

2023年中期展望：

# 入市機會 何處尋？

在未來數月，我們認為無論是利率的走向還是經濟陷入衰退的可能性，都可能會為投資者帶來更多曲折，因此我們有需要保持靈活，因為機會也可能會隨之出現。投資者應了解接下來有可能發生的事情，以及為隨著市場變化而出現的入市機會做好準備。

# 目錄

---

宏觀展望

恐慌不再 但不穩定  
風險依然存在

---

股票策略

影響力見效的時機

---

固定收益策略

收益吸引 但利率轉向  
不會一帆風順

---

多元資產策略

流動環境中保持靈活

# 2023年中期展望： 入市機會 何處尋？

在未來數月，我們認為無論是利率的走向還是經濟陷入衰退的可能性，都可能會為投資者帶來更多曲折，因此我們有需要保持靈活，因為機會也可能會隨之出現。投資者應了解接下來有可能發生的事情，以及為隨著市場變化而出現的入市機會做好準備。

## 摘要

- 由於通脹依然高企，而且經濟或將陷入衰退，我們認為今年下半年市況將會崎嶇不平，市場尤其要對一些關鍵領域作出期望調整。
- 一個很好的例子是：由於中央銀行仍然未能成功抗擊通脹，可能不得不進一步加息（即使目前暫停加息），然後才能「轉向」較低的利率水平。
- 當經濟增長放緩、央行重新評估利率路徑後，轉折點便可能到來，此時投資者可能要調整風險胃納，以適應市場狀況。
- 當時機來臨時，股票、高收益債券和大宗商品可能會出現潛在的入市機會。投資者可考慮一些具有議價能力、估值合理和享有結構趨勢的公司。
- 對於投資者和企業而言，保持韌性非常重要，因為高利率可能引發金融市場進一步不穩。投資者應保持警惕，並為潛在機會做好準備。

宏觀展望

# 恐慌不再 但不穩定風險依然存在



**Stefan Hofrichter**  
環球經濟與策略  
主管

讓我們先從好消息開始。自2021年底以來，全球供應鏈基本上已重回正常：紐約聯邦儲備銀行的全球供應鏈壓力指數目前正處於歷史低位，假設其他條件不變，這至少應該有助降低商品價格通脹。根據經合組織的數據<sup>1</sup>，環球經濟活動正以接近2.5%的速度前行，儘管數字不算亮麗，但寒冬時的恐慌情緒已經過去。

對投資者來說，過去數月是一段美好的時光：由去年10月至今年6月中旬，環球股市以MSCI世界指數衡量的話，經美國通脹調整後的回報率約為10%。自2023年年初以來，債券收益率亦一直保持穩定，為投資者帶來了正數的名義回報。

那麼，我們是否已回到了「金髮女孩經濟」（Goldilocks）環境，即經濟不冷不熱、有利所有主要資產的市場環境？答案是沒那麼快，我

們認為一些挑戰即將來臨，未來數月市場將有點崎嶇不平：

## 1 通脹依然居高不下

的確，隨著能源價格下跌，整體通脹已經放緩。然而，年化核心通脹（撇除高度波動的能源和食品價格）已經連續幾季徘徊在4%至5%左右，遠高於央行2%的目標（見圖表1）。不論是學術研究或我們的研究均表明<sup>2</sup>，在工資上漲等第二輪效應的影響下，一旦我們身處長期高通脹狀態，通脹往往需要更長時間才能回落。另外值得注意的是，目前央行的利率水平並沒有過於緊縮（如果有緊縮到的話）。鑑於潛在通脹持續高企，我們並不認同市場的樂觀態度——即世界上最重要的中央銀行（美國聯儲局）能夠在今年下半年減息。反之，我們預計美國將進一步加息。事實上，在6月舉行的聯邦公開市場委員會（FOMC）會議上，當局已指出在今年年底之前還會加息兩次。此外，歐洲央行的加息幅度也可能高於目前市場預期。因此，我們認為債券收益率進一步下降的機會有限。

1) Organisation for Economic Cooperation and Development.

