

市場導航

2022年9月

大新銀行經濟研究及投資策略部

聯儲局緊縮貨幣政策未止 股債回吐

聯儲局重申繼續加息遏抑通脹的決心，拖累環球主要股市及債市8月再度下跌，兩者均跌近4%。美股7月反彈9%後，8月回吐4%，歐元區股市跌逾6%。內地疫情持續，加上極端天氣導致部分地區限電停產，香港及內地股市分別下跌1%及2%。反觀，日圓貶值利好出口股，日本股市按日圓計逆市升1%，連升兩個月。部分新興市場表現跑贏成熟市場，印度股市受惠油價回落，8月再升4%，巴西股市亦升2%。

聯儲局等主要央行加息步伐料仍持續一段時間，美國國庫券孳息率回升，拖累環球主權債券8月下跌4.3%，投資級別及高收益企業債券分別錄得3.7%和2%的負回報。隨著政府加大政策支持力度，亞洲美元債券跌幅收窄至0.3%。市場憂慮環球經濟衰退影響原油需求，油價下挫9%，連跌三個月。（所有表現截至8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）

- 聯儲局重申繼續加息遏抑通脹的決心，拖累環球主要股市及債市再度下跌
- 未來一兩個月，美國國庫券孳息率及美元或仍有上升壓力，金融市場將較為反覆
- 我們再調低港股觀點至略為看淡

圖一：歐洲天然氣價格急漲

歐元/每兆瓦小時



圖二：環球債券孳息率創2009年以來新高

孳息率



資料來源：彭博、大新銀行，截至2022年9月9日。

經濟動力仍有放緩跡象 聯儲局重申強硬立場

由於物價持續高企、能源危機升溫、貨幣政策繼續收緊以及中國經濟下行壓力增加，全球經濟動力在8月續有放緩跡象，但步伐略較預期溫和。在美國，8月供應管理協會製造業指數連續兩個月維持在兩年低位52.8，但好過預期；新增非農就業職位由7月的52.6萬個減少至31.5萬，多過預期的29.8萬，失業率回升0.2個百分點至3.7%，七個月來首度回升。樓市冷卻情況有所加劇，7月新屋銷售按月跌幅擴大至12.6%，是一年半以來最大跌幅。汽油價格回落，7月按年通脹率降0.6個百分點至8.5%，核心通脹則未有再加快。

歐洲能源危機進一步惡化，可能加劇衰退壓力。俄羅斯面對國際制裁，過去幾個月一直減少向歐洲供應的天然氣，歐洲天然氣期貨價格一度突破每兆瓦小時300歐元，而去年同期僅為50歐元以下（圖一）。俄羅斯以維修渦輪機為理由，暫停北溪一號管道供應予歐洲的天然氣，對歐洲國家希望加快提升天然氣庫存的計劃帶來沉重打擊。歐盟理事會提出，成員國到明年

續後頁

3月自願削減天然氣需求15%，若未能達標則此目標可能變為強制執行；歐盟也可能推出緊急立法，限制天然氣價格上限，和降低天然氣需求措施。憂慮能源危機打擊經濟前景，歐元區8月綜合採購經理指數降至48.9，連續兩個月在50以下的萎縮水平。

市場對貨幣政策的預期在8月再度出現明顯收緊轉向。聯儲局主席鮑威爾在7月議息會議後表示，加息步伐未來終將放緩，市場（包括我們）認為其言論暗示貨幣政策收緊的預期已近盡頭，因而使金融市場的情緒一度轉為樂觀，股市和債市等在7、8月期間顯著回升。可是，聯儲局官員對金融狀況轉趨寬鬆的情況似乎感到憂慮，擔心之前一段時間透過加息以減慢需求增長和通脹升溫的成果功虧一簣，於是多名聯儲局委員在8月連番強調，支持繼續透過大幅加息來遏抑通脹，並嘗試打消市場對明年可能調頭減息的猜測。同時，聯儲局貨幣政策刪除前瞻指引，意味未來利率變動更取決於經濟數據，或會令利率走勢更波動。美國十年期國庫券孳息率由8月初的2.6%以下，大幅反彈至9月初的3.3%以上，美元衝上二十年新高。

