

# 宏觀經濟

## 漣漪連綿

東亞銀行經濟研究部



## 香港經濟展望

### 新冠確診上升，拖累就業市場

香港第五波疫情在3月初達到高峰，累計有超過110萬宗確診個案和7,000人死亡。據報3月9日每百萬人口中約有38.5人死亡，死亡率為全球最高。由於新增確診個案仍高企，香港經濟承受極大壓力，採購經理指數(PMI)從1月份的48.9下降至2月份的42.9。

同時，香港就業市場急速惡化。失業率在12至2月平均上升至4.5%，高於11至1月份的3.9%。期內，餐飲服務活動業的失業率急升1.9個百分點至8.1%，而其他行業，如藝術、娛樂及康樂活動亦見顯著惡化，失業率上升至8.2%。

政府宣布推出新一輪「保就業計劃」以支持勞動市場，將向企業發放5月至7月份的工資補貼，向每名員工每月補貼8,000港元。

#### 香港失業率



資料來源：香港政府統計處，數據截至2022年3月17日

### 零售銷售及通脹率因消費情緒而受壓

零售銷售方面，2月零售額按年下挫14.6%，扭轉1月4%的升幅。超級市場生意額按年上升5.8%；藥物及化妝品則上升8.8%。而衣物及鞋類、珠寶首飾等奢侈品則分別下跌39及33.3%。Omicron變種病毒在香港肆虐，抑壓消費者情緒；而店員確診數字上升，亦導致商舖需要關門，影響銷售情況，甚至連鎖超級市場及餐廳亦宣布縮短營業時間。

此外，由於美國通脹較預期更強和持續時間更長，美國聯儲局可能會加快收緊貨幣政策的步伐，使香港的資產市場出現波動，對香港的私人消費產生負面影響。

而2月通脹率為1.6%，較11月的1.2%加快，主要因為從內地輸港的新鮮蔬菜曾受到影響，價格急升。展望未來，俄羅斯和烏克蘭的軍事衝突引發的能源價格飆升加劇通脹壓力。然而，電力和天然氣在消費物價的權重僅為2.5%，反而由於最近爆發疫情，香港的經濟活動低迷，將對通脹壓力產生更大的負面影響。

### 香港放寬隔離措施

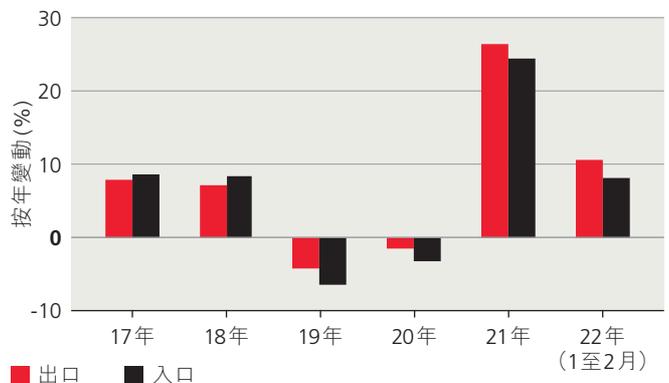
香港決定更改對海外入境人士的要求。由4月1日起，將取消對包括美國及英國在內的9個國家民航客機來港的禁令，容許香港居民返港，而入住酒店隔離的時間由14天縮短至7天。同時，政府公布了放寬防疫措施的路線圖。學校將從4月19日起恢復面授課，而公共場所將從4月21日起的3個月內，分3個階段解除大部分社交距離措施，並暫緩全民檢測計劃。儘管有所放寬，但不計其他大中華地區，香港仍然是亞洲實施最嚴格旅遊限制的城市。

### 出口仍是經濟亮點

出口一直為經濟的主要亮點，然而，近期出現放緩跡象，2月按年上升0.9%，而1月則上升18.4%，主要因為農曆新年的時間不同，以及環球需求放緩。

展望未來，下行因素，包括供應鏈瓶頸、運輸成本上升、以及環球經濟減慢的壓力仍然存在。加上內地疫情若惡化，會引發工廠及港口關閉，而俄烏衝突影響全球市場情緒，並可能影響出口需求。但實際影響取決於衝突持續的時間，以及對發達國家的經濟是否產生實質影響。總括而言，預計經濟今年增長1.7%，通脹率則上升至2%。

#### 香港進出口



資料來源：香港政府統計處，數據截至2022年3月28日

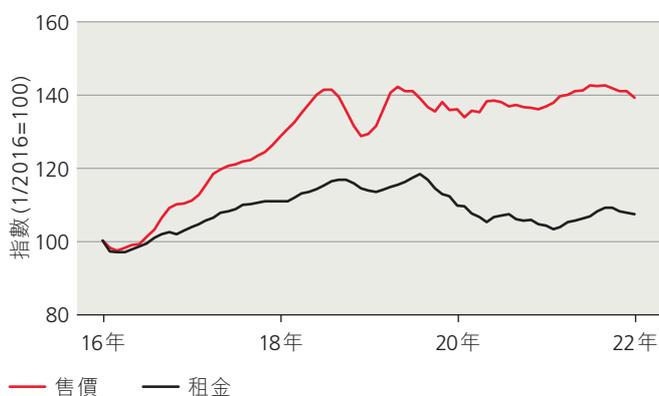


### 住宅樓價因疫情爆發及股市表現而受壓

香港住宅市場方面，根據差餉物業估價署的數據顯示，截至2月底，私人住宅樓價指數按月下跌2.1%至13個月低位，租金則按月上升0.5%。

美聯儲在3月加息0.25厘，為2018年12月以來首次加息，主席鮑威爾暗示必要時可能加息0.5厘。由於市場流動性充裕，預計港息不會與美息同步上升。相反，樓市目前表現更取決於疫情和股市表現欠佳。但《財政預算案》中宣布放寬成數按揭樓價上限，對市場情緒起正面作用。

香港住宅售價及租金指數



資料來源：差餉物業估價署，數據截至2022年3月29日

## 宏觀經濟

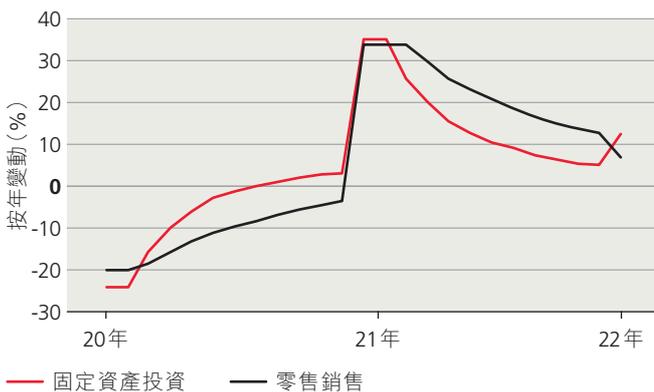
## 中國內地經濟展望

## 經濟表現優於預期，但風險仍在

受到冬季奧運會及由政府主導的基建投資帶動，2022年首兩個月的宏觀經濟指標比預期佳。然而，新冠病毒確診個案再度上升，以及俄烏軍事衝突等因素，為經濟增添不明朗因素。

1至2月社會消費品零售額按年上升6.7%，高過市場預期的3%。受惠於冬季奧運會，滑雪設備及冰雪運動等的產品銷情理想，支持零售增速優於預期。1至2月期間的固定資產投資增長穩健為12.2%。而由於今年提前開展地方政府專項債，首兩個月基建投資按年大幅增長8.1%，較2021年同期的0.4%顯著提升。不過，2021年全年的房地產投資錄得4.4%增速，今年首兩個月有關投資增長放緩至3.7%。

## 累計固定資產投資及零售銷售



資料來源：國家統計局，數據截至2022年3月15日

在2022年首兩個月，工業生產按年升7.5%，顯著高過市場預期的4%。生產者物價指數由去年錄得的高水平持續回落，按年增速從1月份的9.1%下跌至2月份的8.8%。外貿方面，1至2月份中國出口表現較預期佳，按年上升16.3%。但是，新冠疫情惡化重推封城措施，為工廠營運帶來威脅。在此背景下，城鎮調查失業率持續溫和上升，在2月份上升0.2個百分點至5.5%。

展望未來，新冠疫情惡化及房地產行業疲弱的壓力繼續為經濟復甦添上陰霾。另外，俄烏衝突亦可能拖累全球經濟復甦，引致貿易增長減慢及能源價格進一步上揚。總括而言，預計經濟今年增長5.3%，通脹率上升至2.2%。

## 中國內地出入口



資料來源：海關總署，數據截至2022年3月7日

## 政府闡述政策支持方向

根據3月中發布的《2022年政府工作報告》(「報告」)，政府將2022年國內生產總值(GDP)增長目標設定為5.5%。為達至這個目標，政府將通過減稅降費推行支持性財政政策，以扶持企業及紓緩特別是中小企的財政負擔。預料2022年退稅減稅規模達2.5萬億元人民幣，以及針對製造業、科研和技術服務和生態環保等行業提供增值稅退稅。此外，整體財政對地方政府的的支持力度維持堅實，中央對地方政府的轉移支付增加1.5萬億人民幣至9.8萬億人民幣，按年增長18%。

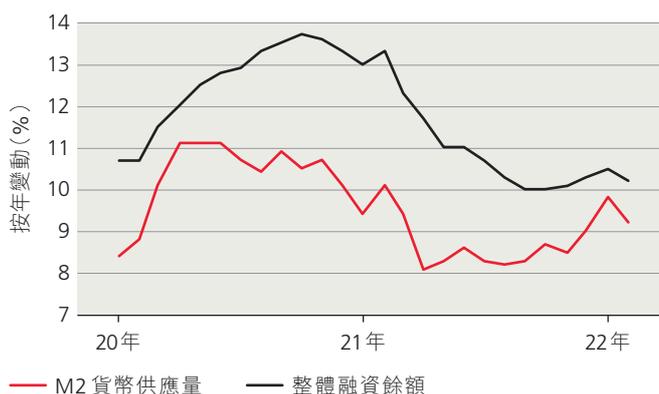
為了更長期的可持續發展，政府亦在報告中概述降低碳排放及加快綠色能源轉型計劃。一方面，促進燃煤電廠升級，加強煤炭運用更清潔、高效減少碳排放。另一方面，有序提高風力發電、光伏發電等替代能源的使用比率。另外，評估指標亦從能源消耗量角度向碳排放量的方向轉變，意味着有意避免去年10月出現的「一刀切」限電再度發生。從另一角度觀察，政府預示須通過投資更多在高效的能源基礎設施上，減少碳排放。

### 信貸擴張放緩，意味需要更進一步放寬

主要貨幣指標反映2月份信貸狀況持續溫和擴張，但與前幾個月相比，農曆新年後的增速略為放緩。2月份M2貨幣供應量按年增長9.2%，較1月份9.8%增速低。另外，2月份社會融資規模存量按年擴張10.2%，較上月錄得的10.5%增速減慢。

除了新冠疫情爆發及房地產問題外，俄烏地緣政治風險升級亦加劇對經濟不確定性的憂慮。另外，低通脹壓力亦為貨幣寬鬆提供空間，2月份消費者物價按年上升0.9%，與1月份持平。為達成經濟增長目標，預料中國人民銀行將加強寬鬆貨幣政策，以確保對實體經濟的支持。

