

市場導航

2022年8月

大新銀行經濟研究及投資策略部

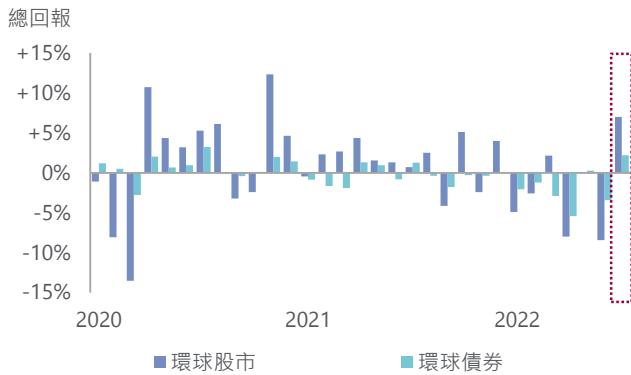
美國緊縮貨幣政策見盡頭 美股反彈

市場對聯儲局未來加息預期降溫，刺激環球股市及債市7月分別反彈7%和2.2%，是2020年以來最佳表現（圖一），美股更升9.2%，領先主要成熟市場股市，歐洲及日本股市升約4至6%。內地疫情反彈，加上憂累內房信貸問題再度惡化，香港及內地股市分別下挫7.4%及6.4%，MSCI中國指數更跌近一成，拖累整體亞洲及新興市場股市逆市向下；印度股市連跌三個月後大幅反彈9%，其他亞洲及新興市場股市普遍升3至6%。

債息回落，環球主權債券連跌十一個月後回升1.9%，投資級別及高收益企業債券的信貸息差收窄，兩者分別錄得2.8%和4.6%正回報。內房債務憂慮再度升溫，亞洲美元債券僅升0.6%，跑輸整體新興市場債券2.1%的升幅。環球經濟衰退憂慮拖累油價回落近7%。（所有表現截至7月31日，總回報按美元計算；香港及內地A股表現按本地貨幣計算）

- 市場對聯儲局未來加息預期降溫，刺激環球股債創2020年以來最佳表現
- 美股估值下調壓力最大的時候或已過去，因此轉為審慎看好美股
- 我們將港股及內地股市再度分別調低至中性及略為看淡

圖一：環球股債7月錄得2020年以來最佳表現



資料來源：彭博、大新銀行，截至2022年7月31日。總回報包括股息再投資，按美元計算。

美國連續兩季倒退 內地經濟復受壓

美國第二季經濟按季年率化倒退0.9%，連續第二季錄得負增長，跌幅略小於第一季的1.6%，主要由於住宅投資減少和庫存水平顯著縮減，但個人消費開支仍錄得1%正增長。雖然符合「技術性衰退」定義，但全國經濟研究所（NBER）會參考更廣泛數據，包括實質收入及開支、就業、批發零售及工業生產等，以判斷整體經濟是否大幅向下，並持續至少幾個月，以確定是否進入衰退。

雖然美國通脹繼續升溫，6月消費物價指數按年升幅加快0.5個百分點至9.1%，但由於經濟下行壓力增加，聯儲局在7月議息會議，最終只加息75基點，聯邦基金利率目標區間上調至2.25%至2.5%，而非市場一度猜測的100基點。聯儲局主席鮑威爾表示，會視乎經濟數據決定下次會否再次加息75基點，並稱未來的會議決策指引會比過往幾次會議含糊，更指在某個時間點減慢加息步伐是合適的。投資者認為聯儲局未來或減慢加息，由一度預期聯儲局可能要加息至接近4%，回落至近期估計今年底至明年初在3.25%至3.5%左右見頂。

續後頁

圖二：美國息率料於今年底或明年初見頂



歐元區第二季經濟增長卻意外加快，按季增長由第一季的0.5%加快至0.7%，顯著高於預期的0.2%，主要受惠法國經濟增長加快至0.5%，意大利增長更加快至1%，德國經濟增長則放緩至按季持平，差過預期的增長0.1%。歐元區7月通脹初值按年升8.9%，高於預期的8.7%，並較6月加快0.3個百分點，核心通脹按年升4%，支持歐洲央行未來繼續加息，但俄羅斯的能源供應對歐洲秋冬季的經濟可能帶來衝擊。

