

東亞睿智

2022年第二季

博奕





東亞銀行 | 東亞睿智 | 2022年第二季

目錄



- 2 序言
- 3 報告總覽
- 4 宏觀策略
- 17 宏觀經濟
- 26 股票
- 43 外匯
- 60 債券
- 72 另類投資
- 88 免責聲明

序言

東亞銀行 | 東亞睿智 | 2022年第二季

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 **李振豪**



本季命名為《博奕》。人生如棋。圍棋猶如人生博奕，落子背後更顯人性善惡。縱使天賦不均，在同一棋盤中雙方棋子相同，步步盤算，落子無悔，公平競爭。但人性的貪嗔癡總在博奕中出現，喜好偏執及沉淪慾念（貪），憎恨逆境及嫉妒他人（嗔）、善惡不分及起諸邪行（癡）往往磨滅棋手意志，最終輪迴在煩惱和痛苦之中。

宏觀策略：戰事發展至今已非純粹俄烏兩國以死相搏。以為控制大局的棋手，往往只是棋子之一，幌子背後的互相撕殺才是戰事真正的結果。「經濟武器化」涉及的人為操作已超出金融分析範圍，背後國際利益的繆轄才是操盤主力。順藤摸瓜，總會找到投資良機。全球高通脹迫在眉睫，但各央行都明白單單依賴貨幣政策是不能解決核心問題，但經濟愈見放緩迫使央行放手一搏作出莫問因由的決定，任何閃失只會換來不可挽回的結果。

宏觀經濟：疫情及供應鏈轉趨緩和，本來今年全球經濟有望迎來新一輪週期性復甦。但戰事爆發推翻早前基本預測，當中互相制裁更造成中長期經濟及投資市場根本性改變，增添不穩定因素外，亦為全球經濟復甦百上加斤。高通脹配合衰退預測不絕於耳，全球滯脹憂慮不脛而走，經濟前景堪虞。

股市：戰事刺激商品價格上升，歐美制裁下國際企業趁機搶佔俄羅斯在全球商品供應份額，有利商品上游供應商盈利。美國中期大選迫在眉睫，強硬外交扳回部份內政不順的民望，俄烏戰事後相信中美關係將再度緊張，震動中美甚至全球股市。各國終於落實真正互聯互通的「共存」抗疫策略，有利壓抑多時的休閒娛樂及消費相關板塊。

債市：地緣緊張及高通脹環境下，美聯儲彷如熱鍋螞蟻，每項決定如履薄冰，加上各央行馬首是瞻，全球收緊流動性但又恐怕釀成衰退的心態牽扯著決策者及投資者。戰事未見明朗，但風險仍集中在兩國債市，未見蔓延。債市整體疲弱，惟亞太債市性價比較高，勢將成為新貴。

匯市：全球競爭性加息將主宰匯市動態，美元在經濟條件及戰事位置中令美聯儲更能主導其貨幣政策，而部份非美貨幣卻受到宏觀環境及經濟條件較弱的限制處於被動狀態。各央行超前的部署過後，終須跟隨美聯儲的貨幣政策步伐。強勢弱勢貨幣走勢將比以往更趨明顯，美元獨領群雄的地位已成事實。

商品：作為全球3大產油國的俄羅斯在歐美制裁下供應缺勤，騰出的全球供應份額吸引各路人馬爭奪。意識形態及國際局勢的質化因素盤根交錯，但回歸基本的供需分析不可或缺，預期油價大幅波動將會持續。金價在多項正反因素拔河中跌盪，權重變化主導後市走勢。但相信貨幣政策變動在投資者心中地位仍固若金湯，令金價在觀望情緒中膠著。

圍棋分開盤、中盤、收官3大階段，當中變化無不影響結果。人生何非如此？見自己，見天地，見眾生。棋以不爭為勝，過程比結果重要。正如蘇軾名言：「勝固欣然，敗亦可喜」，放下物慾與勝負的執念，世界將比想像中更大。但願各國領導人深諳此道，世界和平。

共勉之。



財政政策

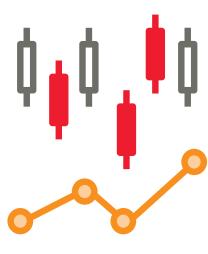
- 為達到GDP增長5.5%的目標，料內地政府將通過減稅降費推行支持性財政政策
- 料歐美將推出更多財政支援，以紓緩歐美因俄烏戰事的負面影響



經濟增長 與通脹預測

- 料港息不與美息同步上升，預計香港經濟今年增長1.7%
- 美國通脹創40年新高，俄烏衝突加劇下料歐美高通脹持續
- 料歐美經濟走弱但出現衰退機會不高，滯脹機會更微

經濟前瞻



股票

- 市場逐漸消化戰事因素，憂慮重於緊縮政策
- 歷史美股低位平均在第2次加息時出現，金融板塊成首選
- 民調指拜登不支持度高出12.9%，中期大選前中美博弈有利兩國純本土企業
- 休閒娛樂板塊表現落後，邊境重開創「追落後」條件

市場前瞻



- 戰事短期令商品價格上升29%，加息長線有利商品市場
- 料紐約油價以95美元為中軸，以10美元區間波動
- 戰事緩和後，避險情緒消退將為金價增添壓力
- 預期金價以1,900美元為中軸，上落各100美元



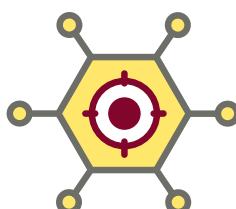
債券

- 預期今年債券市場表現明顯落後其他資產，前景不容樂觀
- 俄烏戰事集中影響兩國債市，未見蔓延至其他新興市場
- 年初至今亞太債市受資金青睞，料成市場新貴



貨幣政策

- 收緊流動性為全球央行共識，但各不明朗因素令央行進退兩難
- 疫後復甦支持美聯儲有條件按部就班加息
- 預料人行將加強寬鬆貨幣政策，以確保對實體經濟的支持



宏觀策略

- 俄烏戰事提升至歐美與俄羅斯的博弈，制裁造成經濟及投資市場根本性改變
- 全球未至於出現滯脹，但今年全球經濟增長舉步維艱
- 戰事刺激商品價格飆升，打擊製造業，但利好坐擁資源的上游業務



外匯

- 美、澳、紐、加元受加息預期帶動，有利匯價走勢
- 歐元區3月通脹率7.5%創新高，美日息差擴大，緊縮步伐落後影響歐元日圓走勢
- 料本季英鎊及人民幣呈區間波動走勢

博奕

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪



東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

博弈

上季的標題是《逆風破浪》。當時預測各資產市場的波動將有增無減：

- 美國總統拜登民望低迷，國內的深層次問題不能一時間解決，但中期選舉臨近，最快能吸引選民眼球的，相信是對外政策。除了中美關係成為焦點，過往小型的國際衝突或戰事皆在選舉前發生。
- 美聯儲飄忽不定的政策令市場疲憊不堪，預期落差令雙方欠缺互信，釀成的流言蜚語及訊息紊亂才是市場波動的來源。
- 聖誕及新年假期後全球新冠肺炎感染人數持續高企。若 Omicron 死亡率能維持在約 2%，相信對投資市場的影響輕微，並在本季逐步淡化。

過去預測大致與今天結果相若。

到了第二季，標題是《博弈》，意謂當兩個（或多個）決策體的行為具有相互制衡作用時，各主體將根據所掌握訊息及對自身能力的認知，做出最利己的一種行為邏輯。戰爭表面是兩國以死相搏，但背後國際間的涉足才是影響世界的博弈。自以為掌握棋局，其實只是棋盤中的一只棋子已矣。

俄羅斯在 2 月 24 日入侵烏克蘭，並迅速轉化為全面戰爭，亦是自第二次世界大戰以來歐洲最大規模戰爭。本來俄烏兩國的戰事，至今已提升至歐美與俄羅斯的博弈。短期內全球通脹有進一步上升的趨勢，雙方的制裁將造成全球中長期經濟及投資市場根本性改變，預期政經格局將進入另一個維度，在本來脆弱的全球經濟復甦上雪上加霜。

美聯儲在 3 月 16 日宣布加息 25 點子，是 2018 年後第一次加息，聲明中更盡顯鷹派立場及大幅下調經濟預測，為全球緊縮貨幣政策揭開序幕。但俄烏戰事引發商品價格飆升，各項制裁的影響仍難以估計，全球滯脹的憂慮不脛而走，經濟前景更加霧鎖煙迷。全球高通脹迫在眉睫，但明白問題核心並非貨幣緊縮能夠解決。市場咄咄逼人，各央行罔顧因由的決定，只會換來「一子錯滿盤皆落索」的結果。

圍棋是世界上最深奧的博弈遊戲之一，黑白棋子中隱藏人生的奧義。棋盤中雙方鬥智鬥力，棋路波譎雲詭，棋盤外更是修心養性，看破勝負之練。但願各國領導人深諳此道，世界和平。

俄烏戰事：覆巢底下豈有完卵

非世界大戰亦非金融災難

冰封三尺非一日之寒。是次俄烏戰事在政治及經濟層面上已醞釀多年，只是在條件成熟下引爆。綜合大部份市場分析，在政治及經濟層面上歸納出多個原因：

- 北約多年來透過烏克蘭的東擴觸動俄羅斯的底線；
- 俄羅斯有意「解放」頓涅斯克和盧甘斯克地區；
- 近年俄羅斯接受歐元作能源結算正打擊「石油美元」地位，「北溪二號」一旦營運更加強歐俄的共生關係。而戰爭可令多年建立的歐俄關係決裂，令歐洲更依賴美國；
- 「後默克爾時代」及 4 月法國將舉行總統大選，群龍無首的環境有助俄羅斯及美國趁機加大在歐洲的話語權。

歐美國家宣布不出兵，只是軍事上支援烏克蘭後，市場普遍預期今次只是地區性而非全球性戰爭，更遑論第三次世界大戰。投資市場很快便卸下非常極端及毀滅性風險的戒心，加上歐美與俄羅斯開始拋出外交及經濟制裁等對策，是次事件已非單純的短兵相接，更是透過經濟武器化的大國博弈。預期將加速「去全球化」及「去中心化」的進程，並可能成為未來全球經濟及投資市場發展的轉捩點。

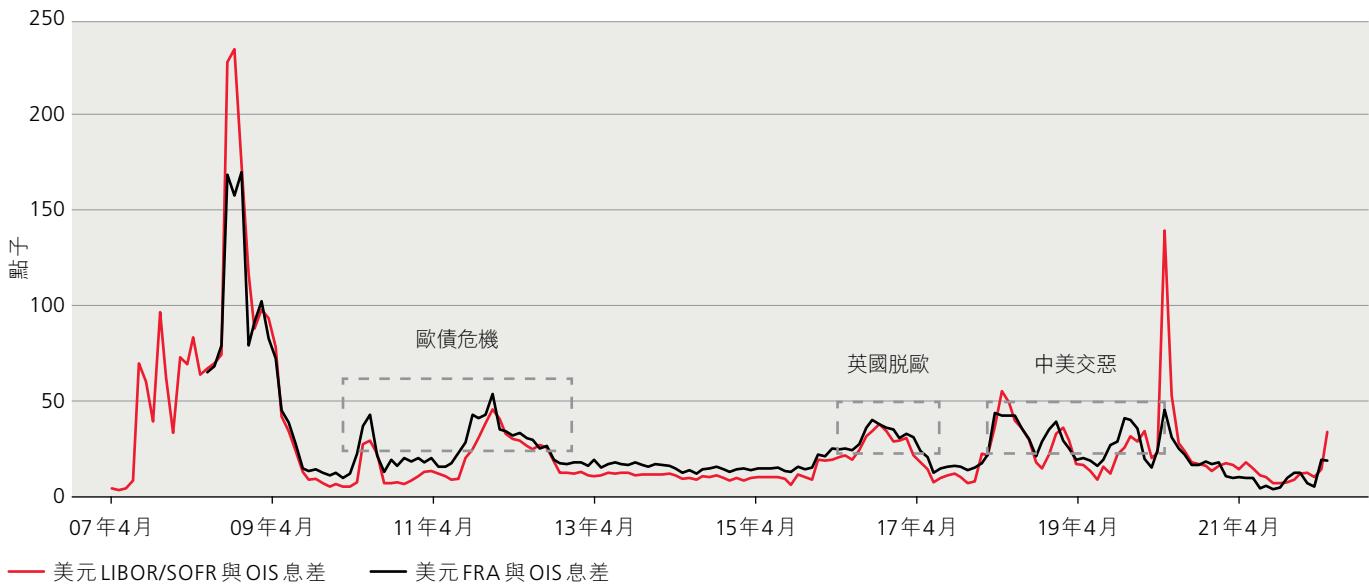
可幸的是，截至 3 月底，事件對國際金融體系造成的衝擊可控，未至於金融崩潰或災難。國際資本市場中，普遍以倫敦同業拆息 (London Interbank Offered Rate，簡稱 LIBOR) 或有抵押隔夜融資利率 (Secured Overnight Financing Rate，簡稱 SOFR) 與隔夜指數掉期利率 (Overnight Index Swap，簡稱 OIS) 息差，或遠期利率協議 (Forward Rate Agreements，簡稱 FRA) 與 OIS 息差去衡量銀行體系的信貸風險，並推算出現國際金融災難的機率。

過去 20 年，只有 1 次兩項息差上升超過 150 點子後出現國際金融體系崩潰，是 2008 至 2009 年間次按風暴引發國際金融機構骨牌式倒閉。之後國際間都出現了多次金融危機，例如 2010 至 2012 年歐債危機、2016 年英國脫歐及 2018 至 2019 年中美關係緊張，當時兩項息差都徘徊在 50 點子或以下。雖然國際金融體系多次受到衝擊，但最終都得以解決。

俄烏戰事爆發後，SOFR 與 OIS 息差由去年 12 月底約 12 點子急升至 3 月底約 34 點子，FRA 與 OIS 息差同期由約 7 點子升至約 19 點子，兩者表現皆升近 3 倍。升幅的絕對值反映市場恐慌，但相比歷史數據，預期是次風險仍然可控。

宏觀策略

美元 LIBOR/SOFR 與 OIS 息差及美元 FRA 與 OIS 息差



資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 28 日

俄烏戰事並非毀滅性戰爭，又未至於釀成金融災難。歷史上地區性戰事往往消化消息後就會過去，資產價格便出現均值回歸。但市場對戰事的漣漪效應，尤其對投資市場的打擊，仍然存疑，所謂「獨燕不成夏」，黑天鵝事件中應謹慎為上。

經濟武器化：加速「去全球化」

不論在軍備競賽或人命傷亡，現代戰事耗資巨大。同時民間的反戰意識比過去歷史都更高，軍事參與可能在選舉中受到選民的懲罰，吃力不討好。但利用經濟制裁、貿易禁令、剔除國際組織成員身份等經濟手段「武器化」，透過國際間孤立受制裁國家，釀成當地經濟崩潰，以迫使政權妥協甚至倒台。除了省時、直接及高效外，主導制度的國家及其盟友亦可從中在經濟上得益，例如瓜分受制裁國家的貿易份額。無論俄烏戰事最後如何發展，相信歐美及俄國互相制裁的時間比戰事更長及更深遠地影響全球經濟格局，甚至可能出現根本性改變。

截至 3 月底，歐美國家已宣布有意執行的制裁以金融為主，包括：

- 凍結俄羅斯海外外匯儲蓄及禁止其他國家與俄羅斯進行黃金交易等，短期令俄羅斯資金嚴重拮据，有可能出現債務違約後造成舉債困難，迫使國家破產；
- 把俄羅斯盧布剔出環球銀行金融電信協會系統(SWIFT)，資金流出俄羅斯後貨幣大幅貶值，打擊海外固投及削弱國際貿易，令經濟難以復甦；

- 向各政界及商界的主要人士作個人及團體性制裁，透過自身考量而放棄國家立場。

俄羅斯制裁多以反制措施為主，包括：

- 把美國、加拿大、歐盟、英國等在內的 20 餘個國家和地區列為「不友好國家」，未來天然氣貿易須以俄羅斯盧布結算，透過類似「石油盧布」概念利用外資支持盧布；
- 提出以盧布回購歐元債券及俄羅斯國債的利息和本金。歐美債權人譴責俄羅斯違反合約精神，並有可能違約。但俄方反駁並非不願意或無能力，只是歐美凍結俄國外匯及黃金儲備在先；
- 由於當前俄羅斯股市屬「不可投資」，指數供應商富時羅素(FTSE Russell)和明晟(MSCI)宣布所有指數將剔除俄羅斯股市。俄羅斯經濟部希望透過退市降低俄企海外存託憑證在「非市場交易下」導致公司股權轉移的風險，並按區域分為「不友好」、「中立」和「友好」3 類，將不友好市場存託憑證轉移至其他區域交易所的選項。

雙方在制裁上劍拔弩張，最終有否實行其實並不重要。畢竟今天並非金融崩潰，資金總找到門路。但更重要是給予各國領導人一個訊息，未來地緣磨擦多以經濟武器化博弈。在高度全球化的維度上，不論大小國家都有對抗的空間。為求自保，更好的對策是經濟及金融上盡量分散，或減少對外的依賴，形成自吸自足的經濟模範。

逆向規模經濟 (Diseconomies of scale) 及反專門化 (De-specialization) 的「去全球化」概念 (De-globalization) 成形，全球整體生產力及生活質素將會下降，拖慢全球經濟增長。但長遠令全球國內生產總值 (GDP) 再平衡，中小型國家有望吸收大國貿易份額，經濟起飛有利當地投資及金融市場。

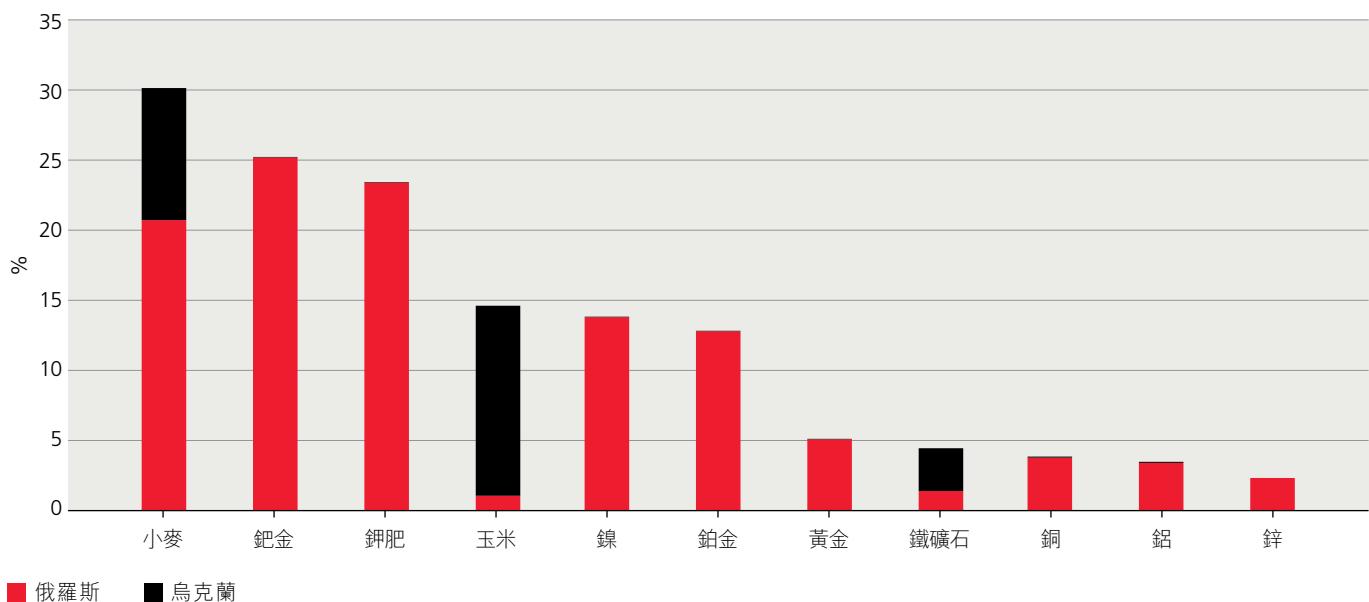
短期影響：全球性供應側通脹

是次俄烏戰事影響全球經濟最明顯是刺激商品價格飆升。

除了能源，俄羅斯和烏克蘭都是小麥、化肥和工業用金屬（例如鎳和鈀）等重要生產國，2020年數據顯示，俄烏佔全球小麥出口約30%。小麥除了是普遍主食之一，其他使用層面亦非常廣泛，例如麵粉、麵條、葡萄糖、醬油、醋等原料，發酵後可製成啤酒、伏特加；麩或麥草也可作為家畜飼料。持續的戰事及制裁將限制未來小麥的全球供應量，直接推高民生性通脹。其他佔比較重的還有鉀肥及玉米，帶動耕種成本上升，影響生產力。

俄烏的金屬出口亦不容忽視。俄烏佔全球鎳 (Nickel) 出口約14%，工業上用途廣泛，主要用於製造不銹鋼、與電鍍和抗腐蝕合金，及電動車電池等，其他工業金屬包括鐵、銅、鋁及鋅，貴金屬包括鈀金（約25%）、鉑金（約13%）及黃金（約5%）。

2020年俄烏兩國在全球商品出口量佔比



資料來源：OECD，數據截至2022年3月28日



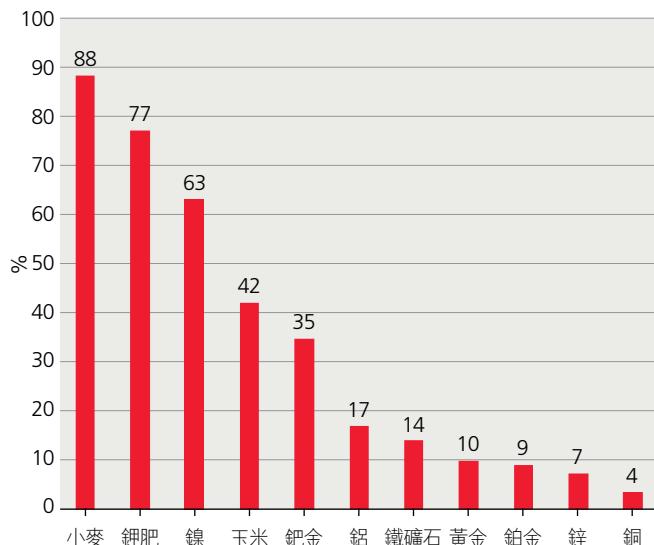
今年1至3月期間，小麥價格已上升近90%，鉀肥及鎳分別上升約77和63%。由於短期內難於填補全球商品供應的缺口，預期相關價格將持續高企，帶來全球性供應側通脹。

金屬價格飆升可能會打擊飛機、汽車和芯片製造等行業，而食品製造業因成本上升而影響盈利。但同時利好全球坐擁資源的上游業務，包括原料（擁有金屬/礦業）、食品（穀類）等，而且上/中/下游並存的「一條龍」企業影響較少。

其他商品市場的分析，詳情可參閱本刊《另類投資》章節。

宏觀策略

2022年1至3月份商品價格平均升幅

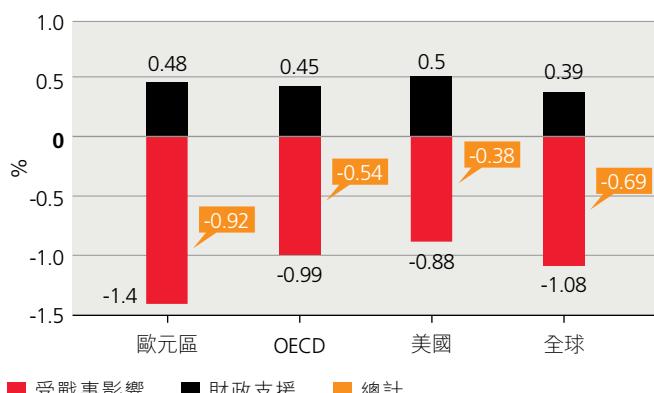


資料來源：OECD，數據截至2022年3月28日

中期影響：今年經濟將舉步維艱

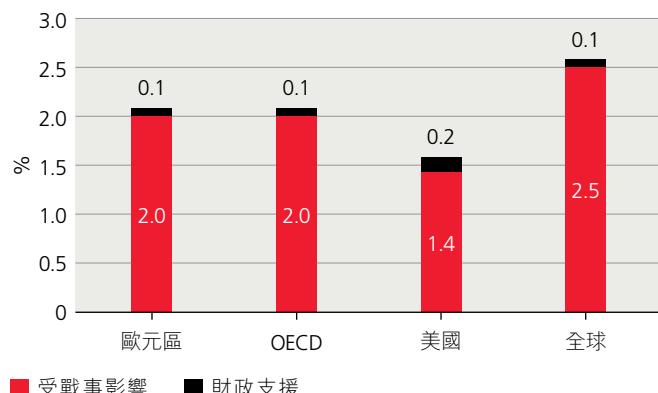
雖然是次戰事位處歐洲，而歐美與俄羅斯的制裁亦局限在雙方之間，但影響的卻是全球經濟。OECD預測受戰事影響，全球GDP增長將比年初預期放慢約1.1%，當中歐元區影響最大，下調1.4%，OECD及美國分別下調約1及0.9%。為應對影響，料歐美將推出更多財政支援，金額預期相等於0.5%GDP，以紓緩整體跌幅。同時，戰事刺激通脹上升，歐元區及OECD將上升約2%，美國約1.4%，而全球更因戰事而上調2.5%，財政支援再推高各地通脹0.08至0.15%。經濟下滑同時通脹上升，雖然未至於出現投資者憂慮的滯脹，但今年經濟增長將舉步維艱。

GDP受戰事影響與財政支援之影響及其總計



資料來源：OECD，數據截至2022年3月28日

通脹受戰事及財政支援之影響



資料來源：OECD，數據截至2022年3月28日

另外，歐洲約40%的天然氣供應來自俄羅斯，戰事及制裁無疑窒礙區內能源供應。假設全球化石燃料、精煉燃料產品及電力和天然氣供應直接和間接減少20%，OECD預測歐洲區內整體生產量受影響最大的首10個國家及行業與其百分比，如下：

