

## 歌舞昇平

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





## 歌舞昇平

上季標題是《駕馭風浪》，意謂面對高波動環境更須冷靜思維，突破盲點，拿捏平衡後尋找中長線投資機會。當時預測俄烏戰事焦點放在歐美與俄方互相制裁上較勁，時間比戰事更長久，同時刺激商品價格上升。制裁有利其他商品出口國奪取俄羅斯在全球份額，加上供應鏈繃緊，支持上游業務及擁有全線(上/中/下游)業務企業的未來盈利，支持股價造好。美國中期選舉臨近，中美關係再度緊張並蔓延到亞洲地區，不利中美兩地上市或周旋於兩國的股份，但「鬥而不破」始終不變。疫情進入瓶頸階段，落實「與病毒共存」將成復甦模式，有利休閒娛樂及國際旅遊板塊。歷史上美股將在第3次加息後見底反彈，升勢持續至週期末段，支持金融、高息及房託股份。過去預測大致與今天結果相若。

本季標題是《歌舞昇平》，意謂第三季全球最大兩個經濟體將舉行領導層選舉，結果對未來全球經濟走向至關重要。可是疫情及戰事衝擊國內經濟，民怨火舌始終不利選情。選舉臨近，外交風煙四起，但預期執政者將回歸內政，推出更多利民措施，扭轉經濟頹勢及刺激全球投資氣氛。地緣局勢緊張造就亞洲國家漁人得利，趁機繞道超車，爭取經濟及國際話語權。歐美成熟市場迷糊在「自證預言」衰退的氛圍之中，但數據預示「跌幅可控，升勢可期」跡象。大波幅狀態中板塊投資更要攻守兼備，平穩過度。

至於歌舞昇平後是否代表國泰民安，則視乎最終選舉結果。如今如火如荼之際，一切都只是後話了。

### 中美國內選舉：歌舞昇平

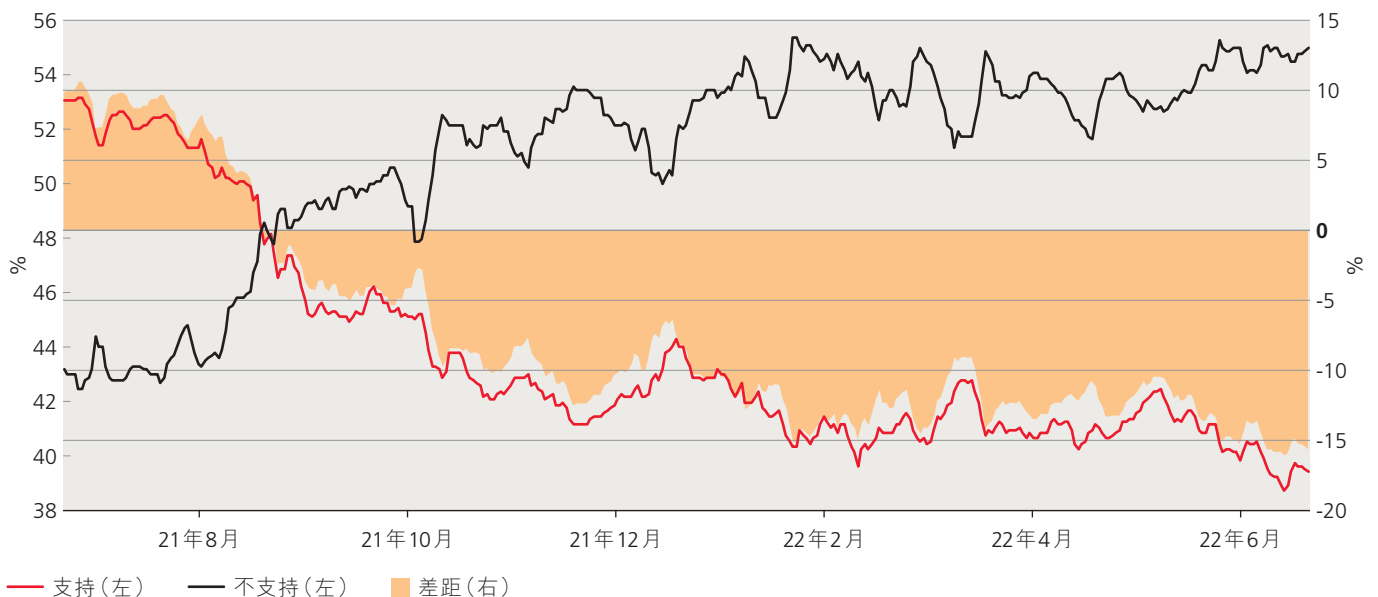
5月舉行的世界經濟論壇中<sup>1</sup>，美國前國務卿基辛格分析對當今世界分裂環境時強調，俄烏衝突將重塑世界秩序。烏克蘭曾是歐俄之間的橋樑，重塑後世界將進入重新劃分的空間。俄羅斯被完全孤立並疏遠歐洲後尋求別處建立永久聯盟，這可能導致類似冷戰的外交距離，使我們倒退幾十年。各方應盡快進行和平談判，爭取和平。

當今局勢猶如東漢末年，群雄割據，諸侯混戰。雖然形勢未至三國鼎立，但至少中美兩國不論在世界政治及經濟上舉足輕重。下半年兩國將舉行領導層有關選舉，結果將主宰未來全球經濟走向。

### 美國中期大選：回歸內政

今年美國中期大選在11月8日舉行。參考Real Clear Politics編制對總統拜登支持度民調，截至6月20日，結果顯示支持與不支持分別是39.6及54.9%，差距由3月20日負13.3%擴大至負15.3%。形勢對拜登政府不利。

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6月20日

<sup>1</sup> 見世界經濟論壇網站，<https://www.weforum.org/agenda/2022/05/kissinger-these-are-the-main-geopolitical-challenges-facing-the-world-right-now/>

上季預測當內政不順，外交操作將成為執政黨選舉工程的前期重心，俄烏戰事爆發更正中下懷。參考過去10次中期選舉年，國際戰事時有發生，例如特朗普時代空襲敘利亞（2018年）、奧巴馬時代轟炸伊拉克（2014年）、喬治HW布殊時代波斯灣戰爭（1990至1991年）等。但過去10次中期選舉中只有1次同一政黨能橫掃總統及兩院控制權，這是2002年共和黨喬治W布殊，當時正值2001年「911事件」後的中期大選。雖然戰事有利團結國民並支持執政黨，但歷史反映對選舉結果幫助不大。

話雖如此，今次俄烏戰事令歐洲經濟重心西移，亦團結盟國立場，更令堅持中立地位200年的芬蘭及瑞典申請加入北約，同時有意短期內與中國國家主席習近平通話，拜登從外交上可謂贏了一仗。

選舉前期重心放在外交操作，後期理當回歸民心所向及本土問題或議題。

美國蒙莫斯大學（Monmouth University）在5月12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>，清晰表示支持共和黨（36%）或民主黨（34%）的受訪者數量不相伯仲，沒有政黨偏好或遊離者中，最新民調顯示有12%支持共和黨和10%支持民主黨。兩項數字合共有48%支持共和黨和44%支持民主黨，結果仍然旗鼓相當。約60%受訪者表示讓心儀政黨控制國會是非常重要的，但只有15%認同今天國會表現，低於3月份21%，另有77%不認同表現。

民調顯示今天受訪者最關注的6個議題，分別是墮胎（35%）、移民政策（33%）、槍支管制（32%）、經濟政策（31%）、醫療保健（30%）和稅收（24%）。當要求選擇最重要議題時，經濟政策（26%）和墮胎（25%）最受關注，其次是醫療保健（16%）和移民政策（14%），較少人選擇槍支管制（9%）或稅收（8%）。

家庭開支方面，58%受訪者表示難以支付汽油價格，難以支付雜貨賬單及稅單分別有52及51%，難以支付抵押貸款或租金只有37%。

綜合結果，經濟和墮胎問題取代醫療保健成為選舉首要關注點。家庭開支關注度上升，尤其大多數受訪者表示很難支付汽油費。認同總統拜登工作表現過去6個月持續下跌（民調比較，詳情可參閱上季《股票》章節）。

民調顯示美國選民最關心是經濟政策和墮胎議題，關注度各佔約四分之一，即近共一半選票落入其中，勢將成為民主共和兩黨兵家必爭之地，當中成敗將左右最終選舉結果。近期火熱的墮胎議題令美國滿城風雨，當中意識形態及法律爭議不在經濟及投資分析之列。但民調顯示經濟政策，尤其與食品及能源有關問題已直接影響民生，對中間遊離選民最為重要。眼前手執「藍色浪潮」優勢的拜登政府預期短期內將推出惠民政策，主動出擊贏取民心。

總統拜登近期多次在民生議題上發言，「回歸內政」可見一斑：

- 與美聯儲主席鮑威爾及財長耶倫會面<sup>3</sup>，討論如何壓抑通脹；
- 提出減免汽油稅3個月<sup>4</sup>，被批評杯水車薪，但聊勝於無；
- 計劃7月出訪中東並與沙地阿拉伯討論原油供應問題<sup>5</sup>；
- 指示商務部研究撤銷部份不利美國經濟的對華關稅<sup>6</sup>，支持國內營商環境；
- 提出兩黨合作的長期基建法案<sup>7</sup>，創造就業及改善民生。

最終能否落實議案並非重點，投票前社會歌舞昇平有利選舉。經濟樂觀情緒投射在股市上，有利美股後市走勢，尤其民生相關板塊。

<sup>2</sup> 見美國蒙莫斯大學網站，[https://www.monmouth.edu/polling-institute/reports/monmouthpoll\\_us\\_051222/](https://www.monmouth.edu/polling-institute/reports/monmouthpoll_us_051222/)

<sup>3</sup> 見美國白宮網站，<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/speeches-remarks/2022/05/31/remarks-by-president-biden-before-meeting-with-treasury-secretary-janet-yellen-and-federal-reserve-chair-jerome-powell/>

<sup>4</sup> 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2022/06/22/biden-calls-on-congress-to-suspend-gas-tax-what-that-means-for-prices.html>

<sup>5</sup> 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2022/06/14/politics/biden-trip-to-saudi-arabia-and-israel/index.html>

<sup>6</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/all-options-table-china-tariff-review-ustr-official-says-2022-06-02/>