2) 資料來源：BIS Papers No 133 The two-regime view of inflation by Claudio Borio et al, March 2023。

圖表 1：核心通脹何時會失去黏性？  
美國通脹，3個月（年度化）



資料來源：安聯投資經濟與策略、彭博。數據截至2023年6月14日。

## 2 我們的基本預測是，今年稍後時間美國和歐洲將陷入經濟衰退。

誠然，高頻數據繼續反映近期經濟活動持續擴張。儘管如此，各種領先指標，包括孳息曲線倒掛、貨幣供應量收縮以及金融周期（衡量樓價和私人市場槓桿率的聯合動態指標）見頂等，仍然符合我們對衰退的預測。以歷史數據來看，每當央行將利率提高到緊縮水平以對抗通脹時，結果往往總是步入衰退。這對投資者來說很重要，因為風險資產通常不是在經濟衰退之前跑贏大市，而是在經濟衰退期間才開始領先。市場共識似乎是，這一次的經濟衰退會相當溫和，但我們並沒有那麼肯定。隨著價格上漲時期的結束，住宅和商業房地產市場見頂，可能會導致經濟放緩的程度比投資者目前預期的更為嚴重。

## 3 金融不穩定的風險依然存在

當然，今年較早前倒閉或須接受救助的美國銀行，似乎都只是屬於個別事件，瑞士信貸也是如此。然而，這些銀行都有一個共通點，就是未能適應自2021年經濟復甦以來私人市場槓桿率大幅攀升、同時利率大幅上升的情況。利率上升不僅影響銀行，也波及非銀行金融機構。國際貨幣基金組織已經一再警告，非流動資產市場——尤其是房地產市場，可能會成為金融不穩定的來源。央行需把金融穩定性考慮在內，使其工作更添複雜。然而直到目前為止，這些金融穩定風險似乎未有左右各大央行對抗通脹的態度。

總而言之，雖然我們預計今年餘下時間內，金融市場不會風平浪靜，但投資者仍可以在不同資產類別中找到良好的入市機會。在股市方面，這可能是在預期經濟放緩期間，企業盈利預期跌至谷底，而即使市場出現負面情緒，股價也會「攀上憂慮之牆」。鑑於我們對經濟增長的展望，以及2022年債券收益率上升，我們預計債券將會取得正回報——當然這沒有任何保證。在這個時期，投資者應靈活行事。

## 股票策略

# 影響力見效 的時機



**Virginie  
Maisonneuve**  
環球股票首席  
投資總監

由於聯儲局對加息採取「暫停鷹派」態度，而在歐洲方面，儘管技術上經濟已處於衰退狀態，但目前歐央行未有暫停加息的跡象。在2023年下半年，投資者可能會面對更多宏觀不明朗因素。

投資者目前的三大主要疑問是：過去12至15個月貨幣政策收緊，對經濟的影響會有多快？我們應該期待一個怎樣的經濟衰退或放緩？在這種情況下，企業如何能維持盈利？

貨幣政策緊縮的滯後效應，通常要12-18個月才能顯現。然而我們可以合理地預期，由於在疫情爆發期間各大央行為市場注入了大量流動性，這些影響可能會遲一點才出現。而且美國經濟表現強韌，也可能會延遲緊縮政策的影響。

揮之不去的通脹，還將影響央行發出鷹派訊號的時間，繼而左右央行未來的行動。因此，

監測通脹數據及其細項趨勢將變得相當重要。整體通脹數據正在放緩，但各國央行希望看到物價更明顯地降溫後才轉向寬鬆政策。在美國，5月份核心通脹（剔除食品和能源價格）按年回落至5.3%，但自去年12月以來並未下降太多。5月份歐元區核心通脹率也回落至5.3%，但仍高於今年初的水平。

由於核心通脹居高不下，因此我們有理由相信即使經濟開始放緩，服務業仍然面對價格壓力。值得注意的是，儘管原材料成本回軟，但很多行業的勞動力成本仍在上漲。例如在今年第一季，歐元區的工資增速升至5.6%（去年第四季為4.8%），這難免引起歐洲中央銀行的擔憂。