國家	%	行業	%
立陶宛	-2.54	精煉石油產品	-12.00
希臘	-2.37	電力和燃氣供應	-3.19
土耳其	-2.08	能源產品開採	-2.83
匈牙利	-1.91	基本金屬	-2.73
斯洛伐克	-1.79	航空運輸	-2.72
捷克	-1.67	化學品	-2.24
葡萄牙	-1.59	水路運輸	-2.00
波蘭	-1.42	陸路運輸	-1.46
比利時	-1.41	橡膠和塑料	-1.33
奧地利	-1.38	金屬製品	-1.11

資料來源：OECD，數據截至2022年3月28日

結果顯示，能源供應減少的影響並非平均。不論在財力及國際關係上，東歐及收入較低的歐洲國家較難爭取替代供應，而較富裕的奧地利及比利時亦不能倖免。行業方面，非常集中在精煉石油產品領域(下降12%)，而其他以能源為主要生產原料的行業平均下跌2至3%。投資者須注意能源供應緊張對這些行業中期盈利的影響。

長期影響：由「石油美元」到「去美元化」再到「去中心化」

1973年當「布雷頓森林貨幣體系」崩潰，時任美國國務卿基辛格成功說服石油輸出國組織(OPEC)及其他產油國，接受以美元作為國際石油交易的唯一計價及結算貨幣，最終使美元從黃金轉移到與石油掛鈎，即是「石油美元」。

這是產油國們賦予美國的特權。美國財政部可以通過印鈔來換取石油，但其他國家則須透過真實的商品及服務從美國換取美元，再去購買生活必需的石油。而這些「石油美元」又透過金融市場變成美元結算的股票、國債等回流至美國，以填補美國貿易與財政赤字，支撐美國經濟，亦可利用貨幣政策來主宰全球經濟命脈。

歷史上任何一種強勢貨幣都須依靠足夠的稀有資源來支撐，例如「布雷頓森林貨幣體系」中黃金儲備，但隨著美國的黃金儲備遞減，美元與黃金掛鈎的體系最終破產。「石油美元貨幣體系」依靠的稀有資源是石油，但世界上有實力的非中東地區產油國皆分布在不同地區，例如俄羅斯及委內瑞拉等。因此美國須要保證對石油的絕對控制權，否則便會動搖「石油美元貨幣體系」，打擊自身經濟及減弱對全球的主宰權。最好的策略就是與產油國結盟，甚至透過武力壓制或經濟制裁迫使它們臣服，以保證美國經濟發展及全球貨幣穩定。

直到2008年，美國實施超寬鬆貨幣政策令美元大幅貶值，同時透過低息環境刺激資產價格(例如房產、股票、債券等)，吸引外資流入美元資產，利用財富效應填補金融海嘯造成的黑洞及巨額財赤，其他央行不得不進行「競爭性貶值」，以維持貿易賬平衡。

由於美國對美元有絕對的控制權，事後引起多國警惕並逐步減持美元，觸發產油國在考量自身利益的基礎上接受非美元作為石油貿易的可行性。2018年4月伊朗宣布不用美元結算石油，改用歐元和日圓，近年更傳出中東國家有意接受人民幣作交易¹，「石油人民幣」隨即甚囂塵上。近日俄羅斯回應歐美制裁，宣布向部份國家只接受盧布作能源交易，如出一轍。

當更多產油國接受非美貨幣，「石油美元貨幣體系」將被撼動。美國向俄國制裁最終可能換來進一步削弱美元對全球經濟的主宰權，造成對美國經濟深遠的影響。

另外，其他國家警覺到美國為首的已發展國家可隨意凍結他國的外匯儲備、剔出國際結算系統及禁止黃金交易等，預期全球將加速全球「去美元化」或「去歐元化」。

SWIFT系統2021年最活躍貨幣排名中，首3位(美元、歐元及英鎊)共佔83.05%，第4及5位分別是人民幣及日圓，只共佔5.28%，反映國際貨幣交易嚴重傾斜。

以交易價值為基礎，SWIFT系統中2021年最活躍的國際支付貨幣排名如下：

排名	貨幣	%
1	美元(USD)	40.51
2	歐元(EUR)	36.65
3	英鎊(GBP)	5.89
4	人民幣(CNY)	2.70
5	日圓(JPY)	2.58
6	加元(CAD)	1.64
7	澳元(AUD)	1.27
8	港元(HKD)	1.17
9	新加坡元(SGD)	0.95
10	瑞典克朗(SEK)	0.75
11	瑞士法郎(CHF)	0.74
12	泰銖(THB)	0.73
13	波蘭茲羅提(PNL)	0.64
14	挪威克朗(NOK)	0.63
15	馬來西亞林吉特(MYR)	0.37
16	丹麥克朗(DKK)	0.32
17	南非蘭特(ZAR)	0.28
18	紐元(NZD)	0.26
19	墨西哥比索(MXN)	0.22
20	俄羅斯盧布(RUB)	0.21
總計：98.51%		

資料來源：SWIFT，數據截至2022年1月

¹ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/energy/saudi-arabia-in-talks-to-use-chinese-yuan-in-oil-deals-report-12852482.htm>

宏觀策略

國際基金組織(IMF)在3月24日公開的研究報告預期²，美元的主導地位正走下坡，未來多元化及非傳統儲備貨幣將會崛起，尤其人民幣的角色將愈來愈重要。另外，IMF第一副總裁Gita Gopinath接受美國《外交政策》雜誌採訪時警告³，過去以美元為基礎的國際金融體系一直以自由市場原則為基礎，但凍結俄羅斯央行持有的美元和歐元外匯儲備後，這原則已蕩然無存，導致其他央行不願意持有大量美元和歐元作外匯儲備，最終造成重新考慮持有外匯儲備的結構。

「去中心化」亦是不能逆轉的結果。其他國家為避免被剔出以歐美主導的貨幣結算系統，各國正積極在互信的基礎上，設立地域性或聯盟式貨幣結算系統，例如俄羅斯早前已與伊朗和印度等國家開發新的支付體系及中國自主建立的人民幣跨境支付系統(CIPS)系統等。另外，其他國家料將仿效俄羅斯增持黃金儲備，甚至接受虛擬貨幣。

畢竟各國都不想亦不知何時成為下一個被制裁的國家，大國博弈之下恐怕殃及池魚，未雨綢繆才是治國之道。

戰爭中永遠沒有贏家

人類歷史上的戰爭往往是一念之差及貪嗔癡慾的結果，事後總會發現可以避免及有更好的解決方法。覆巢底下豈有完卵，受傷最深的總是無辜及弱勢群體。

IMF警告⁴戰事令小麥、玉米和化肥的供應中斷，可能加劇世界各地飢餓和糧食危機，尤其在新興市場和低收入國家。如戰事持續，非洲將出現大規模饑荒。

OECD亦呼籲⁵各國政府應該：

- 盡力幫助和保護難民，提供緊急人道援助，包括住所、醫療和教育；
- 需要針對性、臨時性和經過經濟狀況調查的支持來協助弱勢群體，確保貿易和農業繼續流向新興和低收入經濟體，或考慮通過向能源公司徵收暴利稅以提供資金，緩解物價上漲的影響；

- 提倡多元化能源供應並投資於能源安全，減少對化石能源的依賴及供應商多樣化，最大限度地利用現有的低排放資源，包括生物能源和核能。提升使用液化天然氣，為綠色能源投資提供更多資金。

戰爭中永遠沒有贏家，祝願世界和平。

全球緊縮貨幣政策：投鼠忌器

美聯儲主席鮑威爾在3月16日正式宣布加息25點子，是相隔兩年半後第1次加息，亦為加息潮揭開序幕(美聯儲更新政策的分析，詳情可參閱本刊《債券》章節)。在全球通脹未至於失控前，收緊流動性的超前部署是各央行與市場的共識。但問題在於行動的速度及幅度能否與經濟增長匹配，這是考驗各主要央行的技術題，亦是市場今天激烈的辯題。好比當下央行們要為全球經濟切除多個複雜、不穩定而且各有關聯的經濟惡瘤(百年一遇的疫情、近代罕見的地緣緊張、歷史性通脹)，落刀前要深思熟慮。但時間不等人，勉強決定最後變成了一場博弈。央行困於進退兩難的局面，政策飄忽亦是市場波動的來源。

兩難之一：應對通脹的超前部署

美國現今不論消費物價指數(CPI)或核心個人消費支出(PCE)已見40年新高，民間對高通脹的埋怨不絕於耳，對政府造成壓力。美聯儲主席鮑威爾表示要對通脹採取強硬行動，將繼續加息，直到通脹得到控制。如有必要，可能會從傳統每次25點子上升到更激進的50點子⁶。

俄烏戰事後，能源制裁將是議程之一。2019年的數據顯示，歐洲整體平均約30%的能源產品依賴俄羅斯進口，首3位分別是匈牙利(76%)、荷蘭(65%)及芬蘭(50%)，西歐國家例如法國、葡萄牙及西班牙少過10%，但歐洲經濟「一哥」的德國則近30%。反映能源引發的高通脹影響將首先在北歐及東歐出現，因歐盟經濟共同體制下，風險將蔓延至歐洲經濟核心。相反，OECD的比例只有9.5%，同樣是石油生產大國的美國更只有1.2%，反映鼓吹能源制裁的議程下，受損最大的其實是歐洲。

² 見IMF網站，<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/03/24/The-Stealth-Erosion-of-Dollar-Dominance-Active-Diversifiers-and-the-Rise-of-Nontraditional-515150>

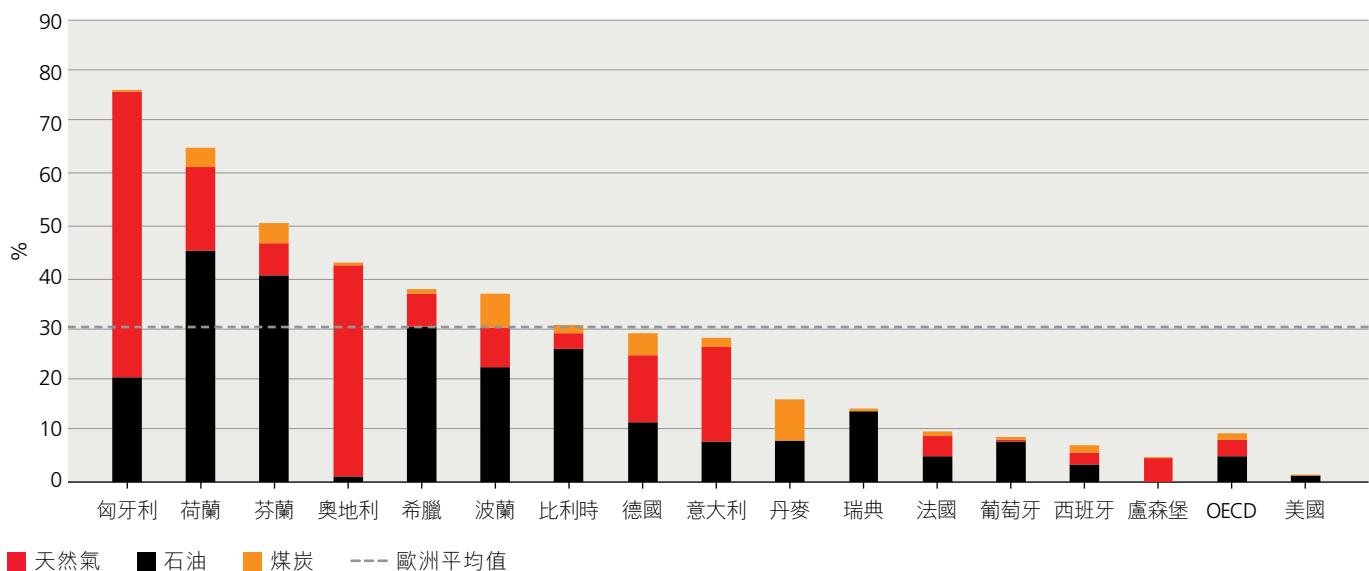
³ 見IMF網站，<https://www.imf.org/en/Videos/view?vid=6301509343001>

⁴ 見Foreign Policy網站，<https://foreignpolicy.com/2022/03/23/imf-ukraine-war-russia-economic-impact-georgieva-gopinath/>

⁵ 見OECD網站，<https://www.oecd.org/economic-outlook/>

⁶ 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?__source=androidappshare

由俄羅斯進口能源產品之百分比 (2019年數據)



資料來源：OECD，數據截至 2022 年 3 月 31 日

根據 IMF 截至 2020 年 12 月的數據顯示，能源對主要經濟體的通脹變化中影響仍是最大。歐洲及其他成熟市場佔約 80%，中國約 73%。美國本身在頁岩油的供應量位於世界前列，較易控制國內能源供應，但通脹變化中仍有約 54% 源於能源。如未來能源制裁持續，漣漪效應下勢將推升全球通脹。

戰事同樣刺激食品價格上升，但佔中美及其他新興市場通脹的變化比例偏低(約 5 及 7%)，相信與當地農業生產鏈發展有關。但對歐洲及其他成熟市場，第一產業鏈已式微多年，並大量依賴進口，今天的戰事料對當地通脹火上加油。

利率期貨預測，歐央行將把首次加息的時間表由明年提前至今年第三季，雖然歐央行總裁拉加德多次表示加息決定不宜草率，但相信多方壓力下最終作超前部署是市場預期之內。

各國及地區的經濟領域佔通脹變化的百分比 (2020 年 12 月數據)					
項目	美國 (%)	歐洲 (%)	其他成熟市場 (%)	中國 (%)	其他新興市場 (%)
能源	53.7	79.5	80	72.7	44.4
匯率影響	1.9	2.3	20	-4.5	-63.0
食品	5.6	13.6	20	4.5	-7.4
其他	38.9	4.5	-20	27.3	125.9

資料來源：IMF，數據截至 2022 年 1 月

分析很多時要以史為鑑，從中預測通脹去向。美國方面，過去 40 年來影響油價的原因多不勝數，而每次都有其獨特性，唯有觀察油價及美國 CPI 數據最為實際。歷史上油價與 CPI 走勢相若，但起伏不定，反觀兩者的比例卻十分穩定在約 12.5 倍。即是在歷史的洪流中，今天 CPI 水平實屬「正常」的結果。油價下跌當然可以紓緩通脹，但問題是持續加息是否可以壓抑油價？加息與今天的制裁有何關係？或是透過加息以壓抑剛復萌的需求？或甚是抑制投機資金在衍生市場中流竄？如以上皆否，那財政政策或行政手段是否比貨幣政策更為實際？其他油價的分析，詳情可參閱本刊《另類投資》章節。

紐約期油與美國 CPI (按年) 比例



資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 31 日

宏觀策略

另外，供應鏈緊張是疫情爆發以來刺激通脹急升的原因之一。年初喜見改善，但相信俄烏戰事後，緊張情況短期內難以紓緩。

紐約聯儲銀行及花旗制訂了全球供應鏈壓力指數以衡量供應鏈狀況：

- 紐約聯儲銀行全球供應鏈壓力指數：透過全球運輸成本及採購經理指數（PMI）數據中3個與供應鏈相關的組成部分，即「交貨時間」、「積壓」和「採購庫存」為指數的基礎。數據主要覆蓋7個經貿關聯的經濟體，包括中國、歐元區、日本、韓國、台灣、英國及美國。
- 花旗全球供應鏈壓力指數：涵蓋供應鏈管理狀況、商品消費模式的轉變、貨幣和財政政策刺激總需求的變化、變種病毒的影響及商品價格衝擊擴大其他供應面壓力的影響。

兩項指數皆顯示今天的狀況與疫前水平仍相距甚遠。雖然「共存」陣營逐步開放經濟活動有利勞動人口重回崗位，理順物流業瓶頸。但制裁將增加運輸成本，商品價格飆升對其他供應面的衝擊及需求與消費模式的轉變都令供應鏈持續緊張。

紐約聯儲銀行與花旗全球供應鏈壓力指數



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

由供應鏈緊張引發的高通脹將進一步延伸至需求面。過去需求不濟時，供應商願意吸收大部份上漲的成本，零售價格漲幅偏低，生產物價指數（PPI）與消費物價指數（CPI）的差距不斷擴大。但在多項制裁下，上漲的幅度將高過供應商可承受水平，而且放寬抗疫措施將釋放壓抑多時的購買力，零售商提價的空間更大。因此，預期PPI與CPI將會並駕齊驅，未來CPI升幅將會持續。

放寬抗疫措施帶來的累計需求復甦是各國未來經濟增長的關鍵，但放任的膨脹可令通脹失控，好比駿駒亦須韁繩引導方向及速度，作為衡量加息基礎的CPI持續上升將鞏固加息的條件，適度收緊流動性可調控經濟增長，亦可紓緩吸收經濟游資的負面影響。

兩難之二：經濟體量的壓力

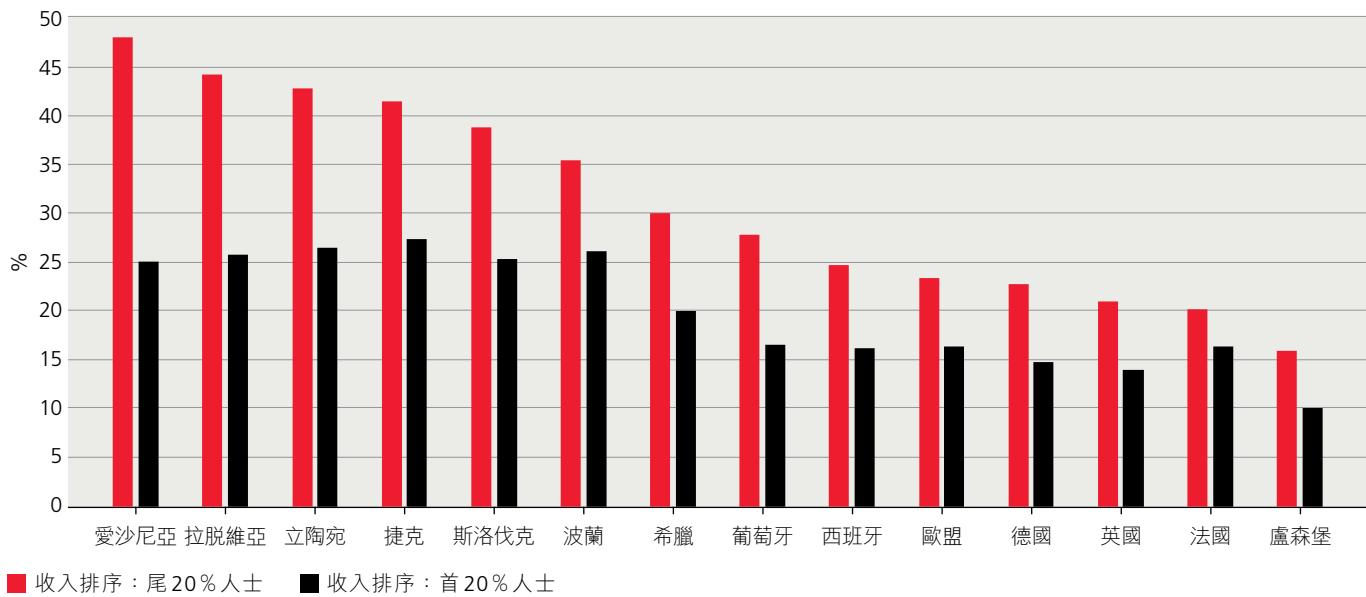
歐洲央行總裁拉加德表示，現時上調歐洲央行指標利率，並不會紓緩歐元區創紀錄的通脹，亦不能解決推升通脹的高油價和供應鏈緊張問題。如果行動過於倉促，反而削弱經濟復甦，影響就業市場⁷。她道出歐美經濟體量的分別之外，更重要指出當前的通脹不能單靠貨幣政策，須配合行政手段（商品儲備）及財政政策（稅改及津貼）才能在不影響復甦下解決高通脹問題。

在俄烏戰事之前，全球疫情改善，大多數成熟經濟體的財政預算計劃在2022和2023年間逐步收緊，尤其與疫情相關的支援措施將逐步取消。戰事迫使許多國家又再重新調整預算，儘管存在相當大的財政赤字和較高的債務水平，亦要採取措施以減輕戰爭刺激能源價格大幅上漲的影響。低收入家庭在能源和食品上的支出佔收入比例較高，例如降低他們的電價、降低電力和天然氣增值稅、向電力公司提供補貼，針對中低收入家庭的現金支援，加大對清潔能源的投資和增加國防開支亦涉及大量的財政支出。雖然償債負擔能力仍然可控，但維持低利率將有助減輕未來國債利息支出。



⁷ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/article/ecb-policy-lagarde-idINS8N2R301C>

食物及能源消費佔國民收入之百分比



資料來源：OECD，數據截至 2022 年 3 月 31 日

美國方面，雖然面對高通脹壓力，但市場氣氛尚算樂觀。美國十大領先指標綜合了市場人士對各經濟領域的前瞻，指數由去年中起持續下跌，但現水平仍處於疫前範圍，亦屬過去 10 年偏高水平，反映市場人士對前景仍然樂觀。PPI 持續高企的環境下，美國製造業 PMI 由去年起持續處於擴張水平，亦屬過去 10 年偏高水平。只有消費者情緒自疫情後不斷下跌，就算過去有多項政府支援都不能遏止跌勢，現水平為 10 年最低。如果美國通脹跟隨油價回落，加上放寬社交距離措施，壓抑性需求將刺激消費意欲，為持續加息打好基礎。

美國領先指標、消費者情緒指數與製造業 PMI



資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 31 日

美國就業市場最新公布 3 月份官方非農及 ADP 新增職位分別是 43.1 及 45.5 萬，而時薪增長為 0.4%。雖然 3 項數據由去年中起持續下跌，但近況已開始出現持平及差不多回復至疫前水平。勞動參與率卻有些分歧，主要勞動人口（25 至 54 歲）已回復至約 80%，與疫前相若。但 55 歲以上的參與率仍然偏低，相信與受感染機會偏高及疫後經濟結構轉型有關。綜合勞動市場數據反映疫情期間低或高基數效應已消失，隨著政府進一步放寬抗疫措施，將有助勞動市場盡快重回正軌，亦降低美聯儲持續加息的後顧之憂。

美國新增職位及時薪增長



資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 31 日

宏觀策略

美國不同年齡組別的勞動參與率



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

相信美國在經濟體量及前景較其他成熟經濟體明朗，就算俄烏戰事影響未完全浮現，但預期加息將不會嚴重打擊經濟。但以歐洲為主的成熟市場，預期將受制裁等因素正面衝擊，除非有突破性的發展，否則困局將不會改變，勉強加息與「躺平」策略皆非上策，博弈之間的波動將會維持。

歐美經濟步入滯脹的迷思

綜合上述分析，美國是有條件在不損害經濟復甦下按部就班加息，但應否連續則視乎俄烏戰事及經濟開放互相抵銷的結果。較保守的分析警告⁸，過去70年數據顯示持續加息將導致美國跌落滯脹困局。分析結果顯示，並非每次加息週期都會導致衰退，但所有收益率曲線倒掛的加息週期都會在1至3年內出現衰退。

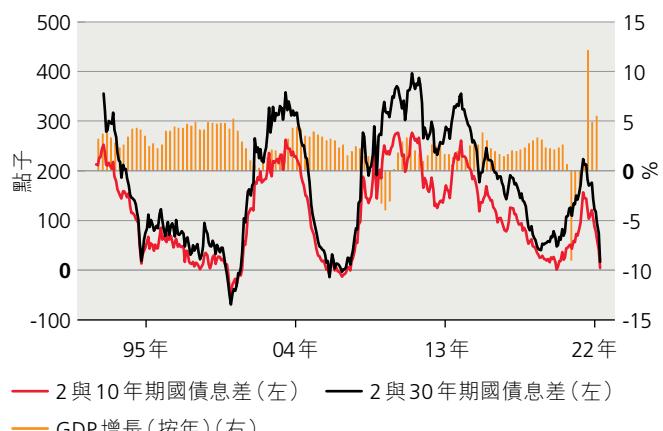
參考過去30年按月的數據，並以2年與10年及2年與30年期收益率差距作為指標，兩項指標出現負值的比例只有7及4%。如低過10點子為另一指標，比例便上升至12及6%，反映歷史上收益率曲線處於平坦甚至「倒掛」的機率很低。當中低息差持續出現3個月以上的年份，集中在1999、2005及2019年，而之後真正出現衰退(GDP增長錄得負值)卻只有在2008及2020年發生(2000年GDP增長最低仍有約0.2%，只屬經濟放緩)，平均在低息差後約23個月出現。

配合加息週期作分析，同樣的數據顯示過去30年出現過4次加息週期，分別是1994、1999、2004及2015年。當中只有2004及2015年首次加息後約54個月後出現衰退。另外，加息期間兩項息差下跌佔比約63%，而按月反彈超過10點子的佔比更只有9%，顯示加息期間息差普遍下跌。

綜合分析結果，反映在加息期間收益率曲線持續下跌或趨向平坦的情況實屬正常反應，而非完全與經濟表現有關。歷史上收益率曲線平坦或「倒掛」的機率較低，但配合加息週期同時出現時，往後出現衰退或經濟放緩的機率偏高。補充說明，低息差環境須持續出現3個月以上，而衰退約在23個月後而非即時發生。

因此，如美聯儲能適時配合經濟表現調整貨幣政策，經濟衰退仍可避免。

GDP及美國國債息差

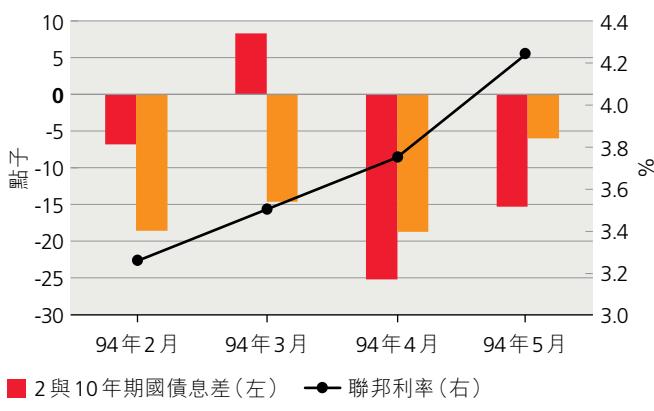


資料來源：彭博，數據截至2022年3月28日

⁸ 見 Yahoo Finance 網站，<https://finance.yahoo.com/news/what-70-years-of-data-reveals-about-the-federal-reserve-causing-recessions-191315154.html>



