

# 市場導航

2022年11月

大新銀行經濟研究及投資策略部

## 通脹未見回落 增長已現放緩

環球股市經歷9月急挫後，踏入10月中後始見反彈。**市場猜測聯儲局和其他央行將放慢加息步伐，環球主要股市10月回升6%**。美股全月升8.1%，歐股按美元計升8.9%。人民幣走弱以及內地房地產市場表現持續疲弱，港股急挫14.7%，連續兩個月下跌超過一成，是2008年金融危機以來首次；而內地A股亦跌7.7%。美國對中國內地晶片出口禁令升級，或拖累台灣大型晶片企業，台股按美元計下挫5.1%，其他亞太股市則上揚，南韓政府或將推出股市穩定基金，南韓股市升8.3%。拉丁美洲股市升幅達9.7%，跑贏整體新興市場。

- 市場猜測聯儲局將放慢加息步伐，環球市場股市反彈
- 內地房地產債務問題未見好轉，拖累內地和香港股市
- 美國企業財政狀況大致穩健，我們上調高收益債券至中性

美國十年期國庫券孳息率突破4%，拖累**環球債市連續第三個月下跌，但跌幅收窄至0.6%**。主權及投資級別企業債券分別跌**0.7%及0.3%**，高收益企業債券逆市反彈2.2%。人民幣走弱及內地房地產債務危機未見好轉，拖累亞洲美元債券續跌3%，跑輸成熟市場。油組大幅減產及俄烏局勢持續緊張，影響供應，油價回升近9%。（所有表現截至10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：聯儲局或放慢加息步伐



資料來源：彭博、大新銀行，截至2022年11月4日。

圖二：恒生指數估值跌至近十五年低位



## 環球央行繼續大幅加息 經濟衰退風險升溫

由於通脹繼續有升溫壓力，聯儲局、歐洲央行及英倫銀行在10月至11月選擇大幅加息75基點。美國9月整體通脹回落至8.2%，連續三個月回落，反映能源價格升勢放緩，但核心通脹卻加快至6.6%，創四十年新高；英國9月整體通脹再升至10.1%，歐元區10月通脹更升至10.7%，續創新高。這些數據顯示主要經濟體系的通脹仍然高企，並未因為今年以來的加息而出現明顯回落的跡象。

不過，過去近一年的大幅加息已導致環球金融條件收緊，令經濟下行壓力升溫，部分央行近期開始縮小加息幅度，包括加拿大（加息50基點）和澳洲（加息25基點），引發市場揣測，聯儲局等央行會否考慮跟隨。聯儲局主席鮑威爾在11月會議後強調，暫停加息言之尚早，但考慮到開始加息至今對控制通脹的作用可能有滯後性，會考慮在12月或2月會議開始縮減

續後頁

加幅，同時強調利率還未達到足夠緊縮水平，而且最終加息的幅度或高於早前的預期。聯邦基金期貨亦顯示，市場預期明年初在接近5%至5.25%才有望見頂。

另一邊廂，**歐元區和英國也將面臨類似抉擇**。歐洲央行行長拉加德表示，歐元區第三季經濟可能已大幅放緩，第四季和明年第一季可能會進一步減慢，有議息委員認為12月再大幅加息後，亦需要減慢加息步伐。英倫銀行更直指第三季已開始衰退，或會持續至2024年中，行長貝利表明終極利率水平會低於金融市場目前的預期。

**中國內地經濟初現改善，但部份經濟環節仍受壓**。內地受惠於工業生產、房地產以外的固定資產投資以及出口改善，第三季經濟錄得3.9%的按季增長，是兩年來最大反彈。但房地產市場未見起色，今年首九個月住房銷售按年大跌28.6%，房地產投資累計亦按年下跌了8%。由於疫情反彈，10月官方製造業及非製造業採購經理指數再度回落至50以下的收縮水平。美國收緊對華的晶片限制，或進一步影響內地製造業表現。另外，中美息差進一步擴闊，人民幣兌美元一度跌至2007年12月以來新低7.31水平。中共第二十次全國代表大會，習近平連任總書記，其提交的報告強調推動高質量發展，鞏固和發展公有制經濟，並引導非公有制經濟發展，擴大內需，加快建設科技強國，並重申堅持「動態清零」、「住房不炒」及「共同富裕」等方針。

