

信安香港

2023 年

經濟與資產配置展望

## 信安問與答 — 隧道盡頭曙光乍現



信安香港  
投資策略部主管 陳曉蓉

環球股市能否反彈？[第 2 頁](#)

中國「清零防疫政策」能否放寬？[第 8-9 頁](#)

環球通脹是否已經見頂？[第 3-4 頁](#)

美元會否轉勢？[第 10-11 頁](#)

美國聯儲局能否暫緩加息？[第 5-6 頁](#)

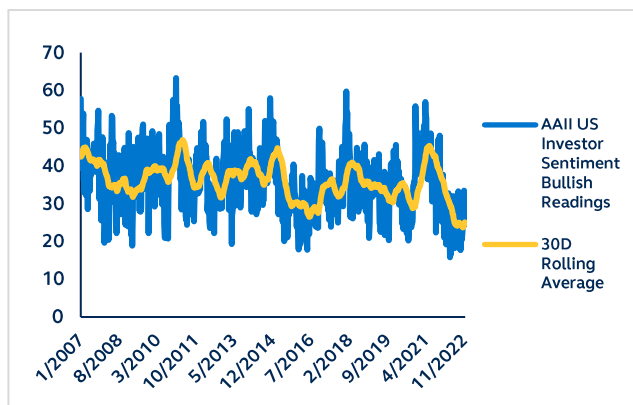
投資者應該如何部署資產？[第 12-13 頁](#)

成熟市場經濟會否同步步入衰退？  
[第 7 頁](#)

# 環球股市能否反彈？

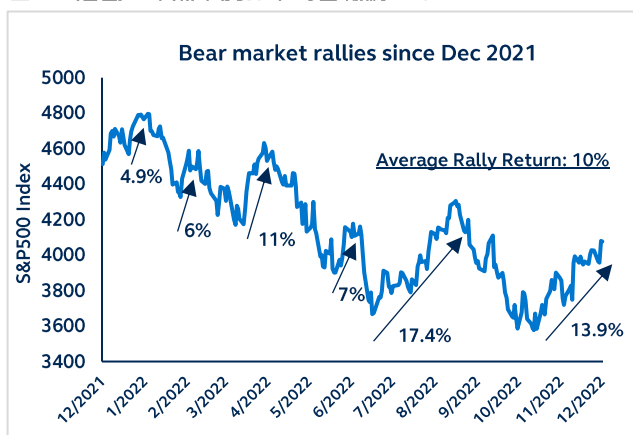
## 風險資產表現或先低後高 關注美國通脹及聯儲局政策

圖 1：散戶情緒相對負面



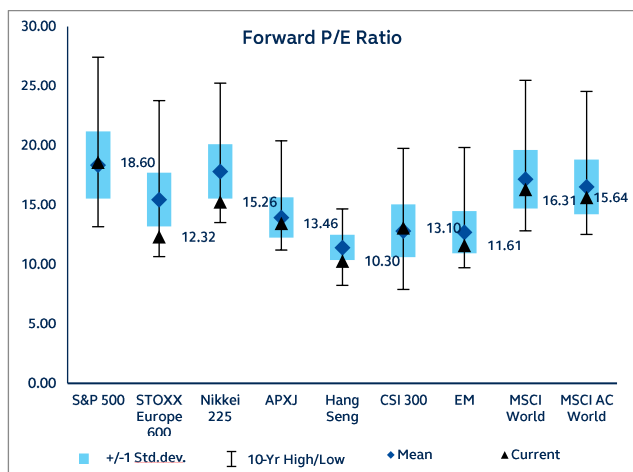
資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2022 年 12 月 1 日。

圖 2：過去一年熊市反彈平均回報約 10%



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2022 年 12 月 1 日。

圖 3：環球股市估值仍相對合理



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2022 年 11 月 30 日。

踏入第四季後，受惠美國通脹放緩及市場對於聯儲局加息預期降溫，在成熟市場帶動下，環球股市曾經出現反彈。2022 年累計，截至十一月底，環球股市依然錄得逾 16% 的跌幅。

2022 年的熊市，最初由通脹恐慌引發，導致估值壓縮。其後，隨著各國央行大舉收緊政策，債券收益率急升，市場恐慌情緒顯著升溫（圖 1），環球股市下半年進一步下挫，股市底部一浪低於一浪（圖 2）。

展望 2023 年，環球經濟增長有機會進一步放緩，企業盈利下調趨勢有機會延伸。不過，股市估值相對合理（圖 3），投資者風險部署偏低；隨著通脹增速加快放緩，環球利率上調周期接近尾聲，環球金融緊張狀況及投資市場情緒有機會好轉，投資者或可考慮於明年上半年逐步重新增加風險部署，股市有機會在盈利見底之前觸底反彈。

