

市場導航

2022年7月

大新銀行經濟研究及投資策略部

內地香港股票反彈 成熟市場憂衰退再挫

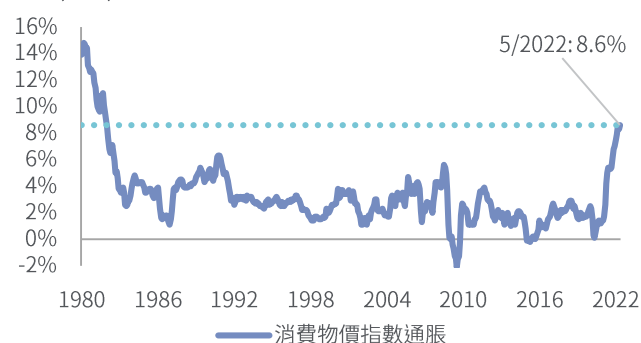
憂慮美國要更大幅加息及未來可能出現衰退，環球股市6月再度下挫8.4%，第二季累跌近16%，是2020年第一季爆發疫情以來最差表現。成熟市場受壓，美國、歐洲及日本股市6月跌8%至11%。新興市場中，中國股票一枝獨秀，A股升10.3%，MSCI中國指數升近7%，恒生指數及國企指數分別升約3%及5%。市場擔憂經濟轉弱可能拖累半導體行業前景，台股下挫14%，南韓股市更下挫17%。商品價格出現沽壓，前幾個月一度跑贏新興市場的拉丁美洲股市，也急跌17%。

主權債息走高加上信貸息差顯著擴闊，拖累環球債券跌3.4%，全季更累跌8.4%。主權債券5月跌3.5%，第二季跌9.2%，是五年半來最大跌幅。環球投資級別及高收益企業債券的信貸息差5月分別擴闊逾30及160基點，拖累兩者分別跌3.6%和7.2%。原油價格連升六個月後，6月回落7.8%。憧憬美國需要進一步加息，加上衰退憂慮升溫，美匯指數6月升2.9%，創近二十年新高。（所有表現截至6月30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）

- 憂慮美國要更大幅加息及未來可能出現衰退，環球股市創疫情以來最差表現
- 內地經濟活動改善，我們上調港股、內地股市觀點
- 主權及投資級別企業債息升至逾十年高位，或已反映相當程度加息預期

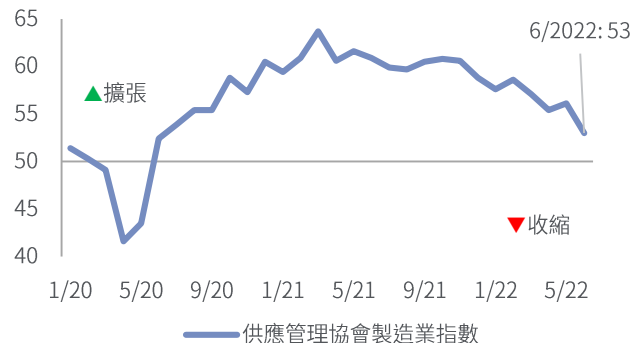
圖一：美國通脹再創逾四十年新高

通脹 (按年)



圖二：美國製造業減慢擴張

採購經理指數



資料來源：彭博、大新銀行，截至2022年7月1日。

聯儲局大幅加息遏通脹 內地經濟現回穩跡象

美國通脹再度加快，觸發聯儲局擴大加息步伐。美國5月消費物價指數按年升8.6%，再創逾四十年新高（圖一）。數據公布後，聯儲局在6月議息會議決定大幅加息0.75%，是廿八年來最大幅度加息，凸顯政策官員對通脹升溫的焦慮。拜登政府官員也表示，考慮撤銷部分對華實施的關稅，減輕美國消費者和企業的負擔，但強調這不是解決高通脹的靈丹妙藥。

與此同時，美國經濟動力有繼續放慢跡象。6月供應管理協會製造業指數跌至53，見兩年新低，但仍高於50盛衰分界線（圖二）。指數第二季平均為54.8，低於第一季的57.8和去年第四季的60.1，放緩步伐略為加快。此外，通脹升溫拖累消費氣氛，6月密歇根消費者信心指數跌至歷史新低，零售銷售意外地按月倒退0.3%，是今年來首次。美國經濟前景若進一步轉弱，或會使聯儲局未來議息決定更為謹慎。

續後頁

另一邊廂，**歐元區通脹也創新高，央行邁出收緊政策的第一步**。歐元區6月份通脹達8.6%。央行行長拉加德預料，會在本月的議息會議加息0.25%，並在9月結束已實施八年的負利率政策。瑞士央行出乎意料地在6月議息會議加息0.5%，同樣顯示對通脹不敢怠慢。英國經濟前景相對黯淡，通脹雖然升至9.1%，但英倫銀行6月只加息0.25%。

