

东亚睿智

2022年第二季

博弈





东亚银行 | 东亚睿智 | 2022年第二季

# 目录

- 2 序言
- 3 报告总览
- 4 宏观策略
- 17 宏观经济
- 26 股票
- 43 外汇
- 60 债券
- 72 另类投资
- 88 免责声明



本季命名为《博弈》。人生如棋。围棋犹如人生博弈，落子背后更显人性善恶。纵使天赋不均，在同一棋盘中双方棋子相同，步步盘算，落子无悔，公平竞争。但人性的贪嗔痴总在博弈中出现，喜好偏执及沉沦欲念(贪)，憎恨逆境及嫉妒他人(嗔)、善恶不分及起诸邪行(痴)往往磨灭棋手意志，最终轮回在烦恼和痛苦之中。

宏观策略：战事发展至今已非纯粹俄乌两国以死相搏。以为控制大局的棋手，往往只是棋子之一，幌子背后的互相厮杀才是战事真正的结果。「经济武器化」涉及的人为操作已超出金融分析范围，背后国际利益的轳轳才是操盘主力。顺藤摸瓜，总会找到投资良机。全球高通胀迫在眉睫，但各央行都明白单单依赖货币政策是不能解决核心问题，但经济愈见放缓迫使央行放手一搏作出莫问因由的决定，任何闪失只会换来不可挽回的结果。

宏观经济：疫情及供应链转趋缓和，本来今年全球经济有望迎来新一轮周期性复苏。但战事爆发推翻早前基本预测，当中互相制裁更造成中长期经济及投资市场根本性改变，增添不稳定因素外，亦为全球经济复苏百上加斤。高通胀配合衰退预测不绝于耳，全球滞胀忧虑不胫而走，经济前景堪虞。

股市：战事刺激商品价格上升，欧美制裁下国际企业趁机抢占俄罗斯在全球商品供应份额，有利商品上游供应商盈利。美国中期大选迫在眉睫，强硬外交扳回部份内政不顺的民望，俄乌战事后相信中美关系将再度紧张，震动中美甚至全球股市。各国终于落实真正互联互通的「共存」抗疫策略，有利压抑多时的休闲娱乐及消费相关板块。

债市：地缘紧张及高通胀环境下，美联储仿如热锅蚂蚁，每项决定如履薄冰，加上各央行马首是瞻，全球收紧流动性但又恐怕酿成衰退的心态牵扯著决策者及投资者。战事未见明朗，但风险仍集中在两国债市，未见蔓延。债市整体疲弱，惟亚太债市性价比较高，势将成为新贵。

汇市：全球竞争性加息将主宰汇市动态，美元在经济条件及战事位置中令美联储更能主导其货币政策，而部份非美货币却受到宏观环境及经济条件较弱的限制处于被动状态。各央行超前的部署过后，终须跟随美联储的货币政策步伐。强势弱势货币走势将比以往更趋明显，美元独领群雄的地位已成事实。

商品：作为全球3大产油国的俄罗斯在欧美制裁下供应短缺，腾出的全球供应份额吸引各路人马争夺。意识形态及国际局势的质化因素盘根交错，但回归基本的供需分析不可或缺，预期油价大幅波动将会持续。金价在多项正反因素拔河中跌荡，权重变化主导后市走势。但相信货币政策变动在投资者心中地位仍固若金汤，令金价在观望情绪中胶著。

围棋分开盘、中盘、收官3大阶段，当中变化无不影响结果。人生何非如此？见自己，见天地，见众生。棋以不争为胜，过程比结果重要。正如苏轼名言：「胜固欣然，败亦可喜」，放下物欲与胜负的执念，世界将比想像中更大。但愿各国领导人深谙此道，世界和平。

共勉之。



## 财政政策

- 为达到GDP增长5.5%的目标，料内地政府将通过减税降费推行支持性财政政策
- 料欧美将推出更多财政支援，以纾缓欧美因俄乌战事的负面影响



## 货币政策

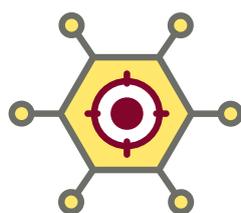
- 收紧流动性为全球央行共识，但各不明朗因素令央行进退两难
- 疫后复苏支持美联储有条件按部就班加息
- 预料人行将加强宽松货币政策，以确保对实体经济的支持

## 经济增长与通胀预测



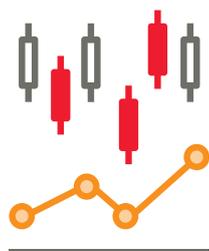
- 料港息不与美息同步上升，预计香港经济今年增长1.7%
- 美国通胀创40年新高，俄乌冲突加剧下料欧美高通胀持续
- 料欧美经济走弱但出现衰退机会不高，滞胀机会更微

## 经济前瞻



## 宏观策略

- 俄乌战事提升至欧美与俄罗斯的博弈，制裁造成经济及投资市场根本性改变
- 全球未至于出现滞胀，但今年全球经济增长举步维艰
- 战事刺激商品价格飙升，打击制造业，但利好坐拥资源的上游业务



## 股票

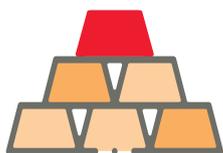
- 市场逐渐消化战事因素，忧虑重于紧缩政策
- 历史美股低位平均在第2次加息时出现，金融板块成首选
- 民调指拜登不支持度高出12.9%，中期大选前中美博弈有利两国本土企业
- 休闲娱乐板块表现落后，边境重开创「追落后」条件



## 外汇

- 美、澳、纽、加元受加息预期带动，有利汇价走势
- 欧元区3月通胀率7.5%创新高，美日息差扩大，紧缩步伐落后影响欧元日圆走势
- 料本季英镑及人民币呈区间波动走势

## 另类投资



- 战事短期令商品价格上升29%，加息长线有利商品市场
- 料纽约油价以95美元为中轴，以10美元区间波动
- 战事缓和后，避险情绪消退将为金价增添压力
- 预期金价以1,900美元为中轴，上落各100美元

## 市场前瞻



## 债券

- 预期今年债券市场表现明显落后其他资产，前景不容乐观
- 俄乌战事集中影响两国债市，未见蔓延至其他新兴市场
- 年初至今亚太债市受资金青睐，料成市场新贵

## 博弈

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪



东亚银行财富管理处首席投资策略师 李振豪

## 博弈

上季的标题是《逆风破浪》。当时预测各资产市场的波动将有增无减：

- 美国总统拜登民望低迷，国内的深层次问题不能一时间解决，但中期选举临近，最快能吸引选民眼球的，相信是对外政策。除了中美关系成为焦点，过往小型的国际冲突或战事皆在选举前发生。
- 美联储飘忽不定的政策令市场疲惫不堪，预期落差令双方欠缺互信，酿成的流言蜚语及讯息紊乱才是市场波动的来源。
- 圣诞及新年假期后全球新冠肺炎感染人数持续高企。若Omicron死亡率能维持在约2%，相信对投资市场的影响轻微，并在本季逐步淡化。

过去预测大致与今天结果相若。

到了第二季，标题是《博弈》，意谓当两个(或多个)决策体的行为具有相互制衡作用时，各主体将根据所掌握讯息及对自身能力的认知，做出最利己的一种行为逻辑。战争表面是两国以死相搏，但背后国际间的涉足才是影响世界的博弈。自以为掌握棋局，其实只是棋盘中的一只棋子已矣。

俄罗斯在2月24日入侵乌克兰，并迅速转化为全面战争，亦是自第二次世界大战以来欧洲最大规模战争。本来俄乌两国的战事，至今已提升至欧美与俄罗斯的博弈。短期内全球通胀有进一步上升的趋势，双方的制裁将造成全球中长期经济及投资市场根本性改变，预期政经格局将进入另一个维度，在本来脆弱的全球经济复苏上雪上加霜。

美联储在3月16日宣布加息25点子，是2018年后第一次加息，声明中更尽显鹰派立场及大幅下调经济预测，为全球紧缩货币政策揭开序幕。但俄乌战事引发商品价格飙升，各项制裁的影响仍难以估计，全球滞胀的忧虑不脛而走，经济前景更加雾锁烟迷。全球高通胀迫在眉睫，但明白问题核心并非货币紧缩能够解决。市场咄咄逼人，各央行罔顾因由的决定，只会换来「一子错满盘皆落索」的结果。

围棋是世界上最深奥的博弈游戏之一，黑白棋子中隐藏人生的奥义。棋盘中双方斗智斗力，棋路波谲云诡，棋盘外更是修心养性，看破胜负之练。但愿各国领导人深谙此道，世界和平。

### 俄乌战事：覆巢底下岂有完卵

#### 非世界大战亦非金融灾难

冰封三尺非一日之寒。是次俄乌战事在政治及经济层面上已酝酿多年，只是在条件成熟下引爆。综合大部份市场分析，在政治及经济层面上归纳出多个原因：

- 北约多年来透过乌克兰的东扩触动俄罗斯的底线；
- 俄罗斯有意「解放」顿涅斯克和卢甘斯克地区；
- 近年俄罗斯接受欧元作能源结算正打击「石油美元」地位，「北溪二号」一旦营运更加强欧俄的共生关系。而战争可令多年建立的欧俄关系决裂，令欧洲更依赖美国；
- 「后默克尔时代」及4月法国将举行总统大选，群龙无首的环境有助俄罗斯及美国趁机加大在欧洲的话语权。

欧美国家宣布不出兵，只是军事上支援乌克兰后，市场普遍预期今次只是地区性而非全球性战争，更遑论第三次世界大战。投资市场很快便卸下非常极端及毁灭性风险的戒心，加上欧美与俄罗斯开始抛出外交及经济制裁等对策，是次事件已非单纯的短兵相接，更是透过经济武器化的大国博弈。预期将加速「去全球化」及「去中心化」的进程，并可能成为未来全球经济及投资市场发展的转捩点。

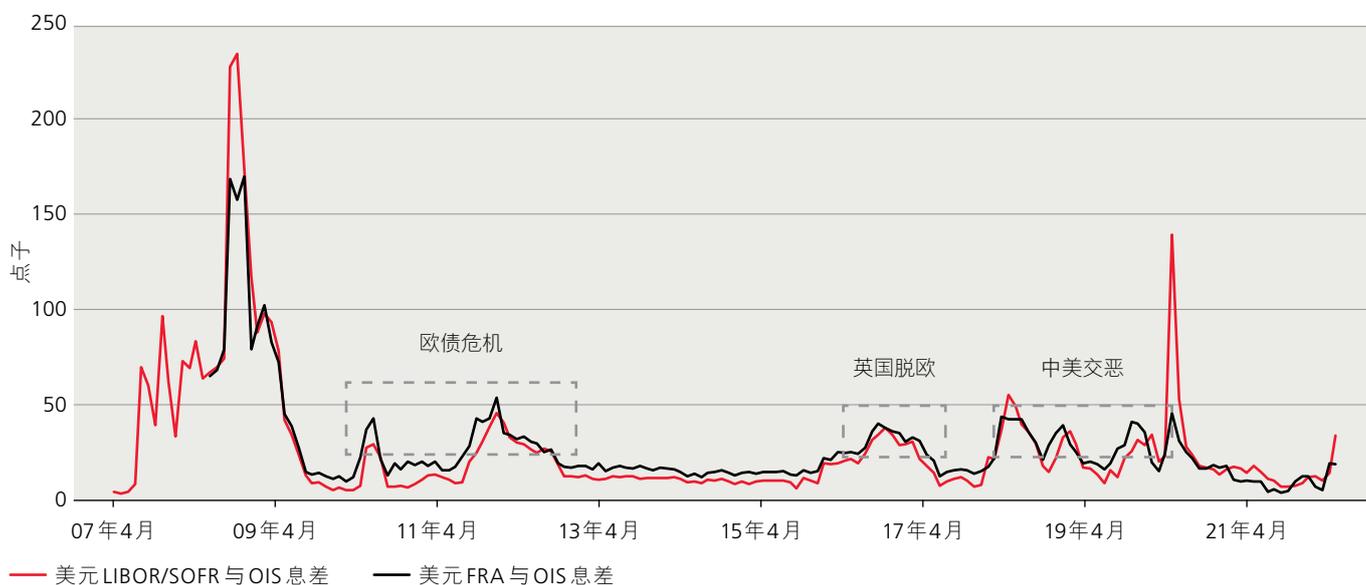
可幸的是，截至3月底，事件对国际金融体系造成的冲击可控，未至于金融崩溃或灾难。国际资本市场中，普遍以伦敦同业拆息(London Interbank Offered Rate，简称LIBOR)或有抵押隔夜融资利率(Secured Overnight Financing Rate，简称SOFR)与隔夜指数掉期利率(Overnight Index Swap，简称OIS)息差，或远期利率协议(Forward Rate Agreements，简称FRA)与OIS息差去衡量银行体系的信贷风险，并推算出现国际金融灾难的机率。

过去20年，只有1次两项息差上升超过150点子后出现国际金融体系崩溃，是2008至2009年间次按风暴引发国际金融机构骨牌式倒闭。之后国际间都出现了多次金融危机，例如2010至2012年欧债危机、2016年英国脱欧及2018至2019年中美关系紧张，当时两项息差都徘徊在50点子或以下。虽然国际金融体系多次受到冲击，但最终都得以解决。

俄乌战事爆发后，SOFR与OIS息差由去年12月底约12点子急升至3月底约34点子，FRA与OIS息差同期由约7点子升至约19点子，两者表现皆升近3倍。升幅的绝对值反映市场恐慌，但相比历史数据，预期是次风险仍然可控。

## 宏观策略

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



资料来源：彭博，数据截至2022年3月28日

俄乌战事并非毁灭性战争，又未至于酿成金融灾难。历史上地区性战事往往消化消息后就会过去，资产价格便出现均值回归。但市场对战事的涟漪效应，尤其对投资市场的打击，仍然存疑，所谓「独燕不成夏」，黑天鹅事件中应谨慎为上。

### 经济武器化：加速「去全球化」

不论在军备竞赛或人命伤亡，现代战事耗资巨大。同时民间的反战意识比过去历史都更高，军事参与可能在选举中受到选民的惩罚，吃力不讨好。但利用经济制裁、贸易禁令、剔除国际组织成员身份等经济手段「武器化」，透过国际间孤立受制裁国家，酿成当地经济崩溃，以迫使政权妥协甚至倒台。除了省时、直接及高效外，主导制度的国家及其盟友亦可从中在经济上得益，例如瓜分受制裁国家的贸易份额。无论俄乌战事最后如何发展，相信欧美及俄国互相制裁的时间比战事更长及更深远地影响全球经济格局，甚至可能出现根本性改变。

截至3月底，欧美国家已宣布有意执行的制裁以金融为主，包括：

- 冻结俄罗斯海外外汇储蓄及禁止其他国家与俄罗斯进行黄金交易等，短期令俄罗斯资金严重拮据，有可能出现债务违约后造成举债困难，迫使国家破产；
- 把俄罗斯卢布剔出环球银行金融电信协会系统 (SWIFT)，资金流出俄罗斯后货币大幅贬值，打击海外固投及削弱国际贸易，令经济难以复苏；

- 向各政界及商界的主要人士作个人及团体性制裁，透过自身考量而放弃国家立场。

俄罗斯制裁多以反制措施为主，包括：

- 把美国、加拿大、欧盟、英国等在内的20余个国家和地区列为「不友好国家」，未来天然气贸易须以俄罗斯卢布结算，透过类似「石油卢布」概念利用外资支持卢布；
- 提出以卢布回购欧元债券及俄罗斯国债的利息和本金。欧美债权人谴责俄罗斯违反合约精神，并有可能违约。但俄方反驳并非不愿意或无能力，只是欧美冻结俄国外汇及黄金储备在先；
- 由于当前俄罗斯股市属「不可投资」，指数供应商富时罗素 (FTSE Russell) 和明晟 (MSCI) 宣布所有指数将剔除俄罗斯股市。俄罗斯经济部希望透过退市降低俄企海外存托凭证在「非市场交易下」导致公司股权转移的风险，并按区域分为「不友好」、「中立」和「友好」3类，将不友好市场存托凭证转移至其他区域交易所的选项。

双方在制裁上剑拔弩张，最终有否实行其实并不重要。毕竟今天并非金融崩溃，资金总找到门路。但更重要是给予各国领导人一个讯息，未来地缘摩擦多以经济武器化博弈。在高度全球化的维度上，不论大小国家都有对抗的空间。为求自保，更好的对策是经济及金融上尽量分散，或减少对外的依赖，形成自吸自足的经济模范。

逆向规模经济 (Diseconomies of scale) 及反专门化 (De-specialization) 的「去全球化」概念 (De-globalization) 成形，全球整体生产力及生活质素将会下降，拖慢全球经济增长。但长远令全球国内生产总值 (GDP) 再平衡，中小型国家有望吸收大国贸易份额，经济起飞有利当地投资及金融市场。

### 短期影响：全球性供应侧通胀

是次俄乌战事影响全球经济最明显是刺激商品价格飙升。

除了能源，俄罗斯和乌克兰都是小麦、化肥和工业用金属 (例如镍和钯) 等重要生产国，2020年数据显示，俄乌占全球小麦出口约30%。小麦除了是普遍主食之一，其他使用层面亦非常广泛，例如面粉、面条、葡萄糖、酱油、醋等原料，发酵后可制成啤酒、伏特加；麸或麦草也可作为家畜饲料。持续的战事及制裁将限制未来小麦的全球供应量，直接推高民生性通胀。其他占比较重的还有钾肥及玉米，带动耕种成本上升，影响生产力。

俄乌的金属出口亦不容忽视。俄乌占全球镍 (Nickel) 出口约14%，工业上用途广泛，主要用于制造不锈钢、与电镀和抗腐蚀合金，及电动车电池等，其他工业金属包括铁、铜、铝及锌，贵金属包括钯金 (约25%)、铂金 (约13%) 及黄金 (约5%)。

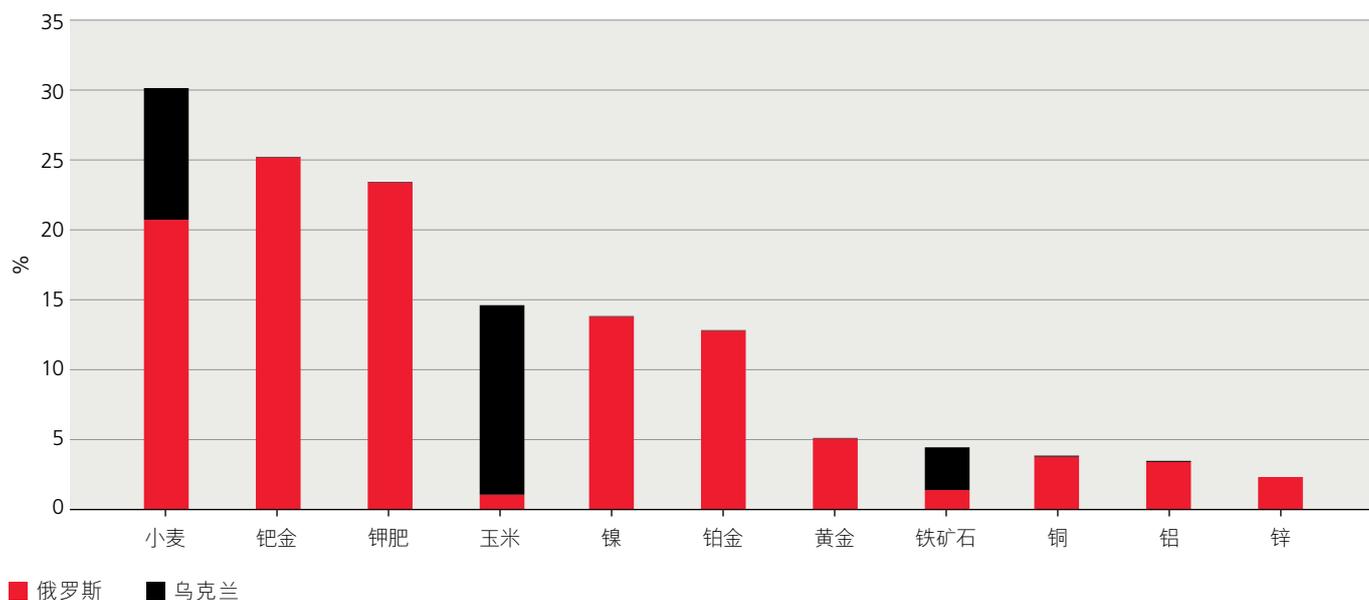


今年1至3月期间，小麦价格已上升近90%，钾肥及镍分别上升约77和63%。由于短期内难于填补全球商品供应的缺口，预期相关价格将持续高企，带来全球性供应侧通胀。

金属价格飙升可能会打击飞机、汽车和芯片制造等行业，而食品制造业因成本上升而影响盈利。但同时利好全球坐拥资源的上游业务，包括原料 (拥有金属/矿业)、食品 (谷类) 等，而且上/中/下游并存的「一条龙」企业影响较少。

其他商品市场的分析，详情可参阅本刊《另类投资》章节。

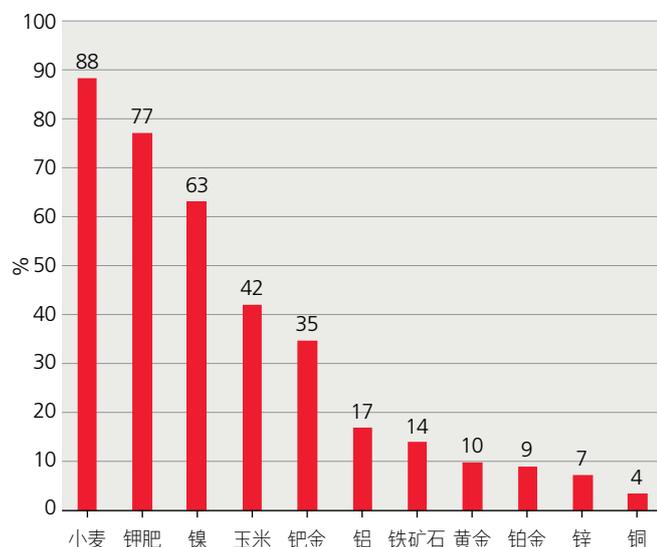
### 2020年俄乌两国在全球商品出口量占比



资料来源：OECD，数据截至2022年3月28日

## 宏观策略

## 2022年1至3月份商品价格平均升幅



资料来源：OECD，数据截至2022年3月28日

## 中期影响：今年经济将举步维艰

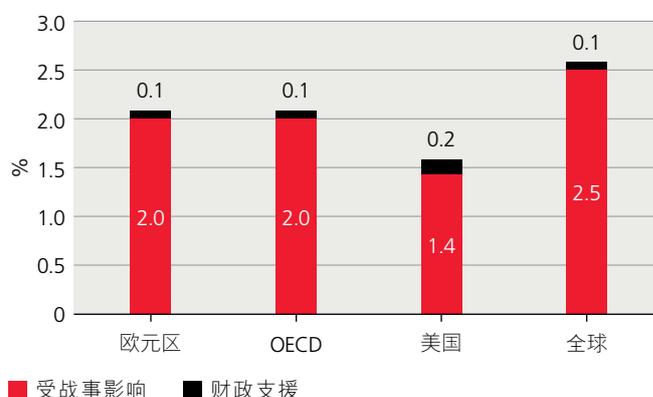
虽然是次战事位处欧洲，而欧美与俄罗斯的制裁亦局限在双方之间，但影响的却是全球经济。OECD预测受战事影响，全球GDP增长将比年初预期放慢约1.1%，当中欧元区影响最大，下调1.4%，OECD及美国分别下调1及0.9%。为应对影响，料欧美将推出更多财政支援，金额预期相等于0.5%GDP，以纾缓整体跌幅。同时，战事刺激通胀上升，欧元区及OECD将上升约2%，美国约1.4%，而全球更因战事而上调2.5%，财政支援再推高各地通胀0.08至0.15%。经济下滑同时通胀上升，虽然未至于出现投资者忧虑的滞胀，但今年经济增长将举步维艰。

## GDP受战事影响与财政支援之影响及其总计



资料来源：OECD，数据截至2022年3月28日

## 通胀受战事及财政支援之影响



资料来源：OECD，数据截至2022年3月28日

另外，欧洲约40%的天然气供应来自俄罗斯，战事及制裁无疑窒碍区内能源供应。假设全球化石燃料、精炼燃料产品及电力和天然气供应直接和间接减少20%，OECD预测欧洲区内整体生产量受影响最大的首10个国家及行业与其百分比，如下：

国家	%	行业	%
立陶宛	-2.54	精炼石油产品	-12.00
希腊	-2.37	电力和燃气供应	-3.19
土耳其	-2.08	能源产品开采	-2.83
匈牙利	-1.91	基本金属	-2.73
斯洛伐克	-1.79	航空运输	-2.72
捷克	-1.67	化学品	-2.24
葡萄牙	-1.59	水路运输	-2.00
波兰	-1.42	陆路运输	-1.46
比利时	-1.41	橡胶和塑料	-1.33
奥地利	-1.38	金属制品	-1.11

资料来源：OECD，数据截至2022年3月28日

结果显示，能源供应减少的影响并非平均。不论在财力及国际关系上，东欧及收入较低的欧洲国家较难争取替代供应，而较富裕的奥地利及比利时亦不能幸免。行业方面，非常集中在精炼石油产品领域(下降12%)，而其他以能源为主要生产原料的行业平均下跌2至3%。投资者须注意能源供应紧张对这些行业中期盈利的影响。

### 长期影响：由「石油美元」到「去美元化」再到「去中心化」

1973年当「布雷顿森林货币体系」崩溃，时任美国国务卿基辛格成功说服石油输出国组织(OPEC)及其他产油国，接受以美元作为国际石油交易的唯一计价及结算货币，最终使美元从黄金转移到与石油挂钩，即是「石油美元」。

这是产油国们赋予美国的特权。美国财政部可以通过印钞来换取石油，但其他国家则须透过真实的商品及服务从美国换取美元，再去购买生活必需的石油。而这些「石油美元」又透过金融市场变成美元结算的股票、国债等回流至美国，以填补美国贸易与财政赤字，支撑美国经济，亦可利用货币政策来主宰全球经济命脉。

历史上任何一种强势货币都须依靠足够的稀有资源来支撑，例如「布雷顿森林货币体系」中黄金储备，但随著美国的黄金储备递减，美元与黄金挂钩的体系最终破产。「石油美元货币体系」依靠的稀有资源是石油，但世界上有实力的非中东地区产油国皆分布在不同地区，例如俄罗斯及委内瑞拉等。因此美国须要保证对石油的绝对控制权，否则便会动摇「石油美元货币体系」，打击自身经济及减弱对全球的主宰权。最好的策略就是与产油国结盟，甚至透过武力压制或经济制裁迫使它们屈服，以保证美国经济发展及全球货币稳定。

直到2008年，美国实施超宽松货币政策令美元大幅贬值，同时透过低息环境刺激资产价格(例如房产、股票、债券等)，吸引外资流入美元资产，利用财富效应填补金融海啸造成的黑洞及巨额财赤，其他央行不得进行「竞争性贬值」，以维持贸易账平衡。

由于美国对美元有绝对的控制权，事后引起多国警惕并逐步减持美元，触发产油国在考量自身利益的基础上接受非美元作为石油交易的可行性。2018年4月伊朗宣布不用美元结算石油，改用欧元和日圆，近年更传出中东国家有意接受人民币作交易<sup>1</sup>，「石油人民币」随即甚嚣尘上。近日俄罗斯回应欧美制裁，宣布向部份国家只接受卢布作能源交易，如出一辙。

当更多产油国接受非美货币，「石油美元货币体系」将被撼动。美国向俄国制裁最终可能换来进一步削弱美元对全球经济的主宰权，造成对美国经济的深远影响。

另外，其他国家警觉到美国为首的已发展国家可随意冻结他国的外汇储备、剔出国际结算系统及禁止黄金交易等，预期全球将加速全球「去美元化」或「去欧元化」。

SWIFT系统2021年最活跃货币排名中，首3位(美元、欧元及英镑)共占83.05%，第4及5位分别是人民币及日圆，只共占5.28%，反映国际货币交易严重倾斜。

以交易价值为基础，SWIFT系统中2021年最活跃的国际支付货币排名如下：

排名	货币	%
1	美元 (USD)	40.51
2	欧元 (EUR)	36.65
3	英镑 (GBP)	5.89
4	人民币 (CNY)	2.70
5	日圆 (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	泰铢 (THB)	0.73
13	波兰兹罗提 (PLN)	0.64
14	挪威克朗 (NOK)	0.63
15	马来西亚林吉特 (MYR)	0.37
16	丹麦克朗 (DKK)	0.32
17	南非兰特 (ZAR)	0.28
18	纽元 (NZD)	0.26
19	墨西哥比索 (MXN)	0.22
20	俄罗斯卢布 (RUB)	0.21
<b>总计：</b>		<b>98.51%</b>

资料来源：SWIFT，数据截至2022年1月

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

## 宏观策略

国际货币基金组织(IMF)在3月24日公开的研究报告预期<sup>2</sup>，美元的主导地位正走下坡，未来多元化及非传统储备货币将会崛起，尤其人民币的角色将愈来愈重要。另外，IMF第一副总裁Gita Gopinath接受美国《外交政策》杂志采访时警告<sup>3</sup>，过去以美元为基础的国际金融体系一直以自由市场原则为基础，但冻结俄罗斯央行持有的美元和欧元外汇储备后，这原则已荡然无存，导致其他央行不愿意持有大量美元和欧元作外汇储备，最终造成重新考虑持有外汇储备的结构。

「去中心化」亦是不能逆转的结果。其他国家为避免被剔出以欧美主导的货币结算系统，各国正积极在互信的基础上，设立地域性或联盟式货币结算系统，例如俄罗斯早前已与伊朗和印度等国家开发新的支付体系及中国自主建立的人民币跨境支付系统(CIPS)系统等。另外，其他国家料将仿效俄罗斯增持黄金储备，甚至接受虚拟货币。

毕竟各国都不想亦不知何时成为下一个被制裁的国家，大国博弈之下恐怕殃及池鱼，未雨绸缪才是治国之道。

### 战争中永远没有赢家

人类历史上的战争往往是一念之差及贪嗔痴欲的结果，事后总会发现可以避免及有更好的解决方法。覆巢底下岂有完卵，受伤最深的总是无辜及弱势群体。

IMF警告<sup>4</sup>战事令小麦、玉米和化肥的供应中断，可能加剧世界各地饥饿和粮食危机，尤其在新兴市场和低收入国家。如战事持续，非洲将出现大规模饥荒。

OECD亦呼吁<sup>5</sup>各国政府应该：

- 尽力帮助和保护难民，提供紧急人道援助，包括住所、医疗和教育；
- 需要针对性、临时性和经过经济状况调查的支持来协助弱势群体，确保贸易和农业继续流向新兴和低收入经济体，或考虑通过向能源公司徵收暴利税以提供资金，缓解物价上涨的影响；

- 提倡多元化能源供应并投资于能源安全，减少对化石能源的依赖及供应商多样化，最大限度地利用现有的低排放资源，包括生物能源和核能。提升使用液化天然气，为绿色能源投资提供更多资金。

战争中永远没有赢家，祝愿世界和平。

### 全球紧缩货币政策：投鼠忌器

美联储主席鲍威尔在3月16日正式宣布加息25点子，是相隔两年半后第1次加息，亦为加息潮揭开序幕(美联储新政策的分析，详情可参阅本刊《债券》章节)。在全球通胀未至于失控前，收紧流动性的超前部署是各央行与市场的共识。但问题在于行动的速度及幅度能否与经济增长匹配，这是考验各主要央行的技术题，亦是市场今天激烈的辩题。好比当下央行们要为全球经济切除多个复杂、不稳定而且各有关联的经济恶瘤(百年一遇的疫情、近代罕见的地缘紧张、历史性通胀)，落刀前要深思熟虑。但时间不等人，勉强决定最后变成了一场博弈。央行困于进退两难的局面，政策飘忽亦是市场波动的来源。

### 两难之一：应对通胀的超前部署

美国现今不论消费物价指数(CPI)或核心个人消费支出(PCE)已见40年新高，民间对高通胀的埋怨不绝于耳，对政府造成压力。美联储主席鲍威尔表示要对通胀采取强硬行动，将继续加息，直到通胀得到控制。如有必要，可能会从传统每次25点子上升到更激进的50点子<sup>6</sup>。

俄乌战事后，能源制裁将是议程之一。2019年的数据显示，欧洲整体平均约30%的能源产品依赖俄罗斯进口，首3位分别是匈牙利(76%)、荷兰(65%)及芬兰(50%)，西欧国家例如法国、葡萄牙及西班牙少过10%，但欧洲经济「一哥」的德国则近30%。反映能源引发的高通胀影响将首先在北欧及东欧出现，因欧盟经济共同体制下，风险将蔓延至欧洲经济核心。相反，OECD的比例只有9.5%，同样是石油生产大国的美国更只有1.2%，反映鼓吹能源制裁的议程下，受损最大的其实是欧洲。

<sup>2</sup> 见IMF网站，<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>

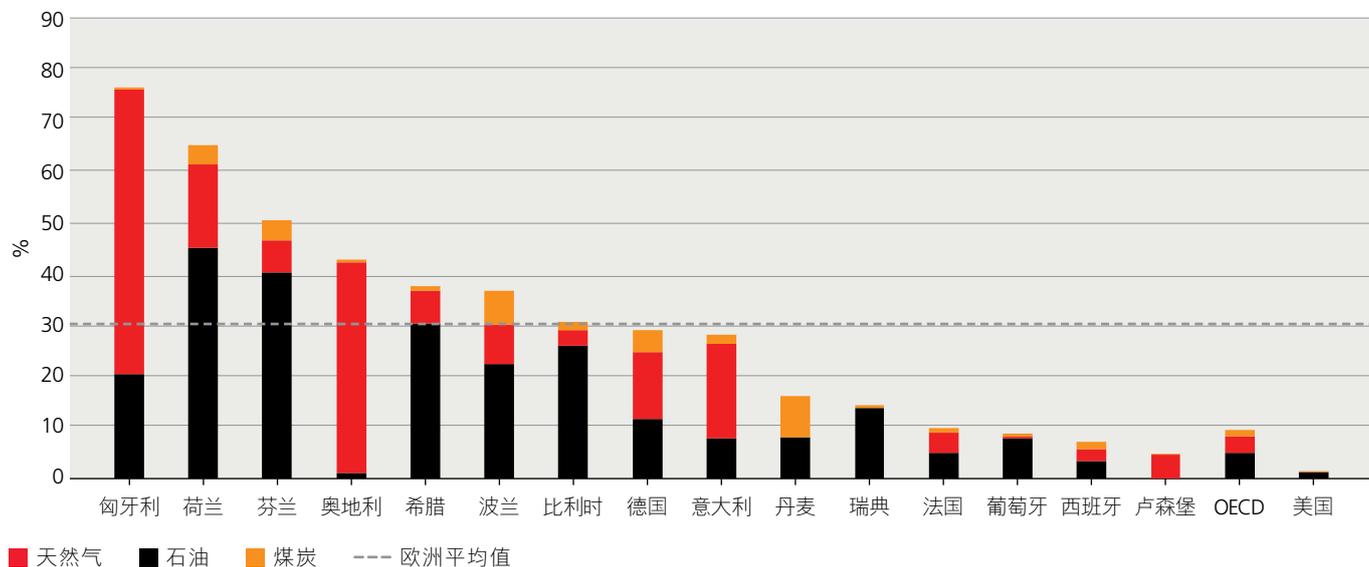
<sup>3</sup> 见IMF网站，<https://www.imf.org/en/Videos/view?vid=6301509343001>