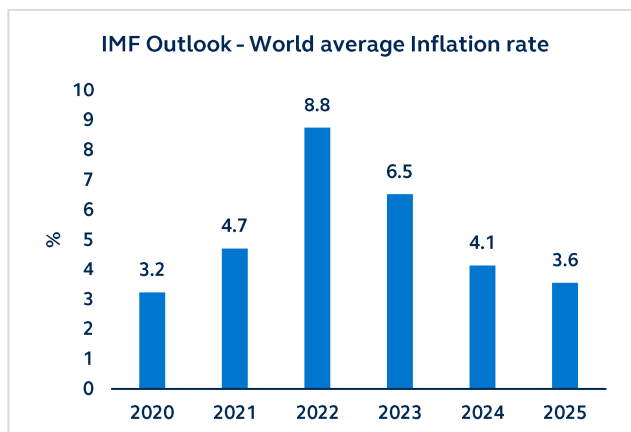
的確，過去兩年影響環球經濟及投資市場的風險因素，例如新冠肺炎疫情及俄烏戰爭等依然未解決，這些因素有機會在 2023 年繼續拖累環球經濟。同一時間，環球央行的緊縮貨幣政策效用將會體現，多個成熟市場經濟有機會步入衰退。這些都是我們面對著的不明朗因素。

因此，短期內，投資者應該繼續關注會影響資產變化的各個不同因素，包括美國通脹走勢及聯儲局利率走向、中國疫情發展及政策方向，以及環球經濟各項指標及地緣政治局勢的發展。整體而言，2023 年上半年投資市場或許仍然波動，但隧道盡頭或將現曙光。

# 環球通脹是否已經見頂？

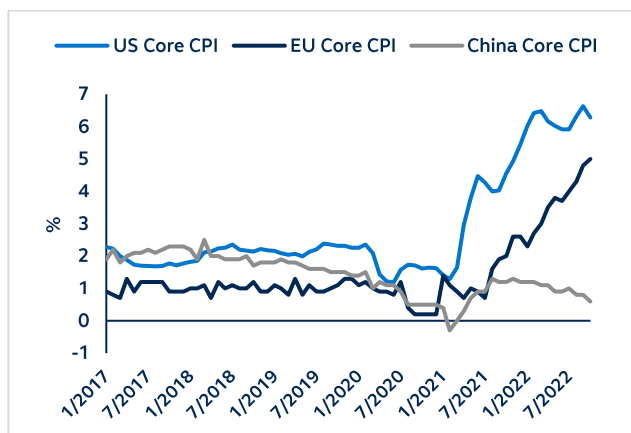
## 環球通脹接近見頂 顯著回落或仍需時

圖 4：國際貨幣基金組織預計未來數年通脹率持續下降



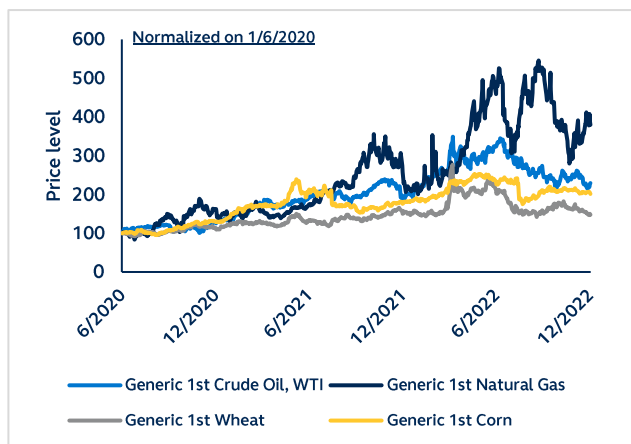
資料來源：國際貨幣基金組織，世界經濟展望數據庫，2022年10月。

圖 5：美國及歐元區核心通脹高企



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至2022年10月31日。

圖 6：能源及食品價格仍處於相對高位



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至2022年12月1日。

隨著環球央行聯手打擊通脹，環球通脹或已非常接近見頂。國際貨幣基金組織十月時預測，環球消費物價 2022 年有機會高見 8.8%，然後逐步在 2023 年回落至 6.5%，2024 年預測進一步下跌至 4.1%（圖 4）。我們認為，環球通脹整體將於 2023 年呈向下趨勢，不過，不同國家/地區的走勢未必一致。

十月份美國的通脹數據為市場帶來驚喜，整體和核心 CPI 意外下跌，分別跌至 7.7%和 6.3%（圖 5）。從核心價格來看，無論是商品抑或服務通脹按月均出現放緩。其中，受惠房價下跌，表現滯後的租金增幅終於開始放緩，這個趨勢有機會持續。縱使十月份的 CPI 數據並沒有從根本上改變通脹的現況，數據似乎確認當地通脹已經見頂並開始回落，2023 年，隨著需求轉弱，失業率上升，美國核心 CPI 料將持續加快向下，並於年底回落至 3%以下水平。