中國內地信貸增長



資料來源：中國人民銀行，數據截至2022年3月11日

### 房地產市場稍見放寬跡象

與1月份0.1%按月增速相比，2月份樓價則按月持平。購房情緒在各城市不盡相同，一線城市樓價錄得按月增長，三線以下城市的樓價則呈相反走向。雖然下調樓宇按揭相關的關鍵利率，但疫情影響市場活動，銷情仍然受壓。預料有關房地產行業的政策支持及闡述將更加明確，因城施策以促進房地產行業良性發展和防止樓價進一步下跌，激勵購房者及滿足其合理住房需求。



Image source: Unsplash

## 宏觀經濟

## 亞洲經濟展望

## 亞洲主要經濟體在2021年第四季釋出積極信號

2021年第四季大部分亞洲經濟體延續復甦勢頭。例如，第四季南韓國內生產總值(GDP)按年上升4.2%，較第三季錄得的4%按年增幅微升。印尼GDP按年增速則從第三季的3.5%上升至5%。馬來西亞經濟甚至從第三季的按年跌幅4.5%中反彈，第四季按年增長3.6%。

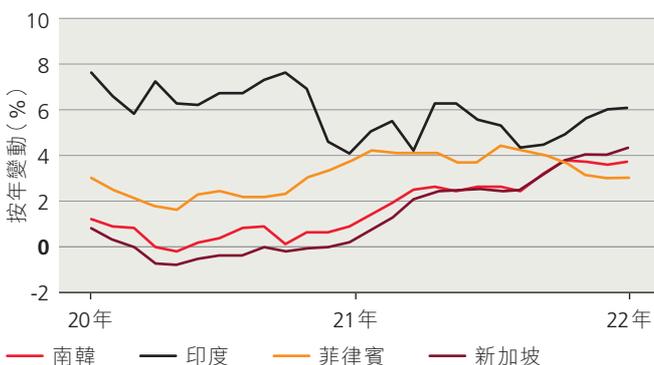
## 亞洲個別經濟體GDP



資料來源：彭博，數據截至2022年3月25日

與上一季相比，近月大部分亞洲經濟體的通脹大致平穩。與2021年12月相比，2022年2月南韓通脹率維持在3.7%。2022年2月份新加坡消費者物價按年上升4.3%，較2021年12月份的4%略高。不過，近月印度通脹率則錄得較明顯上升，從2021年11月的4.9%升至2022年2月的6.1%。

## 亞洲個別經濟體的通脹



資料來源：彭博，數據截至2022年3月25日

儘管具高度傳染性的Omicron新冠變種病毒引起的感染增加，部分主要的亞洲經濟體仍傾向放寬國內的社交距離措施並重新開放邊境。當中，南韓政府推遲餐廳的營業時間許可至晚上11點。另外，馬來西亞政府亦擴展與新加坡的疫苗接種者旅遊通道，自3月中起該措施擴大至泰國和柬埔寨，來自該3個國家的已接種疫苗旅客可在毋須經歷長時間隔離的情況下，進入馬來西亞。社交距離措施逐步放寬以及重開國際邊境預料將改善國內需求及促進旅遊業復甦。

## 地緣風險升級，壓抑復甦動力

俄羅斯與烏克蘭之間的地緣政治危機自2月底起升級成軍事衝突，西方國家對俄羅斯實施制裁，以及避險情緒升溫。另外，基於俄羅斯作為主要原油出口國，地緣政治危機以及接連的制裁措施觸發油價飆升。考慮到烏克蘭作為小麥的主要出口國，穀物價格亦見上升勢頭。

因應衝突和制裁措施的持續時間，部分亞洲主要經濟體特別是能源淨進口國例如越南、印度及泰國，將面對能源價格加劇上升的壓力，以及資本加速外流至其他避險經濟體。另外，部分作為能源淨出口國的亞洲經濟體例如印尼則能受惠於能源價格上升。

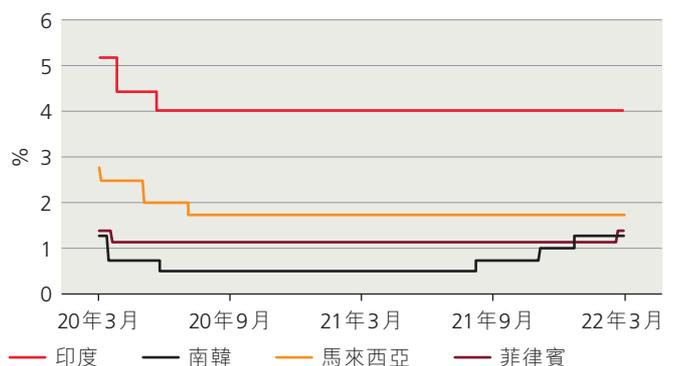
地緣政治危機升級將透過價格效應打擊能源淨進口國的消費及製造業。在部分亞洲經濟體包括泰國、越南和菲律賓中，食物及能源佔消費者價格籃子的比例顯著。能源和食物價格上漲將明顯增加居民的財務壓力，限制經濟復甦的空間。此外，能源價格上升亦加劇能源密集型製造業的生產成本，削弱廉價勞動力優勢。

## 部分亞洲央行開始貨幣政策正常化

面對通脹高企，部分亞洲央行開始退出貨幣刺激措施。南韓央行在2022年1月14日宣布將指標利率調升25個基點至1.25%，為自2021年8月以來連續第三次的加息行動。另外，台灣央行在3月17日宣布將重貼現率上調25基點，從1.125%上升至1.375%。除加息外，印尼央行則在2022年1月20日宣布在未來8個月上調銀行存款準備金率(RRR)300個基點，作為貨幣緊縮的訊號之一。另一方面，泰國和馬來西亞央行則維持其關鍵利率不變。

關鍵利率和RRR提升預料將增加借貸成本及抑制企業面對的流動性環境，導致需求下降，加重財務負擔。在這個背景下，預料亞洲央行將審視其國內市場，以平衡通脹風險以及由地緣政治風險升級引發的需求放緩。

## 亞洲個別經濟體的政策利率



資料來源：彭博，數據截至2022年3月25日

## 美國經濟展望

### 通脹飆升和勞動力市場持續改善支持聯儲局進一步加息

美國勞動力市場在2月份繼續改善，當月非農就業職位增加678,000個，高於市場預期，上月非農就業職位增幅亦向上修正至481,000個。與此同時，2月份失業率從1月的4%微跌至3.8%，進一步接近疫情前的3.5%水平。勞工收入繼續穩健增長，2月份平均時薪按年增長5.1%。

#### 美國非農就業職位



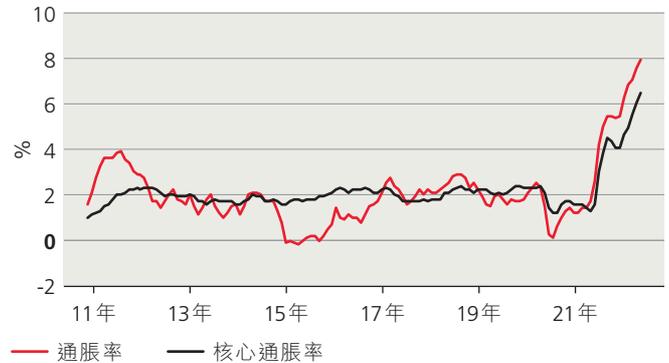
資料來源：彭博，數據截至2022年3月24日

同時，能源價格上漲、供應鏈瓶頸持續存在以及半導體晶片等供應短缺，將美國通脹推至40年來的新高。2月份整體消費者價格指數(CPI)按年升幅從上月的7.5%進一步上升至7.9%。剔除波動較大的食品和能源類別的核心CPI錄得6.4%升幅，亦是自1982年8月以來的最大漲幅。在俄羅斯入侵烏克蘭的情況下，通脹上升削弱消費者信心。密歇根大學消費者情緒指數初值從2月的62.8降至3月的59.7，為2011年9月以來的低位。

在此背景下，美聯儲在3月會議宣布將聯邦基金利率目標上調25個基點至0.25至0.5%，並暗示2022和2023年將進一步加息。聯儲局還提醒，俄烏戰事短期內對通脹帶來額外上行壓力。聯儲局最新的聯邦基金利率中位數預測意味着聯邦基金利率目標將在今年年底前升至1.75至2%，並可能在2023年再加息4次，每次25個基點。市場普遍認為3月會議的預測比之前更鷹派。此外，主席鮑威爾也表示，最早可能在5月開始縮減9萬億美元的資產負債表。



#### 美國通脹率



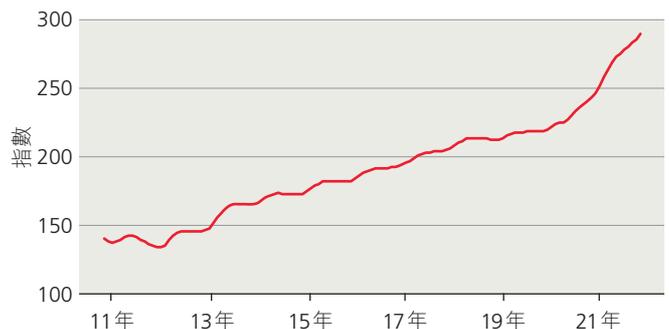
資料來源：彭博，數據截至2022年3月24日

### 烏克蘭危機延長的風險為中期前景蒙上陰影

展望未來，烏克蘭危機的發展將給美國通脹前景和供應鏈瓶頸增加不確定性。美國政府對俄羅斯實施制裁，包括禁止進口俄羅斯石油、天然氣和煤炭。如果石油輸出國組織(OPEC)不能大幅增產，更多美國盟友對俄羅斯石油和石油產品實施類似禁令，國際能源價格將居高不下，通脹壓力會持續更長時間。除了與烏克蘭危機相關的不確定性外，如果可再生能源的生產和綠色技術的發展落後於需求，美國就溫室氣體排放量到2030年將比2005年水平減少一半的承諾，也可能令通脹在高水平停留較長時間。

此外，隨着中期選舉臨近，美國政客可能對中國採取更強硬立場，導致金融市場進一步波動。利率上升也會增加房地產等資產市場此前受益於低利率環境，但現面臨估值調整的可能性。這些將對消費者的個人財富和支出產生負面影響，拖累經濟增長。由於通脹居高不下，聯儲局大幅縮減正常化進程的空間有限，美國政府計劃推出大規模刺激方案時亦可能面臨更多困難。美國經濟中期可能面臨更大的滯脹風險。

#### 標普 CoreLogic Case-Shiller 20城綜合房價指數



資料來源：彭博，數據截至2022年4月1日

## 宏觀經濟

## 英國經濟展望

## 2022年初英國GDP增長加快

隨着 Omicron 變種病毒的影響開始減退，英國經濟在 2022 年初開始回升。1 月份國內生產總值 (GDP) 按月增長 0.8%，同時亦比疫情前水平高 0.8%，而 2021 年 12 月則按月跌 0.2%。1 月份 GDP 增長主要受服務業增長 0.8% 推動，而建築業則增長 1.1%，製造業亦錄得 0.8% 的增長。面向消費者的服務業在 1 月份強勁反彈，按月增長 1.7%，主要受餐飲服務活動增長 6.8% 和零售貿易增長 1.9% 所推動。

## 英國 GDP



資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 24 日

儘管 Omicron 病毒傳播，但英國勞動力市場仍在持續改善。失業率在截至 1 月份的 3 個月降至 3.9%，低於截至 12 月的 3 個月的 4.1%。與此同時，英國 2 月份通脹壓力進一步加大，創 30 年新高。繼 1 月份按年升 5.5% 之後，2 月整體消費者價格指數 (CPI) 按年上漲 6.2%。2 月核心 CPI 亦錄得 5.2% 的增長，高於上月的 4.4%。隨着通脹壓力攀升和烏克蘭危機加劇，通脹可能持續更長時間的預期，消費者信心受到負面影響，GfK 消費者信心指數從上個月的 -26 跌至 3 月的 -31。

