

## 急起直追

東亞銀行經濟研究部



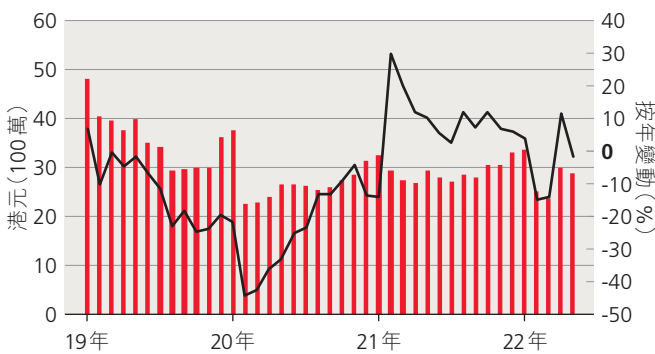
# 香港經濟展望

## 下半年料消費可帶動香港經濟

第一季香港經濟按年收縮4%，主要受政府大幅收緊防疫措施拖累，私人消費、投資、甚至出口等均見明顯下跌。踏入第二季，香港疫情漸趨穩定，政府已先後分兩個階段放寬防疫措施，經濟活動漸見回暖。其中，採購經理指數重返擴張水平，並創2011年以來最快擴張速度。若疫情持續受控，且政府毋須再大幅收緊防疫措施及入境限制，下半年香港經濟增長有望逐漸回升，惟難以預測何時將可全面放開入境限制。2022年香港實質經濟增長率料為1.2%左右，略高於政府1至2%預測範圍下限。

4月政府派發首輪消費券，有利支持疫情回穩後的零售業表現。4至5月份零售銷售合計按年升4.7%，扭轉首季7.6%跌幅。第二輪消費券將於8月發放，進一步支持下半年的消費表現。但是，本地零售市道全面復甦之路依然漫長，視乎疫情及跨境旅遊重臨的步伐。

### 香港零售額



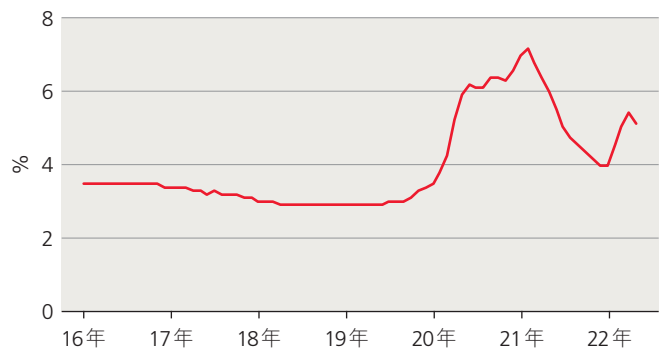
■ 零售額(左)    — 按年變動(右)

資料來源：香港政府統計處，數據截至2022年5月31日

## 失業率料隨疫情穩定「見頂」，通脹壓力依然溫和

隨著疫情回穩，3至5月失業率已從早前高位5.4%回落至5.1%。就業市場改善主要集中於受疫情打擊最深的行業，包括零售、住宿和餐飲服務業等。展望第三季，勞動市場有望進一步改善，惟零售、旅遊等行業或不時受疫情困擾，預期2022年香港失業率將回落至4.5%左右。

### 香港失業率



資料來源：香港政府統計處，數據截至2022年5月31日

通脹壓力依然溫和，受電費補貼影響，5月通脹率降至1.2%，低於4月1.3%升幅。私人住宅租金則受疫情反覆所影響，並未有明顯升溫，加上食品價格升勢放緩，限制了上半年整體物價的升幅。不過，環球物價普遍上升，勢將推高本地進口價格，經濟逐步走向復甦料可減輕住宅租金下行壓力，預期2022年香港通脹率為1.5%，與2021年的1.6%通脹率相若。

## 內地放寬防控措施有利香港貿易

4及5月香港商品出口分別按年上升1.1%及下跌1.4%，2022年首五個月累計按年上升1.9%。

物價高企，導致主要央行加快收緊貨幣政策的步伐，加上俄烏衝突持續，令環球經濟大幅放緩、甚至衰退的風險增加，並為第三季香港外貿表現帶來不確定性。然而，內地多個城市相繼放寬防控措施，生產陸續重啟，香港疫情亦大致受控，跨境運輸料逐漸回復正常，香港貿易活動有望保持平穩，預期2022年香港出口將維持溫和增長。

## 宏觀經濟

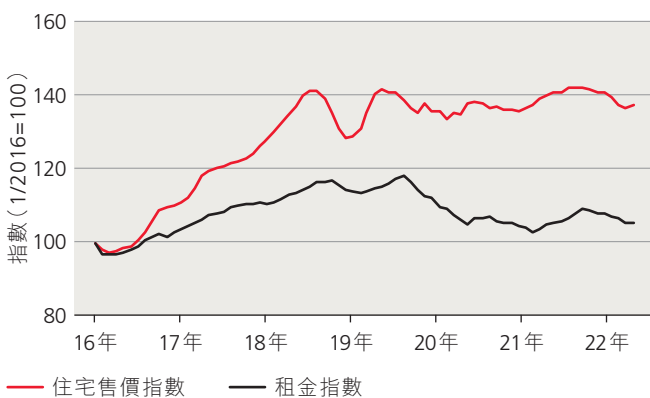
## 年內住宅樓價料大致平穩

美聯儲加快加息步伐，港美息差擴闊，第三季港元匯率將徘徊於弱方兌換保證水平7.85。自5月起，金管局累計承接了1,042億港元，銀行體系總結餘由年初3,775億，縮減至2,335億港元（截至6月30日）。隨着美聯儲進一步加息，美元拆息將同步上升，預期港元同業拆息稍後亦將跟隨，港元最優惠利率有機會於第三季開始上調。

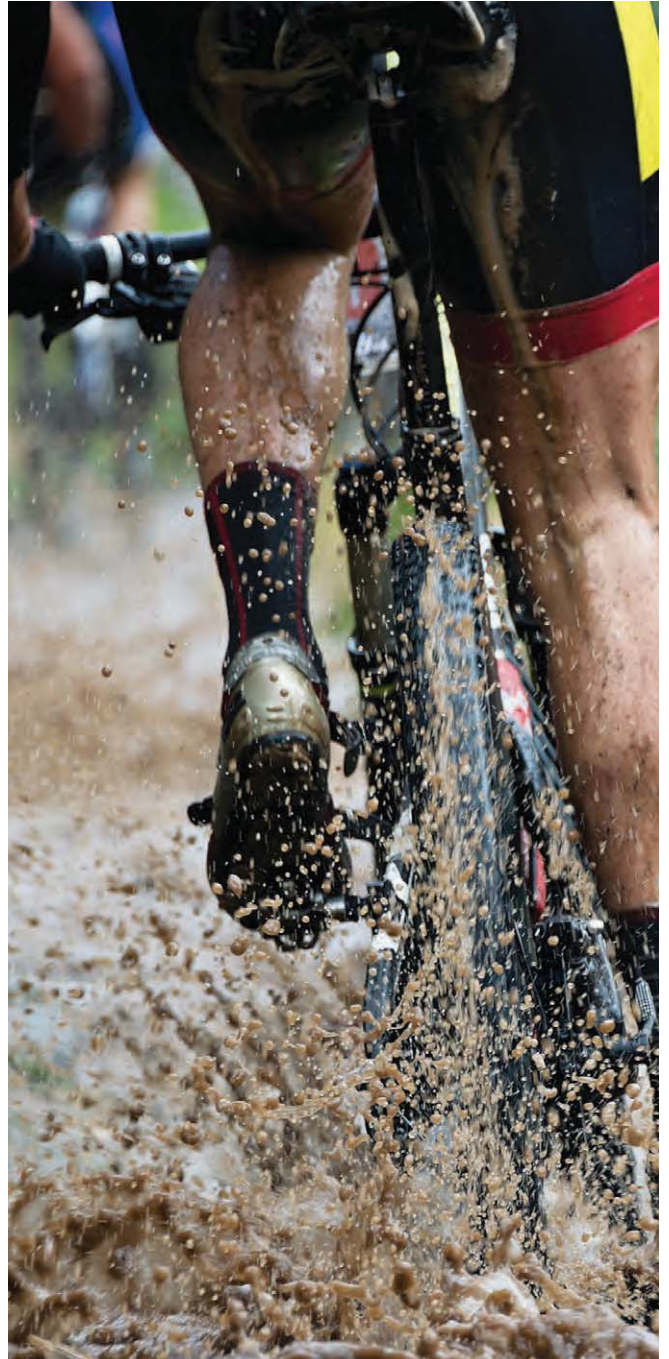
隨着加息預期升溫，及早前香港經濟受到疫情困擾，樓市走勢受拖累。據差餉物業估價署的數據顯示，第一季香港私人住宅樓價下跌3.1%，連續兩季向下。隨着疫情轉趨穩定，住宅樓價於4月反彈1%，5月則稍為回落0.3%。私人住宅租金分別於第一季及4月回落約2.6及0.4%後，5月則持平。

另據差餉物業估價署推算，2022及2023年私人住宅落成量分別為22,851及21,848個，較2021年14,386個單位為多，部分與疫情導致延遲有關。面對經濟前景眾多不確定因素，特別是疫情、地緣政治，以至貨幣政策走向等，預計2022年香港私人住宅樓價將輕微受壓，租務市場則隨本地經濟復甦而略為回暖。

## 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5月31日



## 中國內地經濟展望

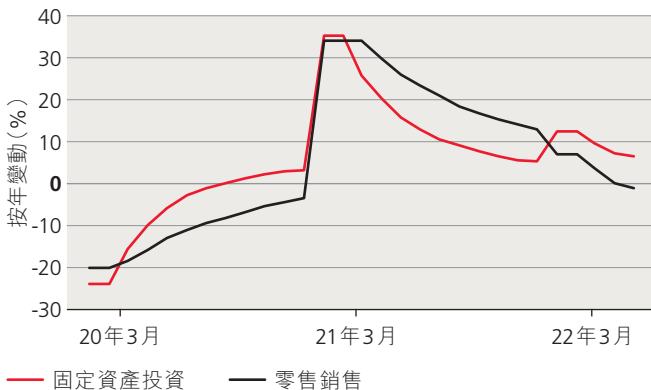
### 疫情緩和，曙光漸現

縱使4、5月份內地數據受到疫情和社交距離措施的影響，但隨着疫情緩和，主要城市如上海及北京於6月初起放寬防疫及社交距離限制，包括放寬民眾進出公共場所的檢測要求及逐步重開堂食，支持更多企業恢復正常運作，經濟曙光漸現。

受疫情拖累，5月份消費和服務業表現續受打擊。社會消費品零售總額連續3個月錄得按年收縮，5月份下跌6.7%。當中，汽車銷售按年下跌16%，餐飲業收入亦錄得21.1%跌幅。5月份居民消費價格指數按年上升2.1%，與4月份持平。另外，房地產市場持續疲弱，5月份70個大中城市商品住宅銷售價格回落，1至5月房地產投資按年下跌4%，弱於1至4月份2.7%跌幅。

不過，隨着復工復產有序推進，生產面呈改善跡象。工業生產在4月份錄得2.9%按年跌幅後，5月份出現回升，按年上升0.7%。就業市場亦見改善，5月份城鎮調查失業率按月下跌0.2個百分點至5.9%，終止連續6個月上升趨勢。固定資產投資按年增速大致穩定，1至5月按年上升6.2%，略低於1至4月份6.8%，其中製造業表現較佳，基建投資加快，1至5月份按年上升6.7%，較1至4月份6.5%輕微加速。

### 中國內地累計固定資產投資及零售銷售

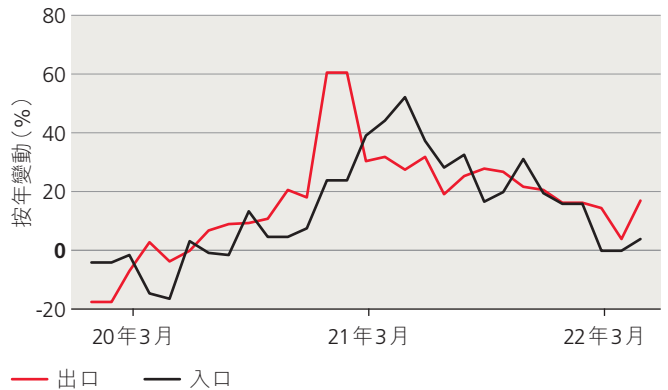


資料來源：國家統計局，數據截至2022年6月15日

外貿方面，中國商品出口按年增速重回雙位數增長，從4月份3.9%顯著加快至5月16.9%，反映生產及物流運輸供應鏈的運作逐漸恢復正常。進口則按年上升4.1%，兩者均較市場預期為佳。

為應對疫情對經濟帶來的影響，國務院宣布一籃子政策措施以加強對經濟的支持，包括約1,400億元人民幣的額外退稅、階段性減徵部分乘用車購置稅600億元、以及支持發行3,000億元鐵路建設債券等。預料有關措施將有助紓緩企業的財務壓力，特別是受疫情困擾的行業如住宿及餐飲業，並提振民眾消費意慾。另外，基建投資亦有望加快，支持經濟增長。

### 中國內地出入口



資料來源：海關總署，數據截至2022年6月9日

展望第三季，中國經濟將隨疫情放緩及限制措施放寬而逐步恢復常態，惟復甦步伐仍取決於疫情、防疫措施，以至市場信心等因素。展望未來，消費、服務業及房地產行業復甦料將滯後，而工業生產及基建投資將會擔當較大角色，支持內地經濟。政策方面，預料將繼續從財政和貨幣政策等多方面推出支持政策，以抵禦衝擊，加快復甦步伐，預期2022年內地經濟增長將達到5%左右，通脹則維持溫和於大約2%。

## 宏觀經濟



## 貨幣及信貸增長雙雙加快

隨着疫情影響減退，信貸需求有所回升，加上貨幣及信貸環境轉趨寬鬆。5月份M2貨幣供應量按年上升11.1%，高於4月份10.5%增速，並創2020年7月以來新高。另一方面，5月份社會融資規模存量（經濟整體信貸規模的指標）按年增長10.5%，較4月份10.2%有所加快。

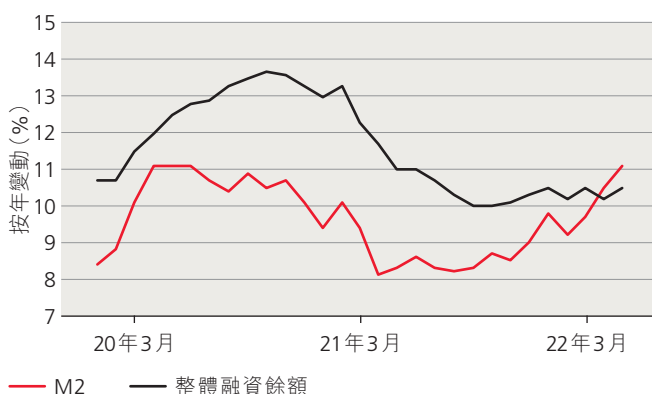
可是，5月貸款結構仍集中於短期貸款及票據融資，反映金融機構態度審慎。與其他主要經濟體相比，內地通脹壓力溫和，料不會對實施寬鬆貨幣政策構成制約，有助於維持合理充裕流動性，並進一步引導借貸成本下降。