### 上調高收益企業債券至中性 恒指或繼續尋底

在資產觀點方面，我們對各大股票市場的看法未有改變，**維持歐元區股市略為看淡**。早前歐盟協定減少能源使用量，歐洲央行再度大幅加息以遏抑通脹，或進一步壓抑當地經濟活動，削弱企業盈利能力。而且政治上，新上任的意大利總理以及英國首相的新經濟政策會否助當地經濟走出困境仍有不確定性。

亞洲股市方面，香港金融條件收緊及經濟增長疲弱，加上內房價債務問題仍是內地和香港股市最大的不明朗因素，我們**維持略為看淡內地和香港股市**。

債券方面，我們**上調高收益企業債券觀點至中性**。鮑威爾預告最快12月考慮縮小加息幅度，或有助遏制美國國庫券孳息率短期升勢，加上美國進入加息周期至今，大部分經濟指標仍然保持穩健，或有助避免高收益債券信貸風險上升。

# 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**10月上升8.1%。聯儲局未來或放慢加息步伐，美股顯著反彈，而標普500指數已公布業績的逾450間企業盈利表現近70%好過市場預期，而且有60%企業盈利錄得增長，顯示美國企業盈利能力仍保持堅韌。但仍需觀察經濟動力會否轉弱，影響未來企業盈利能力。我們維持未來三至六個月略為看好美股的觀點。

**歐元區股市**10月按美元計算升8.9%（以歐元計升7.8%）。地緣政局風險仍未改善，雖然目前歐洲各地天然氣庫存充裕，但北溪管道受阻或將會深化歐洲冬季的能源短缺問題。此外，隨著歐洲央行加快收緊政策，市場或憂慮歐洲個別國家債息可能會再度抽升。我們維持歐元區股市至略為看淡。

**日本股市**10月升3%（按日圓計升5.8%）。美國國庫券孳息率回升，美日息差再度擴闊，令日圓受壓。日本政府出手干預匯市，日圓仍保持在1998年以來低位附近波動。雖然弱日圓有利出口，但亦會導致進口生產成本上漲，可能拖累企業盈利，我們維持日本股市中性觀點，其經濟仍保持增長，料對股市表現有一定支持。

### 亞洲市場

**香港**<sup>1</sup> 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**10月分別續挫14.7%和7.7%。內地防控措施持續，限制了零售市場的復甦；房地產市場表現仍然疲弱，內房債務問題未見好轉，繼續拖累盈利前景及市場氣氛。同時，本港金融條件進一步收緊，恒生指數跌至逾十三年新低。我們維持略為看淡港股及內地股市。內地經濟若出現明顯改善，或聯儲局減慢加息步伐，恒指及內地股市稍後仍有機會反彈。

**其他亞洲市場**除台灣外，10月均有所反彈。半導體產業前景面臨挑戰，拖累台股10月續挫5.1%；印度及東盟股票分別升2.6%及1.4%。南韓政府或將推出股市穩定基金，帶動南韓股市反彈8.3%，跑贏其他亞洲市場。美元走強和環球經濟衰退風險仍是市場最大不明朗因素。印度股市受惠商品價格偏軟，盈利增長前景較正面，惟股市估值不及區內其他市場吸引。

<sup>1</sup> 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**10月升9.7%，**歐洲、中東及非洲股市**升4.3%。市場憧憬聯儲局收緊政策步伐放慢，大宗商品價格回穩，但環境金融條件持續趨緊或不利新興市場經濟體表現。俄烏局勢持續緊張，或繼續困擾歐洲，特別是東歐股市表現。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。市場亦觀望巴西總統新任政策方針。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。