美國聯邦利率及美國國債息差變化 (1994 年)

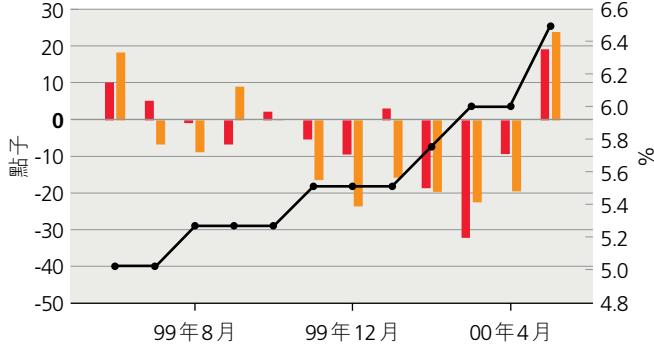


■ 2與10年期國債息差 (左) ● 聯邦利率 (右)

■ 2與30年期國債息差 (左)

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 31 日

美國聯邦利率及美國國債息差變化 (1999 年)

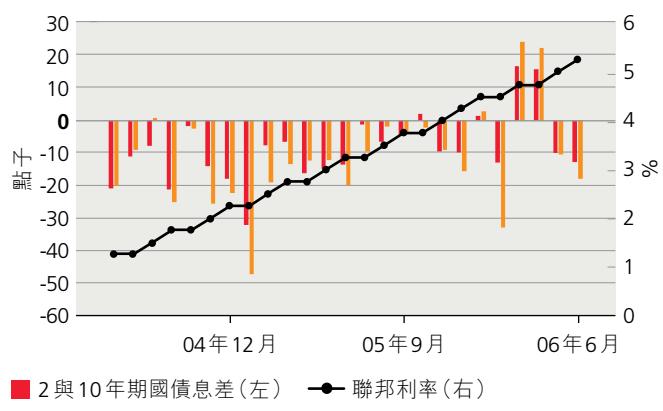


■ 2與10年期國債息差 (左) ● 聯邦利率 (右)

■ 2與30年期國債息差 (左)

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 31 日

美國聯邦利率及美國國債息差變化 (2004 年)

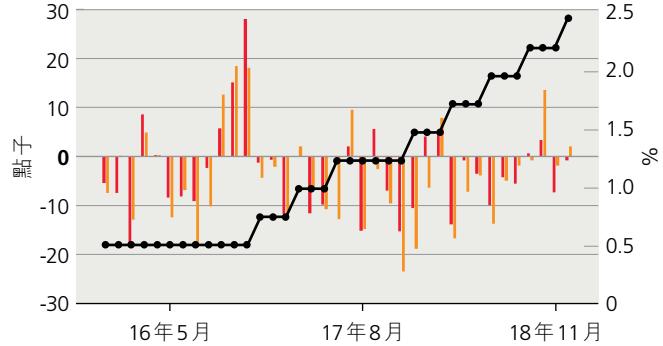


■ 2與10年期國債息差 (左) ● 聯邦利率 (右)

■ 2與30年期國債息差 (左)

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 31 日

美國聯邦利率及美國國債息差變化 (2015 年)



■ 2與10年期國債息差 (左) ● 聯邦利率 (右)

■ 2與30年期國債息差 (左)

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 31 日

宏觀策略

歐洲方面，前景並不明朗。根據上述分析，經濟明顯受俄烏戰事打擊，由能源到食品對俄羅斯的依賴相信短期內難於逆轉，就算逐步擺脫依賴，過程亦是痛苦的。另外，各歐洲國家受影響的程度相差頗大，預期考量自身利益後更難達至加息共識。

透過購買力平價指標比較歐美消費及生產力，顯示歐元生產力與美元相若，但消費力約低 10%，反映消費領域偏弱，與美國消費情緒類似。但個別非歐元國家，尤其北歐普遍出現雙位數跌幅，反映當區貨幣政策（匯率）正影響經濟，但政策又處處受制歐美央行，經濟前景並不樂觀。

G10 購買力平價指標（美元為基礎）

國家	消費值 (%)	生產值 (%)
紐元	13.07	22.91
瑞士法朗	5.17	-15.20
澳元	4.68	8.44
英鎊	-1.68	-18.17
加元	-7.66	3.72
歐元	-9.90	-0.95
丹麥克朗	-10.96	-23.21
挪威克朗	-31.25	60.96
日圓	-60.50	-52.77
瑞典克朗	-64.89	-49.99

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 31 日

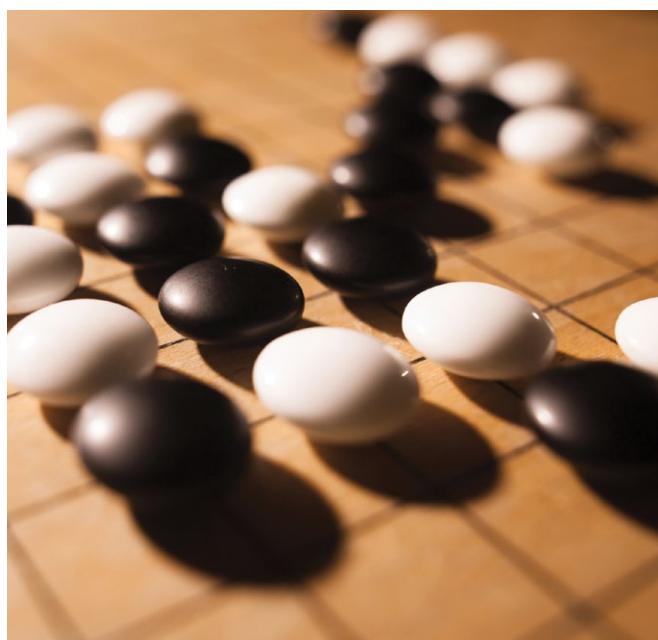
彭博綜合各項指標及因素，提供預測美國及歐洲在未來 1 年出現衰退的機率，分別是 20 及 25%，自 3 月起各自上升 5%，以反映俄烏戰事影響。但歐洲現水平與疫前相若，美國更低過疫前水平 (35%)，反映市場預測經濟風險走弱但未言衰退，遑論滯脹。

美國及歐洲出現衰退機率（未來 1 年）



資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 31 日

綜上分析，面前俄烏戰事引發國際間在經濟上窮兵黷武，背後疫情反覆勉強開放經濟成效存疑，但兩大極端風險非金融政策可控，同時出現更是前無故人。但是人心叵測，國與國之利益繆轢千絲萬縷，而開放經濟亦非完全人道考量。那麼由財金官員到市場參與者，都只能見步行步，隨機應變。



宏觀經濟

漣漪連綿

東亞銀行經濟研究部



Image source: Unsplash

宏觀經濟

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

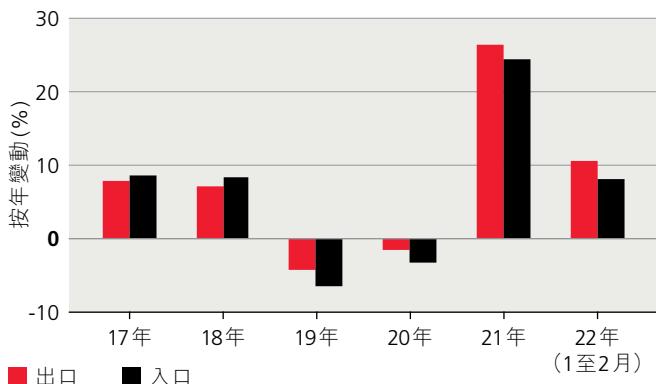
香港決定更改對海外入境人士的要求。由4月1日起，將取消對包括美國及英國在內的9個國家民航客機來港的禁令，容許香港居民返港，而入住酒店隔離的時間由14天縮短至7天。同時，政府公布了放寬防疫措施的路線圖。學校將從4月19日起恢復面授課，而公共場所將從4月21日起的3個月內，分3個階段解除大部分社交距離措施，並暫緩全民檢測計劃。儘管有所放寬，但不計其他大中華地區，香港仍然是亞洲實施最嚴格旅遊限制的城市。

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

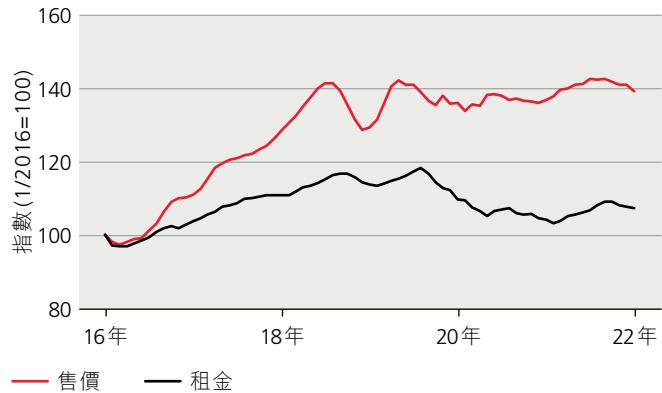


住宅樓價因疫情爆發及股市表現而受壓

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》中宣布放寬高成數按揭樓價上限，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

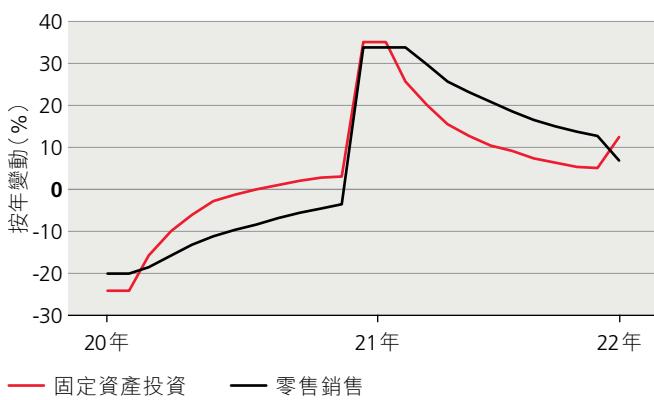
中國內地經濟展望

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

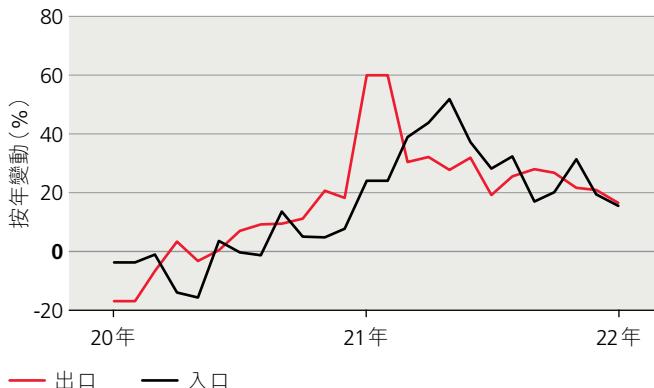


資料來源：國家統計局，數據截至2022年3月15日

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%。

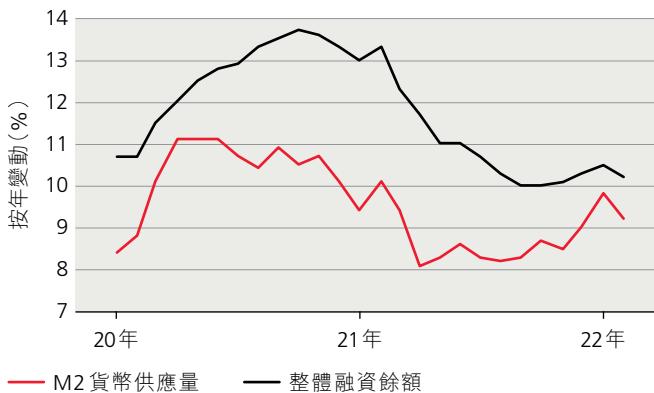
為了更長期的可持續發展，政府亦在報告中概述降低碳排放及加快綠色能源轉型計劃。一方面，促進燃煤電廠升級，加強煤炭運用更清潔、高效減少碳排放。另一方面，有序提高風力發電、光伏發電等替代能源的使用比率。另外，評估指標亦從能源消耗量角度向碳排放量的方向轉變，意味着有意避免去年10月出現的「一刀切」限電再度發生。從另一角度觀察，政府預示須通過投資更多在高效的能源基礎設施上，減少碳排放。

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。

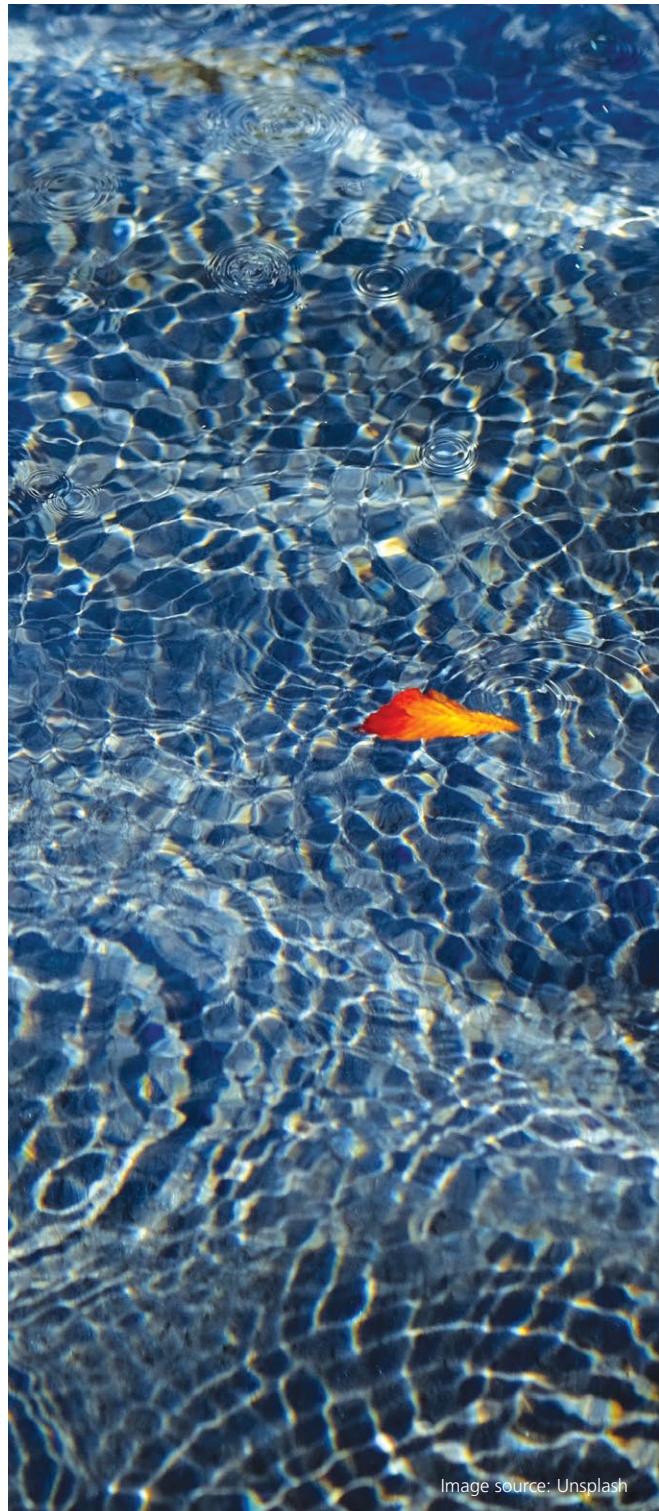
中國內地信貸增長



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。



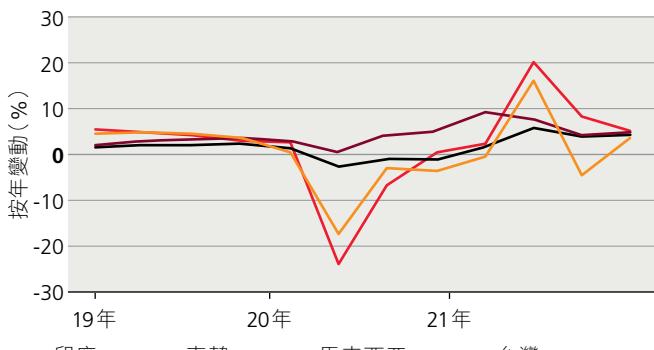
宏觀經濟

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。

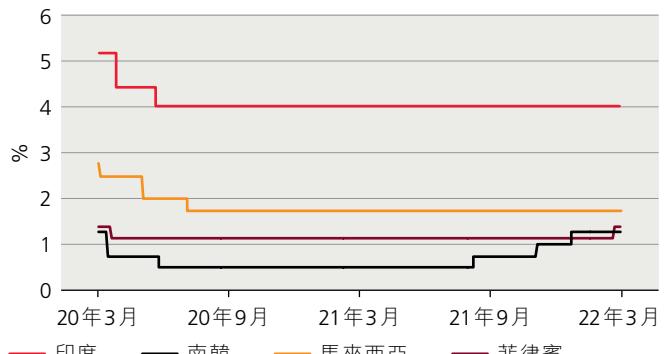
地緣政治危機升級將透過價格效應打擊能源淨進口國的消費及製造業。在部分亞洲經濟體包括泰國、越南和菲律賓中，食物及能源佔消費者價格籃子的比例顯著。能源和食物價格上漲將明顯增加居民的財務壓力，限制經濟復甦的空間。此外，能源價格上升亦加劇能源密集型製造業的生產成本，削弱廉價勞動力優勢。

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



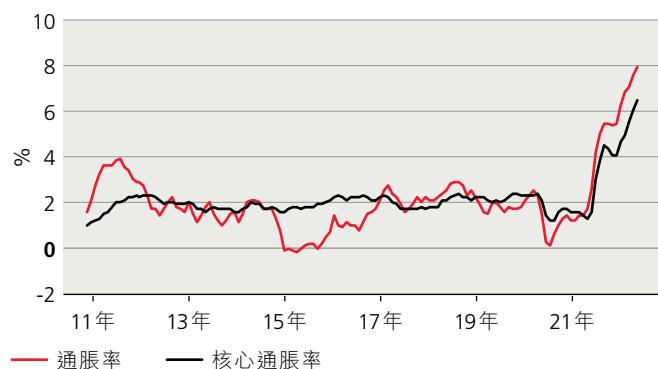
資料來源：彭博，數據截至2022年3月24日

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

隨著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



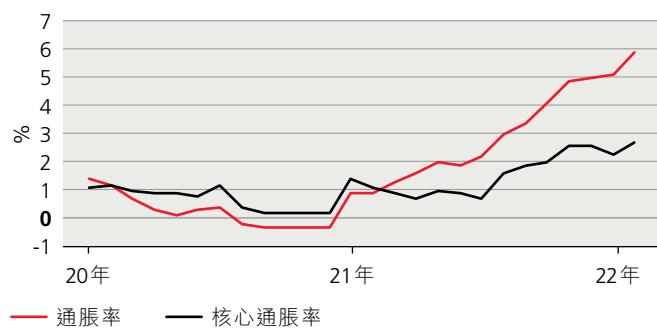
資料來源：全英房屋抵押貸款協會，數據截至2022年4月1日

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



東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

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整投資組合，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¹。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。

¹ 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。

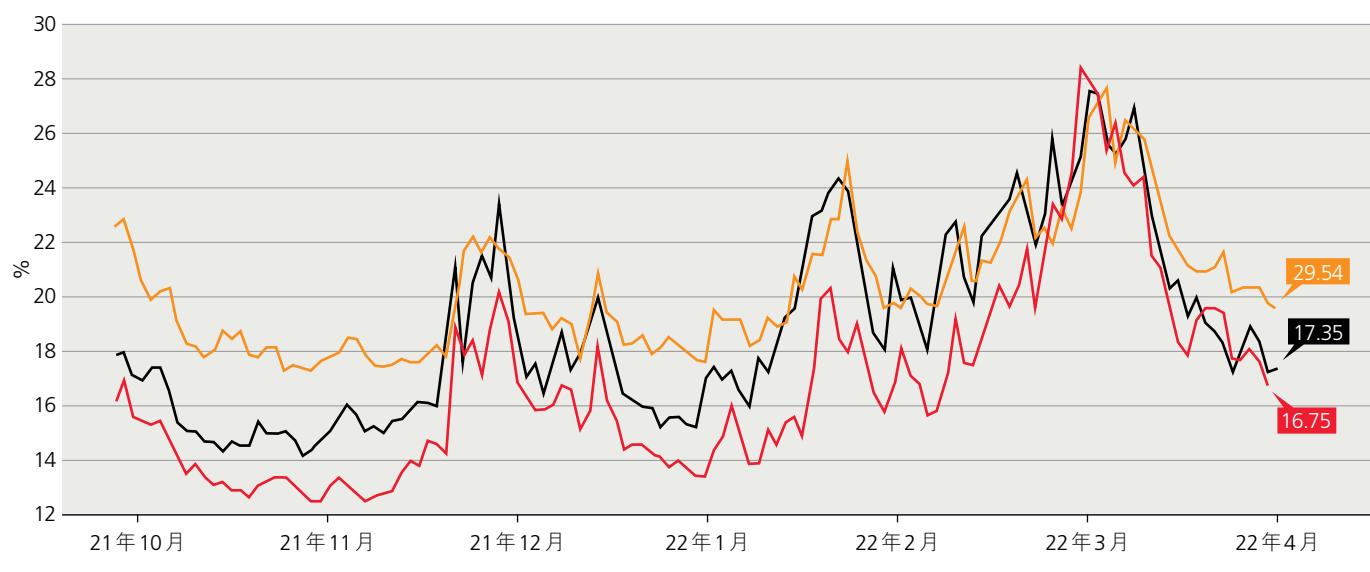
MSCI世界指數變化 (2014年上半年及2022年首季表現)



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



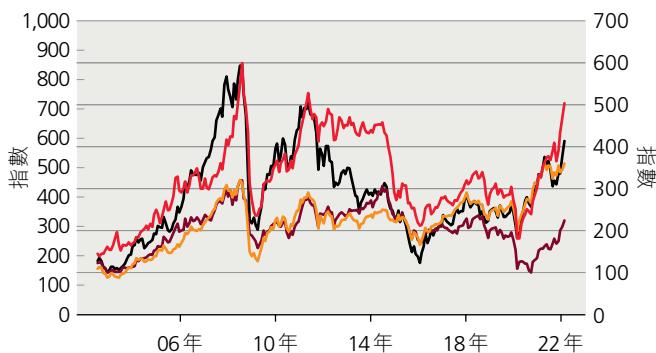
資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

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，貴金屬主要是鉑金、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，它與標準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%，但標準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、農作物及能源類存有、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²，48%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)。

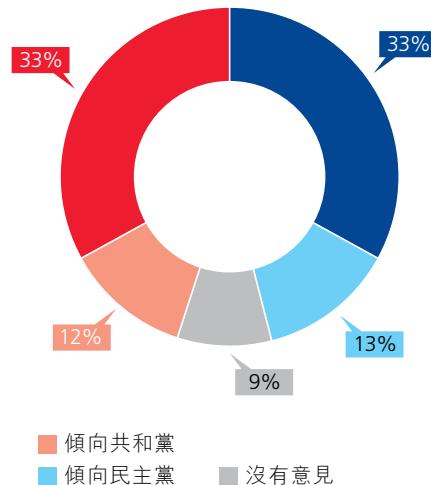
要求受訪者使用一個詞語來描述當前的美國時，最常見是「分裂」(divided)，其他包括「極化」(polarized)、「衝突」(conflicted)、「破碎」(fractured)、「混亂」(chaos)、「困惑」(mess)和「令人失望」(disappointing)。總體而言，76%受訪者使用否定詞來描述現狀，只有15%使用肯定詞。

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

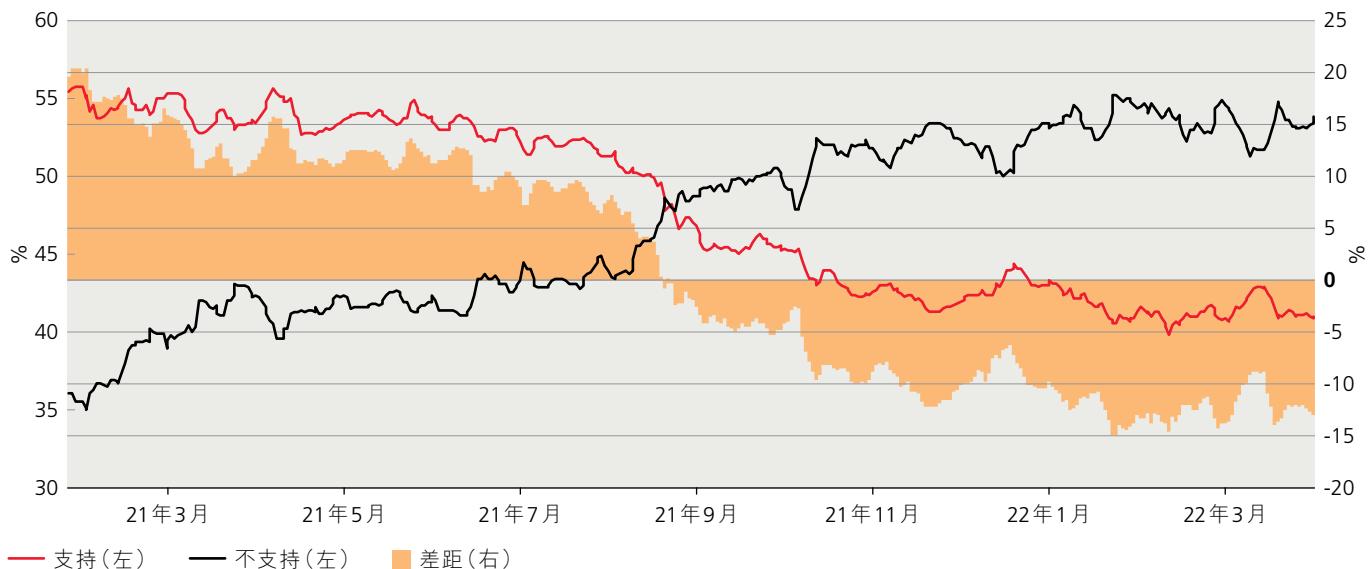
選舉工程：中國比俄羅斯更能吸引選票

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。



² 見蒙莫斯大學網站，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划算，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³，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衝擊，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