因此，雖然投資者可能認為是次加息周期已步入尾聲，並因而鬆一口氣，但在實體經濟中，企業在未來數月仍將受壓。當然，總有一些企業的抵禦能力更強。

## 經濟是放緩抑或衰退？

儘管某些地區的經濟衰退似乎迫在眉睫，但到目前為止，衰退的程度還是難以捉摸。歐洲是個例外，去年第四季和今年第一季度的增長率均為-0.1%，即已經陷入技術性衰退。



在美國和英國，許多經濟指標都在下滑。反映經濟中的貨幣總量的貨幣供應量指標，在近月一直萎縮。而備受關注的商業活動指標——製造業採購經理人指數（PMI），最近也持續下降<sup>1</sup>。

儘管如此，歐盟、美國及英國的失業率仍然處於數十年來的低位，這或會使消費者遲一點才減少支出，而消費者支出收縮是導致經濟衰退的主要因素。由於就業率創下30年新高，而且經合組織預測歐元區今年經濟增長率可達0.9%，歐洲是次的技術性衰退可說是有別尋常。因為當經濟衰退時，通常兩方面的數據都會走弱。

中國經濟在疫情後重新開放，因而在2023年首季出現反彈，但由於其他地區經濟放緩，全球對中國出口的需求下降，導致中國經濟再次回軟。此外，中國也受到環球供應鏈重組的影響，在「中國加一」的趨勢下，企業為了建立更強韌的供應鏈而把業務擴展到中國境外。

我們預計這些壞消息反而會成為中國的好消息，因為當局可能會在下半年繼續為房地產行業和消費者提供支援。當局也重點關注改革，以支持國家工業龍頭企業發展科技創新。不過在短而言，中國經濟增長放緩的確會使全球經濟加劇減速。

## 企業盈利：保存實力為首要

在此情況下，投資者應該如何部署？企業面臨的其中一個重大考驗，是能否在不犧牲銷售的情況下轉嫁上漲的成本。亦即是說，有哪些公司能夠保持利潤？

如果利率長期處於較高水平，「資金再次有成本」這個事實，將導致一些企業陷入困境，因為員工會要求加薪，供應商也會要求加價。儘管如此，在今年首季許多公司的盈利最終卻優於一眾分析師的預期，原因是這些公司早已基於通脹而下調了業績預測。

一些公司更出現「貪婪通脹」（greedflation）的跡象，即是加價幅度甚於通脹水平，因此盈利超出了預期。但這種做法可能不利於銷售，也會影響未來的盈利。我們希望投資於一些擁有真正議價能力的優質公司。全球經濟增長放緩可能會影響企業下半年的業績，但由於企業基本面比市場之前擔心的要好（見圖表2），我們認為市場仍有令人驚喜的上升空間，利好主動選股的投資者。

銀行業所面臨的壓力（尤其是一些受到重點關注的個別銀行），及時提醒了人們一點，就是在加息環境下，各個地區及資產類別所受影響的程度並不平均，因此，投資者不宜採取「一刀切」的視角看待市場。

1) 資料來源: U.S. manufacturing slumps further in May; employment picks up, 路透社, 2023年6月1日; Euro zone business growth slowed in May as factories struggled-PMI, 路透社, 2023年6月6日; UK factory output contracts again in May, 路透社, 2023年6月1日。