中國內地經濟仍未有明顯改善，疫情持續反彈更可能會繼續為經濟帶來挑戰。8月官方製造業採購經理指數仍維持在50以下的49.4，顯示經濟仍有下行壓力。多地出現疫情而要再實施嚴格封控措施，四川省會成都的封控措施是4月上海疫情以來規模最大和時間最長。總理李克強表示，今年推出的穩經濟政策力度超過2020年。國務院宣布十九項新政策以穩定增長，新增1萬億元人民幣刺激措施支持基建投資等。穩定樓市仍然是政策重點，作為樓按主要參考利率的五年期貸款市場報價利率（LPR）下調15基點，以示對房地產需求的支持，並傳出政策性銀行擬提供2,000億元專項借款推進「保交樓」。不過，最新公布的8月出口和通脹數據均轉弱，同時美元強勢，人民幣兌美元貶值至接近7算關口。

債息有上升壓力 港股觀點再降

我們認為，聯儲局為避免金融狀況再轉趨寬鬆而導致通脹反彈，官員不會再輕易發出加息周期有望提早結束的訊號，至少直至11月聯儲局會議。若通脹未來一兩個月未有明顯調頭惡化，聯儲局還是有機會在11月將加息幅度由75基點縮小至50基點（與鮑威爾早前的說法實際上並無二致）。不過，由於通脹能否如願逐步放緩仍不明朗，加息周期會如何前進、息率會在甚麼水平見頂，目前還是難以下定論。**未來一兩個月，我們估計美國國庫券孳息率及美元仍有上升壓力，金融市場表現將較為反覆。**相反，若數據證明通脹壓力持續放緩，則對金融市場是正面因素。因此我們**維持整體債市中性觀點**，認為整體債息已升至十多年來最高水平，帶來較吸引收益（圖二），但中短期內仍較大機會走高，債券投資者難免承受利率風險；而高收益債略為看淡，擔憂經濟下行壓力增加會導致信貸息差再度擴闊。

我們並沒有改變對大部分股市的觀點，**維持審慎看好美股，未來三至六個月可跑贏其他成熟市場股市**，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**港股觀點再調低至略為看淡**。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9月一度失守19,000點，若估值進一步降至疫情初期低位，不排除下試17,500點附近；若預測市盈率重上十年平均10.9倍，恒指將反彈上22,500點附近。我們認為短線市場氣氛會維持偏弱，未必有太大反彈動力。高油價支持石油股業績，能源股8月表現向好，但要注意油價下半年走向；科網股整改或接近尾聲，中美亦就審計監管合作簽署協議，短線或紓緩科技股壓力；憂慮內地經濟放緩，工業股表現跑輸大市。

商品方面，我們**下調原油價格觀點至略為偏淡**。市場憂慮全球經濟陷入衰退風險，其中全球進口石油最多的中國內地，疫情持續上升及因極端天氣導致限電等，或降低對石油的需求，短期可能不利油價表現。

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8月回落4.1%。聯儲局官員重申要繼續加息直至通脹明顯回落，拖累股市向下。美股預測市盈率略降至17.2倍，與十年平均相若，而盈利前景未有進一步惡化，反映市場對經濟前景未至於過份悲觀，但要繼續留意經濟動力若進一步轉弱會否影響未來盈利能力。我們審慎看好美股未來三至六個月可跑贏整體股市。

歐元區股市8月按美元計跌6.3%（按歐元計跌5%）。俄羅斯中斷歐洲天然氣供應，威脅歐元區冬季經濟前景。繼9月後，市場預期歐洲央行有機會11月再加息75基點。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。**英國**新首相卓慧思就任，宣布限制能源價格升幅，相信有助控制通脹，但英倫銀行預料將繼續加息。

日本股市8月跌2.6%（按日圓計升1.1%）。日本無意改變寬鬆貨幣政策，日圓兌美元創廿四年新低，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8月分別跌0.8%和2%，連續兩個月走低。內地經濟下行壓力未能消除，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。港股短線市場氣氛會維持偏弱，未必有太大反彈動力。我們進一步調低港股觀點至略為看淡，與內地股市同步。

其他亞洲市場8月個別發展。油價繼續回落，加上憧憬印度國債或納入全球債券指數，支持印度股票升4.1%，連續兩個月造好；台灣及南韓股市則跌1至3%。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