## 英國通脹率



資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 24 日

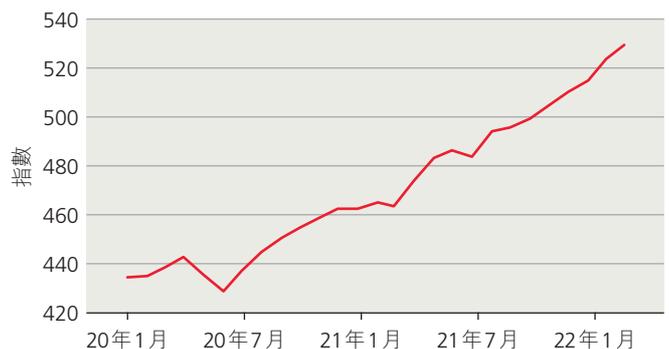
英倫銀行在 3 月會議上如預期將銀行利率上調至 0.75%。與 2 月份的會議不同，貨幣政策委員會沒有成員在 3 月份的會議上投票支持加息 50 個基點，而一名成員則投票支持維持利率不變。此外，英國央行還在政策摘要中指出俄羅斯入侵烏克蘭給通脹帶來的額外壓力，目前預計通脹將在 2022 年第二季度升至 8% 左右。在 2 月會議上，英倫銀行原本預計通脹將在 4 月達到約 7.25% 的高位。此外，英倫銀行還表示，未來幾個月進一步適度收緊貨幣政策可能是合適的，但這種判斷取決於通脹的中期前景如何演變，存在雙向風險。

## 烏克蘭的衝突令英國的中期前景蒙上陰影

展望未來，隨著英國政府於 3 月 18 日取消剩餘的旅行限制，預計未來幾個月英國服務業的情緒將進一步改善。儘管如此，烏克蘭衝突延長的風險可能會為持續的復甦帶來不確定因素。俄羅斯入侵烏克蘭後，英國政府跟隨美國對俄羅斯實施制裁，包括在 2022 年底前逐步停止進口俄羅斯石油。雖然俄羅斯石油進口僅佔英國石油需求的 8%，但俄羅斯入侵烏克蘭造成的生產中斷，令國際能源價格飆升，仍可能令英國本地能源價格上漲。

在 2 月初，英國政府宣布了一系列措施以減少能源費用上漲的部分影響，其中包括在 4 月向 80% 的住戶一次性退市政稅 150 英鎊，以及在今年秋季向所有家庭減少 200 英鎊的能源費用。此外，財政大臣辛偉誠在春季預算案中宣布在未來 12 個月內，每公升燃油稅將削減 5 便士，並將支付國民保險的門檻提高至 3,000 英鎊，還承諾在 2024 年將基本所得稅稅率降低 1 個百分點。然而，能源費用折扣將分 5 年攤還，隨着國民保險繳款和股息稅率的提高以及燃油價格的上漲，家庭可支配收入在中期內會受壓。加上英倫銀行持續加息和政策正常化，金融環境收緊可能對家庭消費和企業投資產生負面影響，構成中期 GDP 增長放緩的風險。

## 全英房屋抵押貸款協會樓價指數



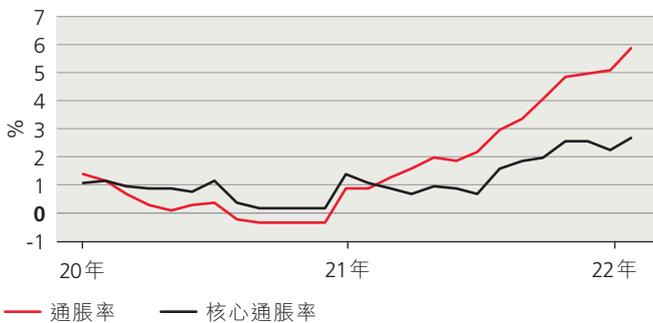
資料來源：全英房屋抵押貸款協會，數據截至 2022 年 4 月 1 日

## 歐元區經濟展望

### 地緣政治衝突為經濟復甦添壓

2月份歐元區通脹率攀升至5.9%，高過1月份的5.1%。能源價格持續成為通脹高企的主因，其次為食物價格上漲的壓力升溫。2月份能源價格按年上升32%，較上月28.8%增速水平高。另外，食物及煙酒類價格按年增幅連續4個月上升，2月份錄得按年上升4.2%。主要必需品例如能源及食物等價格飆升，加劇居民的生活成本，抑制服務及奢侈品的消費。

#### 歐元區通脹率



資料來源：彭博，數據截至2022年3月25日

1月份工業生產按年下降1.3%，主要因為資本產品生產錄得8.4%的按年跌幅。地緣政治衝突預料將加劇供應鏈干擾及部分主要原材料貿易的問題，為製造業帶來壓力。例如，針對往返俄羅斯的航運及航班限制將導致航運路線重組及運輸力下降，從而引致航運成本上升。另外，烏克蘭亦是其中一個氖氣(生產半導體的主要原材料)生產國。兩國之間的軍事衝突導致氖氣生產停滯，為已經緊張的半導體供應鏈添壓。歐元區製造業採購經理人指數(PMI)初值從2月份58.2下跌至3月份的57。

#### 歐元區PMI



資料來源：彭博，數據截至2022年3月25日

2022年1月歐元區零售額按月增長0.2%，從2021年12月2.7%的按月跌幅止跌回升，但仍然低過市場預期1.5%升幅。在各分項中，1月份專賣店車用燃料銷售錄得較大跌幅，按月跌1.3%。車用燃料的拖累反映能源價格飆升住戶購買力疲弱，抑制零售消費的復甦動力。3月份歐元區服務業PMI下跌至54.8，較2月份的55.5低。

#### 歐元區零售銷售



資料來源：彭博，數據截至2022年3月25日

外貿方面，2022年1月份歐元區持續錄得77億歐元的貿易逆差，從2021年12月份的97億歐元逆差收窄。1月份出口按月上升3.4%，而進口則按月上升2.3%。

展望未來，經濟復甦受疫情反覆、供應鏈瓶頸及通脹高企等多方衝擊，俄烏地緣政治危機將進一步對復甦動力添壓。除了能源因素外，俄羅斯及烏克蘭作為小麥和玉米的主要出口國，供應緊張下預料食物通脹率進一步攀升。短期而言，雖然歐元區經濟活動隨着疫情相關限制放寬而開始回復正常，但主要必需品價格上升及經濟不確定性的預期升溫，使以消費推動的復甦勢頭減弱。

### 對俄羅斯能源的依賴進一步引發對ESG議題的關注

俄羅斯入侵烏克蘭引起人們對環境、社會、管治(ESG)因素對經濟影響的關注。歐洲倚重俄羅斯天然氣進口，約佔40%。為應對歐盟的制裁措施，俄羅斯有機會中斷天然氣供應作為回應。另外，在俄羅斯對烏克蘭發動攻擊的背景下，消費者亦日漸期望他們光顧的公司不應該與俄羅斯有商業連繫。

歐盟宣布計劃在2023年前將俄羅斯天然氣進口量削減三分之二，而部分歐洲政府亦尋求加快可再生能源的投資。當中，德國正加快其太陽能和風能項目的發展，德國經濟部部長稱，可再生能源發展提速是降低對俄羅斯燃料依賴的關鍵。因此，發展可再生能源並不單止是應對氣候轉變的手段，亦有助加強經濟體的能源穩健度。除環境考慮外，部分歐洲公司亦宣布退出其在俄羅斯公司的股份，以符合公眾期望。

## 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。

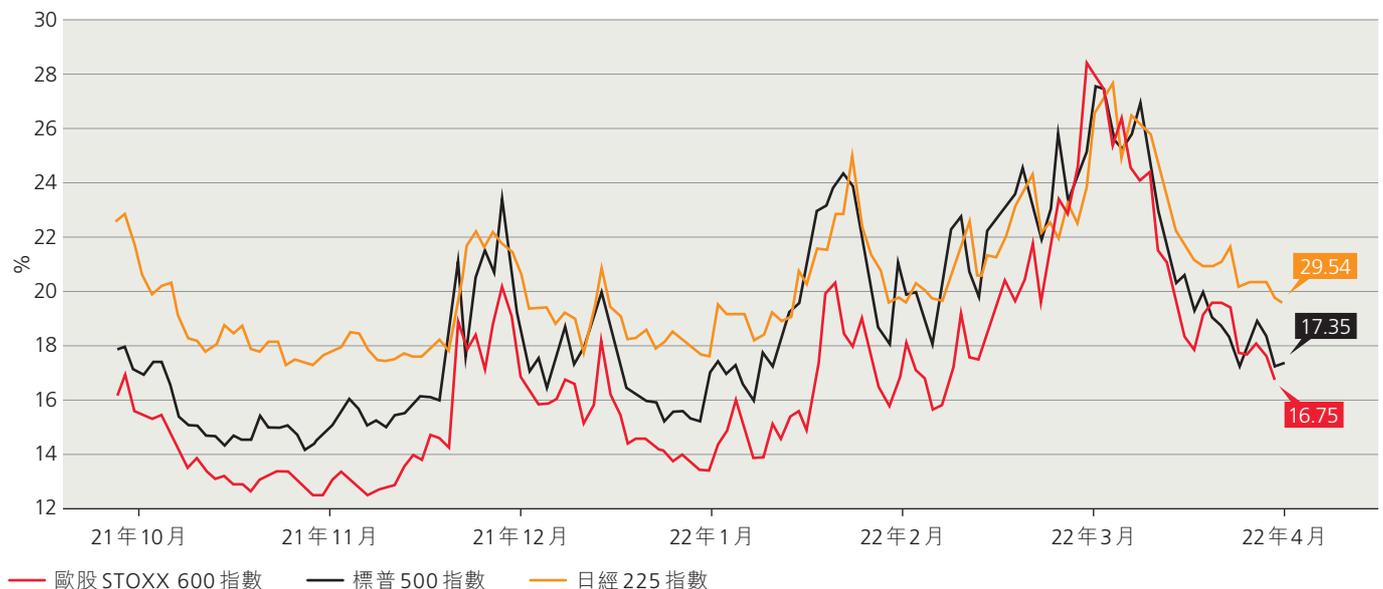
MSCI世界指數變化(2014年上半年及2022年首季表現)



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)。

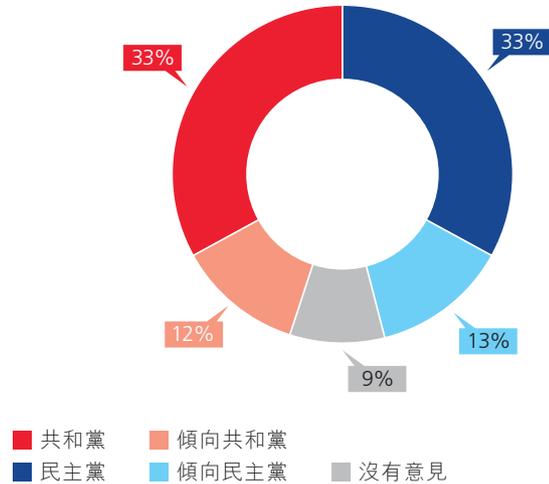
要求受訪者使用一個詞語來描述當前的美國時，最常見是「分裂」(divided)，其他包括「極化」(polarized)、「衝突」(conflicted)、「破碎」(fractured)、「混亂」(chaos)、「困惑」(mess)和「令人失望」(disappointing)。總體而言，76%受訪者使用否定詞來描述現狀，只有15%使用肯定詞。

