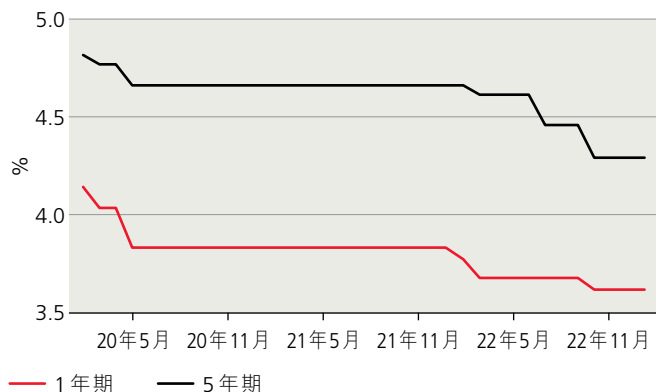
内地经济增长



资料来源：国家统计局，数据截至2022年12月30日

为缓和下行压力，以达致稳经济和稳就业，内地当局加强财政及货币政策的宽松力度。自2022年以来，人民银行合共下调5年期贷款市场报价利率(LPR)35个基点，1年期LPR则下调15个基点。另外，继2022年4月下调存款准备金率(RRR)25个基点后，12月再度下调RRR 25个基点，有助于降低企业融资及房贷成本，并维持流动性合理充裕。同时，国务院于2022年5月以来多次宣布稳定经济措施，包括新增政策性开发性金融工具额度、延长制造业中小企缓税补缴期限、督促地方政府用好专项债等。

内地贷款市场报价利率



资料来源：中国人民银行，数据截至2022年12月29日

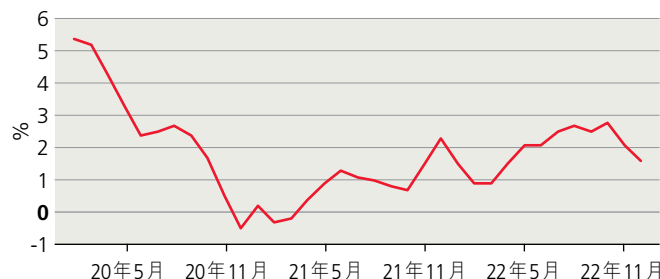
纵使内地经济短期面对一些挑战，但其自疫情以来的整体复苏步伐均较其他主要经济体为佳，且预期2023年内地将在疫情防控、房地产和宏观政策作出调整，支持经济处于复苏有利位置，推动经济稳步复苏，中长线向好趋势维持不变。

首先，内地正进一步优化防疫措施，既从疫情防控、经济成本及社会负担上寻求平衡，亦为全面复常作出准备。2022年11月中，内地当局宣布优化疫情防控工作的20条措施，包括取消入境航班熔断机制、对结束闭环作业的高风险岗位从业人员由7天集中隔离或居家隔离调整为5天居家健康监测等。随后，于12月初再发布10项防疫政策优化措施，包括缩小核酸检测范围及频率等，并有望于2023年1月8日起将新冠肺炎改称新冠病毒感染，并对疫情实施「乙类乙管」，大幅调整出入境措施，包括对入境人士免除核酸检测及集中隔离要求等。随着内地当局有序放宽疫情防控要求，城市间人员流动料将增加，受遏抑的需求将被释放，带动服务业及零售消费等行业复苏。

其次，在坚持房住不炒方针下，内地当局将加大力度支持财政状况较佳的开发商，满足民众合理住房需求及稳定房地产市场。2022年11月，人民银行和中国银保监会推出16条措施，包括延长「两道红线」政策过渡期(即银行业房地产贷款占比上限，以及个人房贷占比上限)、为素质较佳的开发商发债提供增信担保等支持。中国银行间交易商协会则支持包括房地产开发商在内的民营企业债务融资，并透过人民银行提取再贷款资金支持。中国证监会亦支持房企股权融资，反映内地当局正从银行贷款、债券及股权融资三大渠道改善开发商的财务和流动性状况、以保交楼和项目完工，引导市场预期好转，稳定房地产市场的表现。

再者，相比欧美先进经济体正在收紧财政和货币政策，内地通胀压力温和及其较佳的财政纪律均为其目前宽松宏观政策措施提供空间，有利于推动整体经济从疫情中逐渐复苏过来。加上内地当局正迈向高增值和高品质方向发展，落实双循环战略，并促进创新科技发展，消费和服务业发展成为推动内地经济增长的主要动力，支持其返回中长期发展之路，预期2023年内地经济增长将达5.2%左右，通胀则维持温和于约2.2%。

内地通胀率



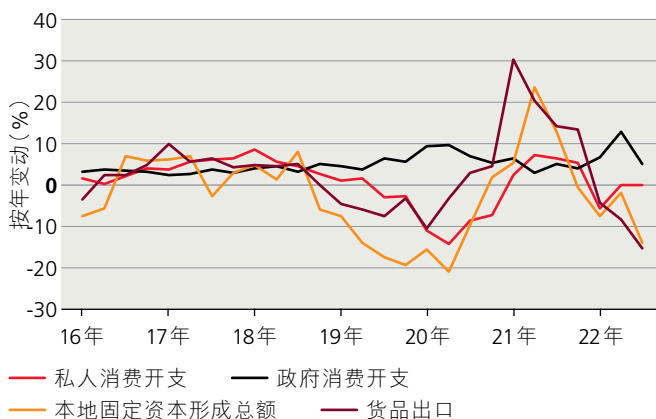
资料来源：国家统计局，数据截至2022年12月29日

香港经济展望

香港经济有望从疫情和外围不明朗中加快复苏

2022年，香港作为小型开放经济体，难免受到外围因素，如全球经济低迷、利率迅速上升、美元汇率走强、地缘政治局势等所影响，加上2022年上半年疫情升温，特区政府大幅收紧防疫措施，包括取消大型活动、餐厅堂食限制及酒吧停业等，对消费和营商信心等均带来沉重打击，拖累首季香港经济均陷入负增长，平均按年收缩3.3%。

本地生产总值主要开支部分

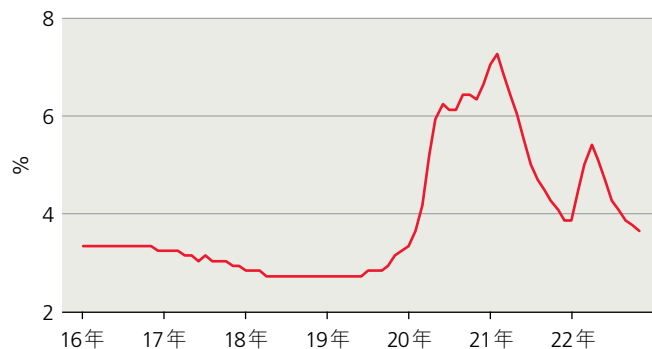


资料来源：香港政府统计处，数据截至2022年12月29日

具体而言，2022年消费和投资表现明显落后。私人消费继第一季按年收缩后连续两季出现停滞，受年初严格的疫情防控措施和2021年发放消费券的高基数影响。本地固定资本形成总额则连续四季按年收缩，且跌幅较大，2022年第三季更录得14.3%按年下跌，料与本地疫情、全球经济不明朗、环球金融环境趋紧及资产市场调整等有关。对外贸易方面，疫情缓和全球经济加大对内地制造业商品的倚赖复归正常，经济复常带动对服务需求的释放，以至全球经济前景转趋黯淡等，首季实质货物出口均录得9.7%跌幅，较货物进口9.5%跌幅略大，惟服务出口表现略优于服务进口，令净出口不致拖累整体经济表现。

然而，特区政府已于2022年4月底起分阶段放宽防疫措施，例如堂食每桌人数限制、宴会人数上限及餐厅营业时间等，于12月底宣布取消口罩令以外，几乎所有防疫措施，并快将与内地通关，势将带动本地经济活动更全面重启，推动就业市场复苏，失业率从高位回落，2022年8至10月失业率录得3.8%，较2至4月高位低1.6个百分点。

香港失业率



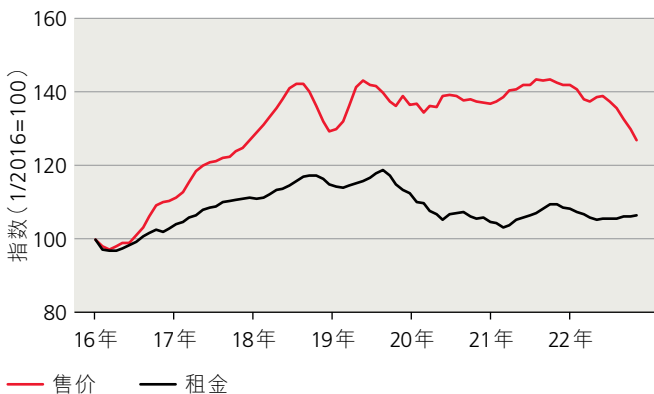
资料来源：香港政府统计处，数据截至2022年12月29日

此外，本地资产市场受到环球金融环境趋紧影响而有所转弱。2022年以来，环球主要央行以数十年来最快速度收紧货币政策，不单加大金融市场的波动，也增添了房地产市场下行的压力。其中美联储累计加息425个基点，港元同业拆息(HIBOR)亦跟随上涨，1个月及3个月HIBOR较2021年底高至少约400及450个基点；香港商业银行于2022年9月起亦累计上调最优惠利率62.5个基点。在预期未来美联储将进一步加息下，香港大型银行最优惠利率亦料将跟随于2023年至少上调至6.125%水平，往后香港加息的步伐将视乎美联储货币政策取向。在息率上升，经济前景不明朗下，2022年11月私人住宅售价指数较2021年底下跌13.8%，惟相对其他资产类别仍尚算平稳。



宏观经济

住宅售价及租金指数

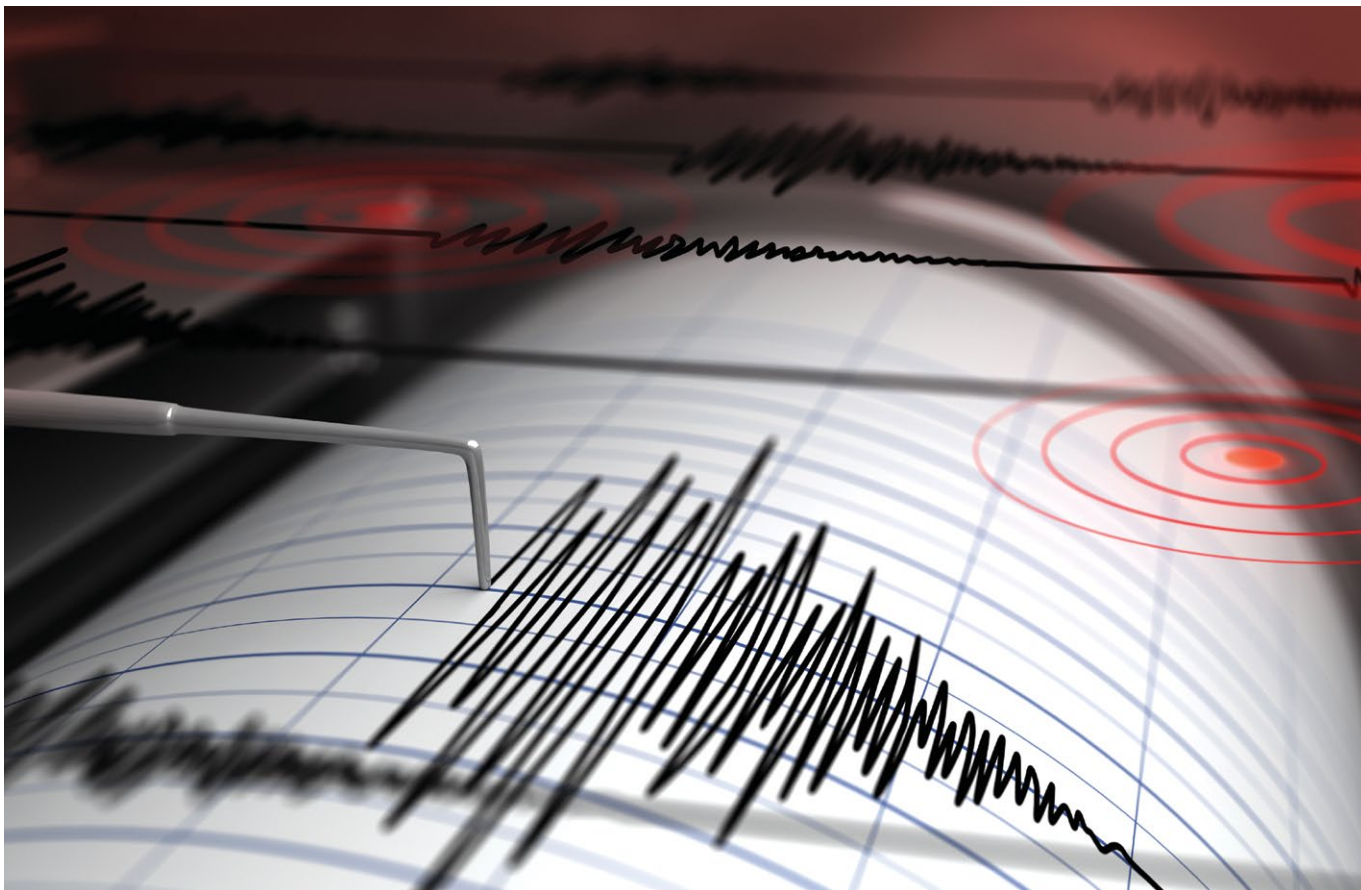


资料来源：差饷物业估价署，数据截至2022年12月29日

展望2023年，香港与内地免检通关落实在即，加上若特区政府推出新一轮逆周期措施的话，将有利香港整体经济及众多旅游和零售相关行业早日全面复苏，失业率有望进一步回落，经济表现再上新的台阶。同时，行政长官于施政报告提出了多方面招商引资引才，强化竞争力，以及对接国家战略，增强发展动能的措施：包括引进生命健康科技、人工智能与数据科学、金融科技、先进制造与新

能源科技等策略产业的重点企业；积极优化原有的或开展新的输入外来人才计划以在全球范围争夺人才；充分把握「十四五」规划、大湾区建设和「一带一路」倡议等国家战略带来的种种机遇，特别是提升香港融资平台国际化、强化最大离岸人民币业务中心优势、加强互联互通、发展绿色和可持续金融等，以至发展「北部都会区」等项目，既可推动创新科技和基础建设的发展，亦可解决房屋和土地短缺的问题，成为驱动香港经济的新引擎。因此，预期2023年香港经济表现将较2022年为佳，或可达到3.5%左右，通胀压力则维持温和。

住宅楼市方面，目前香港经济前景仍受不明朗因素困扰，加上香港银行将进一步加息等，短期内难免会影响楼市气氛。然而，本轮加息周期的幅度大大低于1970至1980年代大幅加息。若本地经济加快复苏，在放宽跨境限制和特区政府招商引资引才等措施的带动下，料可强化经济活力，推动人口流动转趋平衡，加上按揭贷款审慎措施有效控制过度借贷，短中期房屋政策及楼市供应保持稳定等，料可有助缓和住宅楼市下行的压力，预期2023年香港私人住宅楼价仅温和调整。



镜花水月

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪

东亚银行财富管理处投资策略师 | 陈伟聪

东亚联丰投资团队



股票

东亚银行财富管理处首席投资策略师 李振豪

镜花水月

上季标题是《角力》。成功预测欧美股市首3季大跌后第四季将出现技术性反弹，中期大选前美股将出现歌舞升平之象，但战事、加息及经济衰退风险仍盘踞市场。资金大幅流窜拖拉走势，形成急速且大幅波动，当中能源、原材料、必需品、医疗护理及公用板块表现将优于大市。成熟股市在危与机、好与淡争持中度过。结果与过去预测大致相若。

本季标题是《镜花水月》，比喻良辰美景总是虚幻不实的。去年首3季各地指数大幅下跌后资金开始积极吸纳，各地股市上季出现明显修复。俄乌战事淡化及各央行加息步入尾声，中国放宽抗疫政策都为市场带来无限憧憬。但否极泰来并不代表一蹴而就，战事阴魂不散，能源价格恒温犹存，通胀高企未言加息结束，中国防疫成效仍有待观察。以为拿捏大好形势，最后发现身处虚幻的美景之中。

基本分析：全球股市如履薄冰

上季分析去年美股首3季表现是过去50年来第二差的年份，预测第四季将出现反弹，但不代表脱离颓势。基本风险因素没有逆转，指数只是朝向改善方向（详情可参阅上季《股票》章节）。结果第四季主要美股指数上涨5.78至15.59%，承压较大的纳指只轻微下跌0.74%。同样状态出现在全球22项主要股票指数，参考去年第四季及年内表现结果如下：



指数	第四季 (%)	年内 (%)	指数	第四季 (%)	年内 (%)
MSCI 世界股票	9.52	-19.39	法国 CAC	22.58	-14.89
MSCI 美国	6.79	-20.65	英国富时 100	17.34	-9.56
MSCI 欧洲	9.90	-11.33	日经 225	11.17	-20.38
MSCI 日本	3.68	-7.97	南韩 KOSPI	22.05	-26.59
MSCI 亚洲除日本	10.46	-21.92	恒生指数	14.45	-16.32
MSCI 新兴市场	9.02	-22.50	沪深 300	4.40	-28.17
标普 500	7.23	-19.33	台湾加权	10.31	-29.18
道琼斯工业平均	15.59	-8.63	新加坡海峡时报	11.48	4.94
纳斯达克 100	-0.74	-32.90	印尼雅加达	-4.80	-4.61
罗素 2000	5.78	-21.57	印度 NIFTY	3.78	-29.16
德国 DAX	24.96	-17.86	马来西亚吉隆坡	10.83	-11.41

资料来源：彭博，数据截至2022年12月23日

以年内出现双位数跌幅后第四季又出现双位数升幅作为「大幅波动」的指标，22项中有8项符合条件，全数为欧洲及亚洲股市。反映去年全球高通胀及持续加息，高利率加上美元独大对欧亚市场冲击较大，但当利率流传见顶及美元回软后，两区反弹力亦较美股更强。

上季升势能否延续至今年？资金流向呈现出不同的解读。根据美国投资公司协会提供的美国注册投资基金资金流动数据¹，资金总体(包括股票、债券、商品及混合类)年内流出约3,827亿(美元，下同)，股票类却流入150亿，反映其他类别才是重灾区(例如债券)。

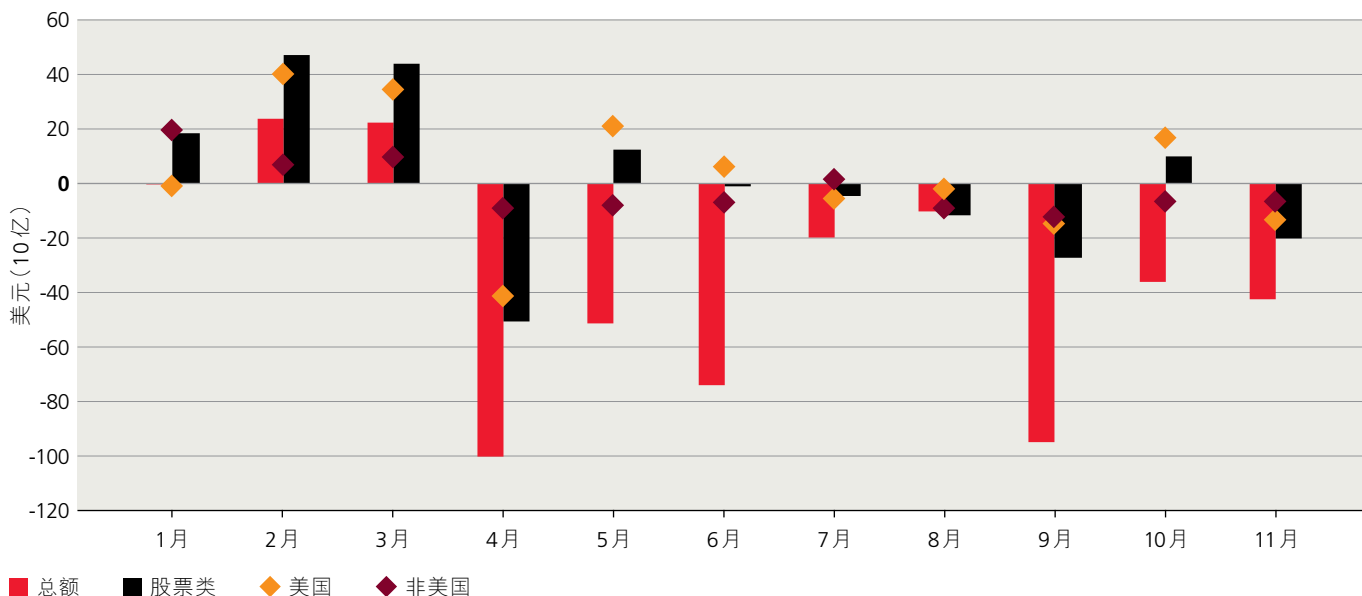
月份数据呈现出另一个分析角度。不论总体或股票类资金流入主要集中首3个月，俄乌战事爆发刺激避险情绪笼罩全球，资金明显流出各项投资基金，尤其4月战事之初及9月美联储再次大幅加息75点子及下修经济预测至衰退边缘，加剧恐慌情绪。及后股价类中只有5及10月出现正流入，反映高风险投资者在股市大跌后轻微趁低吸纳，但发现结果徒然后再度沽货离场。幸好同期股票类占总额比例偏低，反映投资者即使集体流出套现，但股票类并非首选。

再把股票类分拆为美股及非美股类，结果与上述相若，美股类在5、6及10月录得流入，非美股类更只有7月单月流入，其他月份全线下跌。而年内美股类录得382亿流入，非美股类却录得232亿流出，走势大相径庭，反映资金仍对非美股市却步。

资金流反映投资者行为，CNN提供的「恐慌与贪婪指数」(Fear & Greed Index)反映投资者情绪²。指数由0至100划分出5个区域，数值最少为「极度恐慌」而最大为「极度贪婪」。当指数处于两大「极度」区域时，投资者受情绪及偏见主导，非理性作出投资决策，亦是信奉「人弃我取」这相反理论信徒的出手时机。

截至12月24日，指数显示由1个月前「贪婪」区域(数值62)跌至「恐慌」区域(数值39)，反映投资者由亢奋跌入恐惧的情绪摇摆，与全球股市走势相若，但仍存有适度理性或并非相反理论策略的最佳时机。

2022年美国注册投资基金资金流数额



资料来源：美国投资公司协会，数据截至2022年12月27日

¹ 见美国投资公司协会网站，<https://www.ici.org/research/stats/weekly-combined>

² 见CNN网站，<https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>

股票

综合分析，未来全球股市走势基本预期如下：

- 承受较高风险投资者去年5及10月入市后损失，最后稻草折断令投资者情绪短期内难以趋向乐观，或对后市心存警惕。最多只是逃出最差空间，股市大幅下跌机率不大，但并非乐观而大幅入市。止跌不等于升势，信心及资金缺乏下预期全球股市走势仍是步履蹒跚；
- 年内最大流出资产并非股票，甚至录得正流入，反映战事影响虽大，但复合加息冲击下其他资产（例如债券）投资者恐慌较投资股票更大。短期内经济数据影响利率走势将主导资金流，尤其中国经济反弹与欧美经济放缓如何取得平衡，静观其变将取代上季亢奋的升势；
- 非美市场投资者没有因反弹浪而追入，只是较美股放慢抛售步伐。资金流数据可能部份受本土偏好（Home bias）影响，但不能否定全球持续跌势中投资者对美股信心较大。预期各央行仍以美联储为马首是瞻，放慢并非停止加息步伐，美息带动美元在高位徘徊将延续美元资产去年的强势，成熟市场中美股表现较为可靠。

美股：镜花水月

指数分析：苦尽才甘来

本季《宏观策略》已剖析未来美国经济放缓的各方数据及分析，在此不再累赘。但是次经济放缓较最近两次2001及2008年最大分别是起源及解决方法，亦预期美股走势将与前两次截然不同。

2001年源于科技热潮孳生缺乏盈利的企业，只要与科网有相关的股价都可扶摇直上，高估值潜伏泡沫爆破风险。2008年源于金融工具创新，低利率加持资金投入复杂衍生工具，但缺乏监管下野蛮生长，最后造成环球金融灾难。过去两次美联储都是扮演拯救世界的角色，美股随即上升。但今次是美联储刻意酝酿放缓，甚至可能是始作俑者。原因为何？相信主要与通胀有关。