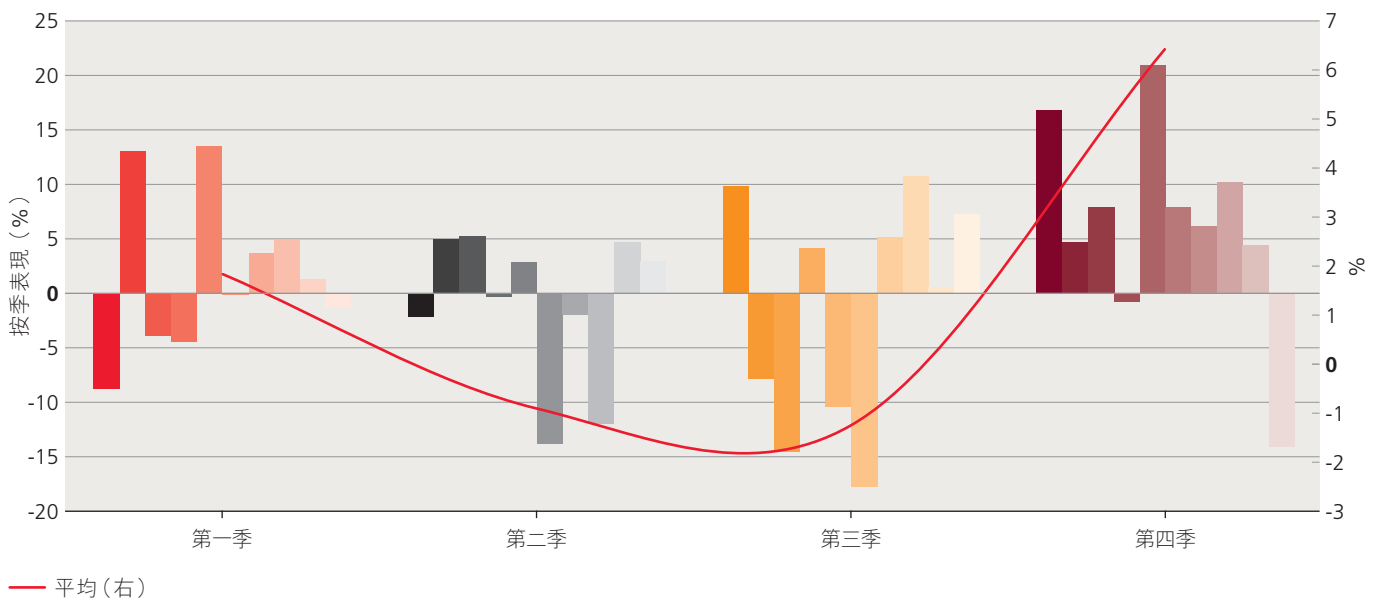
<sup>7</sup> 見美國白宮網站，<https://www.whitehouse.gov/bipartisan-infrastructure-law/>

股票

分析從列根(Ronald Reagan)到特朗普(Donald Trump)時代，過去10次中期大選年內標普500指數按季表現，顯示第一及二季平均回報持續下跌，並在第三季見底後反彈，第四季走勢急升。加上第三及四季升幅次數比例為60及80%，反映11月選舉前標普500指數表現普遍向好，亦比上半年表現較佳。但值得注意的是第三(10.4%)及四季(9.5%)平均標準差比第一(7.2%)及二季(6.8%)較高，反映當時大波動中反覆向好走勢。截至6月23日，今年第一及二季表現分別下跌約5及16%，走勢吻合歷史表現。「置之死地而後生」戰術套用在選舉年間美國股市表現亦見奏效。



過去10次中期大選年內標普500指數按季表現

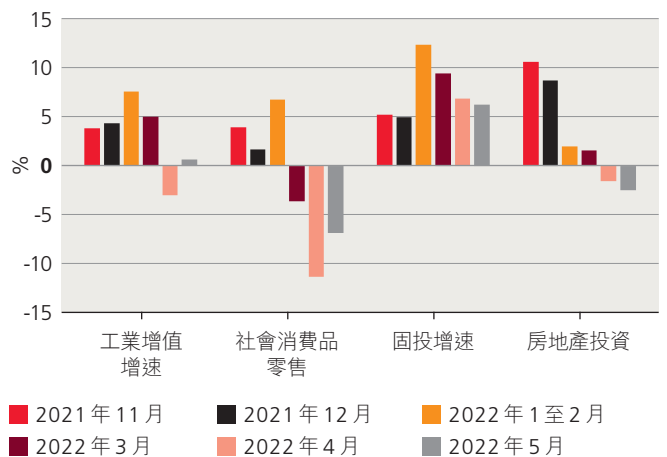


資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

中國「二十大」：穩中求進

中國共產黨第二十次全國代表大會(簡稱中共二十大)將於2022年10月在北京舉行。會議將召開中國共產黨第二十屆中央委員會第一次全體會議，選舉產生中共中央總書記、中央政治局、中央政治局常務委員會、中央書記處及中央軍事委員會。簡單而言，大會將選出未來5年中國領導層，對經濟大方向帶來重要啟示。市場普遍預期現任總書記習近平將會連任，對近年提倡「一帶一路」、「共同富裕」及「國內國際雙循環」等政治和經濟概念得以延續，有利經濟持續發展。

中國主要經濟指標過去6個月表現



資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

近月疫情在多個城市迅速蔓延，各省市立刻採取閉環式管理或封城等抗疫措施<sup>8</sup>，對經濟頓時打擊尤其明顯。過去6個月中國經濟主要指標普遍在今年2月開始走弱，尤其與禁足有關的社會消費品零售影響最大。

有見及此，總理李克強緊急召開有約10萬名幹部參與的視像會議，主題為「穩住經濟大盤」。並實施共33項刺激經濟措施<sup>9</sup>，節錄主要政策如下：

- 實施存量和增量全額留抵退稅，增加退稅1,400億元（人民幣，下同），全年退及減稅目標2.64萬億元；
- 中小微企業個體工商戶和特別困難行業緩繳養老等社保費用政策延至年底，預計緩繳額度3,200億元，國家融資擔保基金再擔保合作業務新增1萬億元以上；
- 普惠小微企貸款支援工具額度和支援比例增加1倍。對中小微企業個體工商戶貸款、貨車貸款、個人房貸消費貸款，支持銀行年內延期還本付息；
- 階段性減低部份乘用車購置稅600億元，並視乎當地情況支持剛性和改善性住房需求；
- 優化復工達產政策，保障貨運通暢，取消來自低風險疫區通行限制，一律取消不合理規定和收費，並有序增加國內國際客運航班。

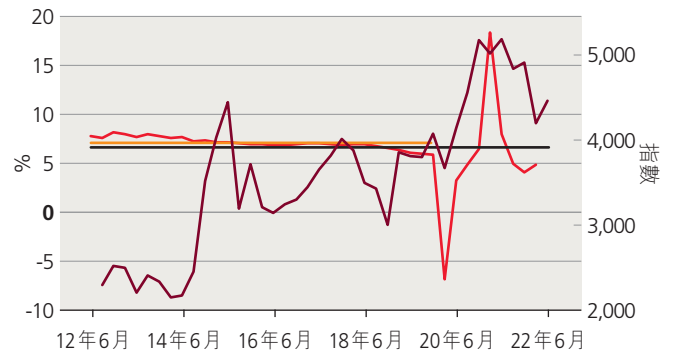
根據國家統計局在6月15日報告中顯示<sup>10</sup>，經過各方統籌疫情防控後經濟形勢總體向好，生產需求逐步恢復，就業物價總體穩定，主要指標邊際改善，經濟呈現恢復勢頭。

距離「二十大」不足半年，面對複雜嚴峻的國際環境和國內疫情帶來的衝擊，預期上述33項措施將漸見成效，扭轉經濟劣勢。下半年急起直追，達至年內國內生產總值（GDP）增長5.5%左右的目標。就算短期內再出問題，預期中央將果斷及高效地應對。「維穩」概念下砥礪前行，國泰民安，讓經濟順利過渡「二十大」會議。

回顧過去10年，跨越主席習近平領導的前2次全國代表大會（2012年「十八大」及2017年「十九大」），中國經濟平穩發展，每年GDP增長走勢與疫前平均增長率約7%差距甚微。期間滬深300指數反覆走高，7.5年間上升79%，年化

率約8%增長，升幅與GDP增長相若。反映資本市場服務實體經濟的概念外，只要GDP增長維持穩定，不追求高速增長，內地股市自然穩步發展。即使計算疫情影響，GDP增長的10年均值都有約6.6%，反映中國經濟高韌性的特質。因此，上半年受疫情肆虐及外圍因素影響，第一季GDP增長約4.8%，第二季表現預期並不理想，滬深300指數已由高位最多下跌約20%。正如國家統計局預測，第三季各分類指標重拾動力，下半年GDP增長或能追回早前失地。根據本行經濟研究部預測，國內政策將繼續從財政和貨幣政策等方面推動，以抵禦內外對經濟衝擊，加快復甦步伐。預期今年內地經濟增長達到5%左右，通脹則維持溫和於大約2%（中國經濟預測，詳情可參閱本季《宏觀經濟》章節）。相信滬深300指數反彈可期，下半年表現將比上半年佳。

中國GDP（按年）與滬深300指數



— 中國GDP增長（按年）(左)    — 十年均值(GDP)(左)  
 — 疫前均值(GDP)(左)    — 滬深300指數(右)

資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

### 亞洲股市：黃金機遇

正當歐美主要經濟體陷入滯脹的泥沼時，以中國為首的亞洲經濟剛好相反，正進入經濟學中「金髮女孩經濟」（Goldilocks economy）維度，即高增長下通脹和利率較低，一切經濟條件剛剛好，萬事恰到好處的意思。經濟底氣十足，支持當地投資市場。

當今世界主要經濟體都曾經沐浴過太平盛世，例如80年代日本、90年代歐盟及2010年代美國。當時股市受惠當地經濟起飛而持續走高，藉此建立在全球股市的領導地位及聲譽，為日後進一步經濟及資本市場發展奠定良好基石。

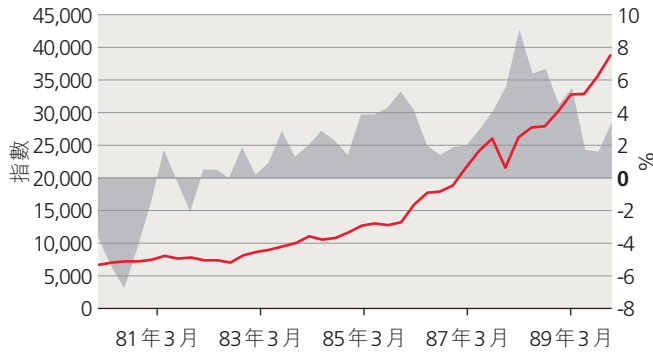
<sup>8</sup> 見中國政府官方網站，<http://big5.www.gov.cn/gate/big5/www.gov.cn/fuwu/zt/yqfwzq/yqfkbkt.htm>

