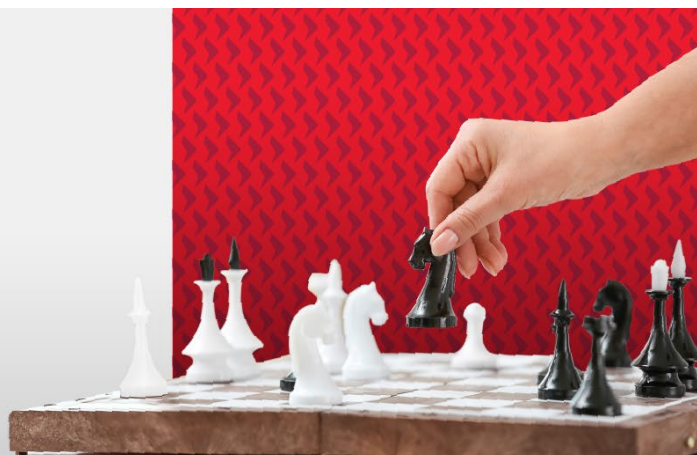


2022 年中市場展望

通脹。衰退。 地緣政治局勢。

投資者是否需改變策略？



隨著市場重振，經濟刺激措施的實施及通脹高企，各種風險亦隨之而來，令經濟趨勢變幻莫測。瀚亞投資首席投資官馬浩德(Bill Maldonado)認為，投資策略不可滿足於現狀，而應幫助投資者保持靈活性，能夠隨時把握機遇。

宏觀層面：儘管存在流動性緊縮及供應衝擊，經濟重啟可為全球增長提供支持。

1. 您對全球經濟有何展望？央行採取緊縮措施是否會帶來衰退風險？

除中國的清零政策(見圖1)之外，全球增長環境將繼續受現有多重障礙影響(如俄烏危機、各國央行的強硬立場、孳息率上升、供應衝擊等)。

美國方面，我們認為消費前景好壞參半，一方面實際數據顯示消費開支似乎仍具彈性(如被壓抑需求、2.3萬億美元過量儲蓄、家庭負債佔可支配收入比重下降等)，然而另一方面，調查問卷結果預示前景黯淡。我們注意到美國零售業巨頭Target及Walmart近來季度盈利低於預估。與此同時，歐洲受俄烏危機導致的供應中斷影響最為嚴重，因而在近期內面臨更高的滯脹風險。

我們認為以美國為主的已發展市場經濟體仍處於向「經濟週期晚期」過渡的時期，因此要斷言出現衰退可能為時尚早。美國聯儲局(「聯儲局」)將對抗通脹放在提振短期增

長之前，故存在加息幅度限制增長導致美國陷入衰退的風險。新興市場經濟體前景則更複雜。亞洲新興市場倚賴中國的增長軌跡，而其他新興市場面臨美元走強及供應中斷造成的進口通脹影響。

