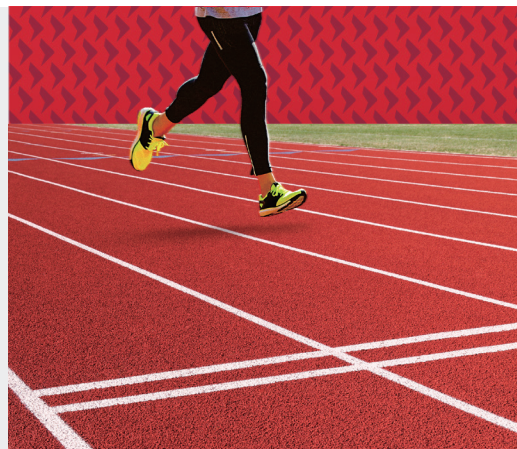


2023年中期展望： 為加息週期結束 作好部署



在2023年初，我們曾撰文表示預計在下半年，聯儲局鷹派政策將接近高峰，通脹亦將見頂。現時環球經濟放緩，意味著在大部分經濟體，加息周期已接近尾聲。

在實施十多年寬鬆貨幣政策後，利率大幅上升，難免導致全球經濟的隱憂逐漸浮現。雖然這將觸發短期市場波動，但有助整頓建基於大量低成本游資的企業及商業模型體系，而這個過程屬長遠正面因素。在市場下行期間，高度多元化的投資組合應表現優秀，而隨後的市場波動長遠可望為主動型投資經理帶來可觀的機遇。

- ▶ 美國經濟衰退的機率上升。中國經濟復甦與已發展經濟體增長放緩背道而馳。
- ▶ 經濟衰退風險升溫，加上全球通脹放緩的趨勢，有望為優質債券及存續期投資提供較有利的環境。
- ▶ 新興市場／亞洲股票方面，市場連番波動，可讓投資者把握機遇，受惠於區內長遠的供應鏈重整及碳轉型主題。
- ▶ 至於新興市場／亞洲債券，風險回報動力持續利好較高評級的債券，因為這類債券的所有年期收益率仍處於高水平，而且相當吸引。
- ▶ 環球增長前景轉遜仍然是投資者面對的主要風險。地緣政治風險方面，爆發台海危機的機率仍然偏低，但我們認為這將帶來深遠影響。

投資影響

主題	理據	方案
利率見頂	通脹壓力減退及環球增長放緩	優質固定收益 長存續期
波幅加劇	地緣政治和借貸成本上升，暴露企業及商業模型的弱點	多元資產投資組合 低波幅投資組合
增長背道而馳	亞洲央行政策不及其他央行進取，加上中國經濟持續復甦，有助提振亞洲增長，與已發展經濟體放緩的情況背道而馳	亞洲投資級別債券 亞洲股票
碳轉型（長遠）	增加基建投資以推動碳轉型，將會為商品蘊藏量龐大的新興市場提供支持	環球新興市場股票
供應鏈重整（長遠）	地緣政治局勢緊張，加上中國在新冠疫情期間實施封鎖政策，促使企業鞏固其供應鏈的穩健性	環球新興市場股票 亞洲股票

宏觀環境：美國經濟衰退的機率上升

十國集團經濟體的增長在2021年第二季見頂後持續減慢。圖1。我們所監察的領先可變因子顯示美國經濟在承受聯儲局緊縮政策的全面影響後，可能在未來六至十二個月步入衰退。近日美國銀行體系震盪，使當地金融狀況收緊的程度進一步加劇。然而，由於家庭及非金融企業的財政狀況相對穩健，即使經濟衰退，也可能幅度輕微。儘管最近美國地區銀行面對挑戰，我們仍然相信這不會對美國銀行體系構成任何系統性風險。

雖然聯儲局通常以量度物價壓力的核心個人消費開支通脹在3月份仍處於4.6%的高水平，但鑑於高基數效應等其他因素，通脹應可於下半年降溫。因此，5月份的加息可能標誌著聯儲局緊縮政策周期結束。儘管如此，我們繼續密切監察美國勞工市場，以注視通脹風險。圖2。

領先可變因子顯示美國可能在六至十二個月內出現經濟衰退。

中國經濟復甦與已發展市場增長放緩背道而馳。然而，隨著回升動力看來逐漸減弱，投資者對中國重啟經濟的樂觀情緒有所降溫。由於預料出口需求仍然疲軟，當地開支（尤其服務業）繼續成為中國經濟復甦的主要推動力。圖3。鑑於中國政府聚焦增長「質量」，看來加推重大刺激經濟政策的可能性不大。通脹仍然溫和，因此市場廣泛預期中國人民銀行實施寬鬆的貨幣政策。