中國內地第二季經濟按年增長0.4%，6月經濟數據普遍有改善，但**內地個別地區7月疫情有所反彈，加上爛尾樓斷供情況有惡化跡象，使經濟壓力再度升溫**。7月官方製造業採購經理指數回落至49的萎縮水平，是4月以來最低。7月份政治局會議提出，要保持經濟運行在合理區間，力爭實現最好結果，或許暗示今年5.5%左右的增長目標有放寬空間。中美關係因台灣問題等因素仍然充滿挑戰，短期內難望有大幅改善空間，不過爆發大型軍事衝突的機會還是甚低。

美股轉為審慎看好 下調港股A股觀點

我們認為，隨著全球經濟放緩壓力上升，美國加息步伐將在今年稍後時間放慢，除非通脹無法放緩，否則聯儲局將利率上調至高於3.5%的機會較低。加息路徑的不明朗因素若逐步消除，可望減輕美股等風險資產的估值下調壓力。我們會繼續留意通脹情況，以及工資升幅會否加快，或相反就業市場轉差跡象。

我們相信美股估值下調壓力最大的時候或已過去，因此**轉為審慎看好美股未來三至六個月可跑贏其他其他成熟市場股市**，不過要注意經濟下行可能削弱企業盈利前景，局部抵銷估值回穩的正面因素。

我們將**港股及內地股市再度分別調低至中性及略為看淡**。內地經濟壓力未能消除，可能繼續打擊企業盈利表現，而本港息率有上升壓力，也可能使金融條件進一步收緊。恒生指數已回落至較接近我們估計下半年上落區間的19,000點底部（恒指相對環球股市折讓回落至十年平均減一個標準差），但我們認為短線市場氣氛會維持偏弱，未必有太大反彈動力。內地經濟若出現明顯改善，以及美國加息預期再大幅降溫，恒指較後時間仍有機會上試25,000點（恒指十年平均預測市盈率加一個標準差）。

港股行業方面，公用和電訊股在波動市況中可發揮其防守性功能。內地為防範經濟再轉弱，或會再推各種財政政策刺激消費和投資，非必需消費股（包括汽車股）及基建相關股份表現仍有望改善。中央提出要完成平台經濟整改，可望為資訊科技股掃除不明朗因素，但美國對相關中概股的監管行動有何新發展仍要繼續關注。內房危機未解決，短線或繼續受壓。若成熟市場衰退憂慮進一步升溫，或會對油價帶來壓力，能源股走勢可能會較反覆。

債券方面，我們**上調新興市場債券觀點至中性**，相信美元升勢放緩可紓緩新興市場債券壓力。聯儲局預期加息步伐將在今年稍後時間放慢，美國十年期國債孳息率由6月的3.5%高位一度回落至2.6%以下。我們預期，市場消化聯儲局大幅收緊貨幣政策的因素，美債息差的優勢料會縮小，或有助提高新興市場債券的吸引力。此外，我們預期英國及歐洲部分地區出現衰退的風險增加，高收益債券的信貸息差或會擴闊，較短存續期的債券或有助分散風險。

至於內房問題可能繼續拖累中國美元債券，監管部門積極推動「保交樓」，內地高收益美元債券價格一度迫近歷史新低，或令亞洲債券孳息率再度擴闊，我們**下調亞洲債券觀點至略為看淡**。

商品方面，我們**維持原油價格中性觀點**。美國7月就業數據強勁，市場重新衡量加息前景，加上內地外貿數字亦勝預期，或有助支持環球原油需求。

資產類別投資觀點及展望

股票

成熟市場

美國 看淡  看好

歐元區 看淡  看好

日本 看淡  看好

美國股市 7月反彈9.2%，是2020年11月以來最大升幅。聯儲局再加息75基點，但暗示未來可能減慢加息步伐，刺激股市造好，估值較高的消費及科技股跑贏大市。美股預測市盈率回升至17.5倍，與十年平均的17.2倍相若，但十二個月盈利預測按月下調近1%，是超過兩年以來首度下跌，反映經濟下行壓力上升。而盈利前景暫時未見明顯惡化，但要留意經濟動力若進一步轉弱會否影響未來盈利能力。我們維持美股中性觀點。

