



低估風險？

投資事件 | 2023 年 12 月 15 日



聯儲局帶動了全線升勢

眾多風險資產和債券自 10 月底以來顯著上升，升勢在聯邦儲備局 12 月政策會議後加快。雖然聯儲局維持政策不變，但對經濟預測的調整利好市場。當局上調短期經濟增長、下調未來數年的通脹，並繼續預測失業率有限度上升。重點是，聯儲局取消了先前對在本周期再加息 25 個基點的預期，並把 2024 年底聯邦基金利率水平下調 50 個基點至 4.60%，即意味明年政策放寬幅度為 75 個基點。

會議前夕，市場預期聯儲局 2024 年將減息約 110 個基點。雖然聯儲局的預測只是放寬 75 個基點，但市場其後開始預期明年將減息約 150 個基點。

終究來說，市場的關注點是當局預測所反映的一個簡單訊息——政策利率似乎已經見頂，下一步行動大有可能是減息。市場似乎未有重視主席鮑威爾的一些細微言論，包括他表示聯邦公開市場委員會（FOMC）仍需要看到更多證據顯示通脹可持續降至 2.0%，才會放寬政策。

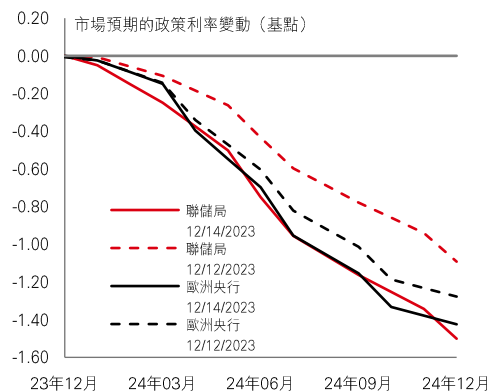
聯邦基金利率下一步較有可能是減息（而非加息）的訊號，加上宏觀預測增長穩健、勞動市場強勁和通脹回落至目標水平，均進一步帶動了近期的「全線升勢」。美國國庫券息率急跌，兩年期息率跌約 40 個基點，而十年期息率跌約 30 個基點。美股亦表現強勁，標普 500 指數升至近兩年來的高位。

歐洲央行和英國央行與市場預期相反

歐洲央行表達的訊息較為複雜。當局下調 2023 年和 2024 年的增長和通脹預測，但指「區內物價壓力仍然高企，主因是單位勞動成本急增」。行長拉加德在記者會上指出，管理委員會需要見到更多證據確認工資增長及邊際利潤放緩，才有信心通脹可持續步向 2% 的目標。拉加德亦強調，歐洲央行未有討論未來的減息行動（有別於 FOMC），其預測也是以高於現行市場預期的利率水平為基礎。

歐洲央行亦宣佈改變資產負債表政策。具體而言，當局將在 2024 年下半年開始把疫情緊急購買計劃(PEPP)下的債券持倉每月減少 75 億歐元，並在 2024 年底完全停止 PEPP 的再投資。先前，歐洲央行曾表示會全數再投資到期債券至最少 2024 年底。行長拉加德嘗試把聲明與利率政策預期區分，表示改變 PEPP 為「獨立」做法，且屬「次要」行動。因此，歐洲央行似乎願意繼續逐步令資產負債表規模正常化，並在某個時候開始減息。

圖 1：市場價格反映的聯儲局和歐洲央行政策預期



資料來源：彭博、滙豐投資管理，截至 2023 年 12 月 14 日

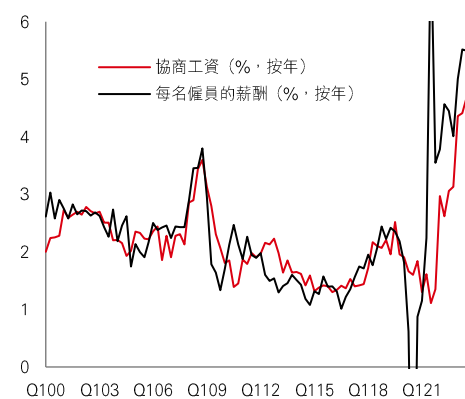
聯儲局因應通脹可能進一步改善而改變加息傾向，轉為預期在 2024 年減息。債券和股票上揚

市場價格反映環球經濟可望「軟著陸」的預期，但政策緊縮的全面影響尚未浮現，增長風險可能被低估

我們的觀點：

我們的觀點是現階段宜就投資組合採取防守性部署。經濟轉弱和通脹回落應可支持政府債券，但不利股票

圖 2：歐元區工資增長



Q1=第一季。資料來源：Macrobond、歐盟統計局、滙豐投資管理，截至 2023 年 12 月 14 日

關注我們：

LinkedIn:
[HSBC Asset Management](#)

網站:
[assetmanagement.hsbc.com](#)

英國央行的鷹派程度是三大央行之中最高，這跟英國通脹和工資增長進度緩慢的情況吻合。在九名貨幣政策委員會成員之中，有三名繼續投票支持加息 25 個基點，而在支持維持政策不變的六名成員之中，大部分指「現時斷定服務業價格通脹和工資增長穩步回落仍然言之尚早」。正因如此，市場預期英國央行明年的政策寬鬆幅度（約 100 個基點）較聯儲局或歐洲央行（約 150 個基點）為低。