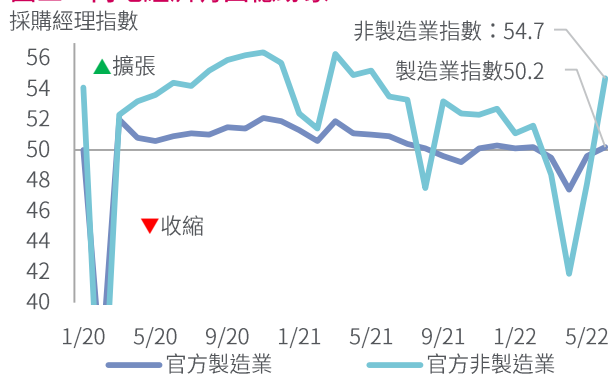
至於**中國內地，經過4至5月期間的疫情衝擊，6月經濟活動明顯改善**。官方和財新製造業採購經理指數均重上50以上，服務業指數更錄得大幅反彈（圖三）。國家主席習近平雖然一再強調不會放棄「動態清零」，但內地6月底宣布縮短患者密切接觸者和入境人士的隔離期，相信內地會在避免疫情大幅反彈的前提下，嘗試更積極推動復工復產，逐步回復正常生活，以穩定經濟。

上調港股至略為看好 A股中性

因此，**我們上調內地股市至中性、港股至略為看好**。我們略為調高恒生指數下半年的上落區間至19,000點（恒指相對環球股市折讓回落至十年平均減一個標準差）和25,000點（恒指十年平均預測市盈率加一個標準差）之間。內地經濟若回穩，或可利好兩地股市氣氛，不過要注意內地股市7月會有「解禁潮」，而外圍市況不穩亦可能令港股波動。

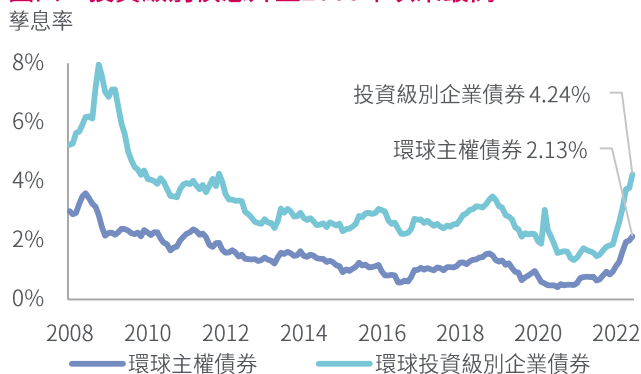
行業方面，內地經濟可望逐步改善，加上各種財政政策刺激消費和投資，非必需消費股（包括汽車股）表現料會明顯改善。中央提出要完成平台經濟整改，可望為資訊科技股掃除不明朗因素，但美國對相關中概股的監管行動有何新發展仍要繼續關注。內房和醫藥等過去一段時間受政策困擾的板塊，也有機會受惠政策放寬。公用和電訊股在波動市況中可發揮其防守性功能。若成熟市場衰退憂慮進一步升溫，或會對油價帶來壓力，能源股走勢可能較反覆。

圖三：內地經濟有回穩跡象



資料來源：彭博、大新銀行，截至2022年7月1日。

圖四：投資級別債息升至2009年以來最高



孳息率升至2009年以來新高 投資級別債券或跑贏高收益

債券方面，我們上調主權及投資級別企業債券至中性，高收益債券下調至略為看淡。聯儲局6月議息會議前後，環球主權債券平均孳息率升至2.5%，投資級別企業債券孳息率升至近4.6%，創2009年以來新高，相對過去十年平均明顯偏高，或已反映相當程度的加息預期。美國十年期國債孳息率由議息前高位約3.5%回落至7月初2.8%以下，市場估計若經濟情況轉差，聯儲局更有機會明年第二季便會調頭減息。

同時，經濟出現衰退的機會逐漸增加，信貸息差或續有擴闊壓力，尤以高收益債券為甚，債券投資者在目前市況考慮承受信貸風險時會更為審慎，高收益債券短線波幅或會上升。整體避險氣氛升溫，投資級別債券短線或可跑贏高收益債券。