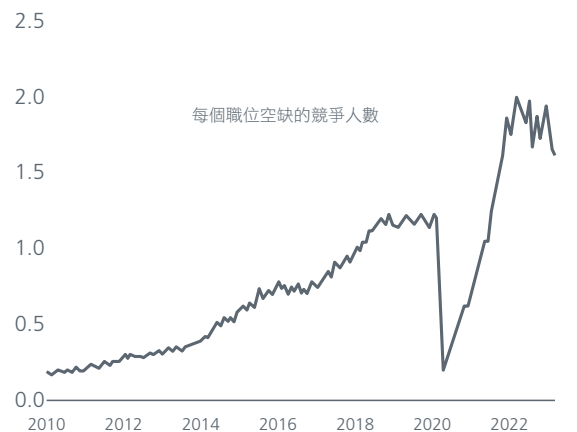
雖然泰國和新加坡應可受惠於中國旅客開支上升，但由消費主導的中國經濟復甦對亞洲其他市場的正面影響將有限。出口疲弱可能使南韓及台灣受壓，即使供應鏈重整應繼續利好

圖1：已發展及新興市場採購經理指數走勢分歧



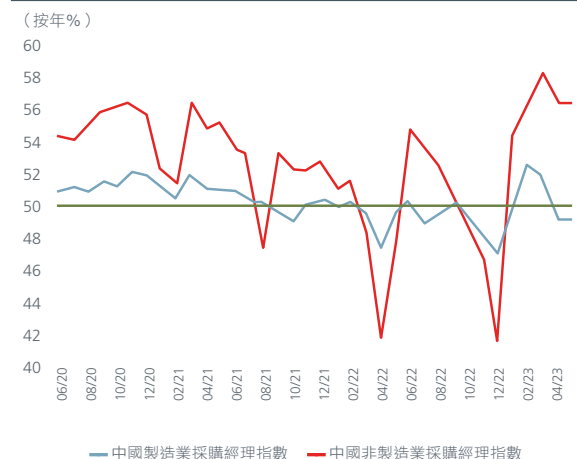
資料來源：Refinitiv Datastream。2023年5月。

圖2：美國勞工市場仍然穩健



資料來源：彭博。2023年5月。

圖3：中國雙速經濟復甦



資料來源：彭博。2023年5月。

東盟和印度。圖4。受惠食品和能源價格升幅放緩，亞洲的通脹壓力較溫和。撇除不可預視的衝擊，亞洲的加息周期看來接近尾聲。

資產配置及貨幣：市場環境較利好債券和美元

環球股票短期內可能仍受惠於尚可的增長環境，但盈利預測向下修定或會構成風險。美國和部分已發展經濟體面臨經濟衰退風險，加上全球通脹放緩的趨勢，可能在下半年為優質債券及存續期投資提供較有利的環境。

圖4：由消費主導的中國經濟復甦並無惠及亞洲



資料來源：彭博。2023年5月。

圖5：資產配置觀點

	3個月觀點			12個月觀點			理據
	偏低比重	中性	偏高比重	偏低比重	中性	偏高比重	
股票			●	●			增長放緩及經濟衰退很可能在中期內推低股市，但獲技術因素支持，未來三個月可望繼續支撐。
10年期政府債券	●					●	由於經濟放緩，市場價格將開始反映減息，在收益率下跌的環境下，帶動債券收益率曲線走斜。
企業債券			●	●			與股票的中期前景一致，我們預期企業債券收益率走高，尤其是高收益債券。
現金		●				●	為未來12個月的避險資產作出配置，使我們中期內繼續對現金持偏高比重。
股票							
美國		●		●			中期對美股持偏高比重，主要源於增長放緩，以及收緊貨幣政策的影響開始展現。
歐洲			●	●			受惠盈利增長持續，歐洲股票短期內可能造好，但明年很可能趨跌，與經濟衰退的走勢相符。
新興市場	●				●		鑑於已發展市場帶動環球經濟衰退，因此中期而言，新興市場股票仍為亮點。
亞太區 (日本除外)			●		●		亞洲股票中期內可能在區間徘徊，因為環球不利因素被中國基本因素改善抵銷。
政府債券							
美國	●					●	由於經濟放緩，市場價格將開始反映減息，在收益率下跌的環境下，帶動債券收益率曲線走斜。
歐洲	●				●		與聯儲局比較，歐洲央行可能維持利率偏高多一段時間，或會繼續導致收益率走高，其後才於下半年回穩。
新加坡		●				●	新加坡的通脹和增長略為放緩，促使新加坡金融管理局暫停收緊政策。
企業債券							
美國高收益債券			●	●			經濟增長和企業盈利放緩使美國高收益債券的前景疲弱，我們預期息差擴闊，但不會達到歷史高位，因為企業的財政狀況看來穩健。
美國投資級別債券	●				●		投資級別信貸可能窄幅上落，因為基本利率下跌抵銷息差升幅。
新興市場			●		●		新興市場央行的立場仍相對溫和，為整體息差提供支持。
亞洲信貸			●		●		由於增長放緩，但減幅不及已發展市場經濟體，亞洲企業債券收益率可能仍然受控。
外匯							
美元	●					●	經濟衰退的市場環境將促使投資者青睞避險貨幣，例如美元。
歐元			●	●			隨著歐洲經濟放緩，歐元兌美元的強勁升勢可能逆轉。
新加坡元		●			●		新加坡的經濟數據看來好淡紛呈，加上新加坡元的估值似乎已達合理水平，使新加坡元的走勢持平。

