

市場導航

2023年1月

大新銀行經濟研究及投資策略部

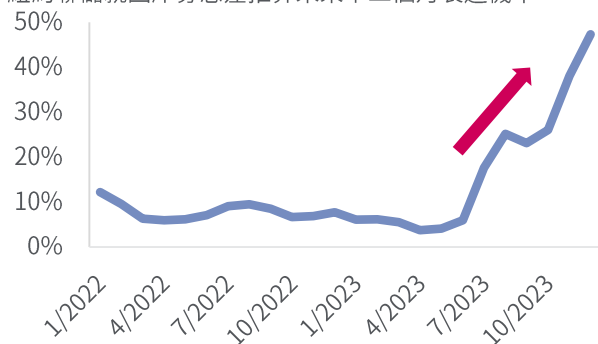
加息未止惟衰退風險升溫 支持環球債市

聯儲局放慢加息步伐但強調加息未結束，市場憂慮環球經濟衰退風險升溫，環球股市12月回吐3.9%。內地對外重啟，惟疫情短期內急升或影響經濟，A股僅升0.6%；港股則升6.4%跑贏主要市場。總結2022年，受到主要央行大幅加息拖累，環球股市下挫18.4%，為2008年金融危機以來最差的年度表現，美股亦跌18.5%。受到加息、內地疫情及內房債務等問題困擾，港股10月一度下挫至十三年新低後顯著反彈，全年仍跌12.7%，連續三年向下，內地A股則跌兩成。股市中，全年計只有拉丁美洲錄得正回報。

整體債券12月反覆靠穩。聯儲局放慢加息步伐，美國十年期國庫券孳息率一度回落至三個月低位，帶動環球主權債券12月升0.7%。美匯12月延續跌勢，新興市場美元債券升0.8%。總計全年，美國及其他主要央行紛紛加息，導致主權債券跌17.5%，為2000年有紀錄以來最差；投資級別債券亦跌16.7%，高收益債券則跌12.7%。美匯強勢拖累整體新興市場債券跌15.3%，跌幅為1993年有紀錄以來最差。（所有表現截至12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）

圖一：美國經濟陷入衰退風險上升

紐約聯儲就國庫券息差推算未來十二個月衰退機率



資料來源：彭博、大新銀行，截至2022年12月31日。

主要央行取態或牽動環球資產市場反覆波動

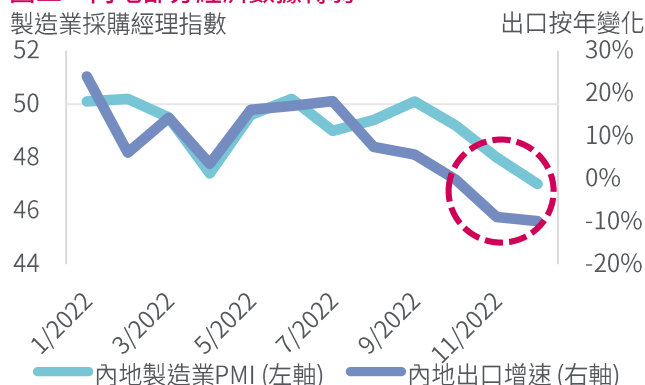
聯儲局為首的環球主要央行何時結束加息周期，將會是2023年的市場焦點，資產市場或將在央行取態是否轉向之間反覆波動。隨著聯儲局持續加息，美國通脹有所放緩，而部分領先經濟指標有所轉弱，市場對美國經濟陷入衰退風險的憂慮逐步升溫（圖一），因而調低對聯儲局的加息預期，甚至估計今年下半年或會減息。同時，在就業市場，多家美股龍頭企業先後公布大規模裁員計劃，非農新增職位逐步放緩，但失業率重回3.5%的歷史低位，反映目前就業市場以至整體美國經濟仍保持穩健。聯儲局多名委員則一再表明不同意今年下半年會調頭減息。鑑於美國通脹仍明顯地高於聯儲局2%的通脹目標，收緊貨幣政策之路仍未結束，市場將繼續在對聯儲局調頭減息時機的預期以及經濟進入衰退的深淺之間波動。

歐洲方面，歐元區及英國通脹均保持約10%的按年高增速，歐洲央行及英倫銀行12月均加息50基點，歐央行行長拉加德表明在一段時間內保持加息步伐，意味短期內貨幣政策取態逆轉的機會較低。不過歐洲今年冬季相對和暖，或有助減輕通脹升溫的壓力。至於英倫銀行表示英國通脹或已