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6月再跌逾8%。美國通脹繼續升溫，聯儲局加息75基點，市場憂慮衰退風險上升，能源及原材料股受壓。美股預測市盈率回落至約16倍，低於十年平均的17.1倍，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6月按美元計跌11.4%（按歐元計跌9.2%），跑輸整體成熟市場。歐洲央行將開始收緊政策，並將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，市場觀望歐盟會否落實更多針對俄羅斯原油進口措施，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6月跌近8%（按日圓計僅跌2.7%），好過整體成熟市場股市。日本維持寬鬆貨幣政策，日圓下試廿四年低位，可望繼續利好出口股。日本逐步放寬入境限制，加上中國經濟回穩，亦有利當地經濟復甦，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6月分別升2.9%和10.3%，連續兩個月同步跑贏環球和新興市場。內地在疫情受控後逐步重啟經濟，加上財政政策支持消費和基建投資，針對平台經濟、房地產、醫藥等行業的措施也可望放寬，或可利好股市氣氛。人民銀行短期內減息或降準機會較低，暫時紓緩人民幣下行壓力。我們上調內地股市觀點至中性、港股至略為看好。港股及內地A股預測市盈率均已反彈至接近或高於十年平均水平，反映投資者對市場恢復信心。要注意內地股市7月會有「解禁潮」，而外圍市況不穩亦可能令港股波動。

其他亞洲市場6月表現受壓，南韓及台灣股市分別下挫17%及14%，印度股市跌近7%。衰退憂慮升溫，打擊依賴製造業產品出口的企業；美元走強，亦觸發區內股市資金外流。印度和台灣月內先後加息。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6月下挫17%，**歐洲、中東及非洲股市**也跌近11%。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

美國通脹高企，聯儲局大幅加息75基點，但市場對衰退憂慮進一步升溫，令環球主權債息回吐部分漲幅。**主權債券及投資級別企業債券**6月分別跌3.5%和3.6%，**高收益企業債券**則下挫7.2%，因其信貸息差顯著擴闊160基點。主權及投資級別企業債券孳息率相對過去十年平均明顯偏高，或已反映相當程度的加息預期，而聯儲局明年更有機會調頭減息。信貸息差或續有擴闊壓力，尤以高收益債券為甚，高收益債券短線波幅或會上升。我們上調主權及投資級別企業債券至中性，高收益債券下調至略為看淡。

新興市場 看淡  看好 **亞洲** 看淡  看好

亞洲債券6月跌2.4%，跑贏**新興市場**的4.6%跌幅，主要受惠中國投資級別美元債券表現相對穩健。內地局部放寬房地產政策，料可逐步紓緩亞洲債市壓力。同時，新興亞洲息差擴闊幅度較整體新興市場為小，相反新興歐洲、中東及非洲債市仍可能較受俄烏局勢困擾。我們維持新興亞洲債券表現有望領先整體新興市場債市的觀點。

其他資產

商品

黃金 看淡  看好 **原油** 看淡  看好

金價6月跌1.6%，連跌三個月。金價未有受惠於高通脹下的保值需求，反而美國國庫券孳息率和美匯高企，以及更多央行收緊政策，限制了金價反彈空間。我們維持對金價觀點為中性。

原油6月下挫近8%，連升六個月後首度回落。市場憂慮衰退風險上升，或會使原油需求前景變得不明朗。不過，供應仍然緊張，雖然石油輸出國組織及盟友同意增產，使疫情期間削減的產量完全恢復過來，但俄烏衝突加上部分產油國政局不穩，導致原油供應仍然持續緊張。我們暫時維持原油價格中性觀點，若衰退壓力進一步上升，不排除要下調原油的觀點。