資料來源：瀚亞投資。多元資產投資組合方案團隊。資產類別觀點截至投資團隊於6月舉行的最新一次每月會議，且不應被視為建議。投資經理可酌情決定更改本文所提供的資料，無需事先通知。

若利率周期見頂，較高收益的新興市場本幣主權債券亦顯得吸引，但投資者需慎選持倉。新興市場方面，市場連番波動，可讓投資者把握機遇，受惠於區內長遠的供應鏈重整及碳轉型主題。經濟衰退的市場環境將促使投資者轉向避險貨幣，如例美元。

新興市場／亞洲股票：各個市場均展現機遇

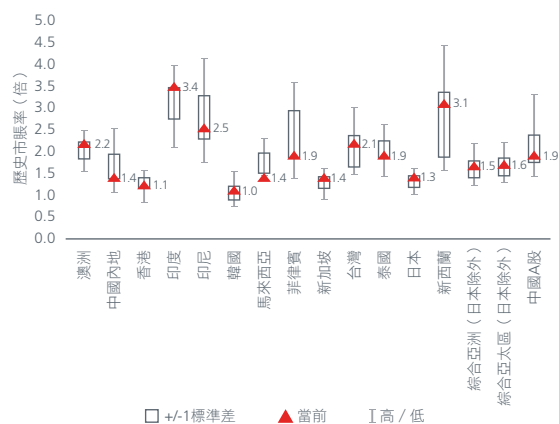
年初至今，受中國市場拖累，亞洲（日本除外）股票表現遜於其他地區。然而，從個別市場來看，受惠於市場對科技業感到樂觀，韓國和台灣股票表現領先；而經濟數據強勁，則帶動印尼股票揚升。區內市場繼續成為亮點，預期增長可望由2022年的3.8%升至今年的4.6%。整體而言，宏觀經濟基本因素穩健及中期盈利動力均利好區內市場，例如供應鏈重整、實體經濟行業的資本開支回升，以及增加減碳和基建開支。

然而，許多亞洲（日本除外）市場的估值仍低於五年平均，而且其於環球指數的比重仍然不足。圖6。估值差距亦意味著，「由下而上」的價值型投資經理可望把握市場仍然存在的龐大機遇。

日本股票在5月創33年高位，主要源於企業盈利強勁，以及市場日益預期企業改革步伐加速，使外國投資者重燃入市意欲。當地疫後經濟重啟、中國經濟和供應鏈復常，以及近日價格上升等利好因素，均提振企業利潤。企業持續重組，繼續提升股東價值。企業盈利和利潤率的長遠升勢維持不變。圖7。從「由下而上」來看，日本股市展現眾多機遇，而且估值相對環球股市仍非常吸引。

盈利預測可能上調，加上投資者資金進一步流入，應可為中國股市提供支持。中國A股市场年內持平²，現時的估值並不昂貴。圖8。我們對中國高端製造業的投資機會仍感到樂觀，包括醫療設備和半導體，因其與中國政府實現科技自主的目標一致。此外，我們也看好新能源、能源存儲及資訊保安等新經濟產業。