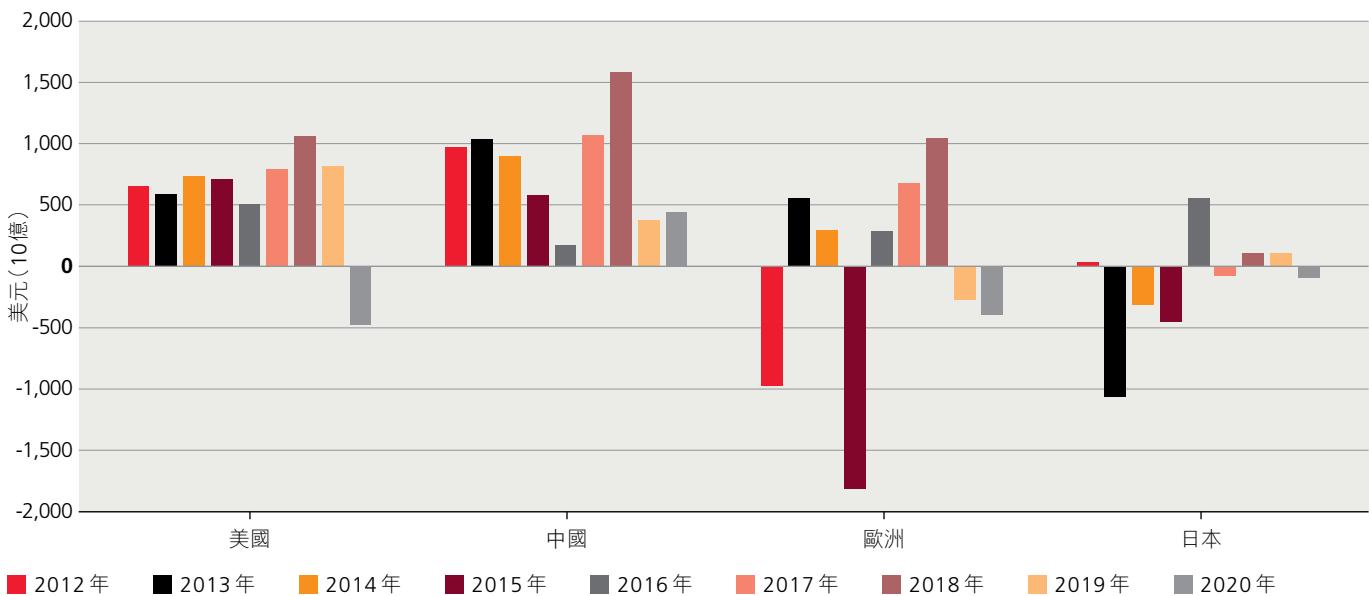
上季本刊已預期在美國中期選舉前，中美關係乍暖還寒，拳來腳往卻又不忘點到即止。雖然俄烏戰事加深其複雜性，但「鬥而不破」的核心是不會改變的。

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。

³ 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。

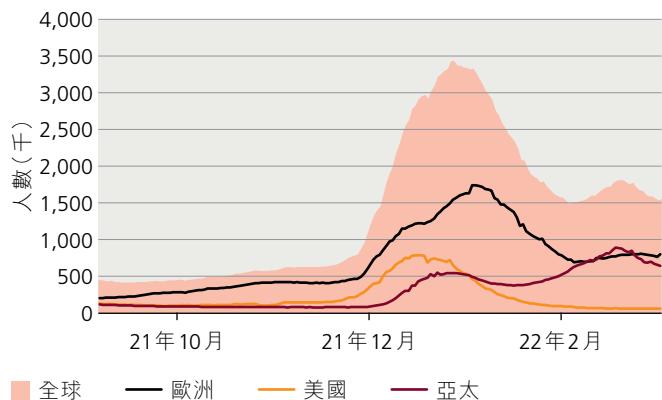
過去10次民主共和兩黨執政比例為4比6，民主黨執政時平均回報為負1.2%，比共和黨執政時負0.8%差，預視本季美股表現平穩偏弱的狀態。

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抗疫措施的路線圖。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。

簡述各國放寬抗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	分階段解除抗疫措施，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

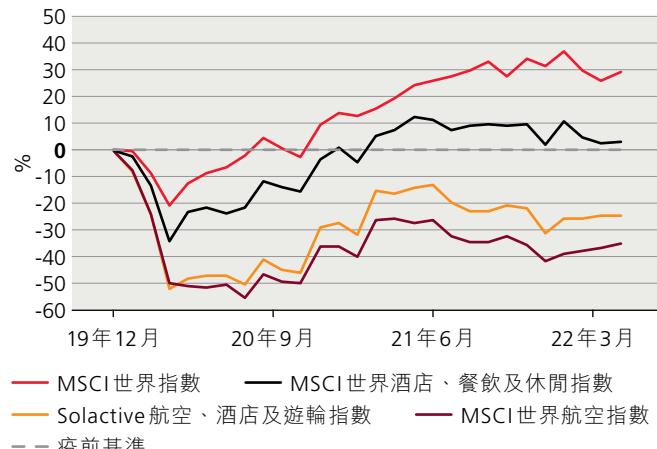
久旱逢甘霖

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，各國抗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抗疫措施，往往更是排在最後一位。加上超過兩年壓抑，抗疫疲勞已深入民心，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⁴，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⁵，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⁶，2020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⁷，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⁸。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》⁹，為遠程醫療服務提供指引。

⁴ 見ITB柏林網站，https://www.itb.com/en/press/press-releases/news_4803.html

⁵ 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>

⁶ 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>

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

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

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

遙距工作：

- OECD 發表報告指出¹⁰，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¹¹；
- 歐洲央行在 2020 年調查發現¹²，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¹³，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¹⁴，2020 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¹⁵，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¹⁶，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¹⁷，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。

¹⁰ 見 OECD 網站，https://www.oecd-ilibrary.org/sites/b12f6b85-en/1/3/4/index.html?itemId=/content/publication/b12f6b85-en&csp_=aa3e849e49119ed776a9a0104502408d&itemIGO=oecd&itemContentType=book

¹¹ 見 OECD 網站，https://www.oecd-ilibrary.org/sites/b12f6b85-en/1/3/4/index.html?itemId=/content/publication/b12f6b85-en&csp_=aa3e849e49119ed776a9a0104502408d&itemIGO=oecd&itemContentType=book

¹² 見歐央行網站，https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2021/html/ecb.ebbox202008_06~bad87fcf9b.en.html

¹³ 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>

¹⁴ 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>

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

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

¹⁷ 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	3	2	1	1
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(%)	24	22	26	62
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)		31	19	
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，機率為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次債息倒掛平均維時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(%)	5.79	-3.98	1.84	2.16	6.50	1.14	2.79
經濟衰退							
年份	不適用				2008	2020	
開始(日期)	不適用				31/12/2008	30/06/2020	
距離上次開始 倒掛(月數)	不適用				20	10	

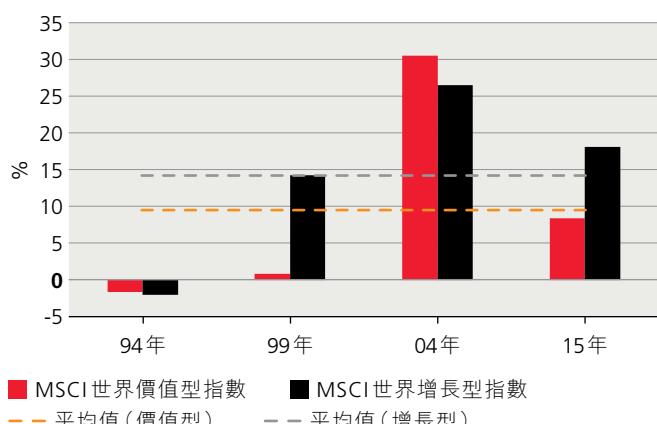
資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 31 日

加息週期中價值型比增長型表現更佳？

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

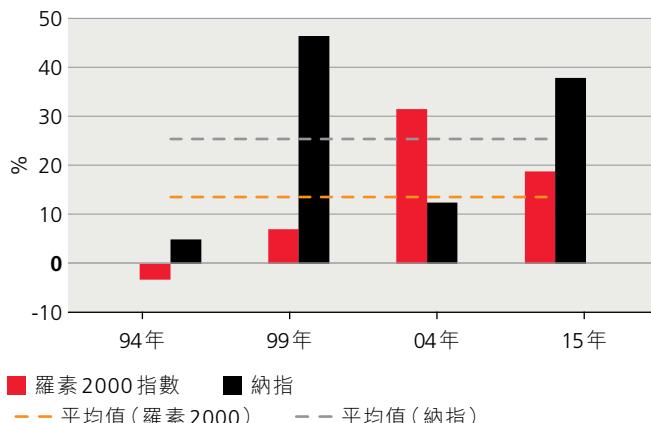
如以羅素 2000 及納指作為增長股的代表，採集同樣的數據，結果顯示平均回報率中納指 (25.4%) 比羅素 2000 (13.5%) 更佳，反映增長股中小型股不一定比大型股優勝，亦可回應加息週期中納指比標普 500 及道指表現更佳的分析（詳情可參閱上季《股票》章節）。另外，回報上納指與羅素 2000 指數表現最大差距在 1999 年出現，相信與當時科網熱潮有關，反映增長型股份較受消息及板塊趨勢影響。

加息週期中 MSCI 世界價值型及增長型指數表現



資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 31 日

加息週期中羅素 2000 指數及納指表現



資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 31 日

今天美股估值比過去加息週期更高？

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

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

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

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

過去 4 次加息週期中標普 500 指數預測市盈率及市賬率表現

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

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。

¹⁸ 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)



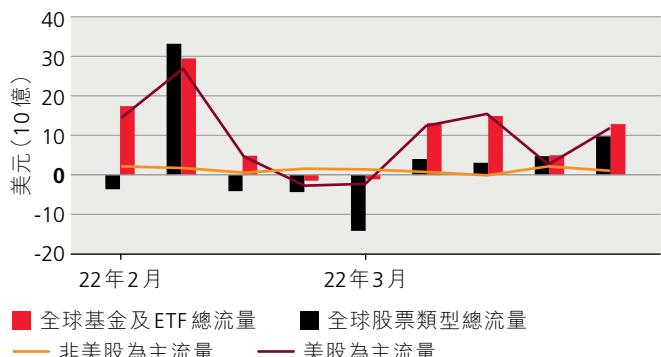
資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 31 日

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¹⁸。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

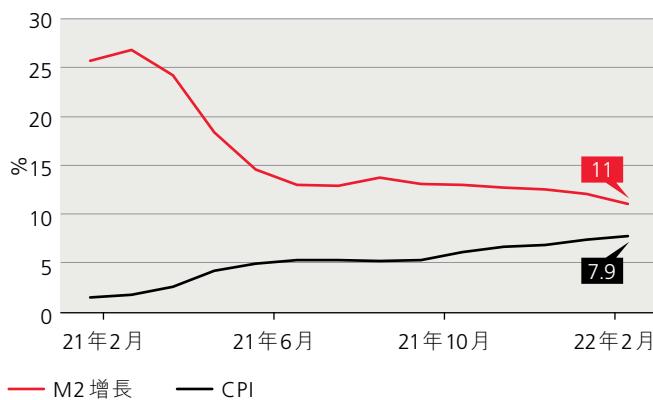
中國及亞洲股市展望

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。美國通脹壓力由去年起持續升溫，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年碳中和」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

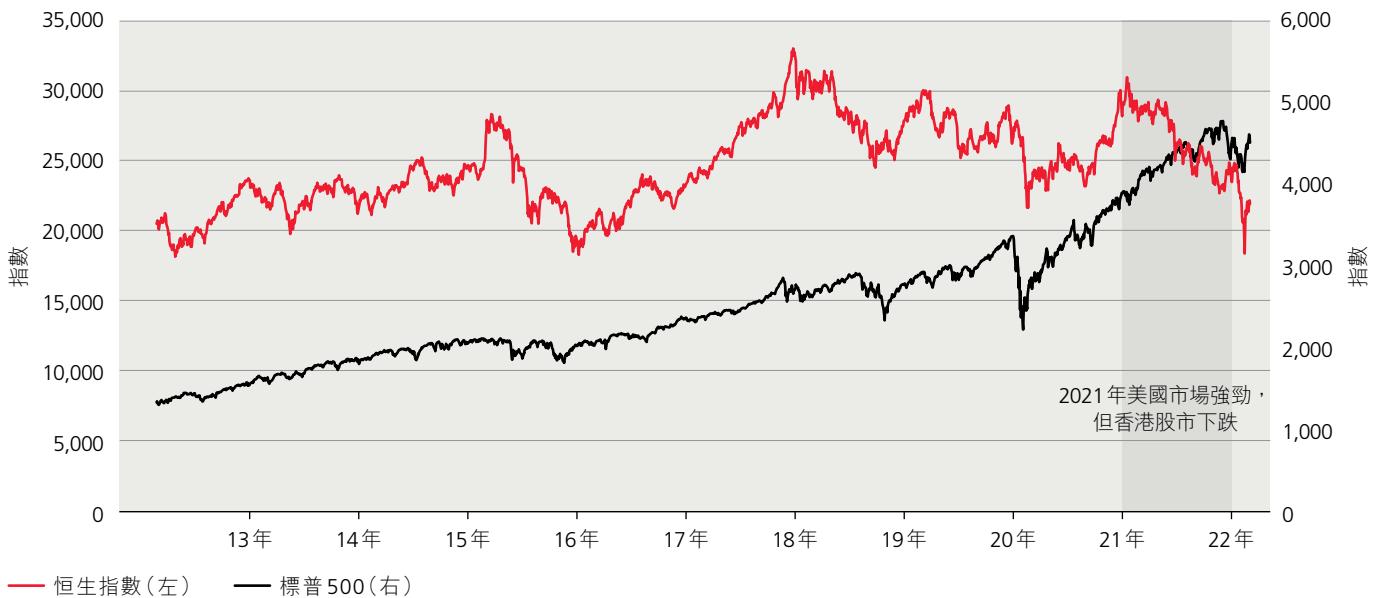
東亞聯豐相信加息初期對股市影響不大，從整體策略上來說，我們仍看好股票，對債券繼續維持較保守態度。當經濟及政策上開始明朗化時，我們開始增加部署落後市場的比重，並放眼經濟重啟後受惠的優質出口商和消費品牌，而新能源板塊(包括太陽能、電動汽車)，以至虛擬實境(VR)、擴增實境(AR)板塊仍會造好。亞洲股市的市盈率偏低，潛力備受關注。我們對亞洲市場維持正面看法，當中以澳洲股市的表現相對強韌。澳洲的GDP經歷了近30年的持續增長，只是在疫情爆發後才首度出現輕微收縮，反映本土需求強大，經濟發展穩健。加上良好企業管治，有質素的企業為數不少。我們尤其看好澳洲資源股。

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進、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。



權衡輕重

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 | 黃燕娥



外匯 美匯指數

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

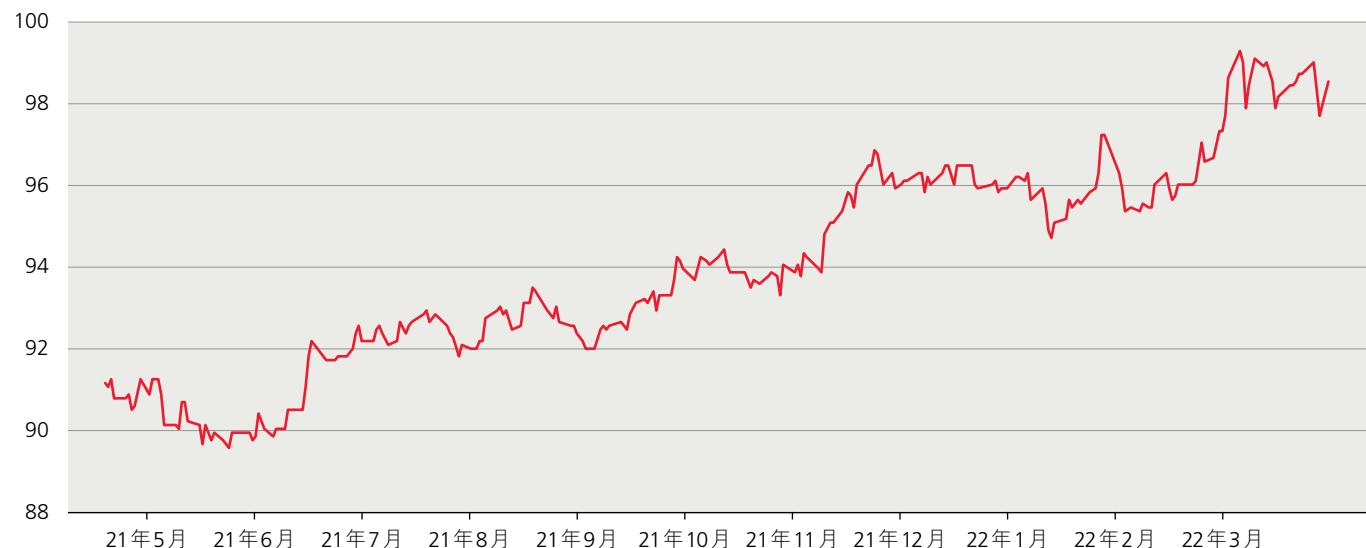
美聯儲加快加息步伐為美元添動力

美匯指數第二季預計波幅範圍

98.00 至 103.00

概述 美聯儲已於3月展開加息之路，並暗示將持續加息以壓抑正在升溫的通脹。俄烏之前的緊張局勢令能源及大宗商品價格大幅上漲，加上生產成本及當地薪資持續走高，進一步推高美國整體通脹水平。美聯儲不得不加快加息步伐，加大每次加息的幅度及逐步縮減資產負債表。而美國就業情況理想，失業率已跌至充分就業水平，這將為美聯儲加息提供充裕的經濟條件。另外，預期歐元將受累歐元區較寬鬆的貨幣政策及疲弱的經濟而走弱。預期美元走勢仍佳，短期於上升通道中區間波動。

美匯數一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年3月

美國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2021年第四季	6.9(按年)
失業率	3月	3.6
零售銷售	2月	17.6(按月)
消費物價指數 (CPI)	2月	7.9(按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年3月

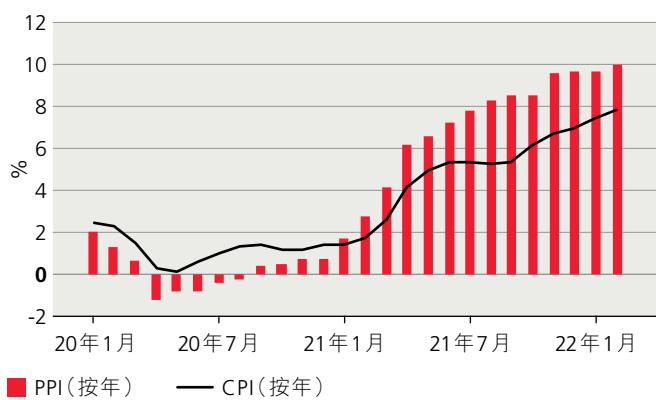
美聯儲將加快加息步伐

美聯儲在3月議息會議宣布進行自2018年以來的首次加息，主席鮑威爾更稱現當正是加息及縮減資產負債表的時候，表示有需要的話將會更激進地加息以控制持續上升的通脹，因為當前的經濟於借貸成本上升和刺激措施被撤走的環境下仍然強勁。受俄烏局勢影響，能源及食品價格大升，美聯儲暗示短期收緊貨幣政策的速度將會為自2006年以來最快，預期聯邦基金利率目標區間在2022年底達到1.75至2%。但是，市場預期有關加息步伐將會更快，利率期貨市場反映美聯儲將於5及6月的議息會議上分別加息0.5%。

美國通脹短期難見回落

壓抑通脹可算是各大央行的首要任務，尤其是俄烏局勢過後能源及食品價格上升，令整體通脹環境惡化。美國總統拜登宣布將釋放大量原油儲備以平抑油價，但預期美國通脹短期仍位於較高水平，為經濟帶來壓力。同時，美國當地薪資持續上漲，人均收入改善亦成為通脹壓力的來源。美聯儲最關注的通脹指標 — 核心個人消費支出 (PCE) 物價指數於 2 月按年上漲 5.4%，創下 1983 年 4 月以來最大漲幅，預期美國通脅短期內將維持於較高水平。

美國生產物價指數 (PPI) 與 CPI



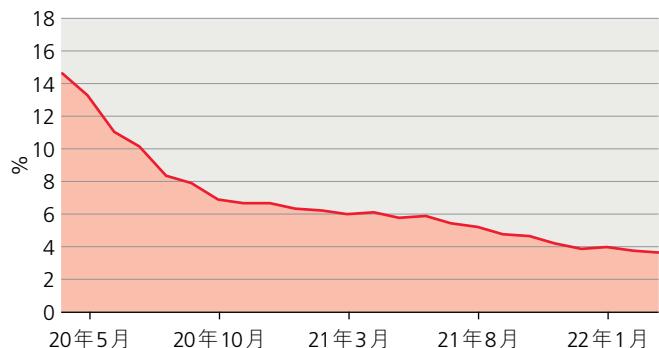
資料來源：路透社，數據截至 2022 年 3 月



就業情況理想為加息提供條件

美國就業情況理想，3 月份失業率進一步跌至 3.6%，已接近充分就業水平，而平均時薪亦穩步上漲。雖然當地薪資持續上升，或進一步推升目前已超出美聯儲目標水平的通脹；但就業數據表現持續強勁將提供很好的條件讓美聯儲可以進一步收緊貨幣政策，達至壓低通脹的目的。

美國失業率



資料來源：路透社，數據截至 2022 年 3 月

疲弱歐元將助美元走勢

俄烏戰事加大通脹壓力，對歐元區的經濟造成打擊。面對通脹高企的問題，歐洲央行因受歐元區經濟疲弱的限制，短期內較難開始加息及追趕美聯儲加息的步伐。歐洲央行與美聯儲貨幣政策的分歧將令歐元逐步走弱，成為美元持續上升的動能。

外匯 歐元兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

歐洲央行貨幣政策將落後於美聯儲，息差擴闊影響歐元

歐元兌美元第二季預計波幅範圍

1.0600 至 1.1100

概述 正值新冠疫情對歐元區的經濟影響減弱、勞動力市場狀況改善、供應鏈瓶頸有望緩解之際，俄烏戰事令歐元區承受高通脹壓力，再次打擊該區經濟。面對通脹持續上升，多國央行都開始或計劃以加息應對。但是，歐洲央行因受歐元區經濟疲弱限制，加息之路更漫長，因過早加息將拖慢經濟復甦。美聯儲於今年3月開始加息，但預料歐洲央行短期較難跟隨。兩國央行的加息步伐不一致，令息差擴闊，歐元走勢更弱。

歐元兌美元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年3月

歐元區主要經濟數據表現	時段	數值(%)
國內生產總值(GDP)	2021年第4季	4.6(按年)
失業率	2月	6.8
零售銷售	2月	5.0(按年)
調和消費物價指數(HICP)	3月	7.5(按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年3月

歐元區經濟前景仍淡

歐元區經濟年初於疫情後復甦，但受累俄烏戰事打擊區內經濟。歐元區3月的Sentix投資者信心指數降至負7，反映該區的經濟前景受到嚴重打擊，而東歐地區遭受的打擊尤其深。歐元區通脹激增，隨著投入成本上升，企業將部分負擔轉嫁給消費者，料影響經濟表現。這或成為限制央行加息的一大因素。

歐元區 Sentix 投資者信心指數

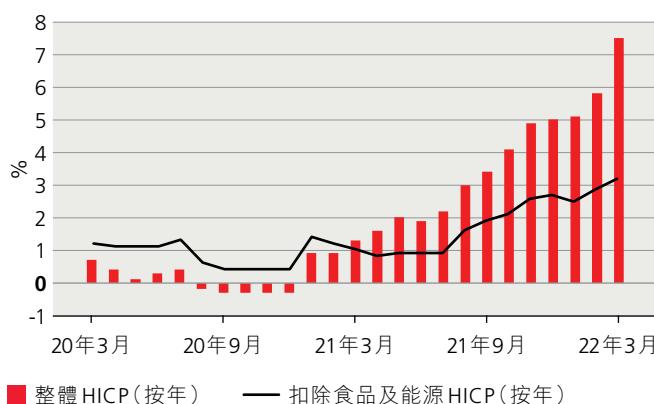


資料來源：路透社，數據截至 2022 年 3 月

俄烏局勢令歐元區整體通脹急升

歐元區長期依賴俄羅斯進口能源及天然氣，俄烏戰事將帶來能源、食品等物資供應短缺及物價飈升的兩大問題。再者，待俄烏緊張局勢過後，國際社會對俄羅斯的嚴厲制裁亦將引發金屬、石油和天然氣等大宗商品價格繼續飈升，導致歐元區通脹進一步升溫，打擊經濟。

歐元區通脹情況



資料來源：路透社，數據截至 2022 年 3 月

能源及食品價格飆升料打擊經濟

俄烏緊張局勢，令環球通脹壓力大增，而歐元區面對的高通脹尤其嚴重。因歐元區分別有 2 成的石油及 4 成的天然氣是由俄羅斯進口，而大部份的食品則依賴烏克蘭供應。能源和天然氣價格飆升，可能會影響疫後重現的工業和民間消費，也可能令歐洲央行放慢政策正常化的進度。受能源和食品價格大幅上漲影響，歐元區 3 月的通脹率按年升至 7.5%，創歷史新高。當中該區能源價格按月漲幅更達 44.7%。預期問題將持續一段時間，進一步打擊該區疲弱的經濟。

歐洲央行加息之路更漫長

通脹壓力升溫，歐洲央行承認通脹風險正在上升，但同時維持中性偏鴿的貨幣政策立場。歐洲央行總裁拉加德稱加息不會解決問題，反而會傷害經濟，所以只會於條件允許的情況下逐步撤回目前的負利率政策。她亦重申歐洲央行的加息步伐不會跟美聯儲一致。因此，預期歐洲央行短期利率政策較難追趕美聯儲步伐，影響歐元匯價整體走勢。