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

<sup>5</sup> 见OECD网站，<https://www.oecd.org/economic-outlook/>

<sup>6</sup> 见CNBC网站，[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](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)

由俄罗斯进口能源产品之百分比 (2019年数据)



资料来源：OECD，数据截至2022年3月31日

根据IMF截至2020年12月的数据显示，能源对主要经济体的通胀变化中影响仍是最大。欧洲及其他成熟市场约占80%，中国约73%。美国本身在页岩油的供应量位于世界前列，较易控制国内能源供应，但通胀变化中仍有约54%源于能源。如未来能源制裁持续，涟漪效应下势将推升全球通胀。

战事同样刺激食品价格上升，但占中美及其他新兴市场通胀的变化比例偏低(约5及7%)，相信与当地农业生产链发展有关。但对欧洲及其他成熟市场，第一产业链已式微多年，并大量依赖进口，今天的战事料对当地通胀火上加油。

利率期货预测，欧央行将把首次加息的时间表由明年提前至今年第三季，虽然欧央行总裁拉加德多次表示加息决定不宜草率，但相信多方压力下最终作超前部署是市场预期之内。

各国及地区的经济领域占通胀变化的百分比 (2020年12月数据)					
项目	美国 (%)	欧洲 (%)	其他成熟市场 (%)	中国 (%)	其他新兴市场 (%)
能源	53.7	79.5	80	72.7	44.4
汇率影响	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

资料来源：IMF，数据截至2022年1月

分析很多时要以史为鉴，从中预测通胀去向。美国方面，过去40年来影响油价的原因多不胜数，而每次都有其独特性，唯有观察油价及美国CPI数据最为实际。历史上油价与CPI走势相若，但起伏不定，反观两者的比例却十分稳定在约12.5倍。即是在历史的洪流中，今天CPI水平实属「正常」的结果。油价下跌当然可以纾缓通胀，但问题是持续加息是否可以压抑油价？加息与今天的制裁有何关系？或是透过加息以压抑刚复萌的需求？或甚是抑制投机资金在衍生市场中流窜？如以上皆否，那财政政策或行政手段是否比货币政策更为实际？其他油价的分析，详情可参阅本刊《另类投资》章节。

纽约期油与美国CPI(按年)比例



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

## 宏观策略

另外，供应链紧张是疫情爆发以来刺激通胀急升的原因之一。年初喜见改善，但相信俄乌战事后，紧张情况短期内难以纾缓。

纽约联储银行及花旗制订了全球供应链压力指数以衡量供应链状况：

- 纽约联储银行全球供应链压力指数：透过全球运输成本及采购经理指数（PMI）数据中3个与供应链相关的组成部分，即「交货时间」、「积压」和「采购库存」为指数的基础。数据主要覆盖7个经贸关联的经济体，包括中国、欧元区、日本、韩国、台湾、英国及美国。
- 花旗全球供应链压力指数：涵盖供应链管理状况、商品消费模式的转变、货币和财政政策刺激总需求的变化、变种病毒的影响及商品价格冲击扩大其他供应面压力的影响。

两项指数皆显示今天的状况与疫前水平仍相距甚远。虽然「共存」阵营逐步开放经济活动有利劳动人口重回岗位，理顺物流业瓶颈。但制裁将增加运输成本，商品价格飙升对其他供应面的冲击及需求与消费模式的转变都令供应链持续紧张。

### 纽约联储银行与花旗全球供应链压力指数



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

由供应链紧张引发的高通胀将进一步延伸至需求面。过去需求不济时，供应商愿意吸收大部份上涨的成本，零售价格涨幅偏低，生产物价指数（PPI）与消费物价指数（CPI）的差距不断扩大。但在多项制裁下，上涨的幅度将高过供应商可承受水平，而且放宽防疫措施将释放压抑多时的购买力，零售商提价的空间更大。因此，预期PPI与CPI将会并驾齐驱，未来CPI升幅将会持续。

放宽防疫措施带来的累计需求复苏是各国未来经济增长的关键，但放任的膨胀可令通胀失控，好比骏马亦须缰绳引导方向及速度，作为衡量加息基础的CPI持续上升将巩固加息的条件，适度收紧流动性可调控经济增长，亦可纾缓吸收经济游资的负面影响。

### 两难之二：经济体量的压力

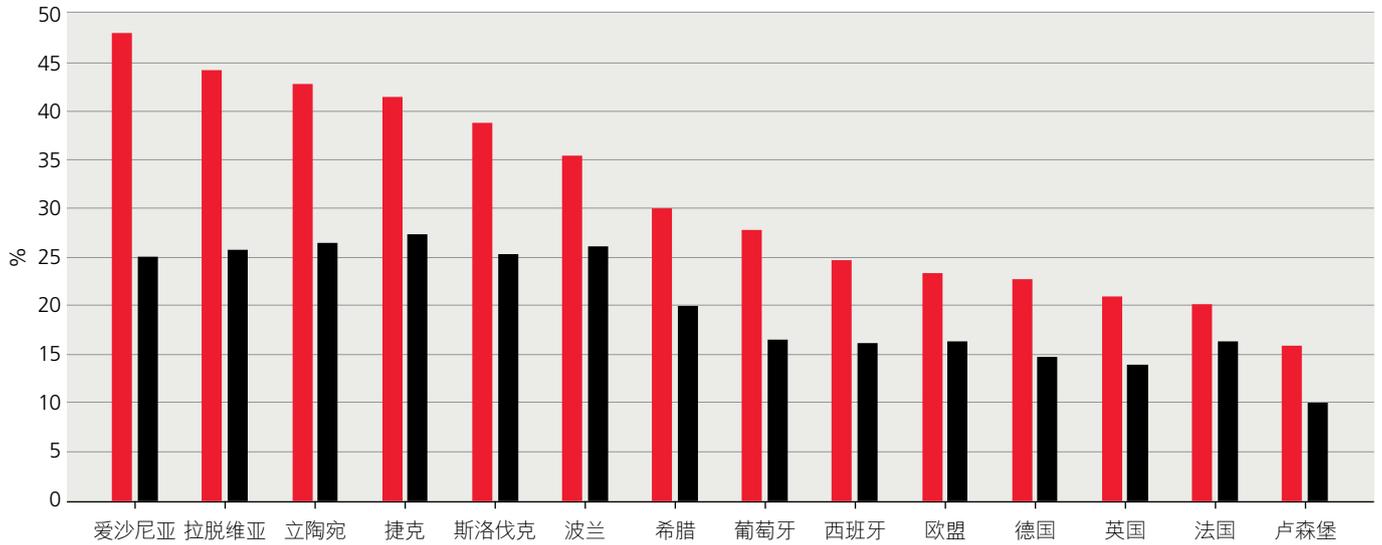
欧洲央行总裁拉加德表示，现时上调欧洲央行指标利率，并不会纾缓欧元区创纪录的通胀，亦不能解决推升通胀的高油价和供应链紧张问题。如果行动过于仓促，反而削弱经济复苏，影响就业市场<sup>7</sup>。她道出欧美经济体量的分别之外，更重要指出当前的通胀不能单靠货币政策，须配合行政手段（商品储备）及财政政策（税改及津贴）才能在不影响复苏下解决高通胀问题。

在俄乌战事之前，全球疫情改善，大多数成熟经济体的财政预算计划在2022和2023年间逐步收紧，尤其与疫情相关的支援措施将逐步取消。战事迫使许多国家又再重新调整预算，尽管存在相当大的财政赤字和较高的债务水平，亦要采取措施以减轻战争刺激能源价格大幅上涨的影响。低收入家庭在能源和食品上的支出占收入比例较高，例如降低他们的电价、降低电力和天然气增值税、向电力公司提供补贴，针对中低收入家庭的现金支援，加大对清洁能源的投资和增加国防开支亦涉及大量的财政支出。虽然偿债负担能力仍然可控，但维持低利率将有助减轻未来国债利息支出。



<sup>7</sup> 见路透社网站，<https://www.reuters.com/article/ecb-policy-lagarde-idINS8N2R301C>

食物及能源消费占国民收入之百分比



■ 收入排序：尾20%人士    ■ 收入排序：首20%人士

资料来源：OECD，数据截至2022年3月31日

美国方面，虽然面对高通胀压力，但市场气氛尚算乐观。美国十大领先指标综合了市场人士对各经济领域的前瞻，指数由去年中起持续下跌，但现水平仍处于疫前范围，亦属过去10年偏高水平，反映市场人士对前景仍然乐观。PPI持续高企的环境下，美国制造业PMI由去年起持续处于扩张水平，亦属过去10年偏高水平。只有消费者情绪自疫情后不断下跌，就算过去有多项政府支援都不能遏止跌势，现水平为10年最低。如果美国通胀跟随油价回落，加上放宽社交距离措施，压抑性需求将刺激消费意欲，为持续加息打好基础。

美国就业市场最新公布3月份官方非农及ADP新增职位分别是43.1及45.5万，而时薪增长为0.4%。虽然3项数据由去年中起持续下跌，但近况已开始出现持平及差不多回复至疫前水平。劳动参与率却有些分歧，主要劳动人口(25至54岁)已回复至约80%，与疫前相若。但55岁以上的参与率仍然偏低，相信与受感染机会偏高及疫后经济结构转型有关。综合劳动市场数据反映疫情期间低或高基数效应已消失，随著政府进一步放宽抗疫措施，将有助劳动市场尽快重回正轨，亦降低美联储持续加息的后顾之忧。

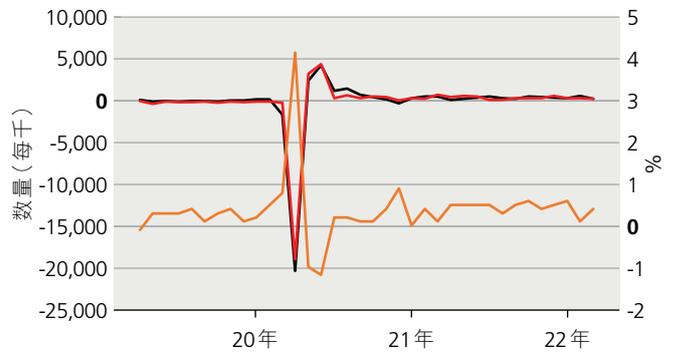
美国领先指标、消费者情绪指数与制造业PMI



— 美国十大经济领先指标(左)    — 密西根大学消费者情绪指数(右)  
 — 制造业PMI(右)

资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

美国新增职位及时薪增长



— ADP新增私人职位(左)    — 美国非农新增职位(左)  
 — 美国时薪增长(右)

资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

## 宏观策略

## 美国不同年龄组别的劳动参与率



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

相信美国在经济体量及前景较其他成熟经济体明朗，就算俄乌战事影响未完全浮现，但预期加息将不会严重打击经济。但以欧洲为主的成熟市场，预期将受制裁等因素正面冲击，除非有突破性的发展，否则困局将不会改变，勉强加息与「躺平」策略皆非上策，博弈之间的波动将会维持。

## 欧美经济步入滞胀的迷思

综合上述分析，美国是有条件在不损害经济复苏下按部就班加息，但应否连续则视乎俄乌战事及经济开放互相抵销的结果。较保守的分析警告<sup>8</sup>，过去70年数据显示持续加息将导致美国跌落滞胀困局。分析结果显示，并非每次加息周期都会导致衰退，但所有收益率曲线倒挂的加息周期都会在1至3年内出现衰退。

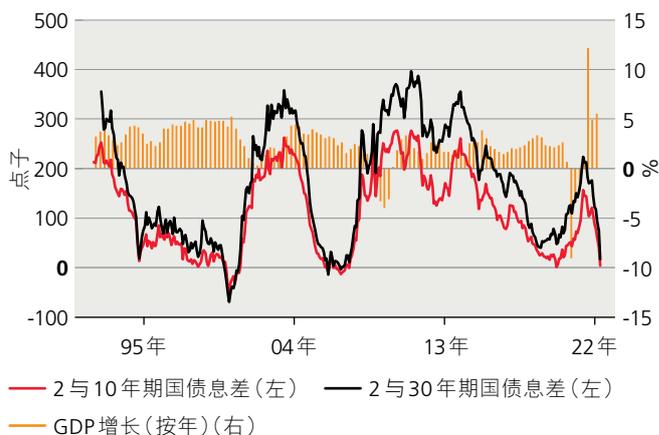
参考过去30年按月的数据，并以2年与10年及2年与30年期收益率差距作为指标，两项指标出现负值的比例只有7及4%。如低过10点为另一指标，比例便上升至12及6%，反映历史上收益率曲线处于平坦甚至「倒挂」的机率很低。当中低息差持续出现3个月以上的年份，集中在1999、2005及2019年，而之后真正出现衰退（GDP增长录得负值）却只有在2008及2020年发生（2000年GDP增长最低仍有约0.2%，只属经济放缓），平均在低息差后约23个月出现。

配合加息周期作分析，同样的数据显示过去30年出现过4次加息周期，分别是1994、1999、2004及2015年。当中只有2004及2015年首次加息后约54个月后出现衰退。另外，加息期间两项息差下跌占比约63%，而按月反弹超过10点子的占比更只有9%，显示加息期间息差普遍下跌。

综合分析结果，反映在加息期间收益率曲线持续下跌或趋向平坦的情况实属正常反应，而非完全与经济表现有关。历史上收益率曲线平坦或「倒挂」的机率较低，但配合加息周期同时出现时，往后出现衰退或经济放缓的机率偏高。补充说明，低息差环境须持续出现3个月以上，而衰退约在23个月后而非即时发生。

因此，如美联储能适时配合经济表现调整货币政策，经济衰退仍可避免。

## GDP及美国国债息差

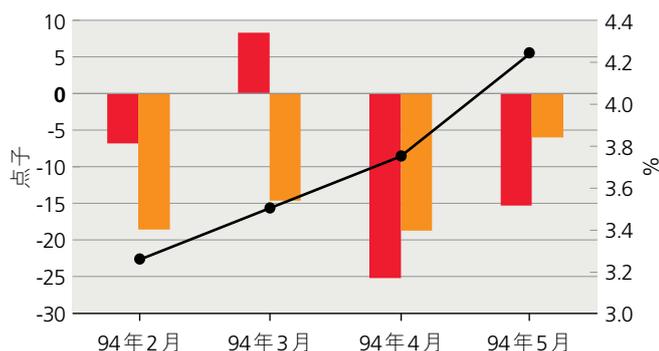


资料来源：彭博，数据截至2022年3月28日

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



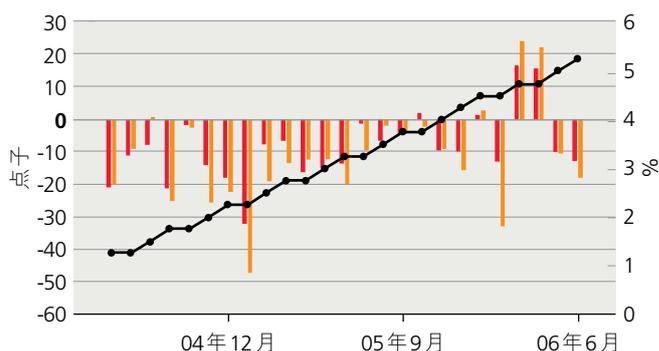
美国联邦利率及美国国债息差变化 (1994年)



■ 2与10年期国债息差 (左) ● 联邦利率 (右)  
 ■ 2与30年期国债息差 (左)

资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

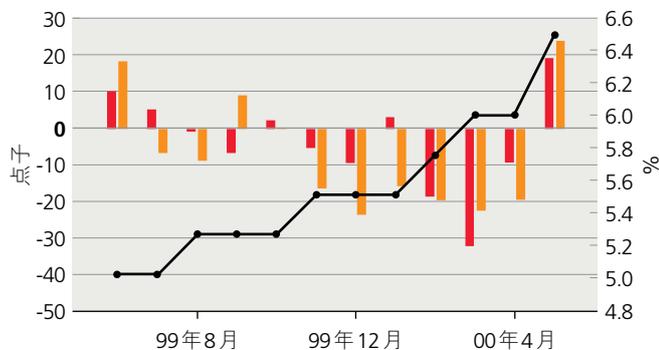
美国联邦利率及美国国债息差变化 (2004年)



■ 2与10年期国债息差 (左) ● 联邦利率 (右)  
 ■ 2与30年期国债息差 (左)

资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

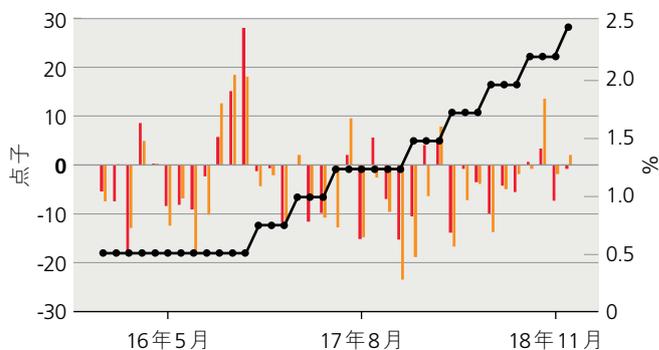
美国联邦利率及美国国债息差变化 (1999年)



■ 2与10年期国债息差 (左) ● 联邦利率 (右)  
 ■ 2与30年期国债息差 (左)

资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

美国联邦利率及美国国债息差变化 (2015年)



■ 2与10年期国债息差 (左) ● 联邦利率 (右)  
 ■ 2与30年期国债息差 (左)

资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

## 宏观策略

欧洲方面，前景并不明朗。根据上述分析，经济明显受俄乌战事打击，由能源到食品对俄罗斯的依赖相信短期内难于逆转，就算逐步摆脱依赖，过程亦是痛苦的。另外，各欧洲国家受影响的程度相差颇大，预期考量自身利益后更难达至加息共识。

透过购买力平价指标比较欧美消费及生产力，显示欧元生产力与美元相若，但消费力约低10%，反映消费领域偏弱，与美国消费情绪类似。但个别非欧元国家，尤其北欧普遍出现双位数跌幅，反映当区货币政策(汇率)正影响经济，但政策又处处受制欧美央行，经济前景并不乐观。

## G10购买力平价指标(美元为基础)

国家	消费值(%)	生产值(%)
纽元	13.07	22.91
瑞士法郎	5.17	-15.20
澳元	4.68	8.44
英镑	-1.68	-18.17
加元	-7.66	3.72
欧元	-9.90	-0.95
丹麦克朗	-10.96	-23.21
挪威克朗	-31.25	60.96
日圆	-60.50	-52.77
瑞典克朗	-64.89	-49.99

资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

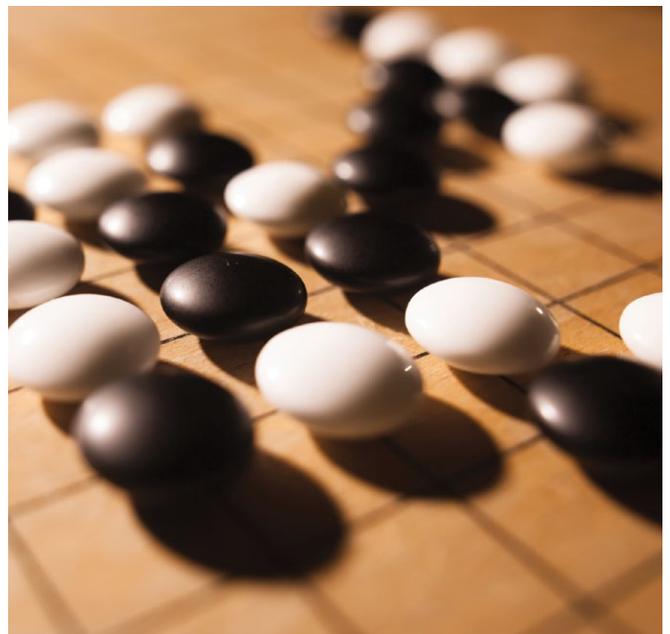
彭博综合各项指标及因素，提供预测美国及欧洲在未来1年出现衰退的机率，分别是20及25%，自3月起各自上升5%，以反映俄乌战事影响。但欧洲现水平与疫前相若，美国更低过疫前水平(35%)，反映市场预测经济风险走弱但未言衰退，遑论滞胀。

## 美国及欧洲出现衰退机率(未来1年)



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

综上所述，面前俄乌战事引发国际间在经济上穷兵黩武，背后疫情反覆勉强开放经济成效存疑，但两大极端风险非金融政策可控，同时出现更是前无古人。但是人心叵测，国与国之利益繆葛千丝万缕，而开放经济亦非完全人道考量。那么由财金官员到市场参与者，都只能见步步行，随机应变。



# 宏观经济

## 涟漪连绵

东亚银行经济研究部



## 香港经济展望

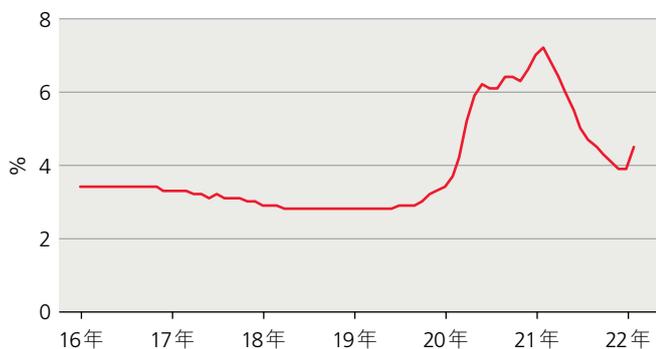
### 新冠确诊上升，拖累就业市场

香港第五波疫情在3月初达到高峰，累计有超过110万宗确诊个案和7,000人死亡。据报3月9日每百万人口中约有38.5人死亡，死亡率为全球最高。由于新增确诊个案仍高企，香港经济承受极大压力，采购经理指数(PMI)从1月份的48.9下降至2月份的42.9。

同时，香港就业市场急速恶化。失业率在12至2月平均上升至4.5%，高于11至1月份的3.9%。期内，餐饮服务活动业的失业率急升1.9个百分点至8.1%，而其他行业，如艺术、娱乐及康乐活动亦见显著恶化，失业率上升至8.2%。

政府宣布推出新一轮「保就业计划」以支持劳动市场，将向企业发放5月至7月份的工资补贴，向每名员工每月补贴8,000港元。

### 香港失业率



资料来源：香港政府统计处，数据截至2022年3月17日

### 零售销售及通胀率因消费情绪而受压

零售销售方面，2月零售额按年下挫14.6%，扭转1月4%的升幅。超级市场生意额按年上升5.8%；药物及化妆品则上升8.8%。而衣物及鞋类、珠宝首饰等奢侈品则分别下跌39及33.3%。Omicron变种病毒在香港肆虐，抑压消费者情绪；而店员确诊数字上升，亦导致商铺需要关门，影响销售情况，甚至连锁超级市场及餐厅亦宣布缩短营业时间。

此外，由于美国通胀较预期更强和持续时间更长，美国联储局可能会加快收紧货币政策的步伐，使香港的资产市场出现波动，对香港的私人消费产生负面影响。

而2月通胀率为1.6%，较11月的1.2%加快，主要因为从内地输港的新鲜蔬菜曾受到影响，价格急升。展望未来，俄罗斯和乌克兰的军事冲突引发的能源价格飙升加剧通胀压力。然而，电力和天然气在消费物价的权重仅为2.5%，反而由于最近爆发疫情，香港的经济活动低迷，将对通胀压力产生更大的负面影响。

### 香港放宽隔离措施

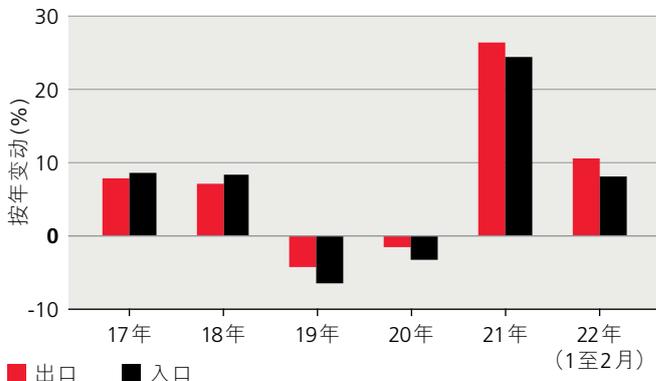
香港决定更改对海外入境人士的要求。由4月1日起，将取消对包括美国及英国在内的9个国家民航客机来港的禁令，容许香港居民返港，而入住酒店隔离的时间由14天缩短至7天。同时，政府公布了放宽防疫措施路线图。学校将从4月19日起恢复面授课程，而公共场所将从4月21日起的3个月内，分3个阶段解除大部分社交距离措施，并暂缓全民检测计划。尽管有所放宽，但不计其他大中华地区，香港仍然是亚洲实施最严格旅游限制的城市。

### 出口仍是经济亮点

出口一直为经济的主要亮点，然而，近期出现放缓迹象，2月按年上升0.9%，而1月则上升18.4%，主要因为农历新年的时间不同，以及环球需求放缓。

展望未来，下行因素，包括供应链瓶颈、运输成本上升、以及全球经济减慢的压力仍然存在。加上内地疫情若恶化，会引发工厂及港口关闭，而俄乌冲突影响全球市场情绪，并可能影响出口需求。但实际影响取决于冲突持续的时间，以及对发达国家的经济是否产生实质影响。总括而言，预计经济今年增长1.7%，通胀率则上升至2%。

### 香港进出口



资料来源：香港政府统计处，数据截至2022年3月28日

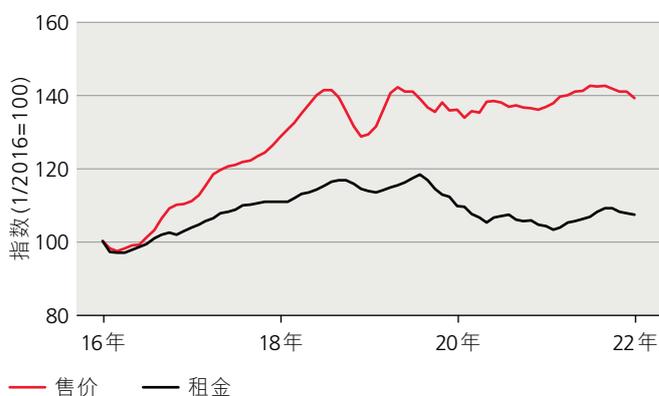


### 住宅楼价因疫情爆发及股市表现而受压

香港住宅市场方面，根据差饷物业估价署的数据显示，截至2月底，私人住宅楼价指数按月下跌2.1%至13个月低位，租金则按月上升0.5%。

美联储在3月加息0.25厘，为2018年12月以来首次加息，主席鲍威尔暗示必要时可能加息0.5厘。由于市场流动性充裕，预计港息不会与美息同步上升。相反，楼市目前表现更取决于疫情和股市表现欠佳。但《财政预算案》中宣布放宽成数按揭楼价上限，对市场情绪起正面作用。

香港住宅售价及租金指数



资料来源：差饷物业估价署，数据截至2022年3月29日

## 宏观经济

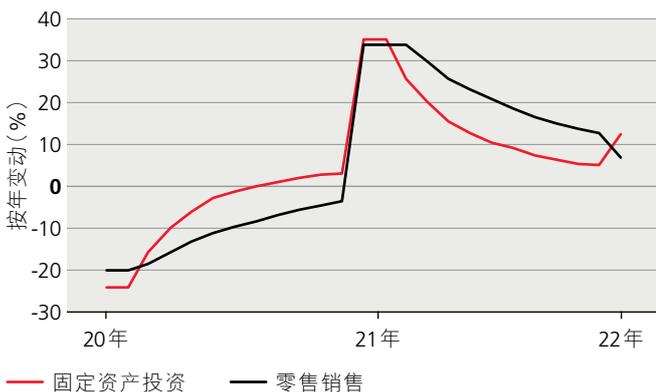
## 中国内地经济展望

## 经济表现优于预期，但风险仍在

受到冬季奥运会及由政府主导的基建投资带动，2022年首两个月的宏观经济指标比预期佳。然而，新冠病毒确诊个案再度上升，以及俄乌军事冲突等因素，为经济增添不明朗因素。

1至2月社会消费品零售额按年上升6.7%，高过市场预期的3%。受惠于冬季奥运会，滑雪设备及冰雪运动等的产品销情理想，支持零售增速优于预期。1至2月期间的固定资产投资增长稳健为12.2%。而由于今年提前开展地方政府专项债，首两个月基建投资按年大幅增长8.1%，较2021年同期的0.4%显著提升。不过，2021年全年的房地产投资录得4.4%增速，今年首两个月有关投资增长放缓至3.7%。

## 累计固定资产投资及零售销售

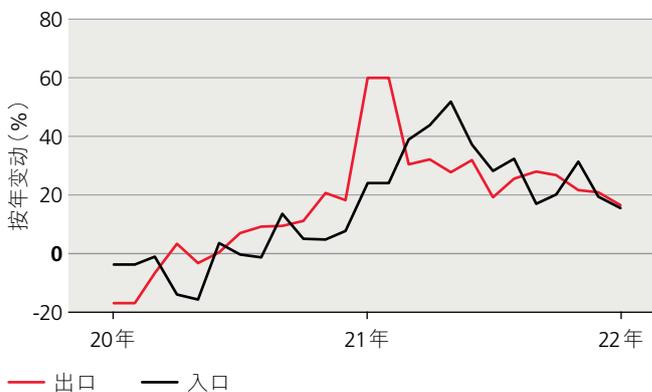


资料来源：国家统计局，数据截至2022年3月15日

在2022年首两个月，工业生产按年升7.5%，显著高过市场预期的4%。生产者物价指数由去年录得的高水平持续回落，按年增速从1月份的9.1%下跌至2月份的8.8%。外贸方面，1至2月份中国出口表现较预期佳，按年上升16.3%。但是，新冠疫情恶化重推封城措施，为工厂营运带来威胁。在此背景下，城镇调查失业率持续温和上升，在2月份上升0.2个百分点至5.5%。

展望未来，新冠疫情恶化及房地产行业疲弱的压力继续为经济复苏添上阴霾。另外，俄乌冲突亦可能拖累全球经济复苏，引致贸易增长减慢及能源价格进一步上扬。总括而言，预计经济今年增长5.3%，通胀率上升至2.2%。

## 中国内地进出口



资料来源：海关总署，数据截至2022年3月7日

## 政府阐述政策支持方向

根据3月中发布的《2022年政府工作报告》(「报告」)，政府将2022年国内生产总值(GDP)增长目标设定为5.5%。为达至这个目标，政府将通过减税降费推行支持性财政政策，以扶持企业及纾缓特别是中小企的财政负担。预料2022年退税减税规模达2.5万亿元人民币，以及针对制造业、科研和技术服务和生态环保等行业提供增值税退税。此外，整体财政对地方政府的支持力度维持坚实，中央对地方政府的转移支付增加1.5万亿人民币至9.8万亿人民币，按年增长18%。

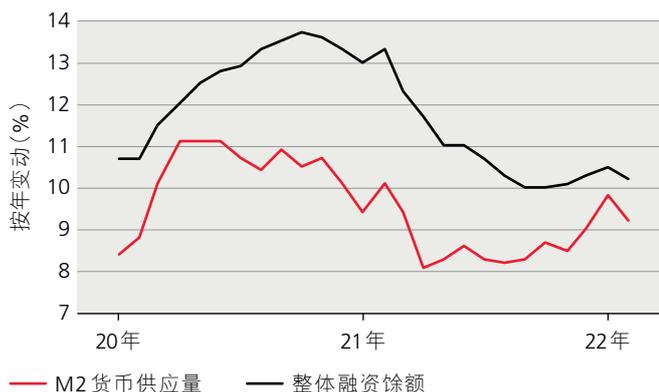
为了更长期的可持续发展，政府亦在报告中概述降低碳排放及加快绿色能源转型计划。一方面，促进燃煤电厂升级，加强煤炭运用更清洁、高效减少碳排放。另一方面，有序提高风力发电、光伏发电等替代能源的使用比率。另外，评估指标亦从能源消耗量角度向碳排放量的方向转变，意味着有意避免去年10月出现的「一刀切」限电再度发生。从另一角度观察，政府预示须通过投资更多在高效的能源基础设施上，减少碳排放。

### 信贷扩张放缓，意味需要更进一步放宽

主要货币指标反映2月份信贷状况持续温和扩张，但与前几个月相比，农历新年后的增速略有放缓。2月份M2货币供应量按年增长9.2%，较1月份9.8%增速低。另外，2月份社会融资规模存量按年扩张10.2%，较上月录得的10.5%增速减慢。

除了新冠疫情爆发及房地产问题外，俄乌地缘政治风险升级亦加剧对经济不确定性的忧虑。另外，低通胀压力亦为货币宽松提供空间，2月份消费者物价按年上升0.9%，与1月份持平。为达成经济增长目标，预料中国人民银行将加强宽松货币政策，以确保对实体经济的支持。

中国内地信贷增长



资料来源：中国人民银行，数据截至2022年3月11日

### 房地产市场稍见放宽迹象

与1月份0.1%按月增速相比，2月份楼价则按月持平。购房情绪在各城市不尽相同，一线城市楼价录得按月增长，三线以下城市的楼价则呈相反走向。虽然下调楼宇按揭相关的利率，但疫情影响市场活动，销情仍然受压。预料有关房地产行业的政策支持及阐述将更加明确，因城施策以促进房地产行业良性发展和防止楼价进一步下跌，激励购房者及满足其合理住房需求。



Image source: Unsplash

## 宏观经济

## 亚洲经济展望

## 亚洲主要经济体在2021年第四季释出积极信号

2021年第四季大部分亚洲经济体延续复苏势头。例如，第四季南韩国内生产总值(GDP)按年上升4.2%，较第三季录得的4%按年增幅微升。印尼GDP按年增速则从第三季的3.5%上升至5%。马来西亚经济甚至从第三季的按年跌幅4.5%中反弹，第四季按年增长3.6%。

