

## 駕馭風浪

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪  
東亞聯豐投資團隊



## 駕馭風浪

上季預期環球股市大幅波動，但非逆轉。背靠的是企業盈利在疫情肆虐下仍然樂觀，但面對各央行啟動緊縮貨幣政策，尤其美聯儲首次加息令全球投資者嚴陣以待，氣氛趨向謹慎。加息並非洪水猛獸，週期初段須待市場消化和調動投資組合，及後各地股市便重拾升勢。美國中期選舉之前中美關係趨向緊張，金融及經濟領域上持續過招，刺激中美本土企業但打擊兩地上市或盈利交疊的股份，ESG股份成投資新寵。過去預測大致與今天結果相若。

到了第二季，俄烏戰事實屬極端風險，往往是雷達探測以外的因素。除了短期內震撼各資產市場，推翻去年底對今年的大部份預測，亦扭轉中長期經濟及金融生態（詳情可參閱本刊《宏觀策略》章節）。國際貨幣基金組織（IMF）在今年1月為去年10月對2022年全球主要經濟體的國內生產總值（GDP）增長預測作出修正，21個國家中有17個須要下調，以反映Omicron肆虐下全球經濟不容樂觀。

### IMF對各國2022年GDP增長預測及比去年10月預測時修正百分比

國家	修正後增長預測 (%)	修正幅度 (%)
澳洲	4.1	0.0
巴西	0.3	-1.2
加拿大	4.1	-0.8
中國	4.8	-0.8
法國	3.5	-0.4
德國	3.8	-0.8
印度	9.0	0.5
印尼	5.6	-0.3
意大利	3.8	-0.4
日本	3.3	0.1
南韓	3.0	-0.3
馬來西亞	5.7	-0.3
墨西哥	2.8	-1.2
荷蘭	3.3	0.1
波蘭	4.6	-0.5
俄羅斯	2.8	-0.1
南非	1.9	-0.3
西班牙	5.8	-0.6
泰國	4.1	-0.4
英國	4.7	-0.3
美國	4.0	-1.2

資料來源：IMF，數據截至2022年1月

市場普遍預期國際制裁將比戰事更為長久，相信今年的經濟表現將比IMF修正後的預測更差。風起雲湧下脅制投資情緒，但亦有利戰事相關紅利的板塊。

美國中期大選迫在眉睫，總統拜登的淨支持度仍處於負值。雖然處理俄烏戰事的手法贏回部份支持，但要確定勝算仍有漫漫長路。食髓知味，預期中美交惡勢成下一個地緣政治的磨擦點。中國比俄羅斯的國際聚焦度更大，關係愈緊張愈有利拜登選程。一波未平一波又起，影響的是兩地以至全球投資市場。

全球疫情進入瓶頸及民間抗疫疲勞，「共存」陣營放寬措施可換來經濟復甦，但感染人數回升又是不爭事實。「性命攸關」與「經濟至上」是決策者面對的兩難。真正的「共存」彷彿遙遠的彼岸，如何衝破櫛比鱗次的卷浪仍考驗各領導人的智慧。

戰事推動商品價格飆升正為疫情下全球供應鏈緊張火上加油，相信各央行如何快馬加鞭也追不上通脹的升幅，但急功求成或會打垮經濟復甦的勢頭，何況戰事與疫情亦非貨幣政策所控。作為帶領全球經濟的擺渡人，就算旅途有多少痛苦，冀望能一帆風順到達彼岸。

本章節的標題是《駕馭風浪》，意謂面對來勢洶洶的卷浪，須要懷著無比的勇氣及冷靜的思維，技巧地在巨浪中拿捏平衡，游刃在風浪中奮勇向前，危機中享受歡愉。

### 俄烏戰事：目標明確

#### 來去匆匆的戰事陰霾

最相近的歷史事件，相信是2014年克里米亞戰事<sup>1</sup>。當時俄羅斯總統普京召開國安會議後決定克里米亞須回歸俄羅斯管轄，並在當年2月23日揮軍進攻烏克蘭，數日後奪取克里米亞的戰略重地，宣布該地區獨立並舉行公投。直至3月25日，烏克蘭軍隊開始陸續撤出克里米亞，戰事擾攘共30日。期間俄羅斯決定把克里米亞劃為經濟特區，在當地投資的企業可享稅務優惠。但烏克蘭堅決不承認克里米亞共和國獨立地位或加入俄羅斯為合法，聯合國大會亦拒絕承認公投，至今仍未有確實結果。事後歐美紛紛制裁俄羅斯，而俄羅斯亦進行反制。八大工業國組織中除俄羅斯外的7國決定將俄羅斯會籍暫時凍結，而俄羅斯官方表示未對其經濟造成明顯損失。

<sup>1</sup> 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2014/03/31/politics/crimea-explainer/>

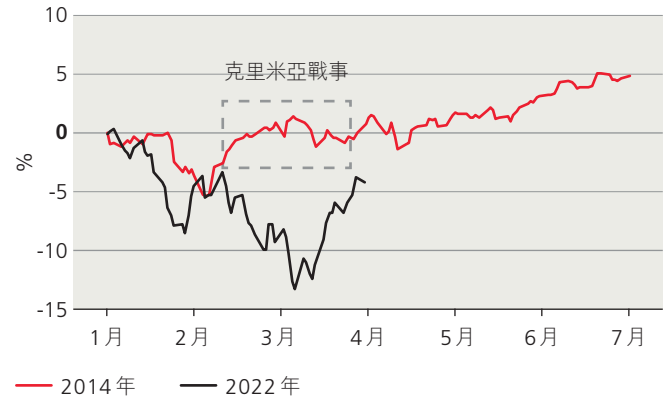


## 股票

雖然戰事規模、持續時間及歐美介入程度有異，但是次戰事中無論俄軍出兵的(部份)原因、入侵方式，甚至爆發日期，都與2014年時十分相似。今天戰事仍未平息，預期市場焦點將由戰事規模及破壞程度(如核設施)轉到歐美與俄羅斯互相制裁，將如何影響全球經濟發展(詳情可參閱本刊《宏觀策略》章節)。

MSCI世界指數在2014年戰事前曾跌過約5%，但迅速收復失地，戰事期間反而變動不大，往後更持續上升。今年戰事前指數因全球緊縮貨幣政策而下跌，戰事開始後再跌約8%，歐美宣布不會軍事介入，MSCI世界指數隨即反彈。截至3月31日，指數已回歸至戰前水平，雖然戰事仍未完結，但指數走勢反映市場已消化對經濟的影響。

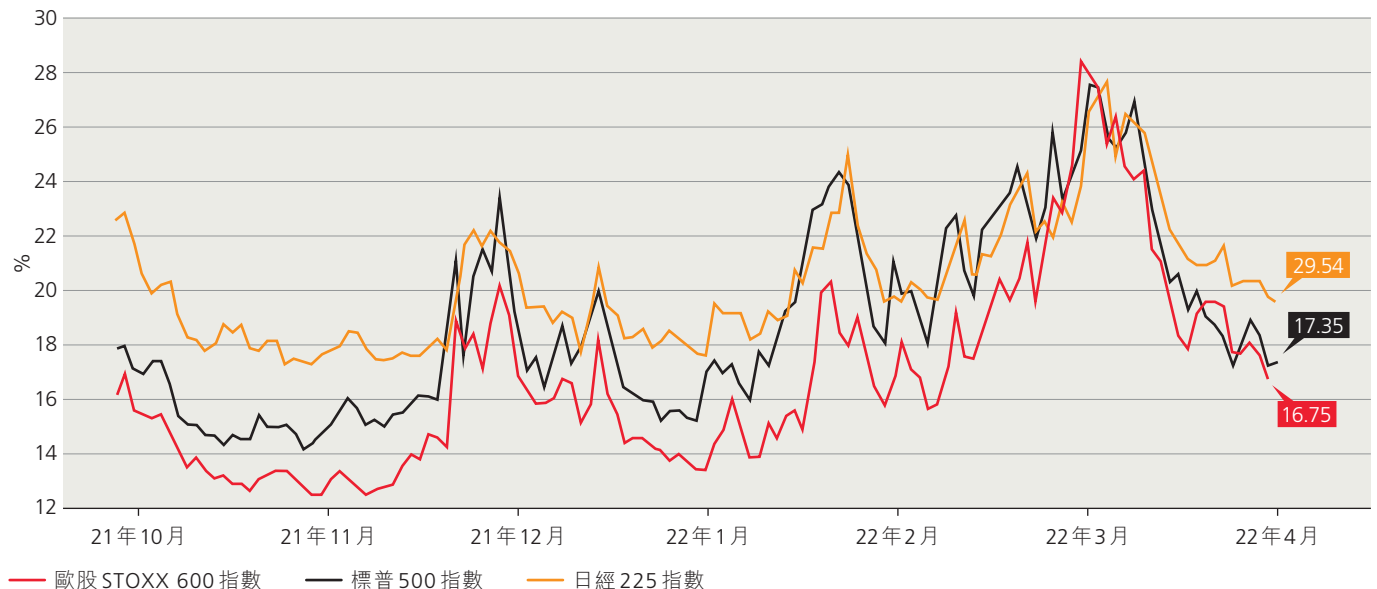
MSCI世界指數變化(2014年上半年及2022年首季表現)