## 專注強韌而享有結構性趨勢的企業

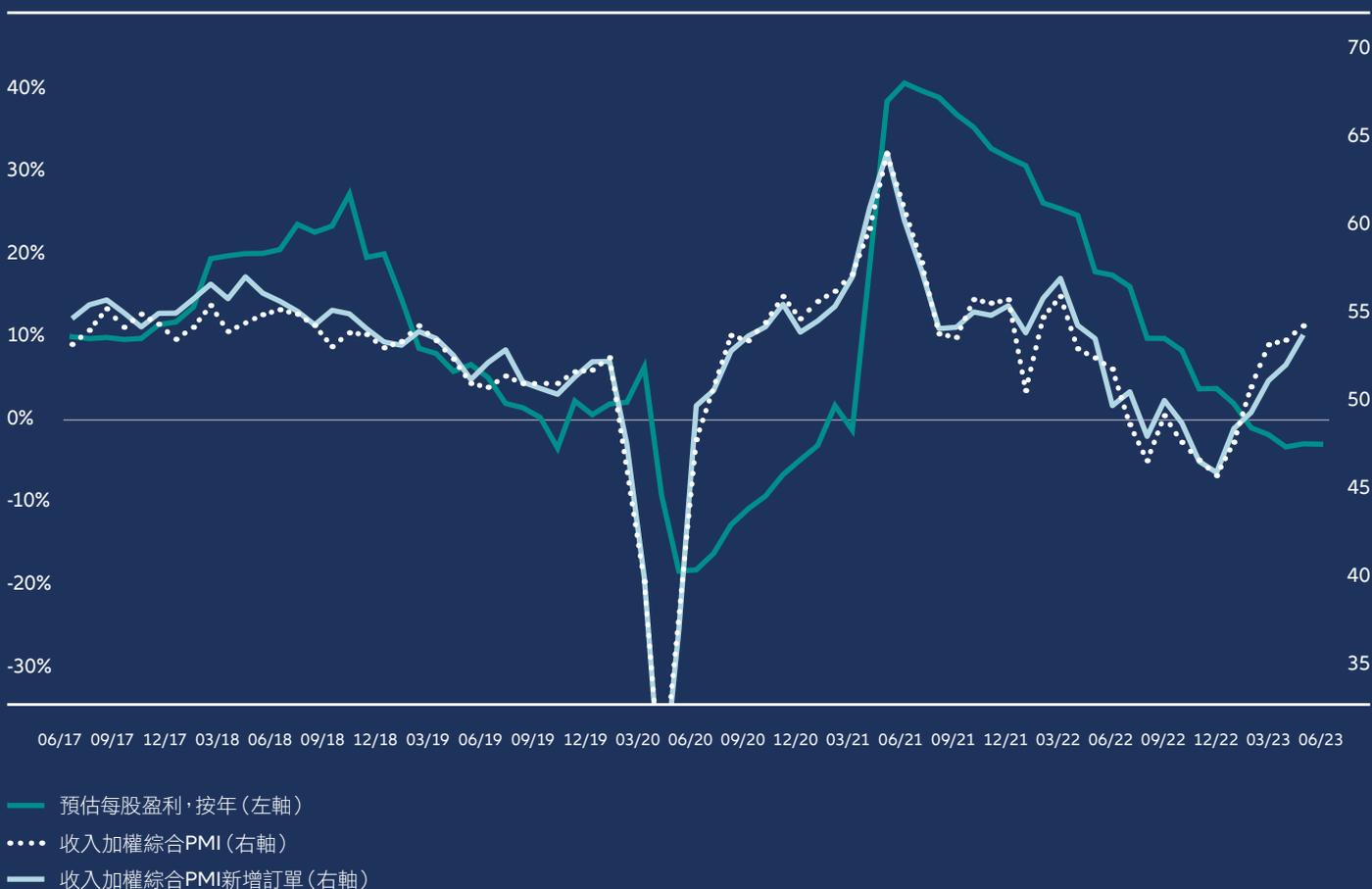
當市場焦點從利率轉向經濟衰退或放緩時，股市可能會波濤再起，特別是考慮到宏觀經濟能見度的變化，盈利預期似乎會失調。

在2023年餘下時間，我們將會聚焦於強韌和享有長期結構性增長的企業。投資者應該為投資組合增強抵禦能力，同時為潛在機會做好準備——例如一些能夠抵禦成本增加和利潤壓力的企業。

投資組合的關鍵，是以合理的估值和長期結構性趨勢為基調，從而建構一個包含各種不同風格的優質企業，重點關注質素、股息和可持續性。

我們認為吸引的主題包括盈利能力佳的科技企業、人工智能企業及個別的工業企業，例如受惠於製造業回流、自動化或氣候解決方案的企業。我們認為，中國的逆周期經濟也將繼續為投資者帶來個別的機遇。

圖表2: 面對盈利下調 哪些公司有更強韌性？



資料來源：安聯投資經濟與策略、路孚特數據。數據截至2023年6月14日。

## 固定收益策略

# 收益吸引 但利率轉向不會 一帆風順



**Franck Dixmier**  
環球固定收益  
投資總監

在2023年下半年，我們將看到增長回軟、通脹見頂回落以及加息周期步入尾聲，這種宏觀環境相信有利固定收益市場。但利率周期的轉折點往往並不平均，而且信貸估值尚未反映經濟增長將會更顯著地放緩，因此我們認為投資者還是要謹慎為上。