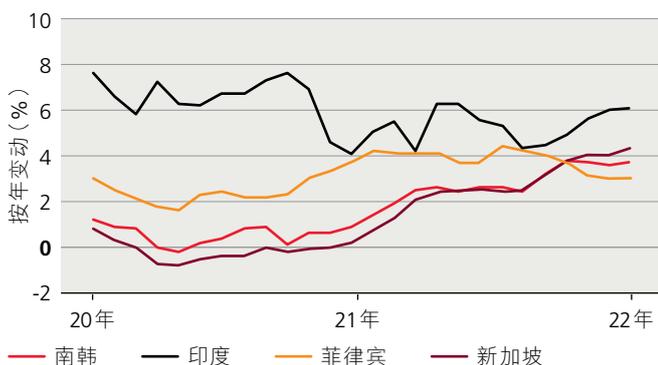
## 亚洲个别经济体GDP



资料来源：彭博，数据截至2022年3月25日

与上一季相比，近月大部分亚洲经济体的通胀大致平稳。与2021年12月相比，2022年2月南韩通胀率维持在3.7%。2022年2月份新加坡消费者物价按年上升4.3%，较2021年12月份的4%略高。不过，近月印度通胀率则录得较明显上升，从2021年11月的4.9%升至2022年2月的6.1%。

## 亚洲个别经济体的通胀



资料来源：彭博，数据截至2022年3月25日

尽管具高度传染性的Omicron新冠变种病毒引起的感染增加，部分主要的亚洲经济体仍倾向放宽国内的社交距离措施并重新开放边境。当中，南韩政府推迟餐厅的营业时间许可至晚上11点。另外，马来西亚政府亦扩展与新加坡的疫苗接种者旅游通道，自3月中起该措施扩大至泰国和柬埔寨，来自该3个国家的已接种疫苗旅客可在毋须经历长时间隔离的情况下，进入马来西亚。社交距离措施逐步放宽以及重开国际边境预料将改善国内需求及促进旅游业复苏。

## 地缘风险升级，压抑复苏动力

俄罗斯与乌克兰之间的地缘政治危机自2月底起升级成军事冲突，西方国家对俄罗斯实施制裁，以及避险情绪升温。另外，基于俄罗斯作为主要原油出口国，地缘政治危机以及接连的制裁措施触发油价飙升。考虑到乌克兰作为小麦的主要出口国，谷物价格亦见上升势头。

因应冲突和制裁措施的持续时间，部分亚洲主要经济体特别是能源净进口国例如越南、印度及泰国，将面对能源价格加剧上升的压力，以及资本加速外流至其他避险经济体。另外，部分作为能源净出口国的亚洲经济体例如印尼则受惠于能源价格上升。

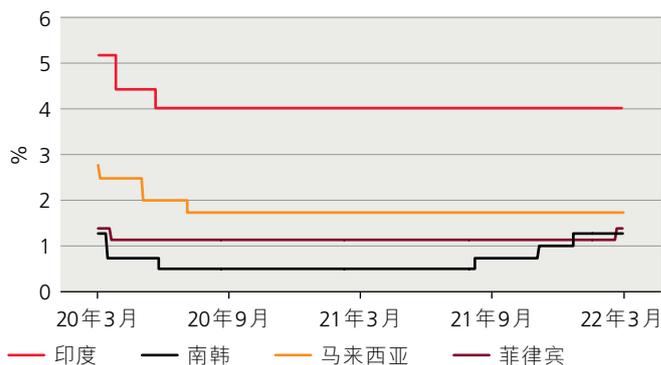
地缘政治危机升级将透过价格效应打击能源净进口国的消费及制造业。在部分亚洲经济体包括泰国、越南和菲律宾中，食物及能源占消费者价格篮子的比例显著。能源和食物价格上涨将明显增加居民的财务压力，限制经济复苏的空间。此外，能源价格上升亦加剧能源密集型制造业的生产成本，削弱廉价劳动力优势。

## 部分亚洲央行开始货币政策正常化

面对通胀高企，部分亚洲央行开始退出货币刺激措施。南韩央行在2022年1月14日宣布将指标利率调升25个基点至1.25%，为自2021年8月以来连续第三次的加息行动。另外，台湾央行在3月17日宣布将重贴现率上调25个基点，从1.125%上升至1.375%。除加息外，印尼央行则在2022年1月20日宣布在未来8个月上调银行存款准备金率(RRR)300个基点，作为货币紧缩的讯号之一。另一方面，泰国和马来西亚央行则维持其关键利率不变。

关键利率和RRR提升预料将增加借贷成本及抑制企业面对的流动性环境，导致需求下降，加重财务负担。在这个背景下，预料亚洲央行将审视其国内市场，以平衡通胀风险以及由地缘政治风险升级引发的需求放缓。

## 亚洲个别经济体的政策利率



资料来源：彭博，数据截至2022年3月25日

# 美国经济展望

## 通胀飙升和劳动力市场持续改善支持联储局进一步加息

美国劳动力市场在2月份继续改善，当月非农就业职位增加678,000个，高于市场预期，上月非农就业职位增幅亦向上修正至481,000个。与此同时，2月份失业率从1月的4%微跌至3.8%，进一步接近疫情前的3.5%水平。劳工收入继续稳健增长，2月份平均时薪按年增长5.1%。

### 美国非农就业职位



资料来源：彭博，数据截至2022年3月24日

同时，能源价格上涨、供应链瓶颈持续存在以及半导体晶片等供应短缺，将美国通胀推至40年来的新高。2月份整体消费者价格指数(CPI)按年升幅从上月的7.5%进一步上升至7.9%。剔除波动较大的食品和能源类别的核心CPI录得6.4%升幅，亦是自1982年8月以来的最大涨幅。在俄罗斯入侵乌克兰的情况下，通胀上升削弱消费者信心。密歇根大学消费者情绪指数初值从2月的62.8降至3月的59.7，为2011年9月以来的低位。

在此背景下，美联储在3月会议宣布将联邦基金利率目标上调25个基点至0.25至0.5%，并暗示2022和2023年将进一步加息。联储局还提醒，俄乌战事短期内对通胀带来额外上行压力。联储局最新的联邦基金利率中位数预测意味着联邦基金利率目标将在今年年底前升至1.75至2%，并可能在2023年再加息4次，每次25个基点。市场普遍认为3月会议的预测比之前更鹰派。此外，主席鲍威尔也表示，最早可能在5月开始缩减9万亿美元的资产负债表。



### 美国通胀率



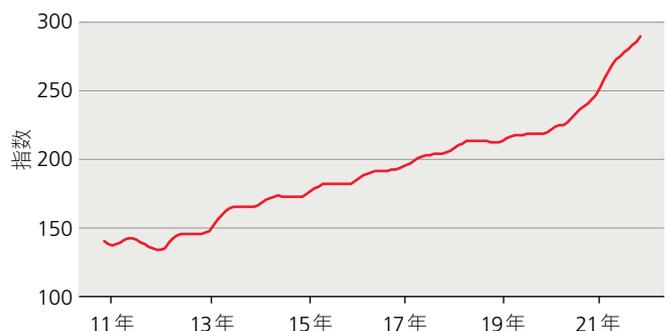
资料来源：彭博，数据截至2022年3月24日

## 乌克兰危机延长的风险为中期前景蒙上阴影

展望未来，乌克兰危机的发展将给美国通胀前景和供应链瓶颈增加不确定性。美国政府对俄罗斯实施制裁，包括禁止进口俄罗斯石油、天然气和煤炭。如果石油输出国组织(OPEC)不能大幅增产，更多美国盟友对俄罗斯石油和石油产品实施类似禁令，国际能源价格将居高不下，通胀压力会持续更长时间。除了与乌克兰危机相关的不确定性外，如果可再生能源的生产和绿色技术的发展落后于需求，美国温室气体排放量到2030年将比2005年水平减少一半的承诺，也可能令通胀在高水平停留较长时间。

此外，随着中期选举临近，美国政客可能对中国采取更强硬立场，导致金融市场进一步波动。利率上升也会增加房地产等资产市场此前受益于低利率环境，但现面临估值调整的可能性。这些将对消费者的个人财富和支出产生负面影响，拖累经济增长。由于通胀居高不下，联储局大幅缩减正常化进程的空间有限，美国政府计划推出大规模刺激方案时亦可能面临更多困难。美国经济中期可能面临更大的滞胀风险。

### 标普 CoreLogic Case-Shiller 20城综合房价指数



资料来源：彭博，数据截至2022年4月1日

## 宏观经济

## 英国经济展望

## 2022年初英国GDP增长加快

随着Omicron变种病毒的影响开始减退，英国经济在2022年初开始回升。1月份国内生产总值(GDP)按月增长0.8%，同时亦比疫情前水平高0.8%，而2021年12月则按月跌0.2%。1月份GDP增长主要受服务业增长0.8%推动，而建筑业则增长1.1%，制造业亦录得0.8%的增长。面向消费者的服务业在1月份强劲反弹，按月增长1.7%，主要受餐饮服务活动增长6.8%和零售贸易增长1.9%所推动。

## 英国GDP



资料来源：彭博，数据截至2022年3月24日

尽管Omicron病毒传播，但英国劳动力市场仍在持续改善。失业率在截至1月份的3个月降至3.9%，低于截至12月的3个月的4.1%。与此同时，英国2月份通胀压力进一步加大，创30年新高。继1月份按年升5.5%之后，2月整体消费者价格指数(CPI)按年上涨6.2%。2月核心CPI亦录得5.2%的增长，高于上月的4.4%。随着通胀压力攀升和乌克兰危机加剧，通胀可能持续更长时间的预期，消费者信心受到负面影响，GfK消费者信心指数从上个月的-26跌至3月的-31。

## 英国通胀率



资料来源：彭博，数据截至2022年3月24日

英格兰银行在3月会议上如预期将银行利率上调至0.75%。与2月份的会议不同，货币政策委员会没有成员在3月份的会议上投票支持加息50个基点，而一名成员则投票支持维持利率不变。此外，英国央行还在政策摘要中指出俄罗斯入侵乌克兰给通胀带来的额外压力，目前预计通胀将在2022年第二季度升至8%左右。在2月会议上，英格兰银行原本预计通胀将在4月达到约7.25%的高位。此外，英格兰银行还表示，未来几个月进一步适度收紧货币政策可能是合适的，但这种判断取决于通胀的中期前景如何演变，存在双向风险。

## 乌克兰的冲突令英国的中期前景蒙上阴影

展望未来，随著英国政府于3月18日取消剩余的旅行限制，预计未来几个月英国服务业的情绪将进一步改善。尽管如此，乌克兰冲突延长的风险可能会为持续的复苏带来不确定因素。俄罗斯入侵乌克兰后，英国政府跟随美国对俄罗斯实施制裁，包括在2022年底前逐步停止进口俄罗斯石油。虽然俄罗斯石油进口仅占英国石油需求的8%，但俄罗斯入侵乌克兰造成的生产中断，令国际能源价格飙升，仍可能令英国本地能源价格上涨。

在2月初，英国政府宣布了一系列措施以减少能源费用上涨的部分影响，其中包括在4月向80%的住户一次性退市政税150英镑，以及在今年秋季向所有家庭减少200英镑的能源费用。此外，财政大臣辛伟诚在春季预算案中宣布在未来12个月内，每公升燃油税将削减5便士，并将支付国民保险的门槛提高至3,000英镑，还承诺在2024年将基本所得税税率降低1个百分点。然而，能源费用折扣将分5年摊还，随着国民保险缴款和股息税率的提高以及燃油价格的上涨，家庭可支配收入在中期内会受压。加上英格兰银行持续加息和政策正常化，金融环境收紧可能对家庭消费和企业投资产生负面影响，构成中期GDP增长放缓的风险。

## 全英房屋抵押贷款协会楼价指数



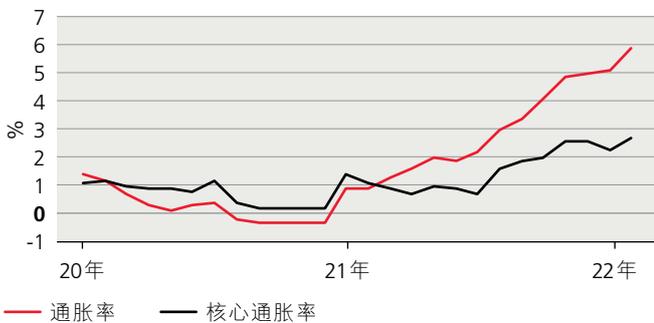
资料来源：全英房屋抵押贷款协会，数据截至2022年4月1日

# 欧元区经济展望

## 地缘政治冲突为经济复苏添压

2月份欧元区通胀率攀升至5.9%，高过1月份的5.1%。能源价格持续成为通胀高企的主因，其次为食物价格上涨的压力升温。2月份能源价格按年上升32%，较上月28.8%增速水平高。另外，食物及烟酒类价格按年增幅连续4个月上升，2月份录得按年上升4.2%。主要必需品例如能源及食物等价格飙升，加剧居民的生活成本，抑制服务及奢侈品的消费。

### 欧元区通胀率



资料来源：彭博，数据截至2022年3月25日

1月份工业生产按年下降1.3%，主要因为资本产品生产录得8.4%的按年跌幅。地缘政治冲突预料将加剧供应链干扰及部分主要原材料贸易的问题，为制造业带来压力。例如，针对往返俄罗斯的航运及航班限制将导致航运路线重组及运输力下降，从而引致航运成本上升。另外，乌克兰亦是其中一个氖气(生产半导体的主要原材料)生产国。两国之间的军事冲突导致氖气生产停滞，为已经紧张的半导体供应链添压。欧元区制造业采购经理人指数(PMI)初值从2月份58.2下跌至3月份的57。

### 欧元区 PMI



资料来源：彭博，数据截至2022年3月25日

2022年1月欧元区零售额按月增长0.2%，从2021年12月2.7%的按月跌幅止跌回升，但仍然低过市场预期1.5%升幅。在各分项中，1月份专卖店车用燃料销售录得较大跌幅，按月跌1.3%。车用燃料的拖累反映能源价格飙升住户购买力疲弱，抑制零售消费的复苏动力。3月份欧元区服务业PMI下跌至54.8，较2月份的55.5低。

### 欧元区零售销售



资料来源：彭博，数据截至2022年3月25日

外贸方面，2022年1月份欧元区持续录得77亿欧元的贸易逆差，从2021年12月份的97亿欧元逆差收窄。1月份出口按月上升3.4%，而进口则按月上升2.3%。

展望未来，经济复苏受疫情反覆、供应链瓶颈及通胀高企等多方冲击，俄乌地缘政治危机将进一步对复苏动力添压。除了能源因素外，俄罗斯及乌克兰作为小麦和玉米的主要出口国，供应紧张下预料食物通胀率进一步攀升。短期而言，虽然欧元区经济活动随着疫情相关限制放宽而开始恢复正常，但主要必需品价格上升及经济不确定性的预期升温，使以消费推动的复苏势头减弱。

## 对俄罗斯能源的依赖进一步引发对 ESG 议题的关注

俄罗斯入侵乌克兰引起人们对环境、社会、管治(ESG)因素对经济影响的关注。欧洲倚重俄罗斯天然气进口，约占40%。为应对欧盟的制裁措施，俄罗斯有机会中断天然气供应作为回应。另外，在俄罗斯对乌克兰发动攻击的背景下，消费者亦日渐期望他们光顾的公司不应该与俄罗斯有商业连系。

欧盟宣布计划在2023年前将俄罗斯天然气进口量削减三分之二，而部分欧洲政府亦寻求加快可再生能源的投资。当中，德国正加快其太阳能和风能项目的发展，德国经济部部长称，可再生能源发展提速是降低对俄罗斯燃料依赖的关键。因此，发展可再生能源并不单止是应对气候转变的手段，亦有助加强经济体的能源稳健度。除环境考虑外，部分欧洲公司亦宣布退出其在俄罗斯公司的股份，以符合公众期望。

## 驾驭风浪

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪  
东亚联丰投资团队



东亚银行财富管理处首席投资策略师 李振豪

## 驾驭风浪

上季预期环球股市大幅波动，但非逆转。背靠的是企业盈利在疫情肆虐下仍然乐观，但面对各央行启动紧缩货币政策，尤其美联储首次加息令全球投资者严阵以待，气氛趋向谨慎。加息并非洪水猛兽，周期初段须待市场消化和调适投资组合，及后各地股市便重拾升势。美国中期选举之前中美关系趋向紧张，金融及经济领域上持续过招，刺激中美本土企业但打击两地上市或盈利交迭的股份，ESG股份成投资新宠。过去预测大致与今天结果相若。

到了第二季，俄乌战事实属极端风险，往往是雷达探测以外的因素。除了短期内震撼各资产市场，推翻去年底对今年的大部份预测，亦扭转中长期经济及金融生态（详情可参阅本刊《宏观策略》章节）。国际货币基金组织（IMF）在今年1月为去年10月对2022年全球主要经济体的国内生产总值（GDP）增长预测作出修正，21个国家中有17个须要下调，以反映Omicron肆虐下全球经济不容乐观。

IMF对各国2022年GDP增长预测及比去年10月预测时修正百分比

国家	修正后增长预测 (%)	修正幅度 (%)
澳洲	4.1	0.0
巴西	0.3	-1.2
加拿大	4.1	-0.8
中国	4.8	-0.8
法国	3.5	-0.4
德国	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
南韩	3.0	-0.3
马来西亚	5.7	-0.3
墨西哥	2.8	-1.2
荷兰	3.3	0.1
波兰	4.6	-0.5
俄罗斯	2.8	-0.1
南非	1.9	-0.3
西班牙	5.8	-0.6
泰国	4.1	-0.4
英国	4.7	-0.3
美国	4.0	-1.2

资料来源：IMF，数据截至2022年1月

市场普遍预期国际制裁将比战事更为长久，相信今年的经济表现将比IMF修正后的预测更差。风起云涌下胁迫投资情绪，但亦有利战事相关红利的板块。

美国中期大选迫在眉睫，总统拜登的净支持度仍处于负值。虽然处理俄乌战事的手法赢回部份支持，但要确定胜算仍有漫漫前路。食髓知味，预期中美交恶势成下一个地缘政治的磨擦点。中国比俄罗斯的国际聚焦度更大，关系愈紧张愈有利拜登选程。一波未平一波又起，影响的是两地以至全球投资市场。

全球疫情进入瓶颈及民间抗疫疲劳，「共存」阵营放宽措施可换来经济复苏，但感染人数回升又是不争事实。「性命攸关」与「经济至上」是决策者面对的两难。真正的「共存」彷彿遥远的彼岸，如何冲破栉比鳞次的卷浪仍考验各领导人的智慧。

战事推动商品价格飙升正为疫情下全球供应链紧张火上加油，相信各央行如何快马加鞭也追不上通胀的升幅，但急功求成或会打垮经济复苏的势头，何况战事与疫情亦非货币政策所控。作为带领全球经济的摆渡人，就算旅途有多少痛苦，冀望能一帆风顺到达彼岸。

本章节的标题是《驾驭风浪》，意谓面对来势汹汹的卷浪，须要怀著无比的勇气及冷静的思维，技巧地在巨浪中拿捏平衡，游刃在风浪中奋勇向前，危机中享受欢愉。

### 俄乌战事：目标明确

#### 来去匆匆的战事阴霾

最相近的历史事件，相信是2014年克里米亚战事<sup>1</sup>。当时俄罗斯总统普京召开国安会议后决定克里米亚须回归俄罗斯管辖，并在当年2月23日挥军进攻乌克兰，数日后夺取克里米亚的战略重地，宣布该地区独立并举行公投。直至3月25日，乌克兰军队开始陆续撤出克里米亚，战事扰攘共30日。期间俄罗斯决定把克里米亚划为经济特区，在当地投资的企业可享税务优惠。但乌克兰坚决不承认克里米亚共和国独立地位或加入俄罗斯为合法，联合国大会亦拒绝承认公投，至今仍未有确实结果。事后欧美纷纷制裁俄罗斯，而俄罗斯亦进行反制。八大工业国组织中除俄罗斯外的7国决定将俄罗斯会籍暂时冻结，而俄罗斯官方表示未对其经济造成明显损失。

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

## 股票

虽然战事规模、持续时间及欧美介入程度有异，但是次战中无论俄军出兵的（部份）原因、入侵方式，甚至爆发日期，都与2014年时十分相似。今天战事仍未平息，预期市场焦点将由战事规模及破坏程度（如核设施）转到欧美与俄罗斯互相制裁，将如何影响全球经济发展（详情可参阅本刊《宏观策略》章节）。

MSCI世界指数在2014年战事前曾跌过约5%，但迅速收复失地，战事期间反而变动不大，往后更持续上升。今年战事前指数因全球紧缩货币政策而下跌，战事开始后跌约8%，欧美宣布不会军事介入，MSCI世界指数随即反弹。截至3月31日，指数已回归至战前水平，虽然战事仍未完结，但指数走势反映市场已消化对经济的影响。

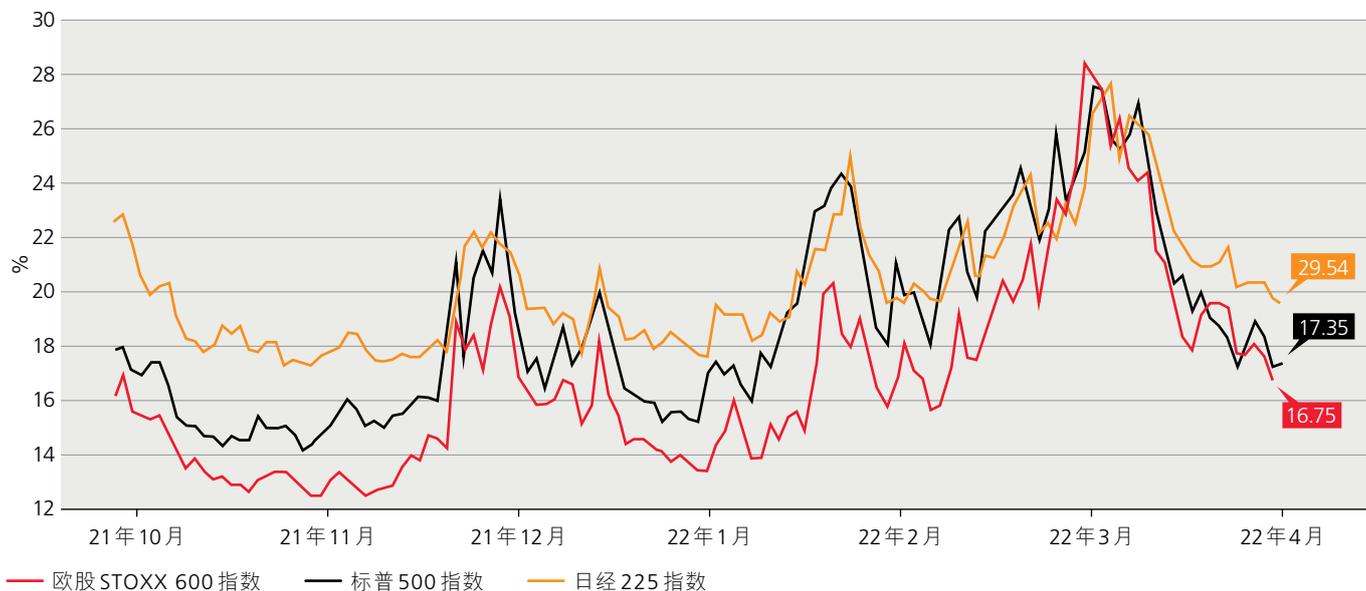
MSCI世界指数变化（2014年上半年及2022年首季表现）



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

往后市场焦点将落在双方制裁上较劲，看似处处碰壁，但欧美日股市的忧虑未有想像中大。未来3个月等价期权的引伸波幅已回落至战前水平，预视3大股市短期内走势趋向稳定，亦反映投资者消化大部份因战事而产生的负面情绪。值得一提，引伸波幅早在去年12月逐步上升，反映市场忧虑重于长远的紧缩政策，而战事影响相对急遽而短暂。

### 欧美日股票指数等价期权之引伸波幅



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

### 战事有利商品上游供应商或「一条龙」企业

俄罗斯不但是全球能源供应大国，在其他商品领域俄乌都占有非常重要的份额。俄乌金属出口中以镍、铁、铜、铝及锌为主，贵金属主要是钯金、铂金及黄金（详情可参阅本刊《宏观策略》章节）。俄罗斯向欧美实施反制裁，而欧美短期内难以补充缺口，刺激金属及能源价格上升。

标普高盛商品综合指数由年初起拾级而上，带动MSCI世界能源指数外，其他商品分类指数包括金属及矿业指数，与原料指数皆受惠商品价格而上升。参考过去20年数据，4项指数的相关性颇高。预期短期内制裁不会停止，全球大型能源及金属企业将抢夺腾出的份额，有利未来盈利表现，支持股价造好。

商品综合指数与世界商品分类指数

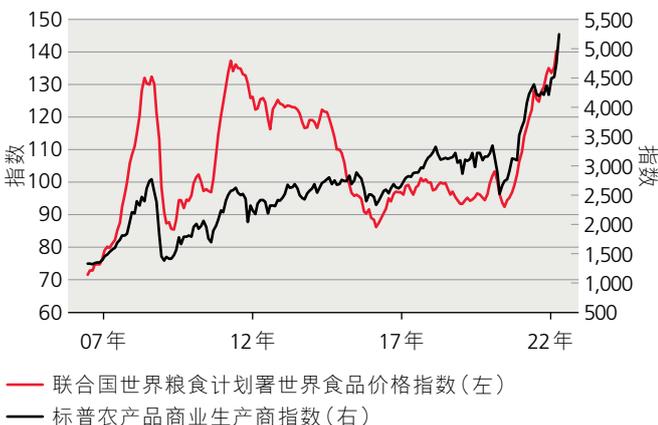


资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

俄乌占全球小麦及玉米出口分别约30及14%，两项农产品皆是主食，亦是副食品及加工食品的材料。更甚是化肥供应占约23%，直接影响全球农业产量。战事把乌克兰境内打得稀巴烂，联合国预计有约300万人已逃向别国，不论土地及劳动力都不能瞬间恢复。而且俄罗斯有意把卢布贸易结算由能源延伸至其他商品，预期农产品价格将是下一个飙升的商品领域，影响由源头到其他食品生产线。

联合国世界粮食计划署提供的世界食品价格指数现处于20年高位。除了2011至2015年间，它与标普农产品商业生产商指数走势十分相近，尤其2016年后走势近乎一致。比较MSCI世界能源、金属及原料指数表现，年初至今上升约25至31%，但标普农产品商业生产商指数只上升约18%，预期农业上游企业将受惠全球供应短缺，相关股份「追落后」的机会趋升。

世界食品价格指数及农产品商业生产商指数



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

俄乌战事除了减少全球商品供应，亦间接令紧张的供应链进一步绷紧。制裁加速去全球化进程，生产效率下降影响供应总量。能源价格推升运输成本，减低长途运输服务及选择较慢但节能的方式，窒碍物流。纽约联储银行供应链压力指数由疫情起至今持续上升，现处于20年高位徘徊，过去表现与标普全球天然资源(包括能源、金属、农产品企业)及晨星全球天然资源上游业务(包括工业及贵金属、水资源、木材、农作物及能源类存、管理及生产业务为主的企业)指数相关性偏高。相信除商品价格外，短期供应链绷紧都为上游业务股价添力。当然，拥有全线上/中/下游业务的企业，在成本转移及定价上有优势，是受战事影响较少中不错的选择。

全球天然资源指数及供应链压力指数



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日



## 股票

## 美国中期选举：范式转移

## 请民调说话

引述美国蒙莫斯大学 (Monmouth University) 在 3 月 17 日公布对美国拜登及当前政府表现的民调显示<sup>2</sup>，48% 美国人表示自拜登上任以来，美国变得更加分裂 (divided)，只有 15% 说变得更加团结 (united)，35% 表示并没有真正改变 (not really changed)。

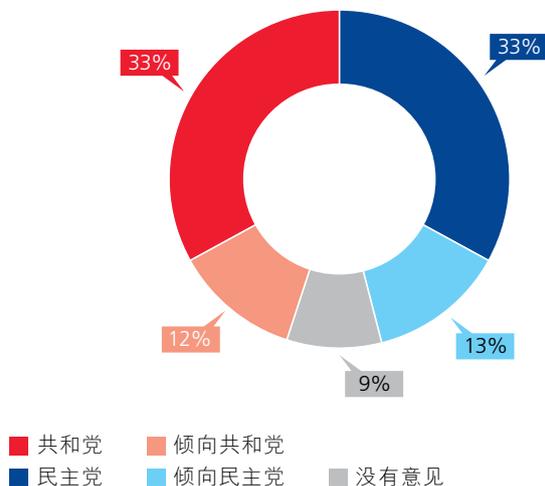
要求受访者使用一个词语来描述当前的美国时，最常见是「分裂」(divided)，其他包括「极化」(polarized)、「冲突」(conflicted)、「破碎」(fractured)、「混乱」(chaos)、「困惑」(mess) 和「令人失望」(disappointing)。总体而言，76% 受访者使用否定词来描述现状，只有 15% 使用肯定词。

对拜登当前的工作表现评级，39% 赞成及 54% 反对，与 1 月份持平。只有 38% 美国人对拜登未来的政策感到乐观，这与他去年上任时 61% 相比大幅下降。

民生方面，38% 美国人表示汽油价格上涨给他们带来很大的经济困难，30% 说「一些困难」，18% 「没有太多困难」，而 14% 「根本没有影响」。年收入低过 50,000 (美元，下同) 人士感到「很大困难」占 44%，年收入 50,000 至 100,000 的为 37%，超过 100,000 的为 27%。同一条问题在党派间更见分歧，共和党人有 61% 「很大困难」，独立人士为 32%，民主党人只有 21%。

中期选举方面，希望共和党或民主党控制国会的各占 33%，倾向支持共和党或民主党的为 12 及 13%。共和党的综合支持率由 1 月 50% 下降至 3 月的 45%，同期民主党的综合支持率则由 43% 上升至 46%。56% 受访者表示让他们喜欢的政党控制国会非常重要，比例与 1 月份的 54% 相若。总体而言，只有 21% 赞成国会目前所做的工作，而 71% 不赞成。

美国中期选举两党支持度之民调结果



资料来源：蒙莫斯大学，数据截至 2022 年 3 月 17 日

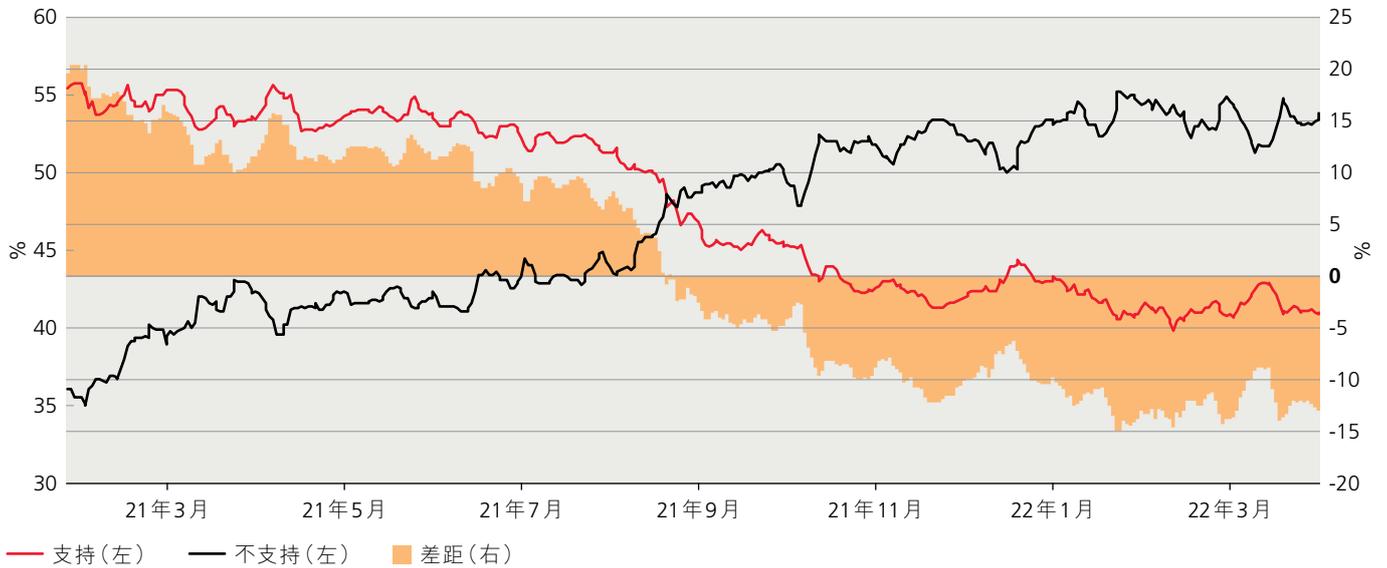
## 选举工程：中国比俄罗斯更能吸引选票

另一间民调公司提供拜登支持度调查显示，不支持度较高，预示对中期选举并不乐观。虽然在俄乌战事爆发后，不支持比支持的差距曾收窄至 8.8%，反映对俄强硬的手段受选民支持，亦可促进国民团结，有利选情。但截至 3 月 31 日，差距又回升至 12.9%。正如上述民调反映，打击民生的通胀 (尤其能源支出) 才是拜登的软肋，开放未来 6 个月每日 100 万桶 (共 1.8 亿桶) 石油储备，反应已算迅速。但相比俄罗斯每日过千万桶的生产力，始终是杯水车薪 (详情可参阅本刊《另类投资》章节)。美国人对国会目前所做的工作不赞同比例较高，反映内政不顺已成事实，由逆转胜的关键是造就「美国作为全球领导者」的外交操作。



<sup>2</sup> 见蒙莫斯大学网站，[https://www.monmouth.edu/polling-institute/reports/monmouthpoll\\_us\\_031722/](https://www.monmouth.edu/polling-institute/reports/monmouthpoll_us_031722/)

Real Clear Politics 民调：美国总统拜登支持度及差距



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

上季本刊已预测选举期间较极端的风险是国际战事。近代时任总统执政的第二年皆出现各种战事，但过去10次美国中期选举中，只有1次同一政党能横扫总统及两院控制权（2002年共和党的乔治W布殊），反映战事虽有利团结选民，但考量成本及反战意识后，成效不似如期。反观被疫情及高通胀煎熬下，民生问题更是水深火热，相信「经济制裁不友善国家」、「带领全球解决高通胀」及「牵头整顿国际经贸秩序」更能吸引选票。

对俄制裁可说是小试牛刀，可占据俄罗斯全球商品供应份额外，亦赢了民间不少「点赞」，更重要是揭示邦交国在国际议题上的立场，有利日后部署。食髓知味，中国在国际上的聚焦度比俄国更大，中美关系自特朗普时代已是国际热烘烘的话题。未来美国有可能透过中俄友好关系把俄乌战事的馀温顺延至中美。偷梁换柱之下，把与邦交联盟对俄的制裁伸展到与中国有关的贸易、金融、科技等领域。无论成效如何，至少在成本考量上比以往单打独斗更化算，更吸引选票。以上推演并非杞人忧天。