<sup>9</sup> 見中國政府官方網站，[http://www.gov.cn/zhengce/2022-05/24/content\\_5692037.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2022-05/24/content_5692037.htm)

<sup>10</sup> 見國家統計局網站，[http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/202206/t20220615\\_1858258.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/202206/t20220615_1858258.html)

股票

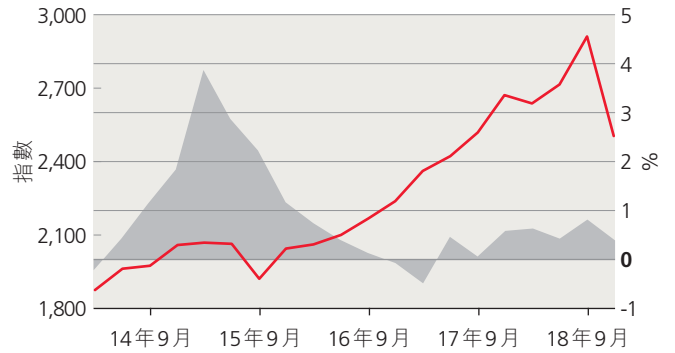
80年代日本 GDP 與 CPI 差距及日經 225 指數



— 日經 225 指數 (左)    ■ GDP 與 CPI 差距 (右)

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 6 月 23 日

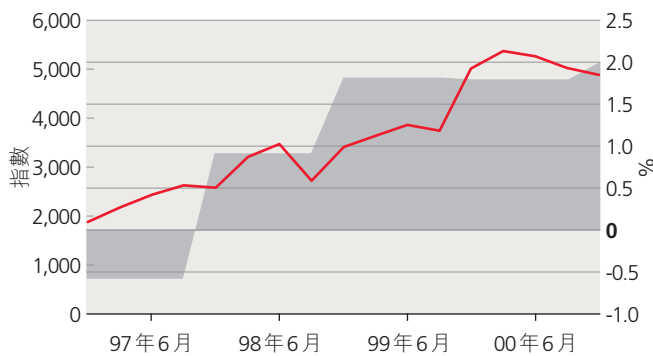
2010年代美國 GDP 與 CPI 差距及標普 500 指數



— 標普 500 指數 (左)    ■ GDP 與 CPI 差距 (右)

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 6 月 23 日

90年代歐盟 GDP 與 CPI 差距及歐洲 STOXX50 指數



— 歐洲 STOXX50 指數 (左)    ■ GDP 與 CPI 差距 (右)

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 6 月 23 日

時移世易，2000 年後以中國為首的亞洲經濟邁步向前。截至 2020 年，亞洲首 10 大 GDP 總量（簡稱「亞洲十國」）佔全球超過 30%，比美國高約 30%，比歐元區高超過 1 倍。亞洲整體外匯儲備豐厚，抵禦外圍衝擊能力及韌性比 2000 年前更強（詳情可參閱上季《債券》章節）。

即使今天疫情疊加俄烏戰事拖垮 G7 國家經濟，GDP 增長下降同時消費物價指數 (CPI) 上升，滯脹風險揮之不去。但對戰事保持中立態度及擁有雄厚資源的中國及個別南亞國家，未受高商品價格或流動性陰霾影響，GDP 增長高於通脹，即實質經濟及國內可支配資源增長平穩，吸引長線資金投資，有利當地股市。

亞洲十國及 G7 國家最新按年 GDP 及 CPI 數據

亞洲十國	GDP (%) (3月)	CPI (%) (5月)	G7 國家	GDP (%) (3月)	CPI (%) (5月)
中國	4.8	2.1	美國	3.5	8.6
日本	0.4	2.4	加拿大	3.5	7.7
印度	4.1	7.0	英國	8.7	9.1
南韓	3.0	5.4	法國	4.5	5.2
印尼	5.0	3.6	德國	3.8	7.9
泰國	2.2	7.1	意大利	6.2	6.8
菲律賓	8.3	5.4	日本	0.4	2.4
新加坡	3.7	5.6			
馬來西亞	5.0	2.8			
越南	5.0	2.9			

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 6 月 23 日



集中分析通脹差異，當前風險源於商品推升生產物價，再傳導至消費物價。當中的傳導性可觀察各國生產物價指數 (PPI) 與CPI差距，數據顯示G7國家PPI高企問題其實比CPI更糟糕，受俄羅斯反制影響下歐洲國家的差距更高見雙位數增長。消費疲弱迫使生產商不能提價，最終唯有結業或破產，反映歐洲股市風險比G7其他國家更高(通脹風險，詳情可參閱本季《宏觀策略》章節)。

反觀資源豐富的亞洲十國，中國在「內循環」目標下成為自給自足的大國。國家糧食和物資儲備局早在去年11月時公開表示「確保口糧絕對安全」<sup>11</sup>，多年前領導層擔心的豬肉和菜價問題早已銷聲匿跡。其他亞洲國家領導層亦為商品價格急升迅速把關，例如印尼在5月初禁止棕櫚油出口<sup>12</sup>及馬來西亞宣布從6月開始削減肉雞出口<sup>13</sup>。

根據最新PPI及CPI數據顯示，兩者差距在亞洲7個國家中有4個低過5%，印尼及菲律賓甚至低過1%。雖然馬來西亞及越南未有提供數據，但作為資源及農產品出口大國，預期差距應與其他南亞國家相若(或低過5%)。在俄烏戰事及供應鏈緊張短期內未能解決的前提下，亞洲較歐美股市的極端風險低。



集中分析經濟增長，根據世界銀行為不同新興市場地區預測今明兩年的經濟增長顯示，6個地區中亞洲佔據首次兩席，預期東亞太平洋地區今明兩年分別增長4.4及5.2%。南亞地區更標青，今明兩年增長6.8及5.8%。數據中只有歐洲中亞地區預測今年下跌2.9%，明年反彈見1.5%。

亞洲十國及G7國家最新按年PPI、CPI及其差距數據

亞洲十國	PPI (%)	CPI (%) (5月)	差距 (%)	G7國家	PPI (%)	CPI (%) (5月)	差距 (%)
中國	6.4 (5月)	2.1	4.3	美國	16.7 (5月)	8.6	8.1
日本	9.1 (5月)	2.4	6.7	加拿大	15.0 (5月)	7.7	7.3
印度	15.9 (5月)	7.0	8.9	英國	14.8 (5月)	9.1	5.7
南韓	9.7 (5月)	5.4	4.3	法國	27.8 (4月)	5.2	22.6
印尼	4.2 (4月)	3.6	0.6	德國	33.6 (5月)	7.9	25.7
泰國	13.3 (5月)	7.1	6.2	意大利	44.1 (4月)	6.8	37.3
菲律賓	6.1 (4月)	5.4	0.7	日本	9.1 (5月)	2.4	6.7
新加坡	N/A	5.6	N/A				
馬來西亞	N/A	2.8	N/A				
越南	N/A	2.9	N/A				

資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

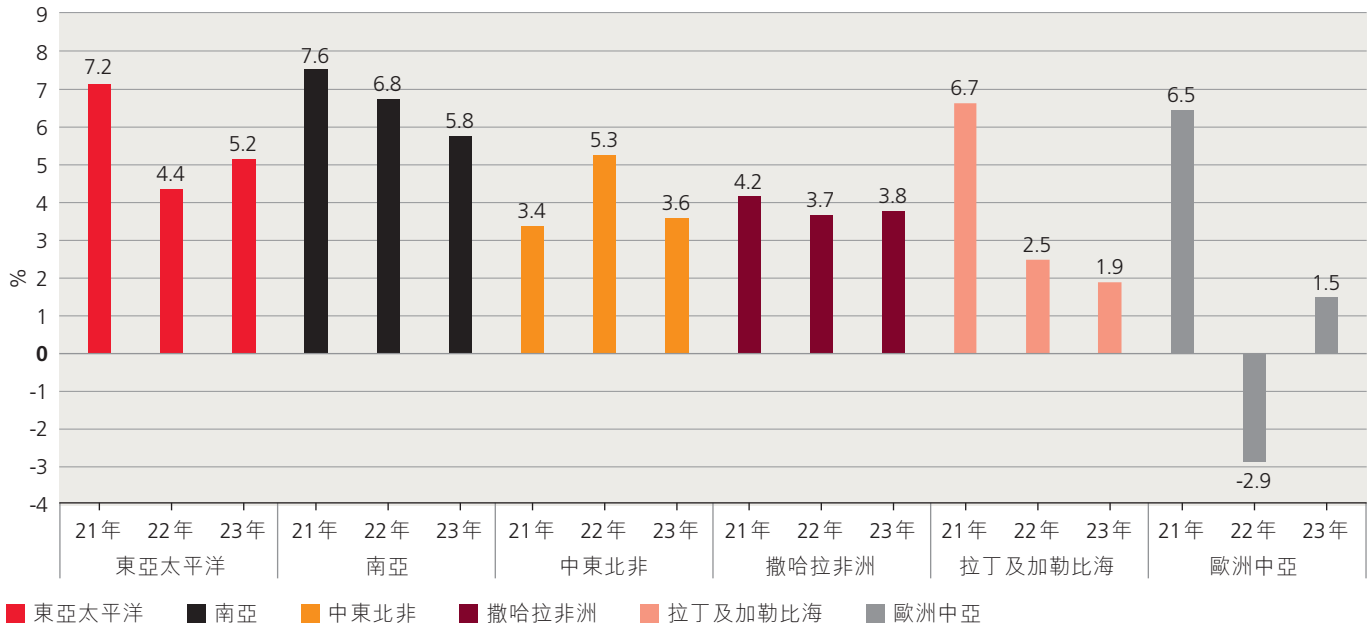
<sup>11</sup> 見人民網網站，<http://finance.people.com.cn/BIG5/n1/2021/1104/c1004-32273257.html>

<sup>12</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/commodities/indonesias-stop-start-controls-palm-oil-exports-2022-05-24/>

<sup>13</sup> 見BBC網站，<https://www.bbc.com/zhongwen/trad/business-61589460>

## 股票

全球各地區經濟增長及預測



除了經濟基調向好，短期戰略性條件(Tactical condition)亦有利亞洲(尤其南亞)股市。

南亞地區將受惠地緣政治緊張的紅利。俄烏戰事爆發後，去全球化及去中心化日趨嚴重(去全球化，詳情可參閱本季《宏觀策略》章節)。世界各主要政經中心分裂成不同組織或聯盟，拉幫結派，目標壯大組織在新秩序的話語權及影響力。中美各自為首的新興及成熟經濟聯盟，除在南海地區針鋒相對外，亦在經濟上各自提出不同經濟誘因而向南亞國家招手，威迫利誘下意圖拉攏歸邊。