市場價格反映完美情景

三大央行之中，聯儲局已明顯轉向、歐洲央行正步入轉向，而英國央行則步伐落後。隨着通脹前景有改善和央行言論改變（尤其是聯儲局），意味市場進一步憧憬軟著陸的前景。然而，要實現通脹平穩回落而不帶來痛楚的「黃金路徑」並不是易事。

通脹由 3% 降至 2%，會較由逾 5% 降至 3% 更加困難，因為屆時勞動市場會逐漸受到影響。大西洋兩岸的工資增長，尚未降至符合基本通脹持續企穩約 2.0% 的水平；因此，勞動力的需求和供應可能需要進一步重新平衡。美國方面，鑑於參與率目前高於趨勢水平，完全透過供給來達到目標的可能性不大，而一些勞動市場領先指標已顯示明年就業增長將進一步回軟。廣泛而言，美國息率曲線仍然嚴重倒掛，而信貸狀況緊張。

歐洲方面，經濟已經陷入停滯或收縮。雖然市場似乎寄望通脹下降可重振消費開支和整體增長，但貨幣和信貸數據卻指向相反方向。此外，貨幣政策的作用具有滯後性，我們目前尚未完全感受到本周期政策快速收緊造成的影響。

因此，市場繼續憧憬著美好情景，但衰退風險似乎高於市場所預期。

投資啟示

各經濟體似乎正邁向「黃金路徑」，尤其是美國，但風險仍然極高。隨著貨幣政策「長期及可變的滯後作用」開始顯現，原先顯示「軟著陸」的宏觀數據可能會變成「硬著陸」。

目前的重大危機是市場價格已完全反映「軟著陸」情景，這代表宏觀經濟和企業利潤可以出現失望的空間甚小。

我們的核心市場情景仍以「防守型增長」為中心，重視質素和小心篩選股票和信貸。我們也建議採取「智慧型多元化」策略，包括將系統化方針納入主題分配或新興市場部署。我們認為新興市場資產可受惠於良好估值、增長相對強勁及央行較聯儲局更早減息。

整體而言，2023 年標誌著紛亂的環境及反覆不定的市況。我們認為這情況可能持續至 2024 年，投資者將需繼續致力應付宏觀經濟和投資市場的「新常態」。在這種環境下保持靈活和主動將可發揮作用。

圖 3：美國就業增長



資料來源：Macrobond、美國經濟諮商會和勞工統計局、滙豐投資管理，截至 2023 年 12 月 14 日

重要資訊

投資價值及所得收益可升亦可跌，投資者有機會未能取回投資本金。本文件所載之過去業績並不代表將來的表現。本文件所載之任何預測、估計及模擬均不應被視為將來表現的指標。任何涉及海外市場的投資，均有機會受到匯率兌換所影響而令投資價值上升或下跌。與已發展市場相比，新興市場投資涉及較高風險，而且較為波動。新興市場經濟體系一般大為依賴國際貿易，同時或會繼續受到貿易關卡、外匯管制、相對其他貨幣訂立的管制性調整，以及由貿易國訂立或提出的其他保護性措施所帶來的負面影響。而此等經濟體系亦會或繼續受到其他貿易國的經濟狀況的負面影響。互惠基金投資涉及市場風險，請細閱相關的文件。

無論基於任何原因，本文件所載之部分或全部內容均不得複製或進一步發放予任何人士或實體。所有未經允許之複製或使用本文件，均屬使用者的責任，並有機會引致法律訴訟。本文件只提供一般性資料，文件內所載的觀點，不應被視為出售或購入投資產品的意見或建議。文件內所載的部分陳述可能會被視為前瞻性陳述，並提供目前預測或未來的事件預估。相關的前瞻性陳述對未來表現或事件概不作出保證，並涉及風險及不確定性。基於多項因素，實際結果可能與相關前瞻性陳述大不相同。我們對更新本文件內的前瞻性陳述，或對提供實際結果與前瞻性陳述的預測不同的原因，不作出任何承諾。本文件並無契約效力，在任何情況下，於任何司法管轄範圍內均不應被視為促銷或建議購入或出售任何金融工具，如此等建議並不合法。本文件所載之內容只反映滙豐投資管理於製作本文件時之觀點及意見，並會不時轉變。這些觀點並不一定代表目前的投資組合分布。滙豐投資管理所管理的個別投資組合主要反映個別客戶的目標、風險取向、投資期限及市場流動性。

我們對於任何第三方資料的準確性及／或完整性所引致的損失概不負責。有關資料乃取自我們相信可靠的來源，然而我們並無作出獨立查證。

投資涉及風險。過去表現不代表未來表現。請參閱發售文件以了解包括風險因素在內的更多詳情。此文件並未經證券及期貨事務監察委員會批閱。

滙豐投資管理是滙豐集團資產管理業務的公司名稱。於香港，本文件由 HSBC Global Asset Management (Hong Kong) Limited（滙豐環球投資管理（香港）有限公司）刊發。

版權 © HSBC Global Asset Management (Hong Kong) Limited（滙豐環球投資管理（香港）有限公司）2023。版權所有。在未得到滙豐環球投資管理（香港）有限公司書面同意前，不得將本文件內容複製、儲存於檢索系統，或以任何形式或任何方法，包括電子、機械、影印、錄音或其他方式發放。