## 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

聯儲局官員重申大幅加息以遏抑通脹的決心，美國十年期債息一度升至4.34%的十五年高位。主要央行普遍繼續加息，**環球主權債券**10月跌0.7%，連跌三個月，**投資級別企業債券**跌0.3%。美國經濟未見明顯放緩，**高收益企業債券**則上升2.2%。聯儲局主席鮑威爾提到最快12月考慮縮小加息幅度，但加息周期維期或更長，美國國庫券孳息率不排除繼續向上，不利整體主權債券表現；不過，整體平均債息升至超過4%水平，收益水平已升至2008年來最高，對尋求收益的投資者而言具吸引力。我們維持主權債券及投資級別債券觀點至中性。近期美股業績反映企業財政大致穩健，因此我們**上調高收益企業債券觀點至中性**。

**新興市場** 看淡  看好 **亞洲** 看淡  看好

**新興市場債券**10月下跌0.9%。聯儲局有望即將減慢加息步伐，美匯升勢有望暫時喘定，或支撐新興市場債券表現，我們維持新興市場債券中性觀點，**亞洲債券則維持略為看淡**。市場憂慮內地經濟前景，多間內房企業11月面臨清盤呈請聆訊，亞洲投資級別美元債券息差擴闊至逾兩年來最大，預料內房企業高收益債券息率或維持較高水平。

## 其他資產

### 商品

**黃金** 看淡  看好 **原油** 看淡  看好

**金價**10月下跌1.6%，連跌七個月，主要受累聯儲局及其他主要央行大幅收緊貨幣政策，令實質利率上升所致。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；不過俄烏局勢進一步引發歐洲能源危機，以及中美關係緊張，地緣政治風險升勢或支持金價表現。我們維持金價中性觀點。

**原油價格**10月反彈8.9%，終止連續四個月跌勢，重上80美元以上。石油輸出國組織及盟友上月宣布減產，減幅多過市場預期，或有助減慢油價跌勢；不過市場仍憂慮內地以至環球經濟前景，可能限制對原油的需求，因此我們維持原油價格觀點至中性/偏淡。

## 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	-21.1%	+6.0%	-7.6%	-9.4%	-20.0%	+15.3%	2.4%	14.3x	-8%	15.4%	7.4%
成熟市場	MSCI世界淨回報美元指數	-20.1%	+7.2%	-6.8%	-8.1%	-18.5%	+19.5%	2.2%	14.9x	-8%	15.9%	10.2%
亞洲 (日本除外)	MSCI亞洲 (日本除外) 淨回報美元指數	-32.3%	-6.1%	-18.1%	-22.4%	-34.0%	-13.7%	3.2%	10.7x	-15%	10.9%	-4.2%
新興市場	MSCI新興市場淨回報美元指數	-29.4%	-3.1%	-14.1%	-19.7%	-31.0%	-12.7%	3.6%	10.2x	-14%	13.4%	-6.3%
<b>成熟市場</b>												
美國	標普500淨總回報指數	-18.0%	+8.1%	-6.0%	-5.7%	-15.0%	+31.9%	1.7%	16.8x	-3%	19.5%	12.2%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	-27.2%	+8.9%	-6.9%	-11.9%	-27.4%	-6.8%	3.4%	10.9x	-22%	12.6%	24.9%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	-13.7%	+6.0%	-8.8%	-12.0%	-12.4%	-2.1%	4.1%	9.0x	-33%	15.0%	35.3%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	-24.2%	+3.0%	-10.1%	-11.0%	-24.7%	-9.4%	2.6%	11.9x	-14%	8.4%	22.8%
<b>亞洲 (日本除外)</b>												
香港	恒生淨總回報指數	-35.3%	-14.7%	-26.5%	-28.5%	-40.3%	-40.5%	4.6%	7.5x	-31%	7.7%	-24.0%
香港 (中國)	恒生中國企業淨總回報指數	-38.1%	-16.5%	-27.8%	-30.1%	-43.1%	-48.5%	5.2%	6.5x	-19%	8.4%	-25.1%
中國A股	滬深300淨總回報指數	-27.6%	-7.7%	-15.6%	-11.0%	-27.2%	-4.8%	2.5%	10.2x	-14%	12.4%	26.7%
中國 (MSCI)	MSCI中國淨回報美元指數	-42.8%	-16.8%	-28.8%	-30.5%	-47.9%	-36.1%	3.3%	8.3x	-27%	8.7%	2.3%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	-35.2%	+8.3%	-14.4%	-23.5%	-34.3%	-6.9%	2.6%	10.0x	1%	10.0%	-13.5%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	-39.2%	-5.1%	-21.2%	-27.8%	-34.5%	+18%	5.5%	10.1x	-28%	20.0%	-9.3%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	-7.4%	+2.6%	-0.1%	-4.1%	-6.9%	+36.3%	1.3%	21.3x	21%	16.7%	10.2%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	-11.7%	+1.4%	-3.1%	-10.3%	-14.3%	-16.0%	3.2%	14.2x	-5%	10.2%	7.8%
<b>新興市場</b>												
歐洲、中東及非洲	MSCI新興歐洲、中東及非洲淨回報美元指數	-29.3%	+4.3%	-4.6%	-15.4%	-32.8%	-17.0%	3.3%	10.4x	5%	19.1%	0.0%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	+13.0%	+9.7%	+9.0%	+2.0%	+16.1%	-5.3%	7.6%	7.5x	-40%	24.8%	-9.2%