歐元區股市 7月按美元計回升4.7%（按歐元計升7.3%），亦是2020年11月以來最大升幅。歐洲央行或要加快收緊政策，並推出措施避免周邊國家債息升勢過急。地緣政局仍是主要風險，市場關注俄羅斯會否進一步減少向歐洲供應天然氣，以及歐洲能源價格會否持續高企。歐元區股市估值相對整體成熟市場吸引。我們維持歐元區股市中性觀點。

日本股市 7月回升5.7%（按日圓計升4%）。美國國庫券孳息率回落，支持日圓由低位反彈，但日本無意改變寬鬆貨幣政策，限制日圓反彈空間，可望繼續利好出口股。日本逐步放寬入境限制，或有利當地經濟復甦，惟要留意能源價格高企有機會拖累工業生產活動。我們維持日本股市中性觀點，其估值相對整體成熟市場仍有折讓，料對其表現有一定支持。

亞洲市場

香港¹ 看淡  看好

中國內地 看淡  看好

其他亞洲市場 看淡  看好

香港股市及內地A股 7月分別下挫7.4%和6.4%，港股跌幅創去年11月以來最大。內地經濟壓力未能消除，可能繼續打擊企業盈利表現，而本港息率有上升壓力，也可能使金融條件進一步收緊。我們再度分別調低港股及內地股市觀點至中性和略為看淡。港股估值回落至第二季低位，但我們認為短線市場氣氛會維持偏弱，未必有太大反彈動力。內地經濟若出現明顯改善，以及美國加息預期再大幅降溫，恒指較後時間仍有機會反彈。

其他亞洲市場 7月表現向好。商品價格回軟加上美匯升勢稍緩，支持印度股票升逾9%，其他股市升約3至6%。美國加息壓力略見降溫，利好估值偏高的科技股。企業盈利好過預期支持韓股，而疫情拖累台股受壓後，國安基金入市支持台股回穩。美國和中國增長前景以及區內地緣政局是市場最大不明朗因素。印度股市盈利增長前景較正面，但股市估值不及區內市場吸引。相對而言，台灣及南韓股市估值均低於其十年平均，但半導體產業前景可能面臨更大挑戰。

¹ 包括香港上市的香港和中國股票（H股、紅籌及民企）

其他新興市場

歐洲、中東及非洲 看淡  看好

拉丁美洲 看淡  看好

拉丁美洲股市 7月回升4.3%，**歐洲、中東及非洲股市** 升3.5%。環球經濟衰退憂慮升溫，商品價格在6月中過後顯著走低，加上聯儲局大幅收緊政策，流動性趨緊或不利新興市場經濟體表現。俄烏局勢仍然緊張，主要經濟體料再加大對俄羅斯制裁，或繼續困擾歐洲，特別是東歐股市表現。拉丁美洲股市估值偏低，但盈利前景受商品價格影響，或較為波動。我們維持略為看淡歐洲、中東及非洲股票，拉丁美洲維持中性。

債券

主權 看淡  看好

投資級別企業 看淡  看好

高收益企業 看淡  看好

聯儲局連續第二次加息75基點，惟同時暗示未來或考慮減慢加息步伐，加上美國經濟連續兩季負增長，令債券孳息率普遍回落。美國十年期國庫券孳息率7月底回落至約2.65%，**主權債券及投資級別企業債券** 7月分別反彈1.9%及2.8%，**高收益企業債券** 則反彈4.6%。即使美國7月就業數據遠勝預期，令市場重新衡量美國加息前景，但我們相信利率風險再大幅升溫的機會已經有所降低，因此維持主權及投資級別企業債券中性觀點。高收益企業債券信貸息差在6月擴闊190基點後，7月調頭收窄110基點。不過，經濟若放緩可能仍可能導致高企益信貸息差擴闊，因此維持略為看淡高收益企業債券。