外匯 英鎊兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

居高不下的通脹料影響英國經濟增長

英鎊兌美元第二季預計波幅範圍

1.2800 至 1.3300

概述 英國整體經濟條件不俗，去年全年增長達 7.5%，但卻面臨零售銷售疲弱及通脹高企的問題。英國通脹觸及 30 年新高 6.2%，俄烏戰事亦令整體物價上漲，尤其是食品、燃料和能源價格，預期當地通脹將進一步升溫。英國政府及英倫銀行將準備採取應對措施以壓低通脹。英倫銀行已開始加息，但俄烏戰事對歐元區的經濟衝擊同時令英國經濟受累，或影響英倫銀行原先計劃好的加息步伐。預期英鎊走勢較中性，並於 1.2900 至 1.3400 區間波動。

英鎊兌美元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至 2022 年 3 月

英國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2021 年第四季	6.6 (按年)
失業率	1 月	3.9
零售銷售	2 月	7.0 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2 月	6.2 (按年)

資料來源：路透社，數據截至 2022 年 3 月

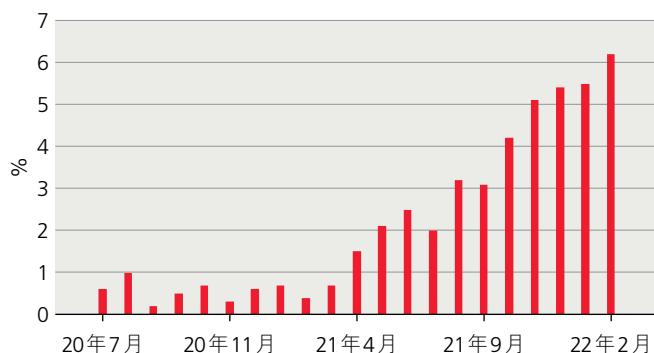
戰事對歐元區的衝擊拖累英國經濟

俄烏緊張局勢過後，美國、歐盟、加拿大和英國等宣布制裁俄羅斯，這些制裁行動將打擊歐元區的經濟，而英國於脫歐後與歐洲國家的貿易關係仍緊密，因此俄烏戰事為歐元區帶來的衝擊，將拖慢英國經濟增長步伐。

物價持續上漲可能阻礙英國復甦

隨著食品、燃料和能源成本急升，英國2月的按年通脹率進一步升至6.2%，並創下30年來新高，令當地消費者的生活水平壓力上升。家用能源和汽油價格上漲是推高通脹的最大原因，家庭能源開支按年更急升約25%，而食品價格亦普遍上漲。預期能源和其他大宗商品價格短期仍會處於較高水平，料英國未來幾個月的通脹率可能進一步上升。英國央行亦預期當地通脹率短期仍會持續上漲，第二季度通脹率可能達至8%以上，即是英國央行目標通脹率的4倍有多。連月來居高不下的通脹，將令英國作為能源淨進口國的經濟增長放緩，同時令英倫銀行往後的加息行動變得謹慎。

英國 CPI (按年)



資料來源：路透社，數據截至2022年3月

預期央行將繼續加息以應付通脹高企

英倫銀行自去年12月以來，已連續3次加息，將利率升至疫情前的0.75%水平，以阻止通脹快速上升。這是該行於1997年後首次連續3次加息。在家庭面臨能源費用大漲的情況下，央行軟化未來加息的立場，降低市場對該行於年底前大幅加息的預期。但是，通脹短期將於較高水平徘徊，英倫銀行反而須要持續加息以應對通脹高企的問題。



英國零售銷售表現仍面臨挑戰

英國經濟於2021的表現其實不錯，全年增長達7.5%，但當地零售銷售卻令人失望。英國2月份的零售銷售增長意外放緩，按月減少0.3%，反映當地的疫情雖然緩和，但市場需求的復原能力則表現較弱。隨著英國通脹急漲、英倫銀行逐步加息及烏克蘭戰事等擔憂的影響，零售商的營運成本上升，同時亦進一步侵蝕市民的消費力，令當地的零售銷售表現需較長時間復原。

英國零售銷售表現 (按月)



資料來源：路透社，數據截至2022年3月

外匯 美元兌日圓

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

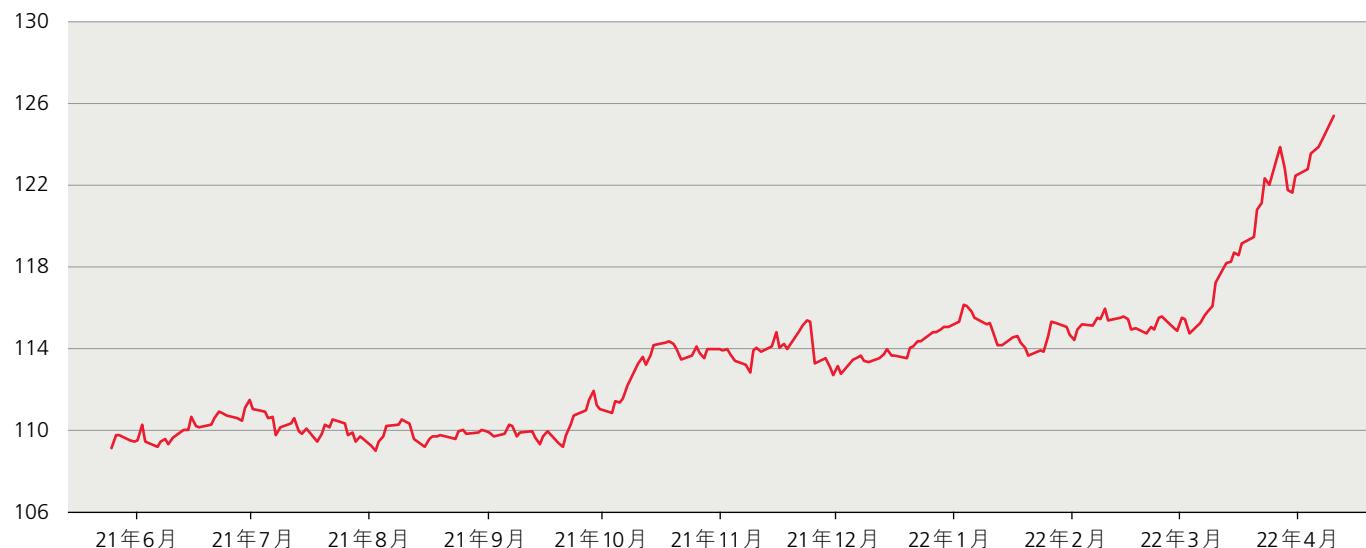
日央行短期寬鬆政策不變，美日息差料繼續擴闊

美元兌日圓第二季預計波幅範圍

125.00 至 131.00

概述 美聯儲已啟動加息，而日本央行實行的寬鬆貨幣政策與其他央行的緊縮立場形成強大對比。美元跟日圓的利率差異造成美日息差擴大，亦成為日圓近期明顯受壓的主要原因。另外，能源價格因俄烏緊張局勢及疫情改善而走高，導致進口成本上升，推高日本的通脹壓力。面對通脹持續升溫，日本央行行長黑田東彥重申將不會收緊政策來應對被成本推高的通脹，且將維持大規模的刺激措施不變，堅決不會追隨美聯儲及其他央行的加息腳步，其鴿派立場鮮明。預期日本央行受限於當地較弱的經濟表現而短期未能實行緊縮貨幣政策，美日息差料繼續擴大，令日圓整體走勢仍然疲弱。

美元兌日圓一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至 2022 年 3 月

日本主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2021 年第四季	4.6 (按年)
失業率	2 月	2.7
零售銷售	2 月	-0.8 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2 月	0.9 (按年)

資料來源：路透社，數據截至 2022 年 3 月

央行維持超寬鬆貨幣政策的決心不變

儘管美聯儲及多間央行已開始加息，但日本央行於貨幣政策上堅定的鴿派立場，恐怕較難趕上其他央行收緊政策的腳步。日本央行行長黑田東彥多次表示，央行還沒有就退出寬鬆的政策進行討論，且於明年 4 月任期完結前也不會。面對近期的通脹壓力，他更重申不會收緊政策來應對成本推動的通脹，因央行真正尋求實現的是溫和且伴隨工資和企業利潤增長的通脹。料日本央行短期對保持寬鬆貨幣政策的决心，將繼續維持短期利率目標於負 0.1% 不變，而 10 年期國債收益率將維持於 0%，日美息差最終為日圓匯價造成壓力。

日圓作為傳統避險貨幣的優勢正減弱

當市場較早前於俄烏危機的籠罩下，避險情緒升溫，令日圓、美元和瑞士法郎等傳統避險貨幣需求增加。日圓因此受到追捧而反彈，但因日圓缺乏利率優勢，最終大部份避險資金走向美元及美元資產。加上息差問題，令日圓兌美元重回跌勢。因此，若市場再出現避險事件，投資者將考慮以擁有較高利率的美元作為避險資產的首選，減弱日圓作為傳統避險貨幣的優勢。

央行的目標是穩定通脹率，而不是匯率

大宗商品價格上漲，令通脹短期繼續升溫。因日本對能源進口的嚴重依賴，油價上升亦推動日本的通脹水平。另外，日圓疲軟雖能提振出口，但同時令燃料和食品等進口成本上升，進一步推升通脹。但是，日本財務大臣鈴木俊一指日本央行貨幣政策的目標是穩定通脹率，而不是匯率。因此，預期央行短期將維持較寬鬆的貨幣政策。

日本 CPI (按年)

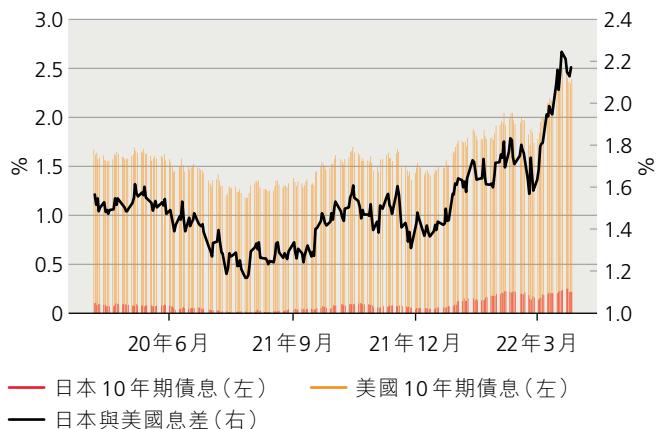


資料來源：路透社，數據截至 2022 年 3 月

兩國貨幣政策背馳將令美日息差擴大

環球通脹進一步升溫，各國長債息均表現上升，各大央行亦紛紛加息或準備加息。美聯儲已於今年三月開始加息，市場亦預期該行將加快其加息步伐以打擊持續上升的物價水平。相反，日本經濟受疫情打擊後仍然疲弱，央行行長黑田東彥亦表示不會追隨美國及其他央行加息，料日本央行短期將維持目前較寬鬆的貨幣政策。於貨幣政策的強烈對比下，兩國的息差料進一步擴大，令日圓匯價持續受壓。

日本與美國息差走勢



資料來源：路透社，數據截至 2022 年 3 月



外匯 澳元兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

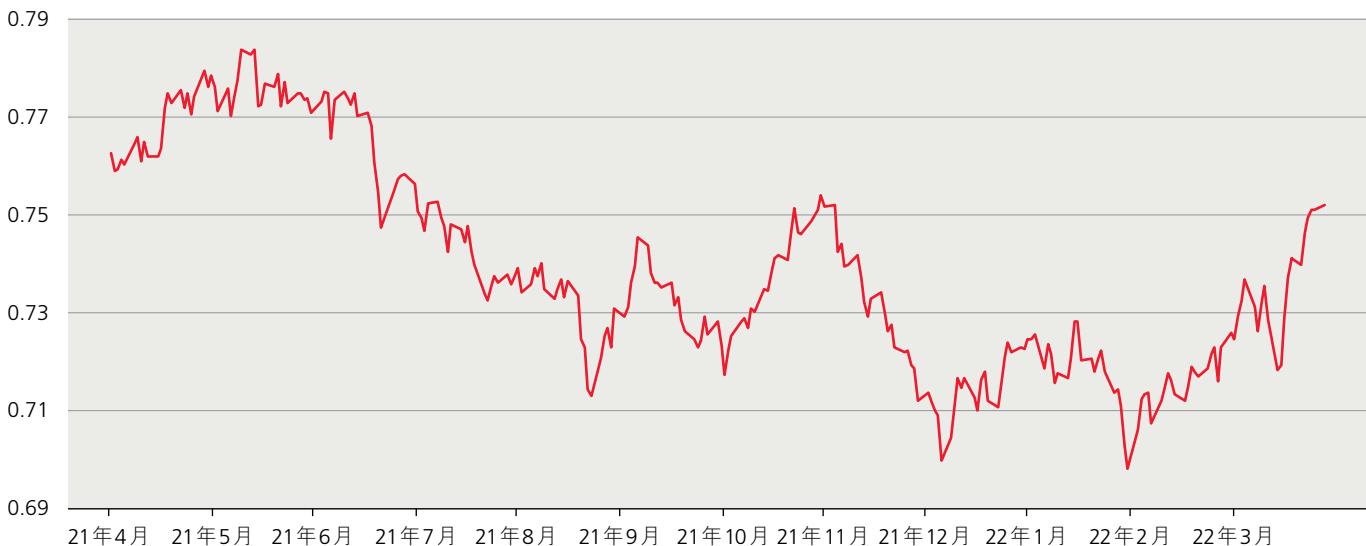
澳洲出口商品價格提升將助澳元表現

澳元兌美元第二季預計波幅範圍

0.7200 至 0.7700

概述 相對美聯儲及其他已開始收緊貨幣政策的央行，澳洲央行暗示不急於加息，可見其取態明顯謹慎。雖然如此，澳洲經濟表現佳，尤其是當地就業情況理想，失業率進一步跌至疫情前水平；因此市場預期澳洲央行不久後便有充裕條件加息。另一方面，俄羅斯與烏克蘭的戰事令澳洲主要出口商品的價格急升，且預期短期通脹仍處於高位，有利澳洲出口及經濟，持續為澳元帶來上升動力。

澳元兌美元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至 2022 年 3 月

澳洲主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2021年第四季	4.2(按年)
失業率	2 月	4.0
零售銷售	1 月	1.8(按月)
消費物價指數 (CPI)	2021年第四季	3.5(按年)

資料來源：路透社，數據截至 2022 年 3 月

澳洲主要出口商品價格獲戰事提振

俄羅斯與烏克蘭的戰事加大地緣政治的不確定性，提振大宗商品及食品價格。澳洲的主要出口為鐵、煤炭等礦物，同時亦大量出口羊毛、穀物等農產品。俄烏戰事加上國際社會對俄羅斯的嚴厲制裁，引發石油、天然氣等大宗商品價格飈升，提振澳洲豐富資源出口價格。市場對通脹的預期明顯升溫，料有關商品價格短期居高難下，將帶動澳洲經濟及澳元表現。

鐵礦石價格反彈助澳元表現

澳洲為全球最大的鐵礦石出口國，有關出口佔全球產量約三分之一，因此鐵礦石價格的短期表現將影響澳元走勢。地緣政治的不確定性令能源價格上升，澳洲作為能源，尤其是液化天然氣及煤炭淨出口國，當地經濟將受惠於大宗商品價格上升。另一方面，中國6成以上的鐵礦石是從澳洲進口，因此中國的經濟表現將有助提升鐵礦石的需求及相關價格。而中國政府的刺激措施將助中國經濟穩步上揚，支撐鐵礦石價格的整體走勢，成為澳元穩步走高的動力。

大連鐵礦石期貨價格



資料來源：路透社，數據截至 2022 年 3 月



澳洲央行仍持偏鴿貨幣政策立場

於美聯儲及多間央行已開始加息之際，澳洲央行於 3 月份的議息會議中維持利率不變，將指標利率維持在歷史最低水平 0.1%，在加息問題上仍保持耐心，等待工資增長回升。儘管認同俄烏戰事導致大宗商品價格飈升將增加通脹壓力，澳洲央行總裁洛威預期澳洲第四季基本通脹率 2.6%，仍符合央行 2 至 3% 的目標範圍內。雖然澳洲央行仍維持較鴿派的貨幣政策立場，不少市場投資者仍認為澳洲央行最早有機會於本年 6 月加息。

就業理想將作為央行稍後加息的理據

澳洲經濟表現不俗，第四季經濟增長為 4.2%，而就業情況也同樣見明顯改善。澳洲 2 月就業人口大增 77,400 人，全職工作崗位也攀升 121,900，遠勝市場預期。失業率從 4.2% 降至 4.0%。雖然澳洲央行仍維持鴿派的貨幣政策立場，但澳洲近期的經濟表現佳，料將作為澳洲央行於今年較後時間加息的考慮。

澳洲失業率



資料來源：路透社，數據截至 2022 年 3 月

外匯 紐元兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

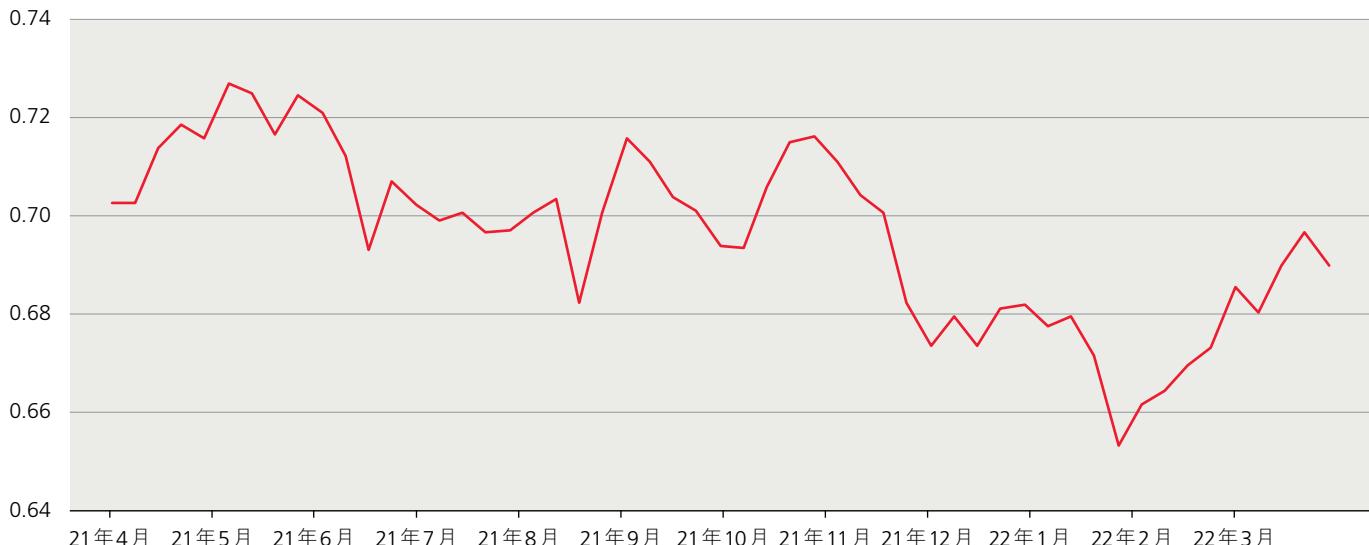
樓價雖見回落，但商品價格上漲仍為央行提供加息理據

紐元兌美元第二季預計波幅範圍

0.6700 至 0.7200

概述 紐西蘭央行於去年10月開始加息，當地利率已回升至疫情前的水平。而央行總裁奧爾於2月亦發出更積極加息信號，稱一年內利率將高於2%水準。當地樓價於央行加息後雖見回落，但仍處於較高水平，加上俄烏事件令整體通脹上升，預期央行須持續收緊貨幣政策，遏制通脹進一步上升。另外，國際奶價表現穩定且升至近9年高位，帶動紐西蘭經濟表現，為央行提供理想的加息環境，有關預期將帶動紐元進一步上升。

紐元兌美元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年3月

紐西蘭主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2021年第四季	3.1(按年)
失業率	2021年第四季	3.2
零售銷售	2021年第四季	8.6(按季)
消費物價指數 (CPI)	2021年第四季	5.9(按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年3月

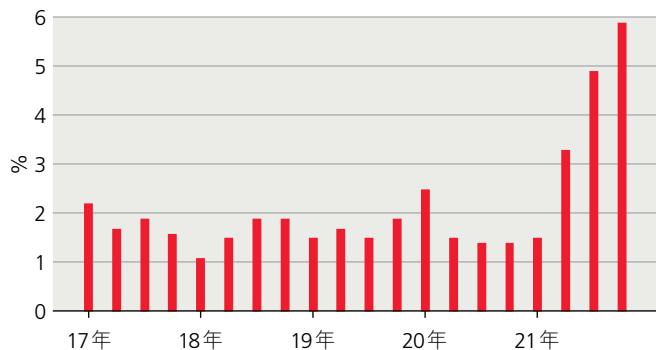
紐西蘭央行加息意向堅定

紐西蘭央行是十國集團中首個加息的國家，於去年10月開始已加息3次，將官方隔夜拆款利率(OCR)從0.25%低點升至目前1%水準。紐西蘭央行將利率回升至疫情前水平，目的主要是遏制居高不下的通脹及為火熱的樓市降溫。除了加息外，央行更表示可能採取更積極的緊縮貨幣政策，到期債券的收益將不會進行再投資，並計劃以每年50億美元的速度減少債券持有量。而央行總裁奧爾更稱一年內利率將高於2%。由此可見，央行堅定地應對不斷上升的通脹風險，掉期市場顯示很大機會於第二季加息，有利紐元走勢。

樓價見回落但仍於較高水平

雖然紐西蘭央行已於去年10月開始加息，但未為火熱的樓市降溫。紐西蘭房地產協會(REINZ)公布當地2月份的全國樓價增長有放緩跡象，但按年增長仍達13.5%水平，可見高樓價仍是央行面對的問題。

紐西蘭 CPI(按年)



資料來源：路透社，數據截至2022年3月

俄烏局勢導致更高的通脹水平

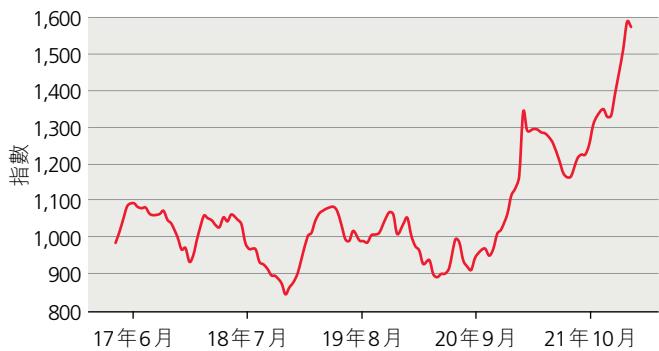
俄羅斯入侵烏克蘭的軍事行動，令幾乎所有商品價格，尤其是能源及大宗商品均大幅上漲，預期短期還有上漲空間。紐西蘭是非常依賴出口驅動經濟的國家，出口佔GDP約3成；當主中主要出口的產品為乳製品、肉製品、木製品及羊毛等。有關出口產品的價格受俄烏緊張局勢而上升，雖然升幅未及能源及大宗商品，但足以進一步提振紐西蘭經濟。當然，這同時也加劇整體物價上升的壓力，於通貨膨脹的前景下，央行或加快未來加息的步伐。



奶製品出口價格表現穩定

紐西蘭最大的出口為乳製品，其價格一直都處於穩定水平，受新冠病毒打擊時下跌的幅度亦比其他商品為低。乳製品價格持續上漲成為推動紐西蘭經濟的重要動力。受惠疫苗廣泛接種，預期環球經濟將逐步復甦，同時也帶動商品需求，令紐西蘭的經濟增長加快，有助紐元匯價表現。

全球乳品貿易(GDT)價格指數



資料來源：路透社，數據截至2022年3月

*GDT 價格指數通過使用在一次交易活動中由所有銷售商在所有合同期內實現的全部乳製品總銷量計算得出

外匯 美元兌加元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

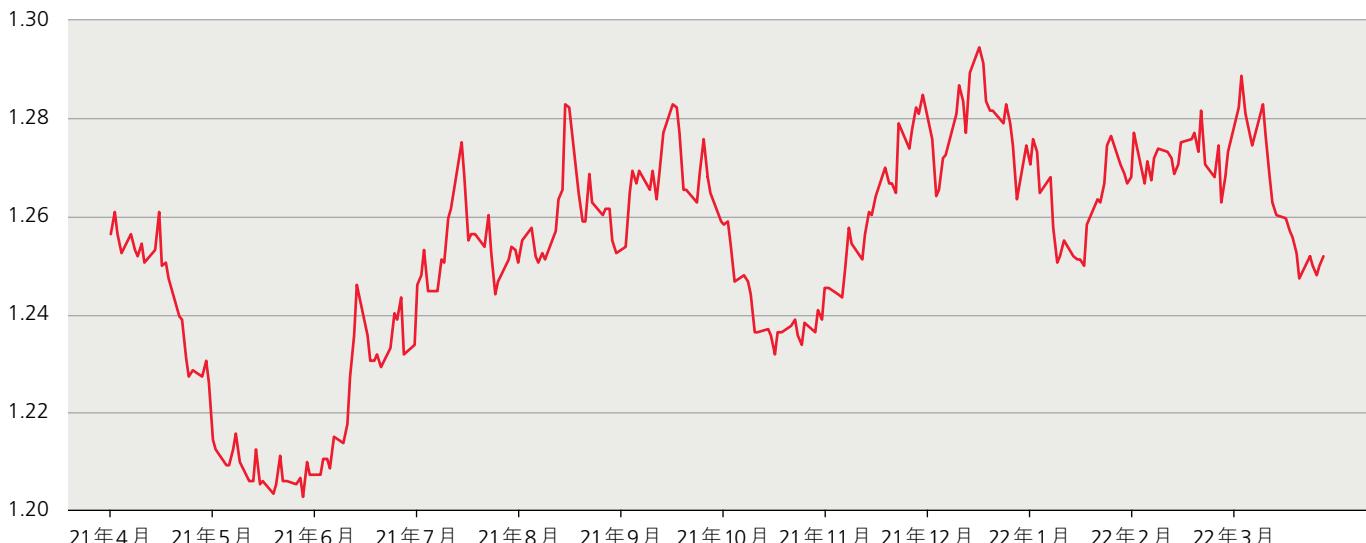
央行加息節奏能否與美聯儲同步將影響加元走勢

美元兌加元第二季預計波幅範圍

1.2400 至 1.2900

概述 加拿大央行已於3月啟動加息，並將繼續其債券購買計劃的再投資階段。央行鷹派論調支持市場對4月再度加息的押注，利率期貨反映央行將於4月議息會議加息0.25%的機會很高。市場關心若美聯儲因解決高通脹問題而加快加息，加拿大央行於經濟條件上能否跟隨。因此，預期央行短期加息的節奏及美元走勢將成為影響加元走勢的主要因素。另外，俄烏戰事推高油價，預計短期油價將持續於較高水平，有利加元整體走勢。同時美加兩國經濟關係十分密切，若美國經濟表現理想，將進一步推動加拿大經濟表現。