踏入下半年，我們認為其中一個重大挑戰，是投資者對全球宏觀前景及貨幣政策去向缺乏信心。各項經濟指標正在惡化，我們預計未來數月更會持續惡化下去。但出乎意外的數據，將會使各大央行行長和投資者對前景蒙上陰影，核心通脹揮之不去，而勞動市場在利率上升的壓力下仍未動搖。因此，我們認為今年固定收益市場仍將波動不定，但這些波動卻有望為投資者提供吸引的入市機會。

我們預計未來數月金融行業將會持續不明朗。然而，我們認為今年早些時候出現的銀行業壓力，不應被視為純粹的個別事件，因為這些事件都反映了一點，就是這次史上其中一次最快的加息周期，揭示了過度槓桿的脆弱性。矽谷銀行、Signature Bank和瑞士信貸銀行都是個別案例，但即使如此，所有風險資產不分好壞都一律遭到拋售。

我們也預計，短期內政府債券（或「利率」）市場將持續波動。鑑於市場觀點存在分歧，從加息到減息的過程很少會風平浪靜——隨著投資者對2023年聯儲局減息的希望減弱，美國兩年期國債收益率近期再次波動，清楚地反映每當貨幣政策作出轉向時，都不會是一帆風順的。

## 深入管理債券存續期

然而，隨著市場對貨幣政策緊縮步伐的預期繼續放緩，且政策利率接近見頂，我們預計利率市場的波動最終平伏下來。因此，我們對政府債券和利率存續期開始抱正面看法，尤其是更

早踏入緊縮周期的美國。短期內，由於聯儲局不願在通脹仍高於目標時減息，美國孳息曲線的前端仍然脆弱，但在未來3到6個月，我們認為美國7-10年期國債或者值得考慮。

至於在歐元區和英國方面，我們對於長存續期債券則更加謹慎。歐洲央行和英倫銀行可能仍未停止加息，但在環球經濟放緩的情況下，歐、英兩大央行能把利率提高到甚麼程度，實在是一大疑問。一般來說，我們認為最具價值的政府債券市場，是那些在整個孳息曲線上均具有吸引「實際」收益率（即扣除通脹後的利息回報）、以及其加息周期已被充分反映出來的市場。因此，有吸引力的市場包括美國、紐西蘭、墨西哥和巴西，而收益率曲線更陡的歐洲外圍國家也浮現機會。