大新銀行有限公司 Dah Sing Bank, Limited

- 經濟衰退風險升溫，環球股市有所回吐
- 內地經濟重啟，香港股市及內地A股續跑贏其他股市
- 聯儲局放慢加息，加上內房融資情況改善，我們上調亞洲債券至中性

圖二：內地部分經濟數據轉弱



見頂，未來有望放慢加息步伐。不過與此同時，英國正面對歷來最大罷工潮，或對英國經濟帶來較大衝擊，將考驗首相辛偉誠政府應對能力。另一方面，仍實行寬鬆貨幣政策的日本央行，上月出乎意料擴大孳息曲線上下限區間至0.5%，令市場憧憬日本有望上半年調整超寬鬆貨幣政策，加上經濟衰退風險升溫，如果日圓進一步走強，或會引發套利交易拆倉行動，令環球資產波動性有所增加。

內地對外重啟 關注環球疫情會否升溫再度影響經濟

市場另一焦點是內地防疫政策轉向。內地上月底進一步將新冠病毒感染調整為「乙類乙管」，重新對外開放，有望提振全球經濟，不過同時亦引發疫情反彈，這可能限制了重啟初期的復甦效果，短期經濟數據或未見有明顯起色（圖二）。我們相信，**在陣痛過後，內地經濟或迎來明顯反彈，這對環球股市帶來一定支持，或更有利於亞洲區內股市表現。**

我們認為，**如果未來環球通脹回落速度緩慢，各央行或會將利率維持在限制性水平較長時間，影響資產市場表現。反之，若歐美經濟陷入深度衰退，各央行或有機會調頭減息，債息有望回落，長年期、投資級別債券亦可望受惠，環球股市亦有望進一步走強。**

上調亞洲債券觀點至中性

資產觀點方面，股票之中**內地和香港股市可望受惠於防疫措施放寬**，逐步收復去年的失地，但疫情升溫或使經濟復甦步伐較預期慢，限制內地和港股進一步上升空間。

我們維持審慎看好美股，同時**若美元今年見頂回落，美股以外的成熟市場及其他新興市場表現或將重拾動力。**

債券方面，我們上調亞洲債券觀點至中性。隨著美匯回落，2023年初亞洲新債發行量增加，市場對相關債券的需求回升，加上內地推出多項措施協助房企融資，令其信貸質素有所改善，或有助帶動亞洲債券孳息率回落。

另一方面，聯儲局放慢加息步伐，主權債券孳息率或已見頂，債息調頭大幅抽高機會較小；但通脹回落速度仍難以預料，主要央行貨幣政策立場暫未見明顯轉向，因此我們維持主權債券中性觀點。

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12月下跌5.8%，暫終止連續兩個月升勢，略為跑輸整體成熟市場的4.2%跌幅。美國部分經濟數據有轉弱跡象，加上美匯回落，美股亦有所整固。目前標普500指數預測市盈率約16.7倍，仍略低於過去十年平均水平，我們維持對美股審慎看好的觀點。

歐元區股市12月按美元計算跌0.1%（以歐元計跌3.6%）。市場逐漸消化能源危機的影響。美國或將減慢加息步伐，以及內地放寬對外重啟，令市場避險氣氛降溫。我們維持歐元區股市中性觀點，後市仍要留意歐洲央行繼續收緊政策會否進一步拖慢歐洲經濟動力。

日本股市12月升0.3%，連升三個月，按日圓計則跌5.2%。日本央行擴大摯息曲線控制區間上下限至0.5%，憧憬央行進一步調整寬鬆貨幣政策，美日息差繼續收窄，帶動日圓回升，如果日圓進一步走強或拖累日本出口表現。日本股市相對美股估值維持較大折讓。我們維持日本股市中性觀點。

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12月上漲6.4%，連續兩個月跑贏其他主要股市。內地放寬防疫措施，加上推出多項支持樓市措施，市場憧憬經濟將受惠於重啟。不過，**內地A股**僅升約0.6%，連續兩個月顯著跑輸港股。基本面有所改善，但鑑於香港股市已由低位大幅反彈，估值亦回歸至接近十年平均水平，我們維持港股中性看法。未來需留意內地經濟數據短線或受到疫情再升溫所拖累，影響股市表現。克服重啟初期的陣痛後，如果內地經濟數據出現明顯改善，香港股市及內地A股不排除上試更高水平。

其他亞洲市場在11月急升後，在12月均有所回吐，印度、南韓及台灣股市跌幅相若，略多於5%，東盟股票回吐幅度相對較少，12月僅跌0.3%。未來仍需留意內地重啟經濟的溢出效應及個別國家的受惠程度，以及成熟經濟體衰退風險升溫對亞洲國家影響，我們維持其他亞洲市場的中性觀點。