美元兌加元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年3月

加拿大主要經濟數據表現	時段	數值(%)
國內生產總值(GDP)	2021年第四季	6.7(按季)
失業率	2月	5.5
零售銷售	10月	3.2(按月)
消費物價指數(CPI)	2月	5.7(按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年3月

加元匯價及油價走勢未必經常一致

俄烏戰事於2月發生，目前已進入另一階段，市場焦點已轉移至歐美國家對俄羅斯的制裁及戰事所引發的通貨膨脹對經濟的影響。俄烏之前的緊張局勢令市場擔心影響能源及各商品的供應，從而引發金屬、石油和天然氣等大宗商品價格急升，紐約期油曾經升至每桶130美元。及後局勢有所緩和，油價重回戰事前每桶約93美元的水平。油價波動往往會影響加元走勢，但當油價升至每桶90美元上方時，加元並未有受惠而走高。事實上，加元匯價普遍於油價突然大幅波動時才會同步，所以預期紐約期油價若在每桶95至115美元範圍時，對加元影響有限。因此，除油價外，加元匯價的短期走勢則視乎加拿大的經濟狀況及加拿大央行的貨幣政策能否與美聯儲同步。

紐約原油期貨價格及美元兌加元的關係



—— 紐約原油期貨價格 (左) —— 美元兌加元 (右)

資料來源：路透社，數據截至 2022 年 3 月

加拿大央行加息步伐料與美聯儲同步

加拿大央行於 3 月議息會議中，將利率從創紀錄的低點 0.25% 上調至 0.5%，為 2018 年 10 月以來首次加息。央行認為居高不下的通脹正為加拿大經濟帶來風險，行長總裁麥克勒姆表示今年仍有很大的加息空間，且不排除有必要時加息 50 個基點。該行表示雖然地緣政治的不確定性急升，但仍有需要上調利率。利率期貨反映央行於 4 月份的議息會議加息 0.25% 的機會很高。如果美聯儲最後計劃加快加息步伐，預期加拿大央行將隨之加快，步速若能與美聯儲同步，將有助加元匯價表現。

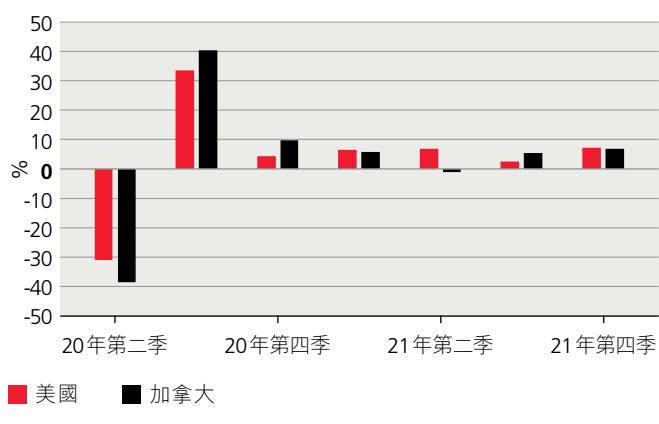
通脹水平已持續超過央行目標

加拿大 2 月份的通貨膨脹率為 5.7%，超過市場預期的 5.5%，同時亦標誌著當地的通脹率已連續第 11 個月高於加拿大央行制定的 1 至 3% 目標範圍。當中汽油、雜貨價格及住房成本均明顯上漲，而房價在 2 月亦創下歷史新高水平。預期能源、商品及食品價格短期升幅將因俄烏戰事加快，短期整體通脹仍高企，成為推動加拿大央行持續加息的推動力。

美加兩國經濟關係密切

美國與加拿大的貿易關係緊密，且美國是加拿大最大的貿易夥伴。因此，美國經濟復甦速度與加國的經濟表現息息相關。美國選擇與病毒共存，重新開放經濟，當地去年第四季的 GDP 為 6.9%。若美國經濟能穩步回升，有利加拿大經濟於加息周期下的整體表現。

美國及加拿大 GDP 表現 (按季)



資料來源：路透社，數據截至 2022 年 3 月



外匯 美元兌離岸人民幣

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

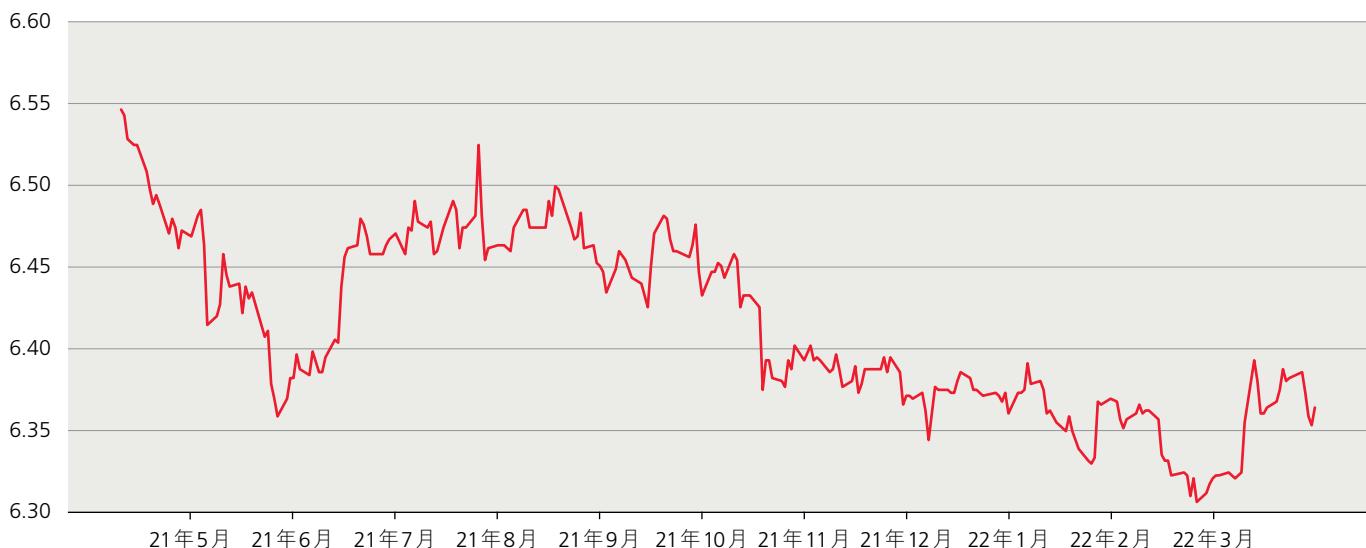
以穩經濟為前題，偏寬鬆貨幣政策基調未變

美元兌人民幣第二季預計波幅範圍

6.3600 至 6.4600

概述 中國今年的經濟增長或放緩且國內疫情擴大，封城措施影響國內短期經濟。預期政府將繼續以穩定經濟為主要政策方向，朝著今年國內經濟增長5.5%的目標努力。中央穩定經濟的決心將吸引外資持續流入，加上中國較完善供應鏈將繼續利好出口環境，刺激結匯的整體需求，而用人民幣作貿易結算的規模正在上升，均支持其中長線的表現。預期人民銀行將維持偏寬鬆的貨幣政策。但是美聯儲已開始加息、中美關係緊張等因素，將令人民幣於第二季的升幅減慢，以區間波動走勢為主。若然美聯儲加快加息步伐，人民幣的波動區域將往下移。

美元兌人民幣一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年3月

中國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2021年第四季	4.0(按年)
失業率	12月	3.96
零售銷售	2月	6.7(按年)
消費物價指數 (CPI)	3月	1.5(按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年3月

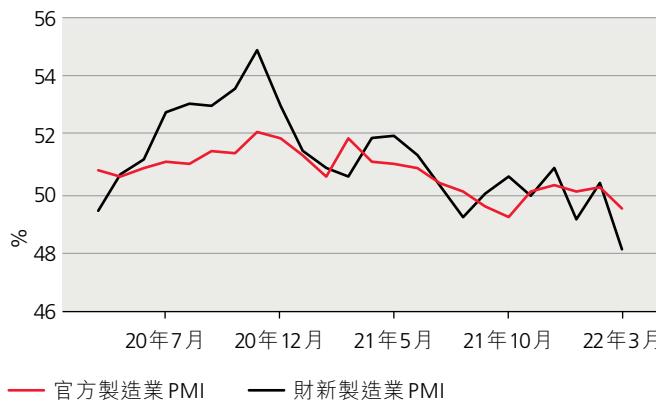
中國仍在寬鬆之路上

中國年初的金融數據表現理想，新增信貸和社融增量均創新高，反映之前的寬鬆政策開始奏效，亦令人民銀行對實行寬鬆政策的計劃暫轉入觀望期。內地在3月的中期借貸便利(MLF)操作利率及貸款市場報價利率(LPR)均按兵不動。但最近大宗商品價格因俄烏局勢急升，加上疫情重臨且實行封城措施，皆令經濟面臨考驗。預期央行推行偏寬鬆貨幣政策的基調未變，以穩定經濟為目標，料央行短期將下調MLF及LPR的利率。而何時進一步降准、降息則視乎經濟的實質變化。

穩定經濟面及結匯需求支撑人民幣

中國去年全年GDP增長為8.1%，雖然經濟增長或於年內放緩，但政府仍朝著今年GDP增長5.5%的目標努力。中國維穩經濟的決心，令外資流入持續強勁，而且人民幣用於貿易結算的規模正上升，均對匯率構成支撑。另外，中國較完善的供應鏈將繼續利好出口環境，刺激整體結匯需求，支持人民幣中長線的匯價表現。

中國官方與財新製造業採購經理人指數(PMI)



資料來源：路透社，數據截至2022年3月

中美於制裁俄羅斯立場分歧，或影響中美關係

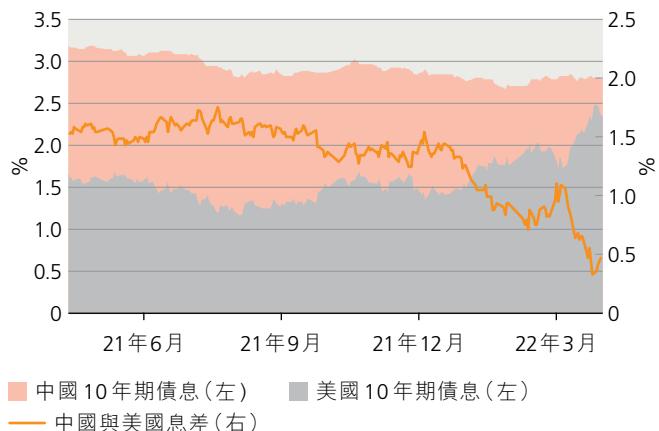
俄羅斯入侵烏克蘭，在美國及西方多國紛紛制裁俄羅斯之際，中國支持以談判來解決紛爭，立場跟美國有異。雖然兩國的領導人已就有關內容通話，但暫未見成效。中國與美國立場分歧，或令中美貿易衝突擴大，不排除中美關係在貿易或金融上再次出現緊張，屆時將影響人民幣短期表現。



中美利差收窄將為人民幣帶來壓力

美國通脹持續高企，市場預期美聯儲可能提前加息以抵抗通脹，而美國長期債息亦因此而持續上漲。對於美聯儲在5月加息50基點的預期令中美利差繼續快速收窄並跌至近兩年低位。在此前景下，料為人民幣匯價帶來壓力，但人民幣的基本面及有關結匯需求才是支撑人民幣匯率的主要因素。

中國與美國息差



資料來源：路透社，數據截至2022年3月

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



Image source: Unsplash

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

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，如何才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)



— 美國平衡通脹率(1年期) — 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，與通脹掛鉤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

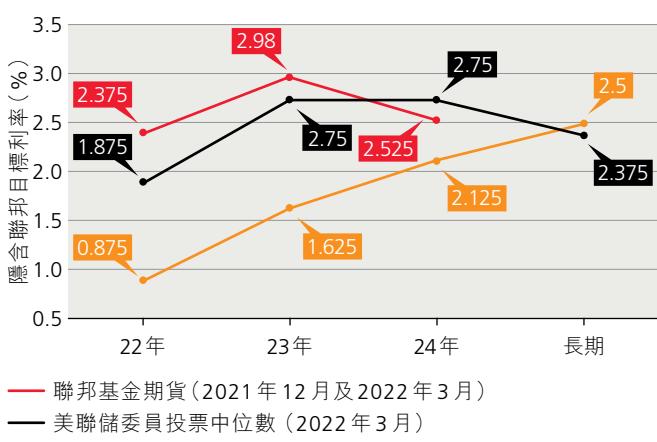
美聯儲：雕式緊縮政策

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¹。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）



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²，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³，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抗疫措施後，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。

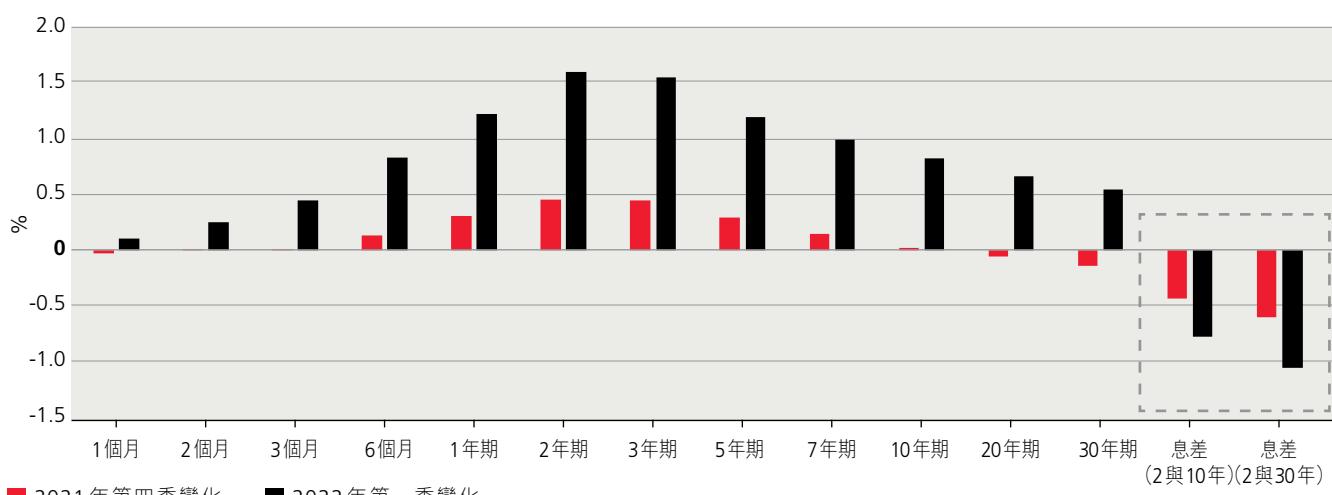
¹ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2022/03/21/powell-says-inflation-is-much-too-high-and-the-fed-will-take-necessary-steps-to-address.html>

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

³ 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而非平均地影響各年期表現，存續期風險集中在短息。

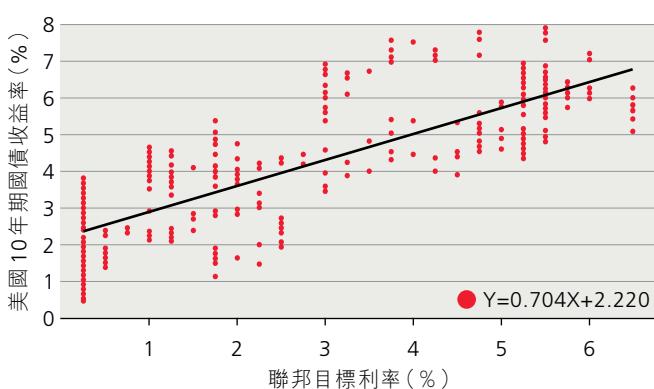
美國國債收益率曲線變化 (2021年第四季及 2022年第一季)



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。

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

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。

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。

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。

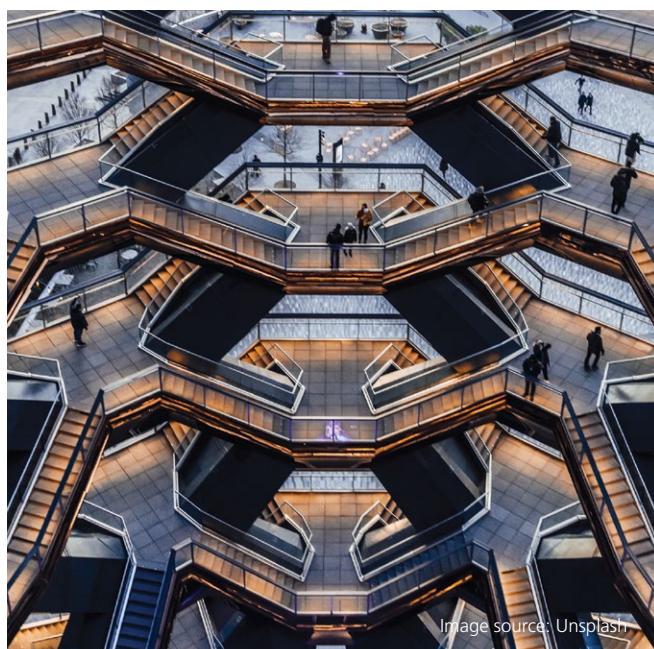
債券

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，市場認為中日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)



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。

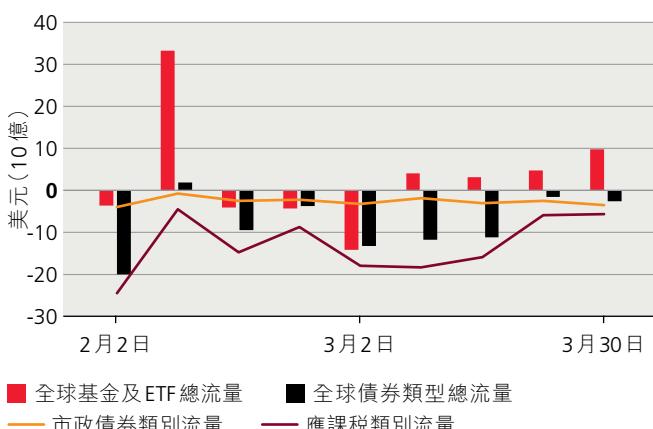
綜合分析，其實早在去年第四季衍生工具市場已反映預期今年利率及通脹將大幅波動，對沖成本上升打擊債券組合總回報，甚至減少持倉並轉往其他資產(例如商品或股票)，解釋了年初至今債券市場持續受壓的原因。

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⁴。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。

⁴ 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沽手。

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

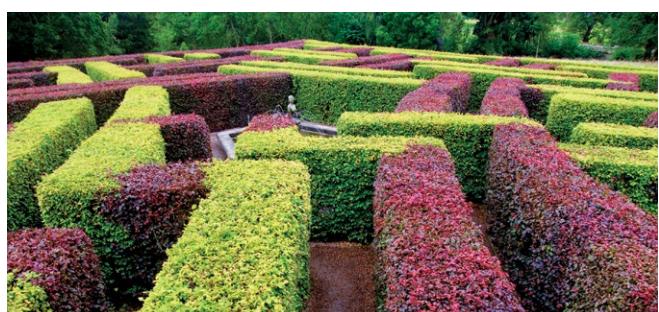
國家	10年期 收益率 (%)	最低 (%)	最高 (%)	變化 (%)
烏克蘭*	22.4	11.8	37.5	25.7
巴西	12.0	11.2	12.6	1.4
俄羅斯	10.8	10.8	15.2	4.4
南非	9.6	9.6	10.7	1.1
哥倫比亞	9.1	9.1	10.1	1.0
匈牙利	7.0	4.8	6.8	2.0
波蘭	6.3	3.9	6.2	2.3
捷克	4.0	2.8	4.0	1.2
斯洛伐克	1.7	0.4	1.5	1.1
斯洛文尼亞	1.7	0.5	1.7	1.2

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%，表示加息為了確保存款利率提升，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⁵。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，但鑑於資本管控等措施，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⁶。

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。



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

⁶ 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

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⁷，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。

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。

指數策略：亞洲債市勢成焦點

疾風勁草

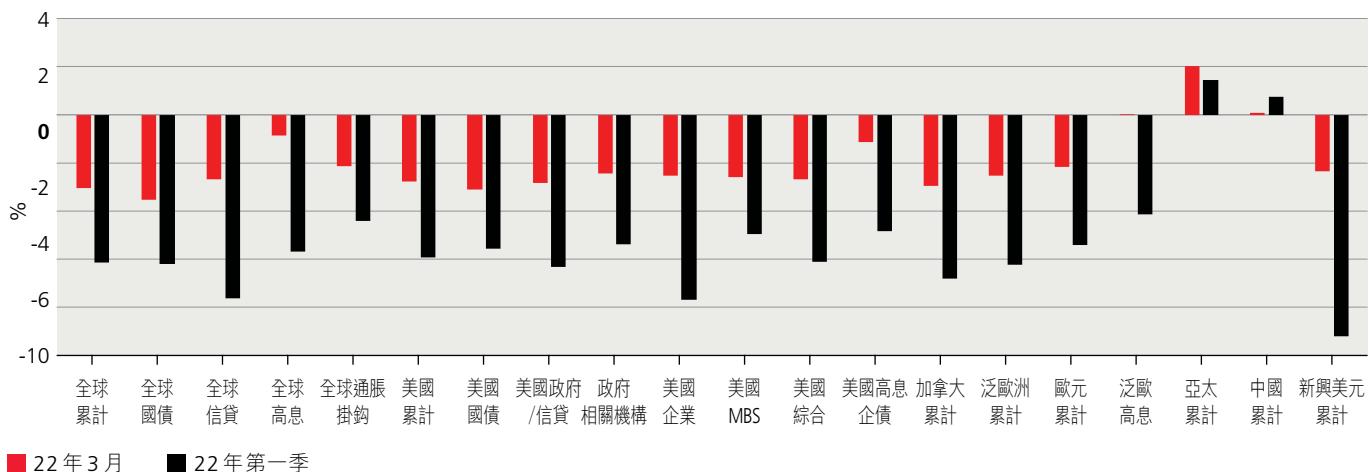
彭博全球債券指數中各分類指數年初至今表現，20 項指數中有 18 項，即 9 成指數錄得負值，平均約負 6.2%，整體表現令人失望。單單觀察 3 月份表現，20 項中 17 項出現負值，佔 85%，平均下跌 2.5%。俄烏戰事爆發後資金繼續流出債市，反映債市避險功能褪色外，更重要是突顯全球央行同時扭轉過去高流動性世界的決心。不同角度的指數表現均反映全球債市已深陷泥潭，亦回應上文衍生工具及基金/ETF 市場，顯示投資者對利率及通脹風險恐懼的結果。

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。

⁷ 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
最高 / 低差距 (%)	5.34	10.84	7.19	32.22
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
全期夏普指數	0.23	1.72	0.96	4.29
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
最高 / 低差距 (%)	5.60	7.07	9.42	22.26
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
全期夏普指數	1.58	1.23	1.84	3.37

資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

債券

東亞聯豐投資團隊

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，債券利率曲線開始趨平。

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，中國附息國債及其他國有銀行債有助投資組合增加穩定性。

基本面來看，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。鑑於市場持續波動，我們保持防禦性策略，著眼於信貸品質和保持低貝塔系數(Beta)。

我們相信具較高貝塔系數(High beta)的亞洲高收益企業債券於短期仍然波動，不過對低貝塔系數影響有限。雖然最近高貝塔系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，我們看淡貝塔系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；另外印度疫情防控穩定，且疫苗覆蓋率提升，印度地方機關高收益債繼續造好，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。

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進、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。



拔河

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪



東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

拔河

上季標題是《新舊交替》，意謂商品市場迎來革新，不論傳統能源及黃金的地位都受到挑戰。金價被高通脹及加息兩股背馳力量拉扯，數據上加息初期影響力較大，相反通脹在較低水平影響偏低，在資本角度金價積弱機會上升。另外，投資角度上黃金 ETF 持金量急降為金價添壓，但實金需求近年穩步上升，有助減低金價急挫的風險。油價出現逆轉，難以維持去年起持續高企的現象。非 OPEC 油商在疫情紓緩後增加生產以追回過去損失，但復甦初期全球需求仍然有限，原油市場出現供過於求的情況。而且 OPEC 閒置產能在今明兩年持續高過 10 年平均水平，暗示再高的需求都有供應抵銷。過去預測大致與上半季的結果相若，但下半季俄烏爆發戰事，制裁刺激各項商品指數急升，恐慌情緒淹蓋了基本預測。

到了第二季，戰事背後的人為及國際利益糾葛互相牽扯，在局勢緩和及互相制裁明朗化之前，油價將持續大幅波動。但回歸基本面分析，供過於求情況預期在今後連續多季出現，反映波動過後油價易跌難升。黃金受全球利率及收益率變化、地緣避險情緒、全球高通脹環境及實金供需變化多重因素影響，互生互滅關係中走勢取決於當中權重比例。預期金價只會窄幅波動，走勢膠著。

本季標題是《拔河》。意謂表面原封不動的麻繩，背後卻承受著兩端反向力量的拉扯。短暫的爆發力只贏於一時，但持久且紮實的基本功才是王道。互不相讓下，繩緊的狀況隨時因一方失勢而急速逆轉。勝負不在於人數多寡，而是齊心同步的力量往往遠超想像，正如多大多重的因素都可被眾多名不經傳的小因素推翻。