另外，今年以东盟成员国组成为主轴的区域全面经济伙伴协定（RCEP）正式生效实施，此协定是全球覆盖范围最广的自贸协定，覆盖全球近三分之一的GDP及人口，比起美墨加自贸协定（USMCA）或欧盟共同成员国之间的贸易量更大。在中美紧张关系下，中国可藉此增强经贸实力以抗衡美国甚至全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP），尤

其中国一直是RCEP多数会员国的第一或第二大贸易伙伴。以往在特朗普时代呼吁外国厂商由中国迁移到东盟，但RCEP落实后东盟考虑自身利益，在国际议题上保持中立更为可取，是次俄乌战事可见一斑。

世界上中美经济体处于伯仲之间，日本经济研究中心去年12月发表《亚洲中期经济展望》报告<sup>3</sup>，预期中国将在2033年取代美国成为世界第一大经济体。适逢北京冬奥后中国在国际上的软实力提升，不论外在的领导地位或内在的意识冲击，拜登政府发酵中国威胁论比俄罗斯在选举工程中更事半功倍。

### 延续上季的预测

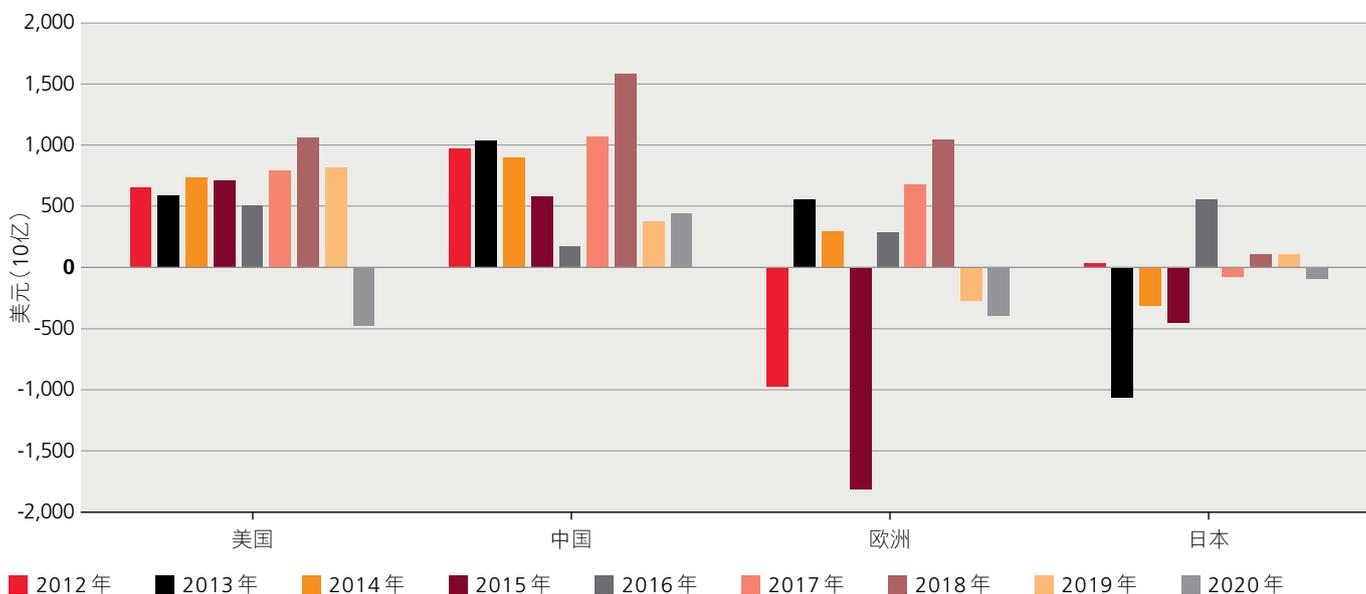
上季本刊已预期在美国中期选举前，中美关系乍暖还寒，拳来脚往却又不忘记点到即止。虽然俄乌战事加深其复杂性，但「斗而不破」的核心是不会改变的。

过去10年，全球GDP首次名分别是美国及中国，总量已逐步抛离第三及四位的欧洲与日本。数据上全球GDP总增长约15%，但4大国家之分布非常失衡，美国（35%）及中国（95%）增幅明显，但欧洲（-4%）及日本（-19%）体量收缩。如以美元计算（下同），10年全球GDP增长了11.1万亿，当中中国占7.2万亿（65%），美国5.4万亿（49%），欧洲及日本分别下跌6千亿（-5%）及1.2万亿（-11%）。尤其在2018至2019年间，特朗普极度施压的外交手段反而制造空间给中美两国吸收更大的经济能量。经济挂帅下「欢喜冤家」可能是中美最好的剧本。

<sup>3</sup> 见日本经济研究中心网站，<https://www.jcer.or.jp/english/china-to-become-the-worlds-largest-economy-in-2033>

## 股票

全球首4大经济体 GDP 按年变化



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

中美博弈有利两国经济，当地营商的企业亦会受惠，两地股票指数亦会稳步向上。本季将延续上季部份观点(详情可参阅上季《宏观策略》及《股票》章节)：

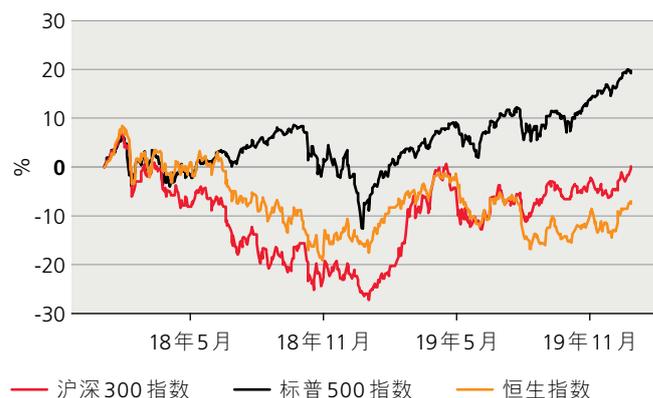
- 增持上/中/下游业务皆同一产地，纯粹中国或美国的本土企业；
- 传统文化推动成流行时尚潮流的「国潮」概念股；
- 减少两地同时上市、盈利两地交迭、技术性依赖偏重、海外盈利比例较高的企业持仓。

在混乱的国际局势中，同时增加以下观点：

- 商品价格高企反而有利资源大国，中美自给自足企业的韧性比其他国家更强；
- 化石能源昂贵迫使各国加快新能源开发，中美在此领域不论技术及经验领先全球，有利当地自主研发企业；
- 中国「共同富裕」及美国「富人税」其实殊途同归，民生消费升级有利两地「轻奢侈」行业。

值得注意，2018至2019年间，特朗普推行极度施压时期，标普500指数上升了约14%，而中港股市偏弱，尤其恒指跌幅超过14%，沪深300只下跌约4%，反映夹在两国博弈之间的港股受影响较大。

2018至2019年中美港股股票指数变化



资料来源：彭博，数据由2017年12月31日至2019年12月31日

## 中期选举年美股第二季表现逊色

美国选举是一场复杂的博弈，除了总统归属的执政党要留住票源，亦要抵住在野党阻挠施政及攻击，而过去10次中期选举结果，有9次是执政党败阵，反映选举工程吃力不讨好，亦或多或少拖累美国经济增长(详情可参阅上季《宏观策略》章节)。但每届的总统都不想重蹈覆辙，努力打破历史的魔咒。

由1982年时任共和党总统列根至2018年时任共和党总统特朗普，共10次中期选举年间，标普500第二季按季升跌次数各占5次。但跌幅明显较升幅大，数据中最好表现约5.3%，但最差表现约负13.7%，亦是唯一执政党赢出的一年(2002年)。10年平均值为负0.9%，标准差约6.8%，反映回报平分秋色，波幅亦是可控之内。

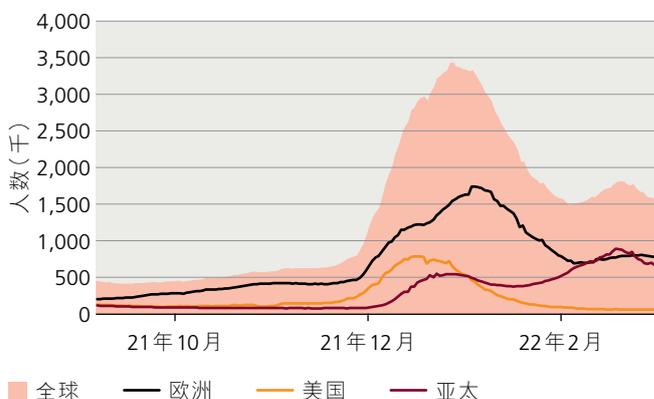
过去10次民主共和两党执政比例为4比6，民主党执政时平均回报为负1.2%，比共和党执政时负0.8%差，预视本季美股表现平稳偏弱的状态。

### 疫情瓶颈：冷热之间

#### 真正「与病毒共存」

去年11月首次发现Omicron后变种病毒迅速在全球传播，新增感染人数井喷式上升，由每日约60万急升至300万人次。但各地专家表示Omicron传染力高但毒性较低，痊愈率比Delta更高，加上各地疫苗接种已有一定水平，1月起全球每日新增感染人数急速回落。虽然仍未回落至去年11月前水平，但欧美整体数据已趋向瓶颈，即使再加大抗疫力度，感染数字仍不会明显下降。

每日新增感染人数(7日平均值)



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

考虑到成本效益，加上部分医学专家预言疫情已进入尾声，美国及加拿大率先宣布放宽抗疫措施的路线图。2月后，更多「共存」策略的国家紧随其后，宣布逐步开放社会，甚至重启国际性人流进程。未来感染数据已非唯一考量，将落实真正「与病毒共存」的新经济模式。

#### 简述各国放宽抗疫措施内容及疫苗接种比例

国家	疫苗接种比例(%)			放宽措施(简述)	公布时间
	第一针	第二针	第三针		
美国	77	65	29	放宽大部分州份口罩规定、限聚和疫苗接种要求	1至3月期间
加拿大	86	82	48	分阶段解除抗疫措施，包括放宽入境前限制	1至3月期间
澳洲	86	81	49	放宽限聚，解除使用二维码进出场地要求，解除主要州份的口罩规定，重新接待游客	2月中旬
印尼	70	56	6	放宽出入境限制，放松办公室人数限制	2月中旬
英国	77	72	57	取消所有本地及国际旅行限制	2月下旬
法国	80	78	54	取消大部分限制及疫苗通行证	3月中旬
德国	76	75	58	取消大部分限制，并有意解除口罩规定	3月中旬
意大利	84	79	64	解除大部分限制，结束绿色通行证	3月中旬
日本	81	80	35	解除大部分本地限制	3月中旬
南韩	88	87	63	解除大部分本地及国际旅行限制	3月中旬
泰国	78	72	32	解除旅客抵达前检测要求	3月中旬
马来西亚	84	79	47	取消对旅客强制检疫要求	3月中旬
新加坡	92	91	70	解除户外口罩规定，放宽限聚措施及出入境限制	3月下旬

资料来源：综合互联网及Our World In Data网站，资讯及数据截至2022年3月21日

## 股票

## 久旱逢甘霖

疫情概念下的沧海遗珠，相信是休闲娱乐及国际旅游行业。2020年第一季起，在疫情肆虐及缺乏信任的基础上，各国抗疫措施都会包括出入境管制，国际性交流顿时冰封。之后即使间歇性放松抗疫措施，往往更是排在最后一位。加上超过两年压抑，抗疫疲劳已深入人心，积压多时的欲望及消费力将会释放。

根据 World Travel Monitor® (监测全球所有主要市场的出境旅行数据及行为机构) 在3月17日公布的年度调查<sup>4</sup>，即使考虑到疫情和俄乌战事的不确定性，今年全球对出境旅行的兴趣持续浓厚(80%赞同)。数据上欧洲今年将回复至疫情前90%水平，美国及亚洲分别约75及66%。最感兴趣的目的地首3位是意大利、西班牙及德国，第4和5位分别是法国、美国。调查中假期旅行高于商务旅行需求，当中「阳光与海滩」最受欢迎(64%)，其次是「城市假期」(46%)及「亲近大自然」(32%)。调查预计今年是国际旅游业明显复苏的一年，全球出境旅行可回复至疫前50至60%水平，最迟到2024年便与2019年持平。

以2019年12月31日为疫前基准，MSCI世界指数表现持续抛离休闲娱乐板块指数，反映抗疫对该行业的冲击。截止3月31日，MSCI世界指数已上升了29%，但MSCI世界酒店、餐饮及休闲指数只录得3%升幅，表现明显落后。以欧洲业务为主的Solactive航空、酒店及游轮指数比疫前下跌25%，表现更差的MSCI航空指数下跌35%，大幅低过疫前水平。不过，年初至今该板块表现领先综合指数，反映「春江鸭」已先行一步。配合未来各国开放出入境限制及放宽本地社交距离措施，此板块将大有「追落后」条件。

## MSCI世界指数与各项休闲娱乐指数变化



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

## 疫后崭新的投资机会

无论疫情未来如何发展，人类总要生存下去。适者生存的本能衍生出崭新的疫后经济模式，亦带来长远的投资机会，有利相关行业龙头股份。

## 遥距医疗：

- 麦肯锡(McKinsey & Company) 一项研究指出<sup>5</sup>，疫症大流行期间，遥距医疗的使用率比疫前增长38倍。40%受访者相信未来会继续使用，亦有超过一半受访医生愿意继续提供相关服务；
- 美国卫生及公共服务部(HHS)根据联邦医疗保险计划索偿的数据发现<sup>6</sup>，2020年使用遥距医疗的人次由2019年的84万次上升63倍，至2020年的5,270万人次；
- Fortune Business Insight 报告预计<sup>7</sup>，远程医疗市场总值将以32.1%年均复合增长，从2021年907.4亿美元增长到2028年的6,363.8亿美元；
- 新加坡卫生部计划在2022年中为远程医疗机构引入发牌制度<sup>8</sup>。香港医务委员会亦在2019年12月发出《遥距医疗实务道德规范指引》<sup>9</sup>，为远程医疗服务提供指引。

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

<sup>5</sup> 见麦肯锡网站，<https://www.mckinsey.com/industries/healthcare-systems-and-services/our-insights/telehealth-a-quarter-trillion-dollar-post-covid-19-reality>

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

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

<sup>8</sup> 见新加坡卫生部网站，<https://www.moh.gov.sg/licensing-and-regulation/telemedicine>

<sup>9</sup> 见香港立法会网站，<https://www.legco.gov.hk/research-publications/chinese/essentials-2021/ise14-development-of-telehealth-services.htm>

遥距工作：

- OECD发表报告指出<sup>10</sup>，长远维持遥距工作能为企业提供更多人才选择、减低员工及办公室开支。另外，员工及主管对疫后维持在家工作的意欲上升<sup>11</sup>；
- 欧洲央行在2020年调查发现<sup>12</sup>，超过40%的欧元区企业认为未来会推出更多在家工作安排；
- 可是，并非所有行业都能在家工作。麦肯锡(McKinsey & Company)研究报告指<sup>13</sup>，美国有60%工作不能单靠在家完成，18个主要行业中只有4个(金融、管理、专业服务、资讯科技)能在不构成生产力损失下，让员工超过50%时间遥距工作。

VR/AR虚拟科技：

- 福布斯报导<sup>14</sup>，2020年全球在VR/AR头戴式装置、软件和服务开支按年上升50%，高达120亿美元。用途包括AR购物、VR虚拟会议及技术训练课程、VR虚拟试身室及3D人体模型试穿等；
- 尼尔森IQ调查报告显示<sup>15</sup>，疫情逼使大众尽快接受新科技，例如超过一半受访消费者愿意透过VR/AR评估产品和服务，企业透过VR/AR保持客户体验等；
- 《经济学人》表示<sup>16</sup>，疫情打破VR/AR主要在游戏层面使用局限，加速各方面的应用。相信随著成本降低，VR/AR将在疫后迎来革命性增长。

疫情尚未完结

世界卫生组织(WHO)总干事谭德塞在3月30日的新闻发布会表示<sup>17</sup>，根据现在所知资料，最可能的情况是病毒继续进化，但随著疫苗接种和感染后导致个人免疫力增强，重症程度逐步下降，全球感染数字将出现周期性状态。而最好情况是病毒出现不太严重的变种，但最坏情况是出现更具致命性和高传播力的变种，并须要改善当前疫苗。

不论经济如何，病毒面前人人平等。今天世卫已公布Omicron再变异成感染力更高的XE类型，虽然仍须时间研究其毒性及现今疫苗的效力，但已警示全球疫情尚未完结。如果更多国家为保经济，在准备不足下勉强推行国际性交流，全球感染人数反弹只是时间问题。更坏情况是病毒在国际间没完没了地变种，当疫苗失效或更新速度追不上病毒变种时，回馈效应下最终都会打击高接种率国家，再次封国封城将会把今天的复苏推回原点。

紧缩政策：数据胜于雄辩

美联储3月加息25点予后，市场纷纷表示失望。进取的认为在高通胀下仍留有馀地，为何不先下手为强？否则通胀失控时才亡羊补牢，付出的代价将比今天大幅加息的影响更大。保守的认为今天通胀并非货币政策能够解决，例如加息与今天制裁有何关系？财政及行政手段才是药方，随市场起舞胡乱加息，只会把经济推向衰退。消极的更认为前景如此难料，倒不如自证预言，尽快大幅加息，到衰退真正出现时，至少有空间减息。其实今天国际局势及疫情变化，相信各美联储委员亦未能完全掌握经济走向，唯有见步行步。美联储点阵图也显示出委员间的分歧，何况市场参与者(详情可参阅本刊《债券》章节)？

市场七嘴八舌，实属众口难调，但投资世界里高噪音环境反而造就可观的投资回报。以下综合各方的悖论或疑问，以历史数据去寻求当中的投资价值或超前部署。

<sup>10</sup> 见OECD网站，[https://www.oecd-ilibrary.org/sites/b12f6b85-en/1/3/4/index.html?itemId=/content/publication/b12f6b85-en&\\_csp\\_=\\_aa3e849e49119ed776a9a0104502408d&itemI GO=oeed&itemContentType=book](https://www.oecd-ilibrary.org/sites/b12f6b85-en/1/3/4/index.html?itemId=/content/publication/b12f6b85-en&_csp_=_aa3e849e49119ed776a9a0104502408d&itemI GO=oeed&itemContentType=book)

<sup>11</sup> 见OECD网站，[https://www.oecd-ilibrary.org/sites/b12f6b85-en/1/3/4/index.html?itemId=/content/publication/b12f6b85-en&\\_csp\\_=\\_aa3e849e49119ed776a9a0104502408d&itemI GO=oeed&itemContentType=book](https://www.oecd-ilibrary.org/sites/b12f6b85-en/1/3/4/index.html?itemId=/content/publication/b12f6b85-en&_csp_=_aa3e849e49119ed776a9a0104502408d&itemI GO=oeed&itemContentType=book)

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

<sup>13</sup> 见麦肯锡网站，<https://www.mckinsey.com/featured-insights/future-of-work/whats-next-for-remote-work-an-analysis-of-2000-tasks-800-jobs-and-nine-countries>

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

<sup>15</sup> 见尼尔森IQ网站，<https://nielseniq.com/global/en/insights/analysis/2020/covid-19-the-unexpected-catalyst-for-tech-adoption/>

<sup>16</sup> 见经济学人网站，<https://www.economist.com/technology-quarterly/2020/10/01/headset-technology-is-cheaper-and-better-than-ever>

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

## 股票

## 加息周期中美股何时见底？

上季已分享过去30年4次加息周期，标普500指数只在加息前3至6个月表现积弱，但落实加息后，指数表现回勇，4次周期的全期走势皆明显向上，分析结果不在此赘述。今天第1次加息已成，历史上何时出现加息周期的最低点？

过去4次加息周期中标普500指数表现及其后出现经济衰退之按周数据				
年份	1994	1999	2004	2015
标普500指数				
最低水平（加息前3个月至全期）	444	1,247	1,064	1,865
最低水平出现日期	13/05/1994	15/10/1999	06/08/2004	12/02/2016
加息第几次时出现	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
最高水平（加息前3个月至全期）	550	1,527	1,336	3,026
最高水平出现日期	23/06/1995	24/03/2000	29/09/2006	26/07/2019
加息第几次出现	7	5	17	9
周期总次数	7	6	17	9
最高与最低差距（点数）	106	280	272	1,161
最高与最低差距（%）	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>26</b>	<b>62</b>
最高与最低差距（月数）	14	5	26	42
经济衰退				
出现年份	不适用		2008	2020
开始日期			31/12/2008	30/06/2020
距离最后一次加息（月数）			<b>31</b>	<b>19</b>
开始时GDP（%）			-2.5	-9.1
结束日期			30/09/2009	31/12/2020
结束时GDP（%）			-3.1	-2.3
维持月数			9	6

资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

就算包括第1次加息前3个月数据，加息周期中最低点平均会在加息第2次时出现，反映落实加息前市场仍未完备股票组合或采取「先沽货、后观望」的策略。直到落实第2次加息，更多官方或市场讯息确保周期开始后，便投入加息周期受惠股份，推高指数。而4次周期最高点全部皆在当时最低点之后，更重要是多数处于或接近最后一次加息时出现，反映坚持持仓到周期终结将有更佳回报。

加息周期最大回报值（最高与最低点差距）最少超过20%，平均见34%，最高更有62%。差距平均维持22个月，最短及最长分别是5及42个月。

市场传出加息后美国将步入衰退。过去30年4次加息周期中出现过2次衰退，机率为50%。如果莫问因由并以衰退出现前最后一次加息作计算，分别在31个月（2008年）及19个月（2020年）后才会出现。因此，其后的衰退实在无阻加息周期中持仓的决定。

### 加息周期中首选那个板块？

当然是金融板块，尤其以存贷为主业的银行股。美国联邦利率当然是主要利率指标，但银行业务多以LIBOR作准。过往就算美联储维持利率不变，LIBOR亦随资本市场供需而变化。今年3月加息前半年，3个月LIBOR已由0.11%升至0.95%，升幅达84点子，比美联储加息25点子更为进取。相信没有市场参与者反对加息已是板上定钉，只是次数与幅度的分别。而过去30年联邦利率与3个月LIBOR的相关系数超过90%，有利金融股未来盈利。

当然风险是如果美国（甚至全球）经济步入衰退，坏账率上升，将打击盈利。但上文已分析历史上衰退并不会在加息初期发生，而且美国今天经济仍在增长，衰退机率只有20%，而俄乌战事亦非金融灾难（详情可参阅本刊《宏观策略》章节）。因此，今天金融板块的风险只属一般水平。

在息差扩阔诱因及风险可控的情况下，金融板块（包括银行、保险、金融服务等）将是加息周期中的首选。

美国联邦利率（上限）、3个月LIBOR及MSCI世界金融指数



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

### 美债息倒挂不利股市？

以2与10年期及2与30年期的美国国债息差为基准，其中1项连续两个月出现负值（即剔除单次零星出现数据），在过去30年曾出现7次，当中标普500指数录得6次上升，机率约86%。平均回报约2.32%，最高及最低分别是6.50%（2006年）及-3.98%（2000年），数据反映债息倒挂不利美股的论调并不成立。

债息倒挂常常比喻为经济衰退先兆。采用同样的数据，过去7次债息倒挂平均维时95天，最短及最长分别是7天及329天。当中只有两次出现衰退，机率约29%。上次开始倒挂后出现衰退相距分别20个月（2008年）及10个月（2020年），反映就算出现衰退亦须平均等待15个月后才出现。



## 股票

过去7次美债息倒挂中标普500指数表现及其后出现经济衰退之按周数据

年份	1998	2000	2006	2006	2006	2007	2019
收益率倒挂							
开始(日期)	19/06/1998	28/01/2000	03/02/2006	09/06/2006	18/08/2006	04/05/2007	23/08/2019
结束(日期)	10/07/1998	22/12/2000	03/03/2006	04/08/2006	16/03/2007	18/05/2007	30/08/2019
维持天数	21	329	28	56	210	14	7
开始(指数)	1,101	1,360	1,264	1,252	1,302	1,506	2,847
结束(指数)	1,164	1,306	1,287	1,279	1,387	1,523	2,926
指数变化(%)	<b>5.79</b>	<b>-3.98</b>	<b>1.84</b>	<b>2.16</b>	<b>6.50</b>	<b>1.14</b>	<b>2.79</b>
经济衰退							
年份	不适用					2008	2020
开始(日期)						31/12/2008	30/06/2020
距离上次开始倒挂(月数)						<b>20</b>	<b>10</b>

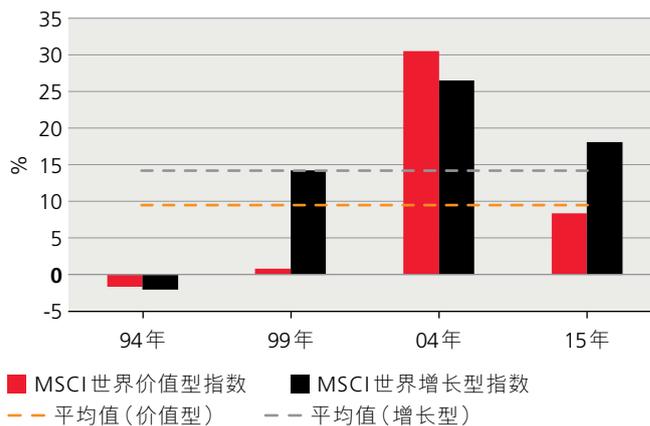
资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

## 加息周期中价值型比增长型表现更佳？

传统上加息是在经济繁荣时实施，反映由衰退进入扩张阶段的经济周期，有利价值型股份。透过上述同样的数据，4次加息周期的平均回报率，增长型(14.2%)比价值型(9.5%)更佳。但优胜次数平分秋色，各占2次。反映传统智慧并非言过其实，但亦不能尽信。

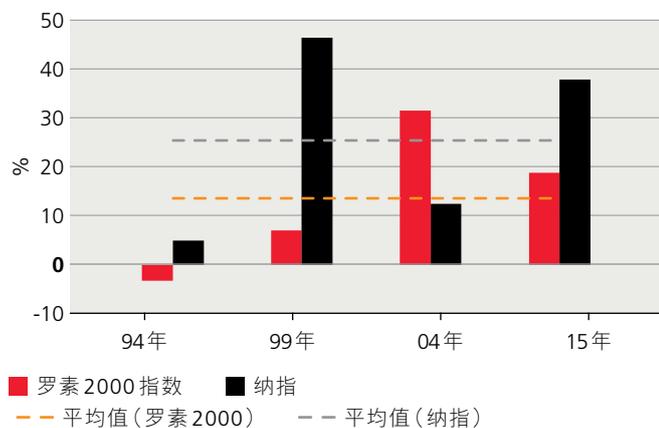
如以罗素2000及纳指作为增长股的代表，采集同样的数据，结果显示平均回报率中纳指(25.4%)比罗素2000(13.5%)更佳，反映增长股中小型股不一定比大型股优胜，亦可回应加息周期中纳指比标普500及道指表现更佳的分析(详情可参阅上季《股票》章节)。另外，回报上纳指与罗素2000指数表现最大差距在1999年出现，相信与当时科网热潮有关，反映增长型股份较受消息及板块趋势影响。

## 加息周期中MSCI世界价值型及增长型指数表现



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

加息周期中罗素 2000 指数及纳指表现



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

今天美股估值比过去加息周期更高？

以标普 500 指数预测市盈率作基准，今天约 19 至 20 倍，比普遍在 14 至 18 倍（剔除 1999 年超过 25 倍）的周期平均值高出 10 至 20%。但考虑到指数成份股结构转变，比历史

偏高一点亦可接受。加上比较近 5 年平均值 (19.8 倍)，现估值不算便宜，但亦非昂贵。变化方面，4 次周期中普遍下跌，但平均跌幅只有 0.6 倍，最大及最小变化都是 2 倍，相比总平均值 (18.5 倍) 约 11%，实属普遍股市波动之内。

以市账率为基准，数据上 4 次周期中有 3 次上升，最大变化在 1999 年 (0.5 倍)，但因市账率基数较小 (单位数)，如以幅度计算，普遍波动约 5 至 10%，与预测市盈率结果相若。今天市账率约 4.3 至 4.5 倍，比近 5 年平均值 3.6 倍高出约 20%，比较 4 次周期的总平均值 3.3 倍，更高出约 30%。因此，估值偏高在市账率数据上是成立的。

综合分析，今天美股盈利能力与过去周期时相若，只是账面值在不同原因 (历年来量宽) 或计算 (会计纪录变化) 下偏高。未来企业盈利能力当然会受外围 (战事) 及内部问题 (通胀) 影响，但预期在盈利核心转移 (金融 / 原料类偏强、工业 / 基本消费偏弱) 及资金板块轮动 (由高估值流向低估值) 的变化下，指数整体大幅下跌的机会不大。

过去 4 次加息周期中标普 500 指数预测市盈率及市账率表现				
年份	1994	1999	2004	2015
加息周期				
开始 (日期)	04/02/1994	02/07/1999	02/07/2004	18/12/2015
结束 (日期)	03/02/1995	19/05/2000	30/06/2006	21/12/2018
维持月数	12	11	24	37
预测市盈率 (倍)				
开始加息时水平	14.5	23.8	16.7	17.4
结束加息时水平	13.9	25.8	14.8	15.4
变化	-0.6	2.0	-1.9	-2.0
平均值	14.5	25.3	16.1	18.0
<b>总平均值</b>	<b>18.5</b>			
市账率 (倍)				
开始加息时水平	2.5	4.5	2.8	2.8
结束加息时水平	2.5	5.0	2.7	3.0
变化	0.0	0.5	-0.1	0.2
平均	2.5	4.8	2.8	3.0
<b>总平均</b>	<b>3.3</b>			

资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

## 股票

## 实质负利率期间支持美股造好？

泰勒规则(Taylor Rule)是透过通胀及失业的实质数据与官方目标比较，加上中性利率(Neutral rate)后得出理论性或应有利率。假设通胀指标外其他条件不变，以核心个人消费支出(Core PCE)作为通胀代表，泰勒规则预计美国今天应有利率为10.51%。如以基本消费者物价指数(CPI)为代表，应有利率更见高14.25%。反映通胀率创40年新高后，美联储如何加息都追不上通胀涨幅，短期内实质负利率将会持续。

以美国联邦利率减去基本CPI为「实质利率」及以两年期为基础的「实质收益率」为基准，过去20年按月数据显示，实质利率及实质收益率出现负值的比例约72及67%，反映自2000年起多次量宽，利率持续下调带来的结果。两项负利率与标普500指数观感上走势背驰，相关系数却分别是负37%（实质利率与标普）及负44%（实质收益率与标普），数据上支持但并非绝对的关系。

如果进一步抽取指数上升而两项负利率同时出现的按月数据，同一个月出现的机率约43%，与相关系数结果相若。但如果以某一段时间的平均值去计算，3、6及12个月平均出现的机率分别是49、53及58%，指数出现正回报的机率随负利率持续时间上升。反映实质负利率期间支持美股造好的论调在长期而非短期成立。

## 标普500指数、实质利率及实质收益率(2年期)



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

虽然在负利率持续下现金购买力将被蚕食，未来现金投入有形资产以抵销或减少通胀的影响将维持，有利股市气氛。但外围局势及全球经济不明朗下投资者不宜过份进取。以中庸态度去部署，预期高派息类股份及房托，尤其公用性(医院、机场或政府项目)及商业性(酒店、购物中心或数码中心)表现更佳。

<sup>18</sup> 见投资公司协会网站，<https://www.ici.org/research/stats/weekly-combined>

## MSCI世界高息股指数及房托指数与实质利率及实质收益率(2年期)



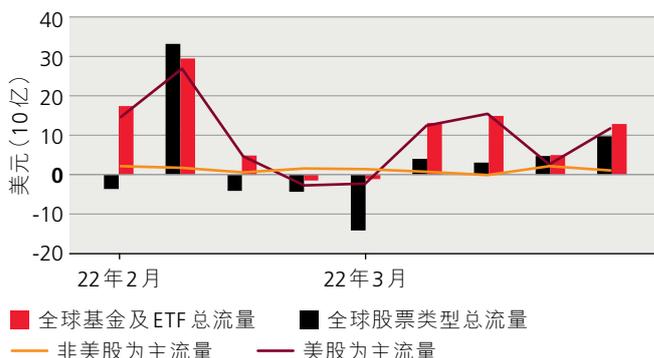
资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

## 资金最实际

投资公司协会(ICI)成员包括美国互惠基金、交易所买卖基金(ETF)、封闭式基金和单位投资信托，及在欧洲、亚洲和其他司法管辖区提供的可转让集体投资计划(UCITS)和类似基金，把美国及海外总资产管理值的变化按月发表报告<sup>18</sup>。3月份数据显示由2月2日至3月30日共9周，按周全球总管理资金额(包括股票、债券、商品等类型)大幅波动，2月9日当周流入约332亿(美元，下同)后俄乌战争爆发。3月2日当周恐慌情绪急升，总流出量达141亿，之后又再稳步回升。同一时段股票类型表现却比较正面，就算3月2日当周只流出10亿，其他按周普遍录得100亿流入。9周内整体总流入共290亿，但股票类型却有950亿，反映国际资金仍钟情股票类型，而资金亦正由其他类别流出。若把股票类型分为美股及非美股类，9周内非美股类变化不大，但美股类却急升急跌。但最终美股类在过去9周共有830亿流入，非美股类只有130亿。

俄乌战争、互相制裁、紧缩政策、估值过高、滞胀阴霾、中国衰退等等数之不尽的负面因素不绝于耳，流言蜚语及谣言打击全球投资气氛，但过去9周资金却透过不同途径不断流入股市，尤其美股。明修栈道，暗道陈仓，永远是最佳投资策略之一。

## 全球基金及ETF与不同类别的资金流量



资料来源：投资公司协会，数据截至2022年3月31日

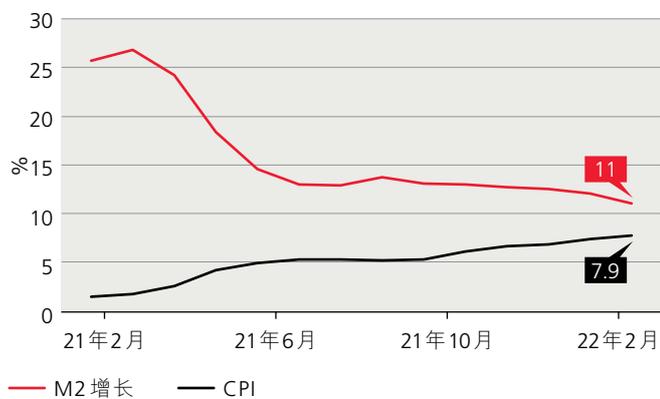
## 中国及亚洲股市展望

### 美国通胀高企，美联储加快加息

2022年首季，环球市场表现波动，市场担忧美联储加快加息步伐，美股由高位调整，亚洲市场亦受压。美国通胀压力由去年起持续升温，新冠疫情引致供应链紧张和能源价格上升，2月美国消费物价指数(CPI)按年升7.9%，创40年来的最高纪录。美联储对加息态度愈趋「鹰派」，甚至有意认为要在3月的议息会议上一次过加息半厘，最终采取循序渐进的策略，在3月加息0.25厘，加息周期正式展开。