## 樓價持續下行，政策效果有待浮現

內地70大中城市新建商品住宅銷售價格連續兩個月錄得按月下跌，4、5月份分別下跌0.2及0.1%。一線城市樓價表現較佳，廣州及深圳新建商品住宅價格按月上升0.5%，二、三線城市則持續受壓，分別按月下跌0.1及0.3%。

隨着疫情的影響減退，內地下調首套個人住宅貸款利率下限和5年期貸款市場報價利率（LPR），以及部分城市如杭州、寧波等放寬限購措施，預期政策效果尚待浮現，一線城市料續優於二、三線城市的表現。

中國內地信貸增長



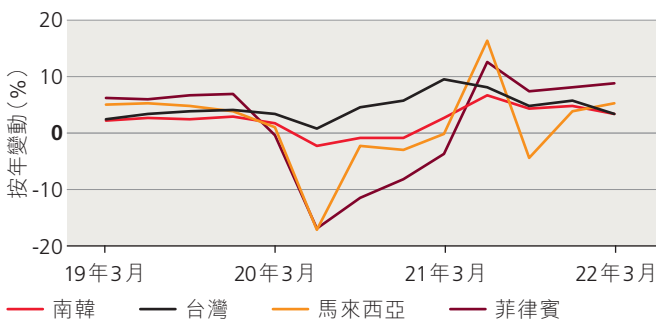
資料來源：中國人民銀行，數據截至2022年6月10日

# 亞洲經濟展望

## 國際邊境逐步重開，區內經濟大致穩定

經過去年亞洲地區受到新冠疫情嚴重打擊後，2022年第一季大部分亞洲主要經濟體保持穩健增長。馬來西亞和菲律賓經濟增長較2021年第四季有所加快，分別由按年3.6及7.8%加速至5及8.3%，韓國經濟增長則溫和放緩，從2021年第四季按年增長4.4%回落至3%。

### 亞洲個別經濟體的國內生產總值



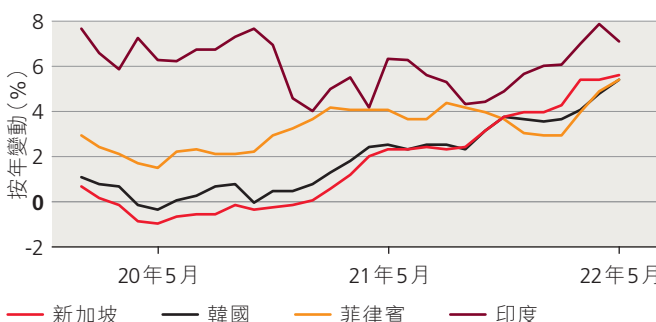
資料來源：彭博，數據截至2022年6月24日

新冠疫情威脅逐漸減退，亞洲主要經濟體逐步放寬防疫限制，並重開國際邊境。馬來西亞政府於4月1日起允許檢測陰性及已接種疫苗旅客免隔離入境，5月1日起更進一步豁免有關旅客的檢測要求，並放寬民眾在戶外活動戴口罩及保持安全社交距離的規定。除了馬來西亞外，韓國、新加坡及泰國等地亦陸續容許旅客於滿足特定疫苗接種及檢疫要求下入境當地。

國際邊境重開，料可推動亞洲區內商務及旅遊活動復甦，並對過往飽受疫情困擾的服務業及旅遊業帶來支持，推動經濟逐步回復常態。

受俄烏衝突、國際大宗商品及食物價格，以至供應鏈瓶頸影響，大部分亞洲經濟體的通脹壓力日益上升，韓國通脹率從1月份3.6%上升至5月5.4%；新加坡通脹率則從1月份4%上升至5月5.6%。在亞洲各國中，印度通脹壓力較大，5月份升至7%水平。

### 亞洲個別經濟體的通脹



資料來源：彭博，數據截至2022年6月24日

## 外部挑戰持續，削弱經濟增長

展望第三季，預料俄烏衝突、通脹高企、環球主要央行加快收緊貨幣政策，以至美元強勢帶動新一輪金融市場波動等，均是亞洲經濟體的主要風險。一方面，俄烏衝突持續，既會削弱以歐美為主的先進經濟體需求，不利亞洲經濟體製造業訂單及出口表現；另一方面，若供應鏈受到嚴重干擾，能源、大宗商品和食品價格等持續上漲，將增添民眾生活及企業生產成本。此外，環球主要央行加快收緊貨幣政策，以及美元強勢，均會增加亞洲經濟體資本外流的壓力，促使區內央行上調政策利率，令借貸成本逐步上升。雖然國際邊境重開對區內消費及服務業帶來支持，但面對外部眾多不確定性，預期2022年亞洲經濟增長率將逐步放緩。

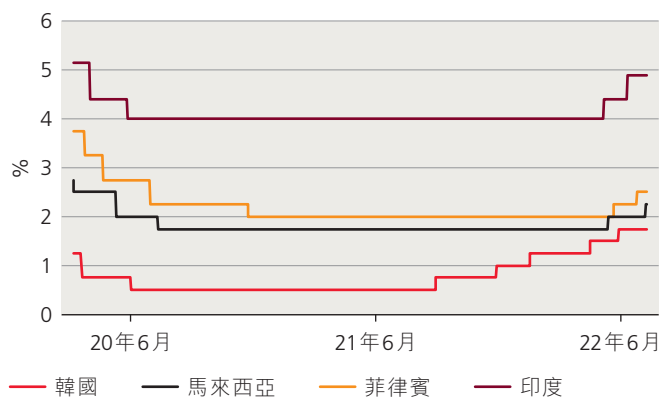
## 亞洲各央行料將加快貨幣政策正常化

與上一季相比，第二季有多家亞洲央行宣布上調政策利率。當中韓國央行延續其自2021年8月以來的加息行動，於4、5月份宣布上調政策利率共50個基點至1.75%。另外，馬來西亞、菲律賓及印度央行於第二季亦開始加息，馬來西亞央行在5月份將其政策利率從1.75%調升至2%，及後在7月進一步調升至2.25%，菲律賓及印度央行則在5、6月份接連調升利率，菲律賓央行從3月底2%調升至2.5%，印度央行則從4%上調至4.9%。

除了加息外，印尼央行亦按其計劃宣布，於6月1日起將商業銀行存款準備金率(RRR)調升至6%，2022年上半年合共上調RRR 250個基點。另外，印尼央行於5月底宣布將加快調升RRR，由原來其9月份的目標6.5%上調至9%。

在通脹壓力高企和主要央行加息下，亞洲區內央行將透過加快調升政策利率及RRR來實現貨幣政策正常化，對區內的融資環境構成制約，加重製造業的成本，遏抑投資需求，料將拖慢從疫情中復甦的步伐。

### 亞洲個別經濟體的政策利率



資料來源：彭博，數據截至2022年7月7日

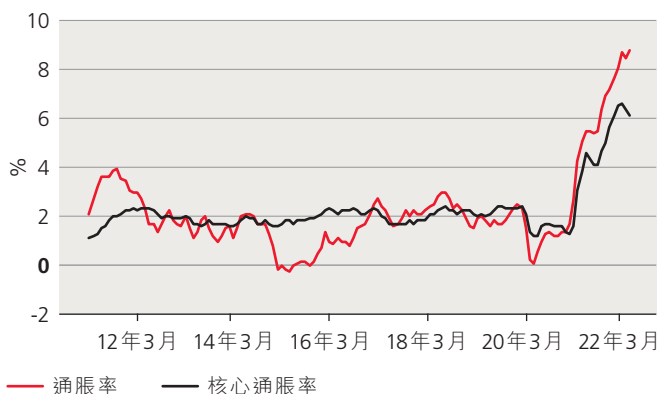
## 宏觀經濟

## 美國經濟展望

## 美國通脹再創40年新高

5月份，美國通脹未見緩和，整體消費物價指數(CPI)按年升幅從上月的8.3%擴大至8.6%，與能源和食物價格居高不下、供應鏈瓶頸增加運輸等成本，加上就業和房地產市場向好有關，推動美國通脹升至1981年12月以來新高。剔除食品和能源價格的核心CPI，按年升幅仍達6%，僅較上月回落0.2個百分點。各消費物價類別均錄得升幅，燃油價格的按年升幅達到106.7%，再創歷史新高；食品價格升幅亦達到1981年3月以來的高位，按年升10.1%；住屋成本按年上升5.5%，較上月5.1%加快。同時，通脹升溫繼續打擊消費者信心，密歇根大學消費者情緒指數從5月58.4降至6月終值50的歷史低位，當前經濟狀況指標從5月份63.3跌至6月份53.8，消費者對未來一年的通脹預期為5.3%，而5年的通脹預期則從5月份回升0.1個百分點至3.1%，通脹預期加劇了市場對美聯儲加快加息步伐的預期。

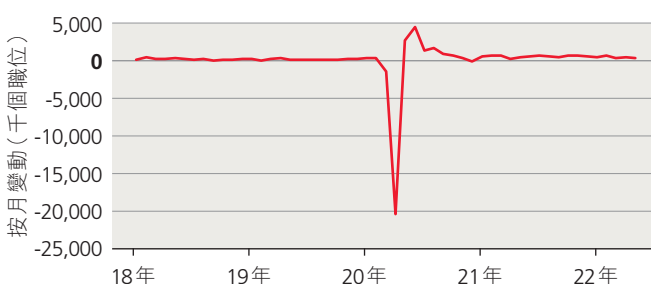
## 美國通脹率



資料來源：彭博，數據截至2022年6月15日

5月美國勞工市場續處於全民就業狀態，失業率維持於3.6%，接近疫情前3.5%的低位。新增非農職位數目達到390,000個，且勞工收入保持較快升幅，5月份平均時薪按年上升5.2%，市場憂慮工資上升將為通脹帶來新一輪的上升動力。

## 美國非農就業職位



資料來源：彭博，數據截至2022年6月15日

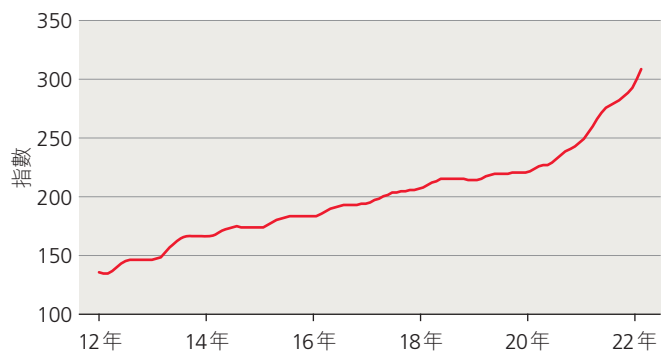
## 料美聯儲加快貨幣政策正常化進程，加深市場對美國經濟的憂慮

面對通脹遠高於美聯儲的政策目標，且見頂及回落的速度續較預期為慢，勞工市場續處於全民就業狀態。6月份美聯儲會議上調聯邦基金利率75個基點至1.5至1.75%。美聯儲公開市場委員會對今明兩年聯邦基金利率的中位數預測分別為加息約325及約50個基點至3.4及3.8%，高於中性利率水平，達致緊縮的效果。美聯儲主席鮑威爾更表示7月份會議有機會再加息75或50個基點。

展望未來，隨着美國等主要經濟體陸續重開邊境，旅遊相關的服務需求將進一步上升，加上俄烏衝突對國際能源和食品供應和價格的衝擊，以至疫情和地緣政治對供應鏈、運輸和生產等成本的影響料將維持一段時間，整體通脹在2022年下半年將維持較高水平。彭博6月份調查顯示，整體CPI按年升幅在2022年第三及第四季平均值分別為7.6及6.5%，較5月份調查分別上升0.4及0.6個百分點。

鑑於市場預期美聯儲或會加快貨幣政策正常化進程，加深其對美國經濟的憂慮，推動金融市場波動。2022年第一季美國家庭淨資產按季下跌5,440億美元至149.3萬億美元。另外，4月份標普20大城市樓價指數按年上升21.2%，惟在預期息率持續上升下，美國房地產價格回落的可能性增加，未來數季美國家庭淨資產將繼續受壓，拖慢美國消費和經濟表現。彭博6月份調查顯示2022年美國經濟增長率預期達到2.6%，較5月低0.1個百分點。由於佔美國經濟近70%的消費開支前景不明朗，預期彭博7月份調查將顯示2022年美國經濟增長率進一步下調。

## 標普 CoreLogic Case-Shiller 20城綜合樓價指數



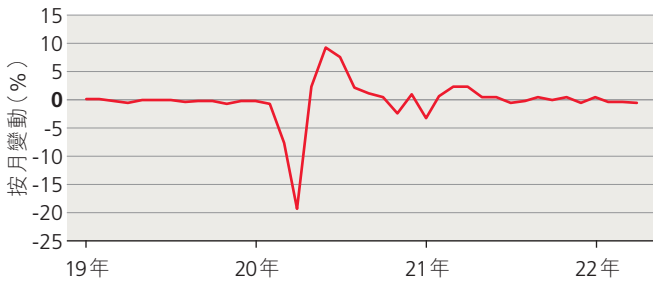
資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

## 英國經濟展望

### 4月份英國經濟增長率按月跌幅擴大，勞工市場持續緊張

4月份英國經濟增長率(GDP)按月下跌0.3%，較3月0.1%跌幅擴大，並連續兩個月出現負增長。其中服務業按月收縮0.3%，主要反映英國政府防疫政策調整，令檢測和追縱新冠病毒的開支減少。同時，在能源價格高企及供應鏈瓶頸持續困擾下，製造業按月跌幅更達1%，較3月0.2%跌幅擴大。建造業在連續5個月增長後，4月按月收縮0.4%。

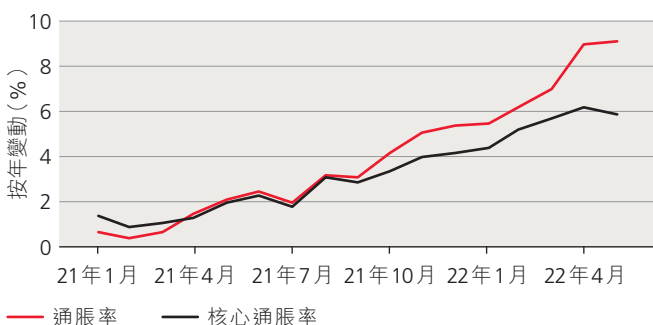
#### 英國 GDP



資料來源：彭博，數據截至2022年6月15日

英國勞工市場持續趨緊，2至4月份失業率較1至3月份略為上升0.1個百分點至3.8%，與缺勤率下降有關。工資則繼續錄得強勁增長，計及花紅的平均週薪於1至3月按年上升7%後，2至4月份按年升幅亦達到6.8%。與此同時，英國通脹壓力屢創新高，5月消費者物價指數(CPI)按年上升9.1%，高於4月的9%，再創40年來的最高水平。整體通脹率上升主要反映了能源及食品價格攀升。核心CPI按年亦達到5.9%升幅。鑑於能源價格上限料於10月份再次大幅提高，未來數月英國通脹率將居高不下，令民眾更擔心英國或會因為實質家庭收入受壓而步入衰退，消費者情緒持續低迷。6月份GfK消費者信心指數進一步跌至負41，創1974年有紀錄以來的最低水平。為減輕能源價格和整體通脹對家庭部門的影響，英國財相辛偉誠(Rishi Sunak)已於5月公布了一項150億英鎊的補貼支援計劃，料有助緩和英國家庭(特別是低收入家庭)的通脹壓力，減輕對經濟和消費的負面影響。