## 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	-20.2%	-0.6%	-9.3%	-10.2%	-20.6%	-17.0%	4.05%	1.91%	81.2	66.1	6.7
主權債券	彭博巴克萊環球政府債券指數	-21.8%	-0.7%	-9.9%	-11.4%	-22.2%	-20.6%	2.95%	1.14%	13.4	16.9	7.6
投資級別	彭博巴克萊環球企業債券指數	-21.2%	-0.3%	-9.3%	-9.6%	-21.6%	-15.1%	5.52%	2.61%	181.9	126.9	6.3
高收益	彭博巴克萊環球高收益企業債券指數	-16.4%	+2.2%	-4.7%	-7.4%	-16.3%	-5.6%	9.39%	5.83%	536.2	438.3	4.2
新興市場 (美元)	彭博巴克萊新興市場美元債券指數	-21.2%	-0.9%	-6.9%	-9.3%	-21.3%	-16.2%	8.45%	5.06%	414.6	322.6	6.1
亞洲 (美元)	彭博巴克萊新興市場亞洲美元債券指數	-18.5%	-3.0%	-8.0%	-9.8%	-18.7%	-14.8%	7.99%	4.03%	359.3	231.2	5.1

## 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	+18.0%	+2.2%	-6.1%	-11.1%	+15.3%	+55.0%
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	+15.1%	+8.9%	-12.3%	-17.3%	+3.5%	+59.7%
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	+21.9%	+7.8%	-13.8%	-13.3%	+12.4%	+57.4%
現貨黃金	現貨黃金	-10.7%	-1.6%	-7.5%	-13.9%	-8.4%	+8.0%
美元	美匯指數	+16.6%	-0.5%	+5.3%	+8.3%	+18.5%	+14.6%
歐元	歐元兌美元	-13.1%	+0.8%	-3.3%	-6.3%	-14.5%	-11.4%
英鎊	英鎊兌美元	-15.2%	+2.7%	-5.8%	-8.8%	-16.2%	-11.4%
澳元	澳元兌美元	-11.9%	-0.0%	-8.4%	-9.4%	-14.9%	-7.2%
紐西蘭元	紐元兌美元	-14.8%	+3.8%	-7.4%	-10.0%	-18.9%	-9.3%
加拿大元	加元兌美元	-7.2%	+1.5%	-6.1%	-5.6%	-9.1%	-3.4%
瑞士法郎	瑞郎兌美元	-8.9%	-1.4%	-4.9%	-2.8%	-8.6%	-1.5%
日圓	日圓兌美元	-22.6%	-2.7%	-10.4%	-12.7%	-23.3%	-27.4%
人民幣	境內人民幣兌美元	-13.0%	-2.6%	-7.7%	-9.5%	-12.3%	-3.6%
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	-9.1%	-0.9%	-5.0%	-7.0%	-9.0%	-3.7%

資料來源：彭博、大新銀行，截至2022年10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%	2.25%	2.85%	3.50%	3.75%	0.50%	-0.10%
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10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。