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

往後市場焦點將落在雙方制裁上較勁，看似處處碰壁，但歐美日股市的憂慮未有想像中大。未來3個月等價期權的引伸波幅已回落至戰前水平，預視3大股市短期內走勢趨向穩定，亦反映投資者消化大部份因戰事而產生的負面情緒。值得一提，引伸波幅早在去年12月逐步上升，反映市場憂慮重於長遠的緊縮政策，而戰事影響相對急遽而短暫。

## 歐美日股票指數等價期權之引伸波幅



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

## 戰事有利商品上游供應商或「一條龍」企業

俄羅斯不但是全球能源供應大國，在其他商品領域俄烏都佔有非常重要的份額。俄烏金屬出口中以鎳、鐵、銅、鋁及鋅為主，貴金屬主要是鈀金、鉑金及黃金(詳情可參閱本刊《宏觀策略》章節)。俄羅斯向歐美實施反制裁，而歐美短期內難以補充缺口，刺激金屬及能源價格上升。

標普高盛商品綜合指數由年初起拾級而上，帶動MSCI世界能源指數外，其他商品分類指數包括金屬及礦業指數，與原料指數皆受惠商品價格而上升。參考過去20年數據，4項指數的相關性頗高。預期短期內制裁不會停止，全球大型能源及金屬企業將搶奪騰出的份額，有利未來盈利表現，支持股價造好。

商品綜合指數與世界商品分類指數



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

俄烏佔全球小麥及玉米出口分別約30及14%，兩項農產品皆是主食，亦是副食品及加工食品的材料。更甚是化肥供應佔約23%，直接影響全球農業產量。戰事把烏克蘭境內打得稀巴爛，聯合國預計有約300萬人已逃向別國，不論土地及勞動力都不能瞬間恢復。而且俄羅斯有意把盧布貿易結算由能源延伸至其他商品，預期農產品價格將是下一個飆升的商品領域，影響由源頭到其他食品生產線。

聯合國世界糧食計劃署提供的世界食品價格指數現處於20年高位。除了2011至2015年間，它與標普農產品商業生產商指數走勢十分相近，尤其2016年後走勢近乎一致。比較MSCI世界能源、金屬及原料指數表現，年初至今上升約25至31%，但標普農產品商業生產商指數只上升約18%，預期農業上游企業將受惠全球供應短缺，相關股份「追落後」的機會趨升。

世界食品價格指數及農產品商業生產商指數



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

俄烏戰事除了減少全球商品供應，亦間接令緊張的供應鏈進一步繃緊。制裁加速去全球化進程，生產效率下降影響供應總量。能源價格推升運輸成本，減低長途運輸服務及選擇較慢但節能的方式，窒礙物流。紐約聯儲銀行供應鏈壓力指數由疫情起至今持續上升，現處於20年高位徘徊，過去表現與標普全球天然資源(包括能源、金屬、農產品企業)及晨星全球天然資源上游業務(包括工業及貴金屬、水資源、木材、農作物及能源類存、管理及生產業務為主的企業)指數相關性偏高。相信除商品價格外，短期供應鏈繃緊都為上游業務股價添力。當然，擁有全線上/中/下游業務的企業，在成本轉移及定價上有優勢，是受戰事影響較少中不錯的選擇。

全球天然資源指數及供應鏈壓力指數



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日



## 股票

## 美國中期選舉：範式轉移

## 請民調說話

引述美國蒙莫斯大學(Monmouth University)在3月17日公布對美國總統拜登及當前政府表現的民調顯示<sup>2</sup>，48%美國人表示自拜登上任以來，美國變得更加分裂(divided)，只有15%說變得更加團結(united)，35%表示並沒有真正改變(not really changed)。

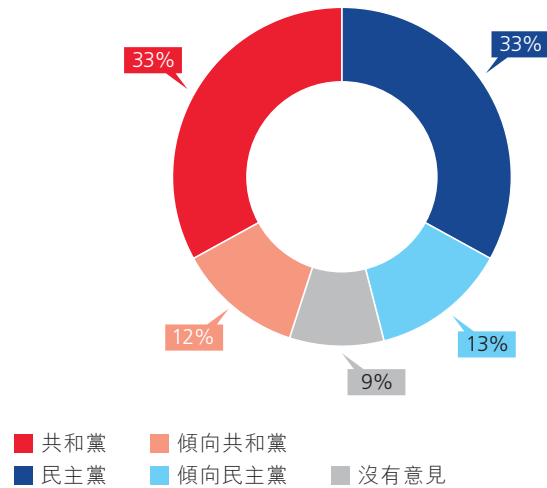
要求受訪者使用一個詞語來描述當前的美國時，最常見是「分裂」(divided)，其他包括「極化」(polarized)、「衝突」(conflicted)、「破碎」(fractured)、「混亂」(chaos)、「困惑」(mess)和「令人失望」(disappointing)。總體而言，76%受訪者使用否定詞來描述現狀，只有15%使用肯定詞。

對拜登當前的工作表現評級，39%贊成及54%反對，與1月份持平。只有38%美國人對拜登未來的政策感到樂觀，這與他去年上任時61%相比大幅下降。

民生方面，38%美國人表示汽油價格上漲給他們帶來很大的經濟困難，30%說「一些困難」，18%「沒有太多困難」，而14%「根本沒有影響」。年收入低過50,000(美元，下同)人士感到「很大困難」佔44%，年收入50,000至100,000的為37%，超過100,000的為27%。同一條問題在黨派間更見分歧，共和黨人有61%「很大困難」，獨立人士為32%，民主黨人只有21%。

中期選舉方面，希望共和黨或民主黨控制國會的各佔33%，傾向支持共和黨或民主黨的為12及13%。共和黨的綜合支持率由1月50%下降至3月的45%，同期民主黨的綜合支持率則由43%上升至46%。56%受訪者表示讓他們喜歡的政黨控制國會非常重要，比例與1月份的54%相若。總體而言，只有21%贊成國會目前所做的工作，而71%不贊成。