圖6：多個亞洲市場仍估值便宜



資料來源：Factset、MSCI、高盛全球經濟、商品和策略研究，截至2023年4月30日。

圖7：日本的企業利潤率持續改善



資料來源：Refinitiv Datastream及財務省，截至2023年3月31日。所有日本註冊企業所屬行業（不包括金融及保險）的當前利潤，以日圓計。

圖8：中國A股市场並不昂貴



資料來源：左：彭博。2023年5月。

印度今年繼續可望成為增長最迅速的主要經濟體。受惠工廠訂單飆升，其製造業採購經理指數在5月創31個月高位。審慎的財政政策立場，加上商品價格回落，應有助維持通脹受控。國際收支平衡數據趨向正面，故預期印度盧比匯價保持穩定。由於印度股市相對其他市場仍然昂貴，因此若要物色該市場最具吸引力的投資機會，慎選持股至為關鍵。年內，印度股市以美元計升1.7%²，而且在最近數月，投資組合的資金流入持續上升。圖9。

新興市場／亞洲債券：風險回報動力利好優質存續期投資

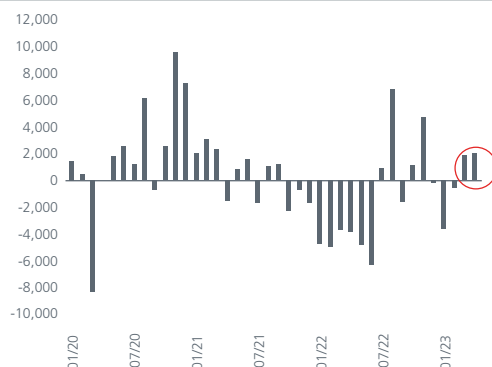
對固定收益來說，2023年是漸入佳境的一年。表現改善的主要原因包括通脹降溫、市場持續憂慮經濟衰退，以及主要央行的加息周期接近尾聲。美國聯儲局暗示若通脹持續放緩，可能暫停加息。亞洲方面，由於在許多市場，通脹已低於預期，貨幣政策周期看來逐漸見頂。圖10。

現時，當地周期壓力看來不大，不足以迫使亞洲央行急於寬鬆周期。雖然美國聯儲局政策對亞洲央行的舉措構成重大影響，但我們預期若風險由通脹轉向經濟衰退，部分亞洲央行將開始寬鬆政策。

在上述市況下，亞洲固定收益表現好淡紛呈，投資級別債券年初至今錄得3.4%³的正回報，而投資級別債券的信貸評級已於2023年第一季回穩，重返疫前水平。另一方面，高收益債券的回報較為受壓，並持續被中國房地產信心疲弱拖累。就實體需求及開發商獲得充足融資而言，中國房地產業復甦仍有一段路要走。高收益債券的信貸評級持續惡化。圖11。利好消息方面，高收益債券違約率自2022年的水平放緩，並預期進一步下降。

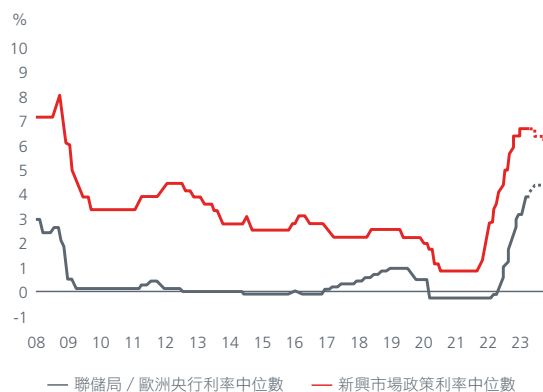
亞洲債券的估值因不同評級而異，相對AAAs和BBBs/BBs級債券，AA和A級債券顯得便宜。我們認為亞洲金融業及個別高收益債券最具價值。面對美國地區銀行壓力，亞洲銀行體系保持穩健。同時，隨著通脹降溫和利率見頂，亞洲當地債券的估值持續改善。具體來說，我們認為就AAA級主權債券而言，新加坡政府債券具吸引力。此外，我們亦看好新加坡元信貸，因其波幅相對偏低，而且信貸基本因素穩定。

圖9：印度股市的投資組合資金流入持續上升（百萬美元）



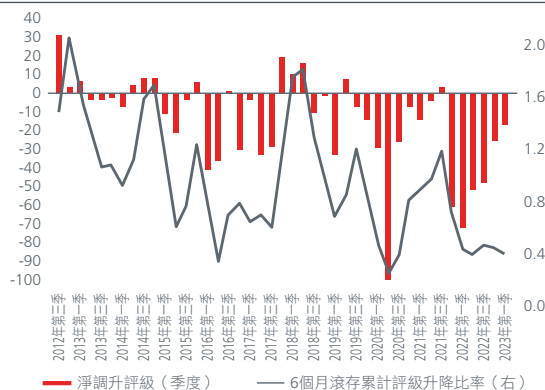
資料來源：國際金融協會。2023年5月。可變因子定義：淨非居民購股（「投資組合股票資金流」），以百萬美元計。以國際收支平衡反映投資組合資金流。