相比之下，歐元區面對的物價壓力依然較大，當地總體和核心通脹目前依然處於歷史高位，在零售汽油及食品價格進一步上升威脅下（圖 6），當地物價短期內有機會維持高企。踏入 2023 年，縱使能源及農產品通脹有機會隨著高基數效應而回落，在相對緊張的勞動力市場及薪酬上升的壓力下，當地物價回落的速度或相對美國緩慢，有機會要到明年中左右才會顯著回落，核心通脹於 2023 年或維持在相對較高水平。

至於亞洲，整體核心通脹情況相對受控。縱使受惠經濟重啟，部分亞洲區國家的通脹風險正在上升，尤其是部分比較依賴能源及食品進口的國家。

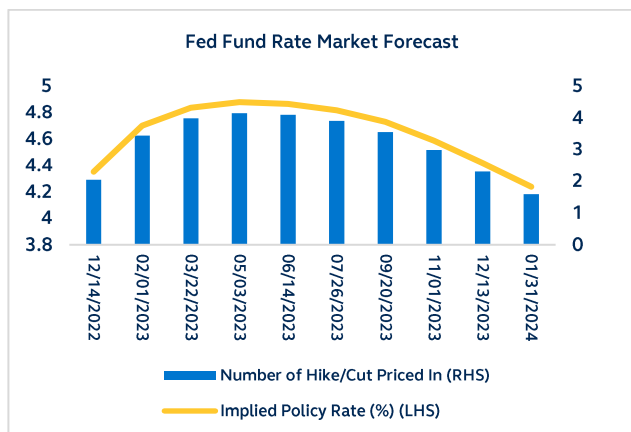
目前，中國國內需求疲弱，整體物價壓力較為溫和，十月份，國內消費物價顯著回落，明顯低於政府全年目標 3% 左右。展望 2023 年，若中國放

寬防疫清零限制，經濟加快復蘇，或有機會拉高自身及區內通脹；不過，礙於成熟市場經濟走勢相對悲觀，對全球通脹走勢的影響或相對有限。

# 美國聯儲局能否暫緩加息？

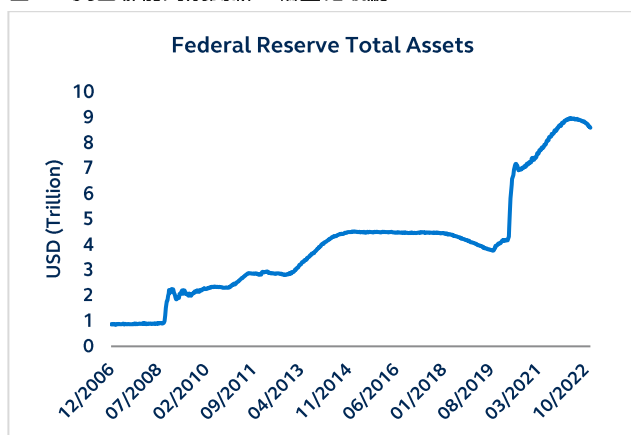
## 聯儲局加息周期或於上半年見頂 2024 年初有機會展開減息

圖 7：市場預計聯儲局明年中旬停止加息



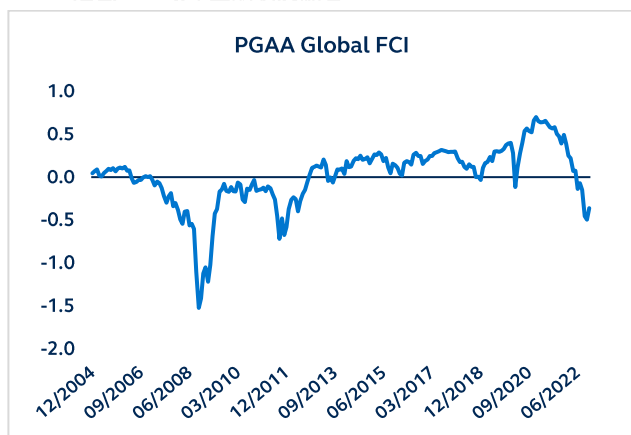
資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2022 年 12 月 1 日。

圖 8：美國聯儲局展開新一輪量化收縮



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2022 年 11 月 30 日。

圖 9：過去一年環球金融狀況顯著收緊



資料來源：Principal Global Asset Allocation，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2022 年 11 月 30 日。

十一月份的議息會議，聯儲局一致決定加息 75 點子，指標利率上限升至 4%。考慮到目前美國的通脹及就業市場情況，聯儲局十二月的議息會議，較大機會加息 50 點子，指標利率或延至明年第一季或第二季才能見頂，並高見 5.25% 水平，未來美國貨幣政策走向依然面對變數。