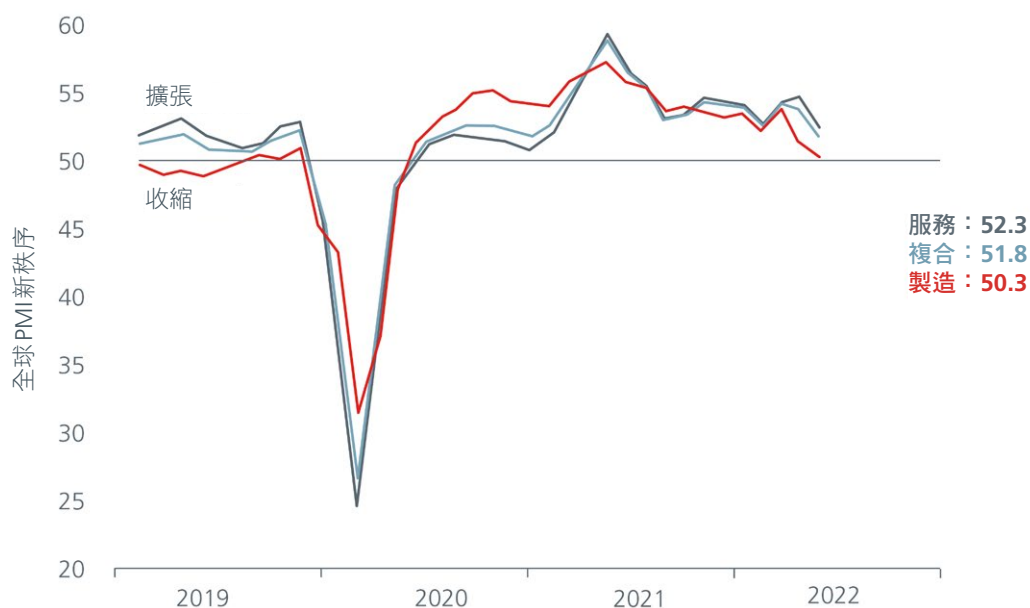
總體而言，新冠疫情過後的經濟重啟應會為全球增長帶來積極影響，但金融狀況收緊以及央行立場強硬導致結果變化莫測。我們繼續監測衰退風險並將保持靈活，在動盪不安的環境中立足。

2. 亞洲經濟體在此背景下將有何表現？

隨著全球逐步解除新冠疫情限制措施，消費重心很可能繼續從貨物轉向服務。因此，國內人口眾多的亞洲經濟體預計將有良好表現。東盟經濟體將受惠於經濟重啟對市場的提振，尤其是高度倚賴旅遊業的泰國。馬來西亞及印尼等基於商品的經濟體在2022年亦將出現較好的GDP增長。

與此同時，供應鏈中斷造成的商品價格上升、能源價格飆升以及重啟壓力令亞洲各地通脹加速。亞洲各央行加息步伐較已發展市場央行更慢一拍，但似乎正在追上。儘管如此，鑑於食品及能源價格上升為驅動區內通脹的關鍵因素，而這將影響可支配收入，亞洲各央行加息力度可能仍較低。由於亞洲各國政府具有更大財政靈活性，其更可能倚賴補貼減輕食品及能源通脹衝擊。