分析前两次及去年经济数据其实已找到端倪。数据表列如下：

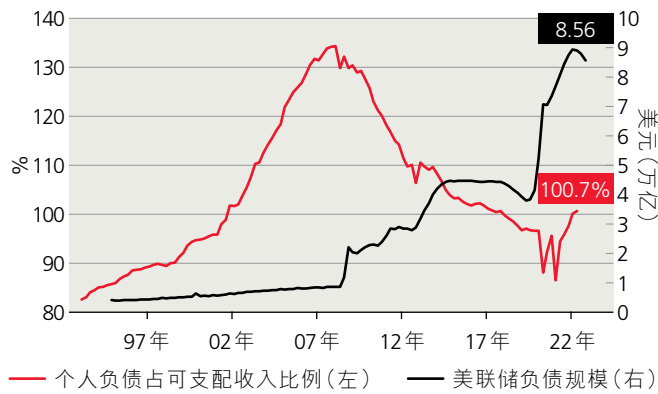
经济数据	2001年 变化(%)	2008年 变化(%)	2022年 变化(%)
GDP(按年)	2.9降至0.2	2.2降至 负2.5	5.7降至1.9
CPI(按年)	3.4降至1.6	4.1降至0.1	7.4升至 7.11
联邦利率 (名义)	6.50降至 1.75	4.25降至 0.25	0.25升至 4.50
联邦利率 (实质)	3.10降至 0.15	维持0.15	负7.15降至 负2.61

资料来源：彭博，数据截至2022年12月28日

美联储最主要的职责是制定及执行货币政策，透过调控基准利率和货币流通量以维持美国通胀、就业及经济增长稳定。过去两次美联储透过宽松货币政策填补经济缺口，包括减息及大量购入国债。2001年联邦利率由6.5%降至1.75%，减幅4.75%，而2008年由4.25%降至0.25%，减幅4%。当时美联储不担心通胀蚕蚀消费者购买力或企业投资，因就算减息后实质利率仍是正值，有利经济自行复苏，两次结果皆约在1年后经济增长回复正轨，美股扶摇直上。

去年美国通胀持续上升并在40年高位徘徊，未有战事爆发前实质利率已出现负值，及后通胀攀升迫使美联储追赶加息，成功控制通胀升至9.1%后见顶回落。但负利率仍维持在2.61%，唯有继续加息才能引导经济原生性增长（详情可参阅《宏观策略》章节）。另一大问题是美联储的负债规模去年已升至约9万亿，而千禧年代当时不足1万亿。今天政府负债占国内生产总值(GDP)比例超过137%，仅次于日本排行全球第二，比当时不足70%风险明显更高，反映「缩表」已迫在眉睫。如美联储就手旁观，相信爆破后再补救的社会成本比今天「自行了断」更高，亦解释去年美联储自被市场诟病所谓「Behind the curve」忽然转「鹰」至「Beyond the curve」。加上个人负债占可支配收入比例由2008年有纪录高峰约134%持续下降至约100%，反映民间对经济衰退韧性较好，持续加息可能推升该比例，但对整体经济影响仍属可控，为美联储「缩表」同时加息，双管齐下方式收紧流通性建好基础，但流动性收紧不利未来美股走势。

个人负债占可支配收入比例及美联储负债总额



资料来源：彭博，数据截至2022年12月28日

相信美联储明白问题核心源自俄乌战争，货币政策并非解决战争方案，初期唯有被动地观察通胀反应。直到食品及能源价格飙升开始传导至核心通胀，主席鲍威尔便不能坐以待毙。最近似今天状况是80年代初，时任美联储主席沃尔克大幅加息藉以压制能源危机引发的通胀（详情可参阅上季《债券》章节）。今天美联储希望重拖故技，自行酝酿一个事先张扬的衰退，参考最近3次美联储连续向下修订经济预测至0.5%盛衰边缘可见一斑。虽然沃尔克操作最后通胀未有预期般下跌，但仍是今天两害取其轻的权宜之计。何况衰退与否是由全国经济研究所(NBER)一锤定音，就算去年第一及二季美国按季GDP连续两季出现负增长(负1.6及负0.6%)，NBER列出它对「衰退」的定义³，并明确表示当时美国没有衰退⁴。NBER背书下美联储更执意并排除万难都要紧缩货币政策，纠正多年量宽遗留的祸根，投资者更不应奢望美联储仿效过去两次以「联储局认沽期权」(Fed put)拯救美股。



放弃为衰退定义咬文嚼字，分析过去按季GDP走势对美股影响较为实际。过去50年连续两季或以上按季GDP出现负值及当季标普500指数表现如下：

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

资料来源：彭博，数据截至2022年12月28日

³ 见全国经济研究所网站，<https://www.nber.org/research/business-cycle-dating/business-cycle-dating-procedure-frequently-asked-questions>

⁴ 见商业内幕网站，<https://markets.businessinsider.com/news/stocks/economy-nber-will-not-declare-official-recession-gdp-growth-jobs-2022-8>

股票

数据显示过去50年符合条件的共出现7次，连续两季出现负值有5次，连续出现3及4季只各1次，暗示今年即使衰退，超过70%机会只连续两季。按季GDP跌幅平均值及中位数分别是负5.1及负3.7%，两者相差偏高，加上标准差为6.8%，暗示波幅比平均值更大；最小及最大跌幅分别是-0.5及-29.9%，反映极端的分布扭曲预测可靠性。如剔除最大及最小值，平均值及中位数分别是负3.8及负3.7%，标准差下跌至2.5%，修正后反映美国按季GDP出现约负3.7%机会较大。

数据显示股指表现却相对较清晰。按季表现平均只有负0.3%，中位数更出现正回报5.5%，看似经济负增长对股市影响不大，但同样地标准差高见15.5%，暗示当负增长出现时，股指波动将非常大，或取决于触发衰退的原因，例如2008年金融灾难引发全球性衰退，其影响力是数据中最长及幅度偏大；其次是1974年石油危机，当时股指出现有纪录中最大单季跌幅负26.1%。以正负值次数及最大与最小值分析，结果非常平均，正负次数比例是9比8，最大与最小值分别是正21.6及负26.1%，反映值博率非常接近，未分高下。

考虑经济结构转变与现今状况相关性，把数据浓缩至千禧年后，分析结果如下：

指标	GDP(按季%)	股指变化(%)
平均	-6.6	-6.2
中位数	-3.4	-10.3
标准差	9.8	15.8
正值数量	0	2
负值数量	8	6
最大值	-0.6	20.0
最小值	-29.9	-22.6

资料来源：彭博，数据截至2022年12月28日

结果显示除中位数，GDP按季变化在各项指标中都转差，反映千禧年后每当经济出现衰退，情况将较过去50年严重。股指各指标分析亦较悲观：

- 3次案例中共有8季负增长，当中有6季为负值，下跌机率升至75%；
- 跌幅为6.2至10.3%之间，明显比整体数据分析差；

- 标准差与整体数据相若，最大与最小值趋向平衡(约正20与负23%)，反映千禧年后极端结果的值博率相若。

调整数据后分析结果显示美国按季GDP好大可能跌约3至4%，当时美股下跌约6至10%。

本季《宏观策略》阐述大部份分析都认为美国今年好大机会出现衰退，但预测程度各异。根据同样数据但以衰退程度划分，分析结果如下：

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

资料来源：彭博，数据截至2022年12月28日

数据显示17个季度中按季GDP出现负3%以上共有10次，机率近60%。股指表现方面，单季出现双位数下跌次数随著GDP跌幅递增。当跌幅2%以下或4%以上时，股指平均变化不大。但当跌幅在2至4%区间，股指跌幅明显高过其他水平(约9%)。根据上述分析，美国按季GDP较大机率下跌约3%，美股则下跌约9%，与刚才分析十分相近。

衰退过后第一季，股指是否向好？同样数据中7次衰退后第一季表现如下：

日期	GDP (按季 %)	股指变化 (%)
30/06/1975	2.9	14.2
31/12/1980	7.7	8.2
30/06/1982	1.8	-2.1
30/06/1991	3.2	-1.1
30/09/2009	1.5	15.0
30/09/2020	35.3	8.5
30/09/2022	3.2	-5.3
平均	7.9	5.3
中位数	3.2	8.2
标准差	12.2	8.2
正值数量	7	4
负值数量	0	3
最大值	35.3	15.0
最小值	1.5	-5.3

资料来源：彭博，数据截至2022年12月28日



衰退后第一季GDP按季表现预期中亮丽，平均升幅约8%，最少约1.5%。就算剔除2020年极端数据，平均升幅都有约3.4%。股指变化较衰退时稳定，平均及中位数为约5至8%，与标准差相若。虽然正负次数比例相若，但最大与最小值明显偏向正回报，反映值博率偏高。简单而言，当经济真正出现衰退时投入美股，数季后美股升幅较明显及可靠。

行业分析：衰退中寻宝

同样分析套在标普500中11项行业分类指数，但因为行业数据始于1989年，同时抽取GDP连续两季按季负值的次数只有4次(1990、2008、2020及2022年)。整体数据分析并以颜色方格为指标中首3名表现最佳行业，例如平均值最高、标准差最低、负值数量最少及最大值最高(同分者都配以颜色方格)，结果如下：

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

资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

股票

行业表现中平均及中位数较高同时标准差又较低的是必需品消费及健康护理，亦是普遍预期在衰退时防守性股份表现较好。所有行业正负回报机率相若，但最大与最小值差距明显，极端比例(最大除最小值)显示必需品消费、健康护理及非必需品消费值博率较高。

同样以衰退程度分析，并以颜色方格为指标中首3名表现最佳行业，结果如下：

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

资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

刚才在指数分析中表现最差集中在按季GDP下跌2至4%区间，但行业分析结果显示双位数跌幅次数随衰退程度递增(红色字体)，反映当GDP跌幅愈大，行业表现普遍愈差。所有行业正负回报机率相若，最大与最小值差距同样较大，值博率偏低分别是房地产、工业及物料等周期性股份，吻合传统分析的结果。综合指标表现中，必需品消费、健康护理、科技及非必需品消费是行业最佳。

衰退后第一季表现分析并以颜色方格为指标中首3名表现最佳行业，结果如下：

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

资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

分析结果与传统认知相若，当经济见底反弹时，周期性行业跑出。平均及中位数最佳表现是工业、金融及非必需品消费。正负值次数非必需品消费全胜(4比0)，极端比例结果中，这3大行业更是明显抛离其他行业，反映经济反弹与衰退时资金流向同样集中，有利制定股票策略。

最后，以上3大分析11个行业分类指数中得到颜色方格次数结果如下：

指标	能源	公用	必需品消费	健康护理	工业	金融	物料	房地产	科技	非必需品消费	通讯
整体数据	2	4	7	5	0	2	0	1	3	2	0
衰退程度	0	1	0	1	7	3	4	2	0	7	0
衰退后第一季	4	2	5	5	2	4	0	2	3	5	0
最终结果	6	7	12	11	9	9	4	5	6	14	0

资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

首5名得分最高行业依次序分别是非必需品消费、必需品消费、健康护理、工业及金融。以衰退为主题的投资策略中必需品消费及健康护理行业跑出实属正常，而非必需品消费得分最高反映了该行业在衰退前表现中规中矩，衰退后表现突出，因为美国GDP结构以内需为主导，经济反弹大多受国内消费支持，尤其偏重非必需品消费，所以资金追入该行业分类指数实属合理，工业及金融亦是传统周期股份之选。

综合分析，掌握投资时间在衰退期的行业投资策略中十分重要。初阶应集中在防守型股份，数据上必需品消费及健康护理为首选。当经济逐步回暖，周期性股份开始见底，分段分时吸纳周期性股份并等待经济走出困境，尤其非必需品消费表现料将傲视同侪。

估值分析：调整后才见吸引

截至12月28日，标普500指数预测市盈率约为17.3倍，与30年平均值17.7倍相若，不算昂贵但未言便宜，加上美国经济前景未明，以此水平入市诱因不大。再细心观察预测市盈率背后的预测盈利更令人诟病。同期指数每股盈利(EPS)为207.27美元，但市场1年后预测盈利为219.16美元，隐含增长率为约5.7%。美联储12月再提醒市场经济将明显放缓，将今年实质GDP增长下修至只有0.5%，各路分析更预期出现负增长(详情可参阅《宏观策略》章节)。再参考纽约联储银行预测1年后美国个人盈利或盈收增长率由去年10月3%下调至11月2.8%，此数据反映预测市盈率中隐含盈利增长率相对偏高或过于乐观。

美国注册投资基金资金流数额



资料来源：美国投资公司协会，数据截至2022年12月27日

以去年12月28日每股盈利207.27美元及标普500指数收市价3,783.22为基准，配合以下假设场景分析：

- 预测市盈率低过长期平均值作为入市准则，分析以30年平均值及每0.5个标准差向下修定至低1个标准差；
- 囊括上述各项盈利预测，以每1%向上及向下修定至正6%及负4%。

股票

以每股盈利为基础，标普500指数各预测水平的矩阵结果如下：

每股盈利： \$207.27	预测市盈率(倍)		
	30年平均值： 17.7	低0.5个标准 差：16.0	低1个标准差： 14.3
每股盈利 变化率(%)	标普500指数预测水平		
6	3,889	3,515	3,142
5	3,852	3,482	3,112
4	3,815	3,449	3,082
3	3,779	3,416	3,053
2	3,742	3,383	3,023
1	3,705	3,349	2,994
0	3,669	3,316	2,964
-1	3,632	3,283	2,934
-2	3,595	3,250	2,905
-3	3,559	3,217	2,875
-4	3,522	3,184	2,845

资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

得出上述不同场景的指数预测并比较设定收市价，指数百分比变化(%)的矩阵结果如下：

指数收市价： 3,783.22	预测市盈率(倍)		
	30年平均值： 17.7	低0.5个标准 差：16.0	低1个标准差： 14.3
每股盈利 变化率(%)	预测指数百分比变化(%)		
6	2.8	-7.1	-17.0
5	1.8	-8.0	-17.7
4	0.8	-8.8	-18.5
3	-0.1	-9.7	-19.3
2	-1.1	-10.6	-20.1
1	-2.1	-11.5	-20.9
0	-3.0	-12.3	-21.7
-1	-4.0	-13.2	-22.4
-2	-5.0	-14.1	-23.2
-3	-5.9	-15.0	-24.0
-4	-6.9	-15.8	-24.8

资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

33个场景中只有3个录出正回报，其余近91%都是亏损。就算上调每股盈利亦改善不了美股弱势，但跌超过20%所谓技术性熊市的机会亦不大，结果中只有7个场景即约21%机率。总体平均回报率为负11.5%，最差场景为

下跌近25%，最佳预测结果只有2.8%。以标普500指数3,783.22点为基础，美股下跌11.5%，即3,348.15点才算合理水平，这亦与上述指数分析吻合。配合适时投资策略，历史上短期经济衰退往往是长期吸纳的机会。

衰退主题外的其他因素

馀温犹存的能源板块

俄乌战事后欧美与俄罗斯在能源领域互相制裁，最新包括欧盟对俄罗斯原油实施进口禁令和G7集团设定的价格上限，俄方亦坚持宁愿减产也不会向实施上限的国家出售石油。表面上制裁窒碍供应，但禁令可通过允许第三方买家使用欧盟海事服务来促进与俄方贸易，价格上限设在现货水平更高的位置，对俄罗斯影响实在隔靴搔痒，对油价影响微乎其微。

根据国际能源署12月报告显示⁵，俄罗斯石油继续全球流动，尽管对欧洲出货量下降43万桶(每天，下同)，讽刺是11月俄方石油出口总量反而增加27万桶至810万桶，为4月以来最高水平。去年11月石油输出国组织+(OPEC+)减产200万桶，但非OPEC+国家连续多月增产，尤其美国、巴西及北海集团，年内增幅达310万桶，完全抵销OPEC+减产的影响。

尽管全球石油需求季节性放缓，但近月石油消耗量持续走高，非OECD地区尤其明显，包括中国、印度及中东。相比之下，OECD石油需求仍然低迷，宏观经济逆风持续，整体取决于经济复苏表现。

去年石油需求全年增长230万桶，今年预期将增长170万桶，达到每天使用量1.02亿桶。随著欧盟对俄罗斯原油进口禁令和G7集团的价格上限生效，预计今年供应将出现大幅下跌。去年全球年度增长470万桶，今年预期只有77万桶，使每天供应量达到1.01亿，令全球供需大致平衡。

虽然油价下跌对面临通胀飙升风险的消费者无疑是喜讯，但国际能源署认为随著冬季过去及预期今年第二季将实现供需平衡，油价再下跌空间不大。对俄罗斯能源供应全面禁运的影响仍有待观察，加上中国放宽抗疫限制料刺激这世界第二大石油消费国的需求更快复苏，不排除再次出现油价上涨的可能性，有利能源行业盈利维持去年水平。

竞争趋向白热化

上季《股票》章节中已分析过去40年共10次中期大选，选举结果执政党失去其中一个议院控制权共出现9次，今次选举结果符合上季预期。

⁵ 见国际能源署网站，<https://www.iea.org/reports/oil-market-report-december-2022>

拜登执政民主党失去众议院控制权，「蓝色浪潮」正式落幕。总统任期下半场料执政民主党将受到共和党在施政上各方阻挠，尤其财政支出上，因共和党经常将高通胀归咎于拜登执政头两年支出方案⁶。尽管拜登已签署《通胀削减法案》⁷，但未来共和党仍可通过其他手段阻止或削弱法案执行，包括新能源产业链、芯片及晶片研发等发展将面临阻力。

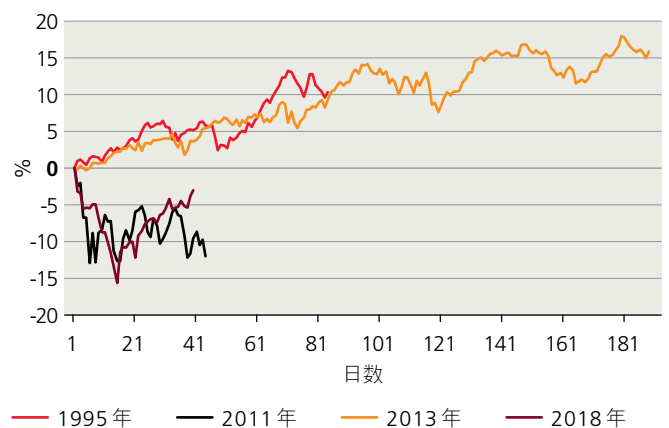
更迫在眉睫的将是债务上限讨论。根据美国财政部演绎⁸，债务上限是国会对联邦政府可拥有未偿还国债数额施加的限制。财政部利用国债来支付到期的票据及未来的投资，但当债务达到上限，联邦政府便失去支付账单和资助项目或服务的能力。但仍可使用国会授权的特别措施暂时中止某些政府内部债务，使在达到上限后限内为项目或服务提供资金，避免债务违约。虽然美国从未违约，尚未清楚相关负面影响，但相信会对美国甚至全球市场带来灾难性影响。

近代两党因债务上限(连带财政预算案)争论导致政府停摆，甚至影响主权评级屡见不鲜：

- 1995年时任总统克林顿任期内共和党控制参众两院，并在减税及医疗拨款等经常针锋相对。当年11月政府首次停摆5日后又在12月停摆21日，最终翌年3月达成共识并设定上限为5.5万亿美元⁹；
- 2011年8月两党争辩导致标准普尔首次将美国政府信用评级由AAA下调至AA+。时任总统奥巴马最终同意10年内削减超过2万亿美元支出以结束危机¹⁰；
- 2013年1月时任总统奥巴马与共和党再次对峙。共和党反对上调债务上限，目标是废除当时奥巴马政府标志性的《平价医疗法案》，最终在大幅修正法案并抗攘至10月才结束¹¹；
- 2018年12月，民主党拒绝在兴建美墨边境围墙的57亿美元拨款上达成共识，迫使政府进入局部停摆。直到翌年1月时任总统特朗普让步并签署不包括围墙费用的政府预算案。这次停摆长达35日，成为美国史上最长的停摆¹²。

根据上述近4次美国政府停摆，期间标普500指数表现两极：1995及2013年持续走高，相反2011持续弱势，虽然2018年事件中指数曾出现反弹，但完结前仍低过最初水平。结果显示没有偏袒于政党，但持续时间较短反而对指数不利。

美国政府停摆期间标普500指数变化



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

截至12月28日，联邦债务总额达31.32万亿美元¹³，料在年内达到2021年12月设定约31.4万亿美元的上限。共和党有意在执掌众议院后将提高债务上限与削减政府支出捆绑起来，包括削减社会保障及医疗补助计划等，料拜登政府将积极反抗。但两党相争，受害的是美国经济及民生。

民情上共和党或在妇女堕胎权、枪支管制等较争议性法案上拖垮民主党执政，迫使拜登政府将重心转移至外交，对外强硬姿态继续成为政策主轴，例如中美关系恶化。

经济碎片化有利政策套戥

「去全球化」概念已成为投资策略中不能忽视的因素，根据OECD数据显示，国际贸易限制对各主要经济体都没有好处，实质GDP影响各异但以东南亚地区影响较大，毕竟该地区仍是以出口为主的经济体占比较大。

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

⁷ 见民主党参议院网站，https://www.democrats.senate.gov/imo/media/doc/inflation_reduction_act_one_page_summary.pdf

⁸ 见美国财政部网站，<https://fiscaldata.treasury.gov/americas-finance-guide/national-debt/>

⁹ 见美国政府问责署网站，<https://www.gao.gov/products/aimd-96-130>

¹⁰ 见CNN网站，https://money.cnn.com/2011/08/05/news/economy/downgrade_rumors/index.htm

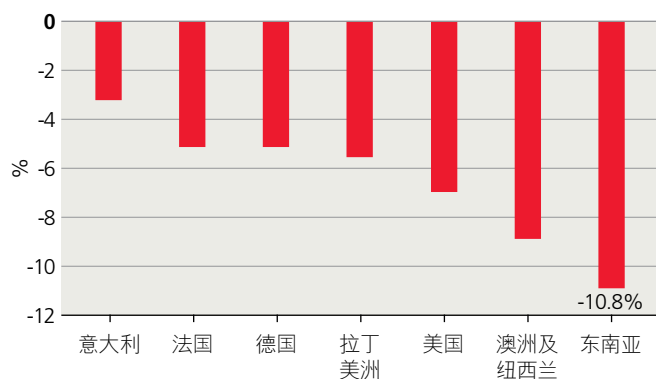
¹¹ 见CNN网站，<https://edition.cnn.com/2013/10/16/politics/shutdown-showdown/index.html>

¹² 见BBC网站，<https://www.bbc.com/zhongwen/trad/world-46846441>

¹³ 见美国财政部网站，<https://fiscaldata.treasury.gov/datasets/debt-to-the-penny/debt-to-the-penny>

股票

国际贸易限制对实质 GDP 影响



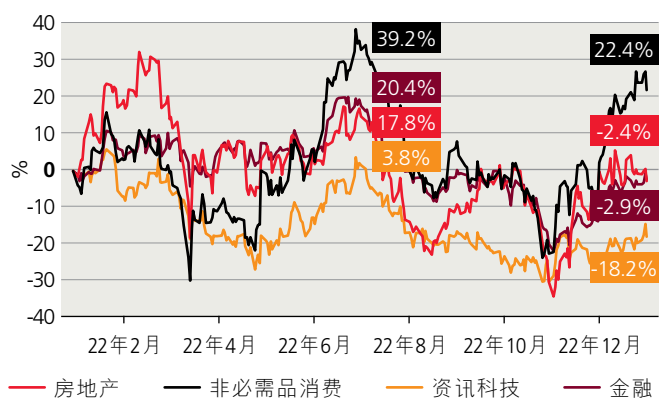
资料来源：经济合作暨发展组织，数据截至2022年11月22日

俄乌战事后各国领导人眼见参与国不惜一切地互相制裁，其他国家除了保持中立，亦不想坐以待毙，促使各国突破地理上局限，以意识形态、经济结构，甚至民化历史互相吸引，同时排斥异己，引伸出「经济碎片化」的新秩序（详情可参阅上季《宏观策略》章节）。有危有机，当中经济脱钩造就政策套戥 (Policy arbitrage) 的投资机会，参考例子如下：

- 房地产：中国人民银行及银保监会去年11月发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》(简称「金融16条」)，及于12月中央经济工作会议中发出确保房地产市场平稳发展讯息，与2020年中国政府为针对房地产企业债务风险提出的「三条红线、四档管理」监管要求成强烈对比，货币政策逆转有利资金重投中国房地产板块。相反，美联储多次强调遏抑通胀为重中之重，未达到2%目标前货币政策将持续紧缩。全美住宅建筑商协会 (NAHB) 房产市场指数去年12月为31，距离5年底部30(2020年4月) 只差一线，指数低过50为发展商趋向悲观；
- 非必需品消费：中国中央经济工作会议中把「内需」放在首项，配合「国内国际双循环」为经济主体，加上预期经济增长在放宽抗疫政策后反弹，料将出现一轮复常后「报复式」消费，有利周期性的中国内需板块。相反，美国上市的国际企业，尤其过去盈利丰厚的金融及科技公司，都提出不同的裁员计划，目标大多为中层职位。加上冷却房市将带来逆财富效应，减低中产可支配收入将影响美国本土消费。