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

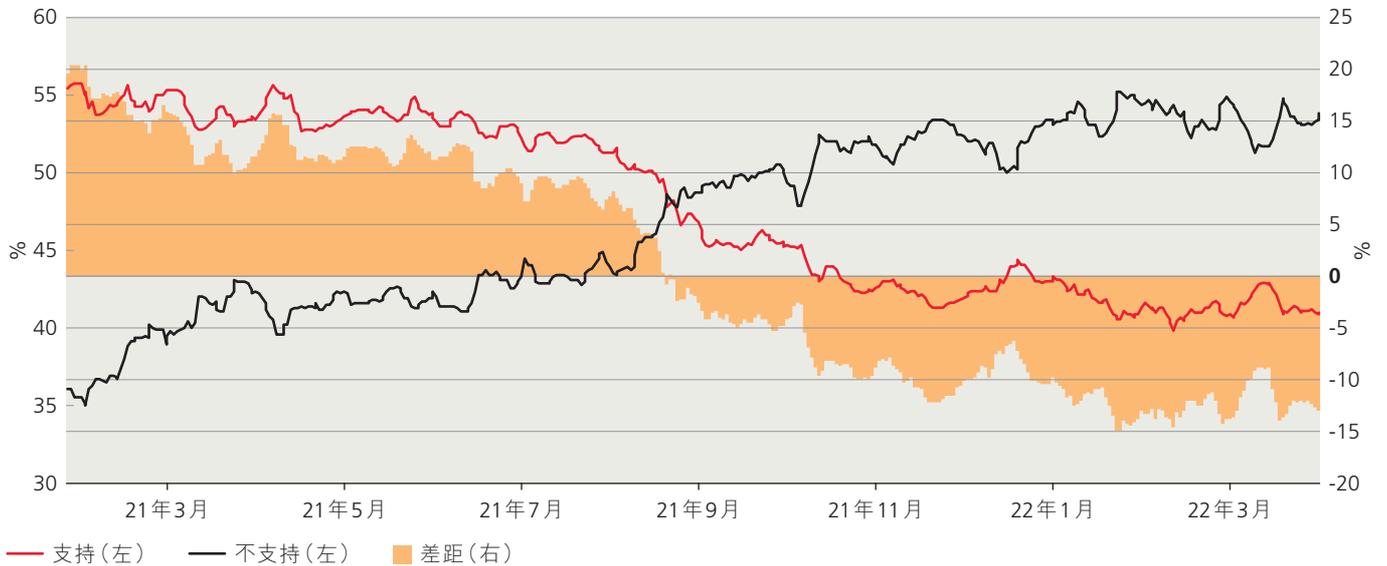
## 選舉工程：中國比俄羅斯更能吸引選票

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**

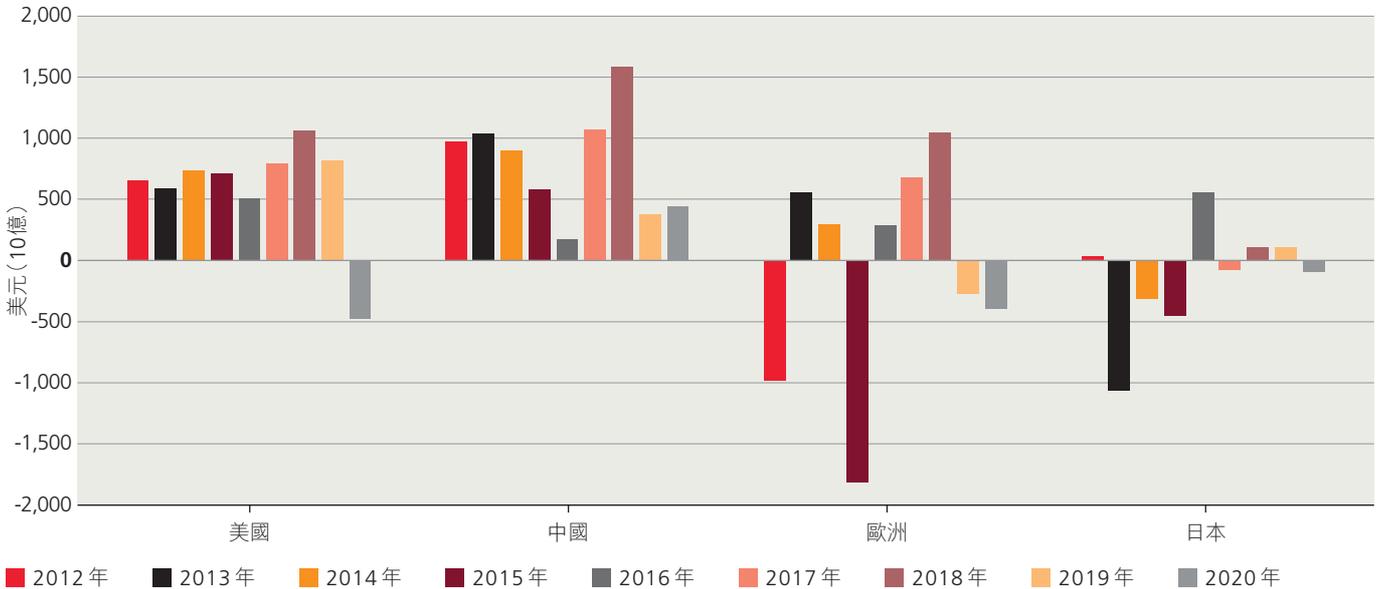
上季本刊已預期在美國中期選舉前，中美關係乍暖還寒，拳來腳往卻又不忘點到即止。雖然俄烏戰事加深其複雜性，但「鬥而不破」的核心是不會改變的。

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。

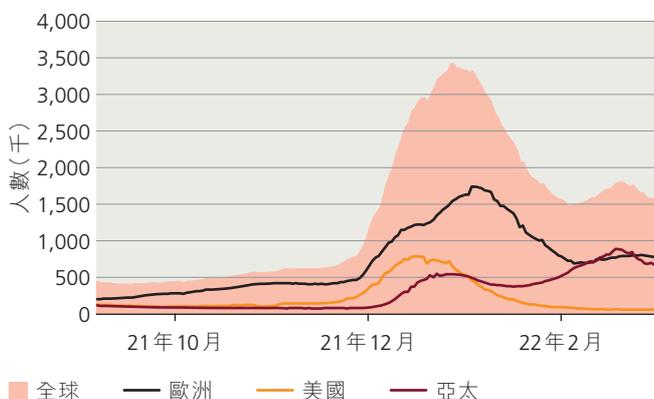
過去10次民主共和兩黨執政比例為4比6，民主黨執政時平均回報為負1.2%，比共和黨執政時負0.8%差，預視本季美股表現平穩偏弱的狀態。

### 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>

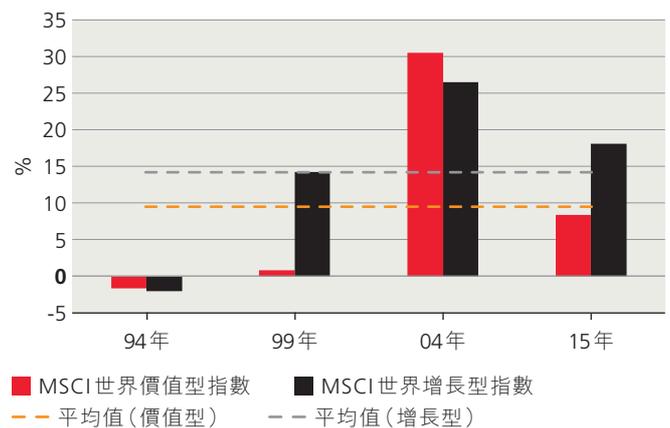
資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

## 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。

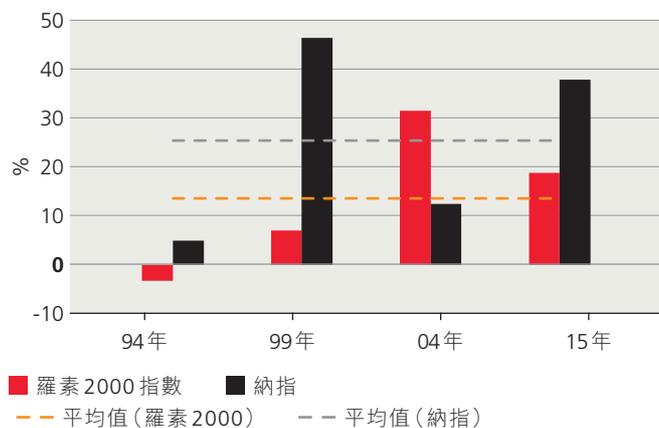
如以羅素2000及納指作為增長股的代表，採集同樣的數據，結果顯示平均回報率中納指(25.4%)比羅素2000(13.5%)更佳，反映增長股中小型股不一定比大型股優勝，亦可回應加息週期中納指比標普500及道指表現更佳的分析(詳情可參閱上季《股票》章節)。另外，回報上納指與羅素2000指數表現最大差距在1999年出現，相信與當時科網熱潮有關，反映增長型股份較受消息及板塊趨勢影響。

## 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
<b>加息週期</b>				
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
<b>預測市盈率 (倍)</b>				
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>			
<b>市賬率 (倍)</b>				
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