2017年美國退出《跨太平洋伙伴關係協定》(TPP)，翌年該組織成員國在日本帶領下繼續推進《跨太平洋夥伴關係全面進步協定》(CPTPP)<sup>14</sup>，中國在2021年申請加入並成為成員國。中國亦是由東盟十國發起《區域全面經濟夥伴關係協定》(RCEP)<sup>15</sup>成員，該組織今年正式生效後已超越歐盟成為世界最大自由貿易經濟體系。

相反，美國不是CPTPP亦不是RCEP成員，兩黨共識的「重返亞洲」戰略定滯不前。為填補美國在亞洲經濟上的空白，總統拜登在5月23日正式推出《印太經濟經濟框架》(IPEF)<sup>16</sup>，加強美國盟友在印太地區經濟影響力，以抗衡中國經濟政策。但該框架並非貿易協定，而是側重於四大關鍵支柱：互聯、彈性、環保、公平，執行細節有待公布。

觀察以上3個亞洲區內貿易相關組織，不難發現成員國重疊比例頗高，個別南亞國家橫跨兩個甚至3個組織。反映中美關係愈緊張，兩國在貿易上提出的誘因而愈豐富。亞洲地區盡享漁人得利，左右逢源，有利當地投資市場。

<sup>14</sup> 見加拿大政府網站，<https://www.international.gc.ca/trade-commerce/trade-agreements-accords-commerciaux/agr-acc/cptpp-ptppg/countries-pays/japan-japon.aspx?lang=eng>

<sup>15</sup> 見RCEP網站，<https://rcepsec.org/about/>

<sup>16</sup> 見美國白宮網站，<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/05/23/fact-sheet-in-asia-president-biden-and-a-dozen-indo-pacific-partners-launch-the-indo-pacific-economic-framework-for-prosperity/>



各組織成員國名單		
CPTPP	RCEP	IPEF
日本	日本	日本
澳洲	澳洲	澳洲
紐西蘭	紐西蘭	紐西蘭
馬來西亞	馬來西亞	馬來西亞
汶萊	汶萊	汶萊
新加坡	新加坡	新加坡
越南	越南	越南
加拿大	菲律賓	菲律賓
智利	泰國	泰國
秘魯	南韓	南韓
墨西哥	印尼	印尼
	中國	美國
	柬埔寨	印度
	緬甸	
	老撾	

資料來源：各官方網站，數據截至2022年6月23日

旅遊業的興衰對南亞地區經濟舉足輕重，開放入境限制有利當地各行各業見底反彈。泰國旅遊入境人次由4月不足30萬升至5月52萬人(上升78%)，同期新加坡及馬來西亞更上升約1.5倍。全球防疫措施逐步放鬆，國際性出行需求升溫，有利亞洲各地旅遊相關非必需品板塊，包括酒店、餐飲、出行及休閒娛樂等服務行業，未來盈利反彈潛力可觀。

最新修訂國內及國際性交流政策及措施		
國家	日期	內容
新加坡	4月1日	豁免已接種入境人士的隔離要求 <sup>17</sup>
馬來西亞	5月1日	移除入境隔離要求；解除大部分防疫限制措施(如社交距離、強制佩戴口罩) <sup>18</sup>
菲律賓	5月30日	解除對已接種疫苗入境人士出示檢測證明的要求 <sup>19</sup>
泰國	6月1日	容許所有旅客以免隔離方式入境；重開酒吧、夜店等娛樂場所 <sup>20</sup>
南韓	6月8日	移除對未接種疫苗人士的入境隔離要求，並取消對國際航班已實施的規定 <sup>21</sup>
日本	6月10日	移除對98個指定低風險國家旅客的隔離要求，容許以團體旅遊形式入境觀光 <sup>22</sup>

資料來源：綜合各方網站，數據截至2022年6月10日

胡潤百富公布2021年全球獨角獸榜<sup>23</sup>，以數量計算，美國位列第一(487間)，第二及三位分別是中國(301間)及印度(54間)，中美合共佔總數1,058間中的74%。全球最大獨角獸是抖音母公司字節跳動，第二名是螞蟻集團。中國有3間獨角獸位列全球前10名，51間獨角獸(佔全中國17%)總部設在粵港澳大灣區，其中廣州有10間。高風險投資者尋找高增長企業，中國(尤其大灣區)獨角獸不容忽視。

綜合而言，預測及分析顯示，亞洲地區(尤其中國及南亞)正受惠不溫不火的「金髮女孩經濟」，相比G7沉溺於滯脹的水深火熱，形勢此消彼長。亞洲如能趁機攥緊此刻黃金機遇，在經濟上繞道超車，收窄所謂新興與成熟市場差距，未來在世界舞臺上可分庭抗禮。

<sup>17</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/singapore-relax-more-covid-curbs-including-overseas-arrivals-2022-03-24/>

<sup>18</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/malaysia-lift-more-covid-curbs-eases-mask-mandate-2022-04-27/>

<sup>19</sup> 見菲律賓官方網站，<https://www.pna.gov.ph/articles/1175295>

<sup>20</sup> 見泰國大使館網站，<https://www.thaiembassy.com/weekly-updates/thailand-entry-requirements-for-june-2022-best-covid-insurance-for-thailand-pass-recommended-hotels>

<sup>21</sup> 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2022/06/03/south-korea-to-lift-quarantine-requirement-for-non-vaccinated-foreign-arrivals.html>

<sup>22</sup> 見日本外務省網站，[https://www.mofa.go.jp/ca/fna/page4e\\_001053.html](https://www.mofa.go.jp/ca/fna/page4e_001053.html)

<sup>23</sup> 見胡潤百富網站，<https://www.hurun.net/zh-CN/Rank/HsRankDetails?pagetype=unicorn>

## 股票

## 成熟股市：自證預言

第二季起市場及經濟學界各方知識分子及知名人士紛紛公開表態及表示全球經濟正步入衰退，甚至滯脹邊緣。就算年內歐美股市已跌入熊市區域，仍警惕投資者股市仍有大幅下跌空間，不宜「撈底」或胡亂入市。負面消息充斥市場，避險意識籠罩全球股市。

上文已分析今天美國經濟數據除了消費類積弱外，相比以往衰退歷史，其他領域未至頹勢。諾貝爾經濟學獎得主、耶魯大學教授席勒 (Robert Shiller) 最近接受彭博訪問時表示<sup>24</sup>，美國經濟陷入衰退，很有可能是因為愈來愈多投資者、企業和消費者擔憂前景，將恐懼轉化為現實，最後變成自我實現預言 (Self-fulfilling prophecy)。社會心理學中所謂「自證預言」現象，指某些預測或期待之所以成真，只是社會相信它會發生，由此影響未來行為並逐步實現該信念，與客觀條件無關。

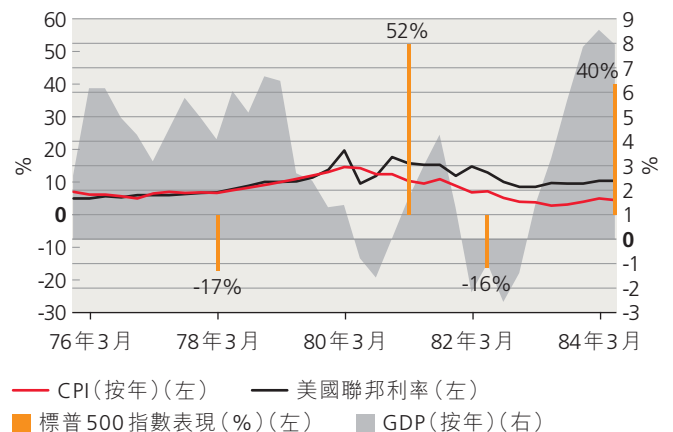
## 以史為鑑：沃爾克 2.0

1974 年全球出現石油危機，中東地區戰火窒礙全球石油供應，刺激美國通脹拾級而上。按季度計算，美國 CPI 升勢由 6.9% (1975 年 12 月 31 日) 升至 14.8% (1980 年 3 月 31 日) 才停止。時任美聯儲主席米勒 (G. William Miller) 啟動加息程序以遏抑 CPI，但幅度只是與 CPI 亦步亦趨，被質疑落後於形勢 (Behind the curve)。1979 年 8 月 6 日沃爾克 (Paul Volcker) 接任美聯儲主席一職，實行雷厲風行的加息策略。按季度計算，美國聯邦利率由他上任前約 10%，7 個月內升至 20% 的歷史高位才停止 (1980 年 3 月 31 日)。其後 CPI 終於由 14.8% 逆勢下跌，但同時按年 GDP 出現連續 3 季負或零值 (0 至負 1.6%)，正式跌入衰退。之後兩年 CPI 與利率持續對壘，但打擊 GDP 在 1982 年 4 個季度內全數負值，跌幅比 1980 年時更大 (負 1.0 至負 2.6%)。直到 1983 年，GDP 才重拾升勢，CPI 回落至約 3% 區間，但利率仍維持在約 9% 水平。美聯儲與通脹一役中，市場普遍形容為以「休克治療法」短時間內不斷大幅度加息摧毀國內需求及投資意欲，以近乎自殘方式換來逆轉 CPI 的「勝仗」。

分析標普 500 指數同期按季表現，顯示指數其實早在加息初期已出現下跌勢頭，更在利率峰值前兩年，跌約 17% 後見底反彈，直到經濟衰退最嚴重時指數卻升至期內峰值，高低位升幅高見 52%。其後大幅加息的延伸影響再次打擊經濟，指數再由高位下跌 16% 後反彈，直至 GDP 及 CPI 正常化，期內再次錄得 40% 升幅。以上一役除了令沃爾克聲名大噪，亦反映股市走勢往往領先經濟，而且極端手段往往帶來股市大幅波動的結果。

今天市場普遍以上述歷史作為分析基礎<sup>25</sup>，預期本屆主席鮑威爾正跟隨沃爾克的手段打擊通脹，代價當然是把美國經濟推向衰退。所謂「時勢造英雄」，鮑威爾會否留名青史，兩位主席的功過等歷史自有評價<sup>26</sup>，但今天標普 500 指數仿如複製當時走勢。由去年 11 月討論啟動加息直到今年 6 月中，美股已自行跌入技術性熊市。就算一如預期美國經濟最快在明年中出現衰退，配合過去 4 次加息週期分析，標普 500 指數皆在第 3 次加息後出現見底反彈 (美股分析，詳情可參閱上季《股票》章節)，綜合結果預期今年下半年標普 500 指數將重拾升勢，直到衰退真正出現為止。