- 资讯科技：中央经济工作会议其中一项重点是支持平台经济发展及创新，更重要是「走出去」在国际市场大显身手。相比2020年时在科技金融、民生相关的科企提出不同领域的行业整改，防止行业野蛮生长。今天政策出现明显逆转料将有利中港科技板块。相反，欧美科技企业在资金充裕时可在研发部门 (R&D) 投入大量资源，但发现回报未如理想 (例如「元宇宙」产业)，加上美联储收紧货币政策，唯有尽快止蚀离场。另外被中国拒诸门外的虚拟货币市场出现大型违规事件，将窒碍行业发展。
- 银行：近10年欧美央行利用宽松货币政策以刺激经济增长，但遮掩核心问题，例如企业及个人高杠杆，游资投入资产市场 (例如房市、股市) 而非实体经济，银行业当然受惠其中。相反，中国经历过2008年的教训，近年来坚持不会「大水猛灌」，产生出「定向降准」等以对症下药的货币政策，更重要是2020年大规模进行去杠杆，全球大幅加息前先为经济动「大手术」，确保经济在大风浪中平稳发展。今天欧美金融业当然受惠息差上升，但更大风险是违约率递增。当经济步入衰退，更高利率都不敌「落雨收遮」的传统银行操作，再高利率都无福消受。

中美各行业分类指数比例变化



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

以MSCI提供的中国行业指数与标普500行业分类指数走势作比例呈现，例如MSCI中国金融指数除以标普500金融指数，比例走势愈高反映中国金融股表现较佳，反之亦然。结果显示由去年11月起4大行业 (资讯科技、金融、房地产及非必需品消费) 走势表现中，中国比美国指数表现更佳。虽然资讯科技、金融及房地产表现仍较年初落后，但近月升势凌厉，较年内高位仍有超过20%空间。非必需品消费较年初已高出超过20%，比年内高位仍有约17%空间。

「东升西降」可能在政策反差上更好呈现，透过政策套戥寻找利润空间亦视作另类的股票投资策略。

东亚银行财富管理处投资策略师 陈伟聪

香港及内地股市展望 — 冬去春来

去季大市来回地狱人间 国内政策转向造就绝地反击

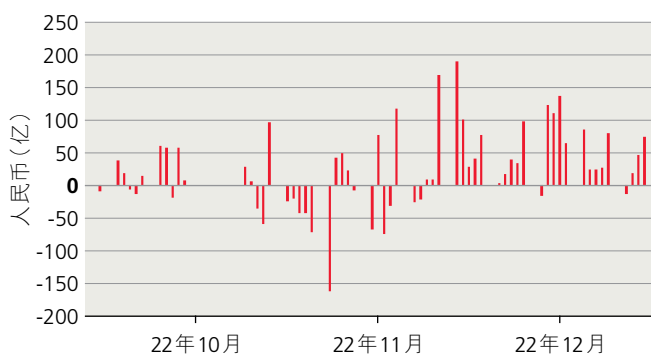
去年第四季，中港股市走势峰回路转，10月内地召开「中共20大」后惹来市场担忧新任经济团队的专业与经验，以及是否继续以推动经济增长作为发展重心，加上国内经济数据因疫情封控影响急转直下，触发外资大举减磅中资股。另一边厢，美联储的激进加息之路未见尽头，10年期美国国债收益率一度抽升至4.3%，同时美元屡创近年新高，离岸人民币曾跌至7.5水平，均导致港股「一沉百踩」。恒生指数期内最低下试14,597点，创2009年以来新低，按月跌幅高达15%。内地A股表现虽较港股坚挺，惟上证综合指数及沪深300指数也分别下挫4.6及7.8%。正当市场气氛充斥著绝望和恐慌，认为港股正堕进万劫不复的深渊之际，又有谁人可以料到当刻可能已经是漫长黑夜之尽头，破晓就在顷刻之间？

上期本栏的主题为「静待黎明」，意谓在情绪极度恐慌的熊市末期当中，投资者更须冷静沉稳，静待黑夜尽头之曙光，亦即是恐慌性抛售过后人弃我取的机会。上季曾提及港股估值已处于历史洼地，动量技术指标亦属极端超卖，物极则必反，只待数个转捩点出现就将成为好友绝地反击之时机，现在回望结果也相差无几。

首先，11月美国最新公布的通胀数据显著回落，确立通胀见顶预期。美联储官员「鹰姿」稍作收敛，开始释出放慢加息讯号，此后美元汇价及美国债息从高位迅速回落，为港股反弹行情揭开序幕。其后美国中期大选结果与预期相若，中美元首于G20峰会前举行会晤成果亦正面，双方共同传达避免对抗冲突的立场，台海紧张局势短期得以降温，也是此轮港股估值向上修复的重要助燃剂。当然，中港股市得以绝处逢生，国内政策之修正及加持最为功不可没。在防疫政策上，中央先后发布「优化防控20条」及防疫「新10条」，删去动态清零的表述，其后更将新冠病毒的防控标准从「甲类」降级为「乙类乙管」，并不再对确诊者或密切接触者实施强制隔离，变相与外国的抗疫政策逐步接轨，令市场憧憬复常之路指日可待。此外，过去一年不断缠扰市场的内房债务问题也随著多项支持政策推出而渐见缓解，当中以提供银行授信、担保发债及股权融资的「三箭齐发」最为震撼，为财困房企及时补充流动性，避免骨牌式无序违约继续发酵。

随著以上各个转捩点逐步显现，中港股市于11月初起大幅反弹，截至12月29日，恒生指数、恒生科技指数、上证综合指数及沪深300指数分别从低点回升34、44、6及10%，远胜欧美股市同期表现。另外根据沪深港通北向资金数据，11及12月（截至19日）别录得762亿及797亿人民币之净流入，大举扭转10月录得237亿净流出局面，反映海外资金正密集加仓配置中资股，象徵市况曙光初现。

沪深股通北向资金净流入



资料来源：AASTOCKS.com，数据由2022年9月16日至2022年12月19日

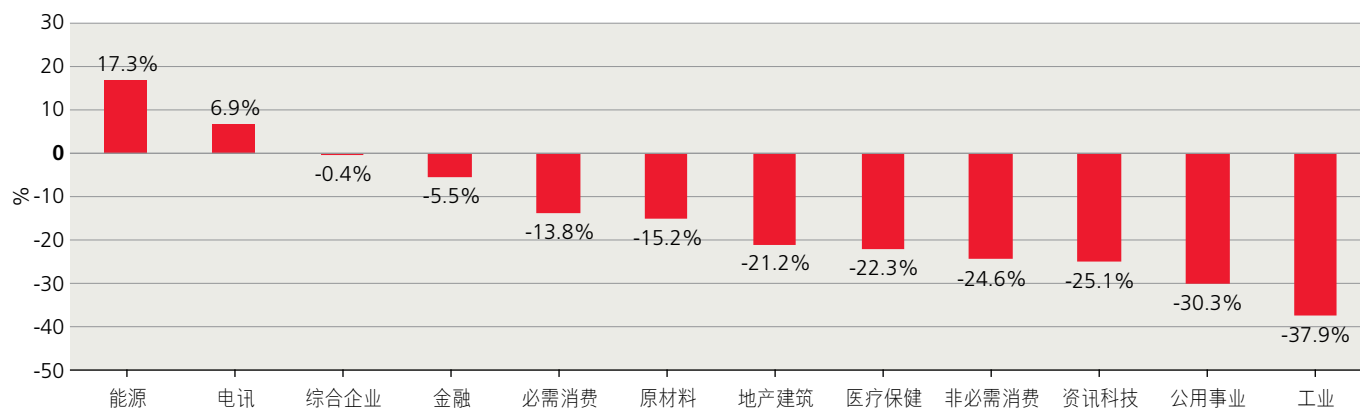
摆脱极端漫长熊市 今年料迎来和煦春天

过去两年中港股市经历的熊市，调整行情不论以深度还是时间长度计算均已是历史级别。期内MSCI中国指数自2021年2月高点下跌至2022年10月低点，跌幅高达63%，属2008年金融海啸之后的最深跌浪。下行周期达621日，更是近20年来最长的熊市。从港股分类行业表现看，截至2022年12月9日，除能源业与电讯业外，其余各个分类行业指数年初至今均录得跌幅，当中工业、公用事业、资讯科技业及非必需消费行业表现最为差，下跌幅度介乎24.6至37.9%。

经历过极端严寒的冬天后，我们相信2023年中港股市将迎来和煦的春天。受惠内地疫后经济重启、国策方向稳增长优先、房地产风险化解、中概股审计检查进度理想、美国通胀及利率见顶等潜在利好因素，可望率先推动估值修复，继而企业盈利预测上调，新一轮牛市可能已悄悄展开。当然，中国放开防疫措施初期可能面临感染人数急速反弹的风险，对劳动生产力、社会消费层面或造成一定程度扰动，经济数据乍暖还寒，但对中港股市的影响料短暂而有限，若首季大市出现适度回调，反而是一个逢低做多的时机。

股票

2022年港股各行业分类指数表现



资料来源：彭博，数据截至2022年12月31日

内地疫后复常之路料崎岖 旅游消费航空板块可趁回调吸纳

随著中央政府宣布撤除大部份防疫措施，中国经济重启蓄势待发，被遏抑多时的消费及出游需求料于传统春节旺季爆发性释放。根据网上旅游平台携程的数据，防疫「新10条」公布后，内地机票搜索量升160%，春节前夕（年廿五至除夕）的机票搜索量猛增至三年来最多。虽然最终订购量与搜索量可能存在一定偏差，惟反映国内居民经历过以往几年「就地过年」后，今年春节可回乡度岁的殷切期盼。再者，由于国内城市取消落地检测，并大幅放宽进入旅游景区的标准，例如免除核酸检测要求、调高入场人数上限等，预期沉寂多时的长途跨省游活动将重拾生机。至于针对入境人士的检疫时间，上季先从「7+3」调整至「5+3」，及后甚至完全撤销集中隔离管制，中央政府亦表示将有序恢复国民出境旅游，消息公布后内地主要线上旅游平台的国际机票及海外旅游签证的搜索量瞬即飙升，憧憬国际旅游将于今年次季的清明长假期间强劲复苏。从投资角度

看，最直接受惠的板块包括航空、线上旅游平台、旅游用品相关消费、免税店、澳门博彩、啤酒、餐饮、酒店等，而自11月以来相关股份表现气势如虹，升幅介乎23至114%，大幅跑赢大盘指数。

然而，疫后重启之路往往不是一帆风顺。春节前后大规模人口流动和人员聚集，将极大机会导致感染人数急剧飙升。参考韩国及台湾等地的经验，放松防疫措施后的经济活动大致呈现J曲线，即是开放后短期内因为多人确诊反而会令消费及生产活动暂时下降，待达到疫情高峰后再逐步收复。在这个过渡阶段中，不排除早前已累积一定涨幅的潜在受惠板块须先行回调，同时须密切关注重症及死亡率的变化、医疗体系的负荷水平、官方对疫情的措辞和取态等指标，若情况未有明显逆转，相信一至两季内可实现全民免疫，后续疫情对经济和股市的困扰可进一步弱化，故首季较理想的投资部署是伺机而动，待回调时候低吸吸纳。

各受惠板块表现

板块	代表股份数目	股价平均升幅（11月1日至12月30日）	受惠理由
航空	4	22.9%	预期春节国内航线客运量急速提升，国际航线稳步复苏，且票价持续高企可助收益率改善
澳门博彩	6	114%	憧憬内地加速发放电子签证及复办访澳旅行团，今年赌企博彩收益可望录得强劲反弹
啤酒、餐饮	6	60%	餐饮企业及酒吧营运时间可回复正常，不但可提升短期同店销售表现，且有利加快开店步伐；线下渠道恢复，有助高端啤酒销情回勇
线上旅游平台、免税店	4	61.2%	景点门票、机票及酒店预订量料大幅反弹，海南属内地居民的热门旅游热点，当地免税店人流及奢侈品销售额料显著受益

中港通关如箭在弦 本地多个板块蓄势待发

随著内地大刀阔斧调整疫情防控后，港府亦于12月下旬大举修订入境检疫政策，并近乎移除所有剩余的社交距离限制措施，例如旅客入境香港前毋须进行核酸检测、出入场所毋须持有疫苗通行证、公众地方聚集人数不再设限、密切接触者毋须隔离检疫等，相信这将有助海外旅客回流之余，中港免检疫通关亦仅是一步之遥，势将提振内地访港旅客人数和相关消费力。由于疫情前国内旅客占访港旅客总数比例高达78%，对香港旅游业和零售业可谓举足轻重，故一旦通关，最直接的受惠板块必然是本地非必需消费、餐饮、地产收租、酒店及交通运输等。此外，国内旅客对美元和港元计价的理财产品（如基金、保险、信托等）一直情有独钟，因此本港及国际银行和保险相关股份也将间接获益，例如银行股的非利息收入及保险股的新业务价值料出现显著改善。

当然，香港此刻与疫情前相比，很多客观因素也不尽相同，最明显的是人民币汇价较疫情前数年转弱不少，这某程度打击内地人士访港购物意欲。此外，国内政策近年主张拓展内需消费，例如派发消费券鼓励居民留国消费、下调多项商品消费税率、支持免税店行业发展等，均难免对香港传统购物天堂和旅游热点带来冲击。如此，投资上述本地零售与收租等相关股份时，我们认为可参考该股份2018至2019年（社会事件及疫情前）的高位，再打折扣10至15%，来作为今年上半年的目标价。参考MSCI香港指数（主要成份股为香港本地企业），虽然上季已从低点反弹逾30%，惟现水平仍低于2019年高位约21%，意味未来半年尚有接近15%的潜在上望空间。

过去5年 MSCI 香港指数走势



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

「两会」调升GDP目标势在必行 内需消费板块可重点配置

去年12月召开的中央经济工作会议表明，今年政策重心从防疫转为全面稳增长，当中新增「加大宏观政策调控力度」的表述，反映新任决策层对稳增长的决心，经济增长可能重新成为地方政府今年最重要的绩效指标。若然三月举行的「两会」将年内经济增长目标调升至5%或更高，势将成为一众中资股盈利预测上调的催化剂。此外，中经会进一步强化扩大内需的重要性，特别点出「要把恢复和扩大消费摆在优先位置」，可见跟2022年扩内需的重点比较依赖增加基建投资、引导制造业转型升级等方面不同，今年扩内需的引擎将重新回归至居民消费层面。我们预期：i) 地方政府派发消费券的规模将继续增加，直接补贴购买消费电子产品和家电产品；ii) 鼓励发展服务性消费，如文化旅游、育儿养老、医疗保健、教育体育等；iii) 支持低碳消费，如新能源车、节能家电等。

在上述大前题之下，我们同时看好必需和可选消费板块。整体来说，前者较受惠产品升级、原材料和包装成本回落，带动毛利率改善，当中啤酒、饮料、乳品等行业稍看高一线；后者则受惠线下销售渠道正常化，以及经济复常下刺激居民购买力释放，龙头品牌企业同店销售反弹有望，其中旅游、电影、运动用品、珠宝钟表、家电等细分行业料较易突围而出；另外互联网电商平台股份亦可望受益于GMV及广告收入同步回暖，加上中经会提及「提升平台经济常态化监管水平，支持企业在引领发展、创造就业、国际竞争中中大显身手」，可见政策监管风险已大致消退，股价该可跟随大市逐步收复失地。

政策倾斜内房板块 国企内房股值博率较高

国内上季发布支持房地产业的「金融16条」政策，从起初重点支持保交楼，逐步扩大至主力为房地产企业融资保驾护航，例如：i) 指导国有及大型股份制银行向数十家优质房企签订授信协议，总额超过2万亿人民币；ii) 中债信用增进投资公司(NAFMII)为多家民营房企担保发债，大幅减低其发债成本；iii) 恢复上市房企于A股市场再融资，支持兼并重组相关股权融资等。以上措施即使未能完全根本性化解内房行业积聚多年的债务问题，但至少降低了短期出现大规模违约、火烧连环船的金融系统性风险。事实上，多家财困民营房企近期与债权人商讨债务重组方案的进度变得更顺利，不少已成功签订延期还款等协议。更重要的是，当房企现金流压力得以纾缓，早前停工的项目可逐步恢复并加快交楼步伐，居民购房置业的信心自然谷底回升。再者，我们预期上半年中央将推出更多提振住房需求的措施，包括限购松绑、购房退税、降低首付比例和房贷利率等，预期可支持内房企业合约销售于第二季回稳、下半年重拾同比增长。

股票

毋庸置疑，今年内房行业的基本面在政策倾斜下已摆脱寒冬。以目前整个板块的市帐率仅为0.7倍左右计，仍低于2010年以来平均值(1.13倍)超过1个标准差，估值料尚有上调空间。不过，投资者对以下两项风险因素也不能掉以轻心，其一是内地住房单位库存高企，发展商短期内仍需减价套现，故房价之跌势暂难言见底，房企毛利率下行之势上半年将延续；此外，当股价累积一定升幅时，内房配股融资的活动将陆续有来，尤其对本身负债比率较高、短期现金比例较低的民营房企而言，配股集资用作还债可谓顺理成章，且根据上季的经验，配股价的折让幅度往往超过10%，对股权做成的摊薄颇大。因此，投资内房板块时的选股条件相当重要，我们认为首选是具央企或国企背景的内房企业，因这类企业财务状况稳健、信贷或发债融资成本相对较低，出现大折让配股的机会很微。同时，它们拥有充沛高素质土地和可售项目储备，未来更有机会对民企的优质资产进行并购，可望成为行业持续整合下的赢家。

过去10年沪深300房地产分类指数市帐率

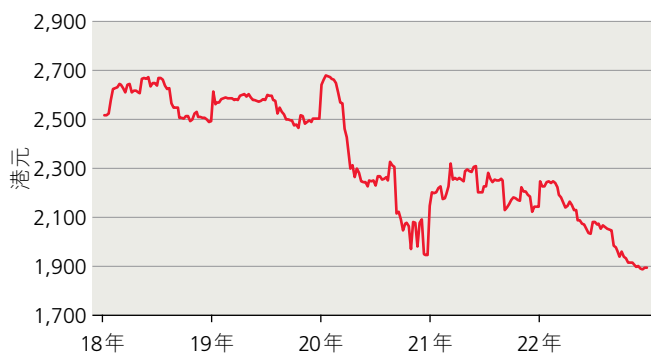


资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

中港股市盈利预测与估值料续上调
恒生指数半年目标21,840点

中港股市的每股盈利预测过去一年持续被市场下调，期内恒生指数及沪深300指数的每股盈利预测(未来12个月)分别下调15及3.8%，惟最近一个月渐见回稳。假设内地疫后复常进度理想，我们相信今年企业盈利将于次季重拾增长。恒生指数每股盈利预测(未来12个月)可从目前的1,896港元上移至1,950港元。估值方面，目前恒生指数未来12个月预测市盈率为10.9倍，虽已较上季的历史低点8.3倍显著调升，但仍然低于过去15年平均值(11.9倍)约1个标准差，料尚有向上修复空间。若给予预测市盈率11.2倍，恒生指数上半年的目标水平为21,840点。

2018年至2022年恒生指数盈利预测趋势



资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

恒生指数预测市盈率



资料来源：彭博，数据截至2022年12月29日

东亚联丰投资团队

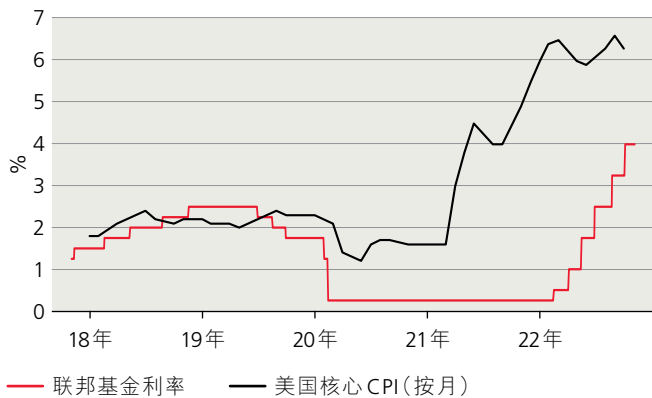
中国及亚洲股市展望 — 2023年市场继续充满挑战

全球通胀虽然处于结构性高位，但有下行趋势。经济衰退将取代加息成为困扰市场焦点。欧美经济将无可避免陷入衰退。东亚联丰认为，明年风险资产情绪将有所改善。资金可能要待明年下半年才较显著地流入股市，投资者对固定收益资产，也会重拾兴趣。

加息周期接近尾声，环球股市有望温和复苏

面对加息、通胀等风险因素，过去一年投资者减少对股票的配置。东亚联丰认为2023年风险资产的前景将会改善。虽然来年经济前景依然不明朗，个别企业盈利受压，但由于预计美国联储局不再大幅加息，股市因而面对的估值下调压力有所纾缓，环球股市调整相信接近尾声。随市场审视未来几个月通胀数据是否见顶，资金才较明显流入风险资产，相信股市于2023年下半年有温和回升的空间。

美国通胀出现缓和迹象



资料来源：东亚联丰投资、彭博，数据截至2022年12月5日

随著加息周期接近尾声，预示美元汇价抽升至数十年高位的情景不再。当美国加息步伐放缓，利率波动转弱，美元升势将缺乏支持，加上全球央行和美国货币政策距离渐渐收窄，有利估值偏低的非美元计价股票，例如欧洲和包括中国在内的亚洲地区。当中投资团队尤其看好亚洲，特别是东盟成员国。

重启经济带动消费、通讯科技；流动性减少下仍须严选个股

在亚洲，受需求复苏和中国放宽疫情限制带动，团队看好受惠重启经济下的板块，例如通讯、必需消费品、科技和医疗保健等。而俄乌战争，严寒天气等因素所引发的能源供不应求情况，则有利能源股。板块同时亦能够为通胀作对冲。相反，任何倚重高昂的能源价格或环球供应链的行业均不被看好。

在经济下行周期，面对央行紧缩政策，市场流动性将减少，企业如果财务状况脆弱，具融资压力，所面对的风险会是很高的，因此，团队在各板块严选个股，只会挑选现金流强劲、盈利能见度高和具防御性的企业。

中国股市现曙光，具战略性投资机会

中国新出台的房地产和疫情措施有助改善整体投资气氛，带动经济复苏的预期。我们看好增长型股份以及受惠重启经济的板块。除了科技股和内房股，我们也看好科技硬件，认为明年下半年将出现改善。

虽然我们对中国股市的悲观情绪有所减轻，但团队对整体形势仍保持警惕。原因之一是结构性不明朗因素犹在。中国与西方国家之间的紧张关系将持续，有机会在中期加剧。其二，当局虽然三年来首次放宽疫情政策，包括缩小核酸检测范围、出入公共场所不须要再检查核酸证明以及缩短入境人员隔离期等，但执行起来的实际情况仍有待观察。地方城市对病例增加的容忍度、加强老年人疫苗接种和医院的准备工作，以及放宽政策后个案会否大幅上升等都有待时间考证，因此，团队会平衡周期性和结构性股份配置。

长远投资角度来说，我们认为绿色技术和医疗保健两者不单具发展潜力，亦得到政府政策支持。医疗保健行业估值处于低水，且创新医药兼享优惠政策。而中国企业在太阳能电池板和电动车锂离子电池生产等各种绿色技术领域上享有全球占领导地位的优势。

股票

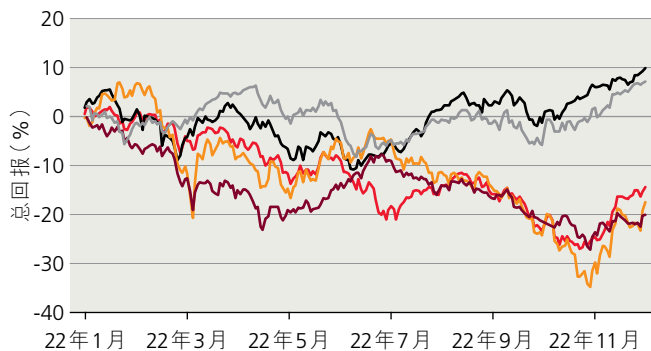
东盟银行股和澳洲能源股备受瞩目

中国以外，亚洲股票尤其是东盟地区，前景持续明朗。以印尼和新加坡为例，两国的经济基础强劲，在放宽防疫措施限制后，两地的经济稳步复苏。息率上升有利银行业，因为银行可为贷款重新定价，从而提高利润和资产回报率。而印尼和新加坡银行业的信贷质量及贷款增长均属理想，因此，我们认为前景相当乐观。

另外，我们仍然看好印尼的能源股。印尼是棕榈油、煤炭、天然气和铜矿石的主要能源和商品出口国，受惠于仍然高企的商品价格，石油和天然气出口增加，令该国10月份录得56.7亿美元的盈余。澳洲同样拥有许多发展电动汽车、交通工具和其他绿色技术的重要矿产。尽管中国经济疲弱影响需求，但全球的铝、铜、镍和锌等库存量偏低，为金属价格带来支持。工业金属面对供应短缺，需求却受绿色能源发展而不断增加，为工业生产国的股份注入动力，制造更具吸引力的前景。

同样是主要能源出口国，澳洲能源股亦被看好。澳洲与卡塔尔和美国并列为主要液化天然气出口国，俄乌战争影响能源供应，澳洲商品出口公司因高企的石油、煤炭和液化天然气价格而录得丰厚收益。面对地缘政治局势持续紧张以及对冲通胀的需求，相信能源供应短缺不会在短期内消退，价格会在高位徘徊一段时间，投资团队因此对能源股维持积极态度，捕捉能源公司潜在的强劲现金流和盈利。面对市场资本流动性收紧，稳健的资产负债表将成关键指标。团队会密切留意经济放缓减少需求所带来的影响。