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	-20.2%	-8.4%	-15.7%	-20.2%	-15.7%	+19.8%	2.3%	13.9x	-10%	15.6%	12.0%
成熟市場	MSCI世界淨回報美元指數	-20.5%	-8.7%	-16.2%	-20.5%	-14.3%	+22.5%	2.2%	14.5x	-10%	16.3%	14.5%
亞洲（日本除外）	MSCI亞洲（日本除外）淨回報美元指數	-16.3%	-4.5%	-9.0%	-16.3%	-25.0%	+6.5%	2.5%	11.9x	-5%	10.4%	-1.3%
新興市場	MSCI新興市場淨回報美元指數	-17.6%	-6.6%	-11.5%	-17.6%	-25.3%	+1.7%	3.0%	10.9x	-8%	12.7%	-0.7%
成熟市場												
美國	標普500淨總回報指數	-20.1%	-8.3%	-16.2%	-20.1%	-11.0%	+33.3%	1.7%	16.0x	-6%	20.4%	19.5%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	-25.2%	-11.4%	-15.9%	-25.2%	-24.0%	-2.7%	3.5%	11.0x	-22%	13.0%	20.6%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	-8.8%	-8.6%	-10.5%	-8.8%	-4.0%	+3.7%	4.1%	10.1x	-25%	12.0%	67.6%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	-20.3%	-7.9%	-14.6%	-20.3%	-19.9%	+3.1%	2.5%	12.0x	-14%	9.4%	13.6%
亞洲（日本除外）												
香港	恒生淨總回報指數	-4.9%	+2.9%	+0.8%	-4.9%	-22.0%	-16.5%	3.1%	10.5x	-4%	8.7%	-23.2%
香港（中國）	恒生中國企業淨總回報指數	-5.3%	+4.6%	+3.6%	-5.3%	-26.0%	-23.0%	3.4%	8.8x	10%	9.1%	-22.8%
中國A股	滬深300淨總回報指數	-8.4%	+10.3%	+7.2%	-8.4%	-12.6%	+23.8%	1.9%	13.3x	12%	12.5%	25.4%
中國（MSCI）	MSCI中國淨回報美元指數	-11.3%	+6.6%	+3.4%	-11.3%	-31.8%	-1.7%	2.1%	11.9x	6%	8.2%	-4.7%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	-28.5%	-17.1%	-20.9%	-28.5%	-38.5%	+2.6%	2.1%	8.1x	-18%	10.4%	6.8%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	-25.1%	-14.2%	-19.8%	-25.1%	-20.4%	+65%	3.9%	10.5x	-26%	19.0%	3.9%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	-15.2%	-6.7%	-13.6%	-15.2%	-4.8%	+23.5%	1.4%	18.3x	5%	15.1%	19.3%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	-11.3%	-8.7%	-13.6%	-11.3%	-9.7%	-18.6%	3.2%	14.8x	0%	9.4%	11.9%
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	-28.4%	-10.6%	-17.1%	-28.4%	-27.2%	-19.6%	3.3%	10.5x	7%	17.8%	9.6%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	-0.6%	-17.0%	-21.9%	-0.6%	-16.1%	-17.9%	8.1%	6.7x	-47%	25.3%	-1.9%

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	-14.0%	-3.4%	-8.4%	-14.0%	-15.4%	-9.3%	3.12%	1.86%	81.0	66.5	7.0
主權債券	彭博巴克萊環球政府債券指數	-14.8%	-3.5%	-9.2%	-14.8%	-16.6%	-12.4%	2.13%	1.10%	14.3	17.6	7.9
投資級別	彭博巴克萊環球企業債券指數	-15.5%	-3.6%	-8.7%	-15.5%	-16.5%	-6.7%	4.24%	2.55%	176.3	127.3	6.7
高收益	彭博巴克萊環球高收益企業債券指數	-16.2%	-7.2%	-11.3%	-16.2%	-16.7%	-4.0%	8.92%	5.77%	626.2	439.5	4.5
新興市場（美元）	彭博巴克萊新興市場美元債券指數	-17.1%	-4.6%	-8.7%	-17.1%	-18.0%	-10.2%	7.07%	4.97%	408.8	321.0	6.5
亞洲（美元）	彭博巴克萊新興市場亞洲美元債券指數	-11.9%	-2.4%	-5.4%	-11.9%	-13.7%	-5.5%	5.95%	3.94%	299.8	229.5	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	+25.3%	-8.0%	-1.4%	+25.3%	+36.4%	+60.8%
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	+40.6%	-7.8%	+5.5%	+40.6%	+43.9%	+80.9%
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	+47.6%	-6.5%	+6.4%	+47.6%	+52.8%	+72.5%
現貨黃金	現貨黃金	-1.2%	-1.6%	-6.7%	-1.2%	+2.1%	+28.2%
美元	美匯指數	+9.4%	+2.9%	+6.5%	+9.4%	+13.3%	+8.9%
歐元	歐元兌美元	-7.8%	-2.3%	-5.3%	-7.8%	-11.6%	-7.8%
英鎊	英鎊兌美元	-10.0%	-3.4%	-7.3%	-10.0%	-12.0%	-4.1%
澳元	澳元兌美元	-5.0%	-3.8%	-7.7%	-5.0%	-7.9%	-1.7%
紐西蘭元	紐元兌美元	-8.5%	-4.1%	-10.1%	-8.5%	-10.6%	-7.1%
加拿大元	加元兌美元	-1.8%	-1.7%	-2.8%	-1.8%	-3.7%	+1.7%
瑞士法郎	瑞郎兌美元	-4.5%	+0.5%	-3.4%	-4.5%	-3.1%	+2.2%
日圓	日圓兌美元	-15.2%	-5.2%	-10.3%	-15.2%	-18.1%	-20.5%
人民幣	境內人民幣兌美元	-5.1%	-0.4%	-5.4%	-5.1%	-3.6%	+2.5%
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	-3.9%	-2.2%	-4.4%	-3.9%	-4.1%	+1.0%

資料來源：彭博、大新銀行，截至2022年6月30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	1.75%	-0.50%	1.25%	0.85%	2.00%	1.50%	-0.25%	-0.10%
2022年7月	7月27日	7月21日		7月5日	7月13日	7月13日		7月21日
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6月30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

溫嘉煒
高級經濟師

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部刊發。

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。