## 70 至 80 年代美國經濟數據及標普 500 指數表現



資料來源：彭博，數據截至 2022 年 6 月 23 日

<sup>24</sup> 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-06-08/nobel-laureate-shiller-sees-good-chance-of-a-us-recession>

<sup>25</sup> 見美國公共電視台網站，<https://www.pbs.org/newshour/show/federal-reserve-implements-highest-interest-rate-hike-in-decades-to-combat-inflation>

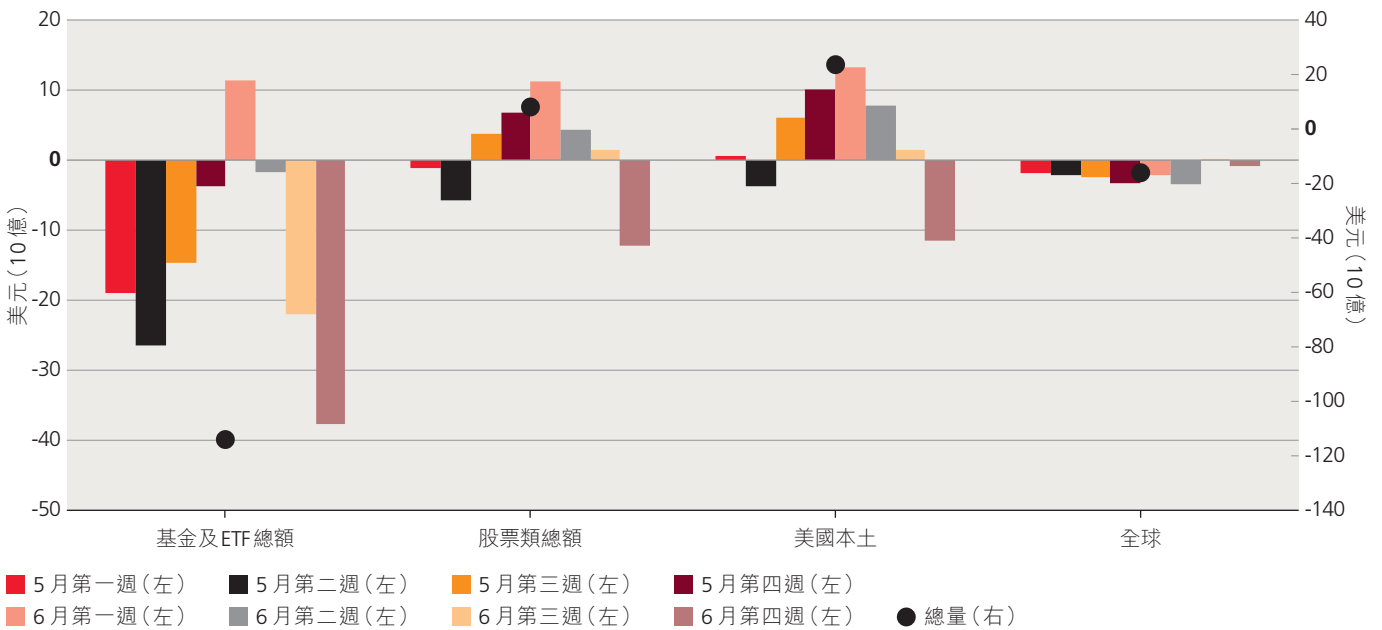
<sup>26</sup> 見波士頓大學網站，<https://www.bu.edu/econ/files/2011/01/GKcr2005.pdf>

### 投資策略：跌幅可控，升勢可期

短期投資策略可以參考資金流向。截至6月23日，美國投資公司協會報告顯示，美國註冊基金及ETF資金淨流量在過去8週中除了6月第一週外，其餘全數錄得淨流出，8週總流出高見約1,139億(美元，下同)。股票類別情況好壞參半，雖然8週中有5週流入，全期淨流入約85億。但細分投資於美國本土及全球股市的基金及ETF，總額分別是淨流入244億及淨流出159億，結果非常兩極化。另外，當美聯儲5月加息符合市場預期50點子時，市場風險胃納偏高而投入股市。反之美聯儲忽然在6月加息前兩天改口並確定75點子後，6月22日當週所有分類皆出現大量淨流出，反映投資者對利率變化十分敏感外，多次重申朝令夕改而非加息才是股市波動的來源。綜合數據，美國本土股票類基金及ETF在加息及衰退陰霾中仍然表現突出。在鋪天蓋地的負面消息裡，機構投資者正瞞天過海，頻密建倉，靜待短期反彈之時。



### 美國註冊基金及ETF資金淨流量



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2022年6月23日

考慮到加息及縮表政策同時推行，可以參考高盛美國金融狀態指數以預測美股走勢。指數綜合了利率(短期和長期)、企業信貸息差、股市估值(市盈率)和匯率(貿易和債務加權)變化對金融市場的影響，指數上升代表市場流動性收縮。

走勢上金融狀態指數與標普500指數明顯背馳，反映流動性收緊對股市帶來負面影響。截至6月23日，金融狀態指數為99.66，比2015年加息(101.1)及2019年縮表(100.5)當時水平仍然較低。美聯儲在6月啟動每月475億(美元，下同)縮表，按月提升至9月時每月縮減950億，與2017年比較快近1倍。縱然迅速減少流動性對美股造成壓力，但今天金融狀態指數已與當時水平相若，就算未來指數上升，料對美股因流動性減少而再大幅下跌的機會不大。



股票

高盛美國金融狀態指數及標普 500 指數

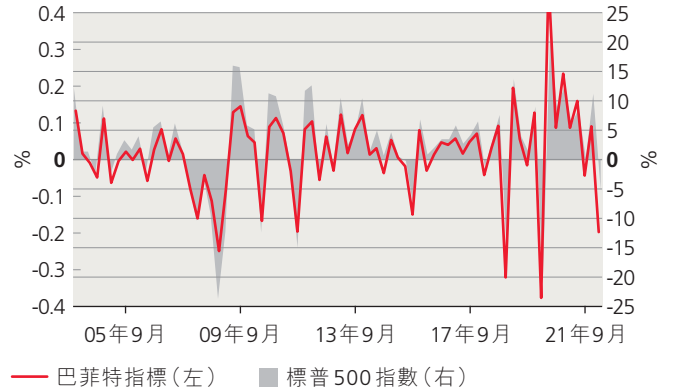


資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

中期投資策略可以參考「巴菲特指標」，即把美國股市總市值除以美國按季GDP名義總值，以衡量美股是否過熱。指標由去年第四季約2.2倍下降至今年第一季約2倍，反映股市已開始為預期經濟不景氣降溫，但在多次量化寬鬆影響下仍明顯高過20年均值約1.3倍。

如再以指標的按季變化與標普500同期變化來預測美股按季走向，發現過去20年，該指標按季變化負值出現過28次，其中標普500指數同時錄得按季負值有20次（或71%），反映兩者走勢接近。7月28日公布的美國第二季GDP增長將成標普500指數第三季表現的關鍵。