圖 1. 增長較 2021 年峰值相比有所下降

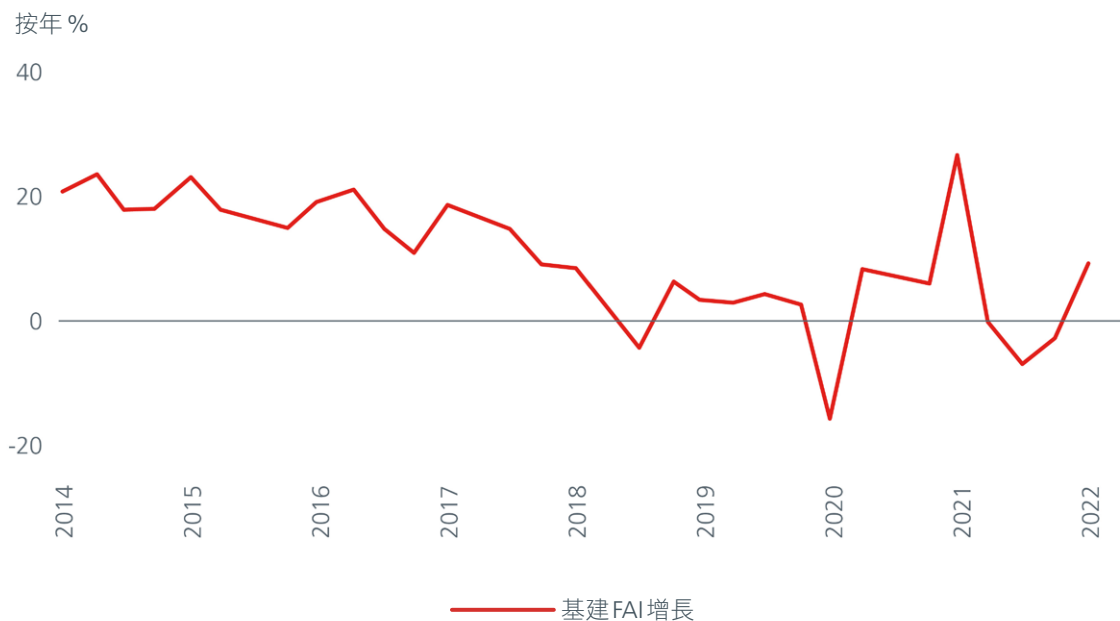


資料來源：Refinitiv Datastream, 瀚亞投資，2022年4月。

中國的經濟困境顯而易見，投資者普遍對經濟抱持悲觀態度。從積極的一面來看，上海封城的教訓可能有會令中國調整清零政策，未來以更靈活的方式執行。因此，投資者或許不應僅從上海推及全國的情況。與此同時，即將推行透過減稅實施的財政資助。基建投資亦預計會成為增長

的重要驅動力(見圖2)。中國人民銀行已下調存款準備金率、貸款市場報價利率及房貸利率。雖然中國經濟在2022年第二季度已跌至谷底，這些反週期措施仍需一定時間才能在實體經濟中得到反映。

圖 2. 基建投資預計將成為中國增長的強勁推動力



資料來源：NBS, CEIC, 2022年4月

資產配置：近期的拋售並未削弱傳統 60/40 投資組合的說服力

3. 2022 年上半年，債券及股票同遭拋售，這是否會令傳統的 60/40 投資組合失去說服力？

在歷史上，當債券及股票估值較低時，這兩種資產類別回報通常呈負相關（因此分散投資的收益更高）。而 2022 年的情況較為獨特，體現在疫情後兩者均以較高估值交易，在近期同時出現大規模拋售。

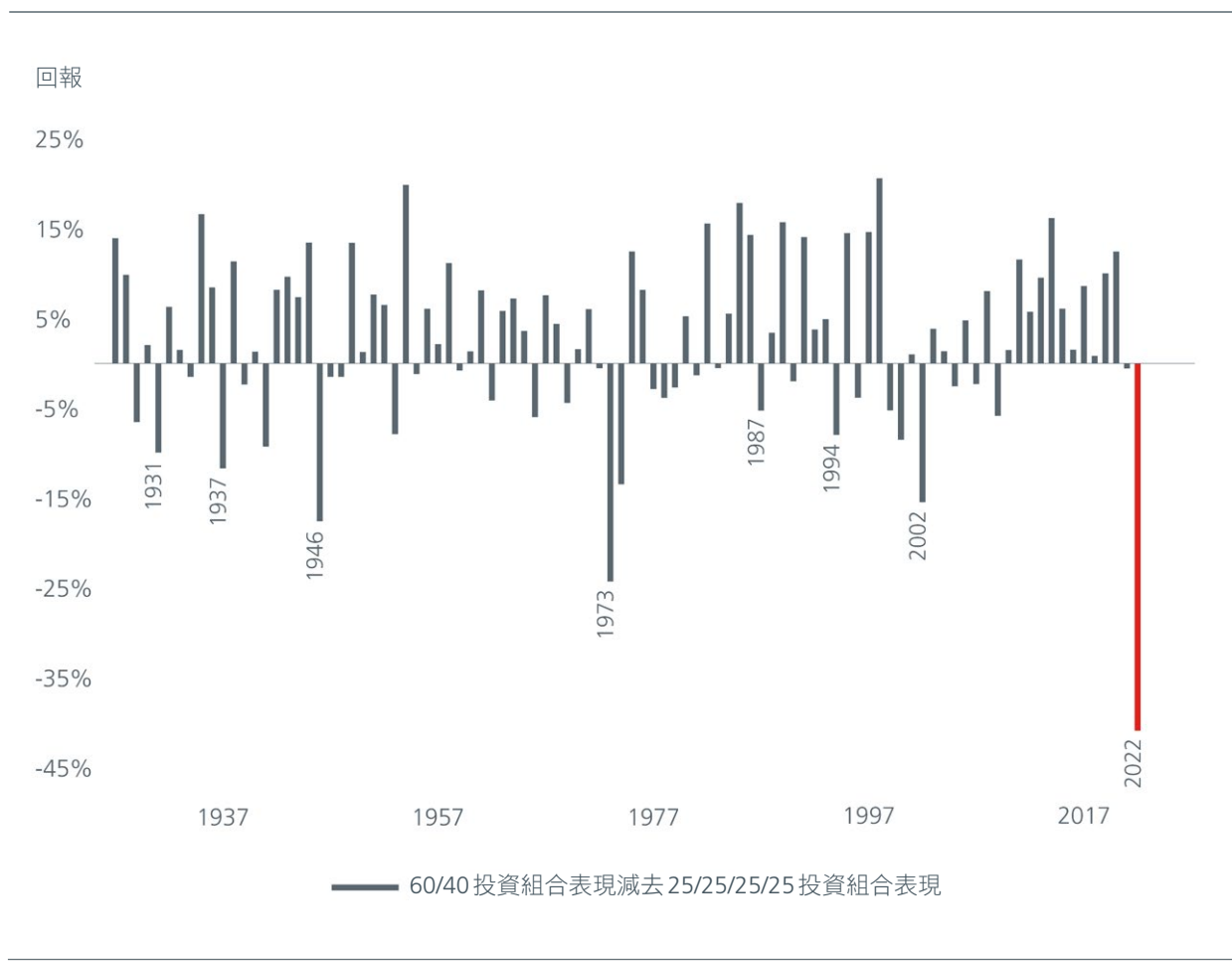
在考慮是否採用傳統 60/40 投資組合時，時間跨度是一個重要方面。長遠來看（五至十年），戰略性資產配置是投資組合實現回報目標的最重要貢獻因素。因此，近期的拋售本身並不能使 60/40 投資組合失去說服力。（見圖 3）