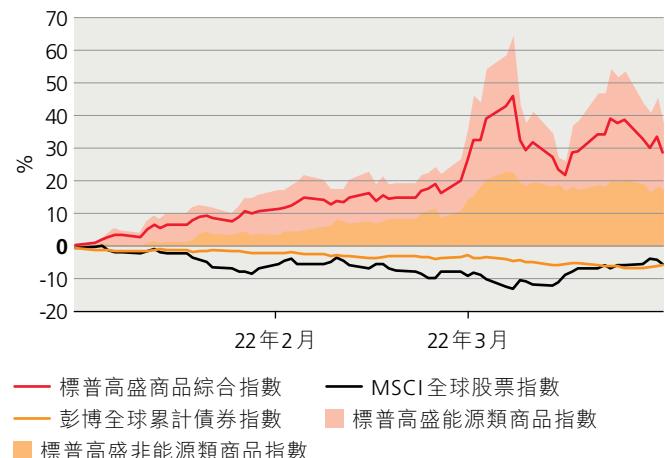


商品市場：獨佔鰲頭

高風險、高回報

受俄烏戰事刺激，上季商品市場表現一枝獨秀，全季上升約 29%。當中非能源類升約 17%，能源類更上升約 38%。相反，全球股市及債市指數分別跌約 5.5 及 6%，表現相形見绌。反映戰事刺激避險情緒，打亂資產部署，亦成就短期熱錢投機於商品市場，噬嚼戰爭紅利。

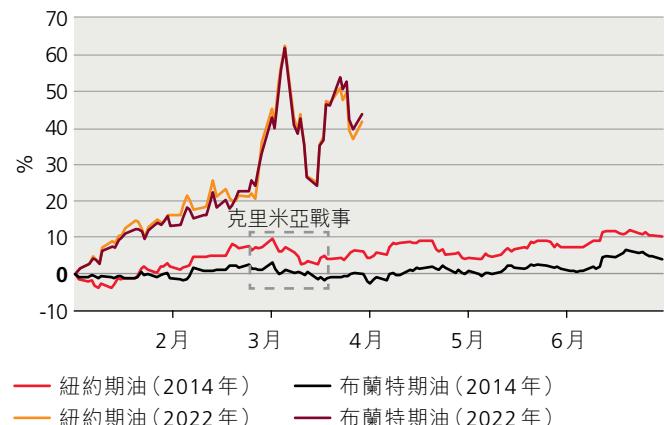
全球商品、股票、債券綜合指數及商品分類指數表現



資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 31 日

與是次戰事最接近的歷史案例是 2014 年俄羅斯入侵克里米亞事件，相比紐約及布蘭特期油在戰事前後表現，2014 年上半年兩項期油升幅約在 12% 之內，但今年林林總總因素增添了未來不穩定性，刺激油價飆升，紐約及布蘭特期油年內最高升幅約 63%，第一季亦分別上升約 42 及 44%。但注意期間兩油曾以按週 1 至 2 成幅度劇烈波動，投資者尤其注意風險。

紐約期油及布蘭特期油變化（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

另類投資

商品價格及指數向好並不代表受資金青睞，尤其傳統基金及 ETF 却未見明顯受到支持。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¹。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(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。同一時段商品類型資金流量相對平穩，雖然9週內全線淨流入，但就算在戰事爆發當週及之後紐約期油升穿每桶120美元，最高的按週資金流入都只有36億，比同週股票淨流入132億及最高150億明顯遜色。全期商品類總流入152億，佔全球總流量(290億)約53%，比較股票類總流入954億更只有16%。雖然商品價格走勢凌厲，但隱藏風險之高嚇窒傳統資金。

全球與商品基金及 ETF 資金流量



■ 全球基金及 ETF 總流量 —— 商品類流量

資料來源：投資公司協會，數據截至2022年3月31日

加息有利商品市場

投資世界中，戰事往往是極端而短暫的，全球利率變化才是影響市場的中長期因素，商品市場亦不例外。本刊《宏觀策略》及《債券》章節中已分析全球收緊貨幣政策已是官方及市場的共識，美聯儲點陣圖顯示是次加息週期將維持兩年，而過去30年最短的都有12個月，料比戰事維持更長時間。

以標普高盛商品指數的「綜合」、「能源類」及「非能源類」代表加息週期中各商品市場表現，並以美國聯邦利率作加息指標。分析結果顯示週期中3項指數的最低點在第二次加息或之前出現的機率約83%，而最高點在尾二或最後一次加息時出現的機率約67%，出現在尾三或以後的機率高見92%。反映奪取最大回報策略是在第二次加息之前投入指數，並持有至加息尾段，預期加息時序可參考美聯儲點陣圖顯示之加息路線圖。根據過去4次加息數據，該策略在綜合指數的平均回報約44%，在能源類指數中更有約70%，而最低的非能源類亦有約20%升幅。就算最簡單以全期計算，綜合、能源類及非能源類的回報分別約32、45及13%。綜合反映美國加息對商品市場實屬有利之舉。

過去4次加息週期中各項標普高盛商品指數表現

最大回報(最高與最低差距)			
年份	商品綜合 (%)	能源類 (%)	非能源類 (%)
1994年	7.20	18.26	9.10
1999年	36.63	57.27	13.23
2004年	69.26	91.71	43.18
2015年	62.12	113.51	16.85
平均	43.80	70.19	20.59
最大	69.26	113.51	43.18
最小	7.20	18.26	9.10

全期回報

年份	商品綜合 (%)	能源類 (%)	非能源類 (%)
1994年	3.43	6.09	0.89
1999年	36.63	57.27	10.60
2004年	69.26	84.86	35.38
2015年	20.11	31.29	6.29
平均	32.36	44.88	13.29
最大	69.26	84.86	35.38
最小	3.43	6.09	0.89

資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

¹ 見投資公司協會網站，<https://www.ici.org/research/stats/weekly-combined>

能源市場：波詭雲譎

制裁背後各國各懷鬼胎

今天的局勢比 2014 年克里米亞戰事更複雜，當中不乏國際、政黨甚至個人利益盤算的身影，包括美國中期選舉、法國總統大選、「後默克爾時代」的第一屆德國聯合執政政府、澳洲聯邦大選、英國首相約翰遜「派對門」事件、俄歐「北溪二號」啟用前夕、北約持續東擴，甚至潛藏的中美博弈都牽涉在內。

是次戰事主要影響歐洲能源供應，因當地平均約 40% 能源供應依賴俄羅斯進口。而歐洲油價變化普遍以布蘭特原油作指標。布蘭特原油是指在歐洲北海生產以及在西歐提煉的油種，起名於蘇格蘭布蘭特油田，其價格主要影響歐洲、亞洲與非洲原油供需。而烏拉爾原油是最常見由俄羅斯出口的油種，產自烏拉爾及伏爾加地區重質油與西伯利亞輕質油的混合物，起名於烏拉爾聯邦石油工業區，是俄羅斯管轄區之一。烏拉爾期油主要在莫斯科交易所作交易，其價格主要影響東歐、部分西歐及中亞細亞地區原油供需。

戰事爆發後，布蘭特及烏拉爾油價急升，到 3 月初，俄烏代表開啟談判後國際油價逆轉，反覆下跌。過去 3 年數據顯示，在 2 月 24 日戰事爆發之前，兩油差距正負少過 10 美元（每桶，下同）的交易日佔 98%，反映高效套戥機制下地區性供應互補不足，令兩油走勢非常接近。戰事爆發後，油價急升至 3 月 8 日的年內高位，布蘭特及烏拉爾油價在 9 個交易日上升 29 及 17%。其後俄烏代表會面紓緩緊張局面，油價逐步回落。截至 4 月 11 日，布蘭特及烏拉爾油價在 24 個交易日由年內高位分別下跌 23 及 37%，除了反映國際油價非常波動外，亦突顯兩油共生的本性。

布蘭特與烏拉爾油價及兩油差價



資料來源：彭博，數據截至 2022 年 4 月 11 日

兩油高位下挫後差距不斷擴大，最高見約 32 美元為 3 年內最大差距，相信與俄羅斯向「友好國家」以大幅折扣價供油有關。烏拉爾原油跟隨其他油價自 2021 年起拾級而上，就算近日下跌至約 70 美元，仍比 3 年平均值約 60 美元為高，折扣價供油在價格上暫時未見令俄羅斯失勢。

根據國際能源署 (IEA) 數據²，俄羅斯是全球三大原油生產國之一，與沙地阿拉伯和美國齊名。雖然俄羅斯從未確實公布每桶原油的生產成本，但相信屬國際上偏低水平。折扣價供油實屬權宜之計，相信影響只是小賺而非虧本生意。

加上俄羅斯每天向全球出口約 470 萬桶原油²，向中國（最大單一國家）及歐洲每天分別出口 160 及 240 萬桶，而能源貿易佔俄羅斯 2021 年財政預算約 45%，薄利多銷可開拓新客源，穩定未來財政收入，亦可趁機反制歐美能源制裁。

受疫情反覆及在高通脹環境下，部份國家考慮自身國情後對戰事選擇中立態度，並以「友好國家」身份購入折扣價原油。例如傳出印度以 8 折購入俄羅斯原油³，應對當地高通脹及分散原油供應商結構（中東現佔 59%）。印度財政部長公開表態⁴，購買俄國石油天然氣符合國家利益，並將持續，亦考慮到「金磚國家」身份及其經濟利益，甚至維持武器供應商的關係⁵。

² 見國際能源署網站，<https://www.iea.org/articles/energy-fact-sheet-why-does-russian-oil-and-gas-matter>

³ 見 CNBC 網站，<https://www.cnbc.com/2022/03/28/russia-india-india-buys-cheap-russian-oil-china-could-be-next.html>

⁴ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/energy/india-continue-oil-purchases-russia-finance-minister-2022-04-01/>

⁵ 見 Defense News 網站，<https://www.defensenews.com/global/asia-pacific/2022/02/25/what-weapons-has-russia-sent-to-india>

另類投資

國際上抵制俄羅斯能源經濟成效仍然存疑，但供應短缺卻是即時的惡夢。沙特能源部長代表 OPEC+ 表示⁶，該組織存在的使命是穩定油價，不涉及任何地緣政治因素，即使在廣泛譴責的入侵戰事中也是如此，最終維持從 5 月 1 日起每天增產 43.2 萬桶的決定⁷。OPEC+ 無意介入，美國總統拜登決定自 5 月起的 6 個月，每天從戰略儲備中釋放約 100 萬桶石油⁸，合共約 1.8 億桶。截至 3 月 25 日，美國擁有約 5.68 億桶原油儲蓄。比例上實屬小數，但意義上卻是歷史之舉，亦突顯拜登對未來供應短缺有機會令通脹失控的擔憂。

IEA 跟隨步伐，宣布 31 位成員國將參與 47 年來最大規模石油儲備釋放計劃⁹，成員包括美國、歐洲、澳洲、日本、墨西哥等，未來 6 個月釋放共 6,000 萬桶，加上美國早前承諾並扣除當中重疊部份，全球戰略石油儲備釋放量仍約每天 130 萬桶。但根據 IEA 數據¹⁰，2021 年俄羅斯油產量達每天 1,050 萬桶，佔全球總供應量 14%，反映各國釋放儲備量只是杯水車薪。

雖然表面上各國聯手解決供應量問題，但如何及怎樣分配又是另一個磨擦點。俄羅斯宣布向「不友好國家」只接受盧布作天然氣交易，意識形態下歐洲大國難以妥協。3 月底，歐盟與美國達成天然氣協議¹¹，歐洲將向美國購買至少 150 億立方米液化天然氣。歐盟委員會主席表示明白抵制俄羅斯天然氣會為歐洲帶來成本，但在道德角度上這是正確的做法。但 IEA 報告顯示¹²，2021 年歐盟平均每天從俄羅斯進口超過 3.8 億立方米，即該協議只相等於約 40 天由俄羅斯進口的供應量。

對中或小國而言，在「大國優先」原則下分配到多少能源實在難料。4 月初，匈牙利已率先表態接受以盧布作能源交易¹³。其他東歐國家仍未表態緊隨其後，但足以反映各國面對自身利益時欠缺互信及團結，亦是俄羅斯看準攻擊歐洲的軟肋。

今天俄烏戰事已非兩國的軍事衝突，只是國際局勢牽扯的幌子。當中「經濟武器化」涉及的經濟制裁及背後人為操作已超出金融分析範圍，外圍參與國家及其他利益政商團體互相機關算盡，乘虛而入或撈取利益。人性的貪嗔癡總是永恆。

回歸基本分析

雖然人為及國際利益因素短期充斥原油市場，但中線而言供需才是影響油價走勢的王道。美國能源資訊管理局 (US Energy Information Administration, EIA) 及國際能源署 (International Energy Agency, IEA) 在 4 月初分別發表戰事及制裁對原油市場影響的分析，把各項因素量化並窺探未來油價走勢。

以下在 EIA 報告¹⁴中攝取關於 OECD 商業庫存量、OPEC 閒置產能量、全球供應面變化、全球需求面變化及季度供需差距預測，共 5 大範疇。

在商業原則下，各地能源零售商皆設立倉庫以維持銷量穩定當地經濟運作。過去 5 年，OECD 國家的預期庫存量範圍相若。2020 年前庫存量普遍處於預期範圍底部，即使上游停止供應，零售商仍可維持供應約 60 至 65 天。疫情期间可供應天數徘徊在範圍頂部，反映需求急挫下倉庫接近溢滿，當時油價曾出現負值。相反，近月戰事引發歐美及俄羅斯互相能源制裁，全球上游供應波動性上升，庫存量首次跌穿預期範圍底部，最低見 56 天，刺激油價飆升。EIA 預期今年第三季起庫存量將回升至底部以上，處於疫前相若水平。反映低庫存量的利好因素將逐步消退，預期油價穩步回落。

⁶ 見 CNBC 網站，https://www.cnbc.com/2022/03/29/saudi-energy-minister-says-opec-will-leave-politics-out-of-oil-decisions.html?__source=androidappshare

⁷ 見 CNBC 網站，<https://www.cnbc.com/2022/03/31/oil-opec-meets-as-us-considers-massive-release-of-oil-reserves.html>

⁸ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/energy/biden-release-1-mln-barrels-oil-day-ease-pump-prices-2022-03-31/>

⁹ 見 CNBC 網站，<https://www.cnbc.com/2022/04/11/oil-markets-china-lockdown-oil-reserves.html>

¹⁰ 見國際能源署網站，<https://www.iea.org/articles/energy-fact-sheet-why-does-russian-oil-and-gas-matter>

¹¹ 見 CNBC 網站，https://www.cnbc.com/2022/03/25/eu-strikes-gas-deal-with-the-us-as-it-seeks-to-cut-its-reliance-on-russia.html?__source=androidappshare

¹² 見國際能源署網站，<https://www.iea.org/reports/a-10-point-plan-to-reduce-the-european-unions-reliance-on-russian-natural-gas/>

¹³ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/europe/hungary-working-solution-pay-russian-gas-may-foreign-minister-2022-04-06/>

¹⁴ 見美國能源資訊管理局網站，<https://www.eia.gov/outlooks/steo/report/index.php>

OECD 原油和其他液態能源之商業庫存



資料來源：美國能源資訊管理局，數據截至 2022 年 4 月 11 日

OPEC 早前承諾維持上調每天約 40 萬桶供應，主要是考慮到俄羅斯屬 OPEC+ 主要成員，亦是全球首三大產油國，再大的增產亦難以抵抗俄羅斯，因此決定保持中立及不介入是次軍事衝突。但這決定不代表 OPEC 無能為力，EIA 數據顯示 OPEC 去年的閒置產能是過去 10 年最高，達 544 萬（桶/每天，下同），今年因地緣局勢緊張，閒置產能下跌至 344 萬，但仍高過 10 年平均值約 278 萬，亦是排名第三高水平。反映戰事緩和或疫後經濟反彈，OPEC 隨時可增產以應對需求，即油價再大幅上升的機會不大。

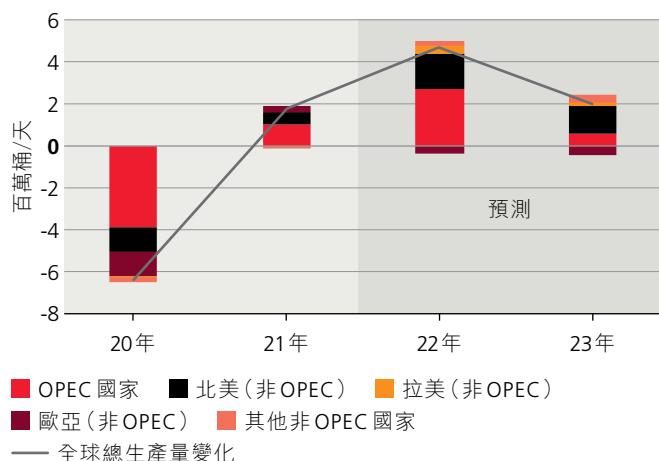
OPEC 閒置產能及平均值



資料來源：美國能源資訊管理局，數據截至 2022 年 4 月 11 日

供應方面，市場預期戰事及制裁將打擊今年全球原油生產。但 EIA 數據顯示，預期今年同比增長 466 萬（桶/每天，下同），而且是 2020 年後最高。預期增長當中以 OPEC 貢獻最大，達 264 萬，其次是北美地區（非 OPEC）達 170 萬，兩者已佔全球增幅 93%。而歐亞（非 OPEC）是唯一出現下跌的地區，約 37 萬。如集中觀察非 OPEC 國家預期產能變化，其實是美國獨挑大樑，預期增產 153 萬，而俄羅斯預期減產 35 萬，美國增產量遠超俄羅斯減產量。反映未來供應量急挫的預期會落空，油價再上升的空間不大。

OPEC 及非 OPEC 地區產能按年變化

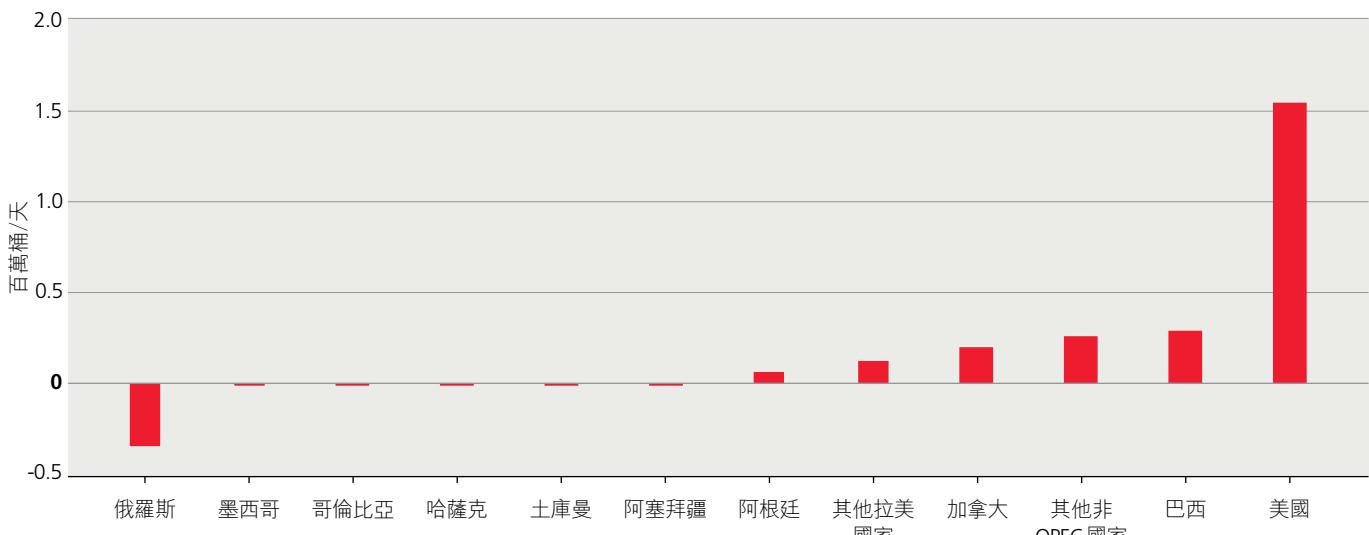


資料來源：美國能源資訊管理局，數據截至 2022 年 4 月 11 日



另類投資

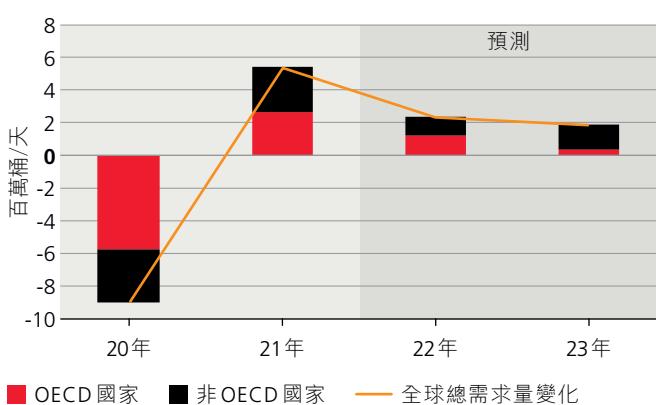
預測 2022 年非 OPEC 國家產能按年變化



資料來源：美國能源資訊管理局，數據截至 2022 年 4 月 11 日

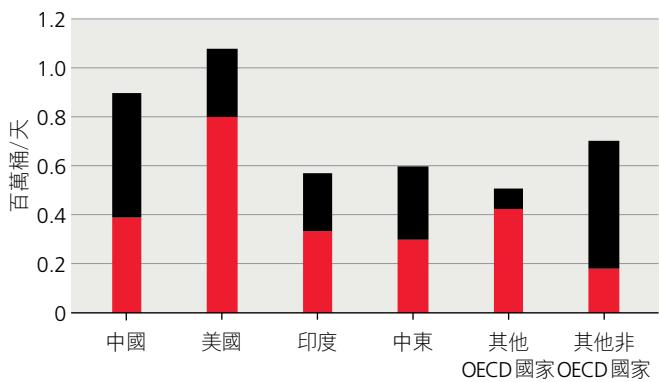
需求方面，EIA 預期全球需求增長明顯放緩。同比變化由去年增長 550 萬(桶/每天，下同)下跌至今年增長 241 萬，增幅大約減少 56%。非 OECD 國家的增幅由 285 萬下跌至 119 萬，少約 58%，而 OECD 國家則少約 54%。如集中觀察個別國家及地區需求的按年變化，其實是中美兩國支撐大局，預期需求按年增長 89 萬及 108 萬，已佔全球增長 82%。反映總需求急降打擊油價外，中美兩國經濟變化更直接影響油價走勢。

OECD 及非 OECD 國家需求按年變化



資料來源：美國能源資訊管理局，數據截至 2022 年 4 月 11 日

預測今明兩年不同國家、地區及 OECD 國家需求按年變化



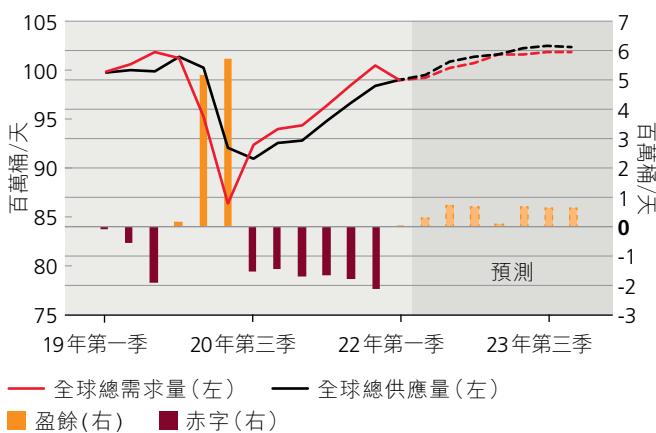
■ 2022 年 ■ 2023 年

資料來源：美國能源資訊管理局，數據截至 2022 年 4 月 11 日

上季數據已預測本季以後全球供需赤字將會逆轉，即供應量開始大過需求量，扭虧為盈。雖然戰事及制裁都窒礙原油供應，但上述分析顯示其影響力短暫，而且非 OPEC 國家(尤其美國)積極投入生產，最終今年供應量或輕微高過去年。商品價格飆升導致全球高通脹持續，抵銷疫後壓抑性需求，加上中國疫情影響次季用量，令全年原油需求步履蹣跚。

EIA 預測供過於求情況將在今後 7 季出現，盈餘將在今年第三及四季達峰，全球多出 68 及 64 萬(桶/每天，下同)。雖然未至於疫情時超過 500 萬，但已扭轉持續了 7 季的赤字走勢。盈餘明年第一季將有所回落，但之後再穩步上揚。反映在基本因素下油價中線走勢將易跌難升，與上述不同角度的分析結果相若。

全球總供需量及其差額



資料來源：美國能源資訊管理局，數據截至 2022 年 4 月 11 日

以下在 IEA 報告¹⁵中擷取關於需求、供應、油產品及庫存，共 4 大範疇。分析及預測如下：

- 需求：中國疫情反彈實施嚴格封鎖措施，料導致第二季原油需求下跌。加上 OECD 國家，尤其美國第一季需求量遠低於初步估計，導致全球原油需求將減少 26 萬(桶/每天，下同)。修正後預計今年需求平均約 9,940 萬，同比增加 190 萬。
- 供應：3 月份全球原油供應量增加約 45 萬至 9,910 萬。俄羅斯供應預計將在 4 月減少 150 萬，5 月更減少 300 萬。儘管俄羅斯供應下降，但 OPEC+ 與非成員國產量增長趨向穩定，IEA 成員國大量釋放儲備，短期內供需大幅赤字的機會不大。
- 油產品：受惠高油價誘因新增產能及正常季節性增長，預計 4 至 8 月全球煉油廠吞吐量將增加 440 萬。預計 2022 年總產能將同比上升 300 萬，但仍低過 2017 年水平。

- 庫存：全球庫存連續 14 個月下跌，2 月庫存比 2020 年底少約 7.1 億，OECD 國家佔總跌幅 7 成。2 月份 OECD 總庫存下降 4,220 萬至 26.1 億，跌幅接近按季走勢的兩倍。但初步數據顯示 3 月份 OECD 總庫存將出現反彈，按月增加 880 萬。