巴菲特指標與標普 500 指數按季變化

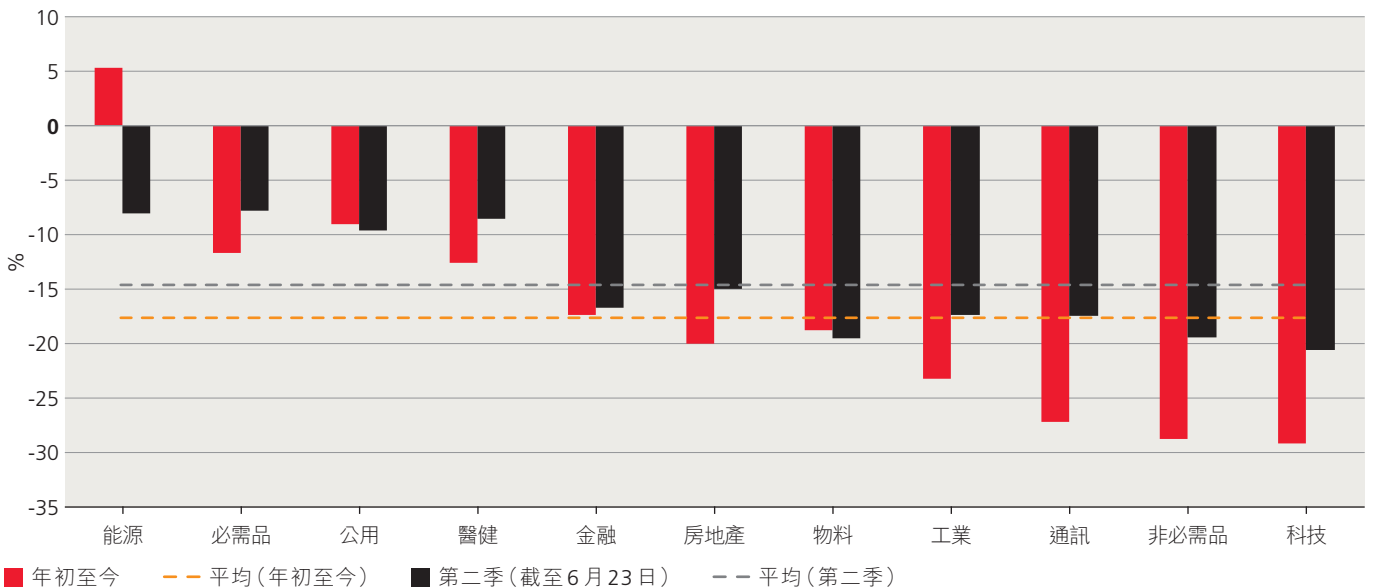


資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

板塊攻略：攻守兼備

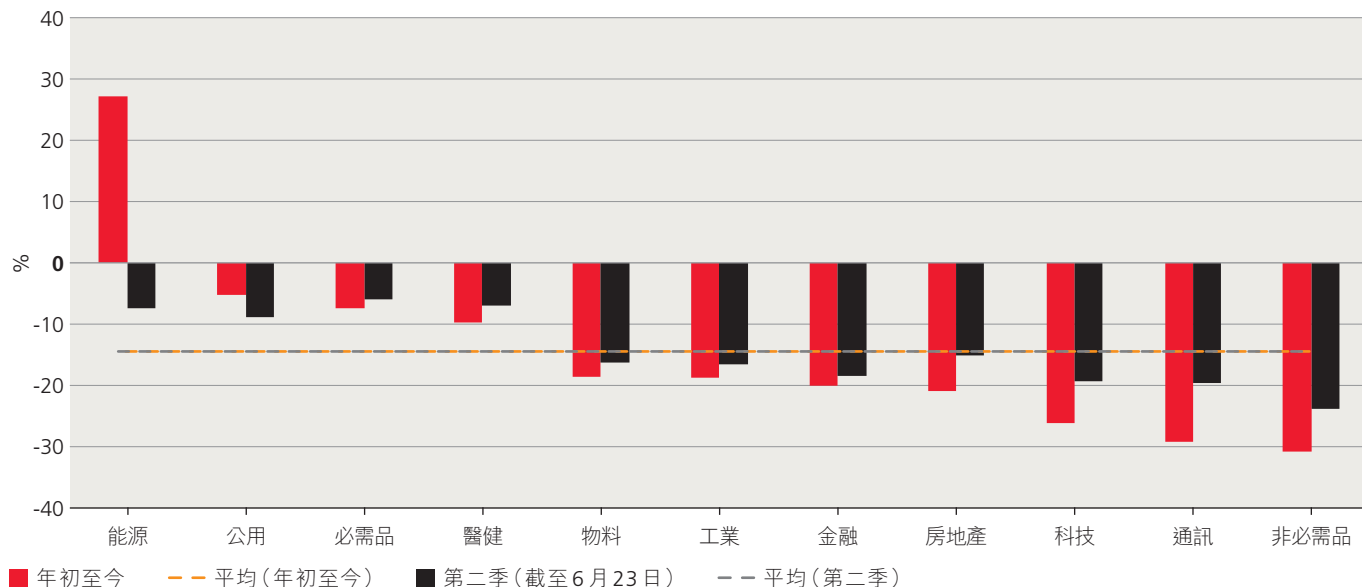
年內歐美股市顯著下跌，截至6月23日，標普500及歐洲STOXX 50指數跌幅約為20%，納指更下跌近30%，但各板塊表現並非全軍覆沒。參考彭博世界指數及標普500指數內11項分類指數表現，不論年內或第二季表現皆好過平均值，在兩項分類指數中無獨有偶都是能源、必需品、公用和醫療，其中能源表現傲視同儕，當然4大板塊均受惠高商品價格、高通脹及防守性策略。

彭博全球股票分類指數表現



資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

### 標普 500 分類指數表現

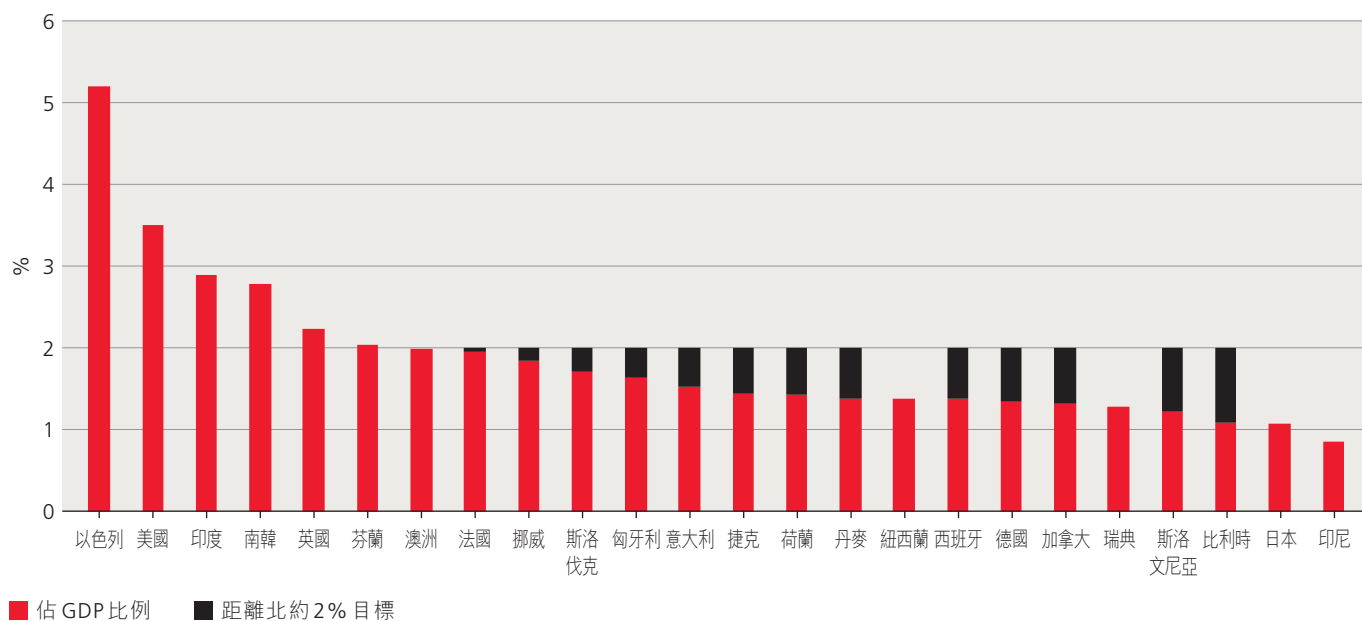


資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

踏入第三季，那些板塊潛力較高？那些板塊應該避而遠之？

首先是看好軍工有關板塊。就算俄烏戰事平息，預期各國軍事競賽才正式展開。經濟合作暨發展組織(OECD)數據顯示，未來個別北約成員國須增購軍備以達到軍費佔GDP比例2%目標，其他盟國如紐西蘭、瑞典、日本及印尼比例都低過2%，預期亦將加入增購行列。

### 各國軍費佔GDP比例及與北約目標距離

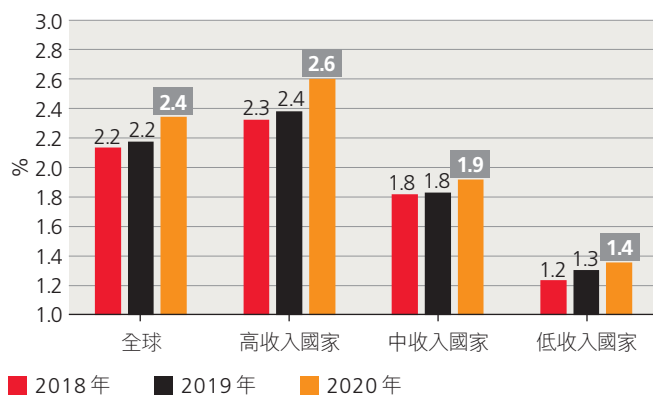


資料來源：OECD，數據截至2022年6月23日

## 股票

如以收入劃分國家軍費比例，2020年高收入國家比例(2.6%)高過全球指標(2.4%)，同期低收入國家只有1.4%。反映國際間收入愈強，防衛意識愈高，對軍備需求愈殷切。

## 全球及不同收入水平國家軍費佔GDP比例



資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

國際或地緣局勢緊張有利軍工企業中長線盈利前景，過去3年在中美兩地交易所上市的軍工分類指數表現更勝MSCI世界指數，尤其2020年起中國軍工股飆升。相信中美關係愈緊張，南海及台海問題愈趨複雜化，愈有利區內軍工需求。注意該板塊對國際事件敏感度偏高，波動性較大，中長線策略比短期炒作更配合當前局勢。

## 中美軍工分類指數及MSCI世界指數表現(2019年6月28日為基點)



資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

第二是避開歐洲能源供應商。俄羅斯反制歐洲能源措施漸見成效，上文分析法國、德國及意大利的PPI已升至28、34及44%水平，但需求疲弱下成本未能轉嫁消費者。

世界氣象組織宣布歐洲正受異常熱浪吹襲<sup>27</sup>，德國政府在6月23日提升天然氣風險至第二階段「警戒」級別<sup>28</sup>，意味將加強市場監控，重開燃煤發電廠，甚至立法允許能源企業將成本轉嫁給消費者。若進入第三階段「緊急」級別(例如今年冬季)，政府有權實施配給。情況惡化將迫使中至下游企業離開歐洲，另尋其他地方營運。加上北溪一號輸氣管道在7月11日起進行年度維修<sup>29</sup>，短期內歐洲能源危機惡化。如俄羅斯藉口收緊供應，歐洲能源企業將被迫在全球以高價採購來彌補缺口(例如美國或印度)。邊際利潤只會不斷下降，虧損日益增加。當跌破臨界點後行業崩潰，甚至出現骨牌式倒閉。

預期其他成熟市場的能源供應商第三季股價表現將停滯不前。成熟市場步入衰退的憂慮甚囂塵上，全球需求將逐步下降。俄烏戰事之影響已大部份計入能源價格內，6月初由期貨市場引發的商品套利活動令紐約原油價格由高位122美元(6月8日)下跌至約104美元(6月23日)，跌幅在15日內達15%。除非戰事有突破性發展，雖然並非逆轉急挫，但現價再上升空間及機會不大。預期能源板塊第三季表現不及上半年。

第三是看好電動車板塊。歐美與俄方互相制裁料比戰事更持久，撇除2020年疫情期間，短期內原油價格將不會回落至去年及2019年平均68及57美元水平。米已成炊，再在石化能源上掙扎將無濟於事，不如投放更多資源研發新能源普及和執行全球碳排放目標，當中電動車(EV)將是受惠行業之一。

全球科技市場分析公司Canalys發布最新有關全球電動車研究報告<sup>30</sup>，2021年全球售出650萬輛EV，比2020年增長109%。全球銷售中有85%交付給中國和歐洲。2021年中國及歐洲EV銷量320萬及230萬輛，分別佔新車銷量的15及19%。需求引導下傳統歐洲汽車製造商更樂意趨向電動化，預期汽油價格高企將加快行業改革及市場對EV需求。

<sup>27</sup> 見世界氣象組織網站，<https://public.wmo.int/en/media/news/temperature-records-tumble-early-intense-heatwave>

<sup>28</sup> 見標普全球網站，<https://www.spglobal.com/commodityinsights/en/market-insights/latest-news/natural-gas/062322-germany-moves-to-second-level-of-emergency-gas-plan-ministry>

<sup>29</sup> 見北溪管道網站，<https://www.nord-stream.com/press-info/press-releases/annual-maintenance-works-of-nord-stream-pipeline-will-be-performed-in-july-2022-524/>

<sup>30</sup> 見Canalys網站，<https://www.canalys.com/newsroom/global-electric-vehicle-market-2021>