自年初以來，股票及債券的估值均顯著提升。我們認為今年通脹可能見頂，意味著 60/40 策略在未來數十年將繼續保持強勁表現。與此同時，來自資產配對的戰術性資產配置及來自各種因素（估值、勢頭、質素等）的股權風險溢價可提供無相關性阿爾法收益，有助減輕潛在拋售影響。

我們相信廣泛分散投資及流動性是低增長高通脹環境的主要考慮因素。我們的多元資產團隊已實施多種中期戰術性資產配置投資理念，預計在 3 至 12 個月期間實現價值增長。

在高市場波動性及高通脹時期，黃金等實物資產是具吸引力的避險資產。我們的團隊對主要透過美國金礦來分散投資及對衝通脹持積極態度。歷史上，金礦通常可在加息週期跑贏美國股票。團隊亦看好全球各大航空公司，原因是放寬旅遊限制將令該行業的容量及效率穩步恢復。

圖 3. 60/40 投資組合長期錄得一貫表現



資料來源：BofA Global Investment Strategy, Global Financial Data, 2022 年 4 月 60/40：股票／債券，25/25/25/25：股票／債券／現金／商品

股票及債券：我們偏好低波動性派息型價值股，通脹見頂亦帶來買入較長存續期債券的機會

4. 價值股年初至今的優異表現能否持續？

對通脹及息率預期的變動，令市場重新關注利潤率及自由現金流，故環境很可能繼續有利於價值股。減碳亦要求在下個十年內投入大量基建及資本開支，工業及材料等高價值行業將從中受惠。

加息亦令市場重新關注估值。考慮到過去十年間投資者對增長股趨之若鶩，雖然自2020年11月起價值股已有突出表現，亞洲價值股與增長股的估值仍存在巨大的鴻溝。因此，亞洲價值股可能仍有上行空間。(見圖4)