事實上，聯儲局從來沒有於指標利率低於年度化核心 PCE 通脹的時候暫停加息。過去三個月，美國的平均每月核心 PCE 通脹率介乎 0.3% 至 0.4%，與疫情後時期的平均水平相若。除非核心 PCE 通脹在未來三個月顯著回落，局方才有機會偏離我們目前的假設；否則，聯儲局或有需要將政策利率上限提高至 5% 以上，政策利率才能超越核心 PCE 通脹，到時才能考慮暫緩加息。

對於市場預期聯儲局有機會在 2023 年下半年減息（圖 7），我們認為為時過早。礙於通脹走勢及目前美國經濟韌度，就算聯儲局暫停加息，利率仍較大機會在較長一段時間內維持在限制性區域 (restrictive zone)，直至 2024 年初才有機會展開減息。由於通脹依然為政策重心，除了未必可以過早減息，聯儲局亦未必可以一如以往的衰退周期，大幅度減息 500 個基點，或將指標利率下調至接近零的水平。

除了利率走向，聯儲局九月開始加大量化收縮 (Quantitative Tightening) 力度，每月沽債額度倍增至 950 億美元。聯儲局資產負債表自四月高見 9 萬億美元水平後開始回落，至十一月累計縮減超過 3400 億美元（圖 8）。按照目前步伐，資產負債表有機會在未來一年進一步縮減約一萬億美

元，相當於加息 0.25 厘，計劃有機會提前於明年底結束，資產負債表或回落至 7.5 萬億美元左右。

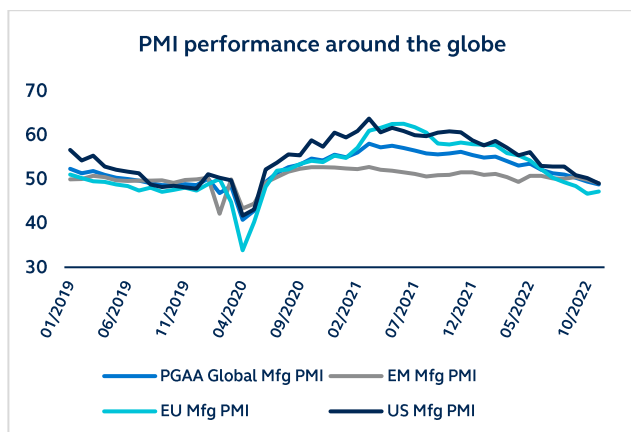
利率上調加上貨幣緊縮以及美元急升，已經導致美國的金融狀況過去一年顯著收緊，重返 2009 年金融海嘯以來的新低。因此，過去一年，成熟市場金融狀況收緊的程度較新興市場大。環球金融

狀況十一月繼續處於 2011 年歐債危機以來最緊張的區域附近，環球央行同步上調利率，已經導致環球金融狀況顯著收緊（圖 9）。在通脹明顯放緩之前，未來金融狀況可能維持相對緊張，或不利部分經濟活動。

# 成熟市場經濟會否同步步入衰退？

## 歐美增長勢頭料轉弱 衰退程度相對溫和

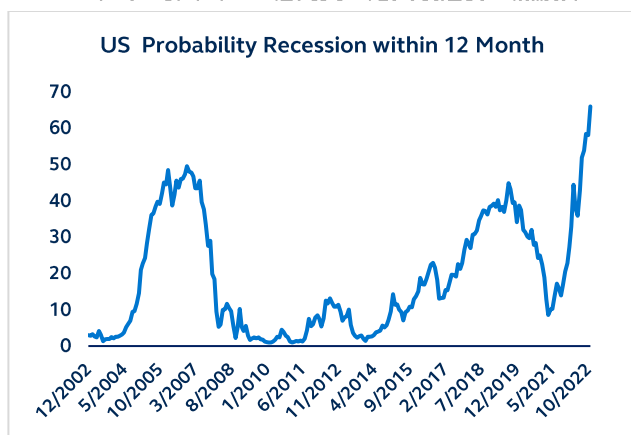
圖 10：環球經濟進入收縮區域



資料來源：Principal Global Asset Allocation，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2022 年 11 月 30 日。

環球經濟數據持續惡化，信安環球製造業 PMI 指數現跌至 50 以下的收縮區域，無論成熟抑或新興市場的 PMI 指數表現均相對疲弱（圖 10）。展望 2023 年，過去九個月貨幣緊縮的成效有待反映，高通脹會繼續影響實質消費開支，尤其是低收入的一群，同一時間，金融狀況維持緊張，房地產活動轉弱，環球經濟較大機會進一步轉差，相比之下，成熟市場經濟增長前景或較新興及發展中經濟疲弱。