新興市場 看淡  看好

亞洲 看淡  看好

新興市場債券 7月反彈2.1%，扭轉6月的4.6%跌幅，亦跑贏**亞洲債券** 的0.6%升幅，主要受惠美元回落帶動。內地房地產信貸風險再度升溫，監管部門積極推動「保交樓」，或令亞洲債券債息再度擴闊。隨著美元回落，或有利新興市場債券表現，惟新興歐洲、中東及非洲債市仍可能較受俄烏局勢困擾。我們上調新興市場債券至中性觀點，下調亞洲債券觀點至略為看淡。

其他資產

商品

黃金 看淡  看好

原油 看淡  看好

金價 7月延續跌勢，累計跌2.3%，連跌四個月，主要受累更多央行大幅收緊貨幣政策，加上美匯期內保持強勢，限制金價表現；惟憧憬聯儲局大幅加息機會降溫，令金價略有反彈，收復部分跌幅，近日台海局勢緊張亦支持金價表現。我們維持對金價觀點為中性。

原油 7月下挫近7%，連跌兩個月。美國能源信息署上月下調今年油價預測，不過美國7月就業數據強勁，市場重新衡量加息前景；此外，雖然內地疫情回升，但內地7月外貿數字亦勝預期，或支持中國對原油的需求。我們維持原油價格中性觀點。

各類資產/貨幣表現

股票

資產類別	基準指數	表現						估值			盈利能力	
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年	股息率	預期市盈率	相對十年平均	股本回報	市場預期盈利增長
環球市場	MSCI環球淨回報美元指數	-14.6%	+7.0%	-1.9%	-10.2%	-10.5%	+27.8%	2.2%	14.9x	-4%	15.5%	9.5%
成熟市場	MSCI世界淨回報美元指數	-14.2%	+7.9%	-1.3%	-9.4%	-9.2%	+31.6%	2.1%	15.6x	-3%	16.0%	11.4%
亞洲（日本除外）	MSCI亞洲（日本除外）淨回報美元指數	-17.3%	-1.2%	-5.2%	-14.6%	-19.9%	+7.1%	2.7%	12.1x	-4%	10.8%	-0.2%
新興市場	MSCI新興市場淨回報美元指數	-17.8%	-0.2%	-6.5%	-16.2%	-20.1%	+2.7%	3.1%	11.1x	-6%	13.1%	-0.1%
成熟市場												
美國	標普500淨總回報指數	-12.8%	+9.2%	+0.3%	-8.0%	-5.1%	+43.5%	1.6%	17.5x	2%	19.7%	15.6%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	-21.7%	+4.7%	-5.3%	-17.8%	-21.5%	+4.0%	3.3%	11.6x	-17%	13.0%	20.7%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	-5.4%	+3.7%	-3.6%	-6.3%	-1.3%	+9.5%	4.1%	9.8x	-27%	13.1%	29.6%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	-15.7%	+5.7%	-1.0%	-11.2%	-14.3%	+8.8%	2.4%	12.5x	-10%	9.4%	11.6%
亞洲（日本除外）												
香港	恒生淨總回報指數	-11.9%	-7.4%	-2.6%	-13.4%	-20.0%	-20.8%	3.4%	9.6x	-12%	8.3%	-21.2%
香港（中國）	恒生中國企業淨總回報指數	-14.2%	-9.4%	-3.2%	-15.4%	-23.1%	-29.3%	3.7%	8.2x	2%	8.2%	-21.2%
中國A股	滬深300淨總回報指數	-14.3%	-6.4%	+5.4%	-7.2%	-11.7%	+14.7%	2.1%	12.1x	2%	12.5%	27.7%
中國（MSCI）	MSCI中國淨回報美元指數	-19.7%	-9.5%	-2.4%	-17.2%	-28.3%	-10.5%	2.4%	10.8x	-4%	8.6%	5.6%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	-24.3%	+5.8%	-10.7%	-15.8%	-31.0%	+15.8%	2.2%	9.3x	-6%	10.9%	-2.6%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	-22.9%	+3.0%	-8.5%	-21.3%	-16.2%	+65%	4.3%	11.3x	-20%	19.5%	-1.1%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	-7.3%	+9.3%	-4.0%	-6.1%	+3.2%	+42.4%	1.3%	21.1x	21%	15.0%	14.5%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	-8.8%	+2.8%	-7.4%	-8.4%	-3.9%	-15.5%	3.0%	15.5x	5%	9.9%	10.0%
新興市場												
歐洲、中東及非洲	MSCI新興歐洲、中東及非洲淨回報美元指數	-25.9%	+3.5%	-11.3%	-27.8%	-24.7%	-16.3%	3.3%	10.9x	11%	18.3%	4.7%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	+3.7%	+4.3%	-6.4%	-3.5%	-8.8%	-14.5%	7.6%	6.9x	-42%	24.6%	-1.1%