个别亚太股票市场如澳洲表现优异



资料来源：东亚联丰投资，数据截至2022年11月30日

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



慢渡蜕变

东亚银行财富管理处高级投资策略师 | 黄燕娥



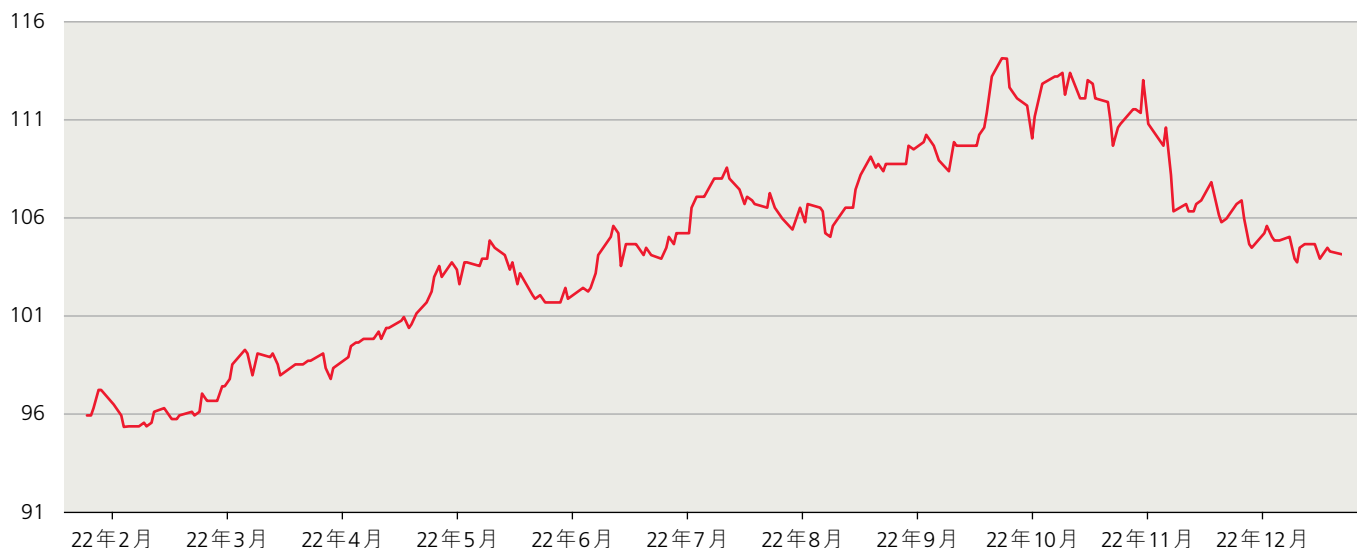
美联储政策支持渐减，避险情绪提供额外支撑

美元指数第一季预计波幅范围

102.00 至 107.00

概述 随著美国通胀回落，美联储亦开始放缓紧缩步伐，点阵图显示美联储预期利率将会达至5至5.25%的峰值水平。因此，预期美联储于本年度仍会加息2至3次，幅度则取决于最新的通胀情况。美联储加息预期下降，尽管主席鲍威尔多次作出非常鹰派的发言，最终亦令美国10年期债息跌破4%水平，预期美联储于仍在加息的情况下带动债息重回4%的水平，有利美元的短期表现。经济方面，预期美国劳动市场短期维持一定韧性，有助减低经济萎缩风险。因此若市场出现一些风险事件如中国疫情风险、地缘政治风险、环球经济逐渐踏入衰退的担忧等，市场资金将追捧美元作避险之用，推动美元汇价的短期走势。

美元指数一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年12月

美国主要经济数据表现	时段	数值(%)
国内生产总值 (GDP)	第二季	3.2 (按年)
失业率	11月	3.7
零售销售	11月	6.5 (按年)
消费物价指数 (CPI)	11月	7.1 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年12月

预期美联储年内仍有2至3次加息空间

美联储11月的会议记录表示，决策官员对加息过度的担忧有所增加，或会转向幅度更小、更谨慎的加息步伐。而美联储12月宣布加息50个基点，幅度较之前几次低，但有关利率已升至2007年底以来最高的水平。当中公布的点阵图亦显示美联储于是次加息周期的利率峰值将会是5至5.25%。与目前4.25至4.5%的利率比较，预期央行还有75点子的加息空间，因此预期美联储于本年度仍会加息2至3次，每次幅度则取决于美国最新的通胀情况。

美国长债债息表现落后，料将进一步上升

美联储11月的议息会议暗示或于不久后放慢加息步伐，有关转向导致美国国债收益率回落，令美国10年期债息最终跌破4%水平，当然美元亦同步下跌。及后，美联储主席鲍威尔多次作出鹰派言论，表示美联储官员预计利率将继续上升，并在更长时间内维持于高位，但美债息仍未见有明显反弹。虽然美联储已开始减慢加息，但有关利率仍然正在上升，进一步推高美国长债收益率的表现。目前来看，美国10年期债息的水平确实有点落后，预期债息于美联储仍在加息的政策下进一步上升，并重回4%水平。

美国10年期债券收益率



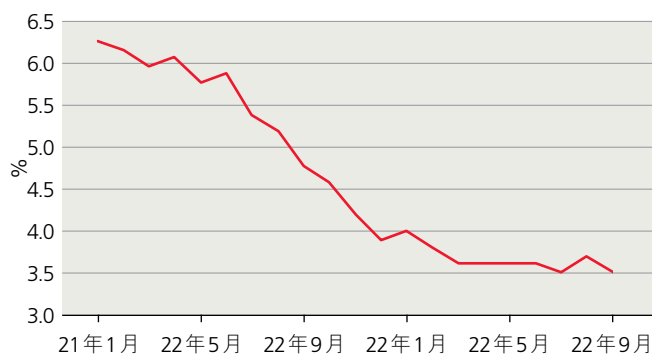
资料来源：路透社，数据截至2022年12月



劳动市场强劲减经济萎缩风险

去年全球央行纷纷加息的大环境下，物价急促上涨，令不少经济体面对经济放慢或萎缩的担忧。经济合作暨开发组织(OECD)于去年11月表示，全球经济或可于今年避过衰退厄运，但整体经济将走下坡，当中美国经济相对稳健。预期劳动力市场短期维持一定韧性，有助经济表现平稳，而美国相对其他国家如欧洲、英国等的经济萎缩风险亦相对较小。

美国失业率



资料来源：路透社，数据截至2022年9月

市场避险情绪为美元提供额外支撑

俄因通胀稍见缓和，美联储已放慢加息步伐，美元明显回落。接下来，美联储的货币政策对美元的影响力料将减少，而市场的避险情绪将继续为美元提供额外支撑。中国疫情、地缘政治、全球经济逐渐踏入衰退等因素，或短期令市场避险情绪升温，资金亦会因此追捧作为理想避险工具的美元，届时将推动美元汇价的走势。

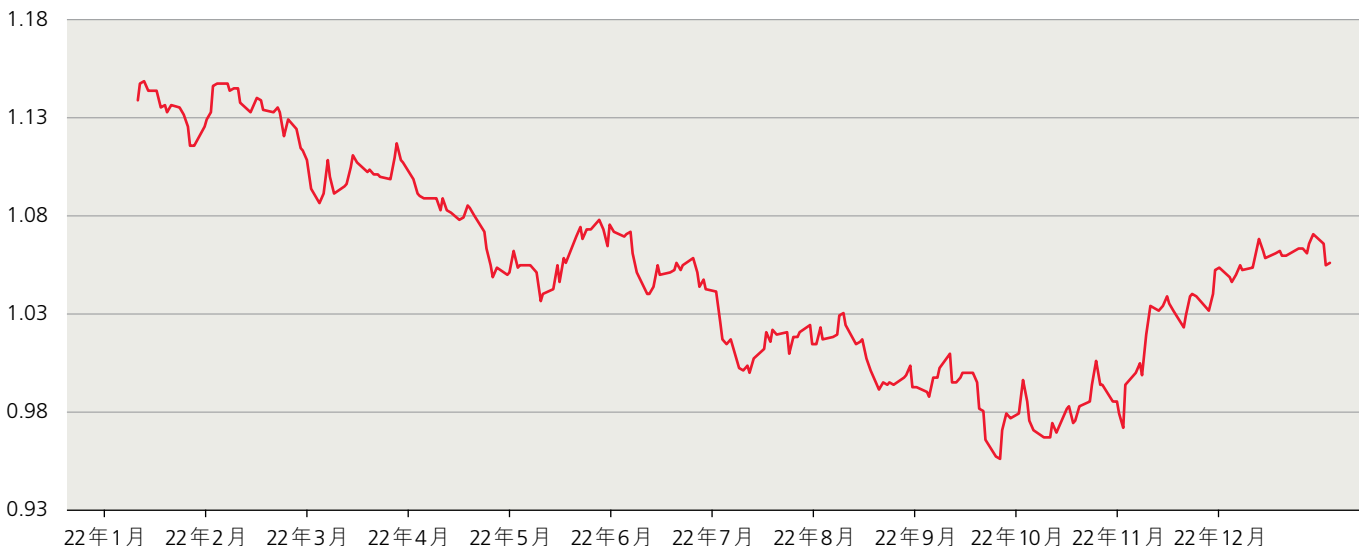
欧央行表示加息决心但经济困境未除

欧元兑美元第一季预计波幅范围

1.0400 至 1.0900

概述 欧洲央行于12月的议息会议中，表现与英伦银行及美联储的货币政策步伐一致，加息50个基点并进一步撤走持续了10年的超宽松货币政策。另一方面，虽然欧洲通胀率初见回落，但仍处于双位数水平。欧洲央行行长拉加德更于去年12月表示有关通胀尚未触顶且可能比预期的还要高。因此，在通胀仍然高企的情况下，央行不得不继续加息。经济面方面，数据表现有所改善，但整体经济衰退风险仍然存在。经济合作暨发展组织(OECD)去年12月曾表示，今年全球经济或可避免衰退，但欧洲所受到的冲击将会是最大的。所以，该区的衰退风险仍未完全解除，且面对经济不景气的压力，将限制欧洲央行以持续加息打击通胀的计划。另外，能源供应短缺问题或于这个冬天后延续，进一步打击经济环境。

欧元兑美元一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年12月

欧元区主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	第三季	2.1 (按年)
失业率	10月	6.5
零售销售	10月	-1.8 (按年)
调和消费者物价指数 (HICP)	11月	10 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年12月

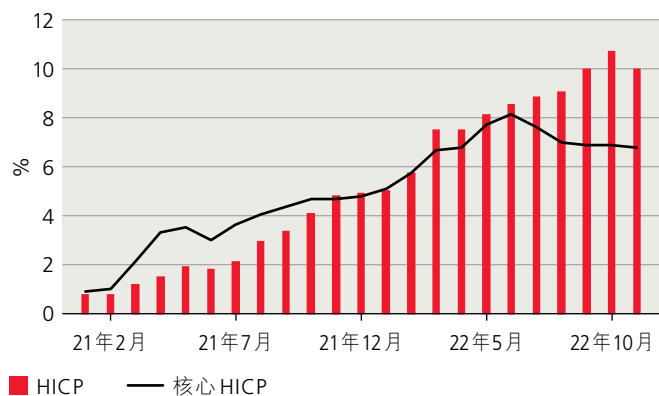
央行表现加息决心以打击高通胀

欧洲央行于12月的议息会议中加息50个基点至2%，进一步撤走持续了10年的超宽松货币政策。因为该区通胀初见回落，且经济衰退风险仍在，令是次加息的幅度少于之前两次的会议，并与英伦银行及美联储的货币政策步伐一致。该行总裁拉加德表示，欧元区仍存在通胀上行的风险，因此须要进一步推行收紧政策，并承诺将制定从金融系统中抽走资金的计划，继续以稳定的步伐对抗通胀。欧洲央行对于加息的决心反映该行很大机会透过50个基点的加息节奏逐步加息以打击目前仍然高企的通胀。

通胀见回落但仍高企，央行不得不继续加息

欧元区去年11月的通胀率逾1年以来首次放缓，HICP初值按年升10%，升幅低于上月的10.6%，且回落幅度亦超出预期；而扣除了食品和能源后的核心HICP则按年上升6.6%。虽然物价上涨对需求的阻力在未来数月可能有所缓解，但欧洲央行行长拉加德于去年12月曾表示因仍欠缺支持通胀已达峰值或短期内回落的动力，有关通胀尚未触顶且有可能比预期的还要高。因此，预期欧洲央行短期将继续以持续加息的部署遏抑通胀。

欧元区按年HICP及核心HICP

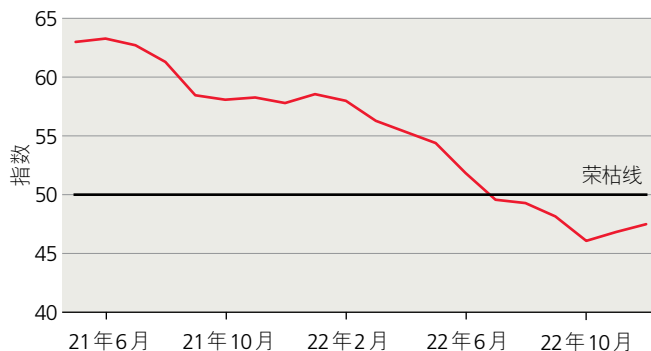


资料来源：路透社，数据截至2022年12月

欧元区经济见改善但仍处于下行走势

欧元区近期经济数据反映区内的经济压力虽略为缓解，但整体表现仍然处于下行的走势当中。该区12月制造业采购经理人指数初值为47.8，虽然高于预期及前值，但已连续第五个月下滑且仍低于荣枯线下，创下自2013年以来最长的经济低迷时期。虽然数据见改善，但有关的衰退风险仍未完全解除。而面对该区经济不景气的情况，将限制欧洲央行以持续加息打击高企物价的动力。

欧元区制造业采购经理人指数



资料来源：路透社，数据截至2022年12月

欧洲或须继续面对能源供应短缺的问题

尽管看起来欧洲这个冬天已顺利过了一半，区内的能源难关好像已过，但预期石油及天然气问题还会持续更长的时间。西方因俄乌冲突而对俄罗斯实施制裁，令俄罗斯削减了对欧洲大陆的天然气供应，最后令区内天然气短缺而导致欧洲电价飙升超过正常水平10倍，并引发了对替代能源的争夺。因此，这个冬天过后欧洲还会继续面临这场迫在眉睫的能源难关。



外汇 英镑兑美元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

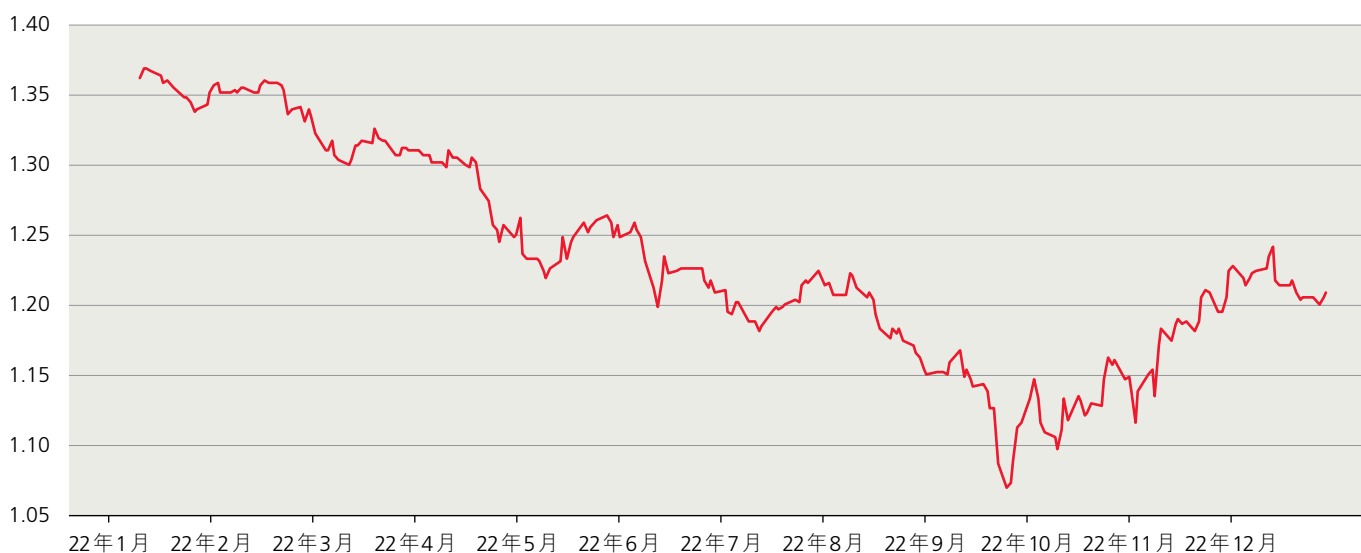
英国经济踏入衰退边缘，前景面临多项挑战

英镑兑美元第一季预计波幅范围

1.1600 至 1.2200

概述 能源价格于去年第四季有所回落，环球整体物价缓缓下降。英国去年11月通胀虽从41年高点下降至10.7%，但以央行的2%目标水平来说，这个双位数的通胀率仍处于非常高企的水平。预期通胀须要较长时间才见明显回落，料央行将继续推行收紧货币政策以控制目前的通胀压力。而经济方面，英伦银行早于去年11月表示当地有可能出现连续8个季度的经济衰退，以目前濒临衰退边缘的经济状况来说，或限制英伦银行短期的加息空间。短期来说，英国的经济环境或面临多方面挑战，影响英镑汇价。

英镑兑美元一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年12月

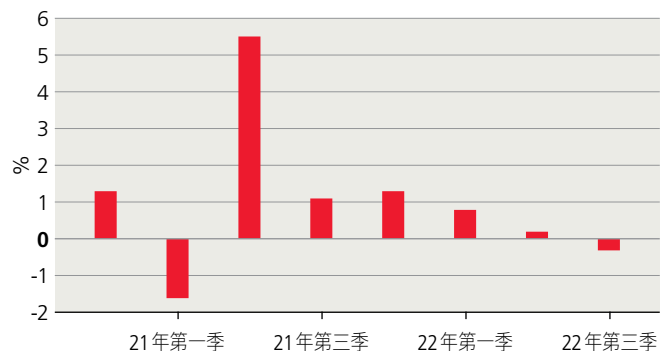
英国主要经济数据表现	时段	数值(%)
国内生产总值 (GDP)	第三季	1.9 (按年)
失业率	10月	3.7
零售销售	11月	-5.9 (按年)
消费物价指数 (CPI)	11月	10.7 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年12月

英国经济正在萎缩，已接近衰退边缘

环球利率持续上升，加上物价上涨，经济合作暨开发组织 (OECD) 于11月预期全球经济于今年出现放缓，而英国经济则预计萎缩0.4%。英伦银行去年11月表示，当地可能出现连续8个季度的经济衰退，料今年及明年GDP分别下滑至负1.5%及负1%。而英国去年第三季GDP终值按季下跌0.3%，为七大工业国组织 (G7) 中表现最差的国家，按年则上升1.9%。在学术上经济衰退的定义是GDP连续两季或多季出现下降，因此英国目前的经济状况已濒临衰退边缘，预期有关状况将持续更长时间。

英国 GDP 表现 (按季)

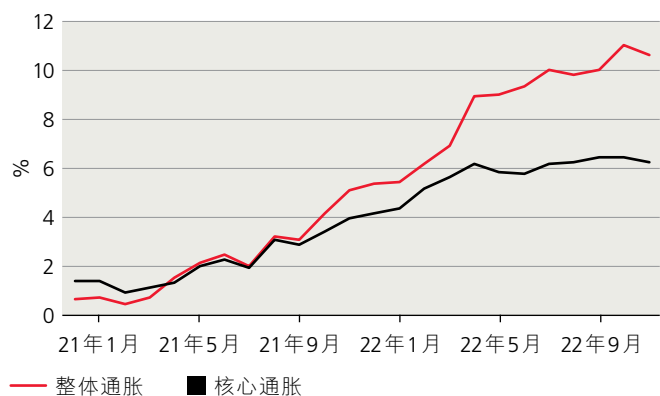


资料来源：路透社，数据截至2022年12月

通胀虽回落但仍高企，须更多时间才达目标

英国去年11月的通胀率从10月的41年高点11.1%下降至10.7%。虽然这可能为英伦银行及当地压力较大的家庭带来一点安慰，但以央行2%的目标水平来说，双位数的通胀仍是非常高的水平。能源价格于去年11月中开始回落，预期将带动通胀缓缓下降，但要回落至2%的水平，则须要较长时间。因此央行须在通胀达标前继续推行收紧政策，以控制通胀压力。

英国通胀走势



资料来源：路透社，数据截至2022年12月

央行须加息缓和通胀，步伐取决于经济条件

虽然英国通胀率从41年高位缓和，但仍处于双位数的高水平，促使英伦银行于12月宣布提高利率50个基点至3.5%，为2008年以来最高，并表示可能会进一步加息。英伦银行行长贝利曾多次表示，尽管面对经济衰退风险，仍须推行紧缩货币政策打击通胀，因委员会认为来自物价和薪资的国内通胀压力仍然持续。尽管可能加剧英国经济的长期衰退，央行坚持要继续加息缓和通胀，预期步伐将受当地通胀及经济条件影响。

加息影响消费意欲，零售销售短期疲弱

为了控制物价飙升，英伦银行一直以提高利率来打击高企的通胀，但这样令借贷成本增加，亦迫使当地人加大储蓄比重，减低消费，最终重重打击零售销售表现。反映商品消费动能的零售销售11月按月减0.4%，按年减5.9%，显示生活成本上升正在侵蚀家庭财务，同时影响民众消费意欲。预期英国零售销售表现短期仍然疲弱，或进一步拖累当地较弱的经济。



日央行加息门槛高，短期再放宽孳息率曲线控制的机会不大

美元兑日圆第一季预计波幅范围

131.00 至 136.00

概述 去年日本央行的货币政策明显与全球主要经济体背道而驰，直至12月议息会议意外表示放宽日债孳息率曲线控制，将10年期债息波动区间扩阔，市场认为是央行暗示有意作货币政策的转向，从而退出目前的超宽松政策。其实日本通胀持续上升是由于日圆汇率大幅贬值引发输入性通胀，并非日本央行期待由需求驱动的物价上升，因此预期通胀高企的情况较难长时间持续。另外，日本经济陷入萎缩的风险未除，且加上政府目前面对的债务与GDP比率高达250%以上，因此若央行短期内退出超宽松货币政策的计划，将令政府支出上升，甚至拖慢经济从疫情中恢复的时间。整体来说，央行对推行货币政策转向的时间须要非常谨慎，步伐预期不会太快和进取。

美元兑日圆一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年12月

日本主要经济数据表现	时段	数值(%)
国内生产总值(GDP)	第三季	-1.2(按季年率)
失业率	11月	2.5
零售销售	11月	2.6(按年)
消费物价指数(CPI)	11月	3.8(按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年12月

政府债台高筑，日央行加息门槛高

日本央行去年多次入市以助日圆汇价回升，并于12月宣布放宽日债孳息率曲线的控制，令日圆大幅走高，后者的行动令市场认为央行有意逐步退出目前的超宽松政策。但是日本的经济面仍然疲弱，加上日本政府早已债台高筑，因此从经济及政府债务的角度看，若然央行最终退出超宽松的政策而转向加息，将拖慢日本经济从疫情中恢复过来。

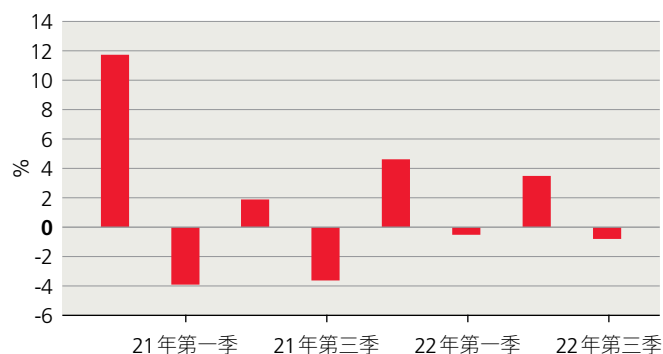
料央行短期不会再放宽孳息率波动区间

日本央行于12月议息会议中维持利率于负0.1%不变，但意外宣布放宽日债孳息率曲线控制，10年期债息波动区间将由上下浮动不超过25个基点扩展至50点子，同时亦扩大买债力度，从每月7.5兆日圆增加至9兆日圆。央行行长黑田东彦虽然多次重申此举只是为了改善债市功能，并不代表撤出宽松货币政策，但市场却认为这意味著日本央行的转向。日本政府目前面对债务与GDP比率高达250%以上，因此短期内再次放宽孳息率曲线控制的机会不大。

经济仍存萎缩风险，限制货币政策转向

因全球经济增速减慢及日圆疲软，进口成本上升对消费者及企业造成压力，日本第三季经济再次陷入负增长，第三季GDP终值意外减0.8%，反映经济陷入萎缩的风险挥之不去。因此，在日本体质还未稳健前，提升利率或会令日本再度陷入通缩和经济衰退的结果。