东亚联丰相信通胀将于2022年成为长期趋势，市场普遍预期今年余下6次会议均会加息，让基准利率逐步回到疫情爆发前水平。尽管全球个别主要央行已急不及待率先自行收紧银根(如英国、纽西兰和南韩等)，但市场资金仍然充裕，相信可抵销市场震荡，减低大幅下挫的机会。我们相信全球股市进入中期的成长周期，在2021年盈利强劲反弹后，2022年盈利仍有适度增长。

美国 M2 增长对比 CPI — 美国 M2 增长大减而 CPI 却上扬



资料来源：圣路易斯联储银行，数据截至2022年2月

### 地缘政治不稳，不确定性倍增

2月下旬爆发的俄乌冲突，亦为美联储控制通胀带来新变数。冲突爆发后，美国对俄罗斯实施范围广泛的制裁，包括将俄罗斯在SWIFT金融数据网络中剔除，以及能源制裁和反制行动。在此背景下，为本已受价格上升压力和主要经济体收紧货币政策影响的全球复苏添加新的难题。从历史说明，突如其来的地缘政治事件，至少令短期担忧情绪升温。欧洲市场遭受重创，下行趋势影响欧元表现，英镑前景取决于经济表现和英伦银行货币政策。

东亚联丰投资团队贯彻风险监控管理，时刻密切关注市场情况，特别是估算该事件将持续多久(即入侵可能的持久性)，以及制裁的幅度。整体而言，至现时投资者受到地缘政治的影响非常有限，风险是可控的。

### 中国经济增长，目标「保5」

美国主要的挑战是通胀，中国则面对经济下行压力。2021年中国国内生产总值(GDP)增长为8.1%，但增速由首季18.3%，次季7.9%，第三季4.9%，放缓至第四季的4%。面对新冠疫情，中国采取「动态清零」政策，实施严厉的封锁措施，致力降低确诊数字。加上中国政府收紧对房地产、互联网、教育等多个行业的政策，种种举措对经济活动的负面影响逐步浮现。

今年中国政府对经济增长定下较保守的目标，国务院总理李克强在3月全国「两会」提出的政府工作报告指出，将今年中国经济增长目标定在5.5%左右。尽管增长稍为放缓，但当市场完成整合后，或政府发出松绑的积极政策信号时，内房信贷环境方有望得以改善。

全球正面对气候变化问题，中国近年定下「2030年碳达峰，2060年碳中和」目标。「两会」期间，绿色低碳话题成为亮点，我们相信在这大势所趋下，太阳能、新能源汽车、锂电池等领域需求度走高，收入增长潜力强劲且长期趋势良好。

### 亚洲股市市盈率偏低，潜力备受关注

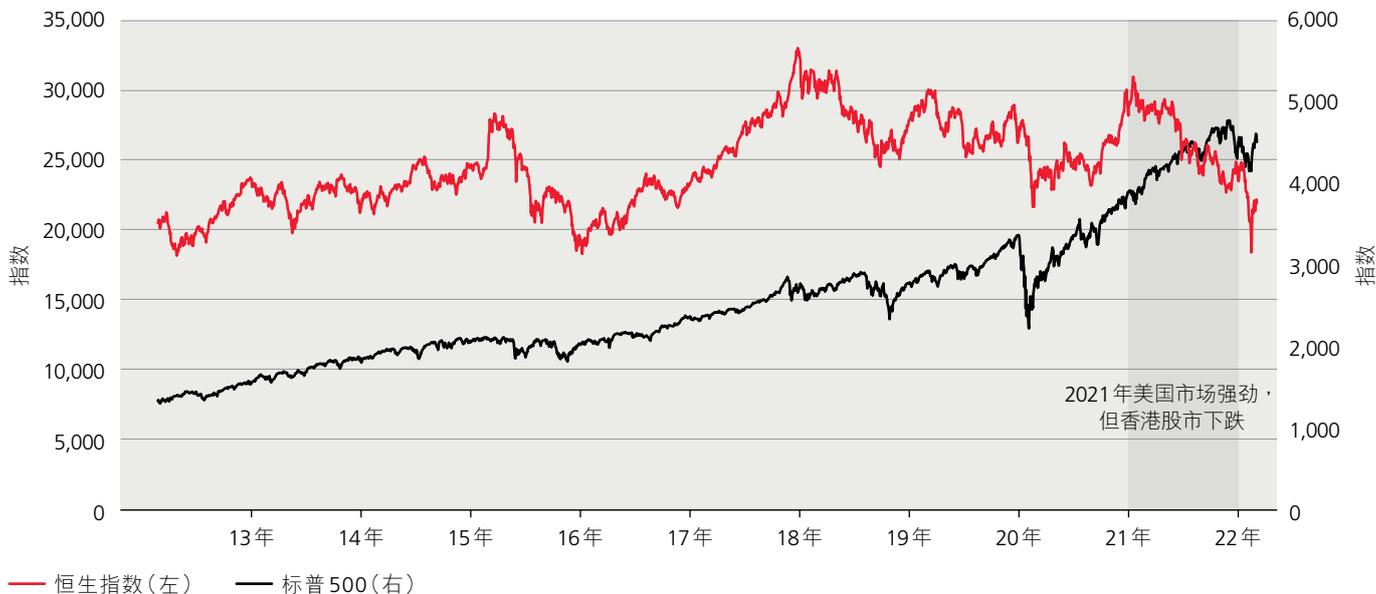
东亚联丰相信加息初期对股市影响不大，从整体策略上来说，我们仍看好股票，对债券继续维持较保守态度。当经济及政策上开始明朗化时，我们开始增加部署落后市场的比重，并放眼经济重启后受惠的优质出口商和消费品牌，而新能源板块(包括太阳能、电动汽车)，以至虚拟实境(VR)、扩增实境(AR)板块仍会造好。亚洲股市的市盈率偏低，潜力备受关注。我们对亚洲市场维持正面看法，当中以澳洲股市的表现相对强韧。澳洲的GDP经历了近30年的持续增长，只是在疫情爆发后才首度出现轻微收缩，反映本土需求强大，经济发展稳健。加上良好企业管治，有素质的企业为数不少。我们尤其看好澳洲资源股。

此外，东南亚的市场潜力亦不容忽视。印度政府力推全国数码化的发展，电商引入网购新机制，疫情推动网上消费，令当地的电子商贸发展如雨后春笋。全球气候暖化令多国加入减碳行列，此趋势令印度不少再生能源企业受惠。印尼制造业持续改善势头，加上受惠商品出口，令贸易顺差维持在历史高位。此外，印尼房地产业成功由高端路线转至大众化市场及优化行业基本面，我们认为经过2021年强劲增长之后，置业者的需求依然强劲。

## 股票

## 香港股市短期波动难免

## 恒生指数与标普500指数



资料来源：彭博，数据截至2022年3月

2021年，尽管美国市场走势强劲，香港股市却并未有跟随。踏入2022年首季，香港股市更可谓惊涛骇浪。新冠变种病毒Omicron自2月起在香港迅速扩散，确诊数字急升，在3月上旬更创下每天逾5万宗确诊的纪录。政府大幅收紧限聚措施，对香港的零售、饮食等行业带来沉重打击。疫情恶化、美国加息压力、地缘政治不稳导致商品价格上升及引发通胀升温、美国证券交易委员会将5家中概公司列入「初步下市名单」，以及中国监管举措等各种忧虑，令恒生指数在1个月内急泻6,300点，见10年低位。至3月中旬，国务院副总理刘鹤在金融稳定会议中作出回应，同时表明「中国政府继续支持各类企业海外上市」，恒指大致回稳，重上2万点。

香港房地产行业在未受中国房地产政策影响下，良好资本管理及具抗御能力的香港企业可看高一线。澳门博彩业在新冠疫情反覆的情况下，令通关仍存在不确定性。另外，内地政府对贵宾博彩业方针有重大改变，投资者应对澳门博彩股持谨慎态度。

本文由东亚联丰投资管理有限公司(「东亚联丰投资」)编制，仅供参考之用。东亚联丰投资并不以此资料邀请作任何行动，或提供任何建议或推介。本文或其内容并不构成任何促使、邀请、广告、诱因、承诺、保证或作出任何类型或形式的代表及东亚联丰投资就此表明并不为此负上相关责任。本文所载资料根据东亚联丰投资认为可靠并以「现况」的基础上提供。即使竭尽所能力求准确，东亚联丰投资及其辖下董事/职员并不为其内容的准确性、完整性或时间性负上任何责任。所载资料乃属东亚联丰投资拥有。未经东亚联丰投资事先书面同意，本文或其任何内容均不可予以复印或分发予第三者。本文未经香港证券及期货事务监察委员会审阅。

东亚联丰投资为东亚银行有限公司及德国德联丰投资(Union Asset Management Holding AG)在2007年成立的合营公司。



## 权衡轻重

东亚银行财富管理处高级投资策略师 | 黄燕娥



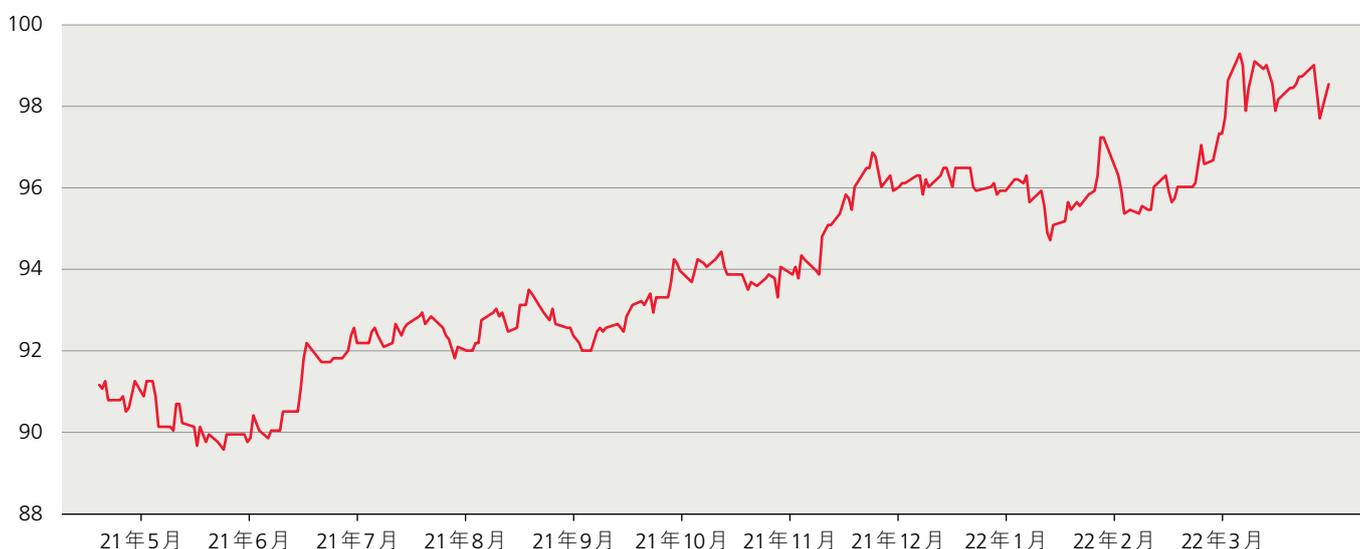
## 美联储加快加息步伐为美元添动力

美汇指数第二季预计波幅范围

98.00 至 103.00

**概述** 美联储已于3月展开加息之路，并暗示将持续加息以压抑正在升温的通胀。俄乌之前的紧张局势令能源及大宗商品价格大幅上涨，加上生产成本及当地薪资持续走高，进一步推高美国整体通胀水平。美联储不得不加快加息步伐，加大每次加息的幅度及逐步缩减资产负债表。而美国就业情况理想，失业率已跌至充分就业水平，这将为美联储加息提供充裕的经济条件。另外，预期欧元将受累欧元区较宽松的货币政策及疲弱的经济而走弱。预期美元走势仍佳，短期于上升通道中区间波动。

美汇数一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年3月

美国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2021年第四季	6.9 (按年)
失业率	3月	3.6
零售销售	2月	17.6 (按月)
消费物价指数 (CPI)	2月	7.9 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年3月

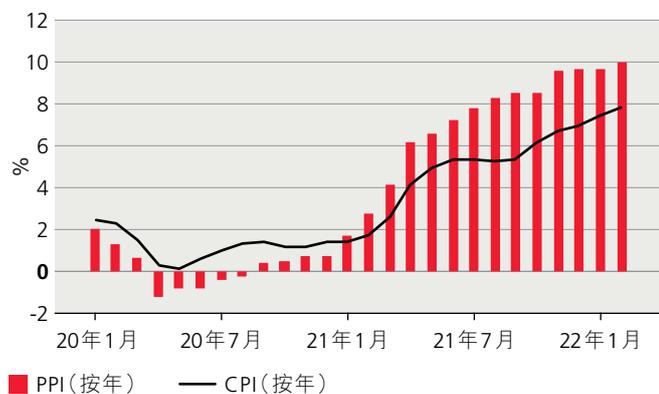
### 美联储将加快加息步伐

美联储在3月议息会议宣布进行自2018年以来的首次加息，主席鲍威尔更称现当正是加息及缩减资产负债表的时候，表示有需要的话将会更激进地加息以控制持续上升的通胀，因为当前的经济于借贷成本上升和刺激措施被撤走的环境下仍然强劲。受俄乌局势影响，能源及食品价格大升，美联储暗示短期收紧货币政策的速度将会为自2006年以来最快，预期联邦基金利率目标区间在2022年底达到1.75至2%。但是，市场预期有关加息步伐将会更快，利率期货市场反映美联储将于5及6月的议息会议上分别加息0.5%。

### 美国通胀短期难见回落

压抑通胀可算是各大央行的首要任务，尤其是俄乌局势过后能源及食品价格上升，令整体通胀环境恶化。美国总统拜登宣布将释放大量原油储备以平抑油价，但预期美国通胀短期仍位于较高水平，为经济带来压力。同时，美国当地薪资持续上涨，人均收入改善亦成为通胀压力的来源。美联储最关注的通胀指标——核心个人消费支出(PCE)物价指数于2月按年上涨5.4%，创下1983年4月以来最大涨幅，预期美国通胀短期内将维持于较高水平。

#### 美国生产物价指数 (PPI) 与 CPI

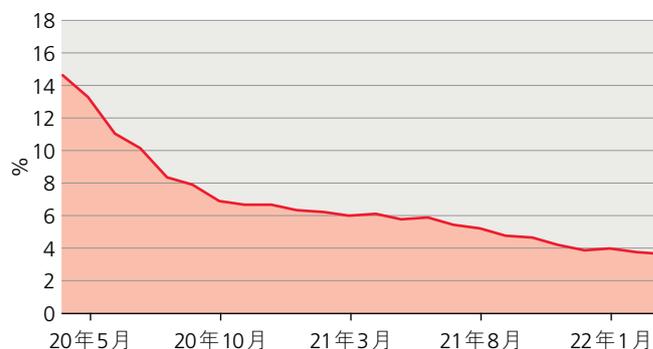


资料来源：路透社，数据截至2022年3月

### 就业情况理想为加息提供条件

美国就业情况理想，3月份失业率进一步跌至3.6%，已接近充分就业水平，而平均时薪亦稳步上涨。虽然当地薪资持续上升，或进一步推升目前已超出美联储目标水平的通胀；但就业数据表现持续强劲将提供很好的条件让美联储可以进一步收紧货币政策，达至压低通胀的目的。

#### 美国失业率



资料来源：路透社，数据截至2022年3月

### 疲弱欧元将助美元走势

俄乌战事加大通胀压力，对欧元区的经济造成打击。面对通胀高企的问题，欧洲央行因受欧元区经济疲弱的限制，短期内较难开始加息及追赶美联储加息的步伐。欧洲央行与美联储货币政策的分歧将令欧元逐步走弱，成为美元持续上升的动能。



## 欧洲央行货币政策将落后于美联储，息差扩阔影响欧元

欧元兑美元第二季预计波幅范围

1.0600 至 1.1100

**概述** 正值新冠疫情对欧元区的经济影响减弱、劳动力市场状况改善、供应链瓶颈有望缓解之际，俄乌战事令欧元区承受高通胀压力，再次打击该区经济。面对通胀持续上升，多国央行都开始或计划以加息应对。但是，欧洲央行因受欧元区经济疲弱限制，加息之路更漫长，因过早加息将拖慢经济复苏。美联储于今年3月开始加息，但预料欧洲央行短期较难跟随。两国央行的加息步伐不一致，令息差扩阔，欧元走势更弱。

欧元兑美元一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年3月

欧元区主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2021年第4季	4.6(按年)
失业率	2月	6.8
零售销售	2月	5.0(按年)
调和消费物价指数 (HICP)	3月	7.5(按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年3月

### 欧元区经济前景仍淡

欧元区经济年初于疫情后复苏，但受累俄乌战事打击区内经济。欧元区3月的Sentix投资者信心指数降至负7，反映该区的经济前景受到严重打击，而东欧地区遭受的打击尤其深。欧元区通胀激增，随著投入成本上升，企业将部分负担转嫁给消费者，料影响经济表现。这或成为限制央行加息的一大因素。

欧元区 Sentix 投资者信心指数

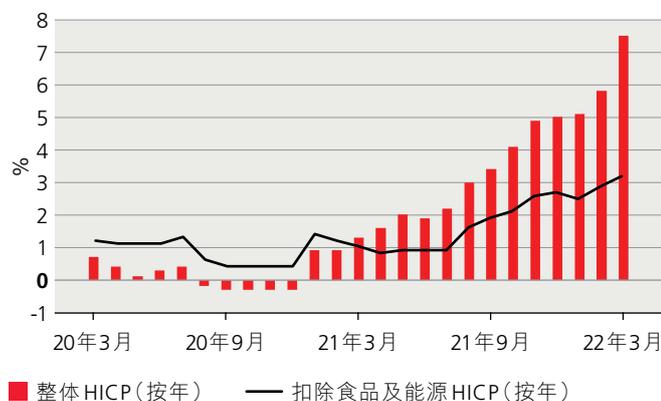


资料来源：路透社，数据截至2022年3月

### 俄乌局势令欧元区整体通胀急升

欧元区长期依赖俄罗斯进口能源及天然气，俄乌战事将带来能源、食品等物资供应短缺及物价上升的两大问题。再者，待俄乌紧张局势过后，国际社会对俄罗斯的严厉制裁亦将引发金属、石油和天然气等大宗商品价格继续飙升，导致欧元区通胀进一步升温，打击经济。

欧元区通胀情况



资料来源：路透社，数据截至2022年3月

### 能源及食品价格飙升料打击经济

俄乌紧张局势，令全球通胀压力大增，而欧元区面对的高通胀尤其严重。因欧元区分别有2成的石油及4成的天然气是由俄罗斯进口，而大部份的食品则依赖乌克兰供应。能源和天然气价格飙升，可能会影响疫后重现的工业和民间消费，也可能令欧洲央行放慢政策正常化的进度。受能源和食品价格大幅上涨影响，欧元区3月的通胀率按年升至7.5%，创历史新高。当中该区能源价格按月涨幅更达44.7%。预期问题将持续一段时间，进一步打击该区疲弱的经济。

### 欧洲央行加息之路更漫长

通胀压力升温，欧洲央行承认通胀风险正在上升，但同时维持中性偏鸽的货币政策立场。欧洲央行总裁拉加德称加息不会解决问题，反而会伤害经济，所以只会于条件允许的情况下逐步撤回目前的负利率政策。她亦重申欧洲央行的加息步伐不会跟美联储一致。因此，预期欧洲央行短期利率政策较难追赶美联储步伐，影响欧元汇价整体走势。



## 居高不下的通胀料影响英国经济增长

英镑兑美元第二季预计波幅范围

1.2800 至 1.3300

**概述** 英国整体经济条件不俗，去年全年增长达7.5%，但却面临零售销售疲弱及通胀高企的问题。英国通胀触及30年新高6.2%，俄乌战事亦令整体物价上涨，尤其是食品、燃料和能源价格，预期当地通胀将进一步升温。英国政府及英伦银行将准备采取应对措施以压低通胀。英伦银行已开始加息，但俄乌战事对欧元区的经济冲击同时令英国经济受累，或影响英伦银行原先计划好的加息步伐。预期英镑走势较中性，并于1.2900至1.3400区间波动。

英镑兑美元一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年3月

英国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2021年第四季	6.6 (按年)
失业率	1月	3.9
零售销售	2月	7.0 (按年)
消费物价指数 (CPI)	2月	6.2 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年3月

### 战事对欧元区的冲击拖累英国经济

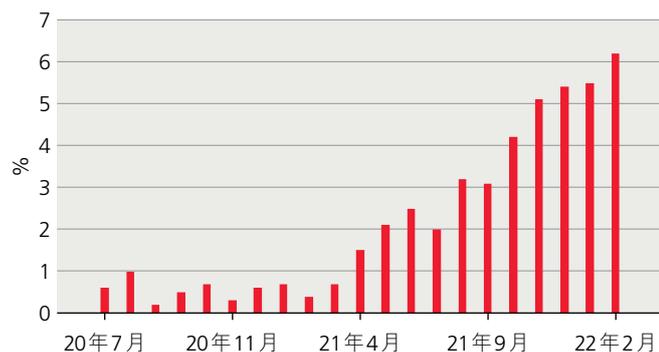
俄乌紧张局势过后，美国、欧盟、加拿大和英国等宣布制裁俄罗斯，这些制裁行动将打击欧元区的经济，而英国于脱欧后与欧洲国家的贸易关系仍紧密，因此俄乌战事为欧元区带来的冲击，将拖慢英国经济增长步伐。

### 物价持续上涨可能阻碍英国复苏

随著食品、燃料和能源成本急升，英国2月的按年通胀率进一步升至6.2%，并创下30年来新高，令当地消费者的生活水平压力上升。家用能源和汽油价格上涨是推高通胀的最大原因，家庭能源开支按年更急升约25%，而食品价格亦普遍上涨。预期能源和其他大宗商品价格短期仍会处于较高水平，料英国未来几个月的通胀率可能进一步上升。英国央行亦预期当地通胀率短期仍会持续上涨，第二季度通胀率可能达至8%以上，即是英国央行目标通胀率的4倍有多。连月来居高不下的通胀，将令英国作为能源净进口国的经济增长放缓，同时令英伦银行往后的加息行动变得谨慎。



#### 英国CPI(按年)



资料来源：路透社，数据截至2022年3月

### 预期央行将继续加息以应付通胀高企

英伦银行自去年12月以来，已连续3次加息，将利率升至疫情前的0.75%水平，以阻止通胀快速上升。这是该行于1997年后首次连续3次加息。在家庭面临能源费用大涨的情况下，央行软化未来加息的立场，降低市场对该行于年底前大幅加息的预期。但是，通胀短期将于较高水平徘徊，英伦银行反而须要持续加息以应对通胀高企的问题。

### 英国零售销售表现仍面临挑战

英国经济于2021的表现其实不错，全年增长达7.5%，但当地零售销售却令人失望。英国2月份的零售销售增长意外放缓，按月减少0.3%，反映当地的疫情虽然缓和，但市场需求的复原能力则表现较弱。随著英国通胀急涨、英伦银行逐步加息及乌克兰战事等担忧的影响，零售商的营运成本上升，同时亦进一步侵蚀市民的消费力，令当地的零售销售表现需较长时间复原。

#### 英国零售销售表现(按月)



资料来源：路透社，数据截至2022年3月

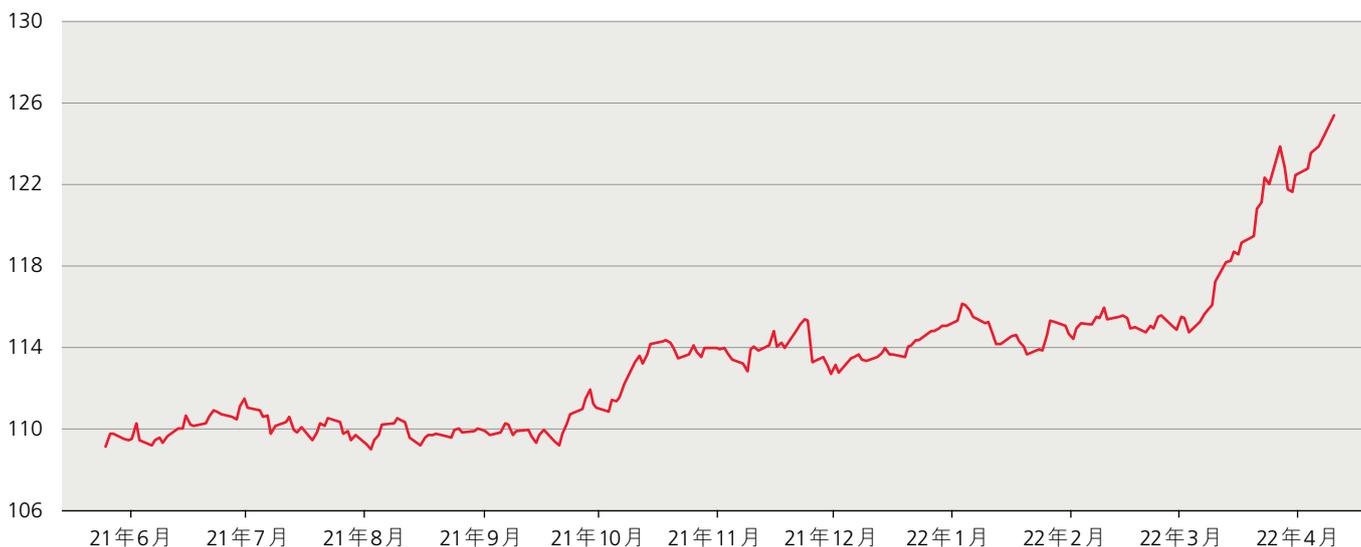
## 日央行短期宽松政策不变，美日息差料继续扩阔

美元兑日圆第二季预计波幅范围

125.00 至 131.00

**概述** 美联储已启动加息，而日本央行实行的宽松货币政策与其他央行的紧缩立场形成强大对比。美元跟日圆的利率差异造成美日息差扩大，亦成为日圆近期明显受压的主要原因。另外，能源价格因俄乌紧张局势及疫情改善而走高，导致进口成本上升，推高日本的通胀压力。面对通胀持续升温，日本央行行长黑田东彦重申将不会收紧政策来应对被成本推高的通胀，且将维持大规模的刺激措施不变，坚决不会追随美联储及其他央行的加息脚步，其鸽派立场鲜明。预期日本央行受限于当地较弱的经济表现而短期未能实行紧缩货币政策，美日息差料继续扩大，令日圆整体走势仍然疲弱。

美元兑日圆一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年3月

日本主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2021年第四季	4.6 (按年)
失业率	2月	2.7
零售销售	2月	-0.8 (按年)
消费物价指数 (CPI)	2月	0.9 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年3月

### 央行维持超宽松货币政策的决心不变

尽管美联储及多间央行已开始加息，但日本央行于货币政策上坚定的鸽派立场，恐怕较难赶上其他央行收紧政策的脚步。日本央行行长黑田东彦多次表示，央行还没有就退出宽松的政策进行讨论，且于明年4月任期完结前也不会。面对近期的通胀压力，他更重申不会收紧政策来应对成本推动的通胀，因央行真正寻求实现的是温和且伴随工资和企业利润增长的通胀。料日本央行短期对保持宽松货币政策的决心，将继续维持短期利率目标于负0.1%不变，而10年期国债收益率将维持于0%，日美息差最终为日圆汇价造成压力。

### 日圆作为传统避险货币的优势正减弱

当市场较早前于俄乌危机的笼罩下，避险情绪升温，令日圆、美元和瑞士法郎等传统避险货币需求增加。日圆因此受到追捧而反弹，但因日圆缺乏利率优势，最终大部份避险资金走向美元及美元资产。加上息差问题，令日圆兑美元重回跌势。因此，若市场再出现避险事件，投资者将考虑以拥有较高利率的美元作为避险资产的首选，减弱日圆作为传统避险货币的优势。

### 央行的目标是稳定通胀率，而不是汇率

大宗商品价格上涨，令通胀短期继续升温。因日本对能源进口的严重依赖，油价上升亦推动日本的通胀水平。另外，日圆疲软虽能提振出口，但同时令燃料和食品等进口成本上升，进一步推升通胀。但是，日本财务大臣铃木俊一指日本央行货币政策的目标是稳定通胀率，而不是汇率。因此，预期央行短期将维持较宽松的货币政策。

### 日本 CPI (按年)

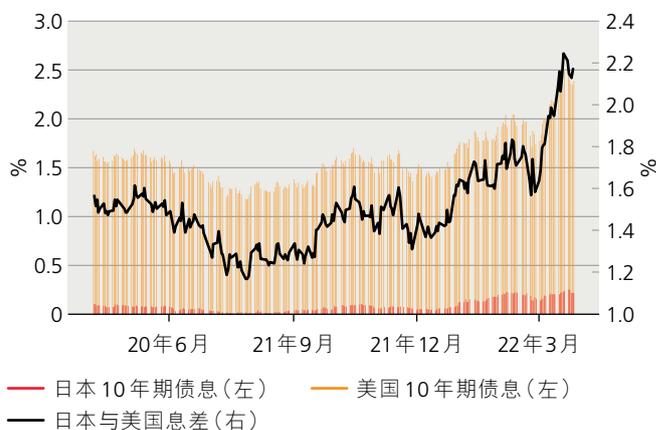


资料来源：路透社，数据截至2022年3月

### 两国货币政策背驰将令美日息差扩大

环球通胀进一步升温，各国长债息均表现上升，各大央行亦纷纷加息或准备加息。美联储已于今年三月开始加息，市场亦预期该行将加快其加息步伐以打击持续上升的物价水平。相反，日本经济受疫情打击后仍然疲弱，央行行长黑田东彦亦表示不会追随美国及其他央行加息，料日本央行短期将维持目前较宽松的货币政策。于货币政策的强烈对比下，两国的息差料进一步扩大，令日圆汇价持续受压。

### 日本与美国息差走势



资料来源：路透社，数据截至2022年3月



## 澳洲出口商品价格提升将助澳元表现

澳元兑美元第二季预计波幅范围

0.7200 至 0.7700

**概述** 相对美联储及其他已开始收紧货币政策的央行，澳洲央行暗示不急于加息，可见其取态明显谨慎。虽然如此，澳洲经济表现佳，尤其是当地就业情况理想，失业率进一步跌至疫情前水平；因此市场预期澳洲央行不久后便有充裕条件加息。另一方面，俄罗斯与乌克兰的战事令澳洲主要出口商品的价格急升，且预期短期通胀仍处于高位，有利澳洲出口及经济，持续为澳元带来上升动力。

澳元兑美元一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年3月

澳洲主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2021年第四季	4.2 (按年)
失业率	2月	4.0
零售销售	1月	1.8 (按月)
消费物价指数 (CPI)	2021年第四季	3.5 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年3月

### 澳洲主要出口商品价格获战事提振

俄罗斯与乌克兰的战事加大地缘政治的不确定性，提振大宗商品及食品价格。澳洲的主要出口为铁、煤炭等矿物，同时亦大量出口羊毛、谷物等农产品。俄乌战事加上国际社会对俄罗斯的严厉制裁，引发石油、天然气等大宗商品价格飙升，提振澳洲丰富资源出口价格。市场对通胀的预期明显升温，料有关商品价格短期居高难下，将带动澳洲经济及澳元表现。

### 铁矿石价格反弹助澳元表现

澳洲为全球最大的铁矿石出口国，有关出口占全球产量约三分之一，因此铁矿石价格的短期表现将影响澳元走势。地缘政治的不确定性令能源价格上升，澳洲作为能源，尤其是液化天然气及煤炭净出口国，当地经济将受惠于大宗商品价格上升。另一方面，中国6成以上的铁矿石是从澳洲进口，因此中国的经济表现将有助提升铁矿石的需求及相关价格。而中国政府的刺激措施将助中国经济稳步上扬，支撑铁矿石价格的整体走势，成为澳元稳步走高的动力。

大连铁矿石期货价格



资料来源：路透社，数据截至2022年3月



### 澳洲央行仍持偏鸽货币政策立场

于美联储及多间央行已开始加息之际，澳洲央行于3月份的议息会议中维持利率不变，将指标利率维持在历史最低水平0.1%，在加息问题上仍保持耐心，等待工资增长回升。尽管认同俄乌战事导致大宗商品价格上升将增加通胀压力，澳洲央行总裁洛威预期澳洲第四季基本通胀率2.6%，仍符合央行2至3%的目标范围内。虽然澳洲央行仍维持较鸽派的货币政策立场，不少市场投资者仍认为澳洲央行最早有机会于本年6月加息。

### 就业理想将作为央行稍后加息的理据

澳洲经济表现不俗，第四季经济增长为4.2%，而就业情况也同样见明显改善。澳洲2月就业人口大增77,400人，全职工作岗位也攀升121,900，远胜市场预期。失业率从4.2%降至4.0%。虽然澳洲央行仍维持鸽派的货币政策立场，但澳洲近期的经济表现佳，料将作为澳洲央行于今年较后时间加息的考虑。