圖10：亞洲貨幣政策周期逐漸見頂



資料來源：德意志銀行、Haver Analytics、Bloomberg Finance LP，2023年5月。

圖11：投資級別債券的評級穩定，但高收益債券持續惡化



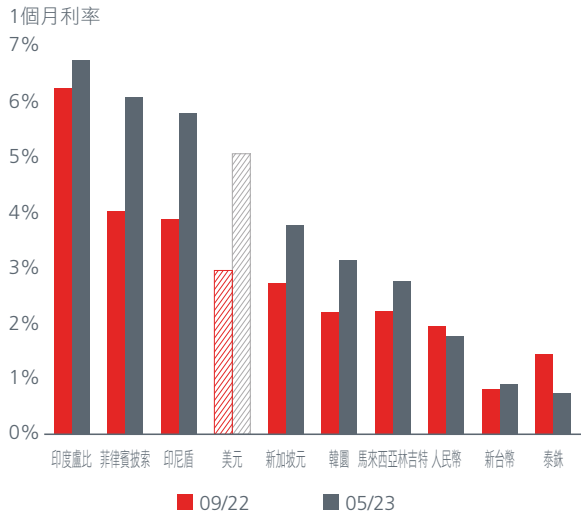
資料來源：穆迪、標準普爾及惠譽評級，2023年3月

亞洲貨幣方面，高美元收益率對投資者持亞洲外匯長倉造成障礙。只有印度盧比、菲律賓披索和印尼盾的收益率稍微偏高。圖12。亞洲貨幣也難以倖免於環球增長前景惡化；在這情況下，高收益的印尼盾和印度盧比很可能表現優於新台幣及泰銖等低收益貨幣。

我們預期亞洲及海灣合作委員會成員國主導新興市場債券回升，並大致偏好主權債券多於企業債券。此外，新興市場（包括亞洲）的2023年／2024年國內生產總值增長預測⁴高於已發展市場，或會鼓勵資金進一步流入新興市場，而非已發展市場，有助新興市場的違約率在未來數年保持溫和。同樣，亞洲的經濟和政策基本因素穩定，加上中國經濟重啟和復甦（儘管進程崎嶇）帶來的利好因素，將繼續支撐亞洲債券需求。技術因素亦正面，因為在2023年亞洲美元新債的淨供應很可能維持不變或下跌。

風險回報動力持續利好較高評級的債券，因為這類債券的所有年期收益率仍處於高水平，而且相當吸引。圖13。基本因素強勁及流動資金和融資充足的高收益債券是潛在的超額回報來源。

圖12：對比美元，只有印度盧比、菲律賓披索及印尼盾的收益率稍微偏高



資料來源：彭博、滙豐，2023年5月。

圖13：亞洲投資級別債券的收益率具吸引力



資料來源：彭博及巴克萊研究，截至2023年4月13日。

資料來源：⁴ 國際貨幣基金組織，2023年4月。

風險：環球增長前景轉遜是投資者面對的主要風險

	機率	負面影響
金融及經濟		
通脹居高不下，維持在高於市場價格所反映的水平	低	高度
中國增長放緩的步伐加速，在國家主義政策環境下，中美晶片戰迫在眉睫	低	中度
能源危機 — 新的可持續投資未能填補舊有骯髒能源投資不足的差距	低	中度
環球經濟衰退 — 全球央行同步收緊貨幣政策的影響浮現	高	高度
地緣政治		
中東政局不穩 — 伊朗威脅沙特或伊拉克石油基建，以轉移當地局勢不穩的視線	中	中度
台海危機風險 — 中國加強國家主義言論，旨在轉移市場對內地增長疲弱的注意力	低	高度
網絡攻擊	中	中度

免責聲明

資料來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司

本文由瀚亞投資（香港）有限公司（「瀚亞香港」）刊發。本文並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。本文所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表將來或有可能達致的表現。瀚亞香港是英國Prudential plc.的全資附屬公司。瀚亞香港和Prudential plc.與一家主要在美國營運的Prudential Financial, Inc.,和在英國成立的M&G plc的附屬公司Prudential Assurance Company,沒有任何關係。

本文及資料在瀚亞投資網站(www.eastspring.com.hk)由瀚亞投資（香港）有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。