其他新興市場個別發展，**拉丁美洲股市**8月再升2.7%，**歐洲、中東及非洲股市**跌0.8%。環球經濟衰退憂慮升溫，商品價格走勢偏弱，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

環球主權債券8月下跌4.3%，**投資級別及高收益企業債券**分別錄得3.7%和2%的負回報。聯儲局主席鮑威爾在全球央行行長會議上重申繼續加息以遏抑通脹的決心，美國十年期國債孳息率由8月初的不足2.6%回升至3.3%以上，拖累整體債市表現。我們維持對債券的中性觀點，認為整體平均息率升至約3.5%水平，收益水平已升至十多年來最高，對尋求收益的投資者而言具吸引力，但息率中短期內仍較大機會走高，投資者難免承受利率風險；而高收益債券我們維持略為看淡，擔憂經濟下行壓力增加會導致信貸息差再度擴闊。債券之中，我們仍偏好短存續期、評級較佳的債券。

新興市場 看淡  看好 **亞洲** 看淡  看好

新興市場債券8月回落0.5%，**亞洲債券**則微跌0.3%，均跑贏成熟市場債券，反映兩者的信貸息差均有所收窄。各地的通脹水平以及貨幣政策走向是債市表現關鍵。我們亦維持亞洲債券觀點至略為看淡，內地或推出更多措施穩定經濟，但各項支持房地產市場措施的效果仍需時顯現。

其他資產

商品

黃金 看淡  看好 **原油** 看淡  看好

金價8月延續跌勢，跌3.1%，連跌五個月，主要受累更多央行大幅收緊貨幣政策，加上美匯保持強勢所致。雖然台海局勢緊張曾刺激資金流入黃金避險，令金價一度重上每盎司1,800美元水平，但其後聯儲局重申繼續加息以遏抑通脹的承諾，金價蒸發月內升幅。我們預期，主要央行仍會維持緊縮貨幣政策一段時間，或繼續限制金價表現。我們維持對金價中性觀點。

原油價格8月下挫9.2%，連跌三個月，為逾兩年來最長連跌紀錄。市場憂慮金融狀況持續收緊，增加全球經濟陷入衰退風險，其中全球進口石油最多的中國內地，疫情持續上升及因極端天氣導致限電等，或降低對石油的需求。我們下調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	-17.8%	-3.7%	-5.6%	-11.2%	-15.9%	+26.1%	2.3%	14.4x	-8%	15.3%	11.3%
成熟市場	MSCI世界淨回報美元指數	-17.8%	-4.2%	-5.5%	-10.9%	-15.1%	+28.7%	2.1%	15.0x	-7%	15.9%	13.2%
亞洲（日本除外）	MSCI亞洲（日本除外）淨回報美元指數	-17.3%	-0.01%	-5.7%	-12.6%	-21.7%	+12.0%	2.8%	11.5x	-9%	10.7%	3.1%
新興市場	MSCI新興市場淨回報美元指數	-17.5%	+0.4%	-6.5%	-13.3%	-21.8%	+8.4%	3.3%	10.5x	-11%	13.2%	2.1%
成熟市場												
美國	標普500淨總回報指數	-16.4%	-4.1%	-4.0%	-9.1%	-11.6%	+39.9%	1.6%	17.2x	0%	19.8%	15.8%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	-26.7%	-6.3%	-13.1%	-18.9%	-27.9%	-0.3%	3.5%	10.9x	-23%	12.6%	28.3%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	-10.8%	-5.6%	-10.5%	-12.2%	-7.7%	+8.4%	4.1%	8.8x	-34%	14.0%	57.7%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	-17.9%	-2.6%	-5.1%	-12.5%	-19.0%	+7.1%	2.4%	12.4x	-11%	8.5%	23.6%
亞洲（日本除外）												
香港	恒生淨總回報指數	-12.6%	-0.8%	-5.4%	-10.0%	-20.6%	-15.4%	3.7%	9.5x	-13%	7.6%	-24.2%
香港（中國）	恒生中國企業淨總回報指數	-14.4%	-0.2%	-5.4%	-12.2%	-23.0%	-25.5%	4.0%	8.2x	2%	8.2%	-22.3%
中國A股	滬深300淨總回報指數	-16.0%	-2.0%	+1.2%	-9.4%	-13.5%	+13.2%	2.2%	11.9x	0%	12.5%	26.0%
中國（MSCI）	MSCI中國淨回報美元指數	-19.5%	+0.2%	-3.3%	-13.7%	-28.2%	-6.4%	2.5%	10.5x	-7%	8.7%	6.3%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	-26.8%	-3.3%	-15.2%	-19.1%	-32.2%	+17.8%	2.4%	8.8x	-11%	10.5%	-3.2%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	-23.9%	-1.3%	-12.8%	-20.3%	-20.9%	+66.4%	4.6%	11.1x	-21%	19.9%	-2.0%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	-3.5%	+4.1%	+6.1%	+1.9%	-3.2%	+52.7%	1.3%	21.5x	23%	14.9%	14.3%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	-7.1%	+1.9%	-4.3%	-9.1%	-7.7%	-10.3%	3.1%	14.8x	0%	9.9%	10.3%
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	-26.5%	-0.8%	-8.2%	-20.2%	-27.8%	-10.4%	3.3%	10.2x	3%	18.9%	5.1%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	+6.5%	+2.7%	-11.1%	-5.4%	-7.1%	-4.4%	9.3%	6.8x	-46%	23.8%	0.7%