#### 英國通脹率



資料來源：彭博，數據截至2022年6月24日

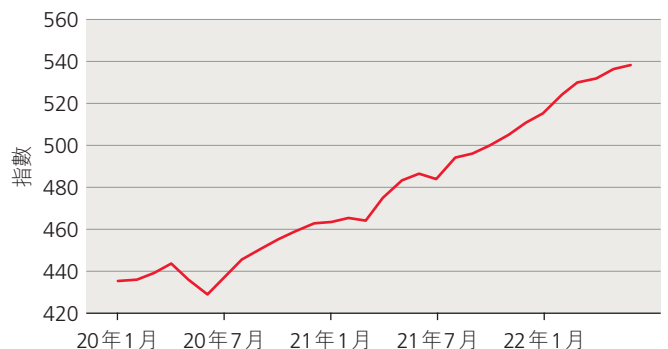
貨幣政策方面，6月英倫銀行如預期將銀行利率上調25個基點至1.25%。9位貨幣政策委員會成員中有3位投票贊成將利率提高50個基點。英倫銀行預測未來數月通脹率或會升至9%以上，至10月份再次上調能源價格上限時，通脹率更有可能高於11%。另外，英倫銀行預期第二季英國經濟將按季收縮0.3%，顯著低於早前增長0.1%的預測。英倫銀行指出將採取必要行動將中期通脹率回復至2%目標，而未來調整利率的規模、速度和時機將取決於該行對經濟和通脹前景的評估。彭博6月份調查顯示，市場預期英倫銀行政策利率將於2022年第四季升至1.75%，較5月份高25個基點。

英倫銀行至今加息幅度達到115個基點，令英國房地產市場略為降溫，惟仍錄得雙位數字的按年升幅。6月份全英房屋抵押貸款協會樓價指數按年上升10.7%，較5月份11.2%回落0.5個百分點。然而，在經濟前景不明朗及貨幣政策持續趨緊下，英國房地產價格的升幅料將進一步放緩，甚或出現調整的風險。

### 脫歐問題增加英國經濟前景不明朗因素

除了俄烏衝突對能源、食品及全球供應鏈構成影響外，英國還面臨脫歐後北愛爾蘭議定書長期爭議的風險。2021年10月，歐盟就該議定書提出多項建議，如將輸往北愛爾蘭的食品檢查減少80%，並將文書處理量減半。可是，英國外相卓慧思於2022年5月發表聲明拒絕有關提議，認為將不利於當前的貿易安排。英國政府更在6月公布計劃修改北愛爾蘭議定書的相關法案，以便部分商品可更容易從英國大不列顛島流向北愛爾蘭。據彭博6月份調查顯示，市場預期2022年英國經濟增長率仍達3.7%，較5月減慢0.1個百分點，通脹率預測則為8.1%，較5月加快0.6個百分點。如果英國與歐盟之間的貿易緊張局勢加劇，英國或面臨額外不確定性，甚至進一步對供應鏈和通脹構成影響。與此同時，英倫銀行持續收緊貨幣政策以壓制通脹，英國的經濟前景並不樂觀。

#### 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6月30日



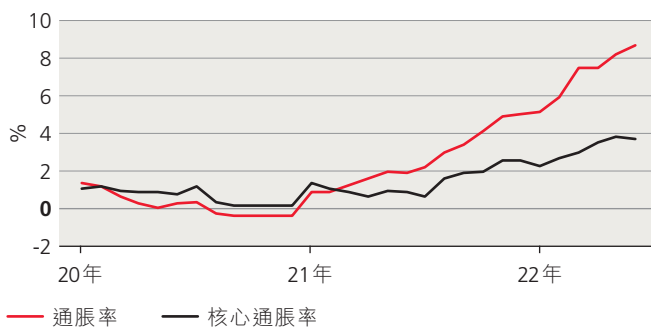
## 宏觀經濟

## 歐元區經濟展望

## 歐洲央行預示即將開展貨幣政策正常化

6月份歐元區通脹率預估值進一步加快，按年升至8.6%，高於5月份8.1%，創歷史新高。其中能源價格連續15個月錄得雙位數升幅，按年上升41.9%，食物及煙酒類價格亦進一步上升，從5月份7.5%加快至8.9%，部分反映俄烏衝突對主要農產品供應的影響。

## 歐元區通脹率



資料來源：彭博，數據截至2022年7月5日

考慮到通脹屢創新高，並預期未來一段時間將超出歐洲央行通脹目標，故歐洲央行於其6月貨幣政策會議指出，將於7月1日起正式結束其資產購買計劃（APP），並將於7月份開展11年來首次加息0.25%。若通脹情況未有改善，9月份更有機會加息0.5%，隨後才返回有序加息的步伐，預期歐洲央行最快將於第三季末結束負利率政策。

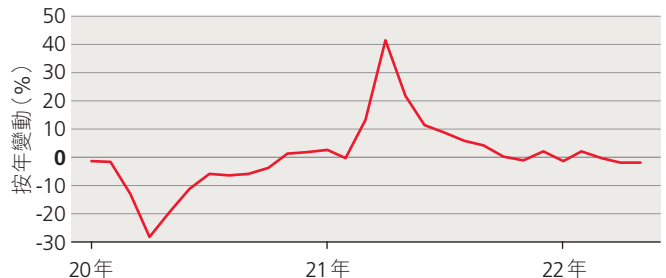
歐洲央行快將開展貨幣政策正常化，將適度降低正受經濟重啟帶動的各種需求，緩和通脹壓力。可是，歐洲央行停止淨資產購買及準備調升政策利率，加上近日環球金融市場波動，或會增加部分高負債成員國借貸成本上升的壓力，惟歐洲央行表明將更有彈性地再投資於緊急疫情資產購買計劃（PEPP）下到期的投資組合，以減輕高負債成員國借貸成本急升的壓力，保持貨幣政策傳導機制的功能。

## 歐元區經濟漸見弱勢

近月，歐元區經濟指標轉趨疲弱，反映俄烏衝突、能源和食品價格急升，以及供應鏈受阻等對該區經濟的衝擊漸現，特別是德國在工業及零售表現較弱。

歐元區工業生產表現仍然受壓，4月份按月微升0.4%，較市場預期略低；與去年底相比，工業生產下跌1.3%。雖然4月份德國工業生產按月上升1.3%，但仍未完全抵銷3月份4.5%的按月跌幅，與去年底比較仍錄得2.3%跌幅。另外，6月份歐元區製造業採購經理指數初值錄得52.1，較5月份的54.6進一步下跌。

## 歐元區工業生產

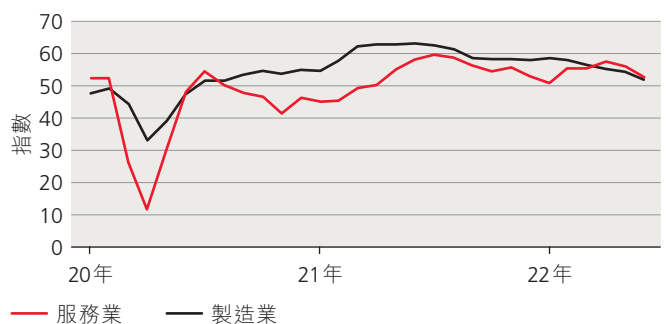


資料來源：彭博，數據截至2022年6月15日

外貿方面，歐元區連續7個月錄得貿易逆差，4月份錄得創紀錄317億歐元。相比之下，3月份則錄得貿易逆差178億歐元。能源進口成本持續高企，並推高進口額。4月份進口按月上升7.1%，顯著高於3月份3.2%增幅，4月出口則增長1.5%。

4月歐元區零售銷售按月下跌1.3%，結束連續3個月的升幅。其中食品、飲料及煙草銷售跌幅明顯，按月下跌2.6%。同時，德國零售活動表現疲弱，4月份零售銷售跌幅居前，按月下降5.4%。

## 歐元區採購經理指數



資料來源：彭博，數據截至2022年7月5日

## 地緣政治升溫或進一步加劇能源供應緊張

歐洲能源緊張問題日益加深，俄羅斯天然氣國營企業Gazprom於6月中宣布經北溪管道對歐洲國家的天然氣輸送量，將進一步削減三分之一。俄羅斯天然氣供應減少，將導致歐洲天然氣價格進一步上升，打擊歐元區如化工、鋼鐵等工業行業。另外，歐盟逐步擴大對俄羅斯能源的制裁範圍至石油進口，故在能源供應持續緊張下，未來通脹壓力持續高企。

展望第三季，隨着經濟重啟，疫情對經濟的影響有所緩和，惟俄烏衝突、能源、食品 and 主要原材料供應，以至環球央行加快收緊貨幣政策和金融市場大幅波動等不確定性，將持續困擾歐元區經濟表現。面對宏觀經濟挑戰增加，或會提升家庭儲蓄意慾，減少消費支出，削弱消費復甦的動力。

## 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

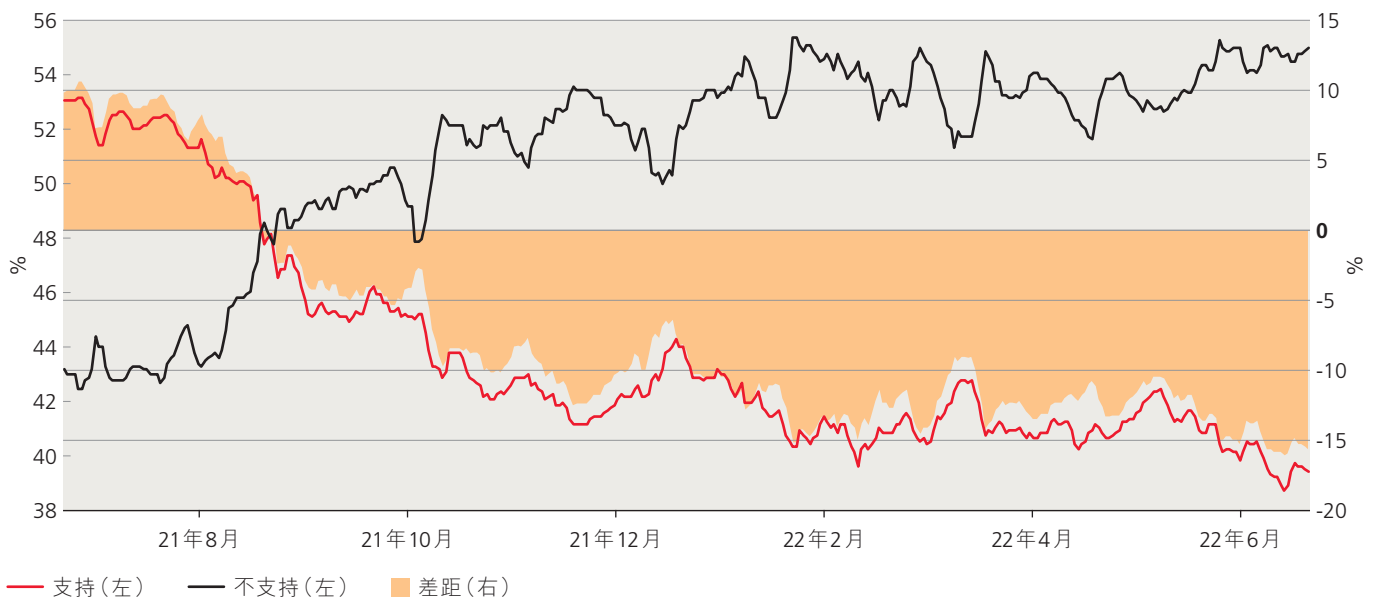
5月舉行的世界經濟論壇中<sup>1</sup>，美國前國務卿基辛格分析對當今世界分裂環境時強調，俄烏衝突將重塑世界秩序。烏克蘭曾是歐俄之間的橋樑，重塑後世界將進入重新劃分的空間。俄羅斯被完全孤立並疏遠歐洲後尋求別處建立永久聯盟，這可能導致類似冷戰的外交距離，使我們倒退幾十年。各方應盡快進行和平談判，爭取和平。

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/>

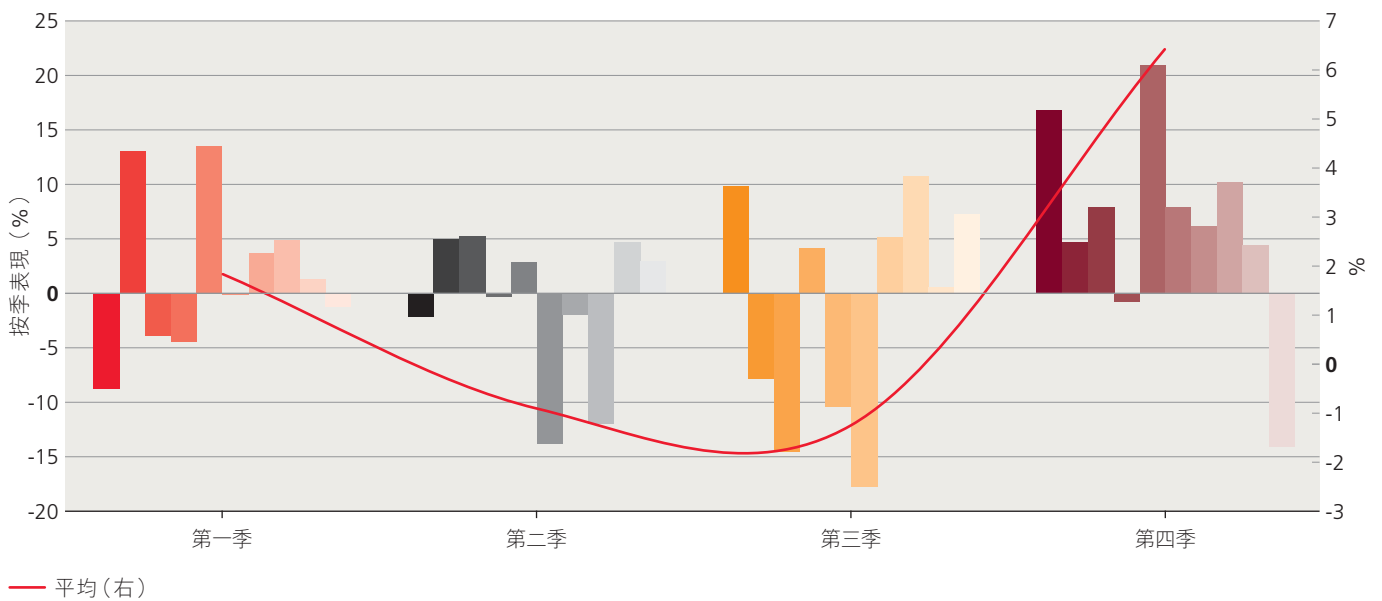
<sup>7</sup> 見美國白宮網站，<https://www.whitehouse.gov/bipartisan-infrastructure-law/>