債券

資產類別	基準指數	表現						估值			利率風險	
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年	收益率	十年平均	信貸息差(點子)	十年平均	存續期
環球債券	彭博巴克萊環球多元債券指數	-12.1%	+2.2%	-1.0%	-10.3%	-14.6%	-7.1%	3.00%	1.87%	73.1	66.3	7.1
主權債券	彭博巴克萊環球政府債券指數	-13.2%	+1.9%	-1.7%	-11.6%	-16.4%	-10.4%	2.08%	1.11%	15.2	17.4	8.0
投資級別	彭博巴克萊環球企業債券指數	-13.2%	+2.8%	-0.4%	-10.4%	-15.3%	-4.2%	4.06%	2.56%	157.9	126.9	6.8
高收益	彭博巴克萊環球高收益企業債券指數	-12.3%	+4.6%	-2.9%	-9.9%	-12.9%	+0.2%	7.72%	5.78%	492.5	438.8	4.4
新興市場（美元）	彭博巴克萊新興市場美元債券指數	-15.4%	+2.1%	-2.6%	-13.1%	-16.4%	-9.3%	6.90%	4.99%	382.2	321.3	6.7
亞洲（美元）	彭博巴克萊新興市場亞洲美元債券指數	-11.4%	+0.6%	-2.0%	-9.1%	-12.7%	-5.6%	6.11%	3.96%	299.8	229.8	5.5

其他資產/貨幣

資產類別	基準指數	表現										
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年					
商品	路透/CRB商品指數	+25.7%	+0.3%	-5.3%	+14.5%	+33.9%	+63.6%					
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	+31.1%	-6.8%	-5.8%	+11.9%	+33.4%	+68.7%					
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	+41.4%	-4.2%	+0.6%	+20.6%	+41.4%	+65.3%					
現貨黃金	現貨黃金	-3.5%	-2.3%	-6.9%	-1.7%	-2.7%	+24.9%					
美元	美匯指數	+10.7%	+1.2%	+2.9%	+9.7%	+14.9%	+7.5%					
歐元	歐元兌美元	-10.1%	-2.5%	-3.1%	-9.0%	-13.9%	-7.7%					
英鎊	英鎊兌美元	-10.1%	-0.1%	-3.2%	-9.5%	-12.5%	+0.1%					
澳元	澳元兌美元	-3.8%	+1.2%	-1.1%	-1.2%	-4.9%	+2.0%					
紐西蘭元	紐元兌美元	-8.0%	+0.5%	-2.8%	-4.5%	-10.0%	-4.3%					
加拿大元	加元兌美元	-1.2%	+0.6%	+0.5%	-0.7%	-2.5%	+3.1%					
瑞士法郎	瑞郎兌美元	-4.2%	+0.3%	+2.2%	-2.7%	-4.9%	+4.4%					
日圓	日圓兌美元	-13.6%	+1.8%	-2.6%	-13.6%	-17.7%	-18.4%					
人民幣	境內人民幣兌美元	-5.8%	-0.7%	-2.0%	-5.7%	-4.2%	+2.1%					
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	-4.2%	-0.3%	-2.0%	-4.4%	-4.0%	+0.7%					

資料來源：彭博、大新銀行，截至2022年7月31日。「表現」為總回報包括股息/債息再投資，按美元計算（除恒生指數、恒生中國企業指數及滬深300指數表現按當地貨幣計算）。其他資產/貨幣表現為相關時期的價格變動。