綜合 IEA 預測，俄烏戰事及中國疫情對第二季原油供需影響未至預期嚴重，如季內兩大因素趨向明朗及市場消化消息後，油價跌勢將持續，但油產品供應及庫存偏低可紓緩部份跌勢。

EIA 及 IEA 預測結果實屬大同小異，預期全球油價將由上季緊張的氛圍下軟著陸，有利資金及投資組合再分配。

油價預測：軟著陸後窄幅波動

引述 EIA 在 4 月初公布的短期能源展望預測¹⁶，短線供應及需求將同時下降。供應面主要受俄羅斯產量下降影響，而需求面則受全球經濟增長走弱及中國抗疫措施拖累。

中線而言，俄羅斯產量及全球庫存持續下降，需求亦將在今年夏季消費高峰期反彈，有利未來幾個月油價走勢，但受美國及盟友釋放戰略儲備抵銷，結果油價只會窄幅波動。未來主要不確定因素包括：

- 俄烏戰事發展、相關制裁及其他延伸影響；
- 夏季石油需求增長速度；
- 高油價誘因下新增產量；
- 石油產品零售價偏高打擊需求。

EIA 預計第二季布蘭特油價平均約 108 美元(每桶，下同)後按季下跌，第三及第四季分別平均約 104 及 101 美元。加上戰前走勢分析，布蘭特油價在 2 月 24 日(戰事爆發)當天報約 99 美元，戰前 1 年平均價約 75 美元。預期受制裁打擊最大的歐洲，在能源問題未完全解決，走勢則取決於制裁談判，期間布蘭特仍會非常波動，基本預測以 100 美元為中軸，上落各 10 美元作區間波動。

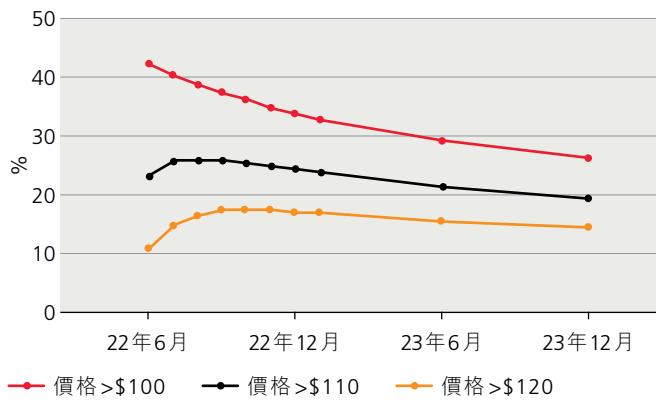
¹⁵ 見國際能源署網站，<https://www.iea.org/reports/oil-market-report-april-2022>

¹⁶ 見美國能源資訊管理局網站，<https://www.eia.gov/outlooks/steo/marketreview/crude.php>

另類投資

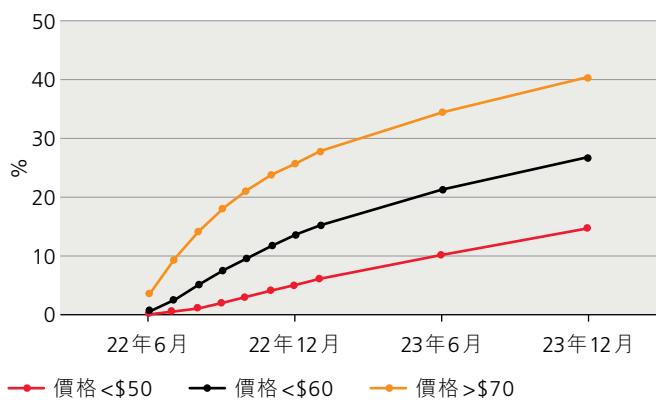
對於紐約油價的預測，EIA預計第二季油價高過70美元的機率近乎100%，但高過100美元的預測機率卻只有約43%。加上戰前走勢分析，紐約油價在2月24日（戰事爆發）當天報約93美元，戰前1年平均價約73美元，而兩油年內最大差距約8美元。因美洲地區在美國增產及釋放儲備後，預期受制裁影響偏低，走勢則取決於拜登選情、疫後壓制性需求及中國經濟。基本預測以95美元為中軸，上落各10美元作區間波動。

紐約原油到期日時高過不同水平的機率



資料來源：美國能源資訊管理局，數據截至2022年4月11日

紐約原油到期日時高過或低過不同水平的機率



資料來源：美國能源資訊管理局，數據截至2022年4月11日

黃金市場：盤根錯節

因素權重比例主導短期走勢

意料之外的俄烏戰事打亂全球資產部署，第一季股票及債券綜合指數走勢皆持續向下，按季下跌5.5及6.1%，股債

雙殺。商品市場中能源類表現當然傲視同儕，但期間以2成幅度波動卻嚇退不少投資者。反觀黃金表現可謂中規中矩，按季上升約8%。如以2月24日戰事起至3月31日計算，升幅約4.6%，突顯其對沖其他資產功能，風浪中的避風港。全季走勢平穩，亦反映黃金中庸的特性。

黃金現價及各項資產綜合指數第一季表現



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

未來全球央行同時收緊流動性將是金價最大的阻力，隨著多國整體通脹上升，尤其是處於歷史性通脹的美國及歐洲，各央行加息的決心堅若磐石，當中利率差距將維持美元強勢，不利金價。但是，商品價格飆升推動高通脹環境持續，拖拉的俄烏戰事及地緣局勢變幻莫測（例如中美關係），吸引資金流入黃金ETF作對沖，有利金價。以上種種成為未來影響金價的主要因素。

但仍有兩條副線須要留意，外儲增持黃金比例和疫後對珠寶首飾需求反彈的正面因素，及戰事緩和引發避險資金流出金市的負面因素。

預期以上因素短期內不會消失，金價走勢將取決於各項因素的權重比例及變化。

影響因素（一）：加息週期

上季已分析過去30年美聯儲加息及通脹對金價的影響，結果顯示利率愈低時加息對金價影響愈大，通脹愈高對金價影響愈大。今天金價同時面對低利率時加息及40年新高的通脹，未來金價壓力可想而知。在此嚴峻的客觀環境下，黃金是否不值得投資？

過去 30 年曾出現過 4 次加息週期，分析金價走勢得出以下結論：

- 週期中金價最低點普遍在第 2 次加息或之前出現，只有 1994 年在第 6 次才出現。反映愈早投入金市愈有利；
- 最高點卻非常分歧，2 次在尾 3 次加息時出現，另外 2 次卻在加息首 2 次便已出現。反映拿捏高位套現的風險頗高；

- 同時觀察最低及最高點出現時間，4 次中只有 1 次出現在首尾兩端，其餘 3 次最高及低點同時在初期或尾期出現。最差是 1994 年，最低點在最高點後才出現，並是唯一出現負差距的週期。反映在加息週期中尋找最大回報的風險非常高；
- 如在加息初期投入並持有至最後一次加息，全期回報 4 次中 3 次出現正回報，唯一負回報都只是負 1.22%。就算忽略最高約 56%（2004 年），4 次平均回報都有約 20%。反映黃金並非不適宜在加息時投資，只是在較高風險下須及早投入並持倉至加息尾段，回報才較為可取。

過去 4 次加息週期中金價表現

年份	1994 年	1999 年	2004 年	2015 年
最低點(日期)	31/01/1995	31/08/1999	30/07/2004	31/12/2015
第幾次加息	6	2	1	1
最低點(指數)	375.1	255.68	391.05	1,061.10
最高點(日期)	30/09/1994	29/10/1999	28/04/2006	29/07/2016
第幾次加息	5	2	15	1
全期加息次數	7	6	17	9
最高點(指數)	394.25	299.20	654.43	1,351.28
最高低差距(%)	-4.86	17.02	67.35	27.35
全期指數波幅(%)	-1.22	3.66	56.21	20.86

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 31 日

影響因素(二)：收益率曲線

常言美國國債收益率曲線平坦甚至倒掛，暗示未來將出現經濟衰退，有利金價。但加息週期中，10 年期債息上升推高持金的機會成本，不利金價。歷史上收益率曲線變化對金價有何影響？

為簡化分析，以 2 至 10 年期及 2 至 30 年期為收益率曲線斜率的指標，並以息差低過 10 點子或負值為之「平坦」或「倒掛」，最後須要「平坦」及「倒掛」其中一項或同時出現連續兩個月或以上才納入計算。結果顯示，過去 30 年按月數據中符合要求，2 至 10 年期息差及 2 至 30 年期息差中分別只出現過 6 及 3 次，實屬罕見。除了 1999 及 2006 年外，「平坦」及「倒掛」普遍維持 5 個月以下，但最短及最長維持 2 及 13

個月。期間金價表現未見突出，2 至 10 年期息差過去 6 次回報中有 4 次出現負值，平均約 1.6%。如剔除 2005 年異常值(Outlier)，餘下 5 次平均回報更是負 1.7%，回報並不理想。2 至 30 年期息差數據中只出現過 3 次，平均回報約 1.5%，但最高及低分別是正 6.7 及負 6.1%，反映波動性相對平均值頗大。

綜合以上分析，收益率曲線平坦或倒掛有利金價的臆測並不成立。雖然歷史上實屬罕見，但同期金價表現卻令人失望。而且回報分歧較大，反映在曲線平坦或倒掛時投資黃金風險較高。

另類投資

過去 30 年 2 至 10 年期及 2 至 30 年期出現低過 10 點子息差時期及當時金價表現

2 至 10 年期息差						
次數	1	2	3	4	5	6
開始日期	29/05/1998	31/12/1998	31/12/1999	30/11/2005	31/05/2006	30/08/2019
結束日期	31/07/1998	26/02/1999	29/12/2000	31/03/2006	31/05/2007	30/09/2019
維持月數	3	3	13	5	13	2
金價(開始)	293.0	288.3	288.0	493.1	645.2	1,520.4
金價(結束)	286.5	287.1	272.3	583.7	660.5	1,472.5
回報(%)	-2.2	-0.4	-5.5	18.4	2.4	-3.1
2 至 30 年期息差						
次數	1	2	3	4	5	6
開始日期	31/12/1999	28/02/2006	31/08/2006			
結束日期	30/11/2000	31/03/2006	28/02/2007			
維持月數	12	2	7			
金價(開始)	288.0	561.6	627.3			
金價(結束)	270.5	583.7	669.4			
回報(%)	-6.1	3.9	6.7			

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 31 日

10 年期美債收益率與黃金背馳的假設，可透過分階段的相關系數作推演。由 1992 年 4 月至 2022 年 3 月的按月數據顯示，首 10 年系數出現正值，反映兩者背馳的假設並不成立。及後每 10 年階段性及按 10 年遞增數據皆出現明顯負值，而且超過 7 成。反映加息期間 10 年期美債收益率上升將不利金價的機會十分高。根據本刊《債券》章節內預測，年內 10 年期美債收益率升穿 3% 只是時間問題，暗示金價中線走勢並不樂觀。

10 年期美債收益率與金價之相關系數分析			
每 10 年為一階段	相關系數	按 10 年遞增階段	相關系數
1992 至 2002 年	0.62	首 10 年	0.62
2002 至 2012 年	-0.77	首 20 年	-0.72
2012 至 2022 年	-0.72	全期 30 年	-0.88

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 3 月 31 日

影響因素(三)：實質負利率

高通脹已是不爭事實，但加息幅度相信遠不及通脹水平，即現處於 20 年新高的實質負利率將會持續，代表現金購買力下降，資金投入有形資產會否支持金價？

近代量化寬鬆源於 2000 年，美聯儲因為不同原因不斷下調聯邦利率，並且持續多年。大量游資充斥全球經濟體及投資市場，推高物價之餘，透過財富效應火上加油，最終把實質利率貼近負值。直到疫情令供應鏈緊張，實質利率正式跌入負值。今天俄烏戰事爆發，料高通脹將一發不可收拾，現處於 20 年新高的實質負利率將短期內維持。

過去 20 年，實質負利率，不論是官方利率或是收益率，與金價走勢顯現背馳。以相關系數表達，官方實質負利率及實質負收益率分別是負 56 及負 64%。反映觀感上及實際上實質負利率實屬有利金價表現。

不論各央行如何積極加息，相信都不會高過通脹率，即實質負利率將短期內持續，將有利金價走勢。

黃金現價、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

影響因素(四)：黃金 ETF

黃金 ETF 是近年廣受投資者歡迎的投資產品之一。以實金作抵押品可減少受其他金融資產波動影響(例如期貨金)，亦比傳統持金方式方便及低成本(例如實金、飾金及相關保費)，加上二手市場風險普遍低過持有實金(例如以噸數交易)。在戰事及高通脹環境下，黃金 ETF 資金流會否影響金價？

全球黃金 ETF 資金流變化顯示，上季及 3 月份，北美和歐洲註冊的黃金 ETF 資金流入明顯拋離亞洲及其他地區。單是 3 月歐美分別流入約 63 及 52 億(美元，下同)，比亞洲流入 1.7 億平均高出約 34 倍，比其他地區只有 0.9 億平均高出約 64 倍。全季數據中各地區分歧更大，北美及歐洲流入約 105 及 69 億，其他地區流入 1.2 億，亞洲卻流出 8.8 億。

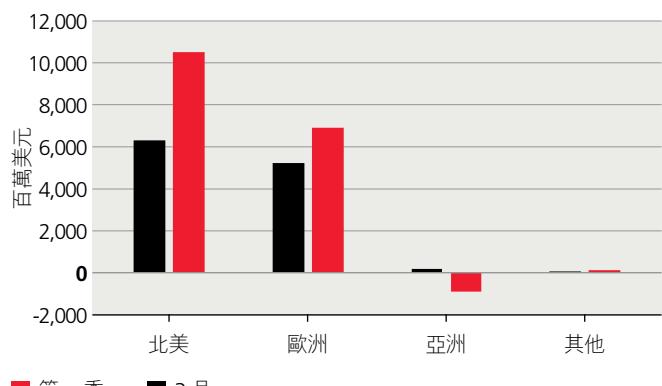
上述反映歐美市場受高通脹及戰事影響較大，避險資金及現金轉投有形資金的意欲急升。亞洲及其他地區通脹變化相對較低，央行暫時未有迫切性大幅改變利率。而戰事期間亞洲多國態度中立，亦未參與制裁或受俄羅斯反制影響，避險情緒未見飆升，對黃金 ETF 亦非熱忱。

黃金 ETF 普遍以實金作抵押，當愈多資金流入，持金量便愈高，反之亦然。第一季度流入黃金 ETF 的總量為 269 噸(黃金，下同)，是自 2020 年第三季以來最高季度總量。北美及歐洲分別增持約 171 及 111 噸，其他地區只增持約 2 噸，亞洲註冊的更流出約 15 噸。3 月數據更顯示北美增持量突破 100 噸水平，是去年下半年各地區有紀錄新高。

以各地持金量與金價走勢比較，去年下半年至今年第一季，雖然幅度未必一致，但兩者走勢及動向互相呼應，反映黃金 ETF 資金流與金價走勢偏向正比。

預期在戰事未明朗及高通脹持續下，歐美黃金 ETF 持金量持續高企，甚至有再增加趨勢，有利短期金價走勢。

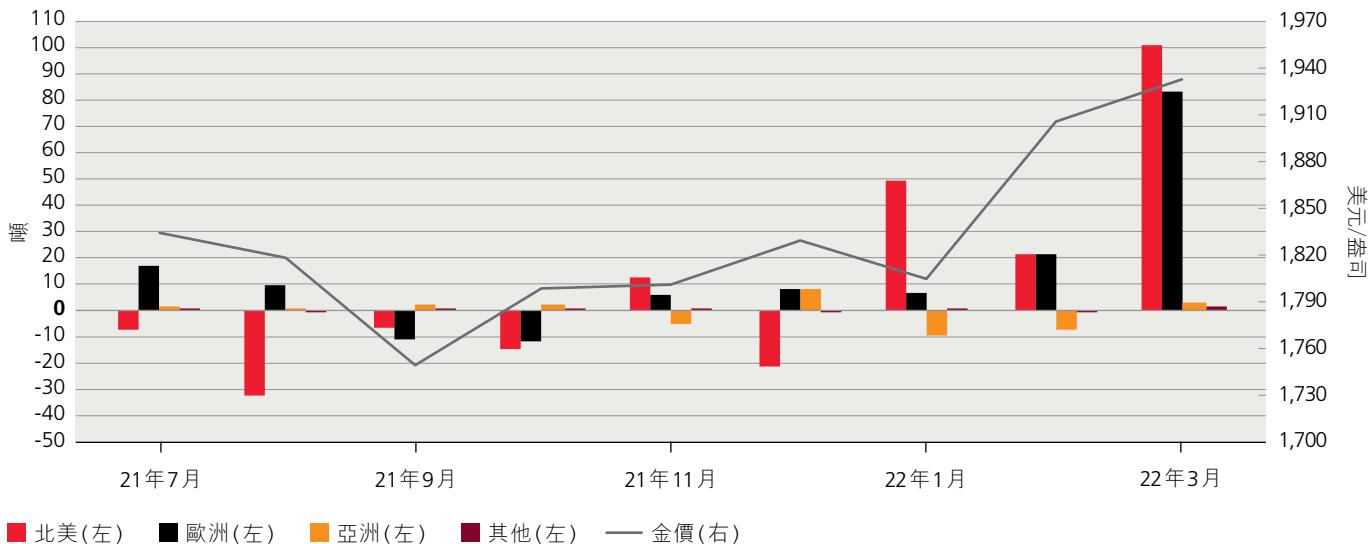
各地區註冊黃金 ETF 資金流變化



資料來源：世界黃金協會，數據截至 2022 年 4 月 6 日

另類投資

各地區註冊黃金ETF持金量變化及金價



資料來源：世界黃金協會，數據截至2022年4月6日

影響因素（五）：實金供需

黃金除了是金融投資工具之一，亦是生活中不可或缺的金屬，如應用在首飾、工業及科技研究用途。實金供需如何影響金價走勢？

根據世界黃金協會在全球實金供需的分類及按季數據顯示，去年有紀錄按季供應量十分穩定，總產量按季變化不大，最大相差只有約10%。3項分類中主要由礦產提供，佔全年總產量76%。

需求側共分5類，當中以珠寶為首，全年需求量約2,220噸，其次是金條及金幣需求（約1,180噸），兩者已佔全年總需求量85%。工業及科研只佔8%，ETF及相關投資更全年減少約173噸。分類中「央行及相關機構」及「ETF及相關投資」按季波動較大，最大相差分別159及211噸，反映去年金融市場波動及國際政局陰霾下，投資者及央行頻頻改變黃金持倉。

去年每季都出現供過於求情況，全年盈餘約645噸，令金價期內在1,800美元徘徊。反觀今年，俄烏戰事及高通脹環境，使民間、投資及央行對實金需求比去年明顯上升。以礦產為主的供應不可能短期內提升，實金市場中供不應求支持金價走勢。



2021年全球供需總量及其分類數據					
供應(噸)	第一季	第二季	第三季	第四季	總數
礦產	838.0	874.4	933.5	914.7	3,560.7
生產商對沖	9.5	-14.6	-13.4	-25.9	-44.5
再生實金	271.1	280.8	297.2	300.8	1,149.9
總數	1,118.6	1,140.6	1,217.3	1,189.6	4,666.1
需求(噸)	第一季	第二季	第三季	第四季	總數
珠寶	538.4	455.4	514.2	713.0	2,220.9
金條及金幣	354.0	247.1	261.5	317.8	1,180.4
央行及相關機構	117.5	206.4	91.4	47.7	463.1
工業及科研	81.0	79.8	83.4	85.9	330.2
ETF 及相關投資	-170.0	40.8	-26.5	-17.6	-173.3
總數	920.9	1,029.6	924.1	1,146.8	4,021.3
盈餘/赤字	197.8	111.0	293.2	42.8	644.8

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 1 月 28 日

影響因素(六)：外匯儲備

歐美金融制裁俄羅斯，包括剔出 SWIFT 結算系統及凍結海外資產等（詳情可參閱本刊《宏觀策略》章節），都挑起各國政府及其央行對持有美元資產的憂慮，並有意在外匯儲備中增持黃金比例。各國外匯儲備佔比變化對金價有何影響？

世界黃金協會公布最新全球央行持金量報告顯示¹⁷，2 月全球央行黃金儲備減少 6 噸，是連續第 2 個月淨沽出，亦是自 2020 年來未曾出現的情況。期內只有少數央行錄得變動，烏茲別克是當月最大賣家，黃金儲備減少 22 噸至 339 噸，是自 2020 年 12 月以來最低持金量，但仍佔該國總外

匯儲備 59%。哈薩克亦是全球賣家之一，繼 1 月沽售 17 噸後，2 月再沽售 5 噸，是自 2020 年 6 月以來的最低水平，但仍佔該國總外匯儲備 69%。其他淨賣出國家包括卡塔爾 (6 噸)、蒙古 (1 噸) 及德國 (1 噸)。

淨買入國家中以土耳其最進取，2 月增持了 25 噸，年內共買入超過 35 噸，把黃金總儲量推升至 429 噸，佔總儲外匯儲備 27%。印度亦買入 2.6 噸，總持金量達到 758 噸。愛爾蘭是唯一活躍的成熟市場買家，2 月增持 1 噸黃金儲備，令總持金量超過 11 噸，比 2021 年 8 月開始買入時高出 88%。

¹⁷ 見世界黃金協會網站，<https://www.gold.org/goldhub/data/gold-reserves-by-country>

另類投資

全球有紀錄外匯儲備中持金量曾經出現變化的國家

國家	變化(噸)				總變化
	2021年11月	2021年12月	2022年1月	2022年2月	
阿根廷	0.0	-7.0	7.0	0.0	0.0
白俄羅斯	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1
捷克	0.0	0.4	0.0	0.0	0.4
埃及	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
歐元區	0.8	0.8	0.5	0.7	2.8
法國	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1
德國	0.0	0.0	0.0	-0.6	-0.6
印度	2.8	3.7	1.3	2.6	10.4
愛爾蘭	0.7	0.7	0.5	1.2	3.2
哈薩克	4.3	-4.8	-17.1	-5.1	-22.7
吉爾吉斯	-1.4	1.1	0.0	0.0	-0.3
墨西哥	-0.1	0.2	-0.1	0.0	0.0
蒙古	-2.7	-0.3	-1.3	-1.1	-5.4
尼泊爾	0.6	0.0	0.0	0.0	0.6
菲律賓	-0.7	1.0	-0.1	0.0	0.2
波蘭	3.4	-1.6	-2.2	0.0	-0.3
卡塔爾	0.0	0.0	0.7	-6.1	-5.4
俄羅斯	-3.1	3.1	-3.1	0.0	-3.1
塞爾維亞	0.2	0.1	0.1	0.1	0.6
土耳其	-18.7	-12.3	23.2	32.8	25.0
烏克蘭	0.3	0.3	0.0	0.0	0.6
阿聯酋	-0.7	0.3	-0.1	0.0	-0.5
烏茲別克	-21.5	8.4	-1.2	-22.1	-36.4

資料來源：世界黃金協會，數據截至2022年4月5日

但無論上述國家如何改變外匯儲備持金量，比較主要經濟體的持金量都只是九牛一毛。

截至今年2月，全球有紀錄的外匯儲備持金總量約31,266噸，而持金量最高10個國家共約23,884噸，即佔約76%。首3位分別是美國、德國及意大利，共持有13,944噸，佔全球45%。如以外匯儲備中黃金佔比排名，首10個國家共持有約18,298噸，佔59%。首3位分別是委內瑞拉、葡萄牙及哈薩克，共持有924噸，只佔全球3%。

數據反映如非兩項排名中首 10 個國家，不論它們外匯儲備變化多大，都不會撼動今天黃金在全球外匯儲備的分布。加上兩項排名中有 5 個國家重疊，它們都是歐美主要經濟體，共持有 16,993 噸，佔全球 54%。即不論在持金量及外匯儲備佔比，它們都主宰著黃金存量。

因此，除了上述主要持金國家，其他國家外匯儲備持金量變化對金價沒有明顯關係。

全球外匯儲備持金量及儲備中黃金佔比排名首 10 個國家							
以持金量排名				以外匯儲備中黃金佔比排名			
排名	國家/地區	持金量(噸)	外匯儲備中黃金佔比(%)	排名	國家/地區	持金量(噸)	外匯儲備中黃金佔比(%)
1	美國	8,133.5	67.6	1	委內瑞拉	161.2	83.7
2	德國	3,358.5	67.3	2	葡萄牙	382.6	72.8
3	意大利	2,451.8	64.3	3	哈薩克	380.2	69.5
4	法國	2,436.5	59.6	4	美國	8,133.5	67.6
5	俄羅斯	2,298.5	22.1	5	德國	3,358.5	67.3
6	中國	1,948.3	3.5	6	意大利	2,451.8	64.3
7	瑞士	1,040.0	5.8	7	法國	2,436.5	59.6
8	日本	846.0	3.8	8	烏茲別克	338.7	58.7
9	印度	758.0	7.3	9	荷蘭	612.5	57.3
10	荷蘭	612.5	57.3	10	玻利維亞	42.5	56.4

全球有紀錄的外匯儲備持金總量：31,265.9 噸			
首 10 位總量(噸)	23,883.5	首 10 位總量(噸)	18,298.0
首 10 位佔全球總量比例(%)	76	首 10 位佔全球總量比例(%)	59
首 3 位總量(噸)	13,943.8	首 3 位總量(噸)	924.0
首 3 位佔全球總量比例(%)	45	首 3 位佔全球總量比例(%)	3

資料來源：世界黃金協會，數據截至 2022 年 4 月 5 日

綜合分析：金價只會窄幅波動

上述影響未來金價走勢的 6 大因素，歸納結果如下：

不利因素：

- 持續並大幅度加息
- 美債收益率曲線趨向平坦
- 10 年期美債息率上升

有利因素：

- 實質負利率持續

- 黃金 ETF 增持黃金

- 實金供不應求

正如前文，除了外匯儲備變化，預期各項因素短期內都不會消失，金價將取決於各項因素的權重比例及變化幅度。加上俄烏戰事爆發後，金價都未如其他商品市場明顯走高。戰事緩和後，避險情緒消退將為金價增添壓力。

以戰事前每盎司 1,900 美元作中軸，上落各 100 美元波動的機會較大。

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。



www.hkbea.com