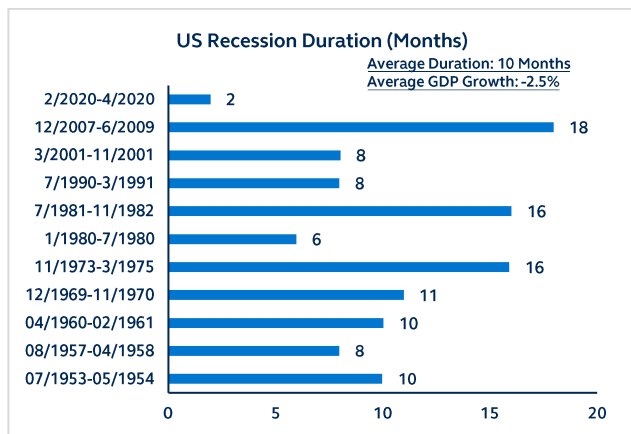
圖 11：市場預計未來 12 個月美國陷入衰退的風險續升



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2022 年 11 月 30 日。

以美國為例，雖然從零售及耐用品訂單等數據量度，目前經濟狀況仍相對穩健，不過，隨著緊縮貨幣政策效用顯現，美國經濟衰退風險或於明年顯著上升（圖 11），美國經濟有機會在明年第三季步入衰退，當季經濟產出或按季錄得約 1% 的負增長，經濟衰退或歷時三個季度。回顧 1950 後美國出現的經濟衰退，平均歷時 10 個月，GDP 增長平均則為負 2.5%（圖 12）。因此，即使美國 2023 年經濟錄得衰退，程度亦遠較過往衰退周期平均、2008 年全球金融危機及 2020 年新冠疫情引發的衰退溫和。

圖 12：美國過去 11 個衰退周期平均持續 10 個月



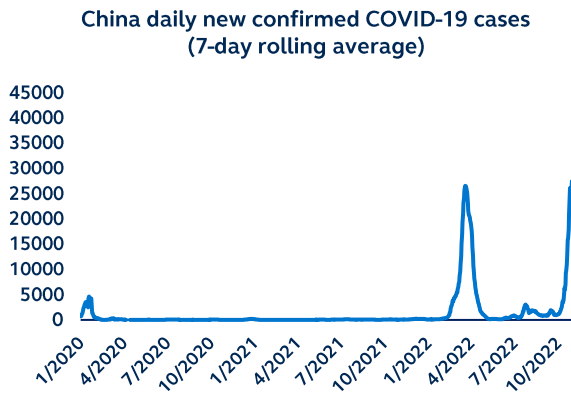
資料來源：彭博，美國國家經濟研究局，信安資金管理(亞洲)有限公司。

歐元區的情況預期更為嚴峻。面對遲遲未解決的俄烏局勢，能源價格高企，通脹處於高水平較長時間，歐洲央行或需進一步較大程度收緊政策，再加上外部需求轉差等多個內外因素，歐元區 PMI 連續 5 個月處於收縮區域，區內經濟較大機會已於今年第四季陷入萎縮，相關趨勢有機會延至明年的第一及第二季度。

# 中國「清零防疫政策」能否放寬？

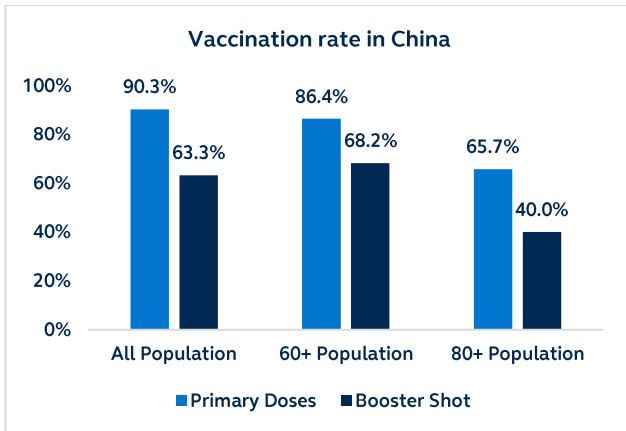
## 政策放寬取決老年人口疫苗接種率 內地經濟增長前景高度不確定

圖 13：中國放寬防疫後新增確診個案急升



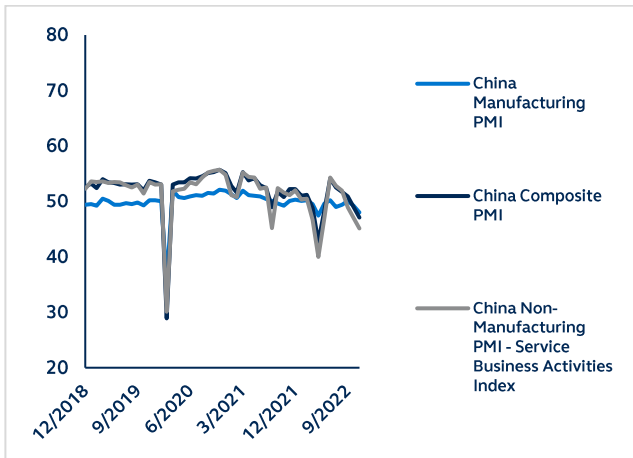
資料來源：Our World In Data，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2022 年 11 月 30 日。