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12月跌4%，**歐洲、中東及非洲股市**則跌3.1%。大宗商品價格靠穩，但歐美經濟衰退風險升溫，或不利新興市場經濟體表現，同時中國內地經濟重啟亦有可能提振商品需求。拉丁美洲股市估值仍然偏低，但盈利前景較容易受商品價格影響，或較為波動。另外，俄烏局勢持續，或繼續困擾歐洲，特別是東歐股市表現。我們維持略為看淡歐洲、中東及非洲股票，拉丁美洲則維持中性，未來需留意農產品及能源價格走勢。

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

聯儲局放慢加息步伐，美國十年期國庫券摯息率一度跌至三個月低位，**環球主權債券**12月上升0.7%，**投資級別債券**升0.2%，**高收益企業債券**升0.5%。主權債券摯息率或已見頂，債息調頭大幅抽高機會較小；但通脹回落速度仍難以預料，主要央行貨幣政策立場暫未見明顯轉向，因此我們維持主權債券及投資級別債券觀點至中性。高收益債券方面，受惠於央行減慢加息，不過同時經濟衰退風險升溫，信貸息差或會因此而擴闊，故維持高收益債券中性觀點。

新興市場 看淡  看好 **亞洲** 看淡  看好

新興市場債券12月升0.8%，受惠美匯持續回調。我們預期，隨著聯儲局放慢加息步伐，美匯或難以保持過往急速升勢，料繼續支持新興市場債券表現，故維持新興市場債券中性觀點。

美匯回落加上內房債務問題略為紓緩，支持**亞洲債券**12月上升1.2%。**我們上調亞洲債券觀點至中性**。隨著美匯回落，2023年初亞洲新債發行量增加，香港發行的綠色債券亦獲積極認購，加上內地及亞洲各國對外重開有望提振區內經濟，或有助帶動亞洲債券摯息率回落。

其他資產

商品

黃金 看淡  看好 **原油** 看淡  看好

金價12月上升3.1%，連升兩個月，主要受惠美匯回落，帶動金價反彈。我們預期，聯儲局減慢加息步伐，美匯強勢或紓緩，加上實質利率回落，有望支持金價表現，惟主要央行貨幣政策立場暫未見明顯轉向。我們維持金價中性觀點。

原油價格12月下跌0.4%，連跌兩個月。內地對外重啟或增加對原油需求，惟市場同時亦憂慮環球經濟衰退風險，以及內地放寬大幅部分防疫措施下，疫情短期會急劇反彈，可能不利環球經濟前景，因此我們維持原油價格觀點至略為看淡。

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	-18.4%	-3.9%	+9.8%	+2.3%	-18.4%	+12.5%	2.4%	14.5x	-7%	15.7%	8.4%
成熟市場	MSCI世界淨回報美元指數	-18.1%	-4.2%	+9.8%	+3.0%	-18.1%	+15.6%	2.3%	15.0x	-8%	16.1%	11.5%
亞洲（日本除外）	MSCI亞洲（日本除外）淨回報美元指數	-19.7%	-0.2%	+11.4%	-4.1%	-19.7%	-4.3%	2.8%	12.5x	-1%	11.2%	-1.7%
新興市場	MSCI新興市場淨回報美元指數	-20.1%	-1.4%	+9.7%	-3.0%	-20.1%	-7.9%	3.2%	11.4x	-4%	13.8%	-6.4%
成熟市場												
美國	標普500淨總回報指數	-18.5%	-5.8%	+7.4%	+2.0%	-18.5%	+23.0%	1.8%	16.7x	-4%	19.2%	11.3%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	-17.9%	-0.1%	+22.8%	+9.9%	-17.9%	+0.6%	3.4%	11.5x	-18%	12.5%	23.0%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	-4.8%	-0.4%	+17.0%	+4.4%	-4.8%	+1.0%	3.9%	9.6x	-28%	14.9%	43.9%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	-16.6%	+0.3%	+13.2%	+4.5%	-16.6%	-2.9%	2.7%	11.9x	-14%	8.9%	13.5%
亞洲（日本除外）												
香港	恒生淨總回報指數	-12.7%	+6.4%	+15.0%	-8.2%	-12.7%	-23.5%	3.4%	9.6x	-12%	7.3%	-25.3%
香港（中國）	恒生中國企業淨總回報指數	-15.9%	+5.2%	+13.4%	-11.1%	-15.9%	-34.1%	3.8%	8.3x	4%	8.1%	-25.5%
中國A股	滬深300淨總回報指數	-20.0%	+0.6%	+2.0%	-12.7%	-20.0%	-0.2%	2.4%	11.3x	-5%	12.5%	26.0%
中國（MSCI）	MSCI中國淨回報美元指數	-21.9%	+5.2%	+13.5%	-12.0%	-21.9%	-20.9%	2.5%	10.6x	-6%	10.0%	4.8%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	-29.4%	-5.2%	+18.1%	-1.2%	-29.4%	-6.4%	2.0%	11.1x	11%	9.2%	-19.7%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	-29.8%	-5.5%	+9.6%	-6.2%	-29.8%	+25%	4.9%	12.4x	-12%	19.9%	-14.2%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	-8.0%	-5.5%	+2.0%	+8.6%	-8.0%	+34.3%	1.3%	20.8x	17%	14.4%	19.3%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	-4.3%	-0.3%	+9.9%	+7.9%	-4.3%	-10.5%	3.2%	14.1x	-5%	10.9%	11.7%
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	-28.3%	-3.1%	+5.8%	+0.1%	-28.3%	-21.2%	3.4%	10.3x	4%	17.4%	-6.6%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	+8.9%	-4.0%	+5.7%	+9.5%	+8.9%	-13.7%	8.0%	7.4x	-40%	27.3%	-15.8%