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

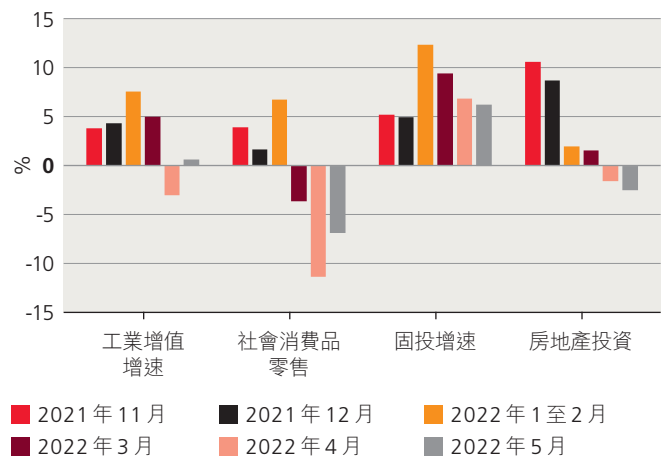


資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

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防疫措施<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。

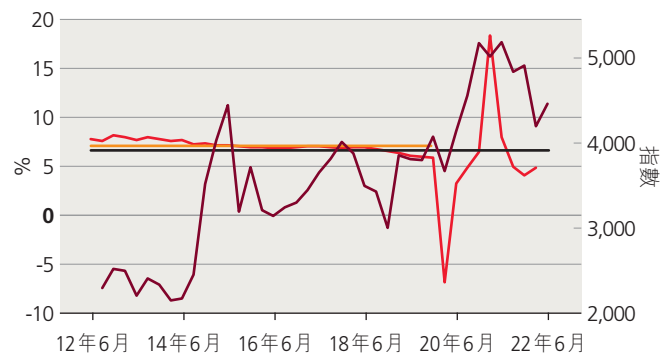
根據國家統計局在6月15日報告中顯示<sup>10</sup>，經過各方統籌疫情防控後經濟形勢總體向好，生產需求逐步恢復，就業物價總體穩定，主要指標邊際改善，經濟呈現恢復勢頭。

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。

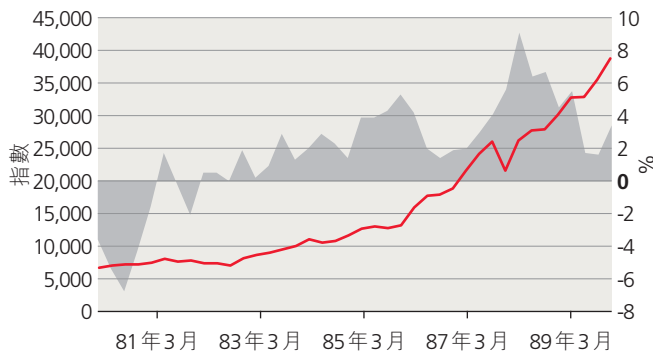
<sup>8</sup> 見中國政府官方網站，<http://big5.www.gov.cn/gate/big5/www.gov.cn/fuwu/zt/yqfwzq/yqfkbkt.htm>

<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

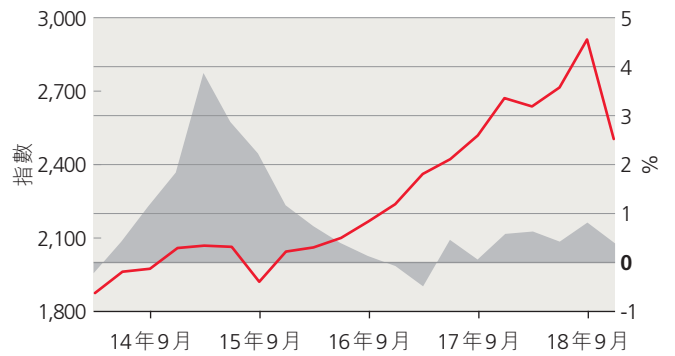
80年代日本 GDP 與 CPI 差距及日經 225 指數



— 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

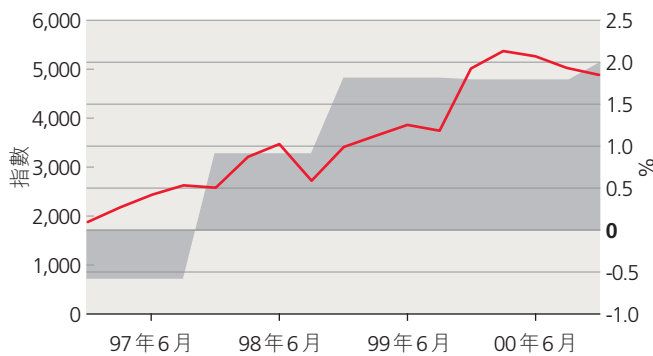
2010年代美國 GDP 與 CPI 差距及標普 500 指數



— 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>

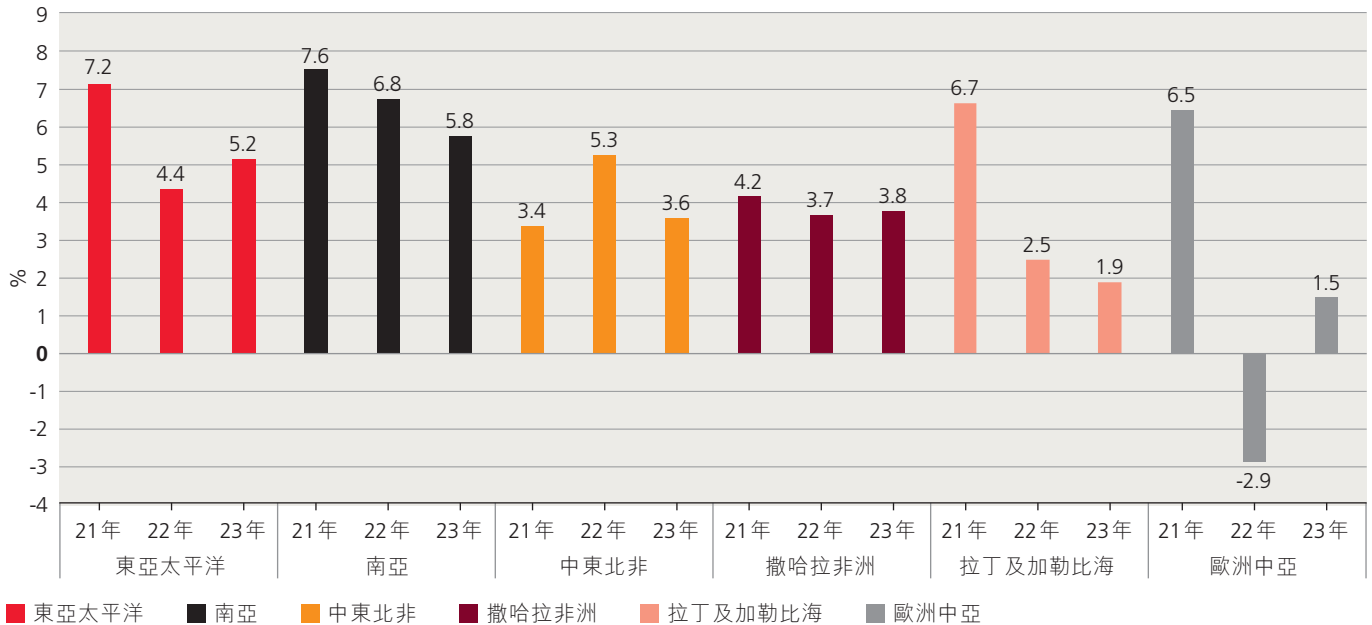
<sup>12</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/commodities/indonesias-stop-start-controls-palm-oil-exports-2022-05-24/>

<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



資料來源：世界銀行，數據截至2022年6月23日

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。

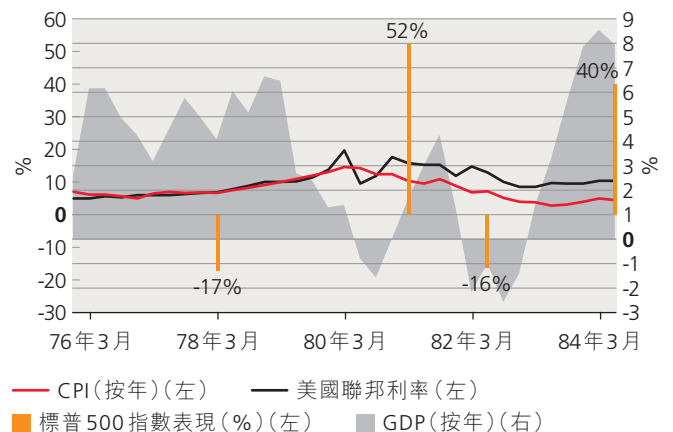
## 以史為鑑：沃爾克 2.0

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>

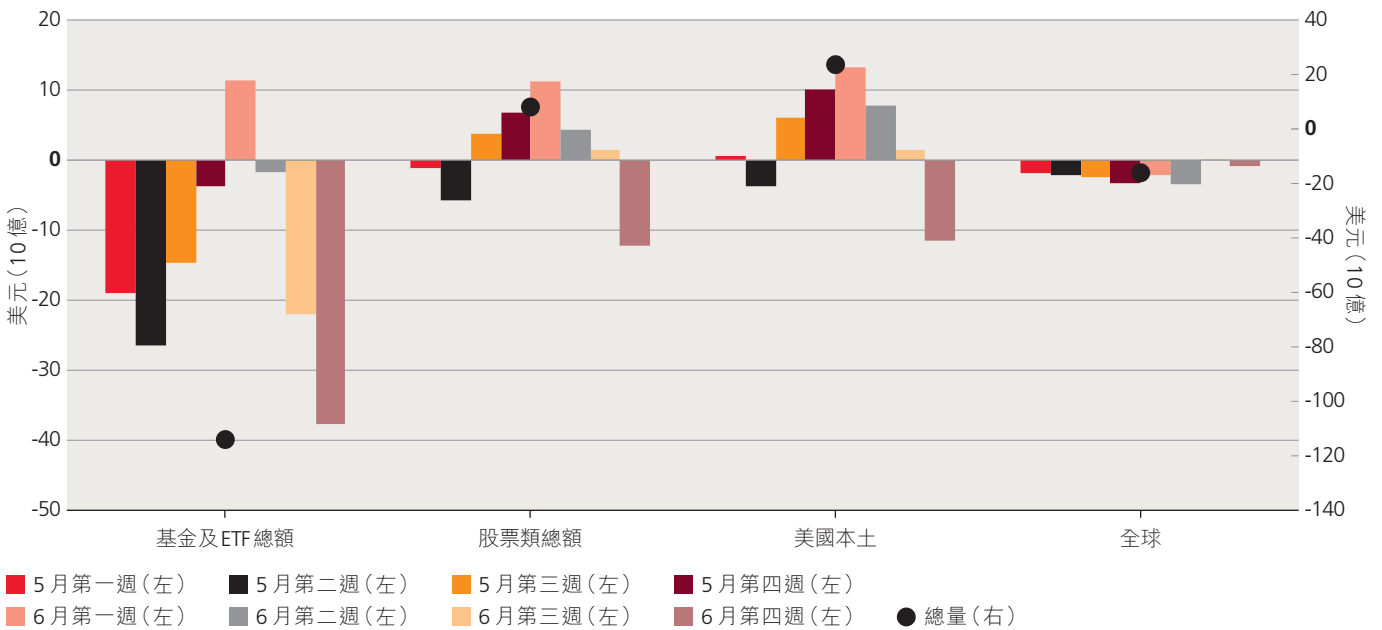
<sup>26</sup> 見波士頓大學網站，<https://www.bu.edu/econ/files/2011/01/GKcr2005.pdf>