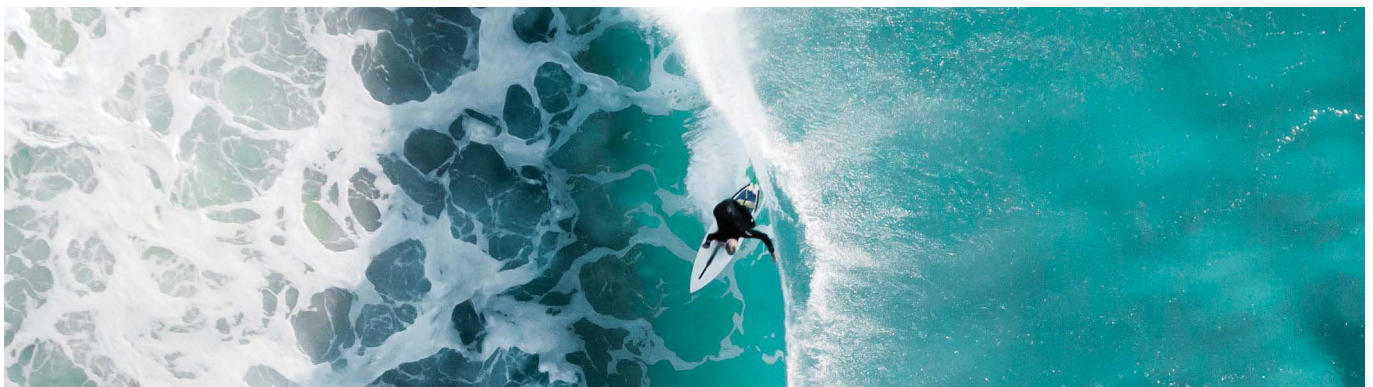
美國中期選舉兩黨支持度之民調結果



資料來源：蒙莫斯大學，數據截至2022年3月17日

## 選舉工程：中國比俄羅斯更能吸引選票

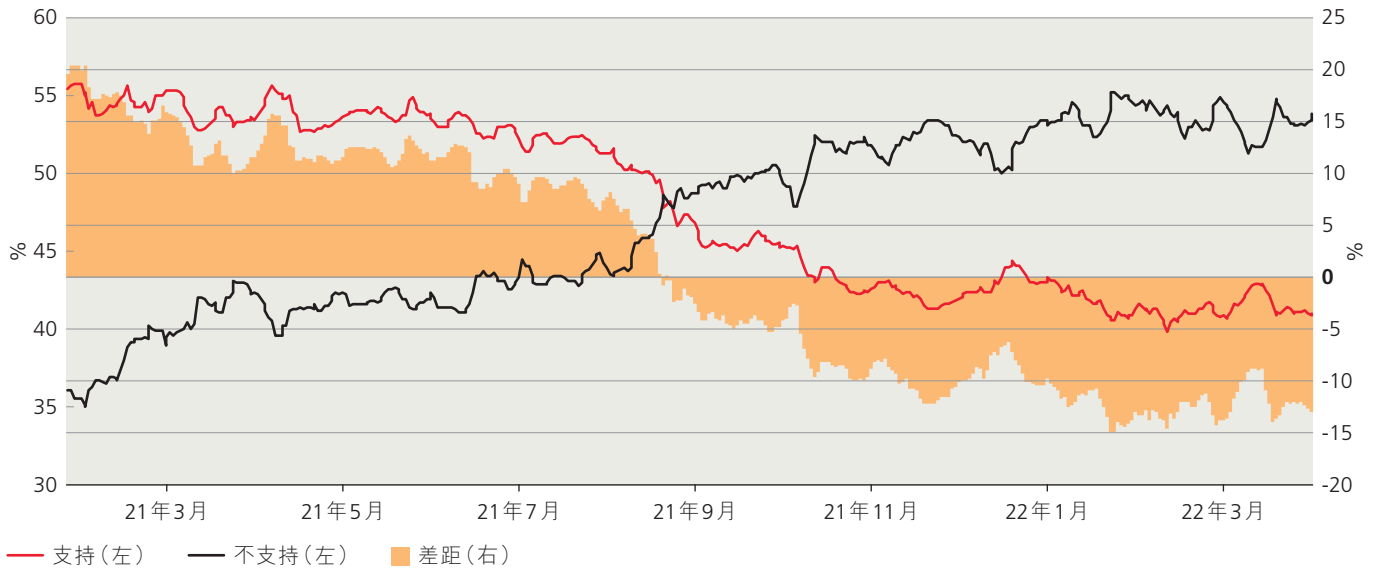
另一間民調公司提供拜登支持度調查顯示，不支持度較高，預示對中期選舉並不樂觀。雖然在俄烏戰事爆發後，不支持比支持的差距曾收窄至8.8%，反映對俄強硬的手段受選民支持，亦可促進國民團結，有利選情。但截至3月31日，差距又回升至12.9%。正如上述民調反映，打擊民生的通脹(尤其能源支出)才是拜登的軟肋，開放未來6個月每日100萬桶(共1.8億桶)石油儲備，反應已算迅速。但相比俄羅斯每日過千萬桶的生產力，始終是杯水車薪(詳情可參閱本刊《另類投資》章節)。美國人對國會目前所做的工作不贊同比例較高，反映內政不順已成事實，由逆轉勝的關鍵是造就「美國作為全球領導者」的外交操作。



<sup>2</sup> 見蒙莫斯大學網站，[https://www.monmouth.edu/polling-institute/reports/monmouthpoll\\_us\\_031722/](https://www.monmouth.edu/polling-institute/reports/monmouthpoll_us_031722/)



Real Clear Politics 民調：美國總統拜登支持度及差距



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

上季本刊已預測選舉期間較極端的風險是國際戰事。近代時任總統執政的第二年皆出現各種戰事，但過去10次美國中期選舉中，只有1次同一政黨能橫掃總統及兩院控制權(2002年共和黨的喬治W布殊)，反映戰事雖有利團結選民，但考量成本及反戰意識後，成效不似如期。反觀被疫情及高通脹煎熬下，民生問題更是水深火熱，相信「經濟制裁不友善國家」、「帶領全球解決高通脹」及「牽頭整頓國際經貿秩序」更能吸引選票。

對俄制裁可說是小試牛刀，可佔據俄羅斯全球商品供應份額外，亦贏了民間不少「點讚」，更重要是揭示邦交國在國際議題上的立場，有利日後部署。食髓知味，中國在國際上的聚焦度比俄國更大，中美關係自特朗普時代已是國際熱烘烘的話題。未來美國有可能透過中俄友好關係把俄烏戰事的餘溫順延至中美。偷樑換柱之下，把與邦交聯盟對俄的制裁伸展到與中國有關的貿易、金融、科技等領域。無論成效如何，至少在成本考量上比以往單打獨鬥更化算，更吸引選票。以上推演並非杞人憂天。

另外，今年以東盟成員國組成為主軸的區域全面經濟伙伴協定(RCEP)正式生效實施，此協定是全球覆蓋範圍最廣的自貿協定，覆蓋全球近三分之一的GDP及人口，比起美墨加自貿協定(USMCA)或歐盟共同成員國之間的貿易量更大。在中美緊張關係下，中國可藉此增強經貿實力以抗衡美國甚至全面與進步跨太平洋伙伴關係協定(CPTPP)，尤

其中國一直是RCEP多數會員國的第一或第二大貿易伙伴。以往在特朗普時代呼籲外國廠商由中國遷移到東盟，但RCEP落實後東盟考慮自身利益，在國際議題上保持中立更為可取，是次俄烏戰事可見一斑。

世界上中美經濟體處於伯仲之間，日本經濟研究中心去年12月發表《亞洲中期經濟展望》報告<sup>3</sup>，預期中國將在2033年取代美國成為世界第一大經濟體。適逢北京冬奧後中國在國際上的軟實力提升，不論外在的領導地位或內在的意識沖擊，拜登政府發酵中國威脅論比俄羅斯在選舉工程中更事半功倍。

### 延續上季的預測

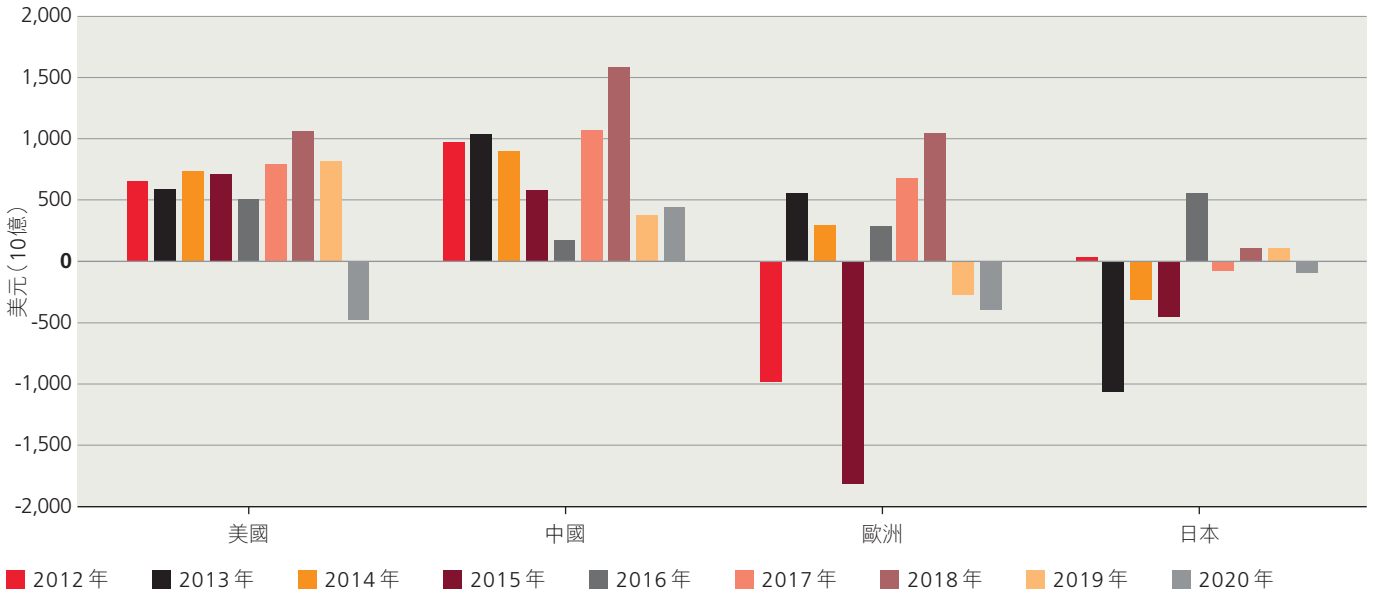
上季本刊已預期在美國中期選舉前，中美關係乍暖還寒，拳來腳往卻又不忘點到即止。雖然俄烏戰事加深其複雜性，但「鬥而不破」的核心是不會改變的。