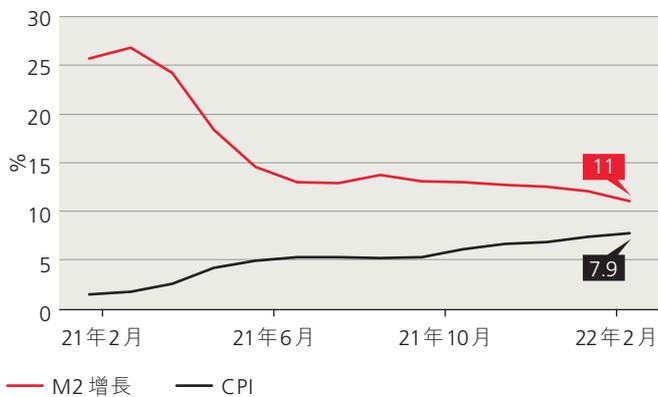
## 中國及亞洲股市展望

### 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

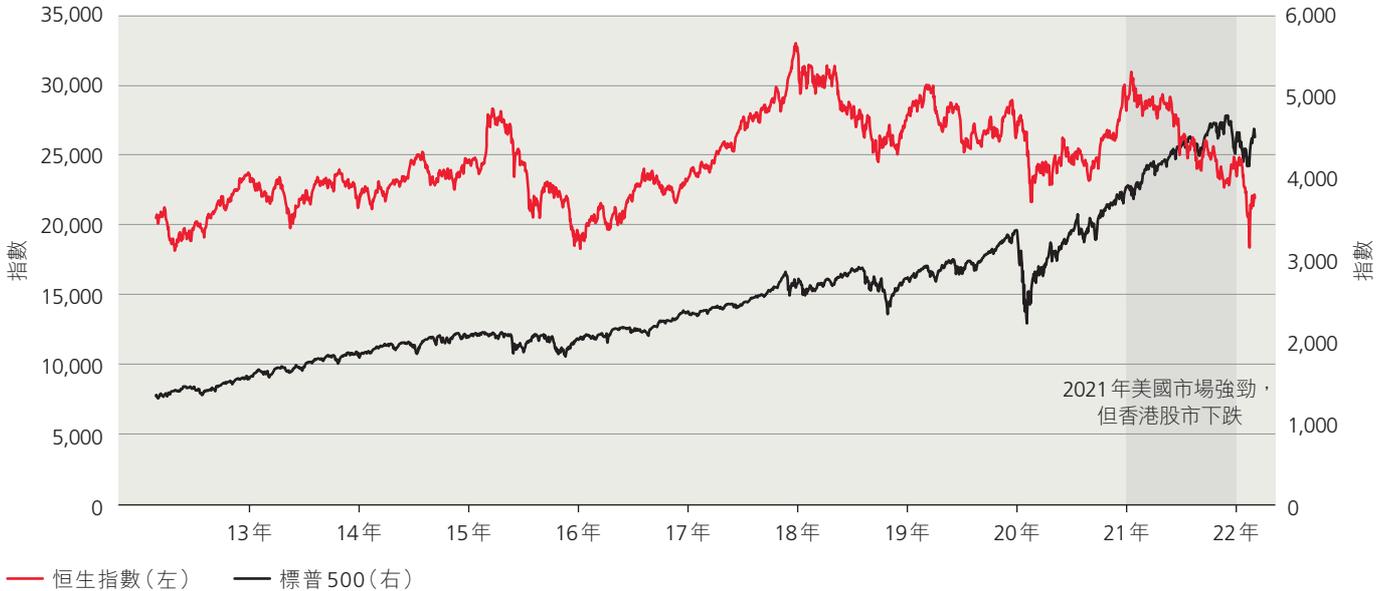
東亞聯豐相信加息初期對股市影響不大，從整體策略上來說，我們仍看好股票，對債券繼續維持較保守態度。當經濟及政策上開始明朗化時，我們開始增加部署落後市場的比重，並放眼經濟重啟後受惠的優質出口商和消費品牌，而新能源板塊(包括太陽能、電動汽車)，以至虛擬實境(VR)、擴增實境(AR)板塊仍會造好。亞洲股市的市盈率偏低，潛力備受關注。我們對亞洲市場維持正面看法，當中以澳洲股市的表現相對強韌。澳洲的GDP經歷了近30年的持續增長，只是在疫情爆發後才首度出現輕微收縮，反映本土需求強大，經濟發展穩健。加上良好企業管治，有質素的企業為數不少。我們尤其看好澳洲資源股。

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。



## 迷宮重重

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



## 迷宮重重

上季預期美國經濟問題源於Omicron爆發後，本來初見改善的結構性就業及通脹再次惡化，疫情面前美聯儲處於被動，勉強加息可能弄巧成拙，按部就班料較可取。成熟國家的央行將跟隨美國收緊流動性，但因自身經濟問題未能行動一致，增添非美債市波動。新興市場風險較高，疫情仍未受控下勉強加息只會東施效顰。整體債市中以國債及高評級類別受影響較大，亞洲央行並沒有加息的迫切性，料走勢較平穩。過去的預測大致與今天的結果相若，意料之外是爆發俄烏戰事及美聯儲大幅修訂利率取態與經濟預測。

到了第二季，美聯儲言行繼續成為全球焦點，市場口沫橫飛，各央行馬首是瞻，但在地緣緊張及高通脹的環境下，預期美聯儲任何決定都是如履薄冰，進退失據。整體債市陰霾不散，不論衍生工具、基金/ETF及實體債市都顯示出投資者悲觀情緒，反映央行政策走勢重於泰山，債券的避險功能只屬次要。全球逐步收緊流動性已是不爭事實，其他央行將亦步亦趨，不利當地債市。俄烏問題只集中在兩國債市，未見蔓延至其他新興債市。亞太債市將成市場新貴，利率變化及制裁影響較其他地區溫和，在過去加息週期中亦屬於「性價比」較高的地區選擇，值得投資者留意。

本季的標題是《迷宮重重》，意謂債市彷彿跌入重重迷宮，只能在眼前的選擇中尋找未知的出口，奔波在窄巷之間可能只換來死胡同的結果，如何材高知深可能只是瞎子摸象，難窺全局。劃地為牢亦非選擇，最後唯有見步行步，隨機應變。

美國平衡通脹率（1年期）及美元零息通脹掉期利率（1年期）



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

### 美聯儲：見人之所未見？

#### 謠言止於智者

自美聯儲1月對通脹態度180度轉變及3月對加息的鷹派言論後，債市參與者便在加息與通脹話題上不斷發酵，把加息次數及幅度預測無限上綱，一方面吸引市場目光，驚嚇中暗地部署，另一方面脅迫美聯儲，透過輿論壓力左右委員會決定。部份言論更消極地建議早日把衰退或滯脹預言自我實現，除了可剷除多年來量化寬鬆積累的弊端，亦可把投資市場及經濟重新洗牌。無從得知語不驚人誓不休背後有多少利益考量或權鬥，但花掉真金白銀時卻相當誠實。

美國平衡通脹率是名義國債曲線中找出指定到期日，與通脹掛鈎債券曲線中最接近年期的收益率息差，亦相等於資本市場在指定年期中隱含的通脹率。通脹掉期是透過當中的固定及浮息利率互換，以反映合約雙方對未來通脹的共識，相等於衍生工具市場在指定年期中隱含的通脹率。

兩項指標去年11月由高位一度出現下跌，反映兩大市場參與者都曾經相信未來通脹並非預期般兇猛。但今年1月起兩項指標再次急升。雖然3月底由高位近6%回落至5.3至5.6%之間，但已與美聯儲通脹預測相若。

就算市場口沫橫飛，但解鈴還須繫鈴人，相信債市波動止於美聯儲如何收窄官方與市場分歧，及明確路線圖以減低市場的無限聯想。在打擊高通脹同時維持經濟增長的軟著陸目標，美聯儲彷彿在重重迷宮中尋找唯一出口。

## 債券

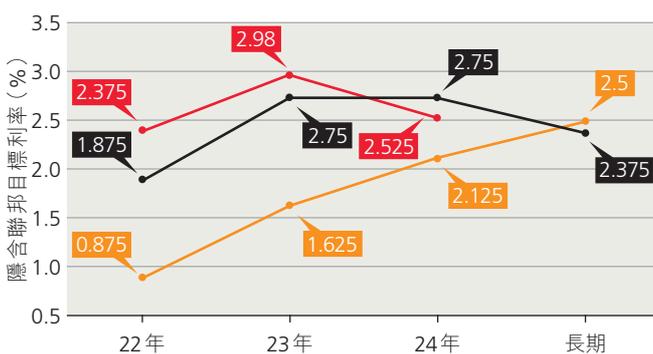
## 美聯儲：雕式緊縮政策

常言央行收緊貨幣政策為「鷹派」，比喻硬朗而堅定，暗喻老鷹來襲下各「小動物」速逃。但今天全球通脹猛於虎，美聯儲為首的央行正迅速且大幅度收緊流動性，來勢洶洶並非等閒之輩，而是體型更大更兇猛的金雕，古有「金雕擒羊」奇觀，相信今天「山羊、鹿、狐狸、狼」都須速速逃跑。

3月17日美聯儲主席鮑威爾宣布加息25點子，是2018年後正式啟動新一輪加息週期，幅度是預期之內。但議息聲明及點陣圖，尤其比對去年12月出現大幅修訂，才是影響債市的焦點。

首先，點陣圖顯示聯邦利率中位數是1.875%，比去年12月的0.875%明顯高出1%，是近代罕見在3個月內大幅修正早前預測，反映第一季經濟急遽變化（通脹飆升）及極端風險（俄烏戰事）迫使各委員改變去年立場。點陣圖顯示年內共加息7次（去年12月是3或4次），即未來6次會議將共加息1.5%。鮑威爾表示，保留未來加息高過25點子的可能性，近日亦多次提出同樣觀點<sup>1</sup>。預期未來市場焦點不再是次數，而是幅度。亦藉此修正本行對利率的預測，焦點並非次數而是與美聯儲加息幅度同步。另外，5月加息50點子已是市場共識，如通脹仍未受控，每次50點子或更大幅度的加息將打破近代常規。

## 美聯儲點陣圖（去年12月及今年3月）



— 聯邦基金期貨 (2021年12月及2022年3月)  
 — 美聯儲委員投票中位數 (2022年3月)  
 — 美聯儲委員投票中位數 (2021年12月)

資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

其次，最新聯邦利率中位數(1.875%)與利率期貨預測(2.375%)差距比去年明顯收窄，過去被市場批評決策「慢半拍」到今天與市場相若，加上美聯儲預期高息延長至2024年，比利率期貨預期更進取。突顯美聯儲比市場更鷹派的立場及解決經濟問題的決心，亦紓緩官方與市場預測南轅北轍的陰霾。畢竟債市風險非源於加息，而是缺乏共識。

會後聲明的內容與1月時的關注點出現明顯差別<sup>2</sup>，表示由疫情轉移到能源價格帶動通脹的經濟風險將是延續及廣泛的。俄烏戰事未平息及相關制裁影響未完全浮現時，美聯儲將關注並作好準備。聲明亦清晰提到縮表路線圖，未來到期債券將不再續期，速度和規模都比上次更快、更大。3月會議紀錄中提及委員會有意5月便以按月950億(按年超過1.1萬億)縮表<sup>3</sup>，相比2015時每月縮表共500億增速近1倍。疫情前美聯儲資產負債表約4.3萬億(美元，下同)，截至3月31日約有8.9萬億，增加近4.6萬億，即目標4年內收回因疫情投放的流動性。市場預期5月美聯儲將在會議時宣布縮表與加息雙管齊下來控制通脹。暗示短期內流動性將大幅收緊，以往沐浴在游資的低評級及垃圾債券將深受打擊，投資者亦適宜為縮表對全球債市帶來中長期風險作好準備。

最後，美聯儲亦修正了經濟預測，除了失業率持平外(3.5%)，國內生產總值(GDP)增長由4%大幅下調至2.8%，核心個人消費支出平減指數(PCE)由2.7%大幅上調至4.1%，反映通脹率將大過經濟增長，未來實質購買力將會收縮。相信關鍵在於進一步放寬防疫措施後，美國經濟能否明顯反彈，尤其壓抑性需求會否如預期般爆發，吸收通脹帶來的影響。再者，本刊《宏觀策略》章節中已分析全球高通脹主要源於俄烏戰事及相關制裁，當中涉及多項人為因素及地緣關係並非財金政策範圍，美聯儲唯有隨機應變。

## 收益率曲線變化：拾級而上

在本刊《宏觀策略》章節中已分析加息期間收益率曲線趨向平坦實屬正常反應，而非完全與經濟表現有關。但「倒掛」配合加息週期同時出現時，往後出現衰退的機率偏高，最終結果往往取決於美聯儲能否適時配合經濟表現調整貨幣政策。

<sup>1</sup> 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2022/03/21/powell-says-inflation-is-much-too-high-and-the-fed-will-take-necessary-steps-to-address.html>