### 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

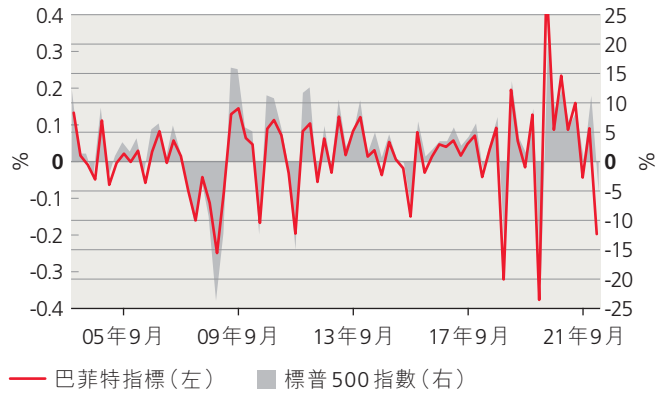


資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

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

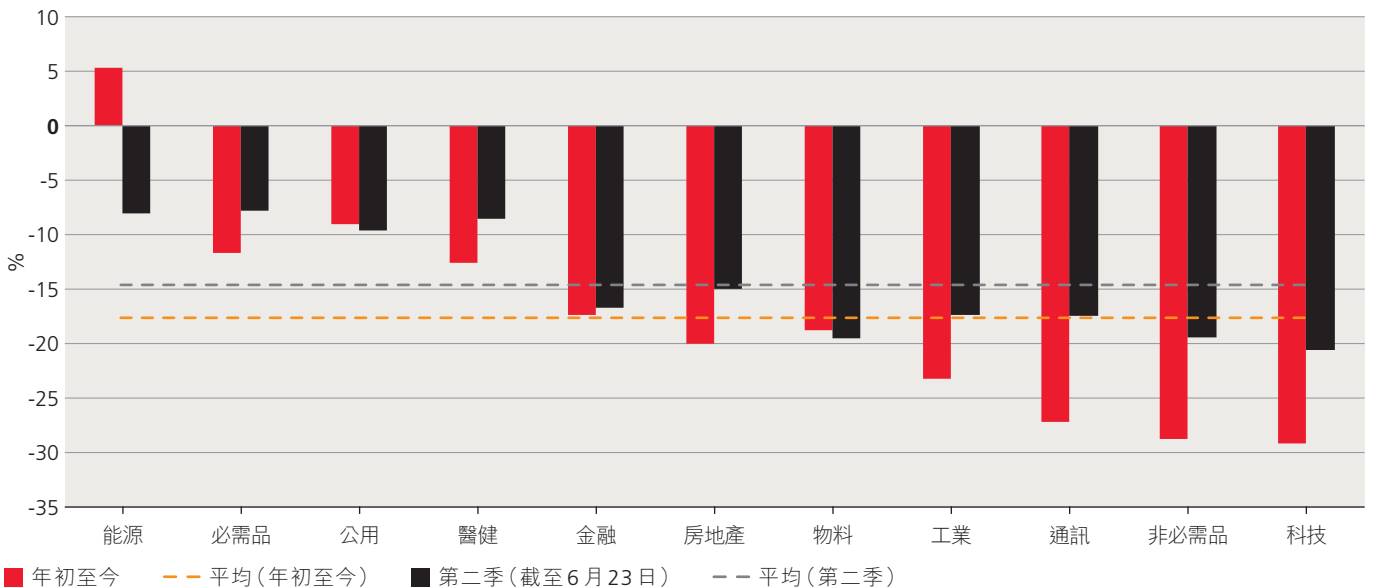


資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

板塊攻略：攻守兼備

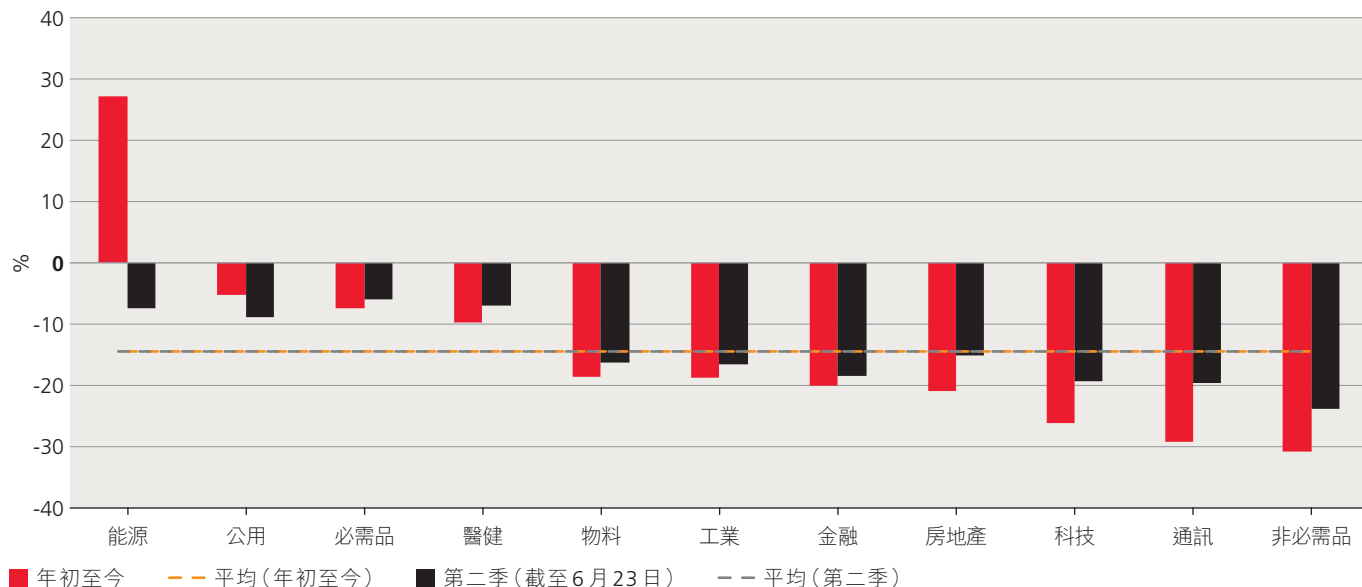
年內歐美股市顯著下跌，截至 6 月 23 日，標普 500 及歐洲 STOXX 50 指數跌幅約為 20%，納指更下跌近 30%，但各板塊表現並非全軍覆沒。參考彭博世界指數及標普 500 指數內 11 項分類指數表現，不論年內或第二季表現皆好過平均值，在兩項分類指數中無獨有偶都是能源、必需品、公用和醫療，其中能源表現傲視同儕，當然 4 大板塊均受惠高商品價格、高通脹及防守性策略。

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

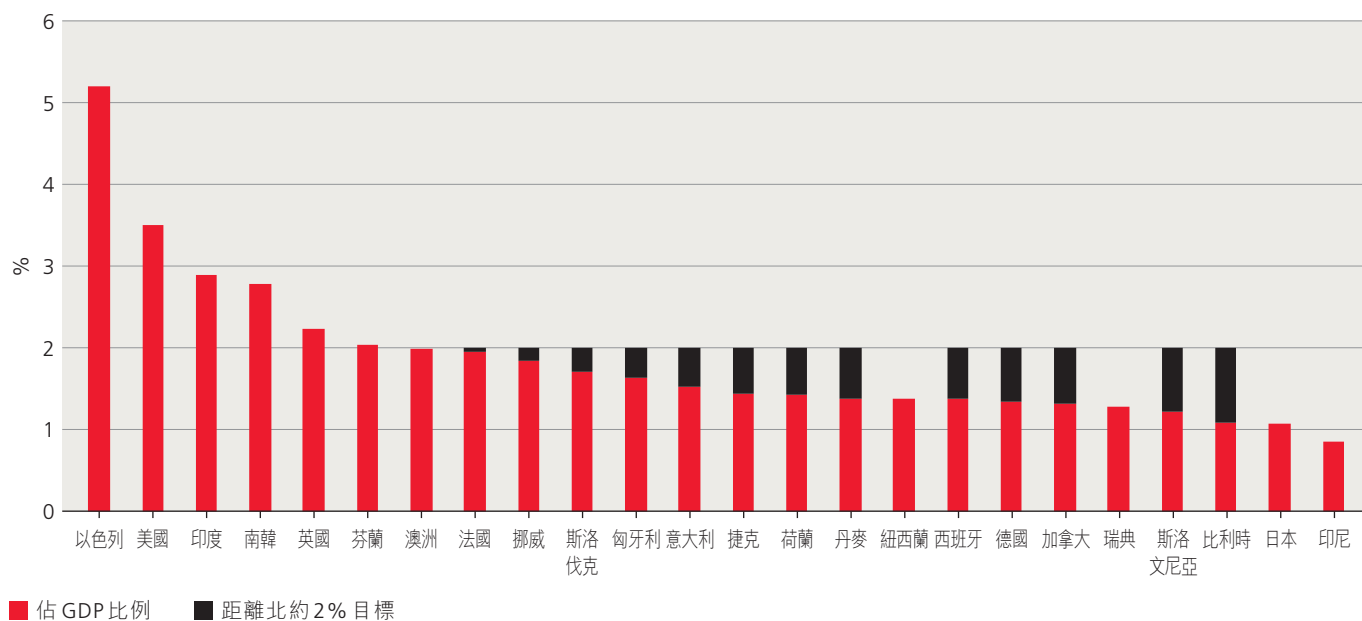


資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

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

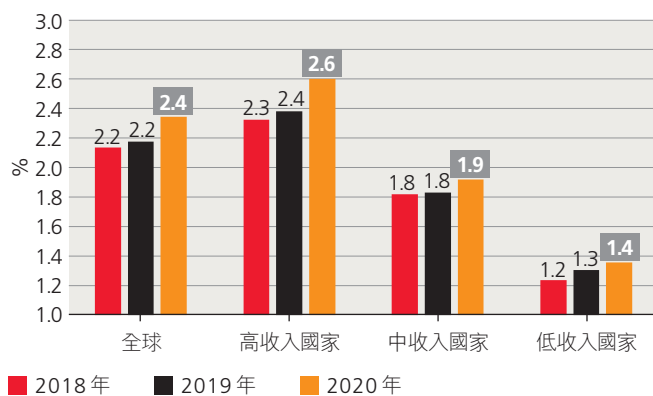


資料來源：OECD，數據截至2022年6月23日

## 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化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)

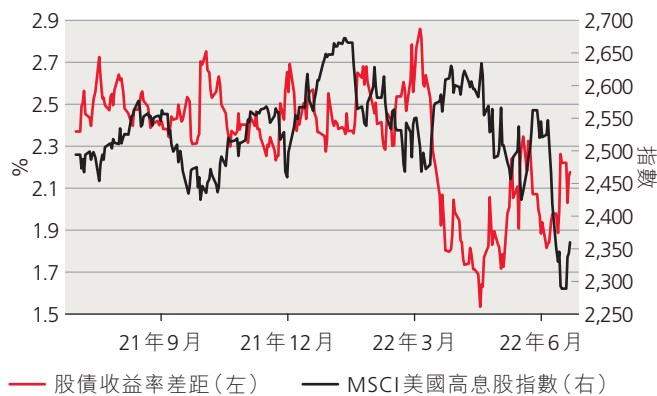


## 股票

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

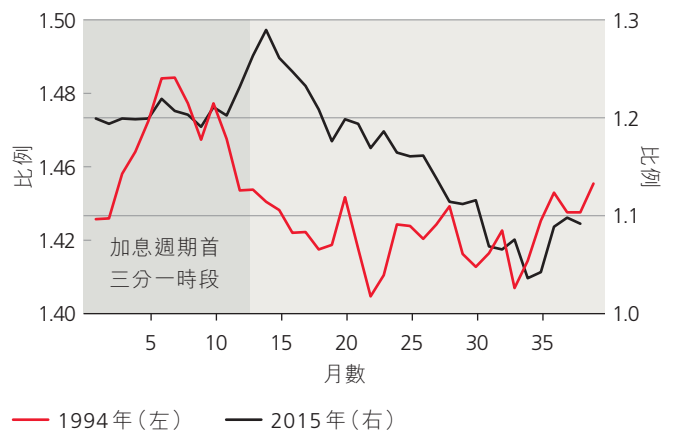
最後，注意價值與增長型股份走勢互換。承接上文，加息初期具防守性的價值型股份偏強及估值偏高的增長型股份偏弱，屬意料之內。但邁向加息中段，價值與增長型股份本質差異跟隨股價走勢背馳而收窄，回報最大化推動下資金再平衡（Rebalancing）便自然出現，令兩者股價走勢互換。

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。

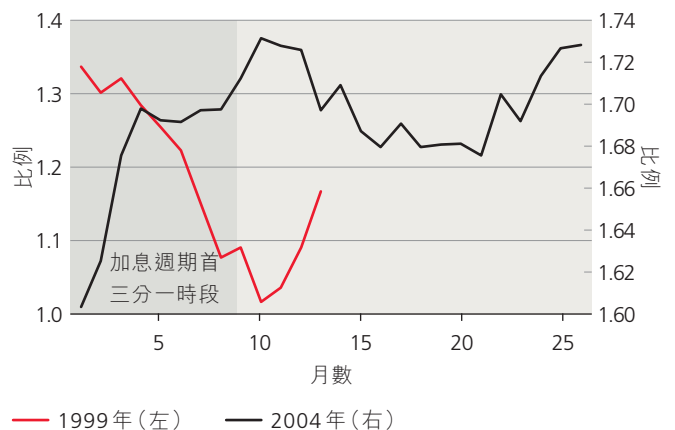
疫情及戰事改變了全球供需環境，例如線上線下互動式消費、視像會議及在家工作比例、資源缺乏衍生共享模式、生活平衡及「躺平」概念加速自動化發展、大規模疫情刺激生命科學投資等，生活已不能逆轉，流動性改變只會窒礙而非扭轉經濟發展巨輪。

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

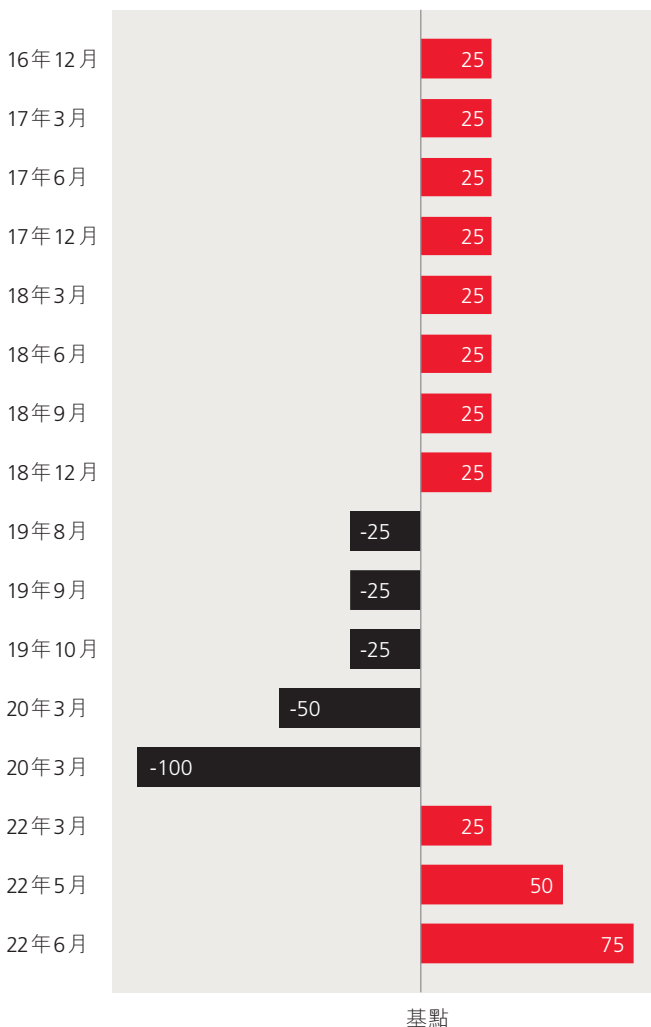
<sup>39</sup> 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/publications/files/2022-dfast-results-20220623.pdf>

## 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。

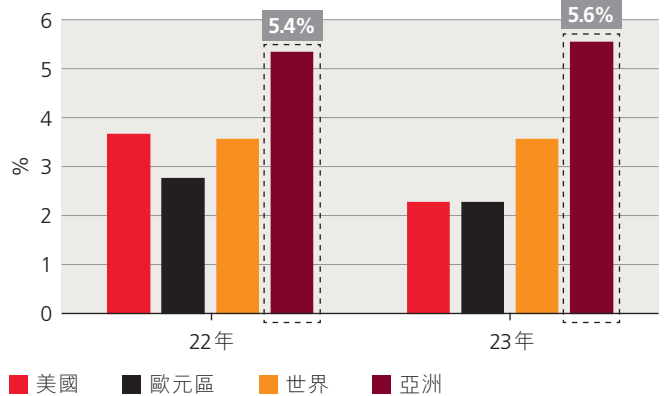
此外，中國致力實現「2030年碳達峰，2060年碳中和」，低碳經濟成戰略目標，市場對太陽能、電動汽車、鋰電池等領域需求殷切，而電氣化對建立低碳運輸的發展更為關鍵。電動車總體發展勢頭良好，但滲透率偏低。根據中國信通院公布今年第一季度新能源車的市場滲透率為19.3%，仍有很大上升空間。另外，在電動車價值鏈下游的鋰電池需求大增，而當中的關鍵材料「隔膜」出產速度亦迅速上升。內地擁有全球最大的隔膜出產商，潛藏巨大機遇。因此，投資團隊看好整個電動車價值鏈，長遠來說，相關企業的增長潛力不容忽視。

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。

## 五味雜陳

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



## 五味雜陳

上季標題是《迷宮重重》，意謂債市彷彿步入重重迷宮，只能在眼前摸索中尋找未知的出口，奔波在窄巷之間可能只換來死胡同的結果，材高知深的決策者都只是瞎子摸象，難窺全局。當時預測市場對利率走勢口沫橫飛，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。大幅向上修訂3月點陣圖突顯美聯儲較市場更鷹派的立場及解決通脹問題的決心，畢竟債市風險非源於加息，而是決策者與市場缺乏共識。5月加息50點子後10年期債息升穿3%指日可待，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。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，投資者適宜為縮表對全球債市帶來中長期風險做好準備。俄烏戰事集中影響兩國債市，未見蔓延至其他新興市場，但注意俄羅斯國債可能因未能使用歐美指定結算系統而導致技術性違約。在俄烏戰事未明、歐美受緊縮政策纏繞、中國崛起等綜合條件下，亞太債市預期可看高一線。過去預測大致與今天結果相若。

本季標題是《五味雜陳》，意謂債券投資者困惑在國際亂局與各央行互動的空間，訊息紊亂中五味(辛、酸、甘、苦、鹹)攻心，自證預言推動下全球衰退彷彿近在眼前，但又觸手不及。置身提險與避險，複雜而混沌的世界，百感交集，坐立不安，說不出何去何從。其實，只要清心省事，淡然虛靜，出路近在咫尺，樂活遊走在五味之中。

### 整體債市：千頭萬緒

俄烏戰事爆發理應支持具避險功能的債市，但美聯儲及各央行猛烈地加息凌駕其他因素影響，第二季全球債市表現令人失望，但亦算符合市場預期。預期第三季整體債市悲觀情緒將會延續。