對全球新興市場及日本市場，此理論同樣適用，因為其增長股及價值股估值仍有巨大差距。鑑於過去十年間投資者

對增長的重視，價值股可為投資組合提供阿爾法收益及多元化收益。

5. 投資者如何抵禦更頻繁的股市動盪？

低波動性股票策略能夠幫助投資者跨越市場起伏。對歷史上較已發展市場波動性更大、需要更長時間恢復的亞洲股市而言更是如此。低波動性股票在市場下跌時跌幅更小，將投資者在錯誤時間退市的風險減至最低。由低波動性股票組成的投資組合主要包括槓桿水平更穩健、商業模式更穩定及經過市場考驗的公司。由於這些股票在熊市中跌幅更小，只需要略為上升即可恢復。這一效應隨著時間疊加，能夠為投資者帶來可觀的長期收益。

股權收益亦有助增加投資組合抗逆力。派息股在波動市場可作為緩衝，以其產生現金流的能力提供更穩定資本回報。股息收入是亞洲股本回報的長期推動力，在過去20年

圖4. 亞洲價值股估值遠低於增長股



資料來源：瀚亞投資。Macquarie Quantitative Research，2022年4月30日。MSCI亞洲除日本指數中(按Macquarie質素評分)前1/5質素及增長股與(按Macquarie價值評分)前1/5價值股的相對市盈率對比。

內佔總年度回報的25%¹。此外，亞洲亦適於採用收入策略，亞太區(日本除外)股息收益高於3%的股票數目幾乎達到歐洲的兩倍，超過美國的三倍²。慎重選擇優質派息股可為投資者提供穩定的收入流。

6. 考慮到債券孳息率上升，固定收益領域是否仍有機遇？

通脹預期升高以及聯儲局採取強硬姿態，推動美國10年期國庫券孳息率在5月自2018年以來首次超過3%的心理關值。

儘管10年期孳息率隨後略有回落並可能繼續上升，由於美國核心通脹可能於2022年下半年緩和，我們認為孳息率上升亦會更有節度。若增長憂慮導致通脹壓力及加息預期下降，10年期孳息率可能隨之下跌。

由於估值較年初更吸引，我們對美國長存續期資產樂觀一些。美國投資級別信貸亦因孳息上升及息差擴大而增加吸引力。與歐洲相比，美國受俄烏危機影響更小，償還債務能力亦更高。而另一方面，由於美國經濟前景仍具支撐