圖 14：中國已接種加強劑人口佔比相對低企



資料來源：中國衛健委，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2022 年 11 月 11 日。

圖 15：中國經濟活動持續收縮



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2022 年 11 月 30 日。

中國明年經濟增長前景依然高度不確定，面對的不明朗因素較多，疫情及相應政策為首要因素。截至十一月底，內地疫情表現反覆。雖然在全球準則，中國每日新增確診數字偏低，不過，數字已突破四月上海封鎖時期的高峰，曾經升至每日接近 4 萬宗（圖 13）；今輪疫情覆蓋的城市已超過 100 個，是 2020 年疫情爆發至今最廣泛，這些地區佔中國超過一半的 GDP 及 90% 的出口。

目前，內地依然有約 32% 及 60% 的 60 歲及 80 歲以上人口未完成加強針疫苗接種（圖 14），面對疫情升溫，中國政府發布方案，目標提升老年人疫苗接種率。疫苗接種率的提高有機會降低死亡率，目前放寬防疫限制最大的障礙，或是醫療系統因為疫情顯著升溫面對的負擔，畢竟內地確診比例非常低，貿然放鬆政策反而有機會加大對內地經濟的威脅。因此，若果老年人口接種比例未來三個月顯著提升，有機會引發中國提早於 2023 年上半年逐步放寬清零防疫限制。

因為疫情再度爆發及相應防疫限制，內地經濟活動進一步轉弱，尤其是服務業，官方服務業採購經理指數十一月跌至 45.1（圖 15）。年底前，內地經濟面對的下行風險有所上升。在疫情受控前，零售市道有機會進一步惡化，房地產行業（無論銷售抑或價格）繼續處於相對低迷狀態；外部需求持續轉弱，工業生產受拖累，內地出口或持續下跌，內地經濟短期難言樂觀。在目前的經濟背景下，全年經濟增長或達 3% 左右。



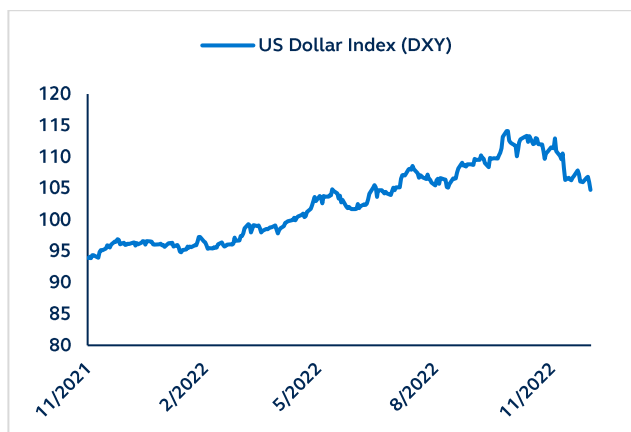
展望2023年，疫情、房地產市場，全球需求等因素依然會影響著中國經濟走向，穩定增長依然是中央政府其中一個重要任務，三月出台的新預算或能提供更大的財政空間；在相對受控的通脹背