### 盈利關鍵 經濟放緩並未完全反映

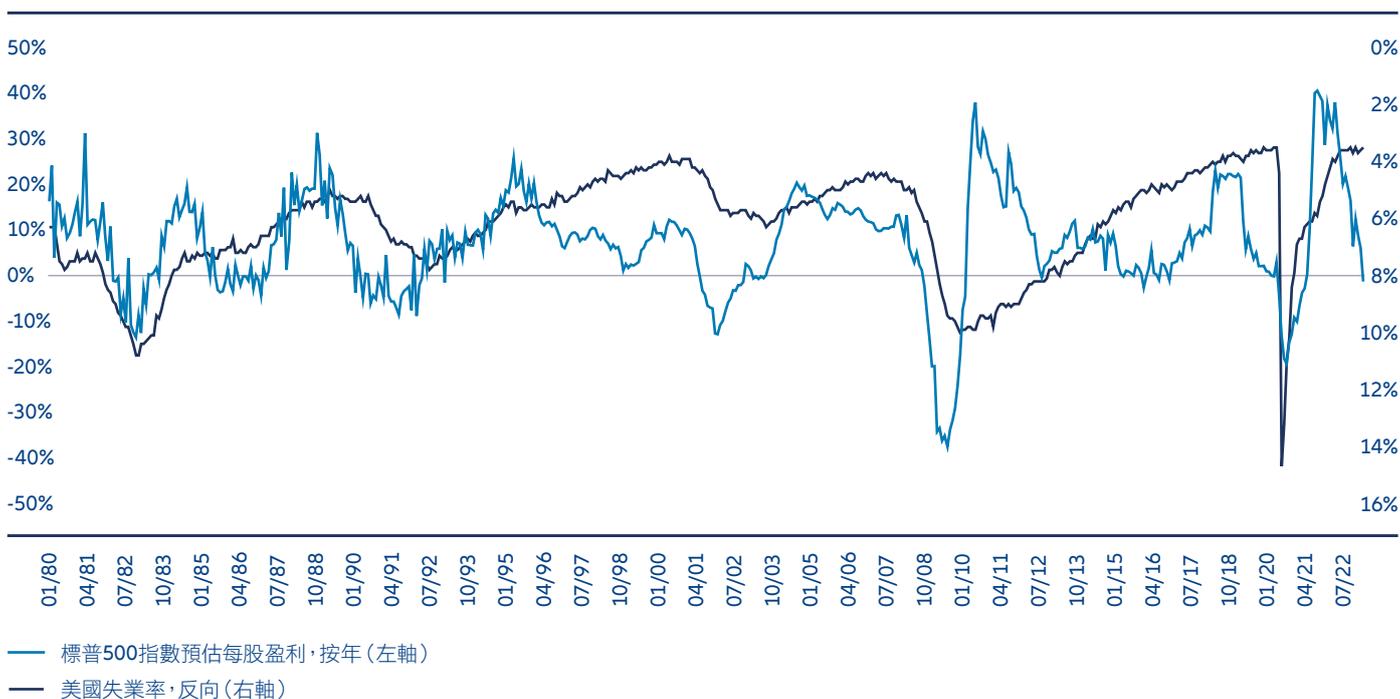
在信貸（即企業債券和其他非政府證券）方面，我們認為目前估值並未完全反映未來增長有可能會更顯著地放緩。雖然基本面優於預期——尤其優於2022年底時的市場情緒，但信貸質素可能很快就見頂。投資者

應繼續關注公司盈利（見圖表3），找出更具韌性的行業和企業，因為較高的融資成本和較慢的盈利增長，將會使一些實力較弱的企業資產負債表受壓。

因此，儘管我們仍然持重信貸，因為總收益率（即基礎利率加上信貸息差）提供了吸引的息差機會，這將為潛在波動提供一定的緩衝，但行事相當謹慎。鑑於宏觀前景起伏不定，我們將聚焦於擁有更穩健資產負債表（和充足收益率）的投資級別企業，而非信貸級別較低的企業。然而倘若一些高收益債券進一步遭到拋售，我們也準備好承擔更多風險尋找入市機會（但只是挑選個別機會），特別是在B級債券方面，如果基本面繼續好於預期，這些債券是潛在的對沖工具。

在金融業方面，我們認為美國區域銀行業依然穩健，出現大量倒閉的可能性很低。我們仍然持重一些具有系統重要性的歐洲和美國銀行，原因是這些銀行的資本充裕，融資和收入也相當多元化。

圖表3：盈利下降往往會刺激失業率上升，但甚麼時候才會發生？



資料來源：安聯投資、標普全球、美國勞工統計局。數據截至2022年12月。

多元資產策略

# 流動環境中 保持靈活



**Gregor MA Hirt**  
環球多元資產  
投資總監

即使市場存在眾多不明朗因素，衰退風險也很明顯，但今年以來市場表現一直相當強韌。其中一種解釋，可能是2022年災難之後的「均值回歸」，以及機構投資者在冬季時的部署過於謹慎。儘管如此，各大央行行長能否在不破壞經濟的情況下控制通脹，仍是未知之數。銀行體系壓力增加及金融市場不穩，都是一些早期跡象，反映激進加息已經影響到整個生態系統。

一如預期，繼去年罕有地表現欠佳後，今年債券和股票市場出現了更多轉向。2023年迄今為止，全球股票和定息收益市場均錄得正回報，以絕對值來看，平衡的多元資產投資組合表現良好。那麼在下半年，投資者應該如何布局？