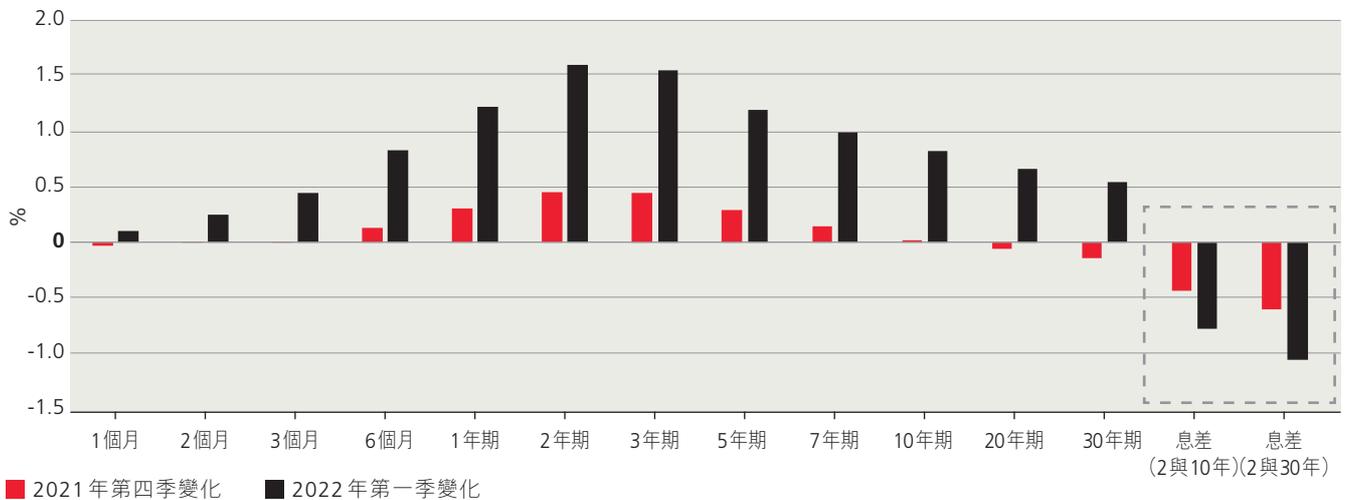
<sup>2</sup> 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20220316.pdf>

<sup>3</sup> 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20220316.pdf>

美國國債收益率曲線變化是資本市場透過利率去表達心裡對未來經濟最真誠的預測。比較去年第四季及今年第一季曲線變化，全線皆比去年上升，而且超長息比超短息升幅更大，反映曲線雖然趨向平坦，但整體還是比去年傾斜。暗示經濟仍未真正衰退，而且加息預期正全面但非平均地影響各年期表現，存續期風險集中在短息。

轉折點主要在對利率較敏感的2至3年期之間，真正「倒掛」只在20及30年期出現，未見明顯蔓延，暗示經濟增長放緩而非衰退的預測。話雖如此，但第一季的倒掛幅度明顯比去年上升，反映市場憂慮持續升溫，如美聯儲強力收緊流動性，期間宏觀環境有任何閃失，由國債波動引發的震盪將波及整個投資市場。

美國國債收益率曲線變化 (2021年第四季及2022年第一季)

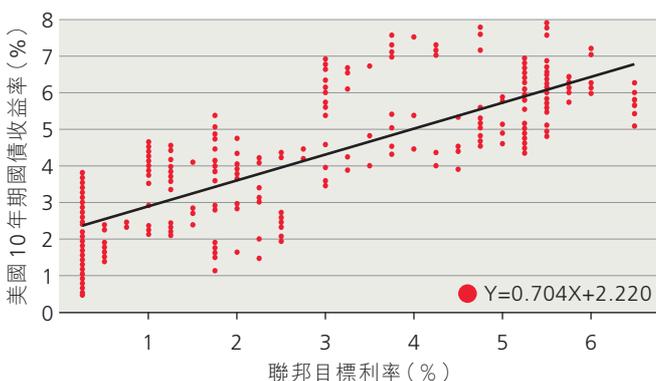


資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

市場普遍以10年期國債債息去反映該國的經濟狀況(曲線倒掛)及對整體債市(現價折現率)影響的指標。年初至今已由1.51升至2.52%水平，反映整體債市走勢積弱。根據美國10年期國債收益率與聯邦目標利率的線性迴歸分析，結果顯示如5月美聯儲加息25或50點子，10年期債息將升至2.75或2.92%。加上上述點陣圖分析，年內美聯儲將最少加息1.5%，即10年期債息升穿3%指日可待，投資者應及早作好準備。

投資世界裡常言「不要與美聯儲對著幹(Don't fight the Fed)」，任何投資決定須與美聯儲行動保持一致，暗喻不論美聯儲是否見人之所未見，大家的投資回報最終都是由美聯儲主宰。活在戰火紛飛、人心惶惶的今天，戲言謂「不要問、只要信」的投資策略可能比其他金科玉律來得更簡單直接。

美國10年期國債收益率與聯邦目標利率之迴歸分析



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

整體債市：不容樂觀

衍生工具早已警惕市場

投資者對利率與通脹預期是影響債價的重要因素，經濟層面有不同方式或模型推算未來利率與通脹變化，資本市場亦有不同衍生工具以對沖風險，從中反映投資者心裡對利率與通脹的觀點。殊途同歸，它們的預測將直接影響債市走勢。

利率掉期期權是內含利率掉期的期權合約，透過以預定行使價(預期利率)在到期日，比較當時的實際利率來決定會否執行內含掉期合約，簡單而言是為了轉移風險而設的保單。當中期權金反映了期權持有人願意為對沖利率變化而付出的保險費，保費愈高暗示風險愈高。

## 債券

以3個月期權內含以1年通脹作指標的1年期掉期合約作基準，並以兩組貨幣(美元/歐元/英鎊及澳元/紐元/加元)平均值以簡化分析，顯示期權金其實早在去年約9月開始急升近1倍，反映市場擔憂利率將大幅波動。去年10至12月美聯儲偏向軟化的態度稍為安撫市場，期權金橫行觀望。直到今年1月，美聯儲態度急轉彎，兇猛的鷹派言論推升期權金。截至3月31日，比去年9月已升約3倍。反映不問因由，投資者相信6大央行未來將大幅加息，迫使透過衍生工具對沖利率風險。當中只有兩種貨幣由始至終都非常穩定，分別是人民幣及日圓，市場認為日圓央行無意跟隨美聯儲起舞。至今所見，各央行態度與衍生工具市場預期相若，亦反映其預測的準繩度。

各貨幣的3個月等價利率掉期期權(1年/1年期)



— 人民幣 — 平均值(澳元、紐元、加元)  
— 平均值(美元、歐元、英鎊) — 日圓

資料來源：彭博，數據截至2022年3月26日

通脹方面，普遍以通脹掉期對沖風險。合約雙方開始時協議出「固定利率」以反映(雙方共識)預期通脹率，定息方須在合約期間支付固定利率，而浮息方則以當時實際通脹率支付對方。因實際通脹率可能不等如固定利率，定息方便可透過合約把通脹風險轉移到浮息方。當中固定利率反映了合約雙方對未來通脹的共識，定息愈高暗示通脹風險愈高。

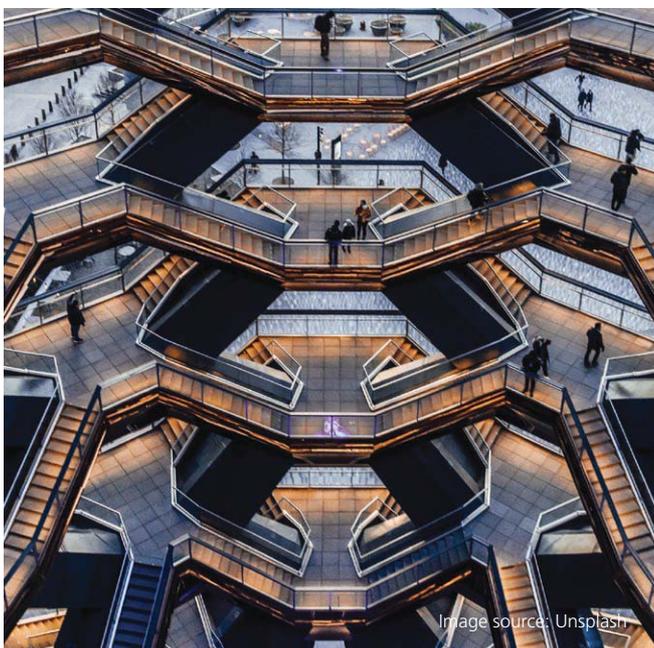
過去1年，美元、歐元及英鎊1年期通脹掉期的固定利率走勢穩定。直到今年1月歐美央行上調通脹預測，2月下旬俄烏戰事爆發，商品價格急升帶動供應側通脹惡化，影響全球經濟，但打擊較大地區集中在歐美市場。截至3月31日，美元、歐元及英鎊固定利率變化如下：

固定利率	美元	歐元	英鎊
3月31日(點子)	532	621	929
與年初比較			
1月3日(點子)	376	256	634
差距(點子)	156	365	295
變化(%)	41	143	47
與實際基本通脹比較			
3月31日(點子)	790	750	620
差距(點子)	258	129	-309
變化(%)	49	21	-33

資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

數據顯示，市場在第一季大幅上調固定利率應對預期通脹風險上升，尤其歐元區升幅高見約1.4倍，反映俄烏戰事在能源及農產品制裁明顯打擊歐元區經濟，美元及英鎊則超過四成，通脹問題嚴重。相比實際通脹，美元固定利率變化與實際情況相若(四至五成)，歐元固定利率(6.2%)與實際基本通脹(7.5%)亦差不多。但英國落差卻頗大，上季固定利率急升近50%後高見約9.3%，但公布的實際基本通脹只有6.2%。是英鎊通脹掉期高瞻遠足，還是庸人自擾，唯有拭目以待。

綜合分析，其實早在去年第四季衍生工具市場已反映預期今年利率及通脹將大幅波動，對沖成本上升打擊債券組合總回報，甚至減少持倉並轉往其他資產(例如商品或股票)，解釋了年初至今債券市場持續受壓的原因。

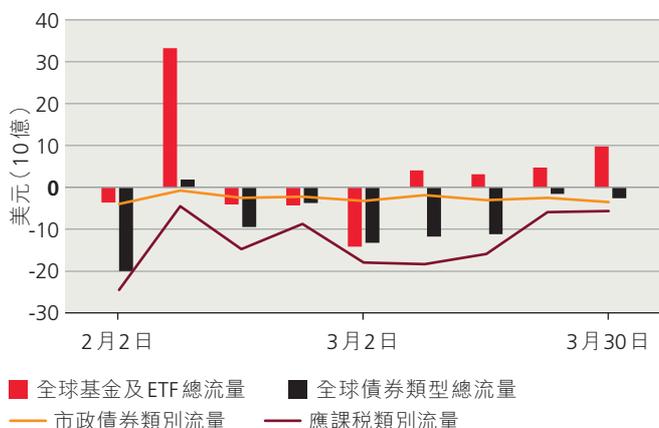


### 資金早已聞風先遁

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>4</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。同一時段債券類型表現卻令人失望，9週內有8週錄得淨流出，只有1週(2月9日)錄得19億流入。美聯儲宣布第1次加息後，2月2日單週流出近200億，而且在3月2日起持續3週各流出超過100億。9週內債券類別總流出共710億，比全球基金及ETF總流入290億出現強烈反差。若把債券類型分為應課稅(主要投資於投資級別和評級較低的企業債券、美國政府發行或擔保債券及全球債券證券)及市政債務類別(主要投資於單一州份的市政債券或全國性的市政債券組合)，9週內市政債務類別全線流出共240億，應課稅類別亦只有零星10至12億流入，其他時間卻以單週平均以近100億流出，江河日下。