日本GDP

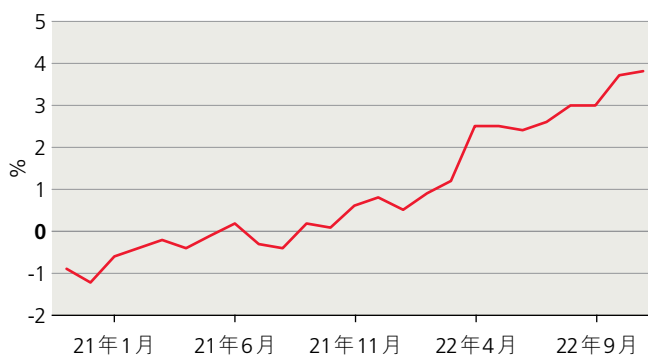


资料来源：路透社，数据截至2022年12月

日本通胀仅属输入性，非由需求带动

日本通胀升温，扣除新鲜食品的11月核心CPI按年上升3.7%，创1981年12月以来最大增幅。通胀持续上升料将加剧市场对日本央行改变目前宽松货币政策的揣测。其实近年通胀上升是因为日圆汇率大幅贬值而引发的输入性通胀，与日本央行期待的那种由需求驱动的物价上涨不同。所以，目前较高的通胀水平未必能够反映日本真正的通胀情况。

日本CPI(按年)



资料来源：路透社，数据截至2022年12月



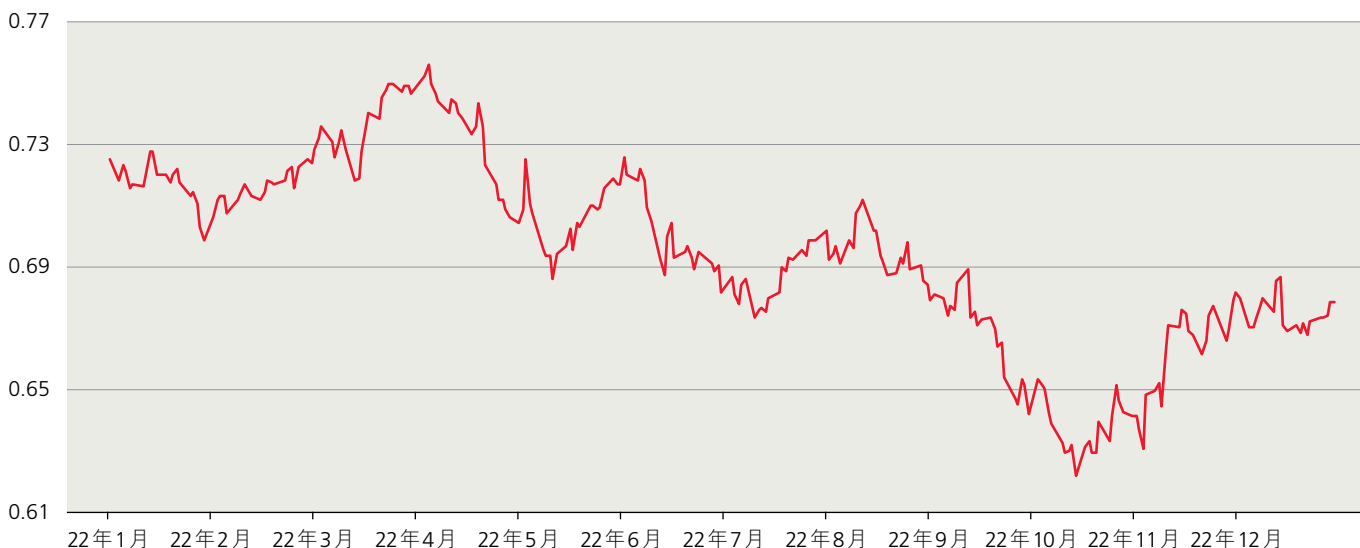
澳元受惠加息预期及铁矿石价格温和上升

澳元兑美元第一季预计波幅范围

0.6600 至 0.7100

概述 全球整体通胀环境虽然近期有所纾缓，但澳洲的整体通胀压力仍大，当地第三季的消费物价指数 (CPI) 及生产价格指数 (PPI) 仍在上升走势中且未见回落。因此，澳洲央行一向谨慎的货币政策，仍会于通胀上升的环境下继续加息。而澳洲经济亦表现理想，就业情况稳定，料为央行提供充裕的环境作加息准备。除此之外，中国于去年 12 月放松防疫政策，短期的经济增长虽仍存未知之数，但中长线来说将有效加快当地经济恢复的速度，对经济伙伴澳洲来说，有利经济发展。而澳洲作为全球最大的铁矿石出口国，铁矿石价格于去年 3 月下跌，并于 11 月见底回升，预期价格将继续温和向上成为澳元上升的动能。

澳元兑美元一年走势图



资料来源：路透社，数据截至 2022 年 12 月

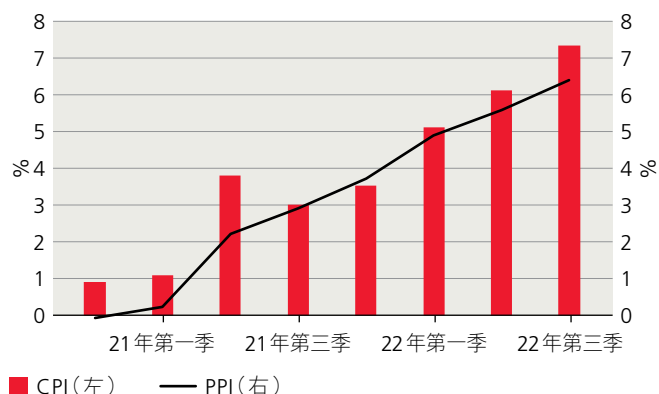
澳洲主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	第三季	5.9 (按季年率)
失业率	11 月	3.4
零售销售	10 月	-0.2 (按月)
消费物价指数 (CPI)	第三季	7.3 (按年)

资料来源：路透社，数据截至 2022 年 12 月

通胀仍未见回落，短期仍有加息需要

澳洲央行于去年 12 月的政策会议上将隔夜利率再次上调 25 个基点至 3.1%，并创下 10 年高位。该行自去年 5 月以来的加息幅度已达至 300 个基点，而央行总裁洛威在声明中亦表示，预计未来一段时间内进一步加息以打击通胀，但有关行动并未处于一个预先设定的路径上。在当地住房建设和天然气成本上升的带动下，澳洲第三季 CPI 按年升 7.3%，高于第二季 6.1% 的升幅，而同期的 PPI 升至 6.4%，未见有回落走势。虽然澳洲央行的货币政策向来谨慎，但于整体通胀仍然处于高位的情况下，央行短期仍有加息需要，将有利澳元的中长线表现。

澳洲CPI及PPI



资料来源：路透社，数据截至2022年12月

经济基础佳，为央行继续加息作准备

澳洲去年11月的失业率维持于低位3.4%，而薪金亦见稳定增长，而经济于去年9月份按季增长了0.6%，年度实际GDP亦增长5.9%。当地劳动力仍然强劲，加上整体经济稳健且表现理想，料将为澳洲央行提供理想的环境为进一步收紧货币政策准备。

中国重新开放边境对澳元短期影响有限

中国于去年12月开始放松防疫政策，预期有关措施将加快中国经济恢复速度。而中国及澳洲的贸易关系十分密切，因此中国防疫政策的放松将有利澳元中长线的表现。但短期来说，中国的疫情或因此变得反覆，短期的经济增长仍存未知之数，料短线对澳元的影响有限。

铁矿石价格料继续温和回升，改善澳洲出口表现

澳洲的能源出口一直以来都是支持当地贸易的主要驱动力，但该国去年第三季度的经常帐户盈余亦由第二季修订后的盈余147.45亿澳币，下跌至赤字22.78亿澳币，相信主要原因是大宗商品价格于去年第三季大幅回落。澳洲作为全球最大的铁矿石出口国，有关的出口价格将影响整体经济表现。然而，铁矿石的价格于去年三月开始下跌，并于11月时见底回升，预期有关价格将继续温和上升，虽然上升力度不是太大，但仍然有利澳元的整体表现。

澳元汇价及大连铁矿石期货价格



资料来源：路透社，数据截至2022年12月



外汇 纽元兑美元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

通胀压力推动央行持续加息，或见浅层衰退风险

纽元兑美元第一季预计波幅范围
0.6100 至 0.6600

概述 新西兰央行去年激进地加息过后，当地楼价虽见明显回落，但整体通胀仍然高企，表示市场需求仍然强劲。央行预计当地通胀最快于2024年中过后才有机会回落并重回央行1至3%的目标区间水平。因此，预期新西兰央行将继续以控制物价为大前提，于本年度进一步收紧货币政策，央行更预期当地官方现金利率(OCR)将于今年攀升至5.5厘后才见顶。央行大举加息的背后或引致经济陷入收缩，但以目前的经济数据为根据，当地整体经济基础仍然理想，所以经济衰退的风险可能只属于较为浅层的衰退风险。另外，预期乳制品出口价格将保持平稳，加上中国于去年底放松防疫政策，均有助加强纽元的整体走势。

纽元兑美元一年走势图


资料来源：路透社，数据截至2022年12月

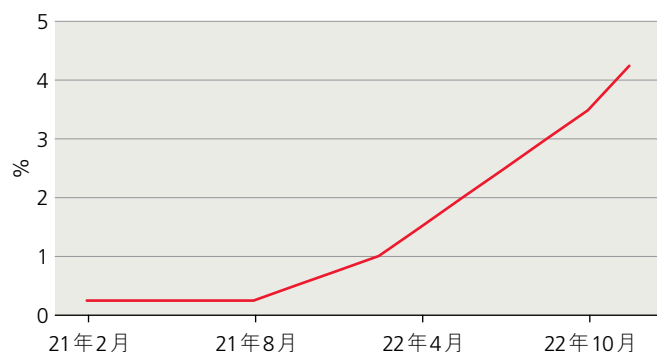
新西兰主要经济数据表现	时段	数值(%)
国内生产总值(GDP)	第三季	6.4(按年)
失业率	第三季	3.3
零售销售	第三季	0.4(按季)
消费物价指数(CPI)	第三季	7.2(按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年12月

纽西兰央行料维持鹰派货币政策

纽西兰央行一直都保持鹰派的货币政策立场，于去年11月大幅加息0.75厘，将OCR由3.5厘上调至4.25厘。除此之外，央行于议息后的声明中更表示于整体通胀仍未出现明显回落迹象前，将会继续加息并预期有关息率攀升至5.5厘才见顶。尽管该行表示有关行动或会引致经济于2023年陷入衰退，但仍以抑制需求并控制通胀为首要任务。若然如此，央行在停止收紧货币政策之前，仍有1.25厘的加息空间，而有关的加息预期将令纽元添加不少优势。

纽西兰官方现金利率



资料来源：路透社，数据截至2022年12月

通胀未见明显回落，料央行继续收紧币策

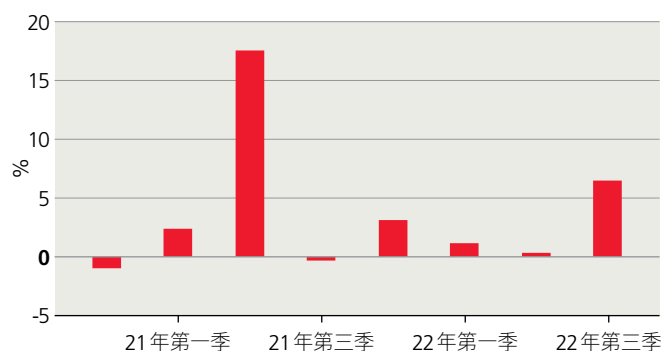
受到水果、蔬菜、杂货等食品价格上升的因素影响，纽西兰第三季CPI按季上升2.2%，升幅高于上季的1.7%，按年升7.2%，比较第二季7.3%通胀率只是略有回落。数据显示市场对需求仍然强劲，加上央行预计当地通胀于2024年中之后才有机会重回1至3%的目标区间水平。令市场加深了对纽西兰央行将继续大幅加息的押注。若然纽西兰央行继续维持以控制物价为目标，该行将会继续收紧其货币政策，即是加息。



激进加息步伐过后或见浅层衰退风险

在纽西兰央行去年激进的加息步伐后，当地楼价虽见明显回落，但整体通胀仍然高企，同时大举加息的背后或引导经济陷入收缩。纽西兰央行已预视当地经济将在今年陷入衰退以维持抑制需求并控制通胀的目标，而有关经济收缩或会直到2023年底才见改善。但是从数据上看，纽西兰第三季GDP按季增长2%，按年增速为6.4%，两个数据均高于市场预估，可见整体经济基础仍佳，所以有关经济衰退的风险亦只属较浅层的衰退风险。

纽西兰 GDP



资料来源：路透社，数据截至2022年12月

乳制品出口受经济衰退风险的影响较细

纽西兰的进出口贸易占经济活动的六成，当中大量出口的农产品及乳制品形成当地的经济基础。纽西兰最大的出口商品是乳制品，而出口价格整体表现比较稳定。尽管环球经济正面临衰退风险，但预期奶制品作为必需品所受的影响会较小，令纽元汇价较稳定。

料油价窄幅波动，削弱对加元影响

美元兑加元第一季预计波幅范围

1.3300 至 1.3800

概述 欧洲国家对俄国出口的石油产品价格设定上限，但石油输出国组织与夥伴国(OPEC+)于去年12月决议维持产量不变而未扩大减产幅度，令油价的前景较难看透。但随著中国清零措施开始松动，还有美联储的鸽派转向令加息速度及幅度可望放缓，料增加石油短期的需求，缓和供过于求的市场前景。预期在好坏因素互相抵销的情况下，国际油价今年将较去年表现稳定，削弱对加元影响力。而货币政策方面，加拿大的通胀及经济增长均见放缓迹象，加上美国的通胀及经济情况亦如是，因此预期加拿大央行将会在短期加息的同时，于打击通胀及维护经济中取得平衡点，令央行或会考虑逐步放慢其加息脚步。

美元兑加元一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年12月

加拿大主要经济数据表现	时段	数值(%)
国内生产总值(GDP)	第三季	2.9(按季年率)
失业率	11月	5.1
零售销售	10月	1.4(按月)
消费物价指数(CPI)	11月	6.8(按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年12月

于好坏因素互相抵销的情况下，料油价窄幅波动

西方国家因制裁措施对俄国石油价格设定上限，加上环球经济前景表现不稳，OPEC+去年11月前曾先后多次下调本年度石油需求的预估。但随著中国对有关新冠清零政策的放松及OPEC+于去年12月4日最后一次会议上并没有加大减产幅度，石油需求有望于今年改善，缓和供过于求的情况。因此，于以上各好坏因素互相抵销下，预期国际油价今年表现平稳，料于每桶65美元至90美元之间窄幅波动。

油价表现



资料来源：路透社，数据截至2022年12月

加央行料追随美联储货币政策减慢加息

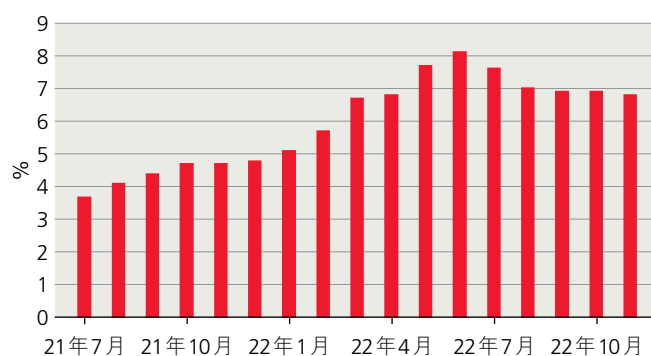
加拿大央行于12月再次将指标利率提高50个基点至4.25%，并创下近15年来的最高水平，同时暗示加息行动正接近尾声，并表示放弃去年3月开始加息以来一直使用的前瞻性指引。加拿大的通胀水平已见回落，该行亦于10月开始减慢加息，加息幅度由9月份的50个基点降至25个基点。因此，预期于当地通胀回落的环境下，加央行将追随美联储的货币政策，减慢加息步伐。



本土通胀见缓和，料央行正于打击通胀及维护经济取平衡

加拿大央行在9个月内以创纪录的速度累计加息400个基点，以对抗远高于其目标的通胀。有关的收紧货币政策正于经济中发挥效用，令当地整体通胀水平于7月回落，而11月的通胀已由之前8.1%的峰值跌至6.8%。在通胀压力缓和下，预期加央行将在短期加息的同时，于打击通胀及维护经济中取平衡，所以料央行或会考虑逐步放慢加息脚步。

加拿大CPI



资料来源：路透社，数据截至2022年12月

加国国内经济活动或因美国经济减速而放缓

加拿大2022年第三季GDP连续第5个季度上升，按季增长速度略为放缓0.7%，年化季率增速亦放缓至2.9%。虽然有关数据反映加拿大总体经济增长率仍较预期高，但当地消费者支出减少这事实则表示持续加息后的利率正在更广泛地影响经济增长的速度。预期美国短期仍须面对经济浅度衰退的风险，将影响作为紧密商业合作伙伴的加拿大的经济。因此预期加拿大经济减速的环境，将限制加央行持续加息的念头。

外汇 | 美元兑离岸人民币

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

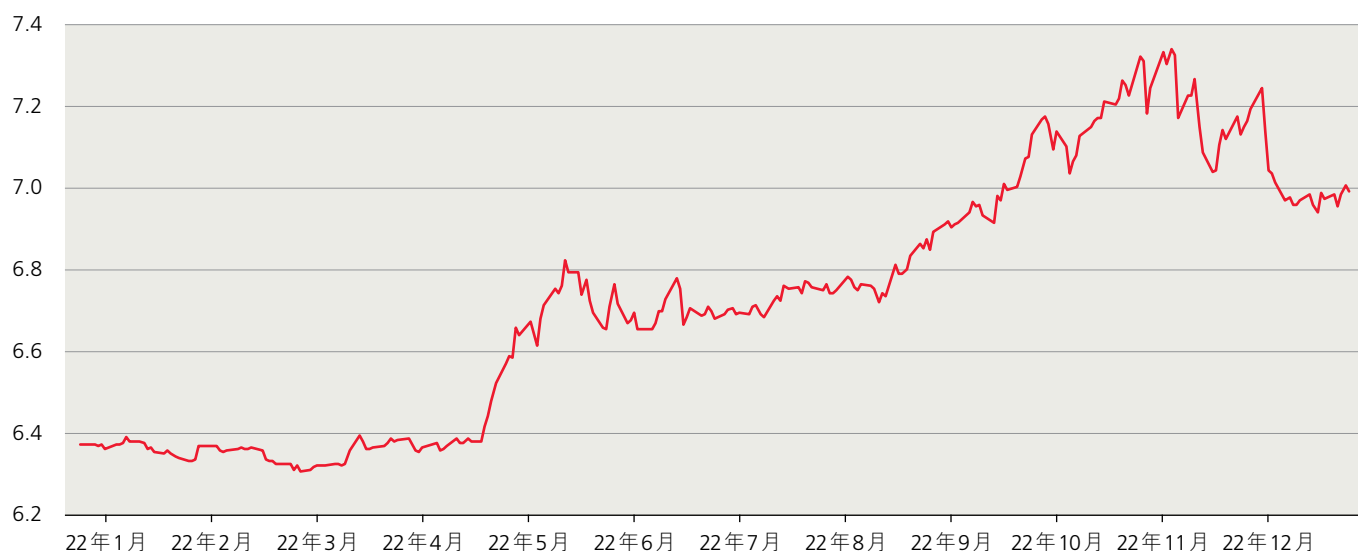
优化防疫政策有助增长前景，加强人民币升值动能

美元兑人民币第一季预计波幅范围

6.8300 至 6.9800

概述 中国2022年的经济大部份时间受疫情困扰，令经济基本面变得疲软。但随著政府优化国内的防疫政策，更见政府对重新开放的决心，预期能进一步加快国内经济开放的速度，有助改善国内增长前景。因此，市场短期或聚焦于各地方政府关于防疫措施的细节及当地经济被提振的效果。除了继续优化疫情的防控措施外，预期中国政府将以刺激经济为大前提，继续聚焦于疫情过后的经济复苏。但是，美联储已开始减慢其加息计划，料人民银行亦很大机会藉此推行较宽松货币政策以刺激受疫情打击的经济。除了继续推行减低政策利率的行动，人民银行今年于必要时或会推行降准及降息等货币政策。总结来说，于以上因素互相抵销后，加上春节前对人民币的刚性结汇需求，预期人民币短期将延续宽幅的区间震荡，同时维持对人民币短期中性偏好的看法。

美元兑离岸人民币一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年12月

中国主要经济数据表现	时段	数值(%)
国内生产总值(GDP)	第三季	3.9(按年)
失业率	11月	5.7
零售销售	11月	-5.9(按年)
消费物价指数(CPI)	11月	1.6(按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年12月

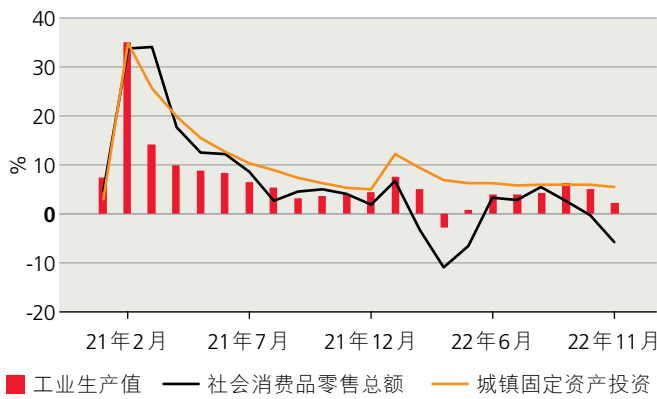
政府优化防疫政策方向明确

近期中国内地的防疫政策明显优化，政府在一个月內两次优化疫情防控措施，从「防疫优化20条」到「新10条」，及后并宣布将于2023年1月8日起取消所有入境检疫措施，加速重新开放的方向明显，并超越市场预期，带动人民币明显回升，并且突破7算的强大关口。虽然这些优化措施并不代表有关防疫政策短期内会快速转向，但却反映政府对重新开放持有之明确的决心。因此，预期进一步重新开放的政策将有利加快国内经济恢复的速度。

短期将聚焦于经济被提振效果

有关中国政府对疫情封控措施的放松已渐渐被市场定价，而市场后续的焦点料将放在有关地方政府防疫措施的细节，以及经济被提振的效果上。在中国防疫措施大幅放松的环境下，料将加快经济活动，使人民币中期升值的动力变得较强。当然，投资者亦须留意政府之后对疫情推出更多的政策指引及内地疫情变化。

中国工业生产总值、社会消费品零售总额及城镇固定资产投资

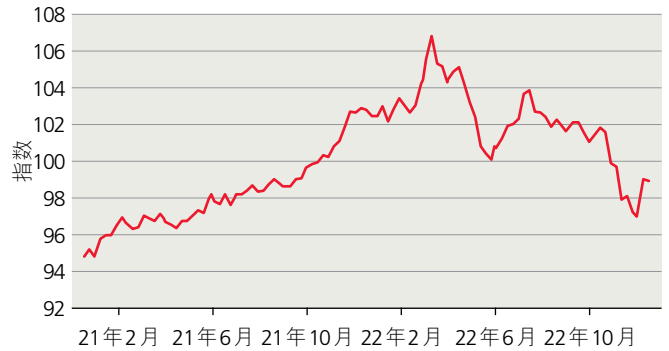


资料来源：路透社，数据截至2022年12月

料维持宽松政策基调以达至稳中求进目标

中共中央政治局会议已于12月初召开，会议强调明年仍然要坚持稳字当头、稳中求进的方向，继续实施积极的财政政策及稳健的货币政策，要继续优化疫情防控措施。所以，如果中国政府继续以刺激国内经济为大前题，且聚焦于疫情后经济复苏的方向，往后人民银行的货币政策将继续维持目前较宽松货币政策的基调。

人民币汇率CFETS指数



资料来源：路透社，数据截至2022年12月

料人民银行将藉美联储减慢加息而推刺激政策

美国通胀持续放缓，而美联储亦因此开始了减慢加息的计划。预期各大央行将纷纷追随，而人民银行亦很大机会藉此推行较宽松货币政策措施以刺激受疫情打击的经济。预期中国2023年将进入宽松周期的下一阶段，人民银行除了继续推行减低政策利率的行动外，于必要时或会于推行降准及减息等的宽松货币政策。



Image source: Unsplash

否极泰来

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪
东亚联丰投资团队



东亚银行财富管理处首席投资策略师 李振豪

否极泰来

上季标题是《灰犀牛》。债市首3季表现令人失望，主要受美联储及其他央行不断加息影响，但加息未言结束，预期11及12月各加息75及50点子后，2023年才有可能随通胀回落时暂停，同时偏高利率支持强美元带来的质化因素以支持疲弱经济。非美元债券市场违约风险上升，尤其欧洲企业债券信贷违约掉期(CDS)急升突显战事带来的负面影响，同时欧猪国家国债收益率正逼近7%的危险水平。亚洲央行加息步伐加快及本币受强美元冲击，都令强势的亚洲债券开始转弱。过去预测大致与今天结果相若。