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	彭博環球多元債券指數	-15.4%	-3.8%	-5.1%	-12.6%	-17.5%	-12.2%	3.49%	1.88%	75.9	66.1	6.9
主權債券	彭博環球政府債券指數	-16.9%	-4.3%	-5.9%	-14.6%	-19.6%	-16.4%	2.53%	1.12%	15.7	17.2	7.7
投資級別	彭博環球企業債券指數	-16.4%	-3.7%	-4.6%	-11.9%	-18.0%	-9.5%	4.66%	2.58%	163.7	126.7	6.6
高收益	彭博環球高收益企業債券指數	-14.1%	-2.0%	-4.9%	-10.1%	-15.1%	-1.8%	8.44%	5.79%	517.7	438.1	4.4
新興市場（美元）	彭博新興市場美元債券指數	-15.8%	-0.5%	-3.1%	-9.5%	-17.7%	-10.0%	7.16%	5.01%	365.1	321.5	6.5
亞洲（美元）	彭博新興市場亞洲美元債券指數	-11.7%	-0.3%	-2.2%	-7.4%	-14.0%	-7.4%	6.26%	3.98%	273.9	229.9	5.4

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	+25.0%	-0.6%	-8.3%	+7.9%	+33.1%	+70.5%
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	+19.1%	-9.2%	-21.9%	-6.4%	+30.7%	-2.3%
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	+24.1%	-12.3%	-21.5%	-4.5%	+32.2%	-2.8%
現貨黃金	現貨黃金	-6.5%	-3.1%	-6.9%	-10.4%	-5.7%	+12.5%
美元	美匯指數	+13.6%	+2.6%	+6.8%	+12.4%	+17.4%	+9.9%
歐元	歐元兌美元	-11.6%	-1.6%	-6.3%	-10.4%	-14.9%	-8.5%
英鎊	英鎊兌美元	-14.1%	-4.5%	-7.8%	-13.4%	-15.5%	-4.4%
澳元	澳元兌美元	-5.8%	-2.0%	-4.7%	-5.8%	-6.5%	+1.6%
紐西蘭元	紐元兌美元	-10.4%	-2.5%	-6.1%	-9.6%	-13.1%	-3.3%
加拿大元	加元兌美元	-3.7%	-2.5%	-3.7%	-3.5%	-3.9%	+1.4%
瑞士法郎	瑞郎兌美元	-6.7%	-2.6%	-1.8%	-6.2%	-6.4%	+1.3%
日圓	日圓兌美元	-17.2%	-4.1%	-7.4%	-17.3%	-20.8%	-23.5%
人民幣	境內人民幣兌美元	-7.8%	-2.1%	-3.2%	-8.4%	-6.2%	+3.9%
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	-5.3%	-1.1%	-3.6%	-5.0%	-5.6%	+2.9%

資料來源：彭博、大新銀行，截至2022年8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%	0.75%	1.75%	2.35%	3.00%	3.25%	-0.25%	-0.10%
2022年9月	9月21日	9月8日	9月22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9月12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。