除了剛性需求，各地政府支持EV發展並加快淘汰汽油車數量<sup>31</sup>，例如：

- 中國：新能源汽車產業規劃(2021至35年)目標是到2025至27年實現20%汽車銷量為「零碳排放車」(ZEV)，中國汽車工程學會亦制定2035年EV銷量超過50%目標。目標與中國在2060年前實現經濟碳中和目標互相吻合；
- 歐洲：修訂指令和法規要求，包括收緊車輛二氧化碳排放標準、替代燃料基礎設施指令、建築能源效益指令。除了政策和指令，歐盟將持續推行補貼和鼓勵措施，包括購置補貼和舊車換現金計劃；
- 加拿大：目標2025年ZEV佔輕型車輛銷售量10%，2030年達30%，2040年至100%。向低碳和零排放燃料基金投資15億加元，以增加低碳燃料生產和使用，同時為主要基礎設施和聯邦購置鼓勵計劃獲得額外資金。

第四是看好醫療護理板塊，尤其服務歐美市場為主股份。雖然病毒繼續變種，但其引發重症比例明顯下降，全球主要經濟體中死亡率持續在1%以下<sup>32</sup>。疫情最嚴重時期過去，接下來便是疫後護理需求料將逐步上升。

世衛在2021年10月訂立「長新冠」(Long COVID)的臨床病例定義，在確診新冠病毒後3個月內出現並維持至少2個月，無法由其他診斷解釋的症狀。當中10項最常見症狀包括疲勞、呼吸急促或困難、記憶力、注意力或睡眠問題、持續咳嗽、胸痛、說話問題、肌肉疼痛、嗅覺或味覺喪失、抑鬱或焦慮和發燒<sup>33</sup>。世衛推算約有10至20%新冠病毒患者將出現「長新冠」症狀<sup>34</sup>，截止6月23日，全球累積感染人數約5.4億人作基礎，即全球約有1.08億人正在經歷「長新冠」。

醫學界暫時沒有專門針對「長新冠」藥物，唯有透過復康治療或改變生活習慣來舒緩症狀。各國官方機構加大投入資源應對。例如英國國民保健署計劃動用7,000萬英鎊加強本地醫療設施<sup>35</sup>，包括診斷、治療、復康治療、兒童及精神健康服務。亦會投資3,000萬英鎊強化基層健康服務支援。美國政府將在2023年度財政預算中預留2,000萬美元，研究如何有效組織醫療系統、發展遙距設施應對「長新冠」，並致力將治療「長新冠」納入保險賠償項目<sup>36</sup>。除了政府支援，民間對保健需求預期因此提升。雖然未有大型臨床證據支持，但歐洲醫藥科學評論研究提出一些補充劑(如維他命B、C、D)能有效減輕「長新冠」症狀<sup>37</sup>。近日歐美各地傳出「猴痘」(Monkeypox)感染數字急升，引發世衛及當地政府關注及應對<sup>38</sup>。

有見及此，未來公私營部門對治療及預防以至個人保健的支出將遞增，加上在投資市場上該板塊較具防守性，大波幅市況都有利醫療保健板塊向好。

第五是小心選擇高息股。加息初期機構投資者除了偏向避險外，亦逐步將高估值或投機性持倉轉向防守性及現金流較強股份(持倉轉向分析，詳情可參閱上季《股票》章節)，高派息股份當然是其中之一。

當美聯儲有序加息，國債收益率跟隨官方利率上升，而經濟因加息影響放緩，影響企業預測盈利及派息比率，此消彼長。兩項收益率差距反映投資股票的風險溢價，如差距收窄至一定水平，持倉自然由股轉債，反之亦然。加上加息初段該類別股份已有一定升幅，部份派息相對偏低或固定的股份首先被沽出，轉入其他派息更高(股息收入)或受惠加息(股價收入)的股份。

截至6月23日，標普500股票收益率及美國10年期國債收益率分別是5.3及3.1%，差距約2.2%，比3月初差距高見約2.9%明顯下跌。過去1年，差距與MSCI美國高息股指數走勢相若，在今年3月美聯儲啟動加息後，差距及高息股指數開始轉弱。假設美聯儲加息步伐不變至2023年，未來美債10年期收益率將持續上升，高息股壓力遞增。

<sup>31</sup> 見國際能源署網站，<https://www.iea.org/reports/global-ev-outlook-2021/policies-to-promote-electric-vehicle-deployment>

<sup>32</sup> 見Our World in Data網站，<https://ourworldindata.org/covid-cases>

<sup>33,34</sup> 見世衛網站，[https://www.who.int/news-room/questions-and-answers/item/coronavirus-disease-\(covid-19\)-post-covid-19-condition](https://www.who.int/news-room/questions-and-answers/item/coronavirus-disease-(covid-19)-post-covid-19-condition)

<sup>35</sup> 見英國國民保健署網站，<https://www.england.nhs.uk/coronavirus/documents/long-covid-the-nhs-plan-for-2021-22/#action-summary>

<sup>36</sup> 見美國白宮網站，<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/04/05/fact-sheet-the-biden-administration-accelerates-whole-of-government-effort-to-prevent-detect-and-treat-long-covid/>

<sup>37</sup> 見歐洲醫藥科學評論網站，<https://www.europeanreview.org/wp/wp-content/uploads/67-73.pdf>

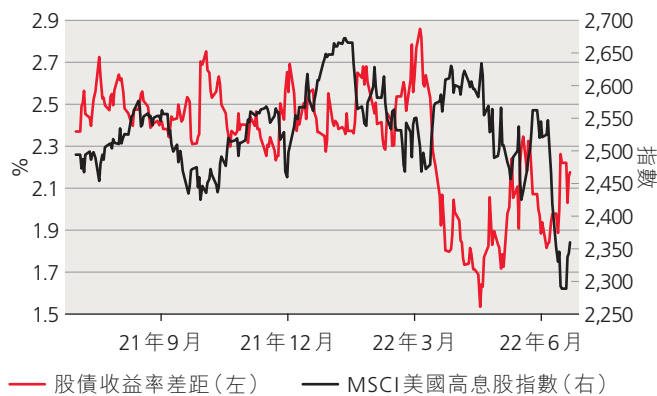
<sup>38</sup> 見世衛網站，[https://www.who.int/news-room/questions-and-answers/item/monkeypox?gclid=EAlaIqobChMI5621rpvZ-AIViZhmAh3XJAdFEAYASAAEgKD5\\_D\\_BwE](https://www.who.int/news-room/questions-and-answers/item/monkeypox?gclid=EAlaIqobChMI5621rpvZ-AIViZhmAh3XJAdFEAYASAAEgKD5_D_BwE)

## 股票

短期內加息陰霾及俄烏戰事令資金仍偏向保守，但在息遞升時選擇高息股須更謹慎。以美債10年期收益率作基礎並以美元企債信貸息差作為股票風險溢價的替代指標，截至6月23日，兩者分別是3.1及4.3%。意謂股票收益率（預期股息及股價收入）至少達7.4%，與投資企業債券收益率看齊才算合理。

除了收益率，受惠加息股份亦是選擇之列，金融板塊（尤其銀行）屬當然之選。美聯儲6月公布2022年全美註冊銀行壓力測試結果<sup>39</sup>，在比以往更嚴峻的模擬環境下全數銀行過關。憧憬銀行維持或提高派息比率及回購股份增添信心，有利金融板塊後市走勢。

美國股債收益率差距與MSCI美國高息股指數



資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

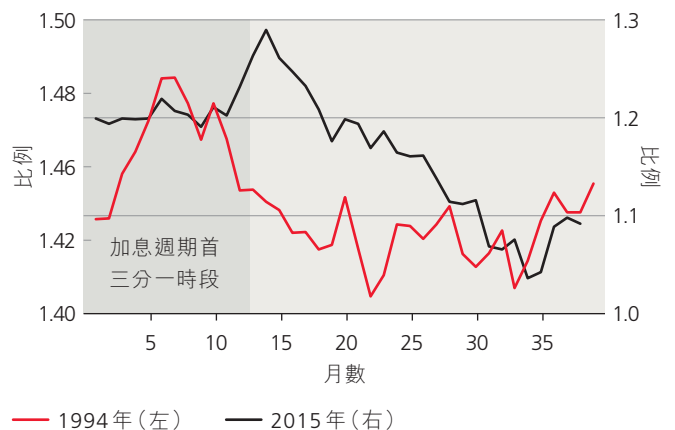
最後，注意價值與增長型股份走勢互換。承接上文，加息初期具防守性的價值型股份偏強及估值偏高的增長型股份偏弱，屬意料之內。但邁向加息中段，價值與增長型股份本質差異跟隨股價走勢背馳而收窄，回報最大化推動下資金再平衡（Rebalancing）便自然出現，令兩者股價走勢互換。

過去4次加息週期中，雖然整體升跌次數比例與價值型相同，但全期平均回報中增長型（14.2%）卻比價值型（9.5%）高（股份分析，詳情可參閱上季《股票》章節）。反映環球資金配合利率走勢而調動倉位後，焦點仍是宏觀經濟下行業發展方向及盈利增長潛力。

同期以MSCI全球價值型除以增長型指數比例分析，顯示除了1999年，其餘3次皆在加息週期中約三分之一時候（總月數平均約31%），兩者優劣勢頭開始逆轉，之後增長型持續優勝於價值型股份，直到週期末段（總月數平均約83%）。市場普遍預測明年中美國出現衰退前美聯儲不會改變加息策略，即在今年3月起計共約15個月。以數據上三分之一時間作分水嶺，最快將在今年9月加息後（8月沒有議息會議），增長型股份發力追上。

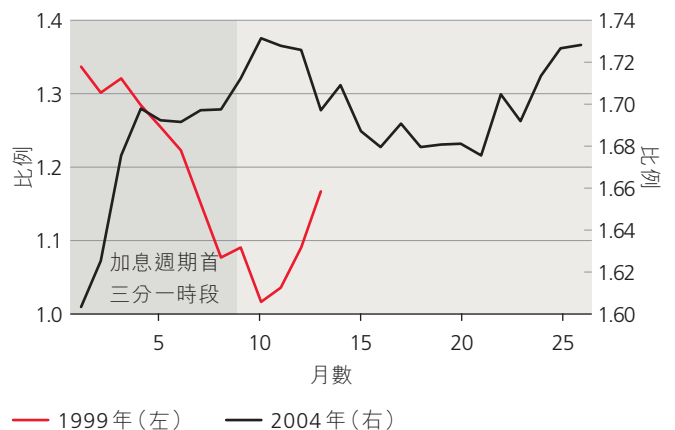
疫情及戰事改變了全球供需環境，例如線上線下互動式消費、視像會議及在家工作比例、資源缺乏衍生共享模式、生活平衡及「躺平」概念加速自動化發展、大規模疫情刺激生命科學投資等，生活已不能逆轉，流動性改變只會窒礙而非扭轉經濟發展巨輪。