結果顯示在俄烏戰事及滯脹陰霾等負面因素下，債券都得不到避險資金垂青，亦反映美聯儲鷹派態度在債市中重於泰山，預料各委員的言行將主宰債市，尤其高評級及國債。加上由商品市場帶動的高通脹迫在眉睫，各央行推出緊縮貨幣政策只是速度及程度的差別，預期今年債券市場表現將明顯落後其他資產，前景不容樂觀。

### 全球基金及ETF與不同債券類別的資金流量



資料來源：投資公司協會，數據截至2022年3月31日

### 其他債市：霧鎖煙迷

#### 累計類別債券暫時不宜沾手

在美聯儲3月加息之前，各國央行已馬不停蹄為緊縮貨幣政策作好準備，揭開全球「競爭性加息」的序幕。上季各國央行在貨幣政策上變動如下：

日期	國家央行	行動簡介
1月6日	阿根廷	上調基準利率至40%
1月14日	南韓	上調基準利率至1.25%
1月27日	南非	上調關鍵利率至4%
2月1日	澳洲	宣布停止購債計劃
2月2日	巴西	上調基準利率至10.75%
2月3日	英國	加息25點子至0.5%
2月11日	墨西哥	上調隔夜銀行同業拆息目標至6%
2月17日	阿根廷	上調基準利率至42.5%
2月23日	紐西蘭	上調利率至1%
2月28日	俄羅斯	緊急宣布將關鍵利率提高到20%
3月2日	加拿大	提高官方利率至0.5%
3月16日	巴西	上調基準利率至11.75%
3月16日	沙地阿拉伯	將關鍵利率提高到1.25%
3月17日	英國	加息25點子至0.75%
3月22日	阿根廷	上調基準利率至44.5%
3月24日	南非	將關鍵利率提高到4.25%
3月25日	墨西哥	上調隔夜銀行同業拆息目標至6.5%
3月31日	日本	承諾在第二季增加預定的債券購買量

資料來源：綜合網站資料，數據截至2022年3月31日

上季已分析最近兩次美國加息週期(2004及2015年)，G10(除美國)央行普遍比美國早6個月作提前部署。不論加息或減息，全期總利率變化次數平均比美國高出約3.5倍。新興市場及亞洲地區總次數更高，2004年比美國高出約5倍，2015年時更高出約18倍(詳情請參閱上季《債券》章節)。今天美聯儲才第1次加息及有意在5月縮表，暗示各地央行收緊政策總次數將以倍數上升，「好戲」仍在後頭。

<sup>4</sup> 見投資公司協會網站，<https://www.ici.org/research/stats/weekly-combined>

## 債券

根據彭博全球債券指數中「累計 (Aggregate)」類別在過去6個月表現，顯示去年第四季大致錄得約0至2%正回報。但由今年開始，各央行積極收緊流動性，成熟國家(美國、加拿大、歐洲)累計債券指數以平均每月2%速度下跌，第一季跌約6%，新興(美元)累計指數更在利率及匯率夾擊下第一季跌約10%。上文已分析衍生工具市場預示年內加息持續，整體累計指數走勢只會繼續尋底，尤其歐美成熟市場。簡單而言，就算爆發俄烏戰事，不論成熟或新興市場，高評級及國債暫時都不宜沾手。

## 全球累計債券指數表現 (過去6個月)



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

## 戰事影響只集中於東歐地區

在本刊《宏觀策略》章節中已分析是次俄烏戰事並非國際金融災難，資本市場出現大幅波動而非斷裂，利率及流動性緊張集中在歐美市場。

各地10年期國債收益率波動集中在東歐地區，更準確是集中在俄烏兩國。由2月22日至4月11日數據顯示，烏克蘭及俄羅斯10年期國債收益率處於新興市場中前列，分別升至22.4及10.8%，反映戰事爆發後遭投資者拋售的結果。

另外，烏國國債在收益率變化上遠超其他新興國家，期內波動幅度達25.7%，但俄國國債只有4.4%。反映不論戰事最終結果，在投資者眼中烏克蘭在國力、疆土及經濟受損的程度遠比俄羅斯高，資本市場在風險及成本的考量上，未來烏克蘭想舉債復興將相當困難。就算勉強發債，未來利率負擔偏高，影響本地財政及經濟增長。

由3月起，歐美主導的制裁不絕，希望透過孤立俄羅斯經濟及凍結海外資產迫使領導層就範。但俄羅斯透過一系列反

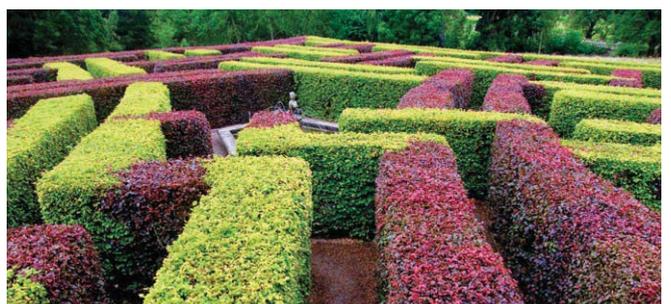
## 新興市場10年期國債收益率最大波動首10個國家

國家	10年期 收益率 (%)	最低 (%)	最高 (%)	變化 (%)
烏克蘭*	22.4	11.8	37.5	25.7
巴西	12.0	11.2	12.6	1.4
俄羅斯	10.8	10.8	15.2	4.4
南非	9.6	9.6	10.7	1.1
哥倫比亞	9.1	9.1	10.1	1.0
匈牙利	7.0	4.8	6.8	2.0
波蘭	6.3	3.9	6.2	2.3
捷克	4.0	2.8	4.0	1.2
斯洛伐克	1.7	0.4	1.5	1.1
斯洛文尼亞	1.7	0.5	1.7	1.2

資料來源：彭博及Trading Economics，數據截至2022年4月11日  
\* 除烏克蘭以美元結算外，其他皆以本幣結算。

制裁措施抵抗，除了要求「不友好國家」使用盧布作能源貿易外（詳情請參閱《宏觀策略》章節），俄央行在2月28日決定由9.5%加息至20%，表示加息為了確存款利率提升，以彌補貶值和通脹的損失，並維持金融及匯率穩定及保護國民財產<sup>5</sup>。但在4月9日，俄央行忽然宣布減息300點子至17%，表示金融風險仍在，但鑒於資本管控等措施，風險上升趨勢逐步放緩。在盧布匯率變動等作用下，物價上升的速度已經顯著下降<sup>6</sup>。

截至4月11日，年內美元、歐元、日圓及英鎊兌盧布匯率曾急升超過8成（即盧布貶值），美元兌盧布更高見92%，反映制裁初期確見在匯市上重量級打擊盧布。但及後俄羅斯還擊，盧布大幅反彈，直至4月初已大致回復戰前水平。雖然國債債息仍未回落至約9.5%戰前水平，但「雖不中亦不遠矣」。除了俄羅斯股市由2月22日至3月31日共下跌約37%外，金融制裁對俄羅斯匯市及債市未見明顯打擊。



<sup>5</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/finance/russia-hikes-key-rate-20-tells-companies-sell-fx-2022-02-28/>

<sup>6</sup> 見華爾街日報網站，<https://www.wsj.com/articles/russia-cuts-interest-rate-as-financial-system-stabilizes-11649411183>

主要貨幣兌盧布匯率



資料來源：彭博及Investing.com，數據截至2022年4月11日

被禁用SWIFT系統為未來貿易帶來不便，但部份與俄羅斯貿易的國家已自建結算系統。雖然對俄羅斯未來經濟增長會有阻礙但非毀滅性影響，但注意可能因未能使用歐美指定結算系統而導致國債違約。

信用違約掉期(CDS)是對沖債務違約的衍生工具之一，當中CDS息差是合約的期權金，亦是衡量債務風險的指標，期權金愈高暗示風險愈高。由2月22日爆發戰事前一天至3月31日，新興市場CDS息差變化最高首20個國家，俄烏排行首及次席。俄羅斯上升675點子，相等於第二位烏克蘭(168點子)約4倍及第三位哈薩克(108點子)約6倍，反映就算俄羅斯匯市及國債債息趨向穩定，但違約將是「不為也非不能也」的問題。

新興市場CDS息差變化(5年期)



資料來源：彭博，數據由2022年2月22日至3月31日

IMF高級官員在3月22日視頻會議時表示<sup>7</sup>，俄國國債違約對全球經濟的潛在影響有限，並不構成「系統性風險」。但對俄羅斯來說，違約將產生長期後果，要重新投入資本市場相信須要很長時間。

綜合分析，全球主要經濟體央行將受制於美聯儲行動，個別經濟更受到自身問題而處於被動狀態，尤其影響全球高評級及國債市場。俄烏戰事集中影響兩國債市，未見蔓延至其他新興市場。話雖如此，但在戰事未明朗前，隱藏風險巨大，投資者暫時不宜涉獵俄烏債市，如自問火中取栗高手則另當別論。

## 指數策略：亞洲債市勢成焦點

### 疾風勁草

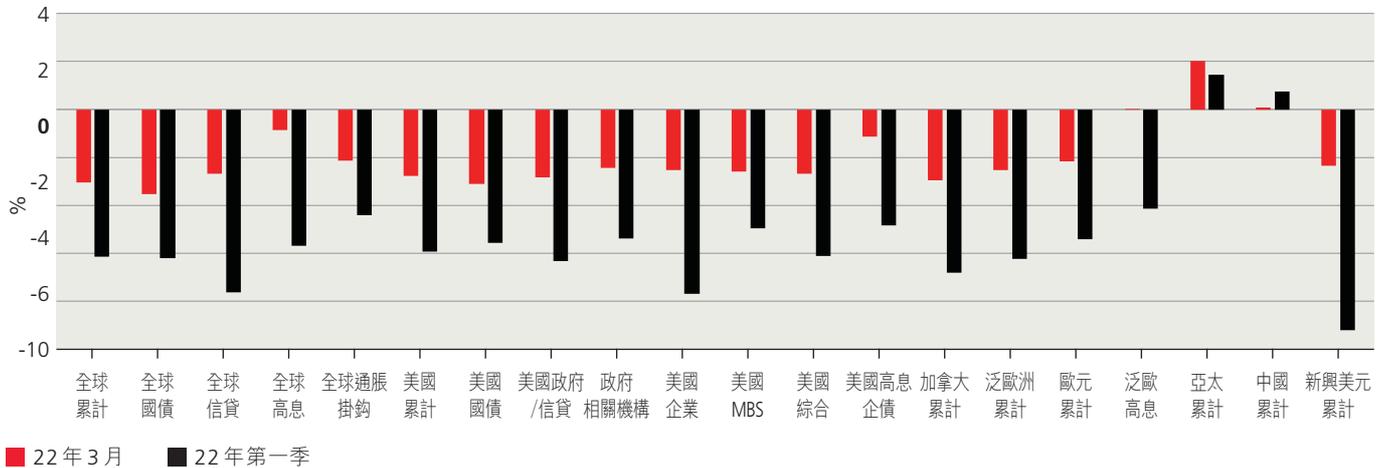
彭博全球債券指數中各分類指數年初至今表現，20項指數中有18項，即9成指數錄得負值，平均約負6.2%，整體表現令人失望。單單觀察3月份表現，20項中17項出現負值，佔85%，平均下跌2.5%。俄烏戰事爆發後資金繼續流出債市，反映債市避險功能褪色外，更重要是突顯全球央行同時扭轉過去高流動性世界的決心。不同角度的指數表現均反映全球債市已深陷泥潭，亦回應上文衍生工具及基金/ETF市場，顯示投資者對利率及通脹風險恐懼的結果。