澳洲失业率



资料来源：路透社，数据截至2022年3月

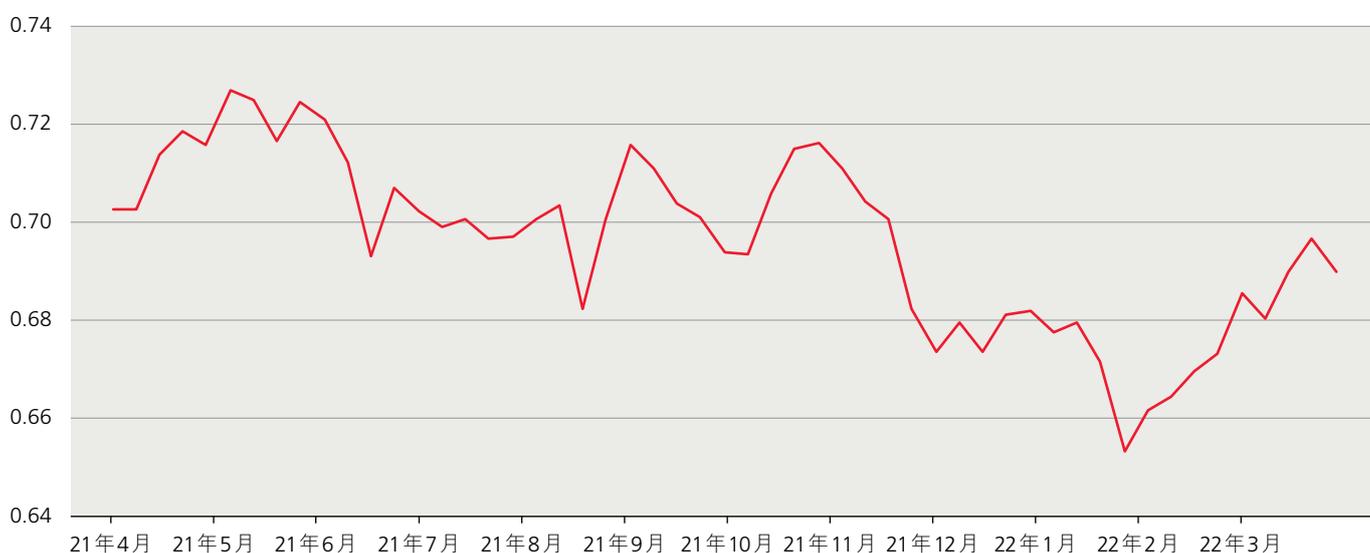
## 楼价虽见回落，但商品价格上涨仍为央行提供加息理据

### 纽元兑美元第二季预计波幅范围

0.6700 至 0.7200

**概述** 纽西兰央行于去年10月开始加息，当地利率已回升至疫情前的水平。而央行总裁奥尔于2月亦发出更积极加息信号，称一年内利率将高于2%水平。当地楼价于央行加息后虽见回落，但仍处于较高水平，加上俄乌事件令整体通胀上升，预期央行须持续收紧货币政策，遏制通胀进一步上升。另外，国际奶价表现稳定且升至近9年高位，带动纽西兰经济表现，为央行提供理想的加息环境，有关预期将带动纽元进一步上升。

纽元兑美元一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年3月

纽西兰主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2021年第四季	3.1 (按年)
失业率	2021年第四季	3.2
零售销售	2021年第四季	8.6 (按季)
消费物价指数 (CPI)	2021年第四季	5.9 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年3月

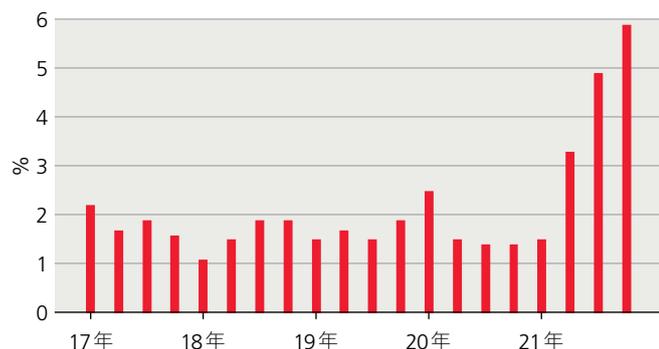
### 纽西兰央行加息意向坚定

纽西兰央行是十国集团中首个加息的国家，于去年10月开始已加息3次，将官方隔夜拆款利率(OCR)从0.25%低点升至目的1%水平。纽西兰央行将利率回升至疫情前水平，目的主要是遏制居高不下的通胀及为火热的楼市降温。除了加息外，央行更表示可能采取更积极的紧缩货币政策，到期债券的收益将不会进行再投资，并计划以每年50亿美元的速度减少债券持有量。而央行总裁奥尔更称一年内利率将高于2%。由此可见，央行坚定地应对不断上升的通胀风险，掉期市场显示很大机会于第二季加息，有利纽元走势。

### 楼价见回落但仍于较高水平

虽然纽西兰央行已于去年10月开始加息，但未为火热的楼市降温。纽西兰房地产协会 (REINZ) 公布当地2月份的全国楼价增长有放缓迹象，但按年增长仍达13.5%水平，可见高楼价仍是央行面对的问题。

#### 纽西兰CPI (按年)



资料来源：路透社，数据截至2022年3月

### 俄乌局势导致更高的通胀水平

俄罗斯入侵乌克兰的军事行动，令几乎所有商品价格，尤其是能源及大宗商品均大幅上涨，预期短期还有上涨空间。纽西兰是非常依赖出口驱动经济的国家，出口占GDP约3成；当中主要出口的产品为乳制品、肉制品、木制品及羊毛等。有关出口产品的价格受俄乌紧张局势而上升，虽然升幅未及能源及大宗商品，但足以进一步提振纽西兰经济。当然，这同时也加剧整体物价上升的压力，于通货膨胀的前景下，央行或加快未来加息的步伐。



### 奶制品出口价格表现稳定

纽西兰最大的出口为乳制品，其价格一直都处于稳定水平，受新冠病毒打击时下跌的幅度亦比其他商品为低。乳制品价格持续上涨成为推动纽西兰经济的重要动力。受惠疫苗广泛接种，预期环球经济将逐步复苏，同时也带动商品需求，令纽西兰的经济增长加快，有助纽元汇价表现。

#### 全球乳制品贸易 (GDT) 价格指数



资料来源：路透社，数据截至2022年3月

\*GDT 价格指数通过使用在一次交易活动中由所有销售商在所有合同期内实现的全部乳制品总销量计算得出

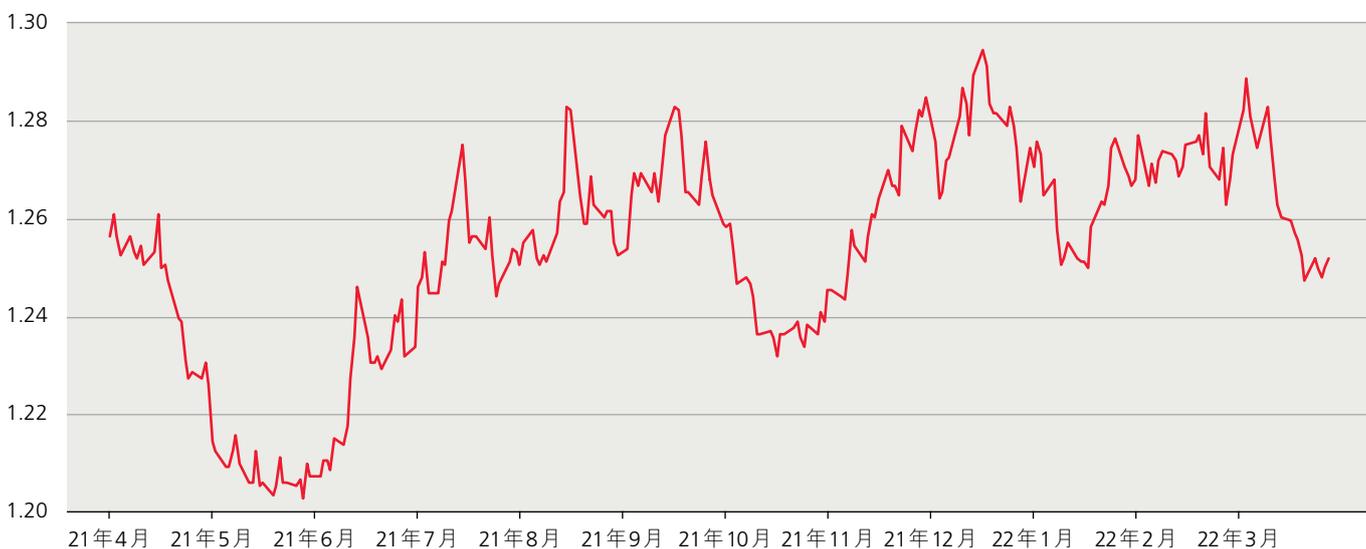
## 央行加息节奏能否与美联储同步将影响加元走势

美元兑加元第二季预计波幅范围

1.2400 至 1.2900

**概述** 加拿大央行已于3月启动加息，并将继续其债券购买计划的再投资阶段。央行鹰派论调支持市场对4月再度加息的押注，利率期货反映央行将于4月议息会议加息0.25%的机会很高。市场关心若美联储因解决高通胀问题而加快加息，加拿大央行于经济条件上能否跟随。因此，预期央行短期加息的节奏及美元走势将成为影响加元走势的主要因素。另外，俄乌战事推高油价，预计短期油价将持续于较高水平，有利加元整体走势。同时美加两国经济关系十分密切，若美国经济表现理想，将进一步推动加拿大经济表现。

美元兑加元一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年3月

加拿大主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2021年第四季	6.7 (按季)
失业率	2月	5.5
零售销售	10月	3.2 (按月)
消费物价指数 (CPI)	2月	5.7 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年3月

### 加元汇价及油价走势未必经常一致

俄乌战事于2月发生，目前已进入另一阶段，市场焦点已转移至欧美国对俄罗斯的制裁及战事所引发的通货膨胀对经济的影响。俄乌之前的紧张局势令市场担心影响能源及各商品的供应，从而引发金属、石油和天然气等大宗商品价格急升，纽约期油曾经升至每桶130美元。及后局势有所缓和，油价重回战事前每桶约93美元的水平。油价波动往往会影响加元走势，但当油价升至每桶90美元上方时，加元并未有受惠而走高。事实上，加元汇价普遍于油价突然大幅波动时才会同步，所以预期纽约期油价若在每桶95至115美元范围时，对加元影响有限。因此，除油价外，加元汇价的短期走势则视乎加拿大的经济状况及加拿大央行的货币政策能否与美联储同步。

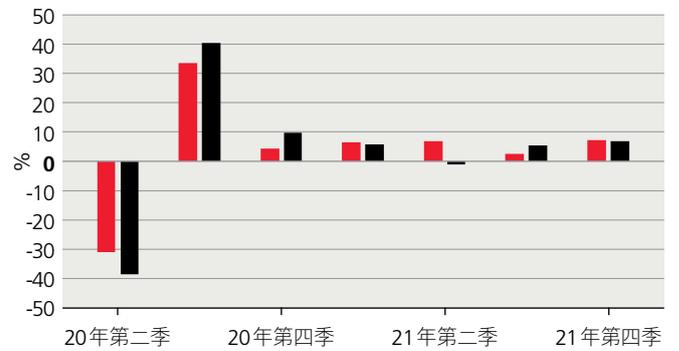
纽约原油期货价格及美元兑加元的关系



— 纽约原油期货价格(左) — 美元兑加元(右)

资料来源：路透社，数据截至2022年3月

美国及加拿大 GDP 表现 (按季)



■ 美国 ■ 加拿大

资料来源：路透社，数据截至2022年3月

### 加拿大央行加息步伐料与美联储同步

加拿大央行于3月议息会议中，将利率从创纪录的低点0.25%上调至0.5%，为2018年10月以来首次加息。央行认为居高不下的通胀正为加拿大经济带来风险，行长总裁麦克勒姆表示今年仍有很大的加息空间，且不排除在必要时加息50个基点。该行表示虽然地缘政治的不确定性急升，但仍有需要上调利率。利率期货反映央行于4月份的议息会议加息0.25%的机会很高。如果美联储最后计划加快加息步伐，预期加拿大央行将随之加快，步速若能与美联储同步，将有助加元汇价表现。

### 通胀水平已持续超过央行目标

加拿大2月份的通货膨胀率为5.7%，超过市场预期的5.5%，同时亦标志著当地的通胀率已连续第11个月高于加拿大央行制定的1至3%目标范围。当中汽油、杂货价格及住房成本均明显上涨，而房价在2月亦创下历史新高水平。预期能源、商品及食品价格短期升幅将因俄乌战事加快，短期整体通胀仍高企，成为推动加拿大央行持续加息的推动力。

### 美加两国经济关系密切

美国与加拿大的贸易关系紧密，且美国是加拿大最大的贸易夥伴。因此，美国经济复苏速度与加国的经济表现息息相关。美国选择与病毒共存，重新开放经济，当地去年第四季的GDP为6.9%。若美国经济能稳步回升，有利加拿大经济于加息周期下的整体表现。



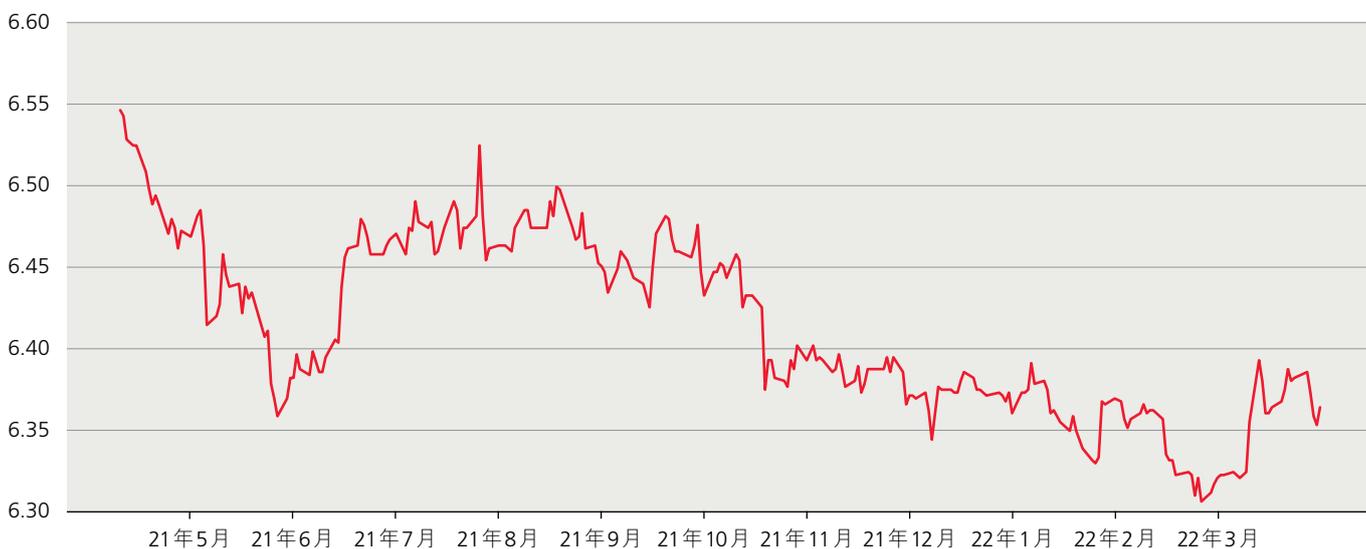
## 以稳经济为前题，偏宽松货币政策基调未变

美元兑人民币 第二季预计波幅范围

6.3600 至 6.4600

**概述** 中国今年的经济增长或放缓且国内疫情扩大，封城措施影响国内短期经济。预期政府将继续以稳定经济为主要政策方向，朝著今年国内经济增长5.5%的目标努力。中央稳定经济的决心将吸引外资持续流入，加上中国较完善的供应链将继续利好出口环境，刺激结汇的整体需求，而用人民币作贸易结算的规模正在上升，均支持其中长线的表现。预期人民银行将维持偏宽松的货币政策。但是美联储已开始加息、中美关系紧张等因素，将令人民币于第二季的升幅减慢，以区间波动走势为主。若然美联储加快加息步伐，人民币的波动区域将往下移。

美元兑人民币一年走势图



资料来源：路透社，数据截至2022年3月

中国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2021年第四季	4.0 (按年)
失业率	12月	3.96
零售销售	2月	6.7 (按年)
消费物价指数 (CPI)	3月	1.5 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2022年3月

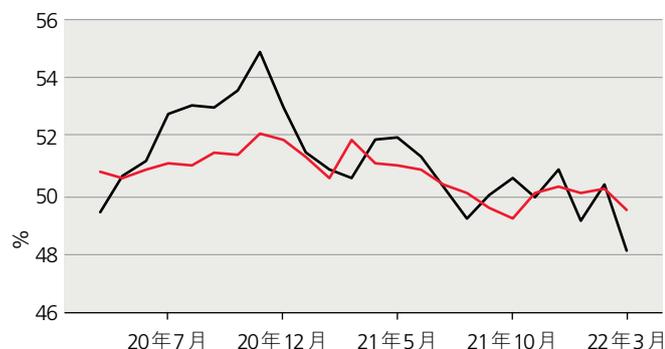
### 中国仍在宽松之路上

中国年初的金融数据表现理想，新增信贷和社融增量均创新高，反映之前的宽松政策开始奏效，亦令人民银行对实行宽松政策的计划暂转入观望期。内地在3月的中期借贷便利 (MLF) 操作利率及贷款市场报价利率 (LPR) 均按兵不动。但最近大宗商品价格因俄乌局势急升，加上疫情重临且实行封城措施，皆令经济面临考验。预期央行推行偏宽松货币政策的基调未变，以稳定经济为目标，料央行短期将下调MLF及LPR的利率。而何时进一步降准、降息则视乎经济的实质变化。

### 稳定经济面及结汇需求支撑人民币

中国去年全年GDP增长为8.1%，虽然经济增长或于年内放缓，但政府仍朝著今年GDP增长5.5%的目标努力。中国维稳经济的决心，令外资流入持续强劲，而且人民币用于贸易结算的规模正上升，均对汇率构成支撑。另外，中国较完善的供应链将继续利好出口环境，刺激整体结汇需求，支持人民币中长线的汇价表现。

#### 中国官方与财新制造业采购经理人指数 (PMI)



— 官方制造业 PMI — 财新制造业 PMI

资料来源：路透社，数据截至2022年3月

### 中美于制裁俄罗斯立场分歧，或影响中美关系

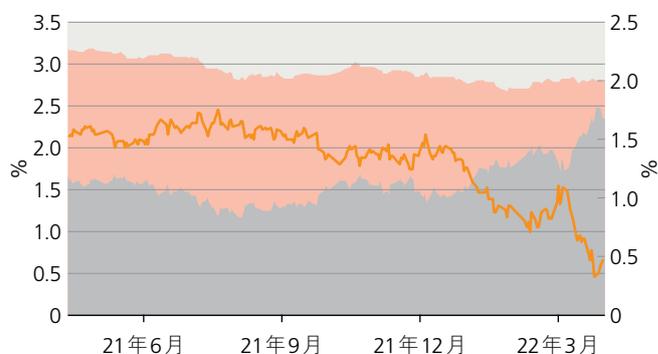
俄罗斯入侵乌克兰，在美国及西方多国纷纷制裁俄罗斯之际，中国支持以谈判来解决纷争，立场跟美国有异。虽然两国的领导人已就有关内容通话，但暂未见成效。中国与美国立场分歧，或令中美贸易冲突扩大，不排除中美关系在贸易或金融上再次出现紧张，届时将影响人民币短期表现。



### 中美利差收窄将为人民币带来压力

美国通胀持续高企，市场预期美联储可能提前加息以抵抗通胀，而美国长期债息亦因此而持续上涨。对于美联储在5月加息50基点的预期令中美利差继续快速收窄并跌至近两年低位。在此前景下，料为人民币汇价带来压力，但人民币的基本面及有关结汇需求才是支撑人民币汇率的主要因素。

#### 中国与美国息差



■ 中国10年期债息(左) ■ 美国10年期债息(左)  
— 中国与美国息差(右)

资料来源：路透社，数据截至2022年3月

## 迷宫重重

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪  
东亚联丰投资团队



东亚银行财富管理处首席投资策略师 李振豪

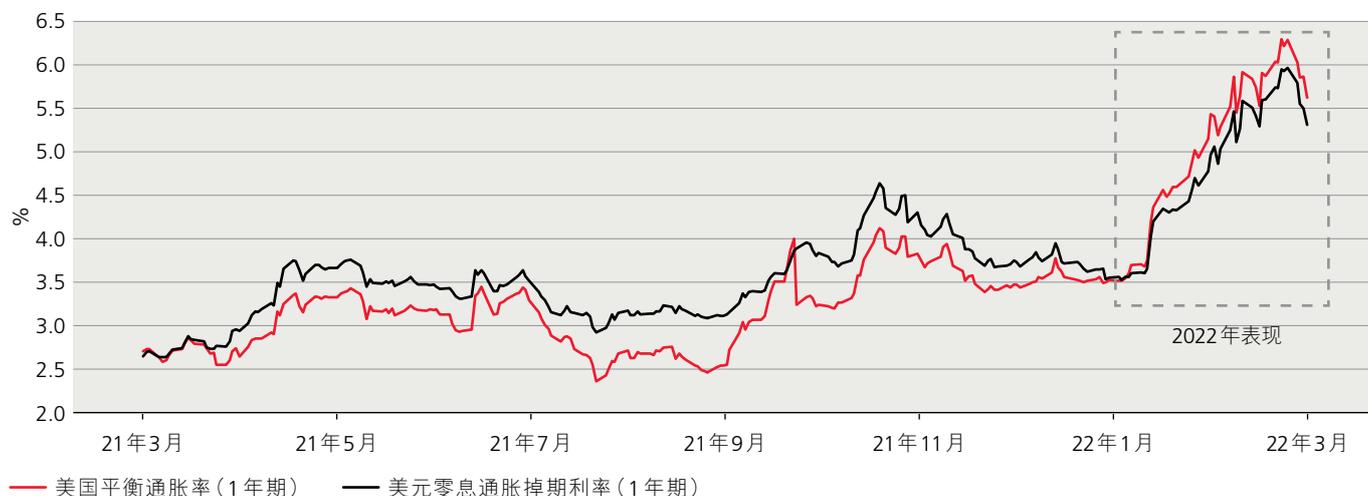
## 迷宫重重

上季预期美国经济问题源于Omicron爆发后，本来初见改善的结构性就业及通胀再次恶化，疫情面前美联储处于被动，勉强加息可能弄巧成拙，按部就班料较可取。成熟国家的央行将跟随美国收紧流动性，但因自身经济问题未能行动一致，增添非美债市波动。新兴市场风险较高，疫情仍未受控下勉强加息只会东施效颦。整体债市中以国债及高评级类别受影响较大，亚洲央行并没有加息的迫切性，料走势较平稳。过去的预测大致与今天的结果相若，意料之外是爆发俄乌战事及美联储大幅修订利率取态与经济预测。

到了第二季，美联储言行继续成为全球焦点，市场口水横飞，各央行马首是瞻，但在地缘紧张及高通胀的环境下，预期美联储任何决定都是如履薄冰，进退失据。整体债市阴霾不散，不论衍生工具、基金/ETF及实体债市都显示出投资者悲观情绪，反映央行政策走势重于泰山，债券的避险功能只属次要。全球逐步收紧流动性已是不争事实，其他央行将亦步亦趋，不利当地债市。俄乌问题只集中在两国债市，未见蔓延至其他新兴债市。亚太债市将成市场新贵，利率变化及制裁影响较其他地区温和，在过去加息周期中亦属于「性价比」较高的地区选择，值得投资者留意。

本季的标题是《迷宫重重》，意谓债市仿佛跌入重重迷宫，只能在眼前的选择中寻找未知的出口，奔波在窄巷之间可能只换来死胡同的结果，如何材高知深可能只是瞎子摸象，难窥全局。划地为牢亦非选择，最后唯有见步行步，随机应变。

### 美国平衡通胀率(1年期)及美元零息通胀掉期利率(1年期)



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

### 美联储：见人之所未见？

#### 谣言止于智者

自美联储1月对通胀态度180度转变及3月对加息的鹰派言论后，债市参与者便在加息与通胀话题上不断发酵，把加息次数及幅度预测无限上纲，一方面吸引市场目光，惊吓中暗地部署，另一方面胁迫美联储，透过舆论压力左右委员会决定。部份言论更消极地建议早日把衰退或滞胀预言自我实现，除了可铲除多年来量化宽松积累的弊端，亦可把投资市场及经济重新洗牌。无从得知语不惊人誓不休背后有多少利益考量或权斗，但花掉真金白银时却相当诚实。

美国平衡通胀率是名义国债曲线中找出指定到期日，与通胀挂钩债券曲线中最接近年期的收益率息差，亦等于资本市场在指定年期中隐含的通胀率。通胀掉期是透过当中的固定及浮息利率互换，以反映合约双方对未来通胀的共识，相等于衍生工具市场在指定年期中隐含的通胀率。

两项指标去年11月由高位一度出现下跌，反映两大市场参与者都曾经相信未来通胀并非预期般凶猛。但今年1月起两项指标再次急升。虽然3月底由高位近6%回落至5.3至5.6%之间，但已与美联储通胀预测相若。

就算市场口水横飞，但解铃还须系铃人，相信债市波动止于美联储如何收窄官方与市场分歧，及明确路线图以减低市场的无限联想。在打击高通胀同时维持经济增长的软着陆目标，美联储仿佛在重重迷宫中寻找唯一出口。

## 债券

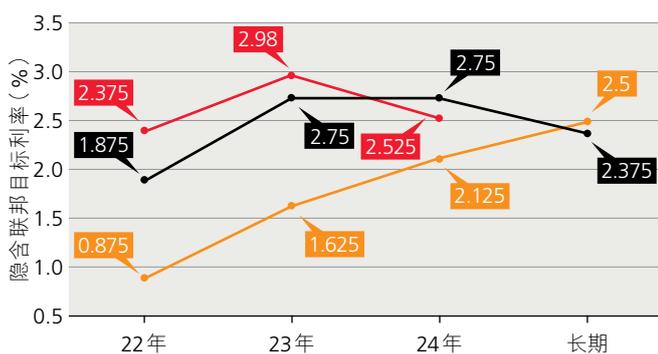
## 美联储：雕式紧缩政策

常言央行收紧货币政策为「鹰派」，比喻硬朗而坚定，暗喻老鹰来袭下各「小动物」速逃。但今天全球通胀猛于虎，美联储为首的央行正迅速且大幅度收紧流动性，来势汹汹并非等闲之辈，而是体型更大更凶猛的金雕，古有「金雕擒羊」奇观，相信今天「山羊、鹿、狐狸、狼」都须速速逃跑。

3月17日美联储主席鲍威尔宣布加息25点子，是2018年后正式启动新一轮加息周期，幅度是预期之内。但议息声明及点阵图，尤其比对去年12月出现大幅修订，才是影响债市的焦点。

首先，点阵图显示联邦利率中位数是1.875%，比去年12月的0.875%明显高出1%，是近代罕见在3个月内大幅修正早前预测，反映第一季经济急速变化（通胀飙升）及极端风险（俄乌战事）迫使各委员改变去年立场。点阵图显示年内共加息7次（去年12月是3或4次），即未来6次会议将共加息1.5%。鲍威尔表示，保留未来加息高过25点子的可能性，近日亦多次提出同样观点<sup>1</sup>。预期未来市场焦点不再是次数，而是幅度。亦藉此修正本行对利率的预测，焦点并非次数而是与美联储加息幅度同步。另外，5月加息50点子已是市场共识，如通胀仍未受控，每次50点子或更大幅度的加息将打破近代常规。

## 美联储点阵图（去年12月及今年3月）



— 联邦基金期货 (2021年12月及2022年3月)  
 — 美联储委员投票中位数 (2022年3月)  
 — 美联储委员投票中位数 (2021年12月)

资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

其次，最新联邦利率中位数(1.875%)与利率期货预测(2.375%)差距比去年明显收窄，过去被市场批评决策「慢半拍」到今天与市场相若，加上美联储预期加息延长至2024年，比利率期货预期更进取。突显美联储比市场更鹰派的立场及解决经济问题的决心，亦纾缓官方与市场预测南辕北辙的阴霾。毕竟债市风险非源于加息，而是缺乏共识。

会后声明的内容与1月时的关注点出现明显差别<sup>2</sup>，表示由疫情转移到能源价格带动通胀的经济风险将是延续及广泛的。俄乌战事未平息及相关制裁影响未完全浮现时，美联储将关注并作好准备。声明亦清晰提到缩表路线图，未来到期债券将不再续期，速度和规模都比上次更快、更大。3月会议纪录中提及委员会有意5月便以按月950亿(按年超过1.1万亿)缩表<sup>3</sup>，相比2015时每月缩表共500亿增速近1倍。疫情前美联储资产负债表约4.3万亿(美元，下同)，截至3月31日约有8.9万亿，增加近4.6万亿，即目标4年内收回因疫情投放的流动性。市场预期5月美联储将在会议时宣布缩表与加息双管齐下来控制通胀。暗示短期内流动性将大幅收紧，以往沐浴在游资的低评级及垃圾债券将深受打击，投资者亦适宜为缩表对全球债市带来中长期风险作好准备。

最后，美联储亦修正了经济预测，除了失业率持平外(3.5%)，国内生产总值(GDP)增长由4%大幅下调至2.8%，核心个人消费支出平减指数(PCE)由2.7%大幅上调至4.1%，反映通胀率将大过经济增长，未来实质购买力将会收缩。相信关键在于进一步放宽防疫措施后，美国经济能否明显反弹，尤其压抑性需求会否如预期般爆发，吸收通胀带来的影响。再者，本刊《宏观策略》章节中已分析全球高通胀主要源于俄乌战事及相关制裁，当中涉及多项人为因素及地缘关系并非财金政策范围，美联储唯有随机应变。

## 收益率曲线变化：拾级而上

在本刊《宏观策略》章节中已分析加息期间收益率曲线趋向平坦实属正常反应，而非完全与经济表现有关。但「倒挂」配合加息周期同时出现时，往后出现衰退的机率偏高，最终结果往往取决于美联储能否适时配合经济表现调整货币政策。

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

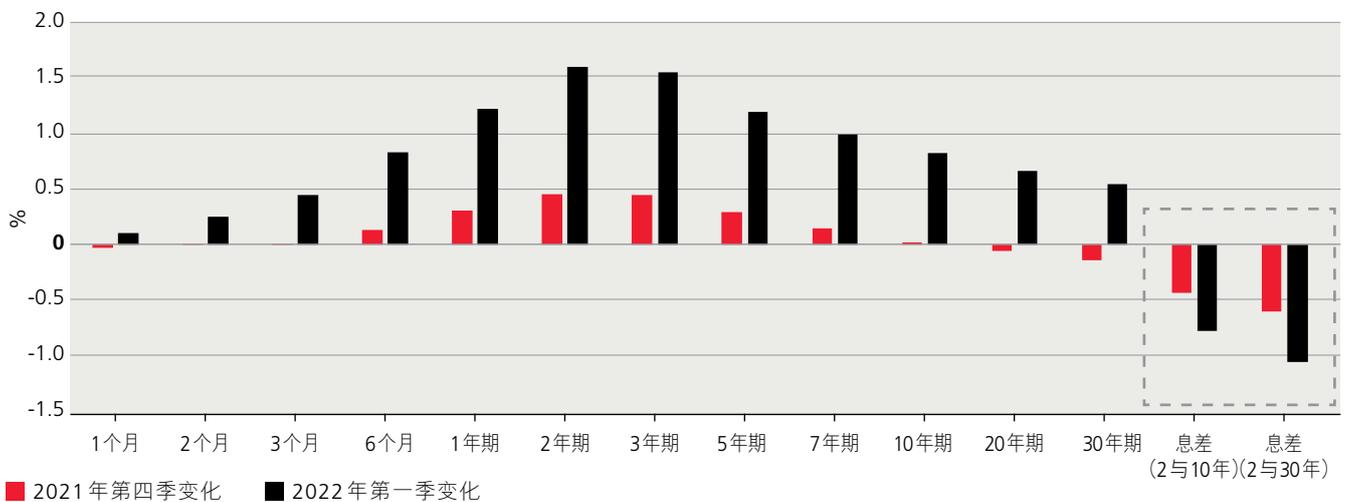
<sup>2</sup> 见美联储网站，<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20220316.pdf>

<sup>3</sup> 见美联储网站，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20220316.pdf>

美国国债收益率曲线变化是资本市场透过利率去表达心里对未来经济最真诚的预测。比较去年第四季及今年第一季曲线变化，全线皆比去年上升，而且超长息比超短息升幅更大，反映曲线虽然趋向平坦，但整体还是比去年倾斜。暗示经济仍未真正衰退，而且加息预期正全面但非平均地影响各年期表现，存续期风险集中在短息。

转折点主要在对利率较敏感的2至3年期之间，真正「倒挂」只在20及30年期出现，未见明显蔓延，暗示经济增长放缓而非衰退的预测。话虽如此，但第一季的倒挂幅度明显比去年上升，反映市场忧虑持续升温，如美联储强力收紧流动性，期间宏观环境有任何闪失，由国债波动引发的震荡将波及整个投资市场。

美国国债收益率曲线变化 (2021年第四季及2022年第一季)

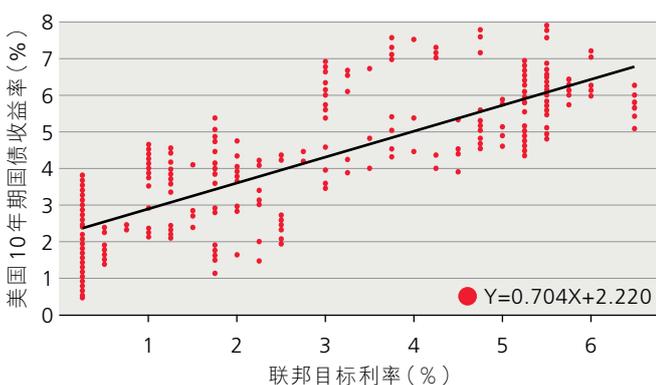


资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

市场普遍以10年期国债债息去反映该国的经济状况(曲线倒挂)及对整体债市(现价折现率)影响的指标。年初至今已由1.51升至2.52%水平，反映整体债市走势积弱。根据美国10年期国债收益率与联邦目标利率的线性回归分析，结果显示如5月美联储加息25或50点子，10年期债息将升至2.75或2.92%。加上上述点阵图分析，年内美联储将最少加息1.5%，即10年期债息升穿3%指日可待，投资者应及早作好准备。

投资世界里常言「不要与美联储对著干 (Don't fight the Fed)」，任何投资决定须与美联储行动保持一致，暗喻不论美联储是否见人之所未见，大家的投资回报最终都是由美联储主宰。活在战火纷飞、人心惶惶的今天，戏言谓「不要问、只要信」的投资策略可能比其他金科玉律来得更简单直接。

美国10年期国债收益率与联邦目标利率之回归分析



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

**整体债市：不容乐观**

**衍生工具早已警惕市场**

投资者对利率与通胀预期是影响债价的重要因素，经济层面有不同方式或模型推算未来利率与通胀变化，资本市场亦有不同衍生工具以对冲风险，从中反映投资者心里对利率与通胀的观点。殊途同归，它们的预测将直接影响债市走势。

利率掉期期权是内含利率掉期的期权合约，透过以预定行使价(预期利率)在到期日，比较当时的实际利率来决定会否执行内含掉期合约，简单而言是为了转移风险而设的保单。当中期权金反映了期权持有人愿意为对冲利率变化而付出的保险费，保费愈高暗示风险愈高。