### 指數市場：路線分明

彭博全球債券指數共20項分類中，年內表現只有中國及亞洲累計指數出現正回報，其餘18項全部下跌。當中跌幅首5位分別是全球通脹掛鈎(-18.2%)、新興美元累計(-17%)、全球信貸(-16%)、全球高息(-15.8%)及全球國債(-15.5%)，表現反映通脹急升嚴重打擊相關債券，比加息尤甚。其後3項指數走勢符合它們「股票類近資產(Equity-like)」的特性，跌幅稍微低過標普500指數(約20%)。最後，全球各主要央行連續加息，全球國債指數跌至中雙位數則屬正常結果。歸根究底是商品價格飆升帶來高通脹環境，迫使央行加息的漣漪效應。

反觀亞洲區內，不論中國累計(1.7%)或亞洲累計(3.2%)指數表現突出。地緣中立及資源豐厚條件下通脹平穩且明顯低過歐美成熟市場(通脹分析，詳情請參閱《宏觀策略》章節)，區內央行未有加息的迫切性，而且政府財政實力遠比其他新興市場強，年內成績印證本刊上季分析亞洲債券「性價比」較歐美市場更具吸引力的預測。

除非戰事有突破性發展，否則高通脹壓頂迫使成熟市場央行持續加息將會延續至第三季，預測亞洲債市表現仍優於同儕。

### 彭博全球債券分類指數月內及年內表現

彭博全球債券指數	月內回報(%)	年內回報(%)
全球通脹掛鈎	-5.8	-18.2
新興美元累計	-4.4	-17.0
全球信貸	-4.0	-16.0
全球高息	-6.4	-15.8
全球國債	-4.3	-15.5
美國企業	-3.5	-15.0
全球累計	-3.9	-14.5
泛歐洲累計	-3.9	-14.4
歐元累計	-3.7	-13.4
美國高息企債	-5.7	-13.2
泛歐高息	-5.4	-13.1
加拿大累計	-3.0	-12.7
美國政府/信貸	-2.5	-11.8
美國綜合	-2.8	-11.6
美國累計	-2.5	-11.2
美國國債	-1.9	-10.1
美國MBS	-2.8	-9.9
政府相關機構	-2.0	-9.9
中國累計	-0.1	1.7
亞太累計	1.3	3.2
平均	-3.4	-11.9

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

## 債券

## 衍生工具市場：暗潮湧動

成熟市場加息潮迫使部份經濟孱弱的新興市場勉強跟隨，以防資金急速外流及壓制急升的通脹，後果便是本幣大幅貶值及國債違約，歷史上屢見不鮮（新興債券分析，詳情請參閱第一季《債券》章節）。

今年上半年已出現多宗國債違約事件，包括：

- 最新通脹率高達 54% 的斯里蘭卡歷史上首次違約<sup>1</sup>；
- 受西非集團制裁的非洲國家馬里未能償還約 4,000 萬美元國債<sup>2</sup>；
- 因債券持有人拒絕接收以盧布結算支付利息，自 1998 年後俄羅斯國債首次出現（技術性）違約<sup>3</sup>。

個別國家違約雖然對全球債市影響較輕微及較集中，但足已向全球發出警示。歷史上已多次提醒，如置之不理，後果將禍及全球。參考 1 年期國債信貸違約掉期年內權金（CDS premium）首 10 名變化，新興市場中烏克蘭明顯拋離其他國家，年內升幅超過 2,000 點子，但反觀戰事另一方俄羅斯則十甲不入。錄得超過 1,000 點子升幅而影響全球較大的國家，分別有 5 月消費物價指數（CPI）升至約 59% 的阿根廷，及世界首個把虛擬貨幣列為法定貨幣的國家薩爾瓦多。成熟市場升幅並不明顯，但首兩位都有雙位數上升，分別是「歐豬」成員希臘及意大利。6 月起兩國與德國 10 年期國債收益率差距拉闊，引起市場關注歐央行執意加息後「歐洲危機」會否重燃。



潛伏底層的風險正逐步浮現，暗湧浪潮中覆舟風險上升，避開風眼為上策。

## 1 年期國債信貸違約掉期權金年內變化

國家	年內變化 (點子)	國家	年內變化 (點子)
烏克蘭	20,851.5	希臘	20.3
斯里蘭卡	13,953.3	意大利	12.3
薩爾瓦多	1,382.4	以色列	10.4
巴基斯坦	1,113.0	紐西蘭	9.2
加納	1,090.7	加拿大	6.3
阿根廷	1,019.7	芬蘭	5.7
埃塞俄比亞	944.3	西班牙	5.5
肯尼亞	935.8	葡萄牙	5.0
埃及	676.1	美國	3.0
加蓬	407.1	澳洲	2.8

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 6 月 28 日

## 基金及 ETF 市場：明確表態

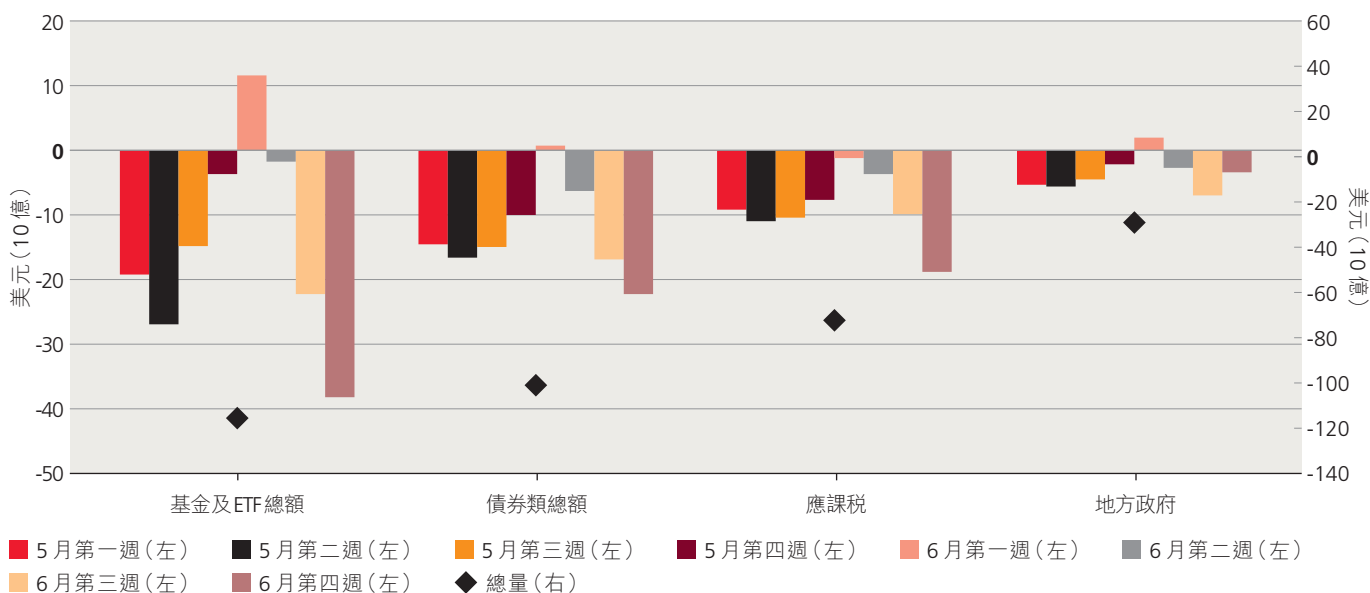
除了指數表現及衍生工具市場，基金界數據亦反映債市風險正在醞釀。截至 6 月 23 日，美國投資公司協會報告顯示，美國註冊基金及 ETF 資金淨流量在過去 8 週中除了 6 月第一週外，其餘全數錄得淨流出，8 週總流出高見約 1,139 億（美元，下同）。債券類別情況未見樂觀，同樣除了 6 月第一週錄得 6 億淨流入外，其餘全數錄得淨流出，全期淨流出 996 億，佔總流出量 87%，亦較同期股票類錄得淨流入相形見绌（基金流量分析，詳情請參閱《股票》章節）。細分「應課稅」及「地方政府」項目，偏向企債或高息債為主的應課稅類 8 週全數下跌，最大單週流出 186 億（6 月第四週），全期共 711 億，佔債券類 71%。偏向地方債或與政府機構有關的地方政府類全期亦錄得共 285 億淨流出。

<sup>1</sup> 見 BBC 網站，<https://www.bbc.com/news/business-61505842>

<sup>2</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/africa/mali-debt-defaults-due-sanctions-reach-180-million-2022-03-01/>

<sup>3</sup> 見 CNBC 網站，<https://www.cnbc.com/2022/06/27/russia-on-the-brink-of-historic-debt-default-as-payment-period-expires.html>

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

綜合數據，由美聯儲大幅加息及明顯向上修訂點陣圖後，資金持續撤出基金或ETF市場，反映投資者對債市的悲觀情緒。回顧歷史，最近4次加息週期中債券指數表現，大部份在加息後第6至9個月後才初現尋底跡象(指數分析，詳情請參閱第一季《債券》章節)。如以3月為本次加息週期開端，預期最快第四季才會出現。

綜合而言，除非戰事有突破性發展或全球經濟失速性衰退，否則以上走勢短期內持續，只是幅度上的變化。預期今天成熟債市跌勢只屬初階，全球局勢變化及央行互動產生的漣漪仍未波及，最嚴峻的狀態仍未出現，投資者應作好風險管理。

### 預測美聯儲行動：旁敲側擊

不難發現，在高通脹環境下，債市危機源於各央行同步收緊流動性，美聯儲任何決定主導著各央行決策，彷彿不敢怠慢於全球形勢。可是美聯儲主席鮑威爾言行飄忽，市場唯有跟隨他的指揮棒起舞，左搖右擺。

隨著他在最近議息聲明中表示將「不顧一切」(Whatever-it-take) 壓過抑通脹<sup>4</sup>，並把明年聯邦利率中位數設定在3.75%。雖然鮑威爾本人其後多次在公開演說中表示一次加息75點子並非非常態，試圖減輕加息對債市在實際及投資者心理上打擊。但其他委員強調今天利率仍然極低，考慮到通脹狀況，持續加息是可行選擇。另外，在並無進一步闡述原因下表示有信心可以成功帶領美國經濟「軟著陸」<sup>5</sup>。

多次重申如此模稜兩可及虛無縹緲言論無助市場了解官方對利率變化的立場，操作亦有別於多名前任主席與市場坦誠溝通以減少市場波動的做法。加上過去多次出爾反爾的決策，債市大幅波動在其任內只會持續，反映對美聯儲信心動搖的助證。

作為債券投資者，除美聯儲點陣圖及各委員的言論外，市場還有什麼蛛絲馬跡可以尋找？

<sup>4</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/us/feds-bullard-says-soft-landing-feasible-us-europe-2022-06-17/>

<sup>5</sup> 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2022/06/15/real-time-updates-of-the-feds-big-rate-decision-and-powells-press-conference.html>

## 債券

## 通脹數據：利率的依歸

6月加息前美聯儲多次表示50點子較合宜，債市亦按部就班等待結果。但當5月CPI由8.3%升至8.6%時，美聯儲迅速修正預期並公布加息75點子。CPI與議息日相差只有2至3個交易日，時間太短令市場措手不及，手段令部份市場參與者嘩然。但更重要是依照本次美聯儲的套路，CPI數據至關重要，即7月13日公布6月CPI數據前美聯儲言論參考性偏低，直到公布數據後至7月27日議息日之間共約兩週，當時利率變化預測的可信性才較高。

## 下半年CPI公布日及美聯儲議息日

CPI公布日	美聯儲議息日
7月13日	7月27日
8月10日	不適用
9月13日	9月21日
10月13日	不適用
11月10日	11月2日
12月13日	12月14日

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

## 次數分析：非常手段

截至6月26日，由芝加哥商品交易所(CME Group)提供聯邦目標利率變化的機會率(FedWatch)顯示，7月加息75點子機率約84%，50點子約16%，並無25或100點子身影。6月單次加息75點子實屬近代罕見，7月會否以75點子再下一城，備受債券投資者關注。

回顧過去50年數據，連續兩次以上加息超過75點子只出現過3次，分別在1974年1次及1980年2次，在1980年後再未出現，而按加息次數而言，最多都是維持3次。

無可厚非，面對二次大戰後第3高的通脹率，非常時期美聯儲採取非常手法應對，就算7月再次加息75點子亦不足為奇。

## 過去50年美聯儲連續兩次以上加息超過75點子案例

次序	日期	利率(%)	按月變化(%)
1	29/03/1974	10	1
	30/04/1974	10.75	0.75
	31/05/1974	13	2.25
2	29/02/1980	15	1
	31/03/1980	20	5
3	30/09/1980	12	2
	31/10/1980	13.75	1.75
	28/11/1980	18	4.25

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

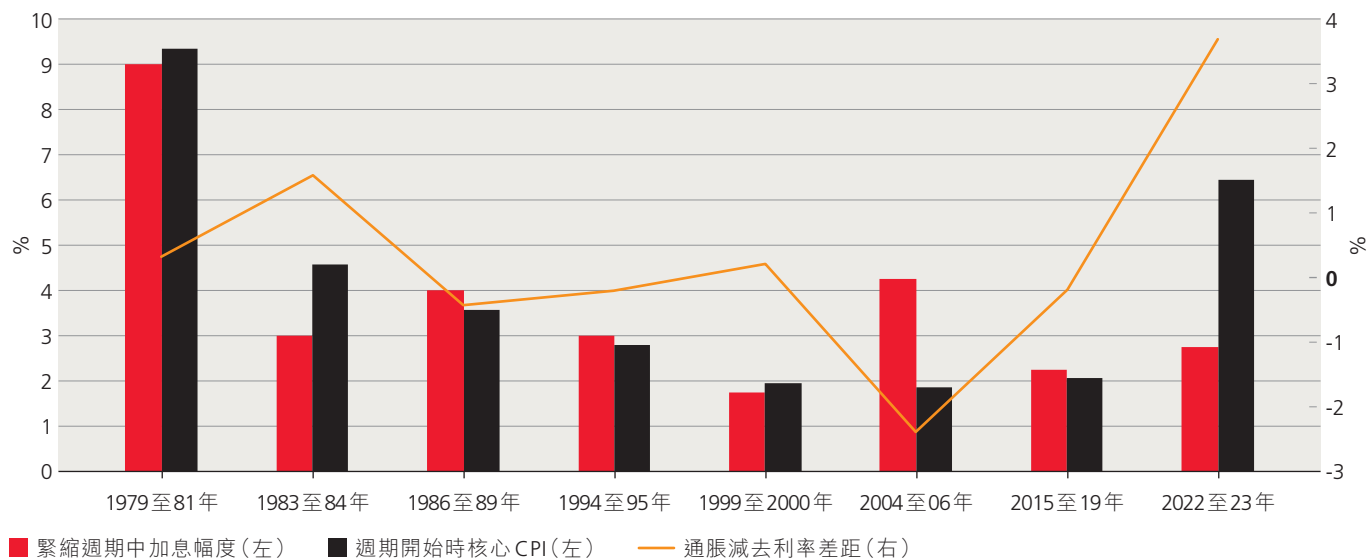
## 幅度分析：空間充裕

除了比較次數，CPI與利率上相比歷代案例，反映今天目標利率亦有上調空間。由70年代至今美聯儲收緊流動性共8次，以首次啟動方案時的核心CPI水平比較，最高核心CPI排名中今年水平為歷來次席，僅次於1979年。但以2023年預期利率中位數比較1979年時，現水平不足當年的三分之一，反映今次上調利率中位數空間仍然很大。其次，通脹與利率理論上互相呼應，水平亦理應相若。以同樣數據分析，核心CPI減去目標利率差距顯示，今年水平是歷來最高，反映加息步伐未如理想。除非戰事有突破性發展令核心CPI明顯下降，否則美聯儲加息步伐勢在必行。