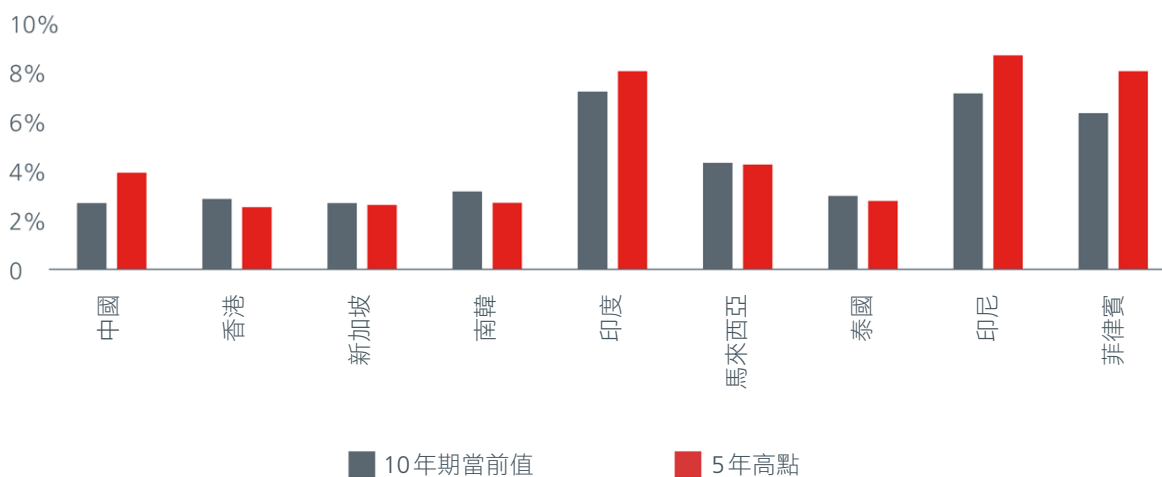
力，美國高收益信貸雖然出師不利仍有可能在今年下半年收益。

我們亦注意到亞洲債券的價值。大部分10年期亞洲本地貨幣債券孳息率貼近其5年高點，即2018年聯儲局加息週期時出現的峰值。與此同時，大部分亞洲孳息曲線與歷史平均相比顯得陡峭，意味著增加較長存續期債券投資應是明智做法。若避險情緒如我們預期般出現改善，更高的孳息率及更具吸引力的信貸息差很可能令回報得到增強。

7. 中國股票及亞洲高收益債券的前景如何？

於本文撰寫時，病例數目及交通阻塞數據等一系列高頻指標顯示中國新冠疫情形勢正在改善。隨著封鎖措施放寬，受抑制的需求將提振國內消費。看房安排增加推動物業銷售上升，提振遭受重創的中國房地產行業。然而，如希望實現政府2022年的GDP增長目標，我們仍期待2022年下半年將推出力度更大的財政及貨幣政策。這是利好中國A股市場的因素。

圖5. 大部分10年期亞洲本地貨幣債券孳息率高於其5年高點



資料來源：瀚亞投資。彭博。2022年5月。

¹ 彭博。MSCI指數。從2011年12月至2021年12月 ² MSCI。2022年3月。

在亞洲高收益債券市場內部，我們認為印度可再生能源存在若干價值機遇。然而，中國物業房地產前景仍不明朗。所幸中國人民銀行鼓勵國內優質房地產發展商收購陷入困境的發展商手中的項目，此舉或許有助減低行業違約風險。我們預計將推出更多支持措施，如當地政府放寬預售資金調查，及在一線城市進一步放寬房貸及購房限制。

貨幣：美元上行空間可能有限，人民幣在2022年下半年將更為穩定。

8. 美元及亞洲貨幣的前景如何？

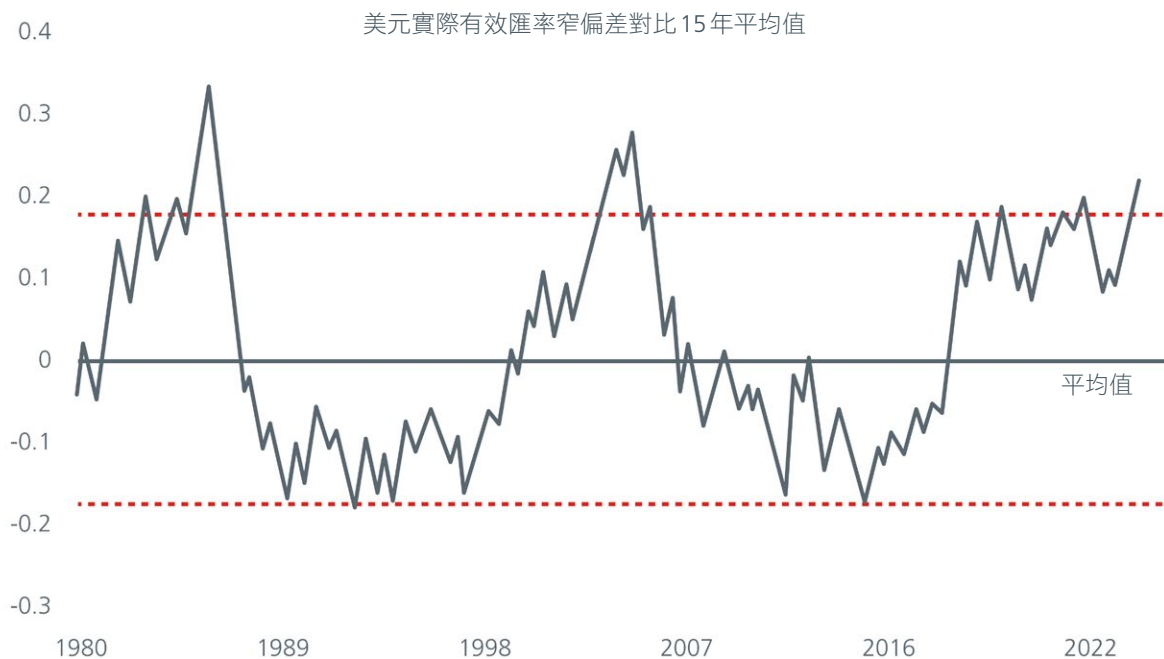
到目前為止，美國聯儲局採取較其他央行更強硬的立場，令利率差距擴大，再加上避險需求，均成為支撐美元的因素。唯有對聯儲局持續大力加息的預期才能令美元保持強勢。一旦聯儲局立場軟化，利率預期下降可能限制美元上行空間。