過去10年，全球GDP首次名分別是美國及中國，總量已逐步拋離第三及四位的歐洲與日本。數據上全球GDP總增長約15%，但4大國家之分布非常失衡，美國(35%)及中國(95%)增幅明顯，但歐洲(-4%)及日本(-19%)體量收縮。如以美元計算(下同)，10年全球GDP增長了11.1萬億，當中中國佔7.2萬億(65%)，美國5.4萬億(49%)，歐洲及日本分別下跌6千億(-5%)及1.2萬億(-11%)。尤其在2018至2019年間，特朗普極度施壓的外交手段反而製造空間給中美兩國吸收更大的經濟能量。經濟掛帥下「歡喜冤家」可能是中美最好的劇本。

<sup>3</sup> 見日本經濟研究中心網站，<https://www.jcer.or.jp/english/china-to-become-the-worlds-largest-economy-in-2033>

股票

全球首4大經濟體 GDP 按年變化



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

中美博弈有利兩國經濟，當地營商的企業亦會受惠，兩地股票指數亦會穩步向上。本季將延續上季部份觀點（詳情可參閱上季《宏觀策略》及《股票》章節）：

- 增持上/中/下游業務皆同一產地，純粹中國或美國的本土企業；
- 傳統文化推動成流行時尚潮流的「國潮」概念股；
- 減少兩地同時上市、盈利兩地交疊、技術性依賴偏重、海外盈利比例較高的企業持倉。

在混亂的國際局勢中，同時增加以下觀點：

- 商品價格高企反而有利資源大國，中美自給自足企業的韌性比其他國家更強；
- 化石能源昂貴迫使各國加快新能源開發，中美在此領域不論技術及經驗領先全球，有利當地自主研發企業；
- 中國「共同富裕」及美國「富人稅」其實殊途同歸，民生消費升級有利兩地「輕奢侈」行業。

值得注意，2018至2019年間，特朗普推行極度施壓時期，標普500指數上升了約14%，而中港股市偏弱，尤其恒指跌幅超過14%，滬深300只下跌約4%，反映夾在兩國博弈之間的港股受影響較大。

2018至2019年中美港股票指數變化



資料來源：彭博，數據由2017年12月31日至2019年12月31日

中期選舉年美股第二季表現遜色

美國選舉是一場複雜的博弈，除了總統歸屬的執政黨要留住票源，亦要抵住在野黨阻撓施政及攻擊，而過去10次中期選舉結果，有9次是執政黨敗陣，反映選舉工程吃力不討好，亦或多或少拖累美國經濟增長（詳情可參閱上季《宏觀策略》章節）。但每屆的總統都不想重蹈覆轍，努力打破歷史的魔咒。

由1982年時任共和黨總統列根至2018年時任共和黨總統特朗普，共10次中期選舉年間，標普500第二季按季升跌次數各佔5次。但跌幅明顯較升幅大，數據中最好表現約5.3%，但最差表現約負13.7%，亦是唯一執政黨贏出的一年(2002年)。10年平均值為負0.9%，標準差約6.8%，反映回報平分秋色，波幅亦是可控之內。

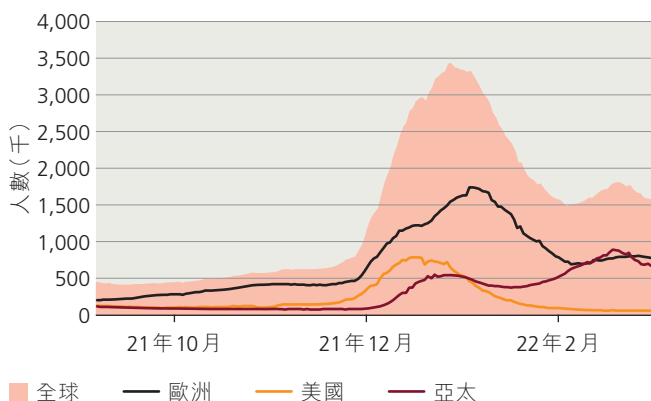
過去10次民主共和兩黨執政比例為4比6，民主黨執政時平均回報為負1.2%，比共和黨執政時負0.8%差，預視本季美股表現平穩偏弱的狀態。

### 疫情瓶頸：冷熱之間

#### 真正「與病毒共存」

去年11月首次發現Omicron後變種病毒迅速在全球傳播，新增感染人數井噴式上升，由每日約60萬急升至300萬人次。但各地專家表示Omicron傳染力高但毒性較低，痊癒率比Delta更高，加上各地疫苗接種已有一定水平，1月起全球每日新增感染人數急速回落。雖然仍未回落至去年11月前水平，但歐美整體數據已趨向瓶頸，即使再加大抗疫力度，感染數字仍不會明顯下降。

每日新增感染人數(7日平均值)



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

考慮到成本效益，加上部分醫學專家預言疫情已進入尾聲，美國及加拿大率先宣布放寬防疫措施的路線圖。2月後，更多「共存」策略的國家緊隨其後，宣布逐步開放社會，甚至重啟國際性人流進程。未來感染數據已非唯一考量，將落實真正「與病毒共存」的新經濟模式。

#### 簡述各國放寬防疫措施內容及疫苗接種比例

國家	疫苗接種比例(%)			放寬措施(簡述)	公布時間
	第一針	第二針	第三針		
美國	77	65	29	放寬大部分州份口罩規定、限聚和疫苗接種要求	1至3月期間
加拿大	86	82	48	分階段解除防疫措施，包括放寬入境前限制	1至3月期間
澳洲	86	81	49	放寬限聚，解除使用二維碼進出場地要求，解除主要州份的口罩規定，重新接待遊客	2月中旬
印尼	70	56	6	放寬出入境限制，放鬆辦公室人數限制	2月中旬
英國	77	72	57	取消所有本地及國際旅行限制	2月下旬
法國	80	78	54	取消大部分限制及疫苗通行證	3月中旬
德國	76	75	58	取消大部分限制，並有意解除口罩規定	3月中旬
意大利	84	79	64	解除大部分限制，結束綠色通行證	3月中旬
日本	81	80	35	解除大部分本地限制	3月中旬
南韓	88	87	63	解除大部分本地及國際旅行限制	3月中旬
泰國	78	72	32	解除旅客抵達前檢測要求	3月中旬
馬來西亞	84	79	47	取消對旅客強制檢疫要求	3月中旬
新加坡	92	91	70	解除戶外口罩規定，放寬限聚措施及出入境限制	3月下旬

資料來源：綜合互聯網及 Our World In Data 網站，資訊及數據截至2022年3月21日



## 股票

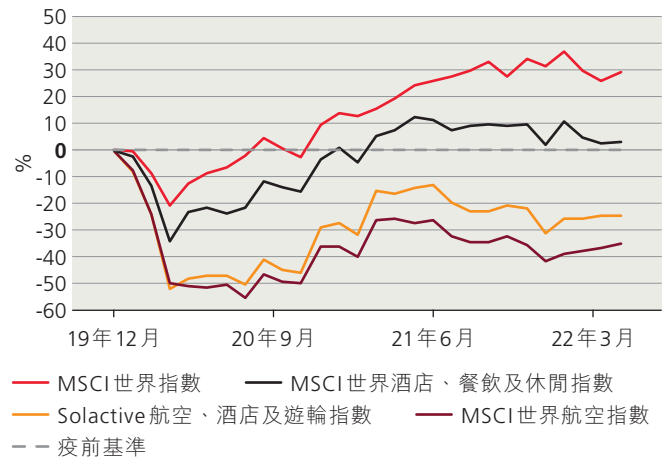
## 久旱逢甘霖

疫情概念下的滄海遺珠，相信是休閒娛樂及國際旅遊行業。2020年第一季起，在疫情肆虐及缺乏信任的基礎上，各國防疫措施都會包括出入境管制，國際性交流頓時冰封。之後即使間歇性放鬆防疫措施，往往更是排在最後一位。加上超過兩年壓抑，抗疫疲勞已深入人心，積壓多時的慾望及消費力將會釋放。