本季标题是《否极泰来》。去年债券市场的表现为近代最差，物极必反，预期今年将迎来长期投资机遇。虽然全球加息潮仍未完结，预期美联储可能加息2至3次，并维持高利率至年底。但历史数据显示衰退同时加息的环境中，收益率正常化提供了可取的投资操作。长期曲线上升对债市造成负面影响，但分类指数分析中不乏化繁为简的投资选择。最后，加息周期末段往往是最佳投资切入点。当然否极泰来不代表一蹴而就，各违约风险处于高位，投资者仍须审慎应对。

美国利率：加息未尽、减息未至

美联储去年加息7次共4.25%，并以每月950亿(美元，下同)幅度缩表，美联储资产负债表成功止升为跌，截至去年12月28日，数值由最高的8.97万亿下降至8.55万亿。当然以上目的是遏抑由多种原因多年来交加的高通胀风险：多年来量化宽松政策、疫情冲击迫使央行再增加流动性、俄乌战事刺激能源及食品价格上升、美国经济结构问题等。相信美联储明白紧缩货币政策不能解决所有问题，但这是主席鲍威尔仅能够主导的方法。

美联储的2%通胀目标是绝对性概念，缺乏与经济及市场表现互动，美联储亦较难解释在未达标前暂停加息。但实质利率是相对性概念，在经济数据互动下可能更有说服力。今天4.5%(名义)联邦利率相对4.7%核心个人消费支出(PCE)，只有负0.2%实质利率，较去年约负5%已明显收窄。美联储将今年利率目标设定为5.1%，暗示仍有60点子上升空间，预期美联储最少在上半年以每次25点子幅度加息两次。配合未来核心PCE有序下跌，相信当时实质利率将转为正值，有利推动经济实质性增长，美联储亦可藉此暂停加息。相反如通胀数据未见显著下降，美联储有可能再加息多25点子(详情请参阅《宏观策略》章节)。

全球通胀维持偏高水平

经济合作暨发展组织(OECD)预期全球通胀数据今明两年将维持偏高水平，OECD及G20成员国今年综合通胀预测分别为6.6及6%，主要源于欧洲国家普遍预测高过6%，新兴国家例如阿根廷及土耳其更出现83及45%通胀率，反映

无论俄乌战事结果如何，对全球通胀的影响将延续至今明两年。预期亚洲区通胀仍然受控，尤其中国通胀率维持较全球偏低水平，而且稳定徘徊在2%，间接反映中国货币及财政政策配合得宜的成果。

OECD 全球通胀预测					
组织	2023	2024	组织	2023	2024
OECD	6.6	5.1	G20	6.0	5.4
地区/国家	2023	2024	地区/国家	2023	2024
澳洲	4.5	2.5	阿根廷	83.0	60.0
加拿大	4.1	2.4	巴西	4.2	4.5
欧元区	6.8	3.4	中国	2.2	2.0
德国	8.0	3.3	印度	5.0	4.3
法国	5.7	2.7	印尼	4.1	2.5
意大利	6.5	3.0	墨西哥	5.7	3.3
西班牙	4.8	4.8	俄罗斯	6.7	6.1
日本	2.0	1.7	沙地阿拉伯	3.2	2.3
南韩	3.9	2.3	南非	5.9	4.9
英国	6.6	3.3	土耳其	44.6	42.1
美国	3.5	2.6			

资料来源：彭博，数据截至2022年11月22日

OECD预期美国通胀率今年只有约3.5%，与美联储预期一致，较彭博综合市场预期4%低一点，但无阻美国通胀见顶回落的共识。衍生工具市场预期结果相若，不论通胀掉期及通胀平衡利率，1及2年期利率持续下降，截至去年12月30日，4项数据徘徊在2.1至2.5%，反映市场预期较官方更进取。如此乐观预测，美联储是否将一改去年「鹰」姿？相信结果是否定的。

美国通胀相关衍生工具指标



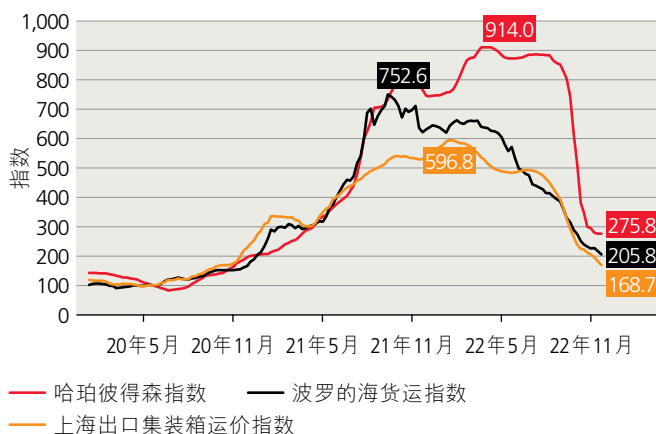
资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

债券

高粘性通胀左右决策

是次通胀除了是多次量宽积累的结果外，引爆点实是疫情导致供应链紧张，再到俄乌战事打乱全球能源及食品供应，供应侧传导至需求侧主导初期变化。及后当各国疫后复常，供应链逐步纾缓，本应有利全球通胀率回落。参考全球3大航运指数走势显示，去年第一季达峰后高位徘徊，直至下半年回吐。截至去年11月底，3大指数差不多回归至2020年初疫前水平，去年整体由高位急挫超过70%，加上能源及食品价格同期明显下降（纽约期油及标普高盛农产品指数同期下跌超过30%），都有利纾缓供应侧压力。

全球航运指数



资料来源：OECD，数据截至2022年11月22日

参考美国综合生产物价指数 (PPI) 与消费物价指数 (CPI) 差距，由2020年中开始持续上升至去年6月9.2%见顶，及后持续下跌至3.5%。同期核心PPI与CPI差距由高峰3%下降至2.1%。两者反映去年下半年航运、能源及食品价格下跌改善了综合通胀数据，但影响美国利率决策较大的核心PPI与CPI差距却没有明显变化。市场憧憬减息条件未能受核心通胀表现支持，更大问题是通胀成因已由供应侧流向需求侧，例如工资上涨、住房支出高企等，对货币政策敏感度较低或通胀粘性较高，并带有滞后性，例如失业数据普遍在经济放缓之后一季才会上升，令决策者更难落实政策。

美国 PPI 与 CPI 差距



资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

加息解决国债流动性问题

从整体财政角度分析，除遏抑通胀，持续加息亦有其他隐藏功能。

财政部长耶伦曾表示为国债市场流动性不足感到忧虑¹。美国国债供应激增以资助政府支出，但金融法规（补充杠杆率或其他资本要求）限制了大型金融机构参与国债交易的意欲。耶伦没有直言美联储执行「量化紧缩」(Quantitative Tightening, QT) 加剧了债市流动性担忧，使央行可能不再是政府债务的主要买家，只表示美联储设有常备回购工具（即美联储规定按时购入一定数额国债），为国债提供流动性支持只是「可能会有所帮助」。

除美国法规及央行政策限制了债券造市商 (Market-maker) 投入无限量发行的美国国债，近年经济增长放缓（例如高增值工业外流、偏重内需及服务业、面对新兴国家挑战等），但社会支出不断上升（例如人口老龄化及疫后对社会保障、医疗保险和医疗补助需求上升等），加上去年俄乌战事后能源补贴，多重夹击下突显美国经济的软肋。虽然美国是「违约免疫」的国家，但2021年美国联邦债务相等于国内生产总值 (GDP) 约137%，料2022年总值将更高，市场开始质疑美国偿还债务能力。

更严重是「去美元化」影响。各国逐步减持美国国债。截至去年10月数据显示，海外持有量首次两席的日本及中国分别减持了2,260亿 (美元，下同) 及1,590亿，减持总量是第三位英国持有量 (6,385亿) 的约60%，更超过第四位比利时3,273亿总额。海外国家减持驱使国际投资者对美国国债更趋向审慎。

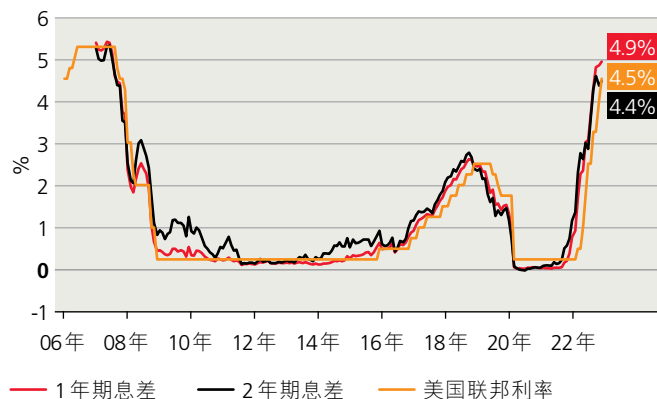
¹ 见彭博网站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-10-12/yellen-worries-over-loss-of-adequate-liquidity-in-treasuries?leadSource=verify%20wall>

长期入不敷支的财政，连央行都自行修身，再多的国债找谁来买？这正是上述耶伦的潜台词。但因为美元及美债是全球金融市场的基石，美国国债市场失灵对每个人来说都是灾难。解铃还须系铃人，潜在违约风险上升应以市场规律提升风险溢价，以更高的收益率去吸引可承受风险投资者。因此，去年美国10年期国债收益率在持续加息下由最低约1.51%升至最高4.24%，引导新债收益率同步上升以吸引更多买家。利率牵引下加息有助逐步推升收益率，有利国债销情。

加息解决金融流动性问题

金融市场流动性正处于危险边缘。上季已分析当美联储执意快速且双管齐下地(加息同时缩表)收紧市场流动性，只会把金融市场流动紧张状况推向2008年金融灾难时水平。当时市场藉监管漏洞酿成金融灾难，最终由央行出手解决问题。但今天始作俑者是央行本身，今次谁有资格担任白武士？或者目送流动性断裂酿成另一次全球金融灾难(详情请参阅上季《债券》章节)？

SOFR与OIS息差及联邦利率



资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

截至去年12月30日，担保隔夜融资利率(SOFR)与隔夜指数掉期(OIS)的1及2年期息差分别是4.9及4.4%，上季两者分别是4.29及4.25%，当中1年期走势明显上升，反映金融(尤其银行)状况中短期流动性紧张情况恶化。同时两者与2007年高位分别5.4及5.3%进一步拉近，意谓流动性断裂风险趋升。但办法总比问题多，上季亦分析了美联储排除万难地加息，其中一个任务是透过官方息差不断推高美元，藉以吸纳境外美元来填补境内缩表的缺口。参考

2007年SOFR与OIS息差达峰时联邦利率是5.3%，与美联储去年12月点阵图中预测今年利率目标为5.1%相若，亦暗示如流动性继续恶化，与鲍威尔声明中「不排除进一步加息」的言论吻合²。

持续加息实在有其根本性原因，对遏抑通胀亦初见成效，贸然停止加息只是功亏一篑，更遑论减息？

衰退同时加息环境下的投资机会

纠缠于憧憬美联储减息实是「口惠而实不至」，分析加息对收益率影响及利率周期变化可能更见实际。

2000年后美国联邦利率开始其长期下降走势，2008年后更多次推出量宽政策，利率长期处于历史低位。当中曾经在2005及2015年出现数次加息，但因金融灾难及疫情迫使美联储回归原点。持续超过20年的下降轨迹，投资者仿佛已默认利率「只减不加」的悖论。超低利率下持有现金(例如存款)价值不高，投入债市赚取息差成为过去20年的投资主流。但投入资金愈多，收益率便愈压愈低，驱使整条收益率曲线愈见平坦。长短期息差不断下降，持有长期债券的时间(机会)成本递增，短炒债券取代「Buy-and-hold」策略成为近10年零售债市中投资风潮。直到美联储主席鲍威尔表示「负利率并不适合美国」³，暗示把0%设定为降息的终结。

时移势易，今天美联储主动加息，加息潮又有没有参考的终点？收益率随之上升又是否必然？

收益率曲线趋向正常化的投资操作

各项利率隐藏不同的互动及牵引性，主要受利率套戥或套息交易等活动驱动。正如存款利率高过债券收益率，假设并无违约环境下投资者将套出债券投入存款，发行人须要提升收益率才能与银行竞争资金，互动下利率及收益率有序递升，直到平衡。

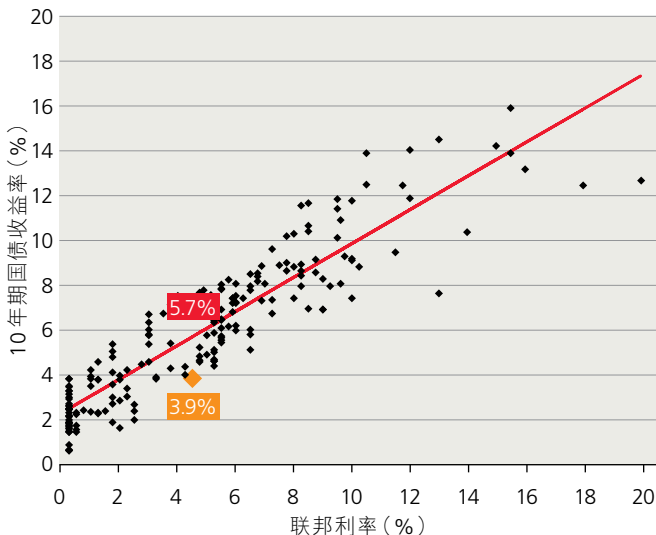
美国联邦利率与10年期国债收益率走势相若，但未能量化其关系性。根据过去40年按季数据并透过回归分析，结果显示两者有著长期正向关系(分析可靠度超过80%)，而且在联邦利率8%以下的相关性更高。

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

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

债券

回归分析：美国联邦利率与10年期国债收益率



资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

今天联邦利率为4.5%，回归分析显示10年期国债收益率的合理水平应是约5.7%，突显去年底10年期国债收益率长期低过4%并不合理。差距当然包括时间值（10年期）及交易成本等技术性因素，但更重要是受到避险资金为应对未来经济衰退而大量囤积长期国债，令10年期或以上国债收益率普遍下跌，而2年期收益率受加息预期牵引向上，导致2与10年期收益率差距自去年6月起持续处于负值，亦曾出现负84点子历年第二低水平。因此，基本预测美联储年内最少加息50点子，加上避险资金因素，年内10年期收益率预期将最少升至4.3至4.5%水平。

美国2及10年期国债收益率



注：橙色面积为收益率差距负值地带
资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

收益率曲线倒挂传统上反映市场预测衰退将至，但数据上当真正落实衰退后，收益率差距大多为正值。抽取始于1977年2与10年期收益率差距数据，并以连续两季GDP增长出现负值为衰退指标，分析结果如下：

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

资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日



Image source: Unsplash

近45年数据中曾出现6次衰退，共14个季度中只有3个收益率差距出现负值，即正值比例约79%。暗示当衰退落实后近8成机会当时收益率差距将是正值，而整体平均值为80.5点子，较去年底约负84点子形成颠倒状态。

因不同分析对「衰退」一词解读各异，如放宽条件至每次按季GDP出现负值都纳入分析，结果如下：

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

资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

近45年数据中曾出现23次按季GDP负值，当中只有4个收益率差距出现负值，即正值比例约83%。反映当GDP按季负值出现后近8成收益率差距都是正值，结果与上文分析相若。平均值为97.4点子，较上述分析更高。

综合上述分析，当衰退出现时2与10年期收益率好大可能由负转正，而且是2年期下降与10年期上升同时进行。强调利率之间存在牵引性，当衰退出现时市场对未来加息预期开始下降，甚至有可能出现减息，2年期收益率随之逐步回落。回归分析显示市场早已部署衰退出现并投入长期国债，导致10年期收益率处于不合理地低水平，因此当衰退出现时料相较2年期降幅为低，甚至有可能上升，此消彼长下收益率差距自然收窄。

投资市场中大型波动往往带来不同投资操作。衰退出现前收益率曲线「倒挂」现象，吸引投资者先沽出短债(2年期)同时买入长债(10年期)操作，衰退落实后逆转或平仓，即买入短债同时沽出长债。

收益率变化对债券价格影响在不同年期并非一致。根据彭博美国累计债券指数及其分类指数去年表现作指标，结果如下：

指数	回报 (%)
美国累计	-13.01
年期	
1至3年期	-3.72
3至5年期	-7.84
5至7年期	-10.78
7至10年期	-14.82
10年期以上	-27.12

资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

债券

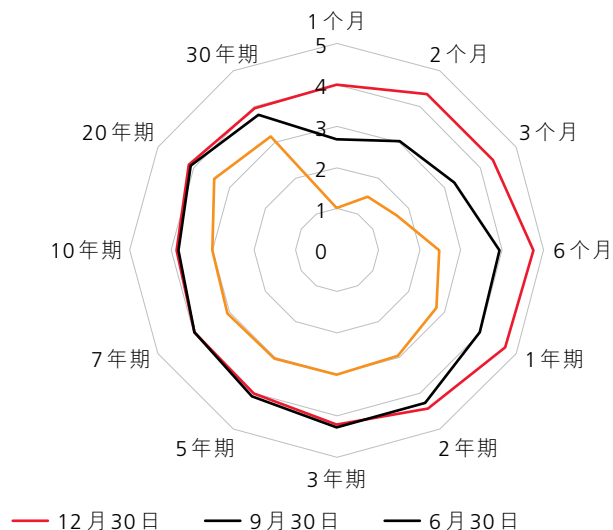
美国累计指数去年共下跌约13%，但以年期分布中年期愈短跌幅愈小，并以7至10年期为分水岭，这就是投资市场上所谓存续期风险。如未来衰退出现时，根据上文分析预期10年期收益率升幅将较2年期跌幅为大，存续期风险影响下当时10年期债券价格跌幅将较2年期升幅为大，那上文「买短沽长」操作便会亏本？

收益率曲线由「倒挂」趋向「正常化」时，不同年期债券持仓比例并非一致，而是取决于两项（或多项）收益率变化比例，尤其经济数据令利率预期转变并非固定的线性关系，及各收益率敏感度亦有所不同。

衰退中债市寻宝：化繁为简

不论在任何融资渠道，央行加息都不能避免提升融资成本，国债也不例外。根据较多市场交易的美国国债年期作指标（如2及10年期），由去年6月30日至12月30日各项年期的收益率全线上升，只是幅度上差异。美联储年内利率目标设定为5.1%，暗示收益率曲线仍有上升空间。撇开各年期收益率变化幅度不同，整条曲线升势未止是否对整体债券市场不利？

美国国债收益率按季变化（%）



资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

过去30年按月数据显示，美国10年期国债收益率与彭博全球累计债券指数呈现明显逆向走势。正如上述分析，近代因长期宽松货币政策支持债券价格只升不跌的「神话」在主要央行逆转政策下结束，这是否代表未来不应再投资债券市场？当然不是，利率（或融资行为）早在5,000年前已出现⁴，当然不会因当代数十年的利率政策而消失，更何况利率政策往往时移势易，过程中的变化更值得参考。

美国国债收益率及彭博债券指数



资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日



Image source: Unsplash

⁴ 见商业内幕网站，<https://www.businessinsider.com/chart-5000-years-of-interest-rates-2015-9>

今年债券市场不外乎面对「加息」及「衰退」两大因素，但只闻梯响，又不知就里。抽取过去50年按季GDP表现并以连续两季或以上出现负值作为「衰退」标准，同时透过彭博美国累计债券指数及其5项分类指数表现作指数代表，包括「企业高息债券」、「美国政府/信贷」、「美国国债」、「美国综合」及「企业高评级债券」，并加上同期利率变化作一并分析，结果如下：

年份	季度	按季 GDP (%)	指数变化 (%)						联邦利率 (%)
			美国累计债券	企业高息债券	美国政府/信贷	美国国债	美国综合	企业高评级债券	
1974至1975年	第三季	-3.7	-	-	0.1	2.7	-	-2.2	-3.8
	第四季	-1.5	-	-	5.6	4.5	-	6.1	-1.3
	第一季	-4.8	-	-	3.7	2.0	-	5.5	-2.5
1980年	第二季	-8.0	18.8	-	18.1	15.1	-	22.4	-10.5
	第三季	-0.5	-6.6	-	-6.2	-4.6	-	-8.4	2.5
1981至1982年	第四季	-4.3	10.6	-	10.3	9.6	-	11.7	-3.5
	第一季	-6.1	3.9	-	3.5	3.2	-	4.0	3.0
1990至1991年	第四季	-3.6	5.1	-1.7	5.1	5.5	4.9	4.0	-1.0
	第一季	-1.9	2.8	20.7	2.7	2.1	3.1	4.3	-1.0
2008至2009年	第三季	-2.1	-0.5	-8.9	-1.6	2.3	-1.2	-7.8	0.0
	第四季	-8.5	4.6	-17.9	6.4	8.8	2.7	4.0	-1.8
	第一季	-4.6	0.1	6.0	-1.3	-1.3	0.4	-1.9	0.0
	第二季	-0.7	1.8	23.1	1.9	-3.0	2.9	10.4	0.0
2020年	第一季	-4.6	3.1	-12.7	3.4	8.2	1.3	-3.6	-1.5
	第二季	-29.9	2.9	10.2	3.7	0.5	3.8	9.0	0.0
2022年	第一季	-1.6	-5.9	-4.8	-6.3	-5.6	-6.1	-7.7	0.3
	第二季	-0.6	-4.7	-9.8	-5.0	-3.8	-5.1	-7.3	1.3
平均值		-5.1	2.6	0.4	2.6	2.7	0.7	2.5	-1.2
中位数		-3.7	2.8	-3.3	3.4	2.3	2.0	4.0	-1.0
标准差		6.8	6.6	14.1	6.1	5.6	3.8	8.4	3.0
正值数量		0	10	4	12	12	7	10	4
负值数量		17	4	6	5	5	3	6	9
最大值		-0.5	18.8	23.1	18.1	15.1	4.9	22.4	3.0
最小值		-29.9	-6.6	-17.9	-6.3	-5.6	-6.1	-8.4	-10.5

资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

数据中所有指数的平均变化约2.1%，84个纪录回报内正回报占比约65%（55个），最大值为23.1%而最小值为负17.9%，反映整体在衰退时投入债券市场值博率较高。分类指数方面，以7个评审指标，包括平均值、中位数、标准差、正及负值数量、最大及小值，该指标最佳首3名以颜色方格标示，最后以颜色方格最多为总表现评审。结果发现「美国政府/信贷」类别，即地方或州政府或有关机构发行债券表现最为突出，其次是「美国国债」及「美国累计债券」。简单而言，当经济不景气时，偏向保守及官方发行的债券较为可取。如没有分类偏好，直接投入包罗万有的累计指数都是不错选择。

债券

衰退时理应减息纾缓经济，但历年来衰退时加息亦非罕有。数据上共 17 个衰退季度中有 8 个当时利率维持不变甚至加息，占约 47%。如抽取该 8 个季度再套用上述指标分析，结果如下：

日期	按季 GDP (%)	指数变化 (%)						联邦利率 (%)
		美国累计	企业高息债券	美国政府/信贷	美国国债	美国综合	企业高评级债券	
9/30/1980	-0.5	-6.6	-	-6.2	-4.6	-	-8.4	2.5
3/31/1982	-6.1	3.9	-	3.5	3.2	-	4.0	3.0
9/30/2008	-2.1	-0.5	-8.9	-1.6	2.3	-1.2	-7.8	0.0
3/31/2009	-4.6	0.1	6.0	-1.3	-1.3	0.4	-1.9	0.0
6/30/2009	-0.7	1.8	23.1	1.9	-3.0	2.9	10.4	0.0
6/30/2020	-29.9	2.9	10.2	3.7	0.5	3.8	9.0	0.0
3/31/2022	-1.6	-5.9	-4.8	-6.3	-5.6	-6.1	-7.7	0.3
6/30/2022	-0.6	-4.7	-9.8	-5.0	-3.8	-5.1	-7.3	1.3
平均	-5.8	-1.1	2.6	-1.4	-1.5	-0.9	-1.2	0.9
中位数	-1.9	-0.2	0.6	-1.5	-2.2	-0.4	-4.6	0.1
标准差	10.0	4.1	12.9	4.2	3.3	4.1	7.9	1.2
正值数量	0	4	3	3	3	3	3	4
负值数量	8	4	3	5	5	3	5	0
最大值	-0.5	3.9	23.1	3.7	3.2	3.8	10.4	3.0
最小值	-29.9	-6.6	-9.8	-6.3	-5.6	-6.1	-8.4	0.0

资料来源：彭博，数据截至 2022 年 12 月 30 日

把数据浓缩至同期利率不变及加息季度，并以颜色方格作评审。最佳分类指数是「美国综合」，该指数大部分投资于美国政府及其相关债务、按揭抵押贷款 (MBS) 及企业高评级债券，另一指数同分是「美国累计债券」指数。简单而言，与上述分析结果一致，当经济不景气时依赖个人偏好风险较高，直接投入综合或累计指数，方便快捷。