景下，中國人民銀行有條件繼續實施較為寬鬆的貨幣政策。整體2023年經濟增速或較2022年改善，惟幅度未必太過顯著，明年經濟增長或介乎4%至5%。

## 美元會否轉勢？

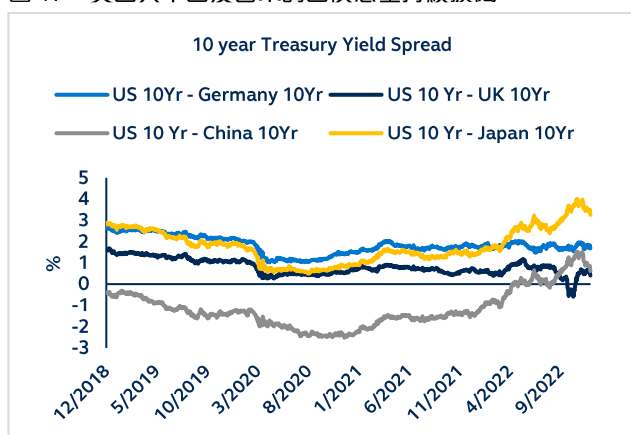
### 美國息差優勢減弱 美匯指數明年或低見 100 以下

圖 16：過去一年美元指數顯著轉強



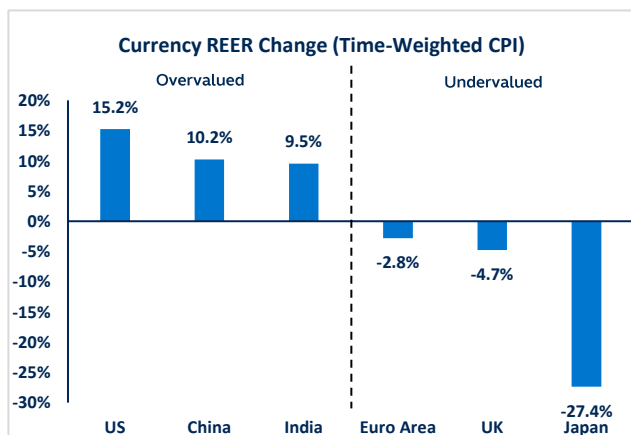
資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2022 年 12 月 1 日。

圖 17：美國與中國及日本的國債息差持續擴闊



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2022 年 12 月 1 日。

圖 18：美元實質匯率上漲以及估值偏高



資料來源：Principal Global Asset Allocation，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2022 年 11 月。

美元的升浪由 2021 年中延至今年九月底，美匯指數從 90 以下升至 114 水平，累升最多約 27%。自從九月底以來，指數從高位回落，一度重返 106 以下，調整幅度一度達 7% 左右（圖 16）。大多數貨幣相對美元回升，第四季度，歐元曾經反彈超過 6%，重返一算以上；日圓亦重返 140 水平。我們傾向認為，美元短期有機會維持波幅上落，直至明年第二季左右再次出現調整。

美元走勢離不開環球經濟走勢，美元息差優勢及風險偏好這三大因素。美元通常在環球經濟放緩的周期表現領先，雖然有不少的國家有機會在 2023 年陷入衰退，一旦通脹再度升溫，環球央行繼續較大程度收緊政策，引發經濟衰退憂慮上升，有機會再次推升美元；不過，相關預期已較大程度反映，同一時間，部分環球經濟領先指標顯示，經濟下跌的速度開始減慢，這個因素有機會在 2023 年引導美元調整。

其次，是聯儲局的政策走向。今年以來，聯儲局大舉加息，幅度拋離其他成熟市場央行，更別說部分維持寬鬆貨幣政策的地方，美國相對其他地方的利率優勢是美元強勢的一個主要原因（圖 17），尤其是當地短期利率的水平，在環球經濟高度不確定之際相當吸引。展望 2023 年，美國通脹或持續見頂回落，聯儲局接近加息周期的尾聲，息差優勢下降，同一時間，利率波幅有機會回落。

因此，若聯儲局暫緩加息，市場避險情緒有機會同步降溫，減低美元避險需求；加上美元估值相對昂貴（圖 18），美元較大機會跟隨美國經濟顯著轉弱而調整，這一系列相關因素有機會拉動美

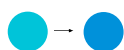
元在2023年進一步回落。目前的主要問題，是這些因素逆轉的時間點。短期內，美元的走勢將取決於聯儲局政策走向與市場預期之間的落差，由於美國目前經濟基調偏向穩健，就業市場維持緊

張，美匯指數有機會從現水平反彈，直至明年下半年重返100以下水平。

# 投資者應該如何部署資產？

## 可考慮減持現金比重 增加債券及另類資產配置

Q1 Outlook	Underweight	Slightly Underweight	Neutral	Slightly Overweight	Overweight
<b>Equities</b>	○	●	●	○	○
- US	○	○	●	○	○
- Eurozone	○	●	○	○	○
- Asia ex-Japan	○	○	●	●	○
- Japan	○	○	●	○	○
- HK	○	○	●	○	○
- China	○	○	●	○	○
<b>Fixed Income</b>	○	○	●	●	○
- Sovereign	○	○	○	●	○
- Investment Grade	○	○	●	○	○
- High Yield	○	●	●	○	○
- Preferred Securities	○	○	○	●	○
<b>Alternative</b>	○	○	○	●	○



表示與前一季相比有改變的看法

展望 2023 年，投資市場有機會維持波動，投資者應繼續專注經濟、通脹、環球金融狀況、市場基本及技術因素，來判斷資產部署方向。

### 經濟及通脹

環球經濟增長勢頭將持續放緩，尤其是成熟市場，高通脹將較大機會持續拖累實質消費，隨著緊縮政策效用體現，歐美經濟明年有機會出現萎縮；亞洲地區經濟前景相對穩健，若中國進一步放寬防疫限制，或拉動區內經濟進一步復蘇。