根據 World Travel Monitor® (監測全球所有主要市場的出境旅行數據及行為機構) 在3月17日公布的年度調查<sup>4</sup>，即使考慮到疫情和俄烏戰事的不確定性，今年全球對出境旅行的興趣持續濃厚(80%贊同)。數據上歐洲今年將回復至疫情前90%水平，美國及亞洲分別約75及66%。最感興趣的目的地首3位是意大利、西班牙及德國，第4和5位分別是法國、美國。調查中假期旅行高於商務旅行需求，當中「陽光與海灘」最受歡迎(64%)，其次是「城市假期」(46%)及「親近大自然」(32%)。調查預計今年是國際旅遊業明顯復甦的一年，全球出境旅行可回復至疫前50至60%水平，最遲到2024年便與2019年持平。

以2019年12月31日為疫前基準，MSCI世界指數表現持續拋離休閒娛樂板塊指數，反映抗疫對該行業的衝擊。截止3月31日，MSCI世界指數已上升了29%，但MSCI世界酒店、餐飲及休閒指數只錄得3%升幅，表現明顯落後。以歐洲業務為主的Solactive航空、酒店及遊輪指數比疫前下跌25%，表現更差的MSCI航空指數下跌35%，大幅低過疫前水平。不過，年初至今該板塊表現領先綜合指數，反映「春江鴨」已先行一步。配合未來各國開放出入境限制及放寬本地社交距離措施，此板塊將大有「追落後」條件。

## MSCI世界指數與各項休閒娛樂指數變化



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

## 疫後嶄新的投資機會

無論疫情未來如何發展，人類總要生存下去。適者生存的本能衍生出嶄新的疫後經濟模式，亦帶來長遠的投資機會，有利相關行業龍頭股份。

## 遙距醫療：

- 麥肯錫(McKinsey & Company)一項研究指出<sup>5</sup>，疫症大流行期間，遙距醫療的使用率比疫前增長38倍。40%受訪者相信未來會繼續使用，亦有超過一半受訪醫生願意繼續提供相關服務；
- 美國衛生及公共服務部(HHS)根據聯邦醫療保險計劃索償的數據發現<sup>6</sup>，2020年使用遙距醫療的人次由2019年的84萬次上升63倍，至2020年的5,270萬人次；
- Fortune Business Insight報告預計<sup>7</sup>，遠程醫療市場總值將以32.1%年均複合增長，從2021年907.4億美元增長到2028年的6,363.8億美元；
- 新加坡衛生部計劃在2022年中為遠程醫療機構引入發牌制度<sup>8</sup>。香港醫務委員會亦在2019年12月發出《遙距醫療實務道德規範指引》<sup>9</sup>，為遠程醫療服務提供指引。

<sup>4</sup> 見ITB柏林網站，[https://www.itb.com/en/press/press-releases/news\\_4803.html](https://www.itb.com/en/press/press-releases/news_4803.html)

<sup>5</sup> 見麥肯錫網站，<https://www.mckinsey.com/industries/healthcare-systems-and-services/our-insights/telehealth-a-quarter-trillion-dollar-post-covid-19-reality>

<sup>6</sup> 見HHS網站，<https://www.hhs.gov/about/news/2021/12/03/new-hhs-study-shows-63-fold-increase-in-medicare-telehealth-utilization-during-pandemic.html>

<sup>7</sup> 見Fortune Business Insight網站，<https://www.fortunebusinessinsights.com/industry-reports/telehealth-market-101065>

<sup>8</sup> 見新加坡衛生部網站，<https://www.moh.gov.sg/licensing-and-regulation/telemedicine>

<sup>9</sup> 見香港立法會網站，<https://www.legco.gov.hk/research-publications/chinese/essentials-2021ise14-development-of-telehealth-services.htm>

遙距工作：

- OECD發表報告指出<sup>10</sup>，長遠維持遙距工作能為企業提供更多人才選擇、減低員工及辦公室開支。另外，員工及主管對疫後維持在家工作的意欲上升<sup>11</sup>；
- 歐洲央行在2020年調查發現<sup>12</sup>，超過40%的歐元區企業認為未來會推出更多在家工作安排；
- 可是，並非所有行業都能在家工作。麥肯錫(McKinsey & Company)研究報告指<sup>13</sup>，美國有60%工作不能單靠在家完成，18個主要行業中只有4個(金融、管理、專業服務、資訊科技)能在不構成生產力損失下，讓員工超過50%時間遙距工作。

VR/AR虛擬科技：

- 福布斯報導<sup>14</sup>，2020年全球在VR/AR頭戴式裝置、軟件和服務開支按年上升50%，高達120億美元。用途包括AR購物、VR虛擬會議及技術訓練課程、VR虛擬試身室及3D人體模型試穿等；
- 尼爾森IQ調查報告顯示<sup>15</sup>，疫情逼使大眾盡快接受新科技，例如超過一半受訪消費者願意透過VR/AR評估產品和服務，企業透過VR/AR保持客戶體驗等；
- 《經濟學人》表示<sup>16</sup>，疫情打破VR/AR主要在遊戲層面使用局限，加速各方面的應用。相信隨著成本降低，VR/AR將在疫後迎來革命性增長。

疫情尚未完結

世界衛生組織(WHO)總幹事譚德塞在3月30日的新聞發布會表示<sup>17</sup>，根據現在所知資料，最可能的情況是病毒繼續進化，但隨著疫苗接種和感染後導致個人免疫力增強，重症程度逐步下降，全球感染數字將出現週期性狀態。而最好情況是病毒出現不太嚴重的變種，但最壞情況是出現更具致命性和高傳播力的變種，並須要改善當前疫苗。

不論經濟如何，病毒面前人人平等。今天世衛已公布Omicron再變異成傳染力更高的XE類型，雖然仍須時間研究其毒性及現今疫苗的效力，但已警示全球疫情尚未完結。如果更多國家為保經濟，在準備不足下勉強推行國際性交流，全球感染人數反彈只是時間問題。更壞情況是病毒在國際間沒完沒了地變種，當疫苗失效或更新速度追不上病毒變種時，回饋效應下最終都會打擊高接種率國家，再次封國封城將會把今天的復甦推回原點。

緊縮政策：數據勝於雄辯

美聯儲3月加息25點子後，市場紛紛表示失望。進取的認為在高通脹下仍留有餘地，為何不先下手為強？否則通脹失控時才亡羊補牢，付出的代價將比今天大幅加息的影響更大。保守的認為今天通脹並非貨幣政策能夠解決，例如加息與今天制裁有何關係？財政及行政手段才是藥方，隨市場起舞胡亂加息，只會把經濟推向衰退。消極的更認為前景如此難料，倒不如自證預言，盡快大幅加息，到衰退真正出現時，至少有空間減息。其實今天國際局勢及疫情變化，相信各美聯儲委員亦未能完全掌握經濟走向，唯有見步行步。美聯儲點陣圖也顯示出委員間的分歧，何況市場參與者(詳情可參閱本刊《債券》章節)？

市場七嘴八舌，實屬眾口難調，但投資世界裡高噪音環境反而造就可觀的投資回報。以下綜合各方的悖論或疑問，以歷史數據去尋求當中的投資價值或超前部署。

<sup>10</sup> 見OECD網站，[https://www.oecd-ilibrary.org/sites/b12f6b85-en/1/3/4/index.html?itemId=/content/publication/b12f6b85-en&\\_csp\\_=aa3e849e49119ed776a9a0104502408d&itemIAGO=oecd&itemContentType=book](https://www.oecd-ilibrary.org/sites/b12f6b85-en/1/3/4/index.html?itemId=/content/publication/b12f6b85-en&_csp_=aa3e849e49119ed776a9a0104502408d&itemIAGO=oecd&itemContentType=book)