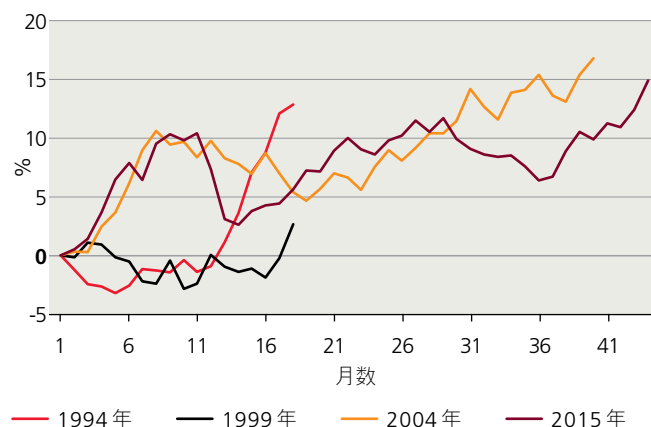
加息尾声正是切入之时

上文已分析衰退时收益率变化及相对投资操作、长期曲线上升对债市影响及个别债券分类在衰退中表现及选择，最后是入市时间。

去年美国政府在第一季及第二季 GDP 连续出现负值时都不承认经济已出现衰退，并以不同方式解释其衰退的见解。在此不作评论，但反映出以衰退作为入市切入点较为含糊及难于拿捏，反观加息周期较易明白及清晰。虽然美联储主席鲍威尔能言善辩，但加与不加之间没有灰色地带，最多是时间差异。

过去 30 年曾出现过 4 次加息周期，分别是 1994 年、1999 年、2004 年及 2015 年。首 2 次维持了 17 个月，后 2 次分别为 39 及 43 个月。以彭博全球累计债券指数作为代表，并以月数作为 4 次周期的同一时间轴，结果显示加息初段对债券指数影响不大，但中段指数表现明显走弱，尾段出现反弹回升。但彼此表现各有出入，亦未能明显突显切入点。

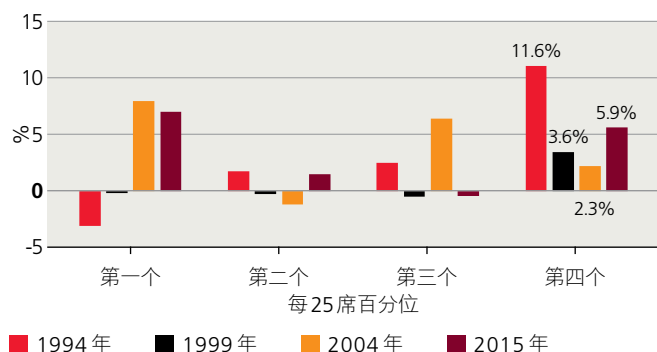
过去 4 次加息周期全球累计债券指数表现



以统计学中每 25 席百分位 (25th percentile)，平均把数据分成 4 个阶段，再观察债券指数按阶段表现。结果清晰地显示最后阶段 (第四个 25 席百分位) 中全数出现正回报 (100%)，平均回报约 5.9%，最高及最低回报分别约 11.6 及 2.3%。

去年美联储已加息 7 次，点阵图预示今年加息至 5.1%，明年将出现减息，市场普遍预期再加息 2 至 3 次后是次加息周期便会完结。以此推演，假设加息共 10 次，最后阶段便是 7.5 次，反映当下加息周期将进入最后阶段，正是投入债券市场最佳的切入点。

全球累计债券在加息周期中分段表现



资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日

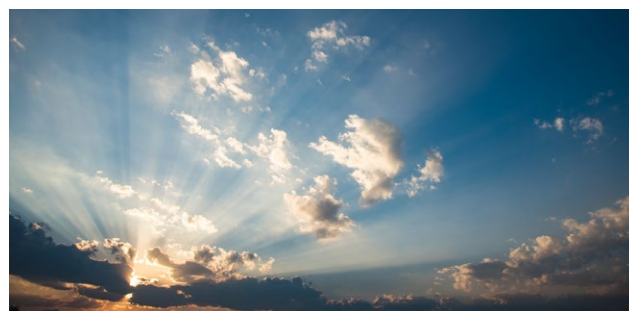
风险：违约危机仍未过去

投资债券除利率风险，更大的的是违约风险。OECD去年底报告中指出2019至2022年处于财困的低收入国家占世界银行纪录中超过50%，较2009至2014年间不足30%明显上升（详情请参阅《宏观策略》章节）。暗示投资者不能忽视非美国国家尤其新兴市场的违约问题。

信贷违约掉期(CDS)是市场上常用为持有投资组合对冲违约的金融工具，各利率变化是衡量不同债券类别的违约风险指标。参考国债CDS及个别CDS指数过去1及3个月变化如下：

国债 CDS	1个月变化(点子)	3个月变化(点子)	CDS 指数	1个月变化(点子)	3个月变化(点子)
美洲			美国		
巴西	14.6	-19.3	高评级	-1.2	-18.3
墨西哥	0.9	-20.4	高息	0	3.0
美国	0.8	-1.1	地方政府有关机构	0.5	-3.6
加拿大	-1.6	-2.4	欧洲、中东和非洲(欧非中东)		
哥伦比亚	-4.9	-70.7	欧洲高评级	-4.5	-41.3
欧洲、中东和非洲(欧非中东)			欧洲高息	-8.7	-159.2
瑞典	0.2	-3.5	金融(高级别)	-6.1	-49.1
瑞士	0.0	0.3	金融(次级别)	-10.4	-91.6
德国	-0.5	-5.2	亚洲		
法国	-0.7	-2.7	日本	7.4	-21.6
英国	-1.1	-0.2	亚洲(除日本)高评级	-20.8	-55.0
葡萄牙	-2.6	-2.5	澳洲	-7.1	-47.2
荷兰	-2.9	-3.7	新兴市场		
西班牙	-3.0	-1.8	新兴市场	0.3	3.1
意大利	-7.4	-17.1			
希腊	-10.9	-23.7			
亚太					
日本	0.7	-0.6			
纽西兰	0.0	-1.3			
澳洲	-0.4	-5.7			
中国	-2.2	-19.3			
南韩	-3.6	-9.9			

资料来源：彭博，数据截至2022年12月30日



整体数据上不论1及3个月变化不大，国债CDS中新兴国家更出现明显改善，例如哥伦比亚、巴西及希腊等都录得双位数跌幅。CDS指数显示欧洲及亚洲指数明显下降，尤其欧洲高息债指数下跌近160点子。虽然核心供应问题仍未解决，但能源问题随冬天过去，至少解决了燃眉之急。

须知道全球经济问题，例如欧美国步衰退、俄乌战事后影响及中国复常之路颠簸等，都可能令债券市场违约风险无预警下急升，投资者仍须保持审慎。

中国及亚洲债市展望 — 2023年亚洲债券重获市场目光

主要国家的货币政策尤其美国虽然维持紧缩，但相信不会再度大幅收紧。各国央行目标将由遏抑通胀转移至缩减资产负债表，因此资本和信贷市场的流动性预计会减少。东亚联丰认为，投资者对固定收益资产，会重拾兴趣。

市场经过多月的震荡，已经消化了通胀、高利率等多项因素，目前债价已相当吸引力，收益率亦接近周期性高位，但上升空间有限，因为美国接连大幅加息的机会不大。

东亚联丰认为债市将回暖，投资级别和高收益债券再呈投资价值。考虑到经济衰退的风险，加息周期何时完结仍是未知之数。投资级别债券可以对冲部分利率上升，债券价格下跌的风险。加上一般发行人基本面稳固，所以违约风险有限。一旦经济衰退较预期严重，息差扩阔，虽然高收益债券将承受较大的压力，但只要懂得小心挑选，仍然不难发掘一些提供吸引息率，而基本面也不俗的高收益债券。预计明年市场流动性将续步收紧，我们评估债券时，会特别留意其资产负债表是否稳健，以衡量他们再融资的压力，及抵御温和经济衰退的能力。

放宽疫情措施和房地产三支箭为中国债券提供投资机遇

一直备受严谨疫情措施和房地产问题困扰的中国，近日因新措施出台而初现曙光，整体投资气氛转好。东亚联丰亦重整对中国投资级别和高收益债券的评估。

为挽救销售疲弱和受烂尾楼危机困扰的房地产，自11月中开始，内地接连发出「三支箭」及「金融16条」，通过债券、信贷和资本市场融资各项政策，鼓励银行向房企发放信贷、支持民企发债融资，以及恢复上市房企进行再融资等。希望藉这些措施为陷入财困的房地产行业提供充足的融资渠道。虽然政府加大支持房地产的力度，为内房债券设下有利条件，气氛和市场预期有明显改善，但我们仍然维持审慎态度，检视政策落实的实际情况，例如是否具龙头地位、具规模的企业才能受益？已经出现债务违约的内房民营企业能否受惠？这些细节尚有待观察。政府对地方疫情措施的调整不单会左右楼市复苏的步伐，也会影响其他板块。鉴于政府放宽防疫政策措施较市场预期为早，有助个别行业的周期性反弹，例如工业板块债券。

政府要在控制疫情和重启经济两者之间取得平衡。人民银行也在平衡货币政策的力度，一方面进行货币宽松政策以支持经济，另一方面则避免过度减息刺激通胀，也避免与美国息差持续扩大，导致资金外流。人行于12月5日降低存款准备金25点子，向市场释放5,000亿人民币以支持经济，是今年4月以来第二次降准。我们相信当局仍会继续采取相对宽松的货币政策，但债券收益率明年仍然有机会上升。至于人民币走势，基于美联储加息幅度放缓的预期以及中国放宽疫情限制带动经济复苏的憧憬，美元强势将出现逆转，环球和亚洲货币走势将恢复。因此，我们对人民币的走势没有以往悲观，相信会在区间上落。

中国放宽防疫措施同时有助带动澳门旅游业，刺激赌场入场人数。东亚联丰对澳门博彩业债券改观。加上早前澳门6间赌场营运商牌照已批出，不明朗因素减少。至于香港债券市场基本面仍然十分稳健。

印度并未受外围拖累，金融和可再生能源高收益债券续看好

印度跟印尼一样，当地经济一直良好发展。世界银行把印度这个财政年度的经济增长预测，由原来6.5%提升至6.9%，是全球增长最快的主要经济之一。现时印度银行业放贷的速度，是8年来最快，意味这个全球第5大经济体，正展开新的投资周期。因此，团队看好印度短期高收益金融类债券，例如从事黄金贷款、商业贷款、个人贷款和金融咨询服务的非传统银行发行人。

另一个基本面稳固的板块，同样深受团队看好的是印度的可再生能源高收益债券。作为全球主要耗电量的国家，印度同时是主要可再生能源生产国。其目标是到2030年能够减少碳排放10亿吨，碳强度降至低于45%。要减排同时满足人口增长对电力增长的需求，该国计划把可再生能源产能扩大到500吉瓦(Gigawatt)。有机构预计，到2030年，印度低碳技术的市场规模将高达800亿美元。要实践这些目标，须要有利的政策来支持可再生能源企业，为他们提供融资渠道去进行工程。因此，我们相信可再生能源企业的基本面将维持稳健。

亚洲区高息债券收益率(2022年12月2日)例子

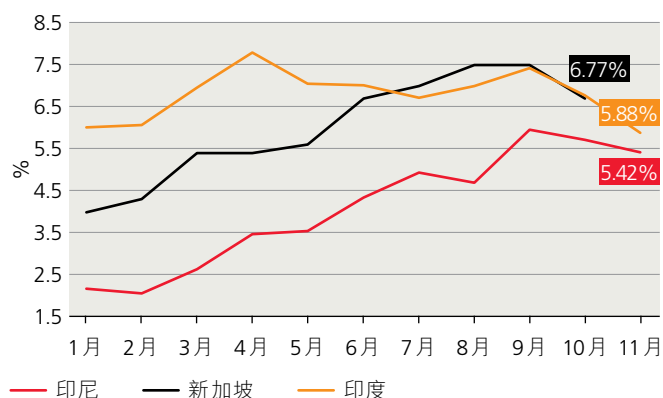
	中国高收益 – 房地产BB级别	中国高收益 – 房地产B级别	中国高收益 – 工业	印度高收益 (金融除外)	印尼高收益 – 工业	印尼高收益 – 房地产
到期收益率	27至39%	约20%	10至30%	5至7%	7至10%	20至30%

资料来源：东亚联丰投资，彭博，数据截至2022年12月1日

看好印尼投资级别债券，受惠国家经济基本面强劲，地产高收益债券前景看好

受惠于美国国债孳息率回落，以及国家基本面稳固，我们将寻找机会增持印尼的投资级别债券，包括能源债。当外围经济环境严峻，但印尼自身并没有受到太大困扰。该国通胀由10月份的5.71%放缓至11月的5.42%，虽然高于历史平均水平，但压力远低于其他国家。为防止通胀飙升以及支持汇价，该国防犯于未然，央行11月把利率上调50点子。

通胀率：印尼通胀较其他国家为低

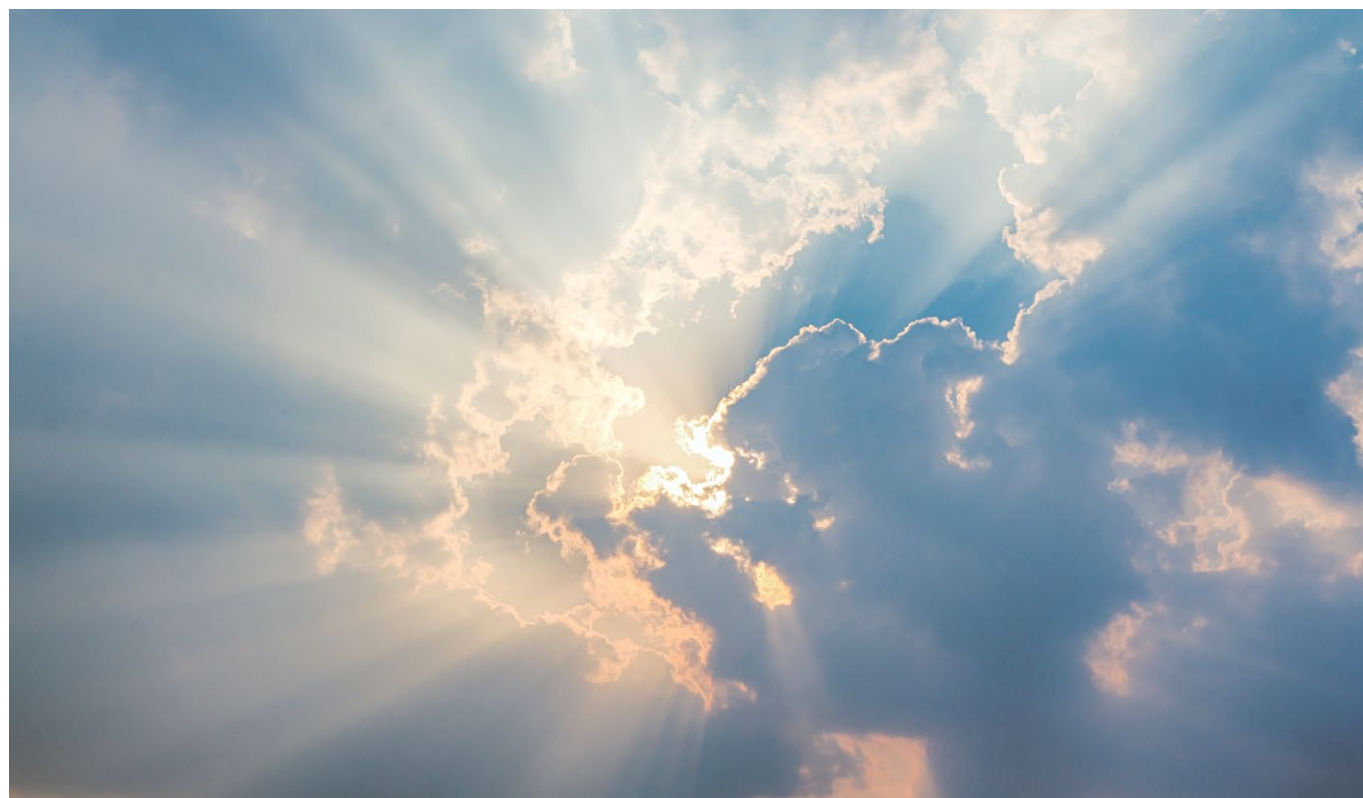


资料来源：彭博，数据截至2022年12月20日

印尼基调良好，受惠商品价格高企，需求旺盛，带动经济和出口，预计2022年印尼的经常账户将录得盈馀。俄乌战争影响能源供应，支持石油和天然气价格，为能源公司带来丰厚利润和可观的现金流，支持资产负债表。

能源板块之外，投资团队也看好印尼房地产高收益债券。虽然印尼发展商所公布的首3季销售喜坏参半，占全年销售目标56至87%不等，但基于印尼消费者信贷健康，经济稳健，加上央行把所有房屋置业零首期的优惠政策，延长至2023年底，预计能促进房地产行业的信贷增长。

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



绿色债券

东亚银行财富管理处投资策略团队



绿色债券

什么是绿色债券？

定义和应用

绿色债券 (Green Bond) 属绿色金融范畴的定息证券，由于集资目的专为解决全球气候及环境变化问题，并为一个或多个符合绿色项目融资或再融资，因此又被称为气候债券。

发行人包括政府、银行、私人机构或教育机构，一般会根据国际资本市场协会 (International Capital Market Association, ICMA) 的「绿色债券原则 (Green Bond Principles)」¹，来评估所发行的债券符合环境目标与预估影响：

- 募集资金用途：所得资金必须用于绿色项目，包括再生能源、减排、持续发展、气候变化相关等；
- 项目评估与筛选的过程：发行人明确指出其选定绿色项目的过程、条件等；
- 筹得款项的管理：发行人须提供妥善追踪有关款项机制，设定程序确保该笔资金用于绿色项目；
- 汇报：发行人应随时提供相关绿色款项配置的资讯，透过完善的沟通机制尽量提高资金使用的透明度。

能够符合发行绿色债券条件的项目

可再生能源	能源效率和节约能源	预防及管控污染	可持续管理和土地利用	绿色建筑
自然保育/生物多样性	清洁运输	水及废水管理	适应气候变化	废物管理及资源回收

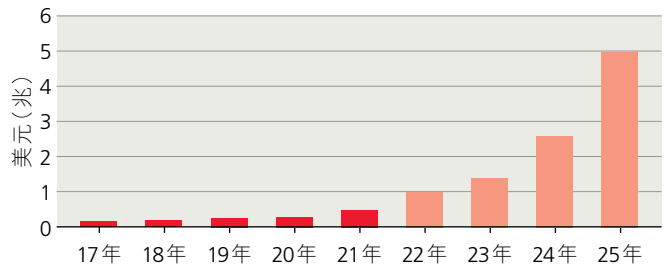
绿债市场扩大

全球首只绿色债券由欧洲投资银行在2007年发行，2008年起世界银行亦有发行。此后除绿色债券外，整体可持续债券的发行量不断上升。自2015年底全球174个国家签署巴黎气候协定，共同承诺将全球平均温度上升幅度控制在摄氏2°C内，并以摄氏1.5°C为目标进行减碳规划之后，各国便加快推动减低温室气体的行动，包括投资于不同可持续发展领域。

据气候债券倡议组织 (Climate Bond Initiative) 统计²，自2021年，全球可持续发展债券总发行量急速上升，当中绿色债券占近52%。截至今年9月30日，绿色债券累计发行量已突破2万亿(美元，下同)，遍布98个国家和地区，德国、美国和中国是今年首3大发行量国家。单计今年第三季，绿色债券总发行量达到3,325亿元。

面对全球气候变化，预期对绿色金融领域的投资将有增无减。根据气候债券倡议组织预测，至2025年全球将发行达5万亿绿色债券。

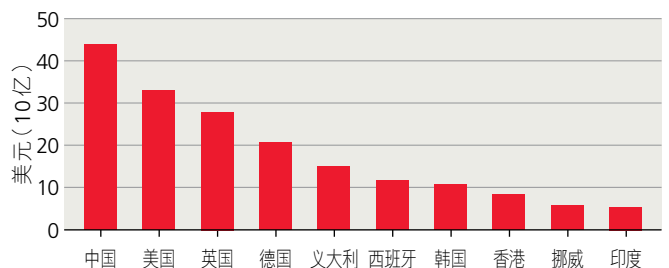
绿色债券发行额



资料来源：气候债券倡议组织，数据截至2022年1月

中国作为全球最大二氧化碳排放国，在最新版本巴黎协定承诺将于2030年底前比2005年减少65%的碳排放强度(即二氧化碳排放量占每GDP单位比例)，自此提出多项以改善环境为目标的政策。中国政府在「十四五」规划中提出推动经济和社会发展全面绿色转型计划，目标在2030年前碳排放达峰，2060年前实现碳中和。因此，中国在全球绿色债券市场担任重要角色，截至2021年底，中国绿债发行量加快，增幅亦领先其他主要国家，2021年度绿债发行量市场按年增幅为1.86倍，较2020年多444亿美元，增量多过美国(332亿)、英国(285亿)和德国(209亿)，相信中国未来会在绿债市场中继续快速发展，成为全球绿色金融市场中重要组成部分。

2021年各市场绿色债券发行额按年升幅



资料来源：气候债券倡议组织，数据截至2022年7月

¹ 见ICMA网站，https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/LMA_Green_Loan_Principles_Booklet-220318.pdf

² 见气候债券倡议组织网站，https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_susdebtsun_highlq32022.cn.pdf

专辑

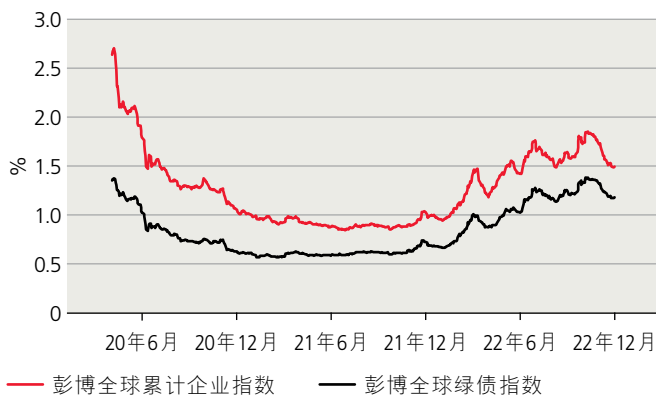
投资绿债

随著绿色债券盛行，不少企业及国家都会同时发行绿色债券和传统债券。投资者若对绿色债券有兴趣，应如何作出选择？绿色债券与相应的传统债券有什么不同？以下将假设投资绿色债券的机会成本是投资传统债券（或香草债券），并透过不同指标为两者作出比较。

绿色溢价

赋有环境保育元素的绿色债券不时比同一企业发行的传统债券出现溢价（价格较高、收益率较低），反映投资者倾向愿意付出更高价格，或以较低收益率投资绿色债券，这现象称为绿色溢价（Greenium）。以生活化例子解释，虽然有机农产品的价格普遍较非有机农产品高，但消费者更顾及健康与环保因素，愿意付更高价格购买有机产品，两者的差价便是溢价。对比彭博全球绿债指数和彭博全球累计企业指数分别对相应国债的期权调整价差（OAS），全球绿债指数的OAS在过去三年持续比彭博全球累计企业指数低，而且两者差距全期平均为40点子，反映绿色债券与无风险利率的息差相对较窄，收益率亦较低。

期权调整价差



资料来源：彭博，数据截至2022年12月7日

除资金用途外，绿色债券与传统债券在形式上没有太大分别，因此价格上的分野能归因于供应与需求中的平衡。以经济学的供需定律理解绿色溢价，可参考绿色债券的超额认购率，即投资者认购规模相对于债券规模的比例，超额认购率愈高，反映需求比供应愈强。据彭博新能源财经分析，在2017至2022年，不论绿色债券或传统债券，两者的超额认购率中位数均保持在2倍以上，反映整体债券市场需求持续旺盛，其中绿色债券的超额认购率中位数在2020年达4倍。另外，在6年间，绿色债券的超额认购率中位数有5年高于传统债券，可见绿色债券市场供不应求的情况比传统债券强



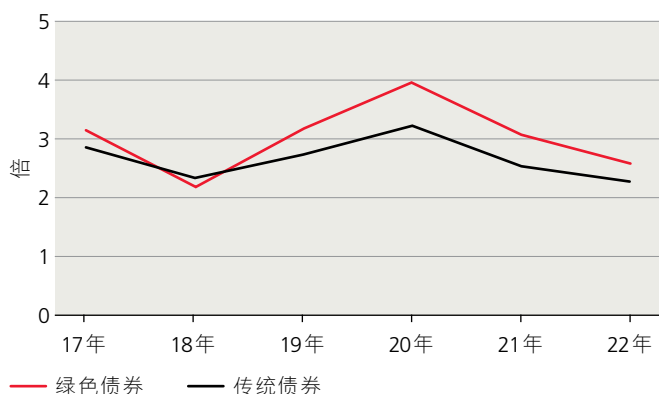
劲，投资者更愿意以较高成本认购，引伸出绿色溢价的现象。另外，气候债券倡议组织2022年上半年的数据显示，在其93个新发行绿色债券（总值930.3亿美元）与它们对应的香草债券样本中，欧元和美元绿色债券的平均超额认购率分别达3.1和3.8倍，而相对应香草债券的平均分别为2.4和2.7倍，进一步反映成熟市场的需求较旺盛之余，亦可见美元绿色债券供不应求的情况较欧元强³。