其他因素亦可能對美元施加限制。美元估值偏高，而大部分機構投資者亦做多美元，限制了頭寸方面的額外上升空間。（見圖6）

日圓方面，日本央行維持超級鴿派而聯儲繼續加息的前提下，我們預計日圓將持續疲軟。由於日本極為倚賴天然氣進口，能源進口價格上升亦可能拖累日圓。

中國當局很可能希望穩定人民幣表現以配合支持性經濟政策。2022年下半年，人民幣應會成為亞洲貨幣的支撐點。此外，鑑於亞洲外匯儲備充裕，我們相信區內各央行將能夠介入阻止貨幣過度疲弱的情況發生。由於新加坡金融管理局採取貨幣升值政策，我們看好新加坡元。我們亦看好馬來西亞令吉及印尼盾，原因是其較高商品價格帶來的有利貿易條件。

圖6. 美元估值過高



資料來源：德意志銀行。Bloomberg Finance LP. 2022年5月。

環境、社會及管治(ESG)：減碳逐漸升溫，亞洲可持續發展債券市場帶來更多機遇。

9. 投資者應考慮哪些關鍵ESG因素及機遇？

隨著減碳在推動投資決策方面的重要性日益上升，投資者應對數據質素及缺口有所認識。碳排放可分為範圍1、範圍2及範圍3排放。範圍1排放指公司直接產生的排放，而範圍2排放指公司外購電力或發電產生的排放。範圍3排放指公司價值鏈中產生的排放，可劃分為上游(供應商)及下游(客戶)。根據溫室氣體核算協議，大部分排放為範圍3排放。然而由於測量難度，範圍3排放的報告確實稀少。因此，在根據減碳目標作出決策時，理解這些風險至關重要。

我們認為ESG及可持續投資的做法並非一成不變，亦不會僅因為一間公司的ESG風險概況未如人意而完全避免投資。若我們相信能夠透過與管理層及董事會積極交流，改善公司的可持續發展實務，則我們仍會考慮作出投資。

另一方面，亞洲對抗其面臨的嚴峻氣候挑戰需要投入大量資金。其中大部分資金將以可持續債券及綠色債券發行的形式來自亞洲債券市場，令投資者得到更多機遇。

風險：我們檢測到的風險包括地緣政治緊張局勢不斷加劇、更多供應衝擊以及政策失誤。

10. 在未來6到12個月內，投資者將面臨哪些關鍵風險？

地緣政治緊張局勢仍不斷帶來市場動盪。同樣地，全球增長持續受到供應鏈中斷、通脹飆升及加息的影響。我們在深刻認識到這些風險的同時，仍然對投資者過度悲觀保持警惕。由於Omicron變種影響漸弱、美國勞動力市場強勁、美國企業基本面健康以及股市估值越來越具有吸引力，我們相信全球增長不會出現斷崖式下跌。

而另一方面，無論是過度加息或中國的清零策略，政策失誤都是關鍵風險。即使這些風險過去亦曾分別出現，同時出現是史無前例的。這亦意味著政策制定者沒有類似經驗可供參考。

鑑於結果變幻莫測，我們將繼續分散投資，運用不同策略保持靈活性。

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。



保誠集團成員 

invested 投資觀點