<sup>11</sup> 見OECD網站，[https://www.oecd-ilibrary.org/sites/b12f6b85-en/1/3/4/index.html?itemId=/content/publication/b12f6b85-en&\\_csp\\_=aa3e849e49119ed776a9a0104502408d&itemIAGO=oecd&itemContentType=book](https://www.oecd-ilibrary.org/sites/b12f6b85-en/1/3/4/index.html?itemId=/content/publication/b12f6b85-en&_csp_=aa3e849e49119ed776a9a0104502408d&itemIAGO=oecd&itemContentType=book)

<sup>12</sup> 見歐央行網站，[https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2021/html/ecb.ebbox202008\\_06~bad87fc9b.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2021/html/ecb.ebbox202008_06~bad87fc9b.en.html)

<sup>13</sup> 見麥肯錫網站，<https://www.mckinsey.com/featured-insights/future-of-work/whats-next-for-remote-work-an-analysis-of-2000-tasks-800-jobs-and-nine-countries>

<sup>14</sup> 見福布斯網站，<https://www.forbes.com/sites/forbestechcouncil/2021/09/14/augmented-and-virtual-reality-after-covid-19/?sh=2feb-4cee2d97>

<sup>15</sup> 見尼爾森IQ網站，<https://nielseniq.com/global/en/insights/analysis/2020/covid-19-the-unexpected-catalyst-for-tech-adoption/>

<sup>16</sup> 見經濟學人網站，<https://www.economist.com/technology-quarterly/2020/10/01/headset-technology-is-cheaper-and-better-than-ever>

<sup>17</sup> 見WHO網站，<https://www.who.int/director-general/speeches/detail/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-who-press-conference-30-march-2022>

## 股票

## 加息週期中美股何時見底？

上季已分享過去30年4次加息週期，標普500指數只在加息前3至6個月表現積弱，但落實加息後，指數表現回勇，4次週期的全期走勢皆明顯向上，分析結果不在此贅述。今天第1次加息已成，歷史上何時出現加息週期的最低點？

過去4次加息週期中標普500指數表現及其後出現經濟衰退之按週數據				
年份	1994	1999	2004	2015
標普500指數				
最低水平（加息前3個月至全期）	444	1,247	1,064	1,865
最低水平出現日期	13/05/1994	15/10/1999	06/08/2004	12/02/2016
加息第幾次時出現	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
最高水平（加息前3個月至全期）	550	1,527	1,336	3,026
最高水平出現日期	23/06/1995	24/03/2000	29/09/2006	26/07/2019
加息第幾次出現	7	5	17	9
週期總次數	7	6	17	9
最高與最低差距（點數）	106	280	272	1,161
最高與最低差距（%）	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>26</b>	<b>62</b>
最高與最低差距（月數）	14	5	26	42
經濟衰退				
出現年份	不適用		2008	2020
開始日期			31/12/2008	30/06/2020
距離最後一次加息（月數）			<b>31</b>	<b>19</b>
開始時GDP（%）			-2.5	-9.1
結束日期			30/09/2009	31/12/2020
結束時GDP（%）			-3.1	-2.3
維持月數			9	6

資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日



就算包括第1次加息前3個月數據，加息週期中最低點平均會在加息第2次時出現，反映落實加息前市場仍未完備股票組合或採取「先沽貨、後觀望」的策略。直到落實第2次加息，更多官方或市場訊息確保週期開始後，便投入加息週期受惠股份，推高指數。而4次週期最高點全部皆在當時最低點之後，更重要是多數處於或接近最後一次加息時出現，反映堅持持倉到週期終結將有較佳回報。

加息週期最大回報值（最高與最低點差距）最少超過20%，平均見34%，最高更有62%。差距平均維持22個月，最短及最長分別是5及42個月。

市場傳出加息後美國將步入衰退。過去30年4次加息週期中出現過2次衰退，機率为50%。如果莫問因由並以衰退出現前最後一次加息作計算，分別在31個月（2008年）及19個月（2020年）後才會出現。因此，其後的衰退實在無阻加息週期中持倉的決定。

### 加息週期中首選那個板塊？

當然是金融板塊，尤其以存貸為主業的銀行股。美國聯邦利率當然是主要利率指標，但銀行業務多以LIBOR作準。過往就算美聯儲維持利率不變，LIBOR亦隨資本市場供需而變化。今年3月加息前半年，3個月LIBOR已由0.11%升至0.95%，升幅達84點子，比美聯儲加息25點子更為進取。相信沒有市場參與者反對加息已是板上定釘，只是次數與幅度的分別。而過去30年聯邦利率與3個月LIBOR的相關系數超過90%，有利金融股未來盈利。

當然風險是如果美國（甚至全球）經濟步入衰退，壞賬率上升，將打擊盈利。但上文已分析歷史上衰退並不會在加息初期發生，而且美國今天經濟仍在增長，衰退機率只有20%，而俄烏戰事亦非金融災難（詳情可參閱本刊《宏觀策略》章節）。因此，今天金融板塊的風險只屬一般水平。

在息差擴闊誘因及風險可控的情況下，金融板塊（包括銀行、保險、金融服務等）將是加息週期中的首選。

美國聯邦利率（上限）、3個月LIBOR及MSCI世界金融指數



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

### 美債息倒掛不利股市？

以2與10年期及2與30年期的美國國債息差為基準，其中1項連續兩個月出現負值（即剔除單次零星出現數據），在過去30年曾出現7次，當中標普500指數錄得6次上升，機率約86%。平均回報約2.32%，最高及最低分別是6.50%（2006年）及-3.98%（2000年），數據反映債息倒掛不利美股的論調並不成立。

債息倒掛常常比喻為經濟衰退先兆。採用同樣的數據，過去7次債息倒掛平均維持95天，最短及最長分別是7天及329天。當中只有兩次出現衰退，機率約29%。上次開始倒掛後出現衰退相距分別20個月（2008年）及10個月（2020年），反映就算出現衰退亦須平均等待15個月後才會出現。



## 股票

過去7次美債息倒掛中標普500指數表現及其後出現經濟衰退之按週數據

年份	1998	2000	2006	2006	2006	2007	2019
收益率倒掛							
開始(日期)	19/06/1998	28/01/2000	03/02/2006	09/06/2006	18/08/2006	04/05/2007	23/08/2019
結束(日期)	10/07/1998	22/12/2000	03/03/2006	04/08/2006	16/03/2007	18/05/2007	30/08/2019
維持天數	21	329	28	56	210	14	7
開始(指數)	1,101	1,360	1,264	1,252	1,302	1,506	2,847
結束(指數)	1,164	1,306	1,287	1,279	1,387	1,523	2,926
指數變化(%)	<b>5.79</b>	<b>-3.98</b>	<b>1.84</b>	<b>2.16</b>	<b>6.50</b>	<b>1.14</b>	<b>2.79</b>
經濟衰退							
年份	不適用					2008	2020
開始(日期)						31/12/2008	30/06/2020
距離上次開始倒掛(月數)						<b>20</b>	<b>10</b>

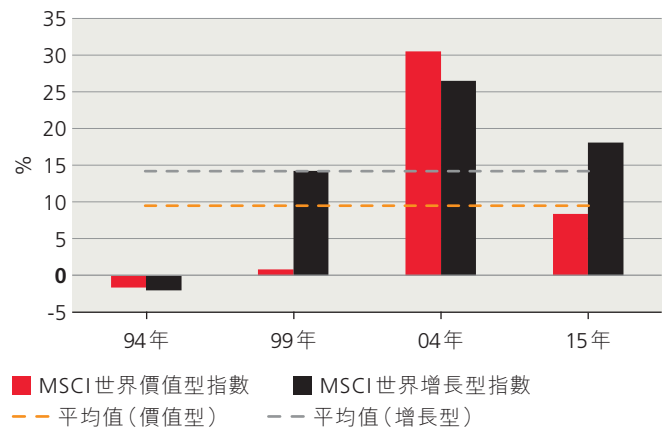
資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

## 加息週期中價值型比增長型表現更佳？

傳統上加息是在經濟繁榮時實施，反映由衰退進入擴張階段的經濟週期，有利價值型股份。透過上述同樣的數據，4次加息週期的平均回報率，增長型(14.2%)比價值型(9.5%)更佳。但優勝次數平分秋色，各佔2次。反映傳統智慧並非言過其實，但亦不能盡信。