## 股票浮現潛在價值

在主要資產類別中，我們對於多元資產投資組合中的股票看法最為正面。我們的量化和倉位訊號非常有支持性，但由於未來可能會再現波動，我們會小心選擇：

- **新興市場** — 新興市場在年初至今表現走弱，如今成為我們多元資產投資組合中環球股票中相對價值的首選之一。我們認為新興市場的估值吸引，亦可受惠於美元回軟。中國這個世界第二大經濟體在疫後重啟經濟，加上政府實行支持政策，將有助提振整體新興市場情緒。
- **歐洲** — 企業盈利數據反映，歐洲企業即使在經濟停滯時仍然有強韌的表現。歐洲前景還取決於歐洲央行的加息幅度，若加息超出市場預期，或會為市場帶來新一輪阻力。
- **日本** — 日本央行的超寬鬆貨幣政策，帶動日本股市大升，成為近期表現最佳的股市之一。日本市場受惠於吸引的估值和海外的資金流入。但如果事情如我們預期，日本央行新任行長植田和男會在今年夏天調整政府債券收益率的控



制措施，那麼投資者可能需準備好審視其倉位部署，此舉可能會引發日本股票市場波動。

在美國，經濟衰退陰霾揮之不去，而且股市估值過高，均為部分市場帶來壓力。銀行業如有任何新出現的壓力跡象，都會使市場相當敏感，但目前市場對美國區域銀行健康狀況的擔憂已經消退。人工智能（AI）應用和相關組件的收入預測大幅提高，提振美國大型科技股表現。人工智能對企業收入的實際影響仍有待體現，但這個新興趨勢對股市的影響力實在不容低估。

### 定息收益——利率正在轉向

在一個平衡的多元資產投資組合中，我們認為未來數月固定收益的前景有望變得更加正面。

一旦各國央行的貨幣緊縮周期步入尾聲、收益率上升，主權定息收益可能會變得更具吸引力。我們在美國國債中便看到了這種現象，由於市場預期聯儲局即將結束加息周期，刺激短期利率飆升。美國經濟有回軟跡象，加上近期美國地區銀行引起的擔憂，均促使投資者憧憬聯儲局「轉向」——即貨幣政策方向從緊縮轉

向寬鬆。但如上所述，我們認為這種預期可能為時尚早。

由於歐洲央行可能進一步收緊貨幣政策，我們對歐洲政府債券持輕微防守態度。在美元調整和中國增長的前景下，投資者或會把新興市場主權債券視為一種多元分散的工具。正當其他地區因增長疲弱而減少對全球大宗商品的需求時，中國的經濟增長將有可發揮部分抵銷作用：

- **銅** — 從電動車充電站到石油鑽井平台，銅的用途可謂非常龐大，研究員預測未來銅供應將會短缺。然而在未來幾個月，我們認為銅價可能仍有進一步下調的空間。
- **黃金** — 實際收益率下降和央行增加黃金儲備，為金價提供了支持（見圖表4）。由於通脹持續、地緣政治風險高企，貴金屬或許仍具吸引力，但我們暫時按兵不動，並靜待更好的入市時機。
- **石油** — 我們認為市場低估了最近石油輸出國組織<sup>1</sup>減產的影響，這次減產足可以與2008年金融危機需求崩壞的影響比較。油組還發出明確訊號，表示不會容忍賤價賣油。