## 债券

以3个月期权内含以1年通胀作指标的1年期掉期合约作基准，并以两组货币(美元/欧元/英镑及澳元/纽元/加元)平均值以简化分析，显示期权金其实早在去年约9月开始急升近1倍，反映市场担忧利率将大幅波动。去年10至12月美联储偏向软化的态度稍为安抚市场，期权金横行观望。直到今年1月，美联储态度急转弯，凶猛的鹰派言论推升期权金。截至3月31日，比去年9月已升约3倍。反映不问因由，投资者相信6大央行未来将大幅加息，迫使透过衍生工具对冲利率风险。当中只有两种货币由始至终都非常稳定，分别是人民币及日圆，市场认为日中央行无意跟随美联储起舞。至今所见，各央行态度与衍生工具市场预期相若，亦反映其预测的准绳度。

各货币的3个月等价利率掉期期权(1年/1年期)



— 人民币 — 平均值(澳元、纽元、加元)  
— 平均值(美元、欧元、英镑) — 日圆

资料来源：彭博，数据截至2022年3月26日

通胀方面，普遍以通胀掉期对冲风险。合约双方开始时协议出「固定利率」以反映(双方共识)预期通胀率，定息方须在合约期间支付固定利率，而浮息方则以当时实际通胀率支付对方。因实际通胀率可能不等如固定利率，定息方便可透过合约把通胀风险转移到浮息方。当中固定利率反映了合约双方对未来通胀的共识，定息愈高暗示通胀风险愈高。

过去1年，美元、欧元及英镑1年期通胀掉期的固定利率走势稳定。直到今年1月欧美央行上调通胀预测，2月下旬俄乌战事爆发，商品价格急升带动供应侧通胀恶化，影响全球经济，但打击较大地区集中在欧美市场。截至3月31日，美元、欧元及英镑固定利率变化如下：

固定利率	美元	欧元	英镑
3月31日(点子)	532	621	929
与年初比较			
1月3日(点子)	376	256	634
差距(点子)	156	365	295
变化(%)	41	143	47
与实际基本通胀比较			
3月31日(点子)	790	750	620
差距(点子)	258	129	-309
变化(%)	49	21	-33

资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

数据显示，市场在第一季大幅上调固定利率应对预期通胀风险上升，尤其欧元区升幅高见约1.4倍，反映俄乌战事在能源及农产品制裁明显打击欧元区经济，美元及英镑则超过四成，通胀问题严重。相比实际通胀，美元固定利率变化与实际情况相若(四至五成)，欧元固定利率(6.2%)与实际基本通胀(7.5%)亦差不多。但英国落差却颇大，上季固定利率急升近50%后高见约9.3%，但公布的实际基本通胀只有6.2%。是英镑通胀掉期高瞻远足，还是庸人自扰，唯有拭目以待。

综合分析，其实早在去年第四季衍生工具市场已反映预期今年利率及通胀将大幅波动，对冲成本上升打击债券组合总回报，甚至减少持仓并转往其他资产(例如商品或股票)，解释了年初至今债券市场持续受压的原因。

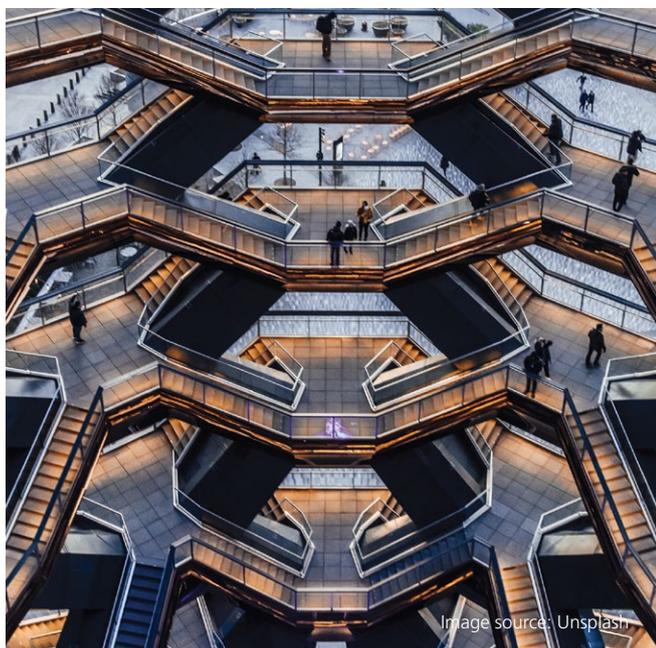


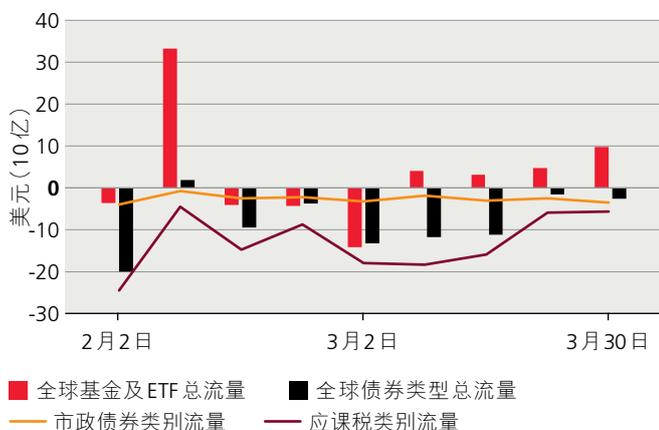
Image source: Unsplash

### 资金早已闻风先遁

投资公司协会 (ICI) 成员包括美国互惠基金、交易所买卖基金 (ETF)、封闭式基金和单位投资信托，及在欧洲、亚洲和其他司法管辖区提供的可转让集体投资计划 (UCITS) 和类似基金，把美国及海外总资产管理值的变化按月发表报告<sup>4</sup>。3月份数据显示由2月2日至3月30日共9周，按周全球总管理资金额 (包括股票、债券、商品等类型) 大幅波动。2月9日当周流入约332亿 (美元，下同) 后俄乌战事爆发。3月2日当周恐慌情绪急升，总流出量达141亿，之后又再稳步回升。同一时段债券类型表现却令人失望，9周内只有8周录得净流出，只有1周 (2月9日) 录得19亿流入。美联储宣布第1次加息后，2月2日单周流出近200亿，而且在3月2日起持续3周各流出超过100亿。9周内债券类别总流出共710亿，比全球基金及ETF总流入290亿出现强烈反差。若把债券类型分为应课税 (主要投资于投资级别和评级较低的企业债券、美国政府发行或担保债券及全球债券证券) 及市政债务类别 (主要投资于单一州份的市政债券或全国性的市政债券组合)，9周内市政债务类别全线流出共240亿，应课税类别亦只有零星10至12亿流入，其他时间却以单周平均以近100亿流出，江河日下。

结果显示在俄乌战事及滞胀阴霾等负面因素下，债券都得不到避险资金垂青，亦反映美联储鹰派态度在债市中重于泰山，预料各委员的言行将主宰债市，尤其高评级及国债。加上由商品市场带动的高通胀迫在眉睫，各央行推出紧缩货币政策只是速度及程度的差别，预期今年债券市场表现将明显落后其他资产，前景不容乐观。

### 全球基金及ETF与不同债券类别的资金流量



资料来源：投资公司协会，数据截至2022年3月31日

### 其他债市：雾锁烟迷

#### 累计类别债券暂时不宜沾手

在美联储3月加息之前，各国央行已马不停蹄为紧缩货币政策作好准备，揭开全球「竞争性加息」的序幕。上季各国央行在货币政策上变动如下：

日期	国家央行	行动简介
1月6日	阿根廷	上调基准利率至40%
1月14日	南韩	上调基准利率至1.25%
1月27日	南非	上调关键利率至4%
2月1日	澳洲	宣布停止购债计划
2月2日	巴西	上调基准利率至10.75%
2月3日	英国	加息25点子至0.5%
2月11日	墨西哥	上调隔夜银行同业拆息目标至6%
2月17日	阿根廷	上调基准利率至42.5%
2月23日	纽西兰	上调利率至1%
2月28日	俄罗斯	紧急宣布将关键利率提高到20%
3月2日	加拿大	提高官方利率至0.5%
3月16日	巴西	上调基准利率至11.75%
3月16日	沙地阿拉伯	将关键利率提高到1.25%
3月17日	英国	加息25点子至0.75%
3月22日	阿根廷	上调基准利率至44.5%
3月24日	南非	将关键利率提高到4.25%
3月25日	墨西哥	上调隔夜银行同业拆息目标至6.5%
3月31日	日本	承诺在第二季增加预定的债券购买量

资料来源：综合网站资料，数据截至2022年3月31日

上季已分析最近两次美国加息周期 (2004及2015年)，G10 (除美国) 央行普遍比美国早6个月作提前部署。不论加息或减息，全期总利率变化次数平均比美国高出约3.5倍。新兴市场及亚洲地区总次数更高，2004年比美国高出约5倍，2015年时更高出约18倍 (详情请参阅上季《债券》章节)。今天美联储才第1次加息及有意在5月缩表，暗示各地央行收紧政策总次数将以倍数上升，「好戏」仍在后头。

<sup>4</sup> 见投资公司协会网站，<https://www.ici.org/research/stats/weekly-combined>

## 债券

根据彭博全球债券指数中「累计(Aggregate)」类别在过去6个月表现，显示去年第四季大致录得约0至2%正回报。但由今年开始，各央行积极收紧流动性，成熟国家(美国、加拿大、欧洲)累计债券指数以平均每月2%速度下跌，第一季跌约6%，新兴(美元)累计指数更在利率及汇率夹击下第一季跌约10%。上文已分析衍生工具市场预示年内加息持续，整体累计指数走势只会继续寻底，尤其欧美成熟市场。简单而言，就算爆发俄乌战事，不论成熟或新兴市场，高评级及国债暂时都不宜沾手。

## 全球累计债券指数表现(过去6个月)



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

## 战事影响只集中于东欧地区

在本刊《宏观策略》章节中已分析是次俄乌战事并非国际金融灾难，资本市场出现大幅波动而非断裂，利率及流动性紧张集中在欧美市场。

各地10年期国债收益率波动集中在东欧地区，更准确是集中在俄乌两国。由2月22日至4月11日数据显示，乌克兰及俄罗斯10年期国债收益率处于新兴市场中前列，分别升至22.4及10.8%，反映战事爆发后遭投资者抛售的结果。

另外，乌国国债在收益率变化上远超其他新兴国家，期内波动幅度达25.7%，但俄国国债只有4.4%。反映不论战事最终结果，在投资者眼中乌克兰在国力、强土及经济受损的程度远比俄罗斯高，资本市场在风险及成本的考量上，未来乌克兰想举债复兴将相当困难。就算勉强发债，未来利率负担偏高，影响本地财政及经济增长。

由3月起，欧美主导的制裁不绝，希望透过孤立俄罗斯经济及冻结海外资产迫使领导层就范。但俄罗斯透过一系列反

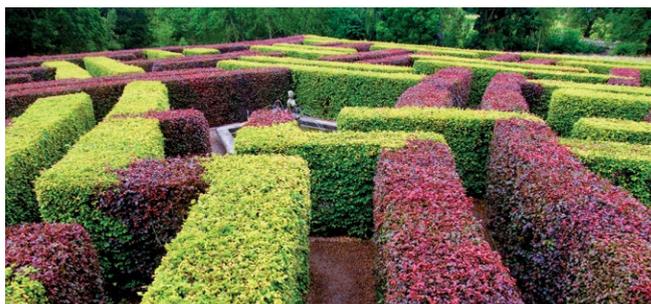
## 新兴市场10年期国债收益率最大波动首10个国家

国家	10年期 收益率 (%)	最低 (%)	最高 (%)	变化 (%)
乌克兰*	22.4	11.8	37.5	25.7
巴西	12.0	11.2	12.6	1.4
俄罗斯	10.8	10.8	15.2	4.4
南非	9.6	9.6	10.7	1.1
哥伦比亚	9.1	9.1	10.1	1.0
匈牙利	7.0	4.8	6.8	2.0
波兰	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
斯洛文尼亚	1.7	0.5	1.7	1.2

资料来源：彭博及Trading Economics，数据截至2022年4月11日  
 \* 除乌克兰以美元结算外，其他皆以本币结算。

制裁措施抵抗，除了要求「不友好国家」使用卢布作能源贸易外(详情请参阅《宏观策略》章节)，俄央行在2月28日决定由9.5%加息至20%，表示加息为了确保存款利率提升，以弥补贬值和通胀的损失，并维持金融及汇率稳定及保护国民财产<sup>5</sup>。但在4月9日，俄央行忽然宣布减息300点子至17%，表示金融风险仍在，但鉴于资本管控等措施，风险上升趋势逐步放缓。在卢布汇率变动等作用下，物价上升的速度已经显著下降<sup>6</sup>。

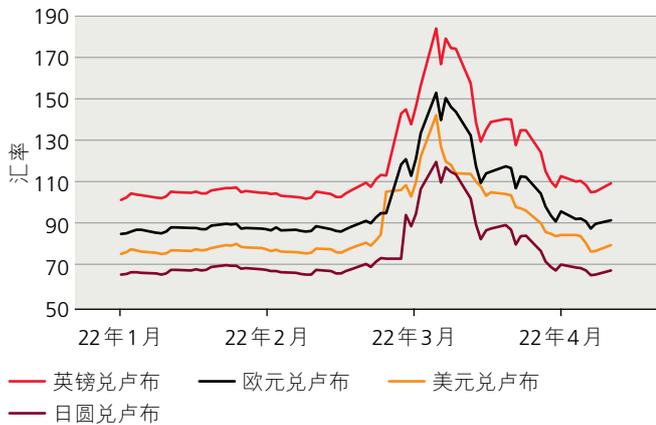
截至4月11日，年内美元、欧元、日圆及英镑兑卢布汇率曾急升超过8成(即卢布贬值)，美元兑卢布更高见92%，反映制裁初期确见在汇市上重量级打击卢布。但及后俄罗斯还击，卢布大幅反弹，直至4月初已大致回复战前水平。虽然国债债息仍未回落至约9.5%战前水平，但「虽不中亦不远矣」。除了俄罗斯股市由2月22日至3月31日共下跌约37%外，金融制裁对俄罗斯汇市及债市未见明显打击。



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

<sup>6</sup> 见华尔街日报网站，<https://www.wsj.com/articles/russia-cuts-interest-rate-as-financial-system-stabilizes-11649411183>

主要货币兑卢布汇率



资料来源：彭博及Investing.com，数据截至2022年4月11日

被禁用SWIFT系统为未来贸易带来不便，但部份与俄罗斯贸易的国家已自建结算系统。虽然对俄罗斯未来经济增长会有阻碍但非毁灭性影响，但注意可能因未能使用欧美指定结算系统而导致国债违约。

信用违约掉期(CDS)是对冲债务违约的衍生工具之一，当中CDS息差是合约的期权金，亦是衡量债务风险的指标，期权金愈高暗示风险愈高。由2月22日爆发战事前一天至3月31日，新兴市场CDS息差变化最高首20个国家，俄乌排行首及次席。俄罗斯上升675点子，相等于第二位乌克兰(168点子)约4倍及第三位哈萨克(108点子)约6倍，反映就算俄罗斯汇市及国债息差趋向稳定，但违约将是「不为也非不能也」的问题。

新兴市场 CDS 息差变化 (5 年期)



资料来源：彭博，数据由2022年2月22日至3月31日

IMF高级官员在3月22日视频会议时表示<sup>7</sup>，俄国国债违约对全球经济的潜在影响有限，并不构成「系统性风险」。但对俄罗斯来说，违约将产生长期后果，要重新投入资本市场相信须要很长时间。

综合分析，全球主要经济体央行将受制于美联储行动，个别经济更受到自身问题而处于被动状态，尤其影响全球高评级及国债市场。俄乌战事集中影响两国债市，未见蔓延至其他新兴市场。话虽如此，但在战事未明朗前，隐藏风险巨大，投资者暂时不宜涉猎俄乌债市，如自问火中取栗高手则另当别论。

指数策略：亚洲债市势成焦点 疾风劲草

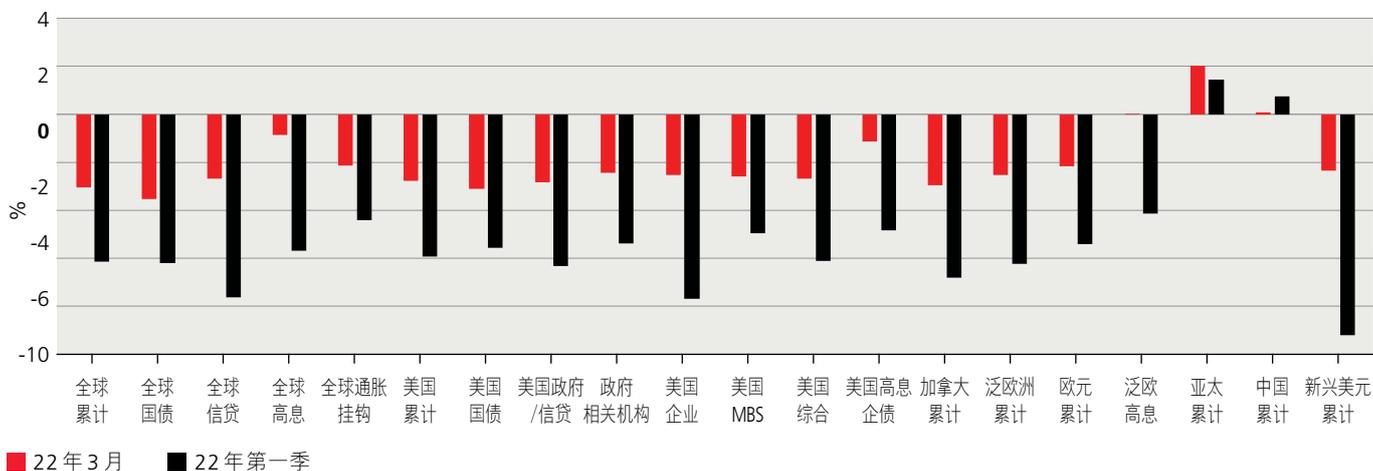
彭博全球债券指数中各分类指数年初至今表现，20项指数中有18项，即9成指数录得负值，平均约负6.2%，整体表现令人失望。单单观察3月份表现，20项中17项出现负值，占85%，平均下跌2.5%。俄乌战事爆发后资金继续流出债市，反映债市避险功能褪色外，更重要是突显全球央行同时扭转过去高流动性世界的决心。不同角度的指数表现均反映全球债市已深陷泥潭，亦回应上文衍生工具及基金/ETF市场，显示投资者对利率及通胀风险恐惧的结果。

全部指数类别中只有2个同时在3个月及年初至今表现出现正回报，分别是亚太累计及中国累计指数。中国累计受单一国家政策影响较大，但综合亚太区内整体债券的指数都能表现突出，相信是受惠基本面或宏观因素支持。

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

## 债券

彭博全球债券指数表现



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

## 万绿丛中一点红

2000年之前亚洲债市仍未有序发展，未能提供综合而可靠的数据。以下分析源于彭博全球债券指数中「亚太累计」类别自2000年后的表现，当中涉及两次加息周期，分别是2004及2015年，再以地区划分及比较各区在同一周期的表现。

分析结果如下：

- 两次周期中所有地区指数的最低点都在第1次加息时出现，最高点全数都在最低点之后，反映第1次加息后投入该地区指数是较有利的策略；
- 两次周期中最高点出现的时间分歧颇大，2004年时4项指数的最高点皆在中至后期出现，而2015年全数在初期出现，反映争取最大回报的风险非常高；
- 指数最高/低点回报当然比全期高，2004及2015年分别平均高出24及33%；
- 虽然未能拿捏最高点，但以最低点投入（即加息初期）并持有至周期完结，回报全线正数，反映加息对4个地区整体债市皆是正面；

- 全期回报结果显示，亚洲回报率最低（约3.6%），但与美国表现（约6.2%）一样，走势较为稳定。欧元区及新兴（美元）市场波动较大，两次周期相差超过4成；
- 全期年化标准差的结果显示，两次周期中欧美债市波幅比亚洲分别平均高出50及66%，而新兴（美元）市场更高出2及1.6倍。反映亚洲债市在加息周期中的韧性；
- 夏普指数是衡量风险与回报比例的指标，以2004及2015年周期内平均3个月国债票据利率作无风险指标（分别是3.19及1.06%），两次周期中新兴（美元）累计表现皆排名第一，反映其「性价比」最高。但与欧元区一样，2015年指标出现下跌，跌幅约2至3成。相反，美国及亚太累计指标却明显上升，分别上升近9成及6倍，反映两地「性价比」明显改善。

量化分析显示，初期投入各地债市并持有至周期终结是较稳健的策略。除美国外，亚太地区整体表现向好，尤其在风险及回报平衡中亚太债券明显改善，夏普指数更可与美国媲美。

质化分析方面，过去20年亚洲经济明显改善。截至2020年，亚洲首10大GDP总量占全球超过30%，比美国高约30%，比欧元区高超过1倍。亚洲整体外汇储备丰厚，料可抵御因全球货币政策逆转对资本账的冲击，受影响程度较其他新兴市场轻微。另外，过去两次加息周期中（2004及2015年），亚洲国家总次数（42次）比其他地区低，例如东欧及非洲（62次）与新兴市场（149次），反映利率变化对亚洲债市的影响偏低（详情请参阅上季《债券》章节）。

在全球政经局势阴霾下，年初至今亚太债市仍受资金青睐，支持回报正值。在俄乌战事未明、欧美受紧缩政策缠绕、中国掘起等综合条件下，亚太债市在本次加息周期中，预期可看高一线。



2004年加息周期中各地区累计债券指数表现				
债券指数	亚太累计	欧元区累计	美国累计	新兴(美元)累计
最低点(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
第几次加息	1	1	1	1
最低点(指数)	108.5	139.8	1,160.2	376.6
最高点(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
第几次加息	9	10	10	14
期内总次数	17	17	17	17
最高点(指数)	114.3	154.9	1,243.6	497.9
<b>最高/低差距(%)</b>	<b>5.34</b>	<b>10.84</b>	<b>7.19</b>	<b>32.22</b>
全期指数回报(%)	3.61	7.72	5.94	27.15
全期年化标准差(%)	1.83	2.63	2.85	5.59
<b>全期夏普指数</b>	<b>0.23</b>	<b>1.72</b>	<b>0.96</b>	<b>4.29</b>
2015年加息周期中各地区累计债券指数表现				
债券指数	亚太累计	欧元区累计	美国累计	新兴(美元)累计
最低点(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
第几次加息	1	1	1	1
最低点(指数)	145.1	239.1	1,925.4	921.9
最高点(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
第几次加息	1	1	4	5
期内总次数	9	9	9	9
最高点(指数)	153.2	256.0	2,106.8	1,127.2
<b>最高/低差距(%)</b>	<b>5.60</b>	<b>7.07</b>	<b>9.42</b>	<b>22.26</b>
全期指数回报(%)	3.73	4.45	6.29	15.93
全期年化标准差(%)	1.69	2.76	2.85	4.42
<b>全期夏普指数</b>	<b>1.58</b>	<b>1.23</b>	<b>1.84</b>	<b>3.37</b>

资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

## 中国及亚洲债市回顾及展望

### 美联储加快加息债息曲线开始趋平

美国最新公布消费物价指数(CPI)由1月份的按年升7.5%，进一步上升至2月份的升7.9%，创40来的最高纪录。就业情况持续改善，2月份失业率降至3.8%，差不多已回到2020年2月新冠疫情爆发前的水平(3.5%)。去年第四季GDP增长7%，总体经济状况维持稳健，持续高企的通胀成为美联储首要处理的烫手山芋。

美联储在1月份会议上讨论加息的时间表，并一如市场预期在3月的会议上提高利率0.25厘。市场普遍预期今年余下6次会议均会加息，让基准利率逐步回到疫情前水平。美联储加息前，市场利率已预先反映，美国10年期国债收益率在2月份收报1.82%，最高飙升至2.05%。

此外，继去年11月开始每月减少买债后，美联储主席鲍威尔(Jerome Powell)表示，最快于今年5月开始缩表，减持美国债券、机构债券和按揭抵押证券，缩减速度比上次每月500亿美元更快。面对比预期更快的加息周期，债券息率曲线开始趋平。

### 通胀成长期趋势，影响信贷市场走向

东亚联丰相信，通胀将于2022年成为长期趋势，我们关注美国国债孳息率走势，并预期美联储在加息取向上愈来愈「鹰派」，并影响信贷市场走向。尽管全球个别央行已率先自行收紧银根(如英国、纽西兰和南韩等)，但整体市场资金仍然保持充裕，相信可抵销市场震荡，减低大幅下挫的机会。

美国经济表现稳健，息口趋升，刺激美元需求，美元转趋强势。在2021年上升逾6%。今年2月下旬爆发俄乌冲突，地缘政局紧张，资金避险，美元资产成为避风港。年初至今美元再升逾2%。纵使人民币债券收益率短期可能在区间徘徊，仍具有防御能力。

### 中国债市，潜藏挑战与机遇

中国总体经济增长，2021年国内生产总值(GDP)增长为8.1%，但每季增速有放缓的趋势。国务院总理李克强在政府工作报告提出，将今年中国经济增长目标定在5.5%左右。「两会」亦制定了审慎的财政赤字目标，避免向地方政府分配更大的债券发行配额，料将有助控制2022年全年的政府债供应。市场普遍预期今年将进一步降低存款准备金比率，以支持经济增长。

尽管驱动经济的因素有所改善，但人民银行在宽松立场上未有任何重大讯号，市场仍期待会有宽松措施支持未来经济增长。离岸政府债券收益率也略微走低。

### 投资级别与高收益债券前瞻

东亚联丰投资团队看到投资级别及和高收益债券的信用利差大幅扩大。亚洲高收益企业债指数今年跌幅继续主要源自内房板块，单计1及2月跌幅已接近30%。在投资级别中，中国和印度表现令人失望，而香港和韩国则较为突出。中国境外资金更为关注相对溢价水平。至2021年底，中资投资级别美元债，相比美国和新兴市场投资级别，溢价分别约50和9基点。中资美元高收益债则较美国和新兴市场高收益债券溢价达到1439和1244基点，溢价为近10年新高。现时来说，中国付息国债及其他国有银行债有助投资组合增加稳定性。

基本面来看，能源和商品价格上涨，不利BBB级别石油进口国，如印度和菲律宾。从技术层面，市场利淡情绪，美国国债收益率趋跌，信用利差(Credit spread)扩大。鉴于市场持续波动，我们保持防御性策略，着眼于信贷品质和保持低贝塔系数(Beta)。

我们相信具较高贝塔系数(High beta)的亚洲高收益企业债券于短期仍然波动，不过对低贝塔系数影响有限。虽然最近高贝塔系数的高收益企业债券仍迅速反弹，但主要是由于风险情绪带动。许多非中国的商品和石油出口高收益企业亦受惠于当前地缘政治局势。整体而言，我们看淡贝塔系数较高的中国和印度企业债券，倾向香港政府相关和印尼主权相关的债券。

中国房地产过去一年成为市场焦点，2月份合约销售仍落后预期，多家发展商拖欠还款，继续拖累中国高收益债券表现。尽管官方陆续推出多项支持房地产政策措施，以改善房地产的财务稳定性及整体行业的长远发展，但并未能让开发商即时受惠。因此，我们对中国房地产债券持审慎态度。

虽然东南亚高收益债券也同样受压，但市场仍有支持，主要由于债券供应有限，以及市场对具防御性的公用事业和商品行业的喜好，我们看好此等短期债券。东南亚高收益债券表现受美加息步伐不确定性及俄乌紧张局势拖累，印尼及印度高收益债在2月录得跌幅。

## 亚洲债券点评

### 印度

印度政府力推全国数码化的发展，电商引入网购新机制，疫情推动网上消费，令当地的电子商贸发展如雨后春笋。全球气候暖化令多国加入减碳行列，此趋势令印度不少再新能源企业受惠。印度制造业和服务业继续强劲增长，工业生产进一步加大，随著经济复苏的步伐，消费通胀水平将不断上升。俄乌局势令全球能源及原材料供应更紧张，我们继续看好印度能源、大宗商品如钢铁等高收益债；另外印度疫情控制稳定，且疫苗覆盖率提升，印度地方机场高收益债继续造好，非银行金融业(NBFC)如当地贷款公司亦因国家发展急速，行业造好。

### 印尼

印尼制造业持续改善势头，加上受惠于商品出口，令贸易顺差维持在历史高位。此外，印尼房地产业成功由高端路线转至大众化市场及优化行业基本面，我们认为经过2021年强劲增长后，置业者的需求依然强劲。尽管今年稍后时间印尼可能会加息，但按揭利率仍接近历史低位，将支持置业者及投资者的需求，相关高收益债券都被看好。

### 香港

新冠病毒Omicron自2月起爆发，香港政府大幅收紧限聚措施，对零售、饮食等行业带来打击。对就业和经济增长均带来负面影响。加上美国加息压力、地缘政治不稳导致商品价格上升及引发通胀升温，种种不利因素，令市况非常波动。港元2月时窄幅偏软，徘徊7.8126左右，我们预计港元利率可跑赢美元。我们对香港政府债券及美元债券均抱审慎观望态度。相对而言，香港企业债前景较为明朗。

### 澳门

2月份澳门的博彩总收入约为2019年水平的31%，符合市场预期，并较过去6个月20至30%的复苏为佳。但澳门博彩业在新冠变种病毒担忧的情况下，令通关仍存在不确定性；澳门博彩高收益债表现需待边境开放有进展才会改善。

本文由东亚联丰投资管理有限公司(「东亚联丰投资」)编制，仅供参考之用。东亚联丰投资并不以此资料邀请作任何行动，或提供任何建议或推介。本文或其内容并不构成任何促使、邀请、广告、诱因、承诺、保证或作出任何类型或形式的代表及东亚联丰投资就此表明并不为此负上相关责任。本文所载资料根据东亚联丰投资认为可靠并以「现况」的基础上提供。即使竭尽所能力求准确，东亚联丰投资及其辖下董事/职员并不为其内容的准确性、完整性或时间性负上任何责任。所载资料乃属东亚联丰投资拥有。未经东亚联丰投资事先书面同意，本文或其任何内容均不可予以复印或分发予第三者。本文未经香港证券及期货事务监察委员会审阅。

东亚联丰投资为东亚银行有限公司及德国德联丰投资(Union Asset Management Holding AG)在2007年成立的合营公司。



## 拔河

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪



东亚银行财富管理处首席投资策略师 李振豪

## 拔河

上季标题是《新旧交替》，意谓商品市场迎来革新，不论传统能源及黄金的地位都受到挑战。金价被高通胀及加息两股背驰力量拉扯，数据上加息初期影响力较大，相反通胀在较低水平影响偏低，在资本角度金价积弱机会上升。另外，投资角度上黄金ETF持金量急降为金价添压，但实金需求近年稳步上升，有助减低金价急挫的风险。油价出现逆转，难以维持去年起持续高企的现象。非OPEC油商在疫情纾缓后增加生产以追回过去损失，但复苏初期全球需求仍然有限，原油市场出现供过于求的情况。而且OPEC闲置产能在今明两年持续高过10年平均水平，暗示再高的需求都有供应抵销。过去预测大致与上半季的结果相若，但下半季俄乌爆发战事，制裁刺激各项商品指数急升，恐慌情绪掩盖了基本预测。

到了第二季，战事背后的人为及国际利益轳轳互相牵扯，在局势缓和及互相制裁明朗化之前，油价将持续大幅波动。但回归基本面分析，供过于求情况预期在今后连续多季出现，反映波动过后油价易跌难升。黄金受全球利率及收益率变化、地缘避险情绪、全球高通胀环境及实金供需变化多重因素影响，互生互灭关系中走势取决于当中权重比例。预期金价只会窄幅波动，走势胶著。

本季标题是《拔河》。意谓表面原封不动的麻绳，背后却承受著两端反向力量的拉扯。短暂的爆发力只赢于一时，但持久且扎实的基本功才是王道。互不相让下，绷紧的状况随时因一方失势而急速逆转。胜负不在于人数多寡，而是齐心同步的力量往往远超想像，正如大多重的因素都可被众多名不经传的小因素推翻。

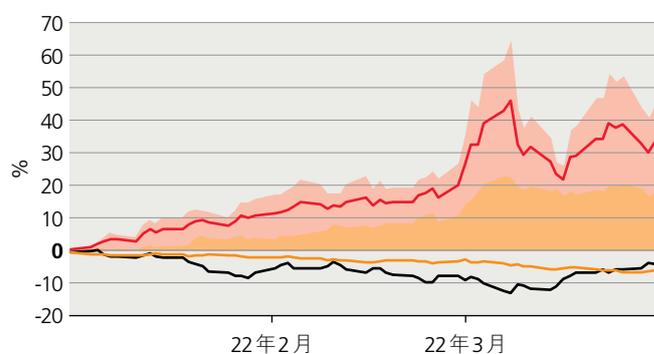


## 商品市场：独占鳌头

### 高风险、高回报

受俄乌战事刺激，上季商品市场表现一枝独秀，全季上升约29%。当中非能源类升约17%，能源类更上升约38%。相反，全球股市及债市指数分别跌约5.5及6%，表现相形见绌。反映战事刺激避险情绪，打乱资产部署，亦成就短期热钱投机于商品市场，噬嚼战争红利。

### 全球商品、股票、债券综合指数及商品分类指数表现



— 标普高盛商品综合指数 — MSCI全球股票指数  
— 彭博全球累计债券指数 — 标普高盛能源类商品指数  
— 标普高盛非能源类商品指数

资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

与是次战事最接近的历史案例是2014年俄罗斯入侵克里米亚事件，相比纽约及布兰特期油在战事前表现，2014年上半年两项期油升幅约在12%之内，但今年林林总总因素增添了未来不稳定性，刺激油价飙升，纽约及布兰特期油年内最高升幅约63%，第一季亦分别上升约42及44%。但注意期间两油曾以按周1至2成幅度剧烈波动，投资者尤其注意风险。

### 纽约期油及布兰特期油变化（2014年上半年及2022年首季表现）



— 纽约期油（2014年） — 布兰特期油（2014年）  
— 纽约期油（2022年） — 布兰特期油（2022年）

资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

## 另类投资

商品价格及指数向好并不代表受资金青睐，尤其传统基金及ETF却未见明显受到支持。投资公司协会(ICI)成员包括美国互惠基金、交易所买卖基金(ETF)、封闭式基金和单位投资信托，及在欧洲、亚洲和其他司法管辖区提供的可转让集体投资计划(UCITS)和类似基金，把美国及海外总资产管理值的变化按月发表报告<sup>1</sup>。3月份数据显示由2月2日至3月30日共9周，按年全球总管理资金(包括股票、债券、商品等类型)大幅波动。2月9日当周流入约332亿美元(下同)后俄乌战事爆发。3月2日当周恐慌情绪急升，总流出量达141亿，之后又再稳步回升。同一时段商品类型资金流量相对平稳，虽然9周内全线净流入，但就算在战事爆发当周及之后纽约期油升穿每桶120美元，最高的按周资金流入都只有36亿，比同周股票净流入132亿及最高150亿明显逊色。全期商品类总流入152亿，占全球总流量(290亿)约53%，比较股票类总流入954亿更只有16%。虽然商品价格走势凌厉，但隐藏风险之高吓窒传统资金。