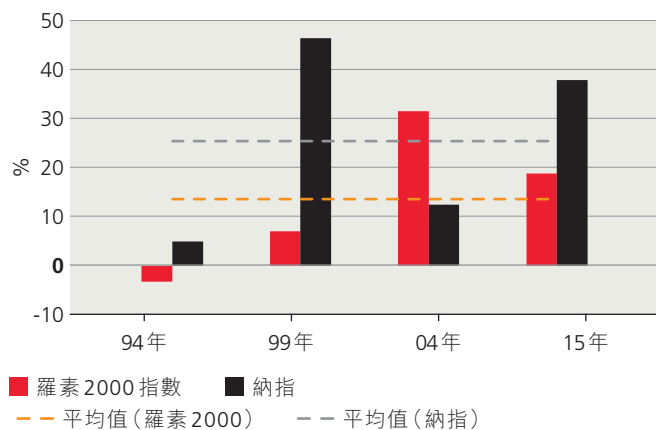
如以羅素2000及納指作為增長股的代表，採集同樣的數據，結果顯示平均回報率中納指(25.4%)比羅素2000(13.5%)更佳，反映增長股中小型股不一定比大型股優勝，亦可回應加息週期中納指比標普500及道指表現更佳的分析(詳情可參閱上季《股票》章節)。另外，回報上納指與羅素2000指數表現最大差距在1999年出現，相信與當時科網熱潮有關，反映增長型股份較受消息及板塊趨勢影響。

## 加息週期中MSCI世界價值型及增長型指數表現



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

加息週期中羅素 2000 指數及納指表現



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

今天美股估值比過去加息週期更高？

以標普 500 指數預測市盈率作基準，今天約 19 至 20 倍，比普遍在 14 至 18 倍 (剔除 1999 年超過 25 倍) 的週期平均值高出 10 至 20%。但考慮到指數成份股結構轉變，比歷史

偏高一點亦可接受。加上比較近 5 年平均值 (19.8 倍)，現估值不算便宜，但亦非昂貴。變化方面，4 次週期中普遍下跌，但平均跌幅只有 0.6 倍，最大及最小變化都是 2 倍，相比總平均值 (18.5 倍) 約 11%，實屬普遍股市波動之內。

以市賬率為基準，數據上 4 次週期中有 3 次上升，最大變化在 1999 年 (0.5 倍)，但因市賬率基數較小 (單位數)，如以幅度計算，普遍波動約 5 至 10%，與預測市盈率結果相若。今天市賬率約 4.3 至 4.5 倍，比近 5 年平均值 3.6 倍高出約 20%，比較 4 次週期的總平均值 3.3 倍，更高出約 30%。因此，估值偏高在市賬率數據上是成立的。

綜合分析，今天美股盈利能力與過去週期時相若，只是賬面值在不同原因 (歷年來量寬) 或計算 (會計紀錄變化) 下偏高。未來企業盈利能力當然會受外圍 (戰事) 及內部問題 (通脹) 影響，但預期在盈利核心轉移 (金融/原料類偏強、工業/基本消費偏弱) 及資金板塊輪動 (由高估值流向低估值) 的變化下，指數整體大幅下跌的機會不大。

過去 4 次加息週期中標普 500 指數預測市盈率及市賬率表現

年份	1994	1999	2004	2015
加息週期				
開始 (日期)	04/02/1994	02/07/1999	02/07/2004	18/12/2015
結束 (日期)	03/02/1995	19/05/2000	30/06/2006	21/12/2018
維持月數	12	11	24	37
預測市盈率 (倍)				
開始加息時水平	14.5	23.8	16.7	17.4
結束加息時水平	13.9	25.8	14.8	15.4
變化	-0.6	2.0	-1.9	-2.0
平均值	14.5	25.3	16.1	18.0
<b>總平均值</b>	<b>18.5</b>			
市賬率 (倍)				
開始加息時水平	2.5	4.5	2.8	2.8
結束加息時水平	2.5	5.0	2.7	3.0
變化	0.0	0.5	-0.1	0.2
平均	2.5	4.8	2.8	3.0
<b>總平均</b>	<b>3.3</b>			

資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日



股票

實質負利率期間支持美股造好？

泰勒規則(Taylor Rule)是透過通脹及失業的實質數據與官方目標比較，加上中性利率(Neutral rate)後得出理論性或應有利率。假設通脹指標外其他條件不變，以核心個人消費支出(Core PCE)作為通脹代表，泰勒規則預計美國今天應有利率為10.51%。如以基本消費者物價指數(CPI)為代表，應有利率更見高14.25%。反映通脹率創40年新高後，美聯儲如何加息都追不上通脹升幅，短期內實質負利率將會持續。

以美國聯邦利率減去基本CPI為「實質利率」及以兩年期為基礎的「實質收益率」為基準，過去20年按月數據顯示，實質利率及實質收益率出現負值的比例約72及67%，反映自2000年起多次量寬，利率持續下調帶來的結果。兩項負利率與標普500指數觀感上走勢背馳，相關系數卻分別是負37%（實質利率與標普）及負44%（實質收益率與標普），數據上支持但並非絕對的關係。

如果進一步抽取指數上升而兩項負利率同時出現的按月數據，同一個月出現的機率約43%，與相關系數結果相若。但如果以某一段時間的平均值去計算，3、6及12個月平均出現的機率分別是49、53及58%，指數出現正回報的機率隨負利益持續時間上升。反映實質負利率期間支持美股造好的論調在長期而非短期成立。

標普500指數、實質利率及實質收益率(2年期)



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

雖然在負利率持續下現金購買力將被蠶食，未來現金投入有形資產以抵銷或減少通脹的影響將維持，有利股市氣氛。但外圍局勢及全球經濟不明朗下投資者不宜過份進取。以中庸態度去部署，預期高派息類股份及房託，尤其公用性（醫院、機場或政府項目）及商業性（酒店、購物中心或數碼中心）表現較佳。

<sup>18</sup> 見投資公司協會網站，<https://www.ici.org/research/stats/weekly-combined>

MSCI世界高息股指數及房託指數與實質利率及實質收益率(2年期)



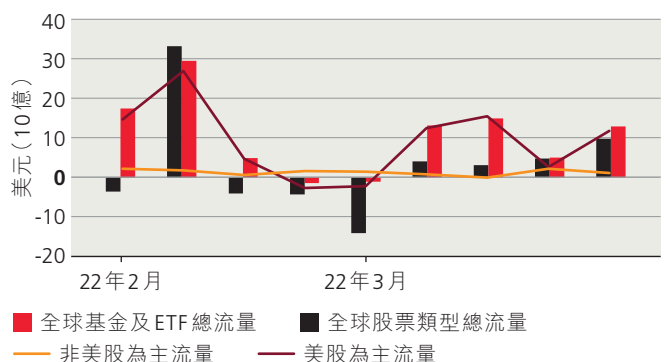
資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

資金最實際

投資公司協會(ICI)成員包括美國互惠基金、交易所買賣基金(ETF)、封閉式基金和單位投資信託，及在歐洲、亞洲和其他司法管轄區提供的可轉讓集體投資計劃(UCITS)和類似基金，把美國及海外總資產管理值的變化按月發表報告<sup>18</sup>。3月份數據顯示由2月2日至3月30日共9週，按週全球總管理資金額(包括股票、債券、商品等類型)大幅波動，2月9日當週流入約332億(美元，下同)後俄烏戰事爆發。3月2日當週恐慌情緒急升，總流出量達141億，之後又再穩步回升。同一時段股票類型表現卻比較正面，就算3月2日當週只流出10億，其他按週普遍錄得100億流入。9週內整體總流入共290億，但股票類型卻有950億，反映國際資金仍鍾情股票類型，而資金亦正由其他類別流出。若把股票類型分為美股及非美股類，9週內非美股類變化不大，但美股類卻急升急跌。但最終美股類在過去9週共有830億流入，非美股類只有130億。

俄烏戰事、互相制裁、緊縮政策、估值過高、滯脹陰霾、中國衰退等等數之不盡的負面因素不絕於耳，流言蜚語及謠言打擊全球投資氣氛，但過去9週資金卻透過不同途徑不斷流入股市，尤其美股。明修棧道，暗道陳倉，永遠是最佳投資策略之一。