市场出现对绿色债券的额外需求有多个潜在原因：

- 个人偏好：一些投资者著重环保，希望透过增加投资组合中的绿色元素实践公民责任，引伸出较低弹性需求（Inelastic demand）；
- 投资价值：投资者或认为企业履行相关社会责任长远能发挥中介效应，为发行商在未来提升商业价值，因而对发行商的偿还及再融资能力看高一线；
- 风险管理：绿色债券相对传统债券在资金运上的自由度较低，企业须要作出更多有关资金运用的披露，甚至要定期报告资金运用情况及跟进其对环境保育的成效，对投资者而言有助提高透明度及减少不确定性，从而降低风险溢价；
- 税务诱因：一些绿色债券为发行商或投资者提供税务优惠，变相让发行商能以更低息率发行绿债，或吸引投资者愿意以更低收益率投资绿债。例如以扣税额代替债券利息、直接资助发行商的利息支出，和豁免债息收入的入息税，但由于范围主要局限于美国地方政府的绿色债券，因此对整体市场的影响非常有限。

³ 见气候债券倡议组织网站，https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_pricing_h1_2022_02g.pdf

超额认购率中位数

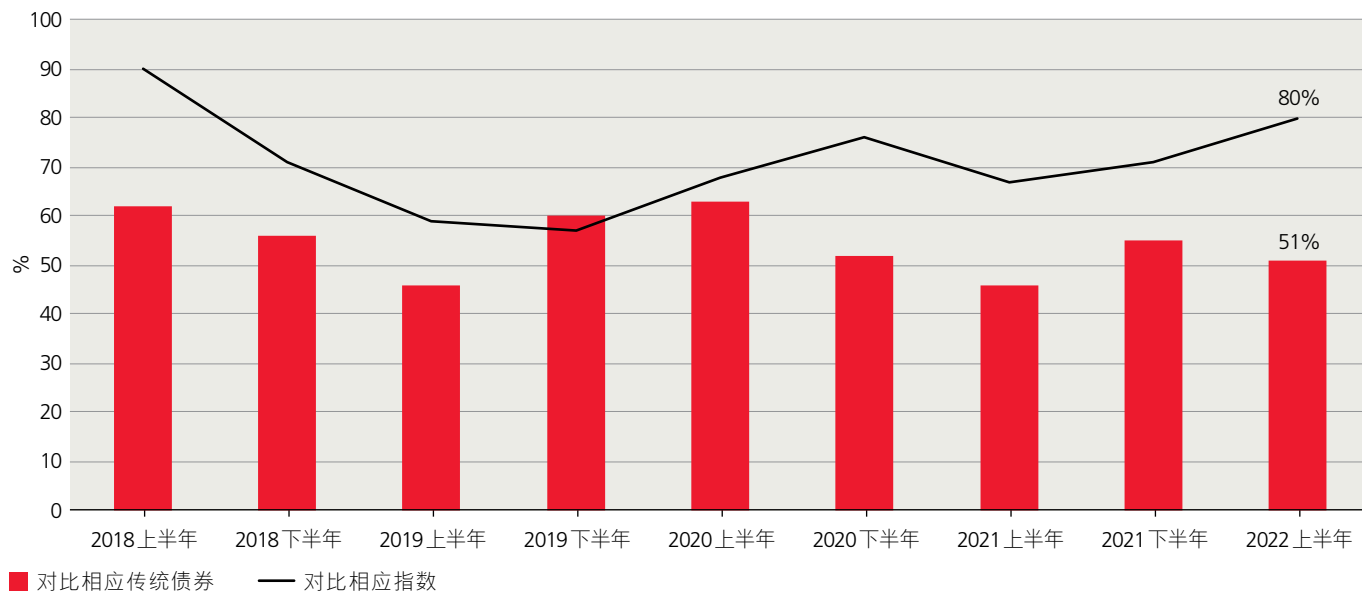


资料来源：彭博新能源财经，数据截至2022年12月
注：2022年为截至2022年10月之数据

除一手市场外，绿色债券在二手市场亦出现息差收窄的情况。气候债券倡议组织数据显示，2022年上半年期内样本中，有51和80%的绿色新债在定价7天后息差收窄幅度分别比相应香草债券和指数高(2021年下半年分别为55和71%)，而两项数据自2018年上半年以来的平均值分别为55和71%^{4,5}。以2022年上半年为例，撇除2对收缩幅度录得359%异常值的样本后，绿色债券样本平均收窄4%，而相应的传统债券则平均收窄1.2%。反映即使在二手市场，绿色债券的需求比传统债券略为强劲，导致收益率收缩的幅度较大，而债券上市后相比大市同侪的表现亦较佳。

对于发行商而言，能以较低收益率发债有助降低借贷的利息成本，为企业盈利及现金流带来正面作用。美联储在去年发表一份报告发现，绿色溢价平均为债券发行商减少5%借贷成本⁶。对并非计划持有至到期日的投资者而言，绿色债券比传统债券在二手市场有较大息差收窄优势，变相令债价上升幅度更大，为投资者创造更有利的回报收益。

定价7天后息差收窄幅度比相应传统债券及指数较大的绿色债券比例



资料来源：气候债券倡议组织，数据截至2022年9月

⁴ 见气候债券倡议组织网站，https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_pricing_h2_2021_02g.pdf

⁵ 见气候债券倡议组织网站，https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_pricing_h1_2022_02g.pdf

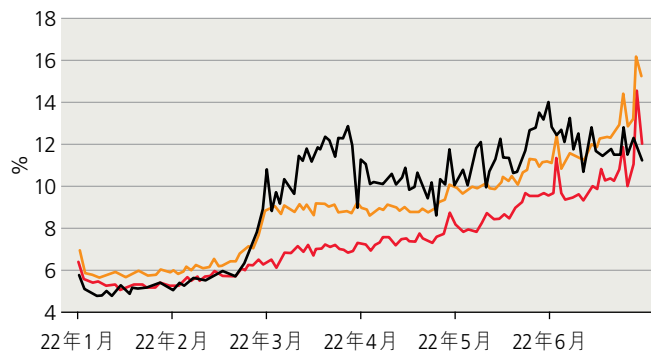
⁶ 见美联储网站，<https://www.federalreserve.gov/econres/ifdp/files/ifdp1346.pdf>

专辑

流动性

电子交易平台 Tradeweb 数据显示，2022 年上半年绿色债券的交易额达 994 亿美元，是 2021 全年的约四分之三⁷。可是，即使交易量显著增加，但绿色债券只是占整个债券市场的一小部分，以 2022 年上半年为例，新发行的社会影响债券（包括绿色债券）在全球整体新发行债券的占比不足 5%⁸。因此，供应有限的情况为绿色债券挤压出更高的流动性。根据气候债券倡议组织在 2022 上半年的绿债样本数据显示，已贴上绿色标签的绿色债券的买卖差价（Bid-offer spread）在去年 3 月后明显比传统债券和没有绿色标签的绿债窄，而且传统债券的买卖差价在 6 月底进一步拉阔，高于其余两类绿色债券，反映绿债的流动性较高⁹。另外，国际货币基金组织（IMF）在去年 7 月发布针对全球主权债券的数据亦显示，在 2018 至 2022 年期间，不论发达经济体或新兴市场，绿色主权债每年的平均买卖差价持续都比非绿色主权债低，尤其新兴市场，而且买卖差价的 5 年平均标准差（发达经济体：0.04；新兴市场：0.06）亦较非绿色主权债（发达经济体：0.042；新兴市场：0.1）低，反映即使在主权债的舞台上，绿色债券亦比传统债券拥有更高而稳定的流动性¹⁰。

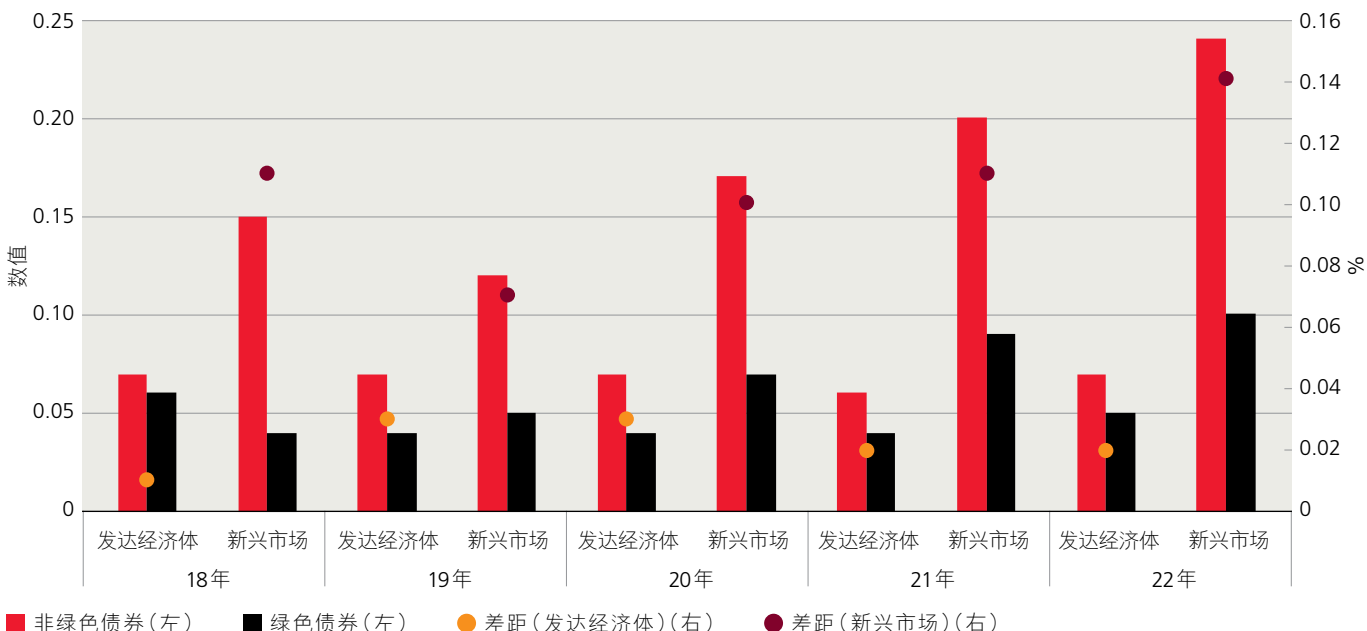
债券买卖差价



— 绿色债券 (有绿色标签) — 绿色债券 (没有绿色标签)
— 香草债券

资料来源：气候债券倡议组织，数据截至 2022 年 9 月

非绿色及绿色主权债券的买卖差价



资料来源：IMF，数据截至 2022 年 7 月

⁷ 见 Tradeweb 网站，https://cdn.tradeweb.com/sites/esg/assets/docs/Q2_2022_TradeWeb_Green_Bond_Trading_Highlights.pdf

⁸ 见美国洲际交易所网站，<https://www.theice.com/insights/impact-bond-report-q3-2022>

⁹ 见气候债券倡议组织网站，https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_pricing_h1_2022_02g.pdf

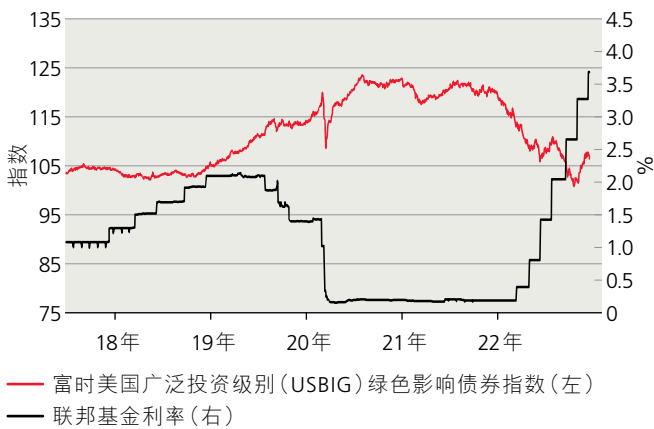
¹⁰ 见 IMF 网站，<https://www.imf.org/en/Publications/staff-climate-notes/Issues/2022/06/29/Sovereign-Climate-Debt-Instruments-An-Overview-of-the-Green-and-Catastrophe-Bond-Markets-518272>

韧性及波幅

与普通债券一样，绿色债券亦受货币政策因素影响。抽出富时美国广泛投资级别(USBIG)绿色影响债券指数与联邦基金利率数据，美国绿债的表现大致与联邦利率背驰，尤其在2021年末市场对美联储加息预算升温后，表现明显受压，直至去年12月美联储开始放慢加息幅度时才见底，由2017年中至2022年12月20日，两者的相关系数为-0.73。以同样方式分析欧洲和中国的绿色债券，富时欧洲广泛投资级别(EuroBIG)绿色影响债券指数与欧央行主要再融资利率(MRO)的相关系数为-0.57，而富时中国绿色债券指数与1年期中期借贷便利(MLF)利率的相关系数为-0.86。数据可见绿色债券对利率有一定程度的敏感度，而且不因地区而异，亦反映息口上升对绿债有负面影响，与传统债券相若。因此投资者在选择绿色债券时，绿色因素固然为考虑之列，但亦须考虑外围市场的利率风险，宽松货币政策的经济环境对绿债表现较有利(利率预测，可参阅《宏观经济》及《债券》章节)。

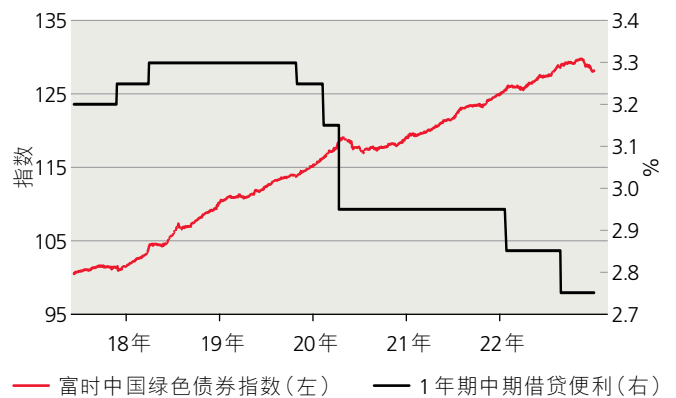


绿色债券与利率关系(美国)



资料来源：彭博，数据截至2022年12月20日

绿色债券与利率关系(中国)



资料来源：彭博，数据截至2022年12月20日

绿色债券与利率关系(欧洲)

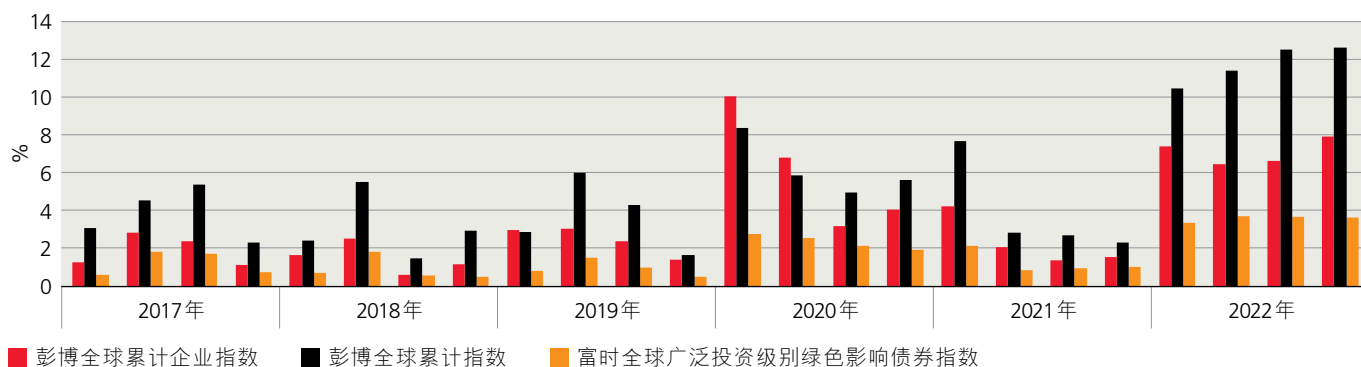


资料来源：彭博，数据截至2022年12月20日

尽管拥有相似的价格特性，但透过分析波幅率可进一步解投资绿色债券的相对风险。以富时全球广泛投资级别(WorldBIG)绿色影响债券指数作为绿色债券代表，并以彭博全球累计指数和彭博全球累计企业指数作为非绿色债券的代表，再抽取三者的在过去6年的按季标准差，以对比各类债券资产的波幅。分析显示，自2017至2022年的24个季度中，即使经历新冠疫情、俄乌战事和美联储进取加息等极端事件，绿债指数的标准差在全期的所有季度中，一律比另外两项指数低，反映绿色债券可靠地为投资者提供较传统债券低波幅的投资选择。

专辑

不同债券指数的季度标准差



资料来源：彭博，数据截至2022年12月22日

不容忽视的新兴风险

漂绿风险

绿色金融成为投资界新蓝海，但同时衍生了「漂绿」(Greenwashing)问题。据《韦氏字典》解释，漂绿的意思是「宣示关注环保的立场，特别是为了掩饰其产品、政策或行为。」¹¹指的是一些表面上以行动宣扬对环保作出贡献，但实际上却未减少污染，为环保出力的企业或组织。这些组织打著保护环境的旗号误导公众，目的是乘著绿色投资风气的兴起，从而获得在财政(例如发行绿色债券)及名利(例如获得更高的ESG评级)上的好处。

非牟利组织「对抗网路仇恨中心」(CCDH)去年11月发表报告，直指5间国际石油公司在2年间投放超过2,300万美元，透过搜寻平台投放大量有关「温室气体」、「可再生能源」、

「碳抵消」等与环保有关的关键词，强行令公司与环保扯上关系。除了石油公司，近年不乏透过广告宣扬环保，但实际上却未有为环保出力的企业：

- 德国及法国的航空公司：绿色和平揭发7大欧洲航空公司未能根据《巴黎协定》采取充分措施减少二氧化碳排放，更误导公众它们依赖「碳中和」、「碳抵销」和「可持续航空燃料」等错误和无效的方式减排¹²；
- 欧美时装品牌：非牟利组织 Changing Markets 在2021年分析49个主要欧美时装品牌，发现59%品牌的可持续发展声明中都有漂绿成份，例如未能提供充分证据表明产品为「可持续性」，或声称合成纤维产品可回收，但目前亦未有相关技术等¹³。

随著愈来愈多漂绿行为的出现，各地政策制定者均透过立法监管企业打击漂绿行为，以下为一些监管举措的例子：

监管机构	举措
英国金融行为管理局 (FCA) ¹⁴	2022年10月提出包括投资产品可持续性标签以及对「ESG」、「绿色」或「可持续」等术语的使用方式限制
美国证券交易委员会 (SEC) ¹⁵	2022年5月提出两项规定，包括规定将投资产品中含有ESG的基金，设定最低要求等条款，另外规定相关投资公司要加强对ESG属性的披露
欧盟委员会 ¹⁶	2021年推出「欧盟可持续金融分类方案」，制定绿色清单并规范可持续发展技术和项目，促进绿色转型及防止漂绿行为
中国人民银行、证监会及发改委 ¹⁷	2021年发布《绿色债券支持项目目录(2021年版)》，于同年7月1日正式生效。新版本的目录与旧版相比，解决了多头监管的问题，实现了绿色债券定义和绿色债券界定标准统一

¹¹ 见韦氏字典网站，<https://www.merriam-webster.com/dictionary/greenwashing>

¹² 见绿色和平网站，<https://www.greenpeace.org/international/press-release/54034/new-greenpeace-report-finds-europes-biggest-airlines-failing-over-climate-claims/>

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

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

¹⁵ 见 SEC 网站，<https://www.sec.gov/news/statement/peirce-statement-esg-052522>

¹⁶ 见欧盟委员会网站，https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_1804

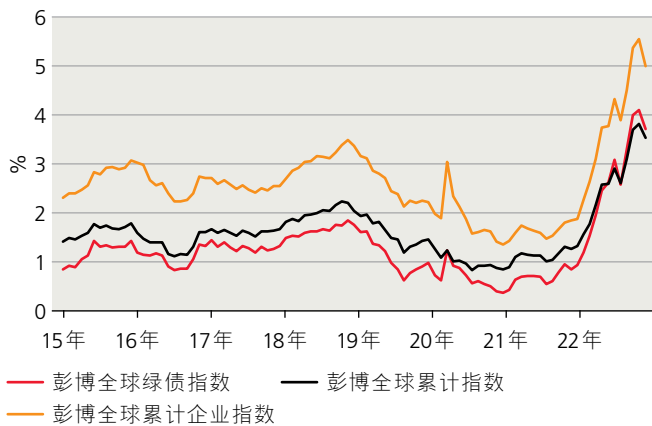
¹⁷ 见中国政府网站，https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-04/22/content_5601284.htm

漂绿行为在不同方面都带来坏处。若企业透过运用误导投资者的手法从市场得到资金，不但助长相关企业借机扩大对环境有害的业务，更剥削其他本意于投资环保项目的资金，间接对环境构成伤害。另外，一旦企业被揭发有漂绿行为，或即时面临监管机构的罚款，同时相关企业在声誉、股价、债价等资产上的负面效果将为投资者带来损失。因此，投资者在选择绿色投资时，可多参考由第三方机构对企业作出的绿色评级、认证和标签等资料。

收益率偏低和额外发债成本

对比起传统债券，绿色债券需求力度较大、资金透明度较高、气候风险溢价较低，因此收益率较传统债券低亦属预料之内，因此对于希望吸纳高收益和拥有高风险胃纳的投资者，回报上未必是最佳选择。观察彭博全球绿债、彭博全球累计企业及彭博全球累计3项指数自2015年的次收益率，绿债指数的次收益率在去年第二季前一直显著比其余两项指数低。2022年3月美联储开展加息周期后，3项指数的次收益率同步上升，绿债指数期后曾稍稍领先全球累计指数，惟差距在2022年底再度收窄。但当单纯比较绿债指数和全球累计企业指数的次收益率，差距便更为明显且持续。由此可见，绿色债券的收益率比整体投资级别债券低，因此投资者在考虑绿债时须平衡个人风险胃纳与回报。

各债券指数的次收益率



资料来源：彭博，数据截至2022年12月21日



另外，绿色债券对资金用途的限制较高，而且在发行绿债时亦牵涉大量额外的合规和评估程序，发行后更须要定期撰写影响报告，检讨该笔融资对环境的效益，因此对发行商而言，发行绿色债券的行政成本或比传统债券高。现时业界对影响报告的撰写方式仍没有划一准则，但国际资本市场协会 (ICMA) 与以 120 个国际组织和金融机构 (包括世界银行和香港交易所) 组成的工作小组在 2022 年 6 月发布新一份《绿色债券影响报告编写指南》，为业界撰写影响报告提供指引，当中为每类绿色项目的核心指标提出建议¹⁸。

绿色项目	核心指标例子
可再生能源	- 温室气体减量 - 可再生能源生产量
能效提升	- 温室气体减量 - 能源节省量
可持续水资源与废水处理	- 节水量 - 废水处理量
废物管理与资源效益	- 废物减少、回收、重用 - 能源回收量
洁净交通	- 温室气体减量 - 洁净交通运力
绿色建筑	- 省电量 - 废物减产量
生物多样性	- 保育区域扩建面积 - 受保护生态物种的增减
气候变化适应	- 电网发电、储电、韧性提升率 - 因洪水而损失运营天数的减少
循环经济及生态高效项目	- 一次性物品被可重用物品的取代百分比 - 被国际认证为具生态效益产品的增产量
生态资源和土地利用	- 被高效灌溉或节水作物覆盖的农地面积 - 因改善喂饲方式而减少的温室气体量

资料来源：国际资本市场协会，资料截至2022年6月

不少发行商为了满足相关要求，不惜花费增加人手和聘用第三方机构评核债券所产生的绿色效益。在发行债券前，为了让债券变得更「绿」而吸引更多绿色投资者，不少机构亦会为债券取得绿色认证。美联储研究报告指出虽然企业可享有绿色溢价带来的经济效益，但若计上各种发行绿债时带来的额外成本，可能须要发行多只绿色债券或达到庞大的绿色溢价，才能抵销额外的发行成本¹⁹。因此投资者在享受绿色溢价的同时，要留意发行商 (特别是中小型企业) 的发行成本是否会带来反向的财政压力。

¹⁸ 见国际资本市场协会网站，https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Harmonised-Framework-for-Impact-Reporting-Green-Bonds_June-2022v2-020822.pdf

¹⁹ 见美联储网站，<https://www.federalreserve.gov/econres/ifdp/files/ifdp1346.pdf>

免责声明

免责声明及重要通知

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

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

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

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

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

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

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

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

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



www.hkbea.com