### 央行政策與金融狀況

環球金融狀況現處超過十年來最緊張區域附近。短期內，金融狀況較大機會維持緊張。不過，隨著通脹見頂回落，成熟市場央行有機會減慢收緊

政策步伐，甚至於明年中前後暫緩加息，市場流動性緊張局面有望紓緩，金融狀況或能改善。

### 市場估值及企業盈利

隨著市場第四季出現反彈，股市估值從低位回升，部分市場重返合理區域，美國標普 500 指數預測市盈率重返十年平均水平，歐洲、日本及香港估值依然位處十年平均值減一個標準差附近。隨著經濟衰退預期升溫，企業盈利增長將繼續面臨相應調整，標普 500 指數企業明年全年盈利較大機會錄得負增長。

2023 年第一季，在資產部署上，投資者可考慮減持現金比重，減少股票的低配，並增加債券及另類資產的配置，或有助分散投資組合風險。

## 債券

由於聯儲局政策利率可能會在限制性區域停留更長的時間，且經濟持續放緩，違約風險可能會適度增加，信用利差有機會從現水平擴闊，投資級別及高收益企業債券看法為中性。不過，實際利率和通脹預期或已見頂，美國較長年期國債利率上行空間相對有限，考慮到投資市場有機會維持波動，在債券部署上，投資者或可分配部分債券部署於成熟市場主權債券。同一時間，投資者可考慮具有息差優勢的債券投資類別，例如同為投資級別的優先證券，或者風險相對較低資產質素較高的短存續期高收益債券。

## 股票

股票部署上，大部分成熟市場面對較高的經濟衰退風險，相反，亞洲受惠經濟重啟，通脹相對受控，若美元強勢逆轉，區內股市有機會受惠。因此，區域上，我們建議輕微低配歐洲，美國、日本、中港股市中性，亞洲股市則輕微看好。至於

板塊，除了能源，我們偏好防守性較高的行業，例如健康護理、必需消費品及公用事業等。此類板塊在經濟下行周期的需求面相對穩定，表現與經濟周期相關度較低。相比起增長股，在市場趨勢明顯逆轉前，價值股的表現有機會持續領先，尤其是財務穩健及具有良好派息紀錄的公司。

## 另類資產

另類資產方面，可考慮能夠作為通脹對沖工具的實質資產，例如環球房地產信託或基建投資，以分散股票投資的風險，同時獲取相對環球股票理想的利息收入。以基建投資為例，由於與經濟關連度較低，加上通常在高通脹時期表現領先，截至十一月的過去一年，環球上市基建企業跑贏整體環球股市約 16%。至於房地產信託，雖然今年至今表現相對落後，不過，隨著息率見頂，加上對比基本資產淨值存在較大折讓，環球房地產信託的表現有機會出現反彈。

## 資料披露

投資涉及風險。本文件中就任何特定基金或產品所提及的過往表現未必可代表相關基金或產品的未來表現，而且本文件中所提及的任何基金或產品的價值可跌亦可升。您於決定投資之前，不應單一依賴本文件。投資回報並無保證，您可能無法取回全部投資本金。當您作出任何投資選擇前，您必須考慮自己可承受風險的程度及財務狀況。

如果您對本文件中提及的某些基金或產品是否適合您（包括那些基金或產品是否符合您的投資目標）有疑問，您必須徵詢法律、財務、稅務、會計及其他專業意見，以確保您作出的任何投資決定切合您的情況及財務狀況，並且選擇適合您的基金及／或產品。

本文件之內容於發佈當日來自被認為是準確及可靠的資訊，但當您查看本文件時，本文件所載資訊可能已不再是真實，準確或完整。本內容僅供參考之用，並不構成要約、招攬或邀請、宣傳、誘使、或任何種類或形式之申述，或訂立任何本文件中所提及的基金及／或產品交易的任何建議或推薦。本文件並無意被視為任何特定投資及或一般市場的預測、研究或投資建議，亦無意被視為預測或保證任何投資表現。本文件之內容並無考慮任何投資者的投資目標、特別需要或財務狀況。您不應將本文件之內容視為一個能依賴的全面性闡述。本文件中所有以任何形式表達的觀點會隨時更改而不另行通知。

在沒有抵觸任何法律規定的前提下，本公司、本公司的任何聯屬公司、或本公司及本公司的任何聯屬公司的任何僱員或任何董事，概不保證及擔保本文件所載資訊的準確性，亦概不對本文件的任何錯誤或遺漏承擔任何責任。

本文件為信安資金管理（亞洲）有限公司所擁有，如未取得信安資金管理（亞洲）有限公司的事先書面同意，任何人士或機構均不可以任何方式及為任何目的修改、複製、傳送、儲存或分發任何內容。

本文件資料由信安資金管理（亞洲）有限公司提供。

本文件並未呈交香港證券及期貨事務監察委員會審核。

本文件由信安資金管理（亞洲）有限公司刊發。

（於 2022 年 12 月 1 日撰寫）