全球基金及ETF與不同類別的資金流量



資料來源：投資公司協會，數據截至2022年3月31日

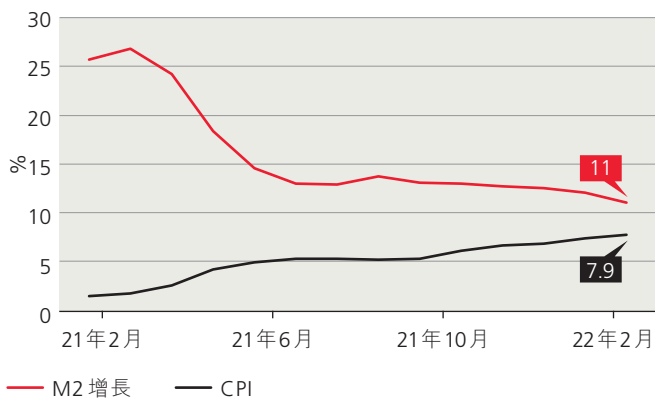
## 中國及亞洲股市展望

### 美國通脹高企，美聯儲加快加息

2022年首季，環球市場表現波動，市場擔憂美聯儲加快加息步伐，美股由高位調整，亞洲市場亦受壓。美國通脹壓力自去年起持續升溫，新冠疫情引致供應鏈緊張和能源價格上升，2月美國消費物價指數(CPI)按年升7.9%，創40年來的最高紀錄。美聯儲對加息態度愈趨「鷹派」，甚至有意見認為要在3月的議息會議上一次過加息半厘，最終採較循序漸進的策略，在3月加息0.25厘，加息周期正式展開。

東亞聯豐相信通脹將於2022年成為長期趨勢，市場普遍預期今年餘下6次會議均會加息，讓基準利率逐步回到疫情爆發前水平。儘管全球個別主要央行已急不及待率先自行收緊銀根(如英國、紐西蘭和南韓等)，但市場資金仍然充裕，相信可抵銷市場震盪，減低大幅下挫的機會。我們相信全球股市進入中期的成長周期，在2021年盈利強勁反彈後，2022年盈利仍有適度增長。

#### 美國M2增長對比CPI — 美國M2增長大減而CPI卻上揚



資料來源：聖路易斯聯儲銀行，數據截至2022年2月

### 地緣政治不穩，不確定性倍增

2月下旬爆發的俄烏衝突，亦為美聯儲控制通脹帶來新變數。衝突爆發後，美國對俄羅斯實施範圍廣泛的制裁，包括將俄羅斯在SWIFT金融數據網絡中剔除，以及能源制裁和反制行動。在此背景下，為本已受價格上升壓力和主要經濟體收緊貨幣政策影響的全球復甦添加新的難題。從歷史說明，突如其來的地緣政治事件，至少令短期擔憂情緒升溫。歐洲市場遭受重創，下行趨勢影響歐元表現，英鎊前景取決於經濟表現和英倫銀行貨幣政策。

東亞聯豐投資團隊貫徹風險監控管理，時刻密切關注市場情況，特別是估算該事件將持續多久(即入侵可能的持久性)，以及制裁的幅度。整體而言，至現時投資者受到地緣政治的影響非常有限，風險是可控的。

### 中國經濟增長，目標「保5」

美國主要的挑戰是通脹，中國則面對經濟下行壓力。2021年中國國內生產總值(GDP)增長為8.1%，但增速由首季18.3%，次季7.9%，第三季4.9%，放緩至第四季的4%。面對新冠疫情，中國採取「動態清零」政策，實施嚴厲的封鎖措施，致力降低確診數字。加上中國政府收緊對房地產、互聯網、教育等多個行業的政策，種種舉措對經濟活動的負面影響逐步浮現。

今年中國政府對經濟增長定下較保守的目標，國務院總理李克強在3月全國「兩會」提出的政府工作報告指出，將今年中國經濟增長目標定在5.5%左右。儘管增長稍為放緩，但當市場完成整合後，或政府發出鬆綁的積極政策信號時，內房信貸環境方有望得以改善。

全球正面對氣候變化問題，中國近年定下「2030年碳達峰，2060年破中和」目標。「兩會」期間，綠色低碳話題成為亮點，我們相信在這大勢所趨下，太陽能、新能源汽車、鋰電池等領域需求度走高，收入增長潛力強勁且長期趨勢良好。

### 亞洲股市市盈率偏低，潛力備受關注

東亞聯豐相信加息初期對股市影響不大，從整體策略上來說，我們仍看好股票，對債券繼續維持較保守態度。當經濟及政策上開始明朗化時，我們開始增加部署落後市場的比重，並放眼經濟重啟後受惠的優質出口商和消費品牌，而新能源板塊(包括太陽能、電動汽車)，以至虛擬實境(VR)、擴增實境(AR)板塊仍會造好。亞洲股市的市盈率偏低，潛力備受關注。我們對亞洲市場維持正面看法，當中以澳洲股市的表現相對強韌。澳洲的GDP經歷了近30年的持續增長，只是在疫情爆發後才首度出現輕微收縮，反映本土需求強大，經濟發展穩健。加上良好企業管治，有質素的企業為數不少。我們尤其看好澳洲資源股。

此外，東南亞的市場潛力亦不容忽視。印度政府力推全國數碼化的發展，電商引入網購新機制，疫情推動網上消費，令當地的電子商貿發展如雨後春筍。全球氣候暖化令多國加入減碳行列，此趨勢令印度不少再生能源企業受惠。印尼製造業持續改善勢頭，加上受惠商品出口，令貿易順差維持在歷史高位。此外，印尼房地產業成功由高端路線轉至大眾化市場及優化行業基本面，我們認為經過2021年強勁增長之後，置業者的需求依然強勁。

## 股票

## 香港股市短期波動難免

## 恒生指數與標普500指數



資料來源：彭博，數據截至2022年3月

2021年，儘管美國市場走勢強勁，香港股市卻並未有跟隨。踏入2022年首季，香港股市更可謂驚濤駭浪。新冠變種病毒Omicron自2月起在香港迅速擴散，確診數字急升，在3月上旬更創下每天逾5萬宗確診的紀錄。政府大幅收緊限聚措施，對香港的零售、飲食等行業帶來沉重打擊。疫情惡化、美國加息壓力、地緣政治不穩導致商品價格上升及引發通脹升溫、美國證券交易委員會將5家中概公司列入「初步下市名單」，以及中國監管舉措等各種憂慮，令恒生指數在1個月內急瀉6,300點，見10年低位。至3月中旬，國務院副總理劉鶴在金融穩定會議中作出回應，同時表明「中國政府繼續支持各類企業海外上市」，恒指大致回穩，重上2萬點。

香港房地產行業在未受中國房地產政策影響下，良好資本管理及具抗禦能力的香港企業可看高一線。澳門博彩業在新冠疫情反覆的情況下，令通關仍存在不確定性。另外，內地政府對貴賓博彩業方針有重大改變，投資者應對澳門博彩股持謹慎態度。

本文由東亞聯豐投資管理有限公司(「東亞聯豐投資」)編製，僅供參考之用。東亞聯豐投資並不以此資料邀請作任何行動，或提供任何建議或推介。本文或其內容並不構成任何促使、邀請、廣告、誘因、承諾、保證或作出任何類型或形式的代表及東亞聯豐投資就此表明並不為此負上相關責任。本文所載資料根據東亞聯豐投資認為可靠並以「現況」的基礎下提供。即使竭盡所能力求準確，東亞聯豐投資及其轄下董事/職員並不為其內容的準確性、完整性或時間性負上任何責任。所載資料乃屬東亞聯豐投資擁有。未經東亞聯豐投資事先書面同意，本文或其任何內容均不可予以複印或分發予第三者。本文未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

東亞聯豐投資為東亞銀行有限公司及德國德聯豐投資(Union Asset Management Holding AG)在2007年成立的合營公司。





## 免責聲明

## 免責聲明及重要通知

本文件由東亞銀行有限公司(「東亞銀行」)和東亞聯豐投資管理有限公司(「東亞聯豐投資」)編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據大眾可取得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

有關資料所表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。

東亞銀行會按需要更新已發佈之研究。除了定期發佈的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發佈其他報告，不作另行通知。

東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失(不論屬侵權或合約或其他方面)概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

投資決定是由閣下自行作出的，但閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式(包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介)進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。

本文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

東亞聯豐投資為東亞銀行及德國德聯豐投資(Union Asset Management Holding AG)在2007年成立的合營公司。

東亞銀行(中國)有限公司(「東亞中國」)是東亞銀行在內地註冊成立的全資附屬銀行。