過去緊縮流動性週期中美聯儲加息幅度和核心CPI



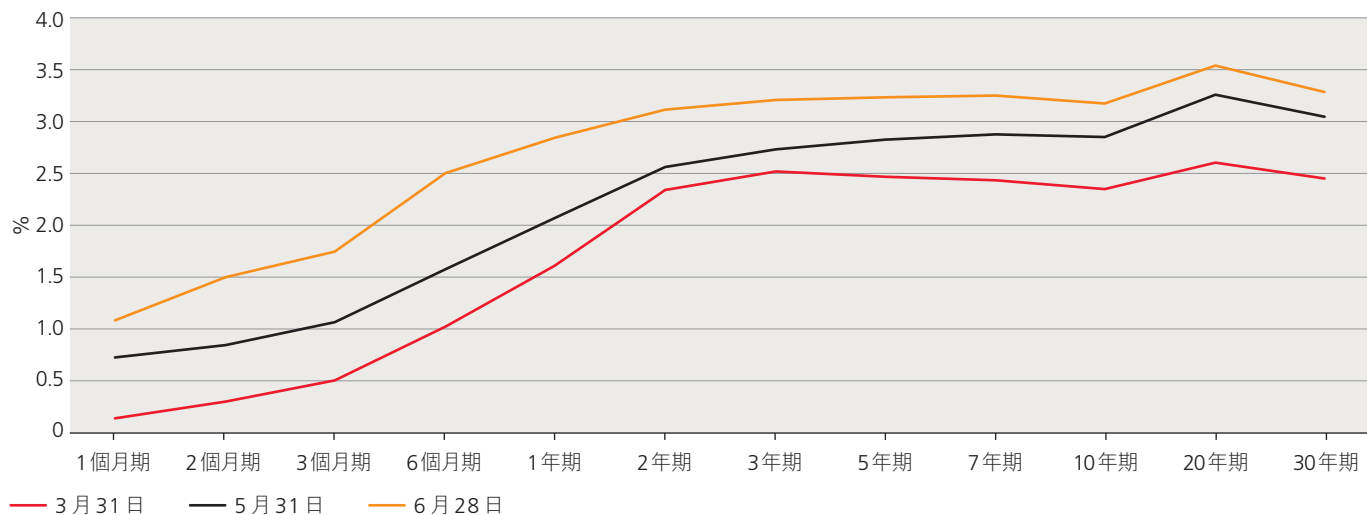
資料來源：世界銀行，數據截至2022年6月17日

### 美債收益率曲線：正常化而非倒掛

市場憂慮過於進取加息將令收益率曲線短息比長息上升更快，出現收益率倒掛，導致經濟出現技術性衰退。截至6月28日，即使年內加息3次共1.5%，美債收益率曲線整體轉移向上 (Upward shift) 而非不平均地扭曲 (Twist) 或倒掛 (Inversion)，而且凹度遞升有利曲線形態「正常化」(Normalisation)。當中7至10年期部份出現輕微倒掛，但影響力不足。20至30年期全季出現約20點子倒掛，反映投資者對長期經濟仍存有戒心，在俄烏戰事及疫情陰霾未散前屬正常。在曲線形態及變化預測短期美國出現失速式衰退的機率不大。

上季在《債券》章節以聯邦利率單一因素，透過迴歸分析預測5月加息50點子後，美國10年期收益率將高過3%。事實證明準確。以同一方法預測，如7月加息75點子，10年期債息將高過3.6%；如9月再加25點子(6月28日FedWatch預測機率近75%)，10年期債息將高過3.8%。當然債息並非受單一因素影響，但整體向上趨勢在加息潮中實屬自然現象。對國債壓力依舊，只是程度上分野。

美國國債收益率曲線



資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

## 債券

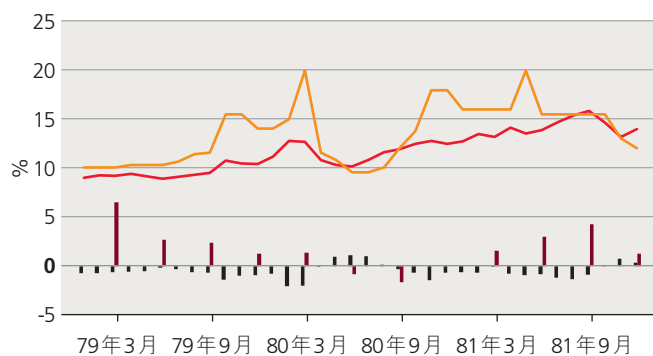
債息倒掛常常比喻為經濟衰退先兆，但歷史上真實出現的機率不高(衰退分析，詳情請參閱上季《股票》章節)。以2與10年期及2與30年期美國國債息差為基準，其中1項連續兩個月出現負值，在過去30年共出現了7次，當中只有2次出現衰退(機率不足3成)，分別在開始倒掛後20個月(2008年)及10個月(2020年)出現。今年3月起開始加息週期，並以平均等待15個月計算，美國最快在明年下半年出現衰退。

## 沃爾克2.0：自殘式打擊債市？

市場普遍認為美聯儲主席鮑威爾正仿效70年代時任主席沃爾克(Paul Volcker)透過不斷加息，打擊經濟活動直到衰退，以遏制當時高見約15%的通脹，同時殃及當時債市。

1979年8月沃爾克上任後雷厲風行地加息，約半年內聯邦利率由約11%升至20%，當時10年期美債收益率同期由約9.2%升至近12.6%。2至10年期息差不斷擴闊至超過200點子後3個月，國內生產總值(GDP)按年終於出現負值，並持續衰退約9個月才回復增長。不幸的是美債收益率及息差並無跟隨聯邦利率回落，直到事件後約兩年高見15%才逐步下降。如此一役對債市打擊程度之深，可想而知。

## 美國國債收益率、2至10年期息差、聯邦利率及GDP(按年)



— 美國10年期國債收益率    ■ 美債2至10年期息差  
— 美國聯邦利率    ■ 美國GDP(按年)

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

先別討論當時策略的成效或評價，如今鮑威爾不惜一切代價強行降低通脹，年內10年期國債收益率最終可能升至4%，甚至更高，亦達到2010年以來的最高水平。當然未來利率變化將取決於經濟方向及通脹走勢，但簡單而言，呼應上文分析，預期今天成熟債市跌勢只屬初階，全球局勢變化及央行互動產生的漣漪仍未波及，最嚴峻的狀態仍未出現，投資者應作好風險管理。

## 預測其他央行行動：家經難念

全球經濟不明朗，G20央行嚴陣以待，多次修正貨幣政策，部份比美國更早部署以遏止國內通脹升勢。俄烏戰事令環球資金趨向避險，美元偏強。加上美聯儲執意加息，迫使各央行追趕步伐以穩定與美息差距，防止資金外流，打擊當地債市。

分析G20成員國去年至今利率變化次數及總幅度，並以美國加息3次共150點子為標的，當中可分為以下3類：

- 緊貼步伐，順利過度：偏離美息25點子的國家有4個，包括加拿大、南韓、南非及沙地阿拉伯。它們在貿易上與美國關係密切，另外部份在外交上亦屬盟友，貨幣政策配合是預期之內。雖然當地債市普遍受壓，但幅度與美國或美元定價債券相若；
- 高通脹下被動式管理：南美及中亞國家通脹普遍嚴重，央行被動地見步步行。除俄羅斯受戰事影響及土耳其總統艾爾多安對貨幣政策有獨特見解並插手決策外，其他不論在次數及總幅度上變化比成熟市場明顯較大，刺激當地債價波動較大，違約風險亦較高。回應上文分析，避開風眼為上策；
- 實力強橫與舉步維艱：近三分之一國家由去年至今是維持利率不變，不動如山背後源於實力強橫(例如印度)，還是舉步維艱？日本及歐元區相信是後者。通脹高企消耗經濟動力，本幣貶值削弱財富動力，與俄羅斯互相制裁後斷絕生產資源供應。在嚴峻環境下加息，有可能進一步打擊經濟增長，但堅持低利率政策與把經濟推向崩潰無疑。進退失據，舉步維艱，債券風險及對全球影響比其餘G20國家都高。

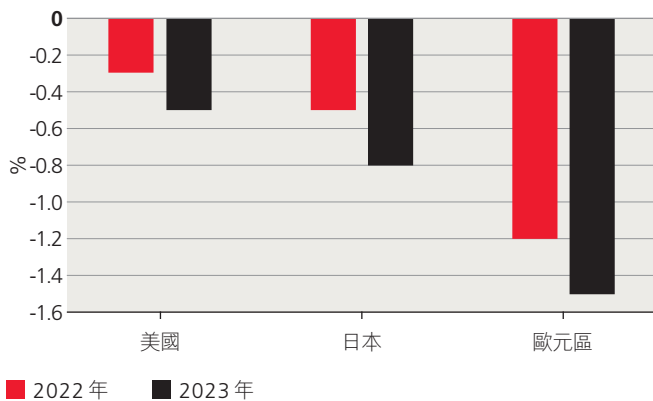
## G20央行去年至今利率變化次數及總幅度

國家	次數	總幅度 (%)	國家	次數	總幅度 (%)
美國	3	1.50	澳洲	2	0.75
加拿大	3	1.25	南韓	5	1.25
英國	5	1.15	印尼	1	-0.25
法國	0	0	阿根廷	6	14
德國	0	0	巴西	11	11.25
意大利	0	0	墨西哥	10	3.5
歐元區	0	0	土耳其	5	-3
日本	0	0	南非	4	1.25
中國	0	0	俄羅斯	11	5.25
印度	0	0	沙地阿拉伯	3	1.25

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

世界銀行使用牛津經濟學院全球經濟模型進行分析，假設供應側因素刺激布蘭特原油及天然氣價格平均比戰前高40及70%，今明兩年對各國生產力的影響。結果顯示美國只下調約0.5%，日本及歐元區受影響較大，尤其歐元區明年下調幅度約1.5%，是美國3倍。反映就算兩地央行維持現況不變，經濟正自然地被萎縮，打擊兩地債市。

**模擬能源價格高企對生產力影響**



資料來源：世界銀行，數據截至2022年6月17日

**歐央行：醜婦與家翁**

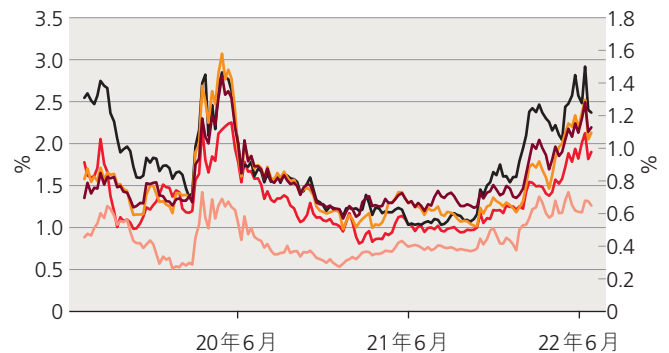
不論從任何角度分析，俄烏戰事影響經濟最深的地方是歐洲。通脹不斷攀升，生產物價指數 (PPI) 與 CPI 差距高見雙位數，今明兩年 GDP 增長預測被大幅下調 (歐洲經濟分析，詳情請參閱《宏觀策略》及《股票》章節)，加上近日歐洲多國出現不同訴求的示威，反映民怨將迫近臨界點。國際及私人利益膠轕不能凌駕國民生活，如何醜陋都要面對民眾，因為歷史上民不聊生最終會推倒政權。

歸根究底今次風暴源於與俄方互相制裁，但在資源上與俄方實力懸殊，依賴他國亦非長久，領導層逃避不了責任。除了歐洲元首盡快透過外交平息戰事，寬鬆流動性政策亦是造成高通脹原因之一。眼見衰退迫在眉睫，歐央行行長拉加德終於面對現實，放下堅持及淡化衰退風險，稱如有數據支持，歐央行可隨時「加快」加息步伐<sup>6</sup>。先撇開如何技巧上在高通脹與經濟邁向衰退時加息，債券投資者關心的是歐元區成員國力差異頗大，「歐豬」五國 (葡萄牙、愛爾蘭、意大利、希臘及西班牙) 能否承受收緊流動性帶來的衝擊？歐債危機會否重演？

歐央行在2015年1月及2021年3月分別推行資產購買計劃 (APP) 及緊急抗疫購債計劃 (PEPP)，分別增加3.2萬億及1.7萬億 (歐元，下同) 流動性，當時資金主要購買多國主權債，以防違約。截至今年6月，歐央行資產負債表升至約8.8萬億歷史新高。

隨著宣布今年3月結束PEPP計劃，歐洲各國10年期國債普遍上升。雖然6月各「歐豬」10年期國債收益率徘徊在2至3%，比較歐債危機時「7%魔咒」(債息達7%後便違約) 相距甚遠。但它們與德國息差自3月起遞升，例如意大利由年初約1.2%升至6月中超過2%。仍不及疫情高峰時2.2%，但雖不中亦不遠矣，其他4國情況相若，反映歐債風險正在醞釀中。

**德國與「歐豬」五國10年期國債息差**



— 意大利(左) — 希臘(左) — 葡萄牙(右)  
— 西班牙(右) — 愛爾蘭(右)

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

歐央行行長拉加德表示將在緊縮流動性的狀態下繼續警惕各成員國的高債務問題，並設計和部署新工具，以確保政策能以平等的方式惠及所有成員國，但執行細節欠奉<sup>6</sup>。市場質疑其可行性，顧此失彼下歐央行更顯無力感。或許將以偷樑換柱方式繼續寬鬆政策，以免坐以待斃，釀成歐債危機2.0的結局。

高盛歐洲金融狀態指數走勢持續上升，反映歐央行3月結束PEPP後，歐洲流動性明顯收緊。代表泛歐整體債市表現的彭博泛歐累計債券指數走勢傳統上與流動性背馳，跌勢其實由1月起開始，當時市場開始討論及要求歐央行盡快加息，反映市場領先數據的普遍認知。依計劃APP將在7月結束，配合市場預期歐央行大機會7月加息20點子，預料當時流動性將比3月時更緊，歐債跌勢將更明顯。雖然未至於違約，但投資者都應作好準備。

<sup>6</sup> 見歐央行網站，<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220628~754ac25107.en.html>

## 債券

歐洲金融狀態及泛歐累計債券指數



— 高盛金融狀態指數：歐洲(左)  
— 彭博全球債券指數：泛歐累計(右)

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

## 日央行：久守必失？

日本央行最近公布4月會議紀錄<sup>7</sup>，表示堅持其超低利率政策，誓言利用無限量購債計劃以捍衛10年期債券收益率走勢，並預期現有政策框架將成為未來數年超寬鬆政策的基本指引，因為日本面對的挑戰不是美國及歐洲要壓制通脹，相反是克服仍然偏低的通脹。