全部指數類別中只有2個同時在3個月及年初至今表現出現正回報，分別是亞太累計及中國累計指數。中國累計受單一國家政策影響較大，但綜合亞太區內整體債券的指數都能表現突出，相信是受惠基本面或宏觀因素支持。

<sup>7</sup> 見IMF網站，<https://www.imf.org/en/Videos/view?vid=6301509343001>

## 債券

彭博全球債券指數表現



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

## 萬綠叢中一點紅

2000年之前亞洲債市仍未有序發展，未能提供綜合而可靠的數據。以下分析源於彭博全球債券指數中「亞太累計」類別自2000年後的表現，當中涉及兩次加息週期，分別是2004及2015年，再以地區劃分及比較各區在同一週期的表現。

分析結果如下：

- 兩次週期中所有地區指數的最低點都在第1次加息時出現，最高點全數都在最低點之後，反映第1次加息後投入該地區指數是較有利的策略；
- 兩次週期中最高點出現的時間分歧頗大，2004年時4項指數的最高點皆在中至後期出現，而2015年全數在初期出現，反映爭取最大回報的風險非常高；
- 指數最高/低點回報當然比全期高，2004及2015年分別平均高出24及33%；
- 雖然未能拿捏最高點，但以最低點投入（即加息初期）並持有至週期完結，回報全線正數，反映加息對4個地區整體債市皆是正面；

- 全期回報結果顯示，亞洲回報率最低（約3.6%），但與美國表現（約6.2%）一樣，走勢較為穩定。歐元區及新興（美元）市場波動較大，兩次週期相差超過4成；
- 全期年化標準差的結果顯示，兩次週期中歐美債市波幅比亞洲分別平均高出50及66%，而新興（美元）市場更高出2及1.6倍。反映亞洲債市在加息週期中的韌性；
- 夏普指數是衡量風險與回報比例的指標，以2004及2015年週期內平均3個月國債票據利率作無風險指標（分別是3.19及1.06%），兩次週期中新興（美元）累計表現皆排名第一，反映其「性價比」最高。但與歐元區一樣，2015年指標出現下跌，跌幅約2至3成。相反，美國及亞太累計指標卻明顯上升，分別上升近9成及6倍，反映兩地「性價比」明顯改善。

量化分析顯示，初期投入各地債市並持有至週期終結是較穩健的策略。除美國外，亞太地區整體表現向好，尤其在風險及回報平衡中亞太債券明顯改善，夏普指數更可與美國媲美。

質化分析方面，過去20年亞洲經濟明顯改善。截至2020年，亞洲首10大GDP總量佔全球超過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，料可抵禦因全球貨幣政策逆轉對資本賬的衝擊，受影響程度較其他新興市場輕微。另外，過去兩次加息週期中（2004及2015年），亞洲國家總次數（42次）比其他地區低，例如東歐及非洲（62次）與新興市場（149次），反映利率變化對亞洲債市的影響偏低（詳情請參閱上季《債券》章節）。

在全球政經局勢陰霾下，年初至今亞太債市仍受資金青睞，支持回報正值。在俄烏戰事未明、歐美受緊縮政策纏繞、中國掘起等綜合條件下，亞太債市在本次加息週期中，預期可看高一線。



## 2004年加息週期中各地區累計債券指數表現

債券指數	亞太累計	歐元區累計	美國累計	新興(美元)累計
最低點(日期)	2004年7月30日	2004年6月30日	2004年6月30日	2004年6月30日
第幾次加息	1	1	1	1
最低點(指數)	108.5	139.8	1,160.2	376.6
最高點(日期)	2005年6月30日	2005年8月31日	2005年8月31日	2006年2月28日
第幾次加息	9	10	10	14
期內總次數	17	17	17	17
最高點(指數)	114.3	154.9	1,243.6	497.9
<b>最高/低差距(%)</b>	<b>5.34</b>	<b>10.84</b>	<b>7.19</b>	<b>32.22</b>
全期指數回報(%)	3.61	7.72	5.94	27.15
全期年化標準差(%)	1.83	2.63	2.85	5.59
<b>全期夏普指數</b>	<b>0.23</b>	<b>1.72</b>	<b>0.96</b>	<b>4.29</b>

## 2015年加息週期中各地區累計債券指數表現

債券指數	亞太累計	歐元區累計	美國累計	新興(美元)累計
最低點(日期)	2015年12月31日	2015年12月31日	2015年12月31日	2016年1月29日
第幾次加息	1	1	1	1
最低點(指數)	145.1	239.1	1,925.4	921.9
最高點(日期)	2016年6月30日	2016年9月30日	2017年8月31日	2017年12月29日
第幾次加息	1	1	4	5
期內總次數	9	9	9	9
最高點(指數)	153.2	256.0	2,106.8	1,127.2
<b>最高/低差距(%)</b>	<b>5.60</b>	<b>7.07</b>	<b>9.42</b>	<b>22.26</b>
全期指數回報(%)	3.73	4.45	6.29	15.93
全期年化標準差(%)	1.69	2.76	2.85	4.42
<b>全期夏普指數</b>	<b>1.58</b>	<b>1.23</b>	<b>1.84</b>	<b>3.37</b>

資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

## 中國及亞洲債市回顧及展望

### 美聯儲加快加息債息曲線開始趨平

美國最新公布消費物價指數(CPI)由1月份的按年升7.5%，進一步上升至2月份的升7.9%，創40來的最高紀錄。就業情況持續改善，2月份失業率降至3.8%，差不多已回到2020年2月新冠疫情爆發前的水平(3.5%)。去年第四季GDP增長7%，總體經濟狀況維持穩健，持續高企的通脹成為美聯儲首要處理的燙手山芋。

美聯儲在1月份會議上討論加息的時間表，並一如市場預期在3月的會議上提高利率0.25厘。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前水平。美聯儲加息前，市場利率已預先反映，美國10年期國債收益率在2月份收報1.82%，最高飆升至2.05%。

此外，繼去年11月開始每月減少買債後，美聯儲主席鮑威爾(Jerome Powell)表示，最快於今年5月開始縮表，減持美國債券、機構債券和按揭抵押證券，縮減速度比上次每月500億美元更快。面對比預期更快的加息周期，債券息率曲線開始趨平。

### 通脹成長期趨勢，影響信貸市場走向

東亞聯豐相信，通脹將於2022年成為長期趨勢，我們關注美國國債孳息率走勢，並預期美聯儲在加息取向上愈來愈「鷹派」，並影響信貸市場走向。儘管全球個別央行已率先自行收緊銀根(如英國、紐西蘭和南韓等)，但整體市場資金仍然保持充裕，相信可抵銷市場震盪，減低大幅下挫的機會。

美國經濟表現穩健，息口趨升，刺激美元需求，美元轉趨強勢。在2021年上升逾6%。今年2月下旬爆發俄烏衝突，地緣政局緊張，資金避險，美元資產成為避風港。年初至今美元再升逾2%。縱使人民幣債券收益率短期可能在區間徘徊，仍具有防禦能力。

### 中國債市，潛藏挑戰與機遇

中國總體經濟增長，2021年國內生產總值(GDP)增長為8.1%，但每季增速有放緩的趨勢。國務院總理李克強在政府工作報告提出，將今年中國經濟增長目標定在5.5%左右。「兩會」亦制定了審慎的財政赤字目標，避免向地方政府分配更大的債券發行配額，料將有助控制2022年全年的政府債供應。市場普遍預期今年將進一步降低存款準備金比率，以支持經濟增長。

儘管驅動經濟的因素有所改善，但人民銀行在寬鬆立場上未有任何重大訊號，市場仍期待會有寬鬆措施支持未來經濟增長。離岸政府債券收益率也略微走低。

### 投資級別與高收益債券前瞻

東亞聯豐投資團隊看到投資級別及和高收益債券的信用利差大幅擴大。亞洲高收益企業債指數今年跌幅繼續主要源自內房板塊，單計1及2月跌幅已接近30%。在投資級別中，中國和印度表現令人失望，而香港和韓國則較為突出。中國境外資金更為關注相對溢價水平。至2021年底，中資投資級別美元債，相比美國和新興市場投資級別，溢價分別約50和9基點。中資美元高收益債則較美國和新興市場高收益債券溢價達到1439和1244基點，溢價為近10年新高。現時來說，中國付息國債及其他國有銀行債有助投資組合增加穩定性。

基本方面來看，能源和商品價格上漲，不利BBB級別石油進口國，如印度和菲律賓。從技術層面，市場利淡情緒，美國國債收益率趨跌，信用利差(Credit spread)擴大。鑒於市場持續波動，我們保持防禦性策略，著眼於信貸品質和保持低貝塔係數(Beta)。

我們相信具較高貝塔係數(High beta)的亞洲高收益企業債券於短期仍然波動，不過對低貝塔係數影響有限。雖然最近高貝塔係數的高收益企業債券仍迅速反彈，但主要是由於風險情緒帶動。許多非中國的商品和石油出口高收益企業亦受惠於當前地緣政治局勢。整體而言，我們看淡貝塔係數較高的中國和印度企業債券，傾向香港政府相關和印尼主權相關的債券。

中國房地產過去一年成為市場焦點，2月份合約銷售仍落後預期，多家發展商拖欠還款，繼續拖累中國高收益債券表現。儘管官方陸續推出多項支持房地產政策措施，以改善房地產的財務穩定性及整體行業的長遠發展，但並未能讓開發商即時受惠。因此，我們對中國房地產債券持審慎態度。

雖然東南亞高收益債券也同樣受壓，但市場仍有支持，主要由於債券供應有限，以及市場對具防禦性的公用事業和商品行業的喜好，我們看好此等短期債券。東南亞高收益債券表現受美加息步伐不確定性及俄烏緊張局勢拖累，印尼及印度高收益債在2月錄得跌幅。

## 亞洲債券點評

### 印度

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新能源企業受惠。印度製造業和服務業繼續強勁增長，工業生產進一步加大，隨著經濟復甦的步伐，消費通脹水平將不斷上升。俄烏局勢令全球能源及原材料供應更緊張，我們繼續看好印度能源、大宗商品如鋼鐵等高收益債；另外印度疫情控制穩定，且疫苗覆蓋率提升，印度地方機場高收益債繼續造好，非銀行金融業(NBFC)如當地貸款公司亦因國家發展急速，行業造好重。

### 印尼

印尼製造業持續改善勢頭，加上受惠於商品出口，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年強勁增長後，置業者的需求依然強勁。儘管今年稍後時間印尼可能會加息，但按揭利率仍接近歷史低位，將支持置業者及投資者的需求，相關高收益債券都被看好。

### 香港

新冠病毒Omicron自2月起爆發，香港政府大幅收緊限聚措施，對零售、飲食等行業帶來打擊。對就業和經濟增長均帶來負面影響。加上美國加息壓力、地緣政治不穩導致商品價格上升及引發通脹升溫，種種不利因素，令市況非常波動。港元2月時窄幅偏軟，徘徊7.8126左右，我們預計港元利率可跑贏美元。我們對香港政府債券及美元債券均抱審慎觀望態度。相對而言，香港企業債前景較為明朗。

### 澳門

2月份澳門的博彩總收入約為2019年水平的31%，符合市場預期，並較過去6個月20至30%的復甦為佳。但澳門博彩業在新冠變種病毒擔憂的情況下，令通關仍存在不確定性；澳門博彩高收益債表現需待邊境開放有進展才會改善。

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。