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	-16.0%	+0.6%	+4.7%	-2.4%	-16.0%	-12.6%	4.00%	1.94%	70.3	65.9	6.7
主權債券	彭博巴克萊環球政府債券指數	-17.5%	+0.7%	+4.8%	-3.1%	-17.5%	-15.6%	3.04%	1.17%	14.3	16.6	7.5
投資級別	彭博巴克萊環球企業債券指數	-16.7%	+0.2%	+5.4%	-1.4%	-16.7%	-10.7%	5.18%	2.66%	147.3	127.0	6.3
高收益	彭博巴克萊環球高收益企業債券指數	-12.7%	+0.5%	+6.8%	+4.2%	-12.7%	-3.7%	8.99%	5.87%	501.7	437.8	4.1
新興市場（美元）	彭博巴克萊新興市場美元債券指數	-15.3%	+0.8%	+6.6%	+2.3%	-15.3%	-11.2%	7.52%	5.12%	338.8	323.6	6.3
亞洲（美元）	彭博巴克萊新興市場亞洲美元債券指數	-12.3%	+1.2%	+4.4%	-0.4%	-12.3%	-8.9%	6.89%	4.10%	267.8	232.7	5.2

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	+19.5%	-0.7%	+3.5%	-4.6%	+19.5%	+49.5%
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	+6.7%	-0.4%	+1.0%	-24.1%	+6.7%	+31.4%
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	+10.5%	+0.6%	-2.3%	-25.2%	+10.5%	+30.2%
現貨黃金	現貨黃金	-0.3%	+3.1%	+9.8%	+0.9%	-0.3%	+20.2%
美元	美匯指數	+8.2%	-2.3%	-7.7%	-1.1%	+8.2%	+7.4%
歐元	歐元兌美元	-5.8%	+2.9%	+9.2%	+2.1%	-5.8%	-4.5%
英鎊	英鎊兌美元	-10.7%	+0.2%	+8.2%	-0.8%	-10.7%	-8.9%
澳元	澳元兌美元	-6.2%	+0.4%	+6.5%	-1.3%	-6.2%	-3.0%
紐西蘭元	紐元兌美元	-7.0%	+0.8%	+13.4%	+1.7%	-7.0%	-5.8%
加拿大元	加元兌美元	-6.7%	-1.0%	+2.0%	-5.0%	-6.7%	-4.2%
瑞士法郎	瑞郎兌美元	-1.3%	+2.3%	+6.8%	+3.3%	-1.3%	+4.7%
日圓	日圓兌美元	-12.2%	+5.3%	+10.4%	+3.5%	-12.2%	-17.1%
人民幣	境內人民幣兌美元	-7.8%	+2.8%	+3.1%	-2.9%	-7.8%	+1.0%
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	-4.3%	+1.7%	+4.3%	-0.4%	-4.3%	-0.3%

資料來源：彭博、大新銀行，截至2022年12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	4.00%	1.50%	3.00%	3.10%	4.25%	3.75%	0.50%	-0.10%
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
2023年1月						1月25日		1月18日
2023年2月	2月1日	2月2日	2月2日	2月7日	2月22日			

資料來源：彭博、大新銀行，截至2022年12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

黃世康
市場策略師

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。