但有委員憂慮超長期債券收益率跌勢過度，長遠可能損害經濟，但在會議上並未受注視。而且日圓急瀉可能會擾亂企業發展計劃或推高持續上升的入口成本，冷卻投資及消費意欲。但會中強調貨幣政策的目標是實現物價穩定，而非控制匯率波動，認為沒有必要以加息來阻止日圓下跌。

日本經濟在迷失數十年後仍然迷霧深鎖，積弱源於勞動力老化，欠缺多樣性及結構性通縮，迫使日央行維持超低利率政策。高盛日本金融狀態指數走勢持續下跌，反映超寬鬆流動性符合日央行心意，但代表日本整體債市表現的彭博日本累計債券指數，卻沒有如其他地區指數與流動性背馳。過去1年債券指數在寬鬆流動性下不斷下跌，除了在戰事中失去宏觀避險功能外，資金對日央行能否堅持與各主要央行倒行逆施的策略失去信心。

日本金融狀態及債券指數



— 高盛金融狀態指數：日本(左)  
— 彭博全球債券指數：日本累計(右)

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

當某天日央行砥礪不住而忽然變卦，放棄操控收益率曲線甚至加息，對日本債市甚至全球金融市場的衝擊將是海嘯級。因此，今天堅持的代價便是受到全球交易員挑戰<sup>8</sup>，部份對沖基金開始大量沽空日債，直到日本央行放寬收益率曲線操控，甚至被解散。投資大鱷與日央行交戰，增添日本債市風險，令整體債券指數一蹶不振，散戶亦不宜沾手。

另外，日本央行任何轉變都可能給美國國債市場帶來衝擊。因美國國債最大海外持有國就是日本，如日本央行允許推高當地國債收益率，日本政府或投資者有可能大量拋售美債以抵銷對經濟及投資組合的影響。市場預測如日本央行將收益率上限從0.25%上調至0.5%可能會推升美國10年期國債收益率50點子<sup>9</sup>。金融世界互相牽制下，美債投資者亦須注意日央行的動向。

## 亞洲債市：風暴中的避風港

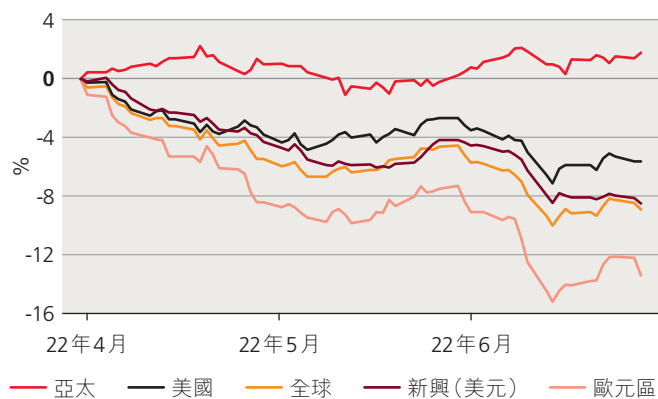
上季預測亞洲債市表現一枝獨秀，結果符合預期。截至6月28日，第二季彭博亞太累計債券指數表現明顯拋離全球、美國、歐元區及新興(美元)同類指數，最大差距曾高見超過16%(6月14日與歐元區表現)。除了回報，波幅率亦是同儕第二低，同期最低年化標準差是新興(美元)5.97%，之後依次是亞太(6.47%)、全球(7.05%)、美國(7.49%)及歐元區(11.10%)。合併風險與回報比較，亞太債市仍是「性價比」最高地區。到了第三季，除非俄烏戰事有突破性發展，否則亞太表現將繼續優於其他地區。

<sup>7</sup> 見日本央行網站，[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche\\_minu/minu\\_2022/g220428.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche_minu/minu_2022/g220428.pdf)

<sup>8</sup> 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-06-27/why-hedge-funds-are-shorting-the-japanese-yen#xj4y7vzkg>

<sup>9</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/bank-japan-vows-limitless-defence-yield-target-2022-04-28/>

彭博全球債券累計指數第二季表現 (3月31日為基點)



資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

今天全球債市核心風險在成熟市場須不斷加息遏抑通脹，反觀亞洲地區 GDP 最高首 10 個國家 (簡稱「亞洲十國」) 5 月 CPI 較 G7 國家為低，反映俄烏戰事偏向中立及資源豐富的亞太地區受影響不大，亦無迫切性改變利率，有利區內債市表現。

數據顯示年內亞洲十國共改變利率 5 次，總幅度 0.75%，同期 G7 共 10 次及 3.75%。反映存續期風險亞太區比歐美債市更低，年化標準差亦較低。集中分析美國與亞太區，過去兩次加息週期中美聯儲總加息次數為 26 次 (2004 年 17 次及 2015 年 9 次)，同期亞洲地區共 42 次，比例約 1.6 倍 (利率變化分析，詳情請參閱第一季《債券》章節)。截至 6 月 28 日，美國及亞洲十國改變利率的次數分別是 3 及 5 次，比例約 1.7 倍，結果相若。預期未來美國就算猛進地加息，只要亞洲地區加息總次數比例維持穩定，亞太表現將繼續優於歐美債市。

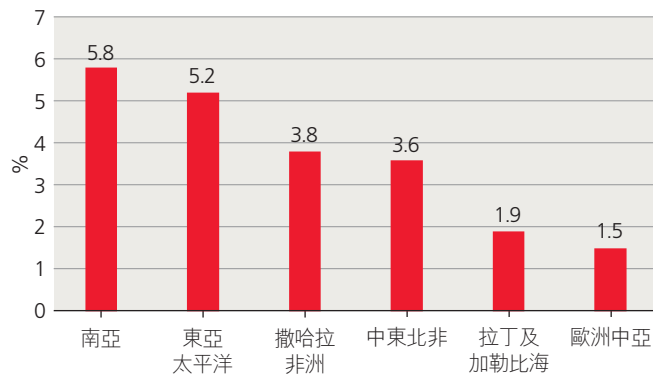
亞洲十國和 G7 央行最新 CPI 與官方利率數據，年內利率變化次數和總幅度								
亞洲十國	CPI (%) (5月)	官方利率 (%)	次數	總幅度 (%)	G7 國家	CPI (%) (5月)	次數	總幅度 (%)
中國	2.1	4.35	0	0	美國	8.6	3	1.5
日本	2.4	-0.10	0	0	加拿大	7.7	3	1.25
印度	7	3.35	0	0	英國	9.1	4	1
南韓	5.4	1.75	2	0.5	法國	5.2	0	0
印尼	3.6	3.50	1	-0.25	德國	7.9	0	0
泰國	7.1	0.50	0	0	意大利	6.8	0	0
菲律賓	5.4	2.50	1	0.25	日本	2.4	0	0
新加坡	5.6	5.25	0	0	<b>總計</b>		<b>10</b>	<b>3.75</b>
馬來西亞	2.8	2.00	1	0.25				
越南	2.9	4.00	0	0				
<b>總計</b>			<b>5</b>	<b>0.75</b>				

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

## 債券

就算年內俄烏戰事持續，預期亞太地區明年經濟增長仍可維持在5%以上。根據世界銀行對明年新興市場各地區經濟增長預測，亞太地區表現明顯優異於其他地區，南亞及東亞太平洋分別預測為5.8及5.2%，數字亦高於整體成熟市場。

## 2023年各地區經濟增長預測



資料來源：世界銀行，數據截至2022年6月17日

上文分析，年內美國10年期債息可能升至近4%，因此在總回報率考量並非所有亞洲國債都屬吸引水平。絕對值上部份亞洲國家未必如美債吸引，相對值上兩者息差會反映信貸水平差異。

截至6月28日，美國10年期債息約3.17%，亞洲十國中：

- 絕對值高於此水平有印度(7.47%)、印尼(7.31%)、菲律賓(7.09%)、馬來西亞(4.24%)及南韓(3.69%)；
- 同期亞洲十國平均債息約4.14%，與美國息差為0.97%，息差高於平均值有印度(4.29%)、印尼(4.14%)、菲律賓(3.92%)及馬來西亞(1.06%)；
- 以彭博亞洲(美元)高質企業債券信貸息差作為風險溢價指標(1.53%)，再以美國債息作為無風險債券回報指標(3.17%)，高質企業債券總(應有)回報為4.7%。亞洲十國中只有印度(7.47%)、印尼(7.31%)及菲律賓(7.09%)高於此水平。反映投資此國債與亞洲高質企業債券無異，但違約風險理論上比企業債低。

衡量風險與回報後，結果南亞比北亞國債吸引。

## 亞洲十國和美國10年期國債收益率及兩者息差

國家	10年期國債收益率(%)	與美國息差(%)
印度	7.47	4.30
印尼	7.31	4.14
菲律賓	7.09	3.92
馬來西亞	4.24	1.07
南韓	3.69	0.52
新加坡	3.04	-0.13
泰國	3.02	-0.15
中國	2.85	-0.32
越南	2.48	-0.69
日本	0.24	-2.93
10國平均	4.14	0.97
美國	3.17	

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

綜合而言，就算撇開上升機率，相信在經濟增長與通脹溫和的「金髮女孩經濟」(Goldilocks economy) 維度下(經濟分析，詳情請參閱《股票》章節)，亞太債市下行風險比其他地區低，勢成全球債市資金在風暴中的避風港。



## 中國及亞洲債市回顧及展望

### 中美貨幣政策不一，市場對息口敏感度增

為對抗通脹，美聯儲加息態度積極，加上量化緊縮，美國國債收益率將繼續受壓。美國10年期國債收益率由5月份的2.93%攀升，6月份曾一度高見3.48%水平。美聯儲能否採取快速行動來控制通脹，成全球焦點。東亞聯豐預料若美國衰退風險進一步增加，收益率曲線有可能會趨於平緩一段很長的時間，而量化緊縮對後市的影響可能更為顯著。然而，宏觀避險情緒將有可能不時對債券收益率帶來壓力。跟隨美國加息步伐，亞洲各地央行包括韓國、馬來西亞、菲律賓、印度在5月全面加息。我們相信該等地區的貨幣政策會趨向收緊，利率走勢難免有較大波動。

5月份中國在岸政府債券收益率走低，中美貨幣政策背道而馳。美元強勢令中美利差收窄，而美國繼續加息走勢，可能對人民幣構成壓力，市場對息口敏感度將有增無減。投資團隊認為人民幣在短期內仍會持續疲弱，預計在岸利率市場近期將在現水平徘徊，相信內地實施大規模貨幣寬鬆的可能性不大，但政策基調仍然溫和，這可能會限制了在岸收益率的上行空間。

### 中國相對寬鬆政策，推進增長目標

中國以「穩經濟」的大前題下，市場預期會以相對寬鬆的政策推進「穩增長」目標。國務院總理李克強在6月1日主持的國務院常務會議中，聚焦將6方面33條政策措施盡快落實，刺激措施包括大規模的退稅計劃、基礎設施項目、提高汽車銷售舉措、放寬一些房地產緊縮措施等。中國人民銀行亦示意，將「降準」視為其中一項刺激市場的措施。

中國內地繼續採取「動態清零」政策，實施嚴厲的封鎖措施，致力降低確診數字。至5月初，疫情開始有受控跡象，整體個案宗數大致回落。在預期相對寬鬆的貨幣政策下，東亞聯豐相信未來幾個月增長或會逐步回升，但步伐仍相對緩慢。雖然中國政府有意放寬房地產措施，但仍有待時間落實執行。現時房地產合約銷售依然疲弱，而內地封城措施亦影響買家情緒，加上開發商現金流緊絀，不排除違約事件會持續出現，因此投資團隊繼續對中國房地產債券繼續保持審慎態度。

### 亞太區債券存續期較短，有助緩衝息口走向

全球經過長達兩年疫情的困擾，歐美各國在變種病毒的陰霾下，奉行與病毒共存政策，逐步開放通關入境。繼今年3月，27個歐盟成員國放寬防疫措施，亞洲地區隨後亦相繼有條件陸續恢復通關安排。然而，全球供應鏈仍然緊張，大宗商品價格上漲。加上俄烏衝突持續，更進一步推高能源價格。在此格局下，投資團隊傾向具防禦性的金融類別短期高收益債券及東南亞高收益債券。這些債券提供了理想的利差，同時亦受惠於大宗商品價格上漲。加上，亞太區債券存續期較短，有助緩衝未來息口走向對投資組合的影響。

### 亞洲投資級別債券，相對更具抗禦力

從投資級別債券來說，亞洲投資級別債券的波動性比美國投資級別債券為低，且具抗禦力及正面評級趨勢。

#### 亞洲投資級別債較美國同類債穩定



— CEMBI 多元亞洲投資級別債  
— 美國投資級別債 (JULI 新興市場除外)

資料來源：彭博，數據由2015年1月2日至2022年6月24日  
CEMBI為摩根大通企業新興市場債券指數、JULI為摩根大通美國流動性指數

當中，投資團隊偏好銀行金融及物流業的投資級別債券，主要由於該類別一般擁有穩定及優質資產、穩健資本及現金流，抗禦能力較佳；而物流及運輸行業更因疫情關係，需求顯著增加，帶動業務增長。

## 債券



## 亞洲債券點評

## 印度

印度消費物價指數(CPI)從4月份6.95%，再一步飆升至5月份的7.79%，遠超過央行6%的CPI目標。印度央行加息40個基點至4.4%以抗通脹。面對通脹壓力，俄烏衝突持續，全球能源及原材料供應更緊張，對投資印度鋼鐵和大宗商品高收益債券有利。

雖然煤炭和石油一直是印度工業增長及現代發展的重要能源，但透過印度政府積極推動，越來越多印度企業及民眾使用可再生能源，現時可再生能源關稅已低於傳統能源，加上太陽能組件安裝成本價格下降，令滲透率大大提升。作為全球第二的人口大國，印度正迅速發展成為可再生能源生產國。由於印度的市場規模龐大，以及擁有巨大的增長空間，投資團隊繼續看好印度的可再生能源高收益債券。

## 印尼

5月份，印尼製造業採購經理人指數維持在51以上。隨著能源價格飆升，出口大幅增長，印尼貿易順差擴大，但通脹仍處於可接受水平。由於地緣局勢緊張，煤炭價格仍處於高位，相關企業可受惠於高企的商品價格，預期可增加營運現金流，並進一步減輕債務負擔。此外，印尼政府一系列對房地產行業的寬鬆政策，令信貸評級基礎更為改善。儘管印尼很可能隨外圍走勢加息，但因按揭利率仍處低位，支持自置及投資者的需求。因此，我們均看好印尼大宗商品及房地產高收益債券。

## 香港

跟隨內地「動態清零」政策，香港特區政府並未有大幅放寬防疫限制，而入境及隔離措施，令不少商務往來及旅客卻步，本地零售及飲食行業等仍未復常。市場期望新一屆特首履任後，將推動加快通關步伐，加上新一輪消費券計劃，應可會為消費相關行業帶來支持。因此投資團隊仍然偏好香港具抗禦能力的企業，以及擁有高質量信用評級的投資級別債券。

## 澳門

澳門特區政府最近發現新型冠狀病毒新增個案後，為盡快遏止疫情，當局安排展開全民核酸檢測，除提供生活必需品的場所外，呼籲其他場所暫停營業，賭場方面亦需採取同樣措施。澳門博彩業繼續受到反覆的疫情及對貴賓博彩業的監管事件影響，遊客人數大不如前，增加現金流消耗，我們對澳門博彩業持謹慎態度。相信要等待恢復通關及落實博彩業相關措施後，投資氣氛才有望改善。

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。