MSCI全球價值型除以增長型指數比例：1994及2015年



資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

MSCI全球價值型除以增長型指數比例：1999及2004年



資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

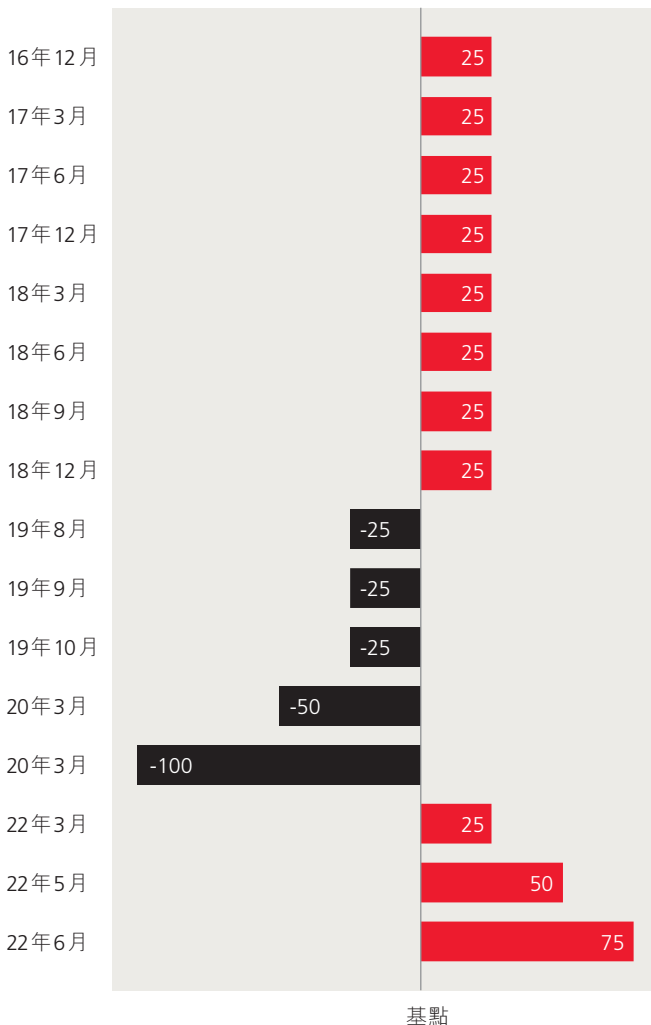
<sup>39</sup> 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/publications/files/2022-dfast-results-20220623.pdf>

# 中國及亞洲股市展望

## 通脹居高不下，歐美積極抗衡

今年年初，東亞聯豐已預料通脹於2022年成為長期趨勢。美國消費物價指數(CPI)繼3月份的8.5%及4月份的8.3%之後，5月份衝上40年來新高，按年升8.6%，超出市場預期。美聯儲6月份更加息0.75厘，升幅是1994年以來最大。最新聯邦基金利率目標升至1.5至1.75%的區間。主席鮑威爾(Jerome Powell)預計在7月的會議上可能加息0.5或0.75個百分點。縮減資產負債表計劃亦敲定於6月開始，每月最多減持950億美元債券，可見未來幾個月收緊貨幣政策會變得更為進取，以應對美國40年來最高通脹的時代，意味著美國經濟增長將放緩。

### 過去5年美聯儲加息圖(以基點為單位)



資料來源：美國聯邦儲備委員會，數據由2016年12月至2022年6月

### 美國消費者物價指數5年走勢



資料來源：彭博，數據由2017年6月至2022年5月

2022上半年，環球市場未見明朗。隨著俄烏衝突持續，環球供應鏈受阻，個別地區嚴控食品出口，大宗商品價格上漲，導致全球通脹迫在眉睫，多國央行加大緊縮措施。歐元區5月份的消費者價格同比上升8.1%，而一直強調政策「正常化」的歐洲央行，亦變得比預期更為激進，儘管可能對歐洲經濟增長構成沉重壓力，歐央行亦已預告7月加息0.25厘及停止過去7年的大規模買債。

## 歐洲對俄國燃料依賴，短期未能擺脫

此外，俄羅斯原油對歐洲禁運的潛在風險，亦再度推高能源價格。雖然西方國家正積極促進能源供應保障，但歐盟提案的「REPowerEU」計劃，分階段逐步到2030年才能擺脫對俄羅斯化石燃料的依賴，所以短期內並未能紓緩價格上升壓力。因此，我們相信通脹問題將會持續，影響投資氣氛，股市債市都難免會變得波動。

雖然美國已表明下半年會積極加息以遏止通脹，加上縮表，市場避險情緒升溫，但東亞聯豐認為市場已逐步消化對美國縮表的影響，假如收緊步伐符合預期，縮表對後市的衝擊是可控的。因此，受惠於通脹下的板塊，如能源及物料，以及可產生強大現金流的行業，如必需消費品、電訊及個別互聯網企業及週期性股份等，前景較為樂觀。

## 內地加快落實經濟措施，成市場轉向方針

全國人大會議上將2022年國內生產總值(GDP)全年增長目標設定為5.5%，而首季GDP增長為4.8%。國務院總理李克強在6月1日主持的國務院常務會議中指出，要進一步部署穩定經濟措施，推動經濟回歸正常軌道，提出措施包括新增1,400多億元留抵退稅，並須在7月份基本退到位。市場期望經濟數據如零售銷售數字，會在第三季有所反彈，成為市場轉向的方針，有望改善投資氣氛。



## 股票

市場亦對於10月份召開的「中共二十大」充滿憧憬，冀加快落實金融政策，增加財政支出，以及頒布更寬鬆的貨幣與房地產政策。這些舉措將可推進穩固房地產市場及提振經濟，帶動整體經濟及股市向好。投資團隊相信消費及基建行業可受惠，並將會是下半年的增長動力之一。

### 內地消費行業及低碳經濟藏機遇

面對新冠疫情，中國內地繼續採取「動態清零」政策，深圳、上海3月開始封城，5月初，整體個案宗數已大幅回落，疫情有受控跡象。投資團隊相信最壞時刻已經過去，如果疫情持續緩和，有利刺激消費，亦可紓解緊張的供應鏈。其中擁有較強品牌效應的企業較具優勢，因為較有能力改善成本負擔，或將其轉嫁至消費者身上。

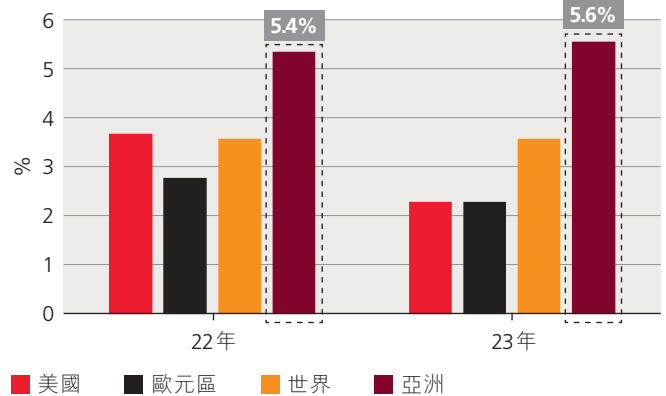
此外，中國致力實現「2030年碳達峰，2060年碳中和」，低碳經濟成戰略目標，市場對太陽能、電動汽車、鋰電池等領域需求殷切，而電氣化對建立低碳運輸的發展更為關鍵。電動車總體發展勢頭良好，但滲透率偏低。根據中國信通院公布今年第一季度新能源車的市場滲透率為19.3%，仍有很大上升空間。另外，在電動車價值鏈下游的鋰電池需求大增，而當中的關鍵材料「隔膜」出產速度亦迅速上升。內地擁有全球最大的隔膜出產商，潛藏巨大機遇。因此，投資團隊看好整個電動車價值鏈，長遠來說，相關企業的增長潛力不容忽視。

中國房地產合約銷售仍然疲弱，封城措施影響買家情緒，加上開發商現金流緊拙，違約事件可能會持續出現。內地金融科技類別過去被視為強勁的增長動力，但礙於監管風波、抗疫封城政策、貿易制裁等等，增長速度受到拖累。因此，投資者對中國房地產及金融科技類別應保持審慎態度。

### 亞太股票市盈率偏低，具長線投資價值

縱使環球經濟仍然面對種種挑戰，但根據國際貨幣基金組織於今年4月份發表的世界經濟展望報告中指出，亞洲區今年的經濟增長預測為5.4%，高於歐美地區，表示區內企業的發展潛力仍然吸引。加上，亞太股票整體市盈率一向偏低，對於投資者來說仍然具有長線投資價值。其中，澳洲經濟發展穩健，本地生產總值多年持續增長，直至疫情爆發後才首度出現輕微收縮，反映有內需支持。

世界各地經濟增長預測



資料來源：國際貨幣基金組織，數據截至2022年4月

以行業板塊來說，一些受惠於供求失衡的企業將會有較大的增長空間，包括具有定價能力的大宗商品藍籌企業，或者從事碳中和相關的企業等。而亞太區當中，澳洲的大宗商品及物料企業，印度的能源和資源類，以及非銀行的金融行業，如金融租賃公司等受惠於這個市場新格局。

### 香港短期市況波動，但中期市況有支持

香港市場方面，受外圍因素影響，短期市況難免波動。香港經濟在今年第一季明顯下滑。實質本地生產總值按年收縮4%，跨境金融及集資活動疲弱。我們相信中港股市上半年的調整，已相當程度反映不利因素，以目前的市場估值，預計會為中期市況提供支持。而且，現時中港股市市盈率相對偏低，對長期投資者來說有一定吸引力。當內地推出有利經濟的措施而通關條件亦漸漸成熟，港澳市場氣氛應可回暖。在仍未通關及內地政府改變對貴賓博彩業態度的背景下，我們對澳門博彩業持謹慎態度。

總括來說，新冠疫情反覆、環球供應鏈危機及俄烏衝突持續，均令通脹壓力飆升。縱然各種因素都為市場帶來不確定性，投資氣氛受壓，但市場不無投資機會，尤其亞洲區估值偏低，悉心挑選可受惠新格局的板塊，仍可為長線投資作好部署。

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」的基礎上提供。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。