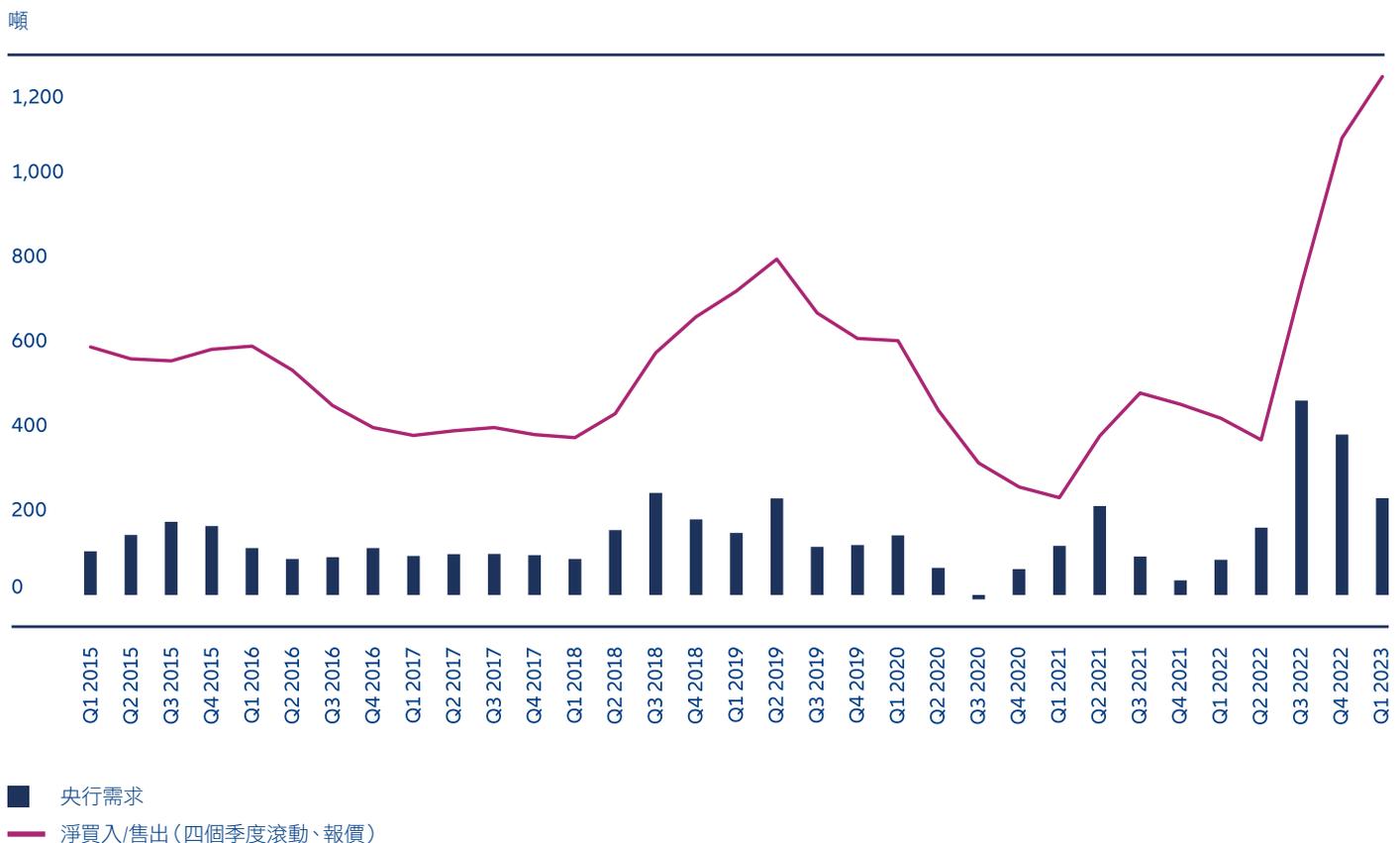
## 美元走勢 是所有投資的關鍵

未來數月的一大關鍵是美元去向。去年人民幣兌一籃子貨幣觸及20年來的高位，此後便開始回落。投資者認為聯儲局已按計劃把利率上調至足夠的程度，而歐洲則可能會進一步加息。估值支撐歐元等其他主要貨幣走勢。但隨著市場日益擔憂環球陷入衰退，美元可能會維持其避險地位。

基於估值和避險情緒，我們一直看好日圓前景。我們預計，如果日本央行結束孳息曲線控制措施，那麼日圓將會轉強。

整體而言，我們的多元資產前景，傾向靈活地從風險資產中尋找機會，同時管理迫在眉睫的衰退和利率走高的風險。

圖表4：各國央行搶購黃金，但黃金的避險地位能維持多久？



資料來源：Metal Focus, 路孚特GFMS, 世界黃金協會。數據截至2023年3月31日。

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供或邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。

投資涉及風險，尤其是投資於新興及發展中市場所附帶之風險。過往表現並非未來表現的指引。投資者在投資之前應細閱銷售文件，瞭解基金詳情包括風險因素。本文件及網站並未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。發行人為安聯環球投資亞太有限公司。

安聯環球投資亞太有限公司（香港金鐘道88號太古廣場二座32樓）是基金香港代表並受香港證券及期貨事務監察委員會（香港鰂魚涌華蘭路18號港島東中心54樓）監管。

Admaster 2981882