央行貨幣政策會議

	美國聯儲局	歐洲央行	英倫銀行	澳洲儲備銀行	紐西蘭儲備銀行	加拿大銀行	瑞士國家銀行	日本銀行
最新政策利率	2.50%	0.00%	1.75%	1.85%	2.50%	2.50%	-0.25%	-0.10%
2022年8月			8月4日	8月2日	8月17日			
2022年9月	9月21日	9月8日	9月15日	9月6日		9月7日	9月22日	9月22日
2022年10月		10月27日		10月4日	10月5日	10月26日		10月28日
2022年11月	11月2日		11月3日	11月1日	11月23日			
2022年12月	12月14日	12月15日	12月15日	12月6日		12月7日	12月15日	12月20日

資料來源：彭博、大新銀行，截至2022年7月31日

資產類別投資觀點闡釋

本文件頁三「資產類別投資觀點及展望」列出之資產類別，與頁五各類資產的基準指數相對應。「觀點」代表我們對相關資產類別的基準指數（例如美股基準為標普500淨回報指數）相對其所歸屬、涵蓋面較廣的市場基準指數（例如美股所屬的成熟市場，以MSCI世界淨回報指數為基準）未來三至六個月的潛在走勢的看法，主要參考影響不同資產類別的基本因素（包括相關宏觀條件、政策取向、企業盈利前景等）以及估值（包括歷史和預測市盈率或市賬率、孳息率或信貸息差等指標）。

- 「看好」代表相關資產類別未來三至六個月跑贏其所歸屬的市場基準指數的機會大於跑輸。
- 「中性」代表相關資產類別未來三至六個月跑贏其所歸屬的市場基準指數的機會大致相若。
- 「看淡」代表相關資產類別未來三至六個月跑輸其所歸屬的市場基準指數的機會大於跑贏。

大新銀行經濟研究及投資策略部

莫靄欣
市場策略師

除非情況另有所指，否則本文件只提供一般參考性資訊，本文件並沒有考慮投資者的個別需要及狀況。此外，雖然本文件內容所載資料取自獲相信為可靠的資料，但大新銀行有限公司（「本行」）並未就有關資料進行獨立核對。本行不能擔保本文件之任何資料、推測或意見或任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或精確性，亦在沒有欺詐、疏忽及故意失責的情況下不會承擔任何法律責任。本行有權修改本文件的內容資料而毋須另作通知。任何人因使用或依賴本文件所提供的資料而引致的任何損失，本行概不負責。除非情況另有所指，本文件並不構成對任何人就申請或購買任何投資產品或其他投資，及與產品或投資有關之任何期權、期貨或衍生工具或任何交易作出招攬、邀請或建議，亦不構成對未來單位價格變動的任何預測。本文件所提及之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的及經驗、財務狀況、風險承受能力及其他需要作出投資決定。如有需要，投資者請尋求獨立專業意見。

投資涉及風險。有關未來之陳述有可能不會實現，及投資者請了解有關產品或其他投資如果有任何收益，均有機會變動。投資之價值及任何收入均可升可跌，甚至可能會變成毫無價值。過往表現並不代表將來之表現。投資可能出現虧損。外幣匯率可能有損本文件中所提及的產品（如有）、或其他投資之價值、價格或收入。投資者在投資前應考慮稅項對該投資之影響，及應根據個別情況向獨立稅項專家尋求稅務意見。本文件並不是指出本文件內提及之產品（如有）、或投資項目可能涉及的所有風險。投資者作出任何投資決定前，敬請細閱及明白該等投資的所有銷售文件，包括但不限於其所列載的風險披露聲明及風險警告。

除非作者表明有關觀點來自本行，否則有關意見僅代表該作者之個人觀點。

本行及其聯繫公司可隨時就本文件中提及的產品（如有）或投資進行買賣、從交易獲利、收取經紀佣金及費用、持有或充當市場莊家或顧問、經紀或銀行家。

本文件由本行於香港刊發，只供收件人閱覽。本文件及其全部或部份內容不得翻印或作進一步刊發。

本文件並未經香港證券及期貨事務監察委員會或任何其他香港的監管機構審核。