## 全球与商品基金及ETF资金流量



资料来源：投资公司协会，数据截至2022年3月31日

## 加息有利商品市场

投资世界中，战事往往是极端而短暂的，全球利率变化才是影响市场的中长期因素，商品市场亦不例外。本刊《宏观策略》及《债券》章节中已分析全球收紧货币政策已是官方及市场的共识，美联储点阵图显示是次加息周期将维持两年，而过去30年最短的都有12个月，料比战事维持更长时间。

以标普高盛商品指数的「综合」、「能源类」及「非能源类」代表加息周期中各商品市场表现，并以美国联邦利率作加息指标。分析结果显示周期中3项指数的最低点在第二次加息或之前出现的机率约83%，而最高点在尾二或最后一次加息时出现的机率约67%，出现在尾三或以后的机率高见92%。反映夺取最大回报策略是在第二次加息之前投入指数，并持有至加息尾段，预期加息时序可参考美联储点阵图显示之加息路线图。根据过去4次加息数据，该策略在综合指数的平均回报约44%，在能源类指数中更有约70%，而最低的非能源类亦有约20%升幅。就算最简单以全期计算，综合、能源类及非能源类的回报分别约32、45及13%。综合反映美国加息对商品市场实属有利之举。

## 过去4次加息周期中各项标普高盛商品指数表现

最大回报(最高与最低差距)			
年份	商品综合(%)	能源类(%)	非能源类(%)
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	<b>43.80</b>	<b>70.19</b>	<b>20.59</b>
最大	69.26	113.51	43.18
最小	7.20	18.26	9.10
全期回报			
年份	商品综合(%)	能源类(%)	非能源类(%)
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	<b>32.36</b>	<b>44.88</b>	<b>13.29</b>
最大	69.26	84.86	35.38
最小	3.43	6.09	0.89

资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

<sup>1</sup> 见投资公司协会网站，<https://www.ici.org/research/stats/weekly-combined>

## 能源市场：波诡云谲

### 制裁背后各国各怀鬼胎

今天的局势比2014年克里米亚战事更复杂，当中不乏国际、政党甚至个人利益盘算的身影，包括美国中期选举、法国总统大选、「后默克尔时代」的第一届德国联合执政政府、澳洲联邦大选、英国首相约翰逊「派对门」事件、俄欧「北溪二号」启用前夕、北约持续东扩，甚至潜藏的中美博弈都牵涉在内。

是次战事主要影响欧洲能源供应，因当地平均约40%能源供应依赖俄罗斯进口。而欧洲油价变化普遍以布兰特原油作指标。布兰特原油是指在欧洲北海生产以及在西欧提炼的油种，起名为苏格兰布兰特油田，其价格主要影响欧洲、亚洲与非洲原油供需。而乌拉尔原油是最常见由俄罗斯出口的油种，产自乌拉尔及伏尔加地区重质油与西伯利亚轻质油的混合物，起名为乌拉尔联邦石油工业区，是俄罗斯管辖区之一。乌拉尔原油主要在莫斯科交易所作交易，其价格主要影响东欧、部分西欧及中亚细亚地区原油供需。

战事爆发后，布兰特及乌拉尔油价急升，到3月初，俄乌代表开启谈判后国际油价逆转，反覆下跌。过去3年数据显示，在2月24日战事爆发之前，两油差距正负少过10美元（每桶，下同）的交易日占98%，反映高效套戥机制下地区性供应互补不足，令两油走势非常接近。战事爆发后，油价急升至3月8日的年内高位，布兰特及乌拉尔油价在9个交易日上升29及17%。其后俄乌代表会面纾缓紧张局面，油价逐步回落。截至4月11日，布兰特及乌拉尔油价在24个交易日由年内高位分别下跌23及37%，除了反映国际油价非常波动外，亦突显两油共生的本性。

布兰特与乌拉尔油价及两油差价



资料来源：彭博，数据截至2022年4月11日

两油高位下挫后差距不断扩大，最高见约32美元为3年内最大差距，相信与俄罗斯向「友好国家」以大幅折扣价供油有关。乌拉尔原油跟随其他油价自2021年起拾级而上，就算近日下跌至约70美元，仍比3年平均价值约60美元为高，折扣价供油在价格上暂时未见令俄罗斯失势。

根据国际能源署(IEA)数据<sup>2</sup>，俄罗斯是全球三大原油生产国之一，与沙地阿拉伯和美国齐名。虽然俄罗斯从未确实公布每桶原油的生产成本，但相信属国际上偏低水平。折扣价供油实属权宜之计，相信影响只是小赚而非亏本生意。

加上俄罗斯每天向全球出口约470万桶原油<sup>2</sup>，向中国(最大单一国家)及欧洲每天分别出口160及240万桶，而能源贸易占俄罗斯2021年财政预算约45%，薄利多销可开拓新客源，稳定未来财政收入，亦可趁机反制欧美能源制裁。

受疫情反覆及在高通胀环境下，部份国家考虑自身国情后对战事选择中立态度，并以「友好国家」身份购入折扣价原油。例如传出印度以8折购入俄罗斯原油<sup>3</sup>，应对当地高通胀及分散原油供应商结构(中东现占59%)。印度财政部长公开表态<sup>4</sup>，购买俄国石油天然气符合国家利益，并将持续，亦考虑到「金砖国家」身份及其经济利益，甚至维持武器供应商的关系<sup>5</sup>。

<sup>2</sup> 见国际能源署网站，<https://www.iea.org/articles/energy-fact-sheet-why-does-russian-oil-and-gas-matter>

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

<sup>4</sup> 见路透社网站，<https://www.reuters.com/business/energy/india-continue-oil-purchases-russia-finance-minister-2022-04-01/>

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

## 另类投资

国际上抵制俄罗斯能源经济成效仍然存疑，但供应短缺却是即时的恶梦。沙特能源部长代表 OPEC+ 表示<sup>6</sup>，该组织存在的使命是稳定油价，不涉及任何地缘政治因素，即使在广泛谴责的入侵战事中也是如此，最终维持从5月1日起每天增产 43.2 万桶的决定<sup>7</sup>。OPEC+ 无意介入，美国总统拜登决定自5月起的6个月，每天从战略储备中释放约 100 万桶石油<sup>8</sup>，合共约 1.8 亿桶。截至3月25日，美国拥有约 5.68 亿桶原油储蓄。比例上实属小数，但意义上却是历史之举，亦突显拜登对未来供应短缺有机会令通胀失控的担忧。

IEA 跟随步伐，宣布 31 位成员国将参与 47 年来最大规模石油储备释放计划<sup>9</sup>，成员包括美国、欧洲、澳洲、日本、墨西哥等，未来 6 个月释放共 6,000 万桶，加上美国早前承诺并扣除当中重迭部份，全球战略石油储备释放量仍约每天 130 万桶。但根据 IEA 数据<sup>10</sup>，2021 年俄罗斯油产量达每天 1,050 万桶，占全球总供应量 14%，反映各国释放储备量只是杯水车薪。

虽然表面上各国联手解决供应量问题，但如何及怎样分配又是另一个磨擦点。俄罗斯宣布向「不友好国家」只接受卢布作天然气交易，意识形态下欧洲大国难以妥协。3 月底，欧盟与美国达成天然气协议<sup>11</sup>，欧洲将向美国购买至少 150 亿立方米液化天然气。欧盟委员会主席表示明白抵制俄罗斯天然气会为欧洲带来成本，但在道德角度上这是正确的做法。但 IEA 报告显示<sup>12</sup>，2021 年欧盟平均每天从俄罗斯进口超过 3.8 亿立方米，即该协议只相等于约 40 天由俄罗斯进口的供应量。

对中或小国而言，在「大国优先」原则下分配到多少能源实在难料。4 月初，匈牙利已率先表态接受以卢布作能源交易<sup>13</sup>。其他东欧国家仍未表态紧随其后，但足以反映各国面对自身利益时欠缺互信及团结，亦是俄罗斯看准攻击欧洲的软肋。

今天俄乌战事已非两国的军事冲突，只是国际局势牵扯的幌子。当中「经济武器化」涉及的经济制裁及背后人为操作已超出金融分析范围，外围参与国家及其他利益政商团体互相关算尽，乘虚而入或捞取利益。人性的贪嗔痴总是永恒。

## 回归基本分析

虽然人为及国际利益因素短期充斥原油市场，但中线而言供需才是影响油价走势的王道。美国能源资讯管理局 (US Energy Information Administration, EIA) 及国际能源署 (International Energy Agency, IEA) 在 4 月初分别发表战事及制裁对原油市场影响的分析，把各项因素量化并窥探未来油价走势。

以下在 EIA 报告<sup>14</sup>中撮取关于 OECD 商业库存量、OPEC 闲置产能、全球供应面变化、全球需求面变化及季度供需差距预测，共 5 大范畴。

在商业原则下，各地能源零售商皆设立仓库以维持销量稳定当地经济运作。过去 5 年，OECD 国家的预期库存量范围相若。2020 年前库存量普遍处于预期范围底部，即使上游停止供应，零售商仍可维持供应约 60 至 65 天。疫情期间可供应天数徘徊在范围顶部，反映需求急挫下仓库接近溢满，当时油价曾出现负值。相反，近月战事引发欧美及俄罗斯互相能源制裁，全球上游供应波动性上升，库存量首次跌穿预期范围底部，最低见 56 天，刺激油价飙升。EIA 预期今年第三季起库存量将回升至底部以上，处于疫前相若水平。反映低库存量的利好因素将逐步消退，预期油价稳步回落。

<sup>6</sup> 见 CNBC 网站，<https://www.cnbc.com/2022/03/29/saudi-energy-minister-says-opec-will-leave-politics-out-of-oil-decisions.html?source=androidappshare>

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

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

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

<sup>10</sup> 见国际能源署网站，<https://www.iea.org/articles/energy-fact-sheet-why-does-russian-oil-and-gas-matter>

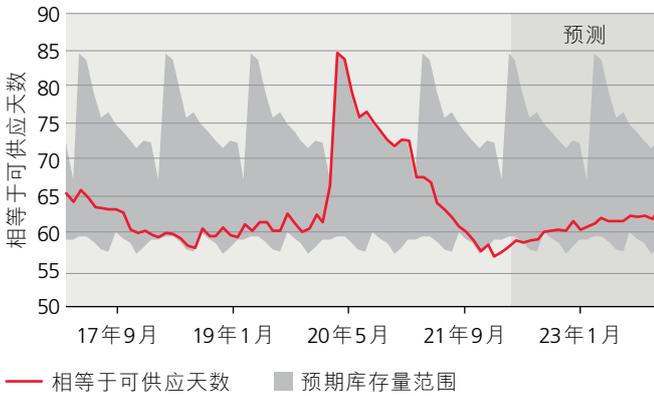
<sup>11</sup> 见 CNBC 网站，<https://www.cnbc.com/2022/03/25/eu-strikes-gas-deal-with-the-us-as-it-seeks-to-cut-its-reliance-on-russia.html?source=androidappshare>

<sup>12</sup> 见国际能源署网站，<https://www.iea.org/reports/a-10-point-plan-to-reduce-the-european-unions-reliance-on-russian-natural-gas/>

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

<sup>14</sup> 见美国能源资讯管理局网站，<https://www.eia.gov/outlooks/steo/report/index.php>

**OECD 原油和其他液态能源之商业库存**



资料来源：美国能源资讯管理局，数据截至2022年4月11日

OPEC 早前承诺维持上调每天约40万桶供应，主要是考虑到俄罗斯属 OPEC+ 主要成员，亦是全球首三大产油国，再大的增产亦难以抵抗俄罗斯，因此决定保持中立及不介入是次军事冲突。但这决定不代表 OPEC 无能为力，EIA 数据显示 OPEC 去年的闲置产能是过去 10 年最高，达 544 万（桶/每天，下同），今年因地缘局势紧张，闲置产能下跌至 344 万，但仍高过 10 年平均约 278 万，亦是排名第三高水平。反映战事缓和或疫后经济反弹，OPEC 随时可增产以应对需求，即油价再大幅上升的机会不大。

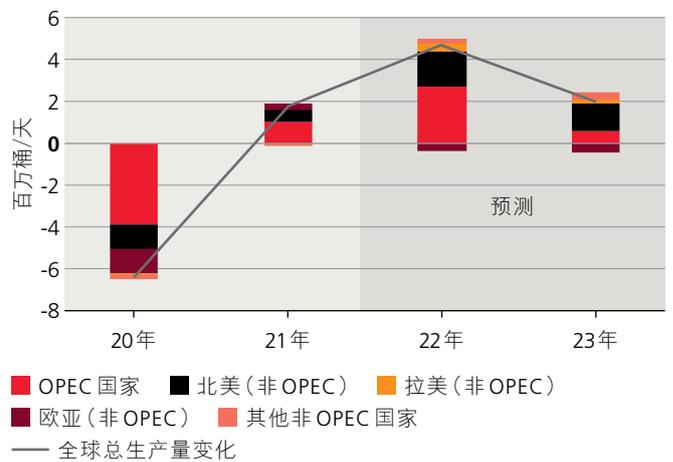
**OPEC 闲置产能及平均值**



资料来源：美国能源资讯管理局，数据截至2022年4月11日

供应方面，市场预期战事及制裁将打击今年全球原油生产。但 EIA 数据显示，预期今年同比增长 466 万（桶/每天，下同），而且是 2020 年后最高。预期增长当中以 OPEC 贡献最大，达 264 万，其次是北美地区（非 OPEC）达 170 万，两者已占全球增幅 93%。而欧亚（非 OPEC）是唯一出现下跌的地区，约 37 万。如集中观察非 OPEC 国家预期产能变化，其实是美国独挑大梁，预期增产 153 万，而俄罗斯预期减产 35 万，美国增产产量远超俄罗斯减产产量。反映未来供应量急挫的预期会落空，油价再上升的空间不大。

**OPEC 及非 OPEC 地区产能按年变化**

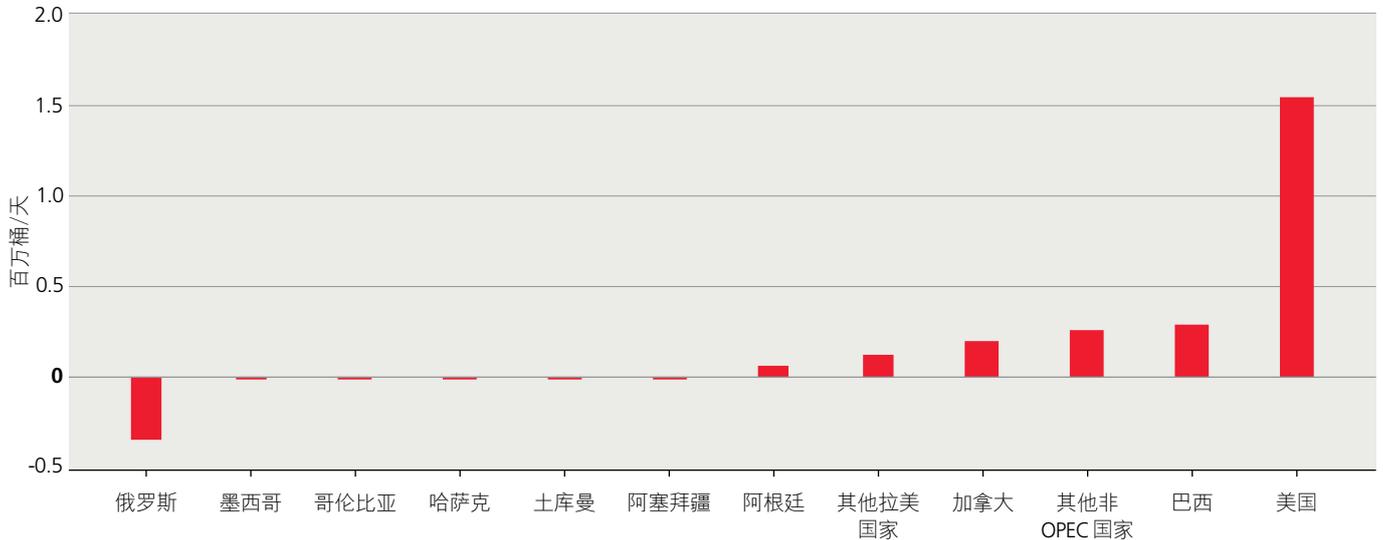


资料来源：美国能源资讯管理局，数据截至2022年4月11日



## 另类投资

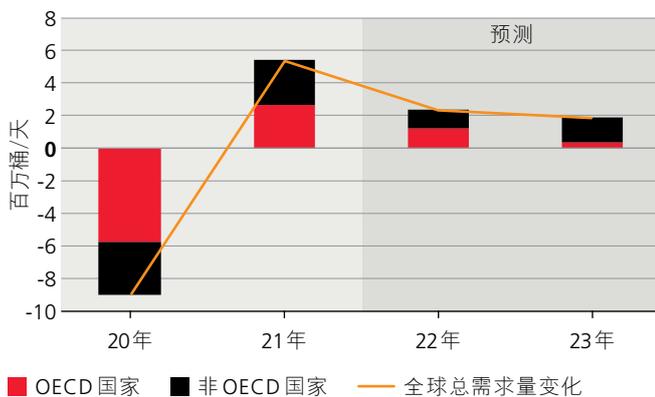
## 预测 2022 年非 OPEC 国家产能按年变化



资料来源：美国能源资讯管理局，数据截至2022年4月11日

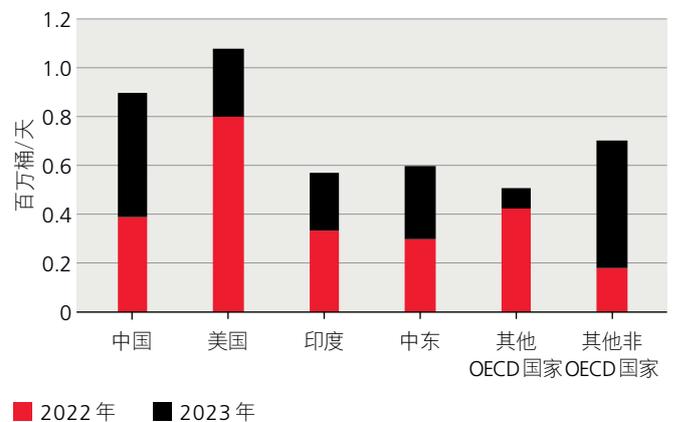
需求方面，EIA 预期全球需求增长明显放缓。同比变化由去年增长 550 万（桶/每天，下同）下跌至今年增长 241 万，增幅大约减少 56%。非 OECD 国家的增幅由 285 万下跌至 119 万，少约 58%，而 OECD 国家则少约 54%。如集中观察个别国家及地区需求的按年变化，其实是中美两国支撑大局，预期需求按年增长 89 万及 108 万，已占全球增长 82%。反映总需求急降打击油价外，中美两国经济变化更直接影响油价走势。

## OECD 及非 OECD 国家需求按年变化



资料来源：美国能源资讯管理局，数据截至2022年4月11日

## 预测 今明年不同国家、地区及 OECD 国家需求按年变化



资料来源：美国能源资讯管理局，数据截至2022年4月11日

上季数据已预测本季以后全球供需赤字将会逆转，即供应量开始大过需求量，扭亏为盈。虽然战事及制裁都窒碍原油供应，但上述分析显示其影响力短暂，而且非 OPEC 国家（尤其美国）积极投入生产，最终今年供应量或轻微高过去年。商品价格飙升导致全球高通胀持续，抵销疫后压抑性需求，加上中国疫情影响次季用量，令全年原油需求步履蹒跚。

EIA 预测供过于求情况将在今后 7 季出现，盈餘将在今年第三及四季达峰，全球多出 68 及 64 万 (桶/每天，下同)。虽然未至于疫情时超过 500 万，但已扭转持续了 7 季的赤字走势。盈餘明年第一季将有所回落，但之后再稳步上扬。反映在基本因素下油价中线走势将易跌难升，与上述不同角度的分析结果相若。

全球总供需量及其差额



— 全球总需求量(左) — 全球总供应量(左)  
 ■ 盈餘(右) ■ 赤字(右)

资料来源：美国能源资讯管理局，数据截至2022年4月11日

以下在 IEA 报告<sup>15</sup>中撮取关于需求、供应、油产品及库存，共 4 大范畴。分析及预测如下：

- 需求：中国疫情反弹实施严格封锁措施，料导致第二季原油需求下跌。加上 OECD 国家，尤其美国第一季需求量远低于初步估计，导致全球原油需求将减少 26 万 (桶/每天，下同)。修正后预计今年需求平均约 9,940 万，同比增加 190 万。
- 供应：3 月份全球原油供应量增加约 45 万至 9,910 万。俄罗斯供应预计将在 4 月减少 150 万，5 月更减少 300 万。尽管俄罗斯供应下降，但 OPEC+ 与非成员国产量增长趋向稳定，IEA 成员国大量释放储备，短期内供需大幅赤字的机会不大。
- 油产品：受惠高油价诱因新增产能及正常季节性增长，预计 4 至 8 月全球炼油厂吞吐量将增加 440 万。预计 2022 年总产能将同比上升 300 万，但仍低过 2017 年水平。

- 库存：全球库存连续 14 个月下跌，2 月库存比 2020 年底少约 7.1 亿，OECD 国家占总跌幅 7 成。2 月份 OECD 总库存下降 4,220 万至 26.1 亿，跌幅接近按季走势的两倍。但初步数据显示 3 月份 OECD 总库存将出现反弹，按月增加 880 万。

综合 IEA 预测，俄乌战事及中国疫情对第二季原油供需影响未至预期严重，如季内两大因素趋向明朗及市场消化消息后，油价跌势将持续，但油产品供应及库存偏低可纾缓部份跌势。

EIA 及 IEA 预测结果实属大同小异，预期全球油价将由上季紧张的氛围下软着陆，有利资金及投资组合再分配。

**油价预测：软着陆后窄幅波动**

引述 EIA 在 4 月初公布的短期能源展望预测<sup>16</sup>，短线供应及需求将同时下降。供应面主要受俄罗斯产量下降影响，而需求面则受全球经济增长走弱及中国抗疫措施拖累。

中线而言，俄罗斯产量及全球库存持续下降，需求亦将在今年夏季消费高峰期反弹，有利未来几个月油价走势，但受美国及盟友释放战略储备抵销，结果油价只会窄幅波动。未来主要不确定因素包括：

- 俄乌战事发展、相关制裁及其他延伸影响；
- 夏季石油需求增长速度；
- 高油价诱因下新增产量；
- 石油产品零售价偏高打击需求。

EIA 预计第二季布兰特油价平均约 108 美元 (每桶，下同) 后按季下跌，第三及第四季分别平均约 104 及 101 美元。加上战前走势分析，布兰特油价在 2 月 24 日 (战事爆发) 当天报约 99 美元，战前 1 年平均价约 75 美元。预期受制裁打击最大的欧洲，在能源问题未完全解决，走势则取决于制裁谈判，期间布兰特仍会非常波动，基本预测以 100 美元为中轴，上落各 10 美元作区间波动。

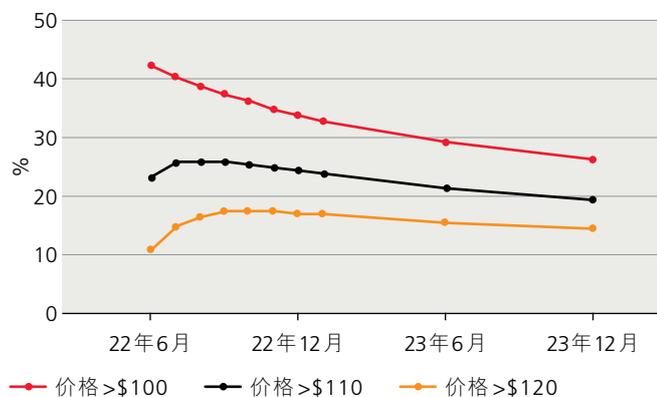
<sup>15</sup> 见国际能源署网站，<https://www.iea.org/reports/oil-market-report-april-2022>

<sup>16</sup> 见美国能源资讯管理局网站，<https://www.eia.gov/outlooks/steo/marketreview/crude.php>

## 另类投资

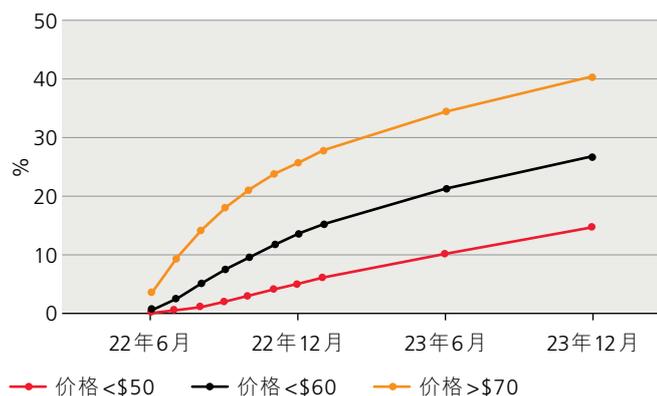
对于纽约油价的预测，EIA 预计第二季油价高过 70 美元的机率近乎 100%，但高过 100 美元的预测机率却只有约 43%。加上战前走势分析，纽约油价在 2 月 24 日（战事爆发）当天报约 93 美元，战前 1 年平均价约 73 美元，而两油年内最大差距约 8 美元。因美洲地区在美国增产及释放储备后，预期受制裁影响偏低，走势则取决于拜登选情、疫后压制性需求及中国经济。基本预测以 95 美元为中轴，上落各 10 美元作区间波动。

纽约原油到期日时高过不同水平的机率



资料来源：美国能源资讯管理局，数据截至 2022 年 4 月 11 日

纽约原油到期日时高过或低过不同水平的机率



资料来源：美国能源资讯管理局，数据截至 2022 年 4 月 11 日

## 黄金市场：盘根错节

## 因素权重比例主导短期走势

意料之外的俄乌战事打乱全球资产部署，第一季股票及债券综合指数走势皆持续向下，按季下跌 5.5 及 6.1%，股债

双杀。商品市场中能源类表现当然傲视同侪，但期间以 2 成幅度波动却吓窒不少投资者。反观黄金表现可谓中规中矩，按季上升约 8%。如以 2 月 24 日战事起至 3 月 31 日计算，升幅约 4.6%，突显其对冲其他资产功能，风浪中的避风港。全季走势平稳，亦反映黄金中庸的特性。

黄金现价及各项资产综合指数第一季表现



资料来源：彭博，数据截至 2022 年 3 月 31 日

未来全球央行同时收紧流动性将是金价最大的阻力，随著多国整体通胀上升，尤其是处于历史性通胀的美国及欧洲，各央行加息的决心坚若磐石，当中利率差距将维持美元强势，不利金价。但是，商品价格飙升推动高通胀环境持续，拖拉的俄乌战事及地缘局势变幻莫测（例如中美关系），吸引资金流入黄金 ETF 作对冲，有利金价。以上种种成为未来影响金价的主要因素。

但仍有两条副线须留意，外储增持黄金比例和疫后对珠宝首饰需求反弹的正面因素，及战事缓和引发避险资金流出金市的负面因素。

预期以上因素短期内不会消失，金价走势将取决于各项因素的权重比例及变化。

## 影响因素（一）：加息周期

上季已分析过去 30 年美联储加息及通胀对金价的影响，结果显示利率愈低时加息对金价影响愈大，通胀愈高对金价影响愈大。今天金价同时面对低利率时加息及 40 年新高的通胀，未来金价压力可想而知。在此严峻的客观环境下，黄金是否不值得投资？

过去30年曾出现过4次加息周期，分析金价走势得出以下结论：

- 周期中金价最低点普遍在第2次加息或之前出现，只有1994年在第6次才出现。反映愈早投入金市愈有利；
- 最高点却非常分歧，2次在尾3次加息时出现，另外2次却在加息首2次便已出现。反映拿捏高位套现的风险颇高；
- 同时观察最低及最高点出现时间，4次中只有1次出现在首尾两端，其余3次最高及低点同时在初期或尾期出现。最差是1994年，最低点在最高点后才出现，并是唯一出现负差距的周期。反映在加息周期中寻找最大回报的风险非常高；
- 如在加息初期投入并持有至最后一次加息，全期回报4次中3次出现正回报，唯一负回报都只是负1.22%。就算忽略最高约56%（2004年），4次平均回报都有约20%。反映黄金并非不适宜在加息时投资，只是在较高风险下须及早投入并持仓至加息尾段，回报才较为可取。

过去4次加息周期中金价表现

年份	1994年	1999年	2004年	2015年
最低点(日期)	31/01/1995	31/08/1999	30/07/2004	31/12/2015
第几次加息	6	2	1	1
最低点(指数)	375.1	255.68	391.05	1,061.10
最高点(日期)	30/09/1994	29/10/1999	28/04/2006	29/07/2016
第几次加息	5	2	15	1
全期加息次数	7	6	17	9
最高点(指数)	394.25	299.20	654.43	1,351.28
最高低差距(%)	<b>-4.86</b>	<b>17.02</b>	<b>67.35</b>	<b>27.35</b>
全期指数波幅(%)	<b>-1.22</b>	<b>3.66</b>	<b>56.21</b>	<b>20.86</b>

资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

### 影响因素(二)：收益率曲线

常言美国国债收益率曲线平坦甚至倒挂，暗示未来将出现经济衰退，有利金价。但加息周期中，10年期债息上升推高持金的机会成本，不利金价。历史上收益率曲线变化对金价有何影响？

为简化分析，以2至10年期及2至30年期为收益率曲线斜率的指标，并以息差低过10点子或负值为之「平坦」或「倒挂」，最后须要「平坦」及「倒挂」其中一项或同时出现连续两个月或以上才纳入计算。结果显示，过去30年按月数据中符合要求，2至10年期息差及2至30年期息差中分别只出现过6及3次，实属罕见。除了1999及2006年外，「平坦」及「倒挂」普遍维持5个月以下，但最短及最长维持2及13

个月。期间金价表现未见突出，2至10年期息差过去6次回报中有4次出现负值，平均约1.6%。如剔除2005年异常值(Outlier)，余下5次平均回报更是负1.7%，回报并不理想。2至30年期息差数据中只出现过3次，平均回报约1.5%，但最高及低分别是正6.7及负6.1%，反映波动性相对平均值颇大。

综合以上分析，收益率曲线平坦或倒挂有利金价的臆测并不成立。虽然历史上实属罕见，但同期金价表现却令人失望。而且回报分歧较大，反映在曲线平坦或倒挂时投资黄金风险较高。

## 另类投资

## 过去30年2至10年期及2至30年期出现低过10点子息差时期及当时金价表现

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

资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

10年期美债收益率与黄金背驰的假设，可透过分阶段的相关系数作推演。由1992年4月至2022年3月的按月数据 displays，首10年系数出现正值，反映两者背驰的假设并不成立。及后每10年阶段性及按10年递增数据皆出现明显负值，而且超过7成。反映加息期间10年期美债收益率上升将不利金价的机会十分高。根据本刊《债券》章节内预测，年内10年期美债收益率升穿3%只是时间问题，暗示金价中线走势并不乐观。

## 10年期美债收益率与金价之相关系数分析

每10年为一阶段	相关系数	按10年递增阶段	相关系数
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

资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

## 影响因素(三)：实质负利率

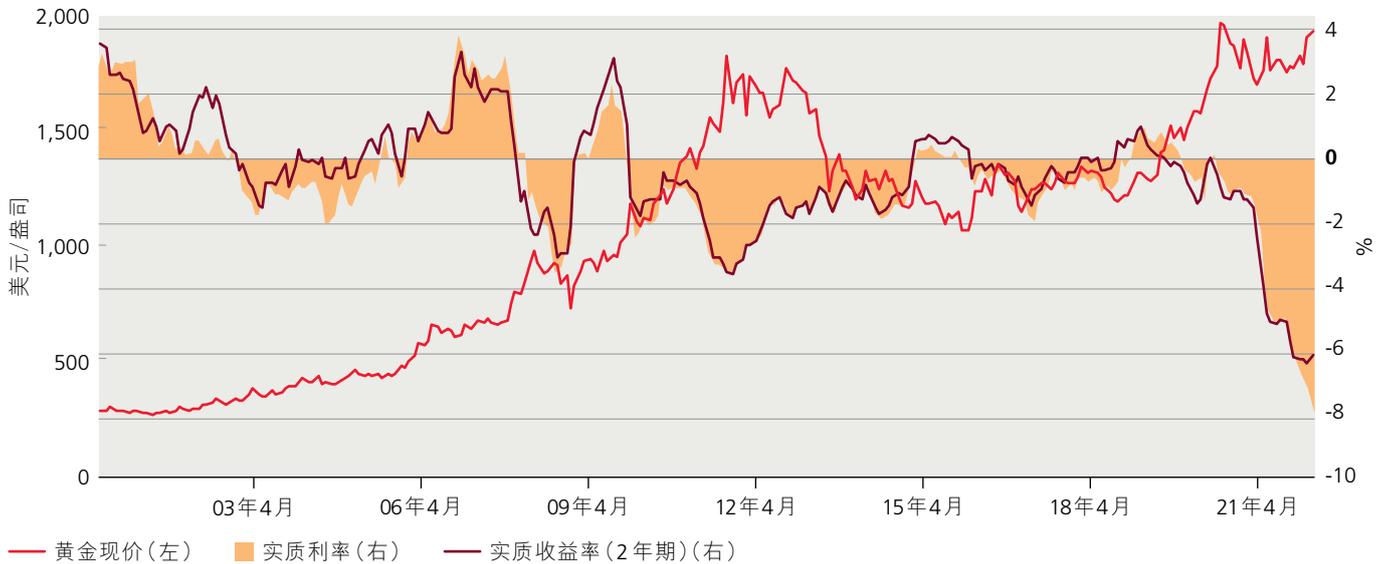
高通胀已是不争事实，但加息幅度相信远不及通胀水平，即现处于20年新高的实质负利率将会持续，代表现金购买力下降，资金投入有形资产会否支持金价？

近代量化宽松源于2000年，美联储因为不同原因不断下调联邦利率，并且持续多年。大量游资充斥全球经济体及投资市场，推高物价之余，透过财富效应火上加油，最终把实质利率贴近负值。直到疫情令供应链紧张，实质利率正式跌入负值。今天俄乌战争爆发，料高通胀将一发不可收拾，现处于20年新高的实质负利率将短期内维持。

过去20年，实质负利率，不论是官方利率或是收益率，与金价走势显现背驰。以相关系数表达，官方实质负利率及实质负收益率分别是负56及负64%。反映观感上及实际上实质负利率实属有利金价表现。

不论各央行如何积极加息，相信都不会高过通胀率，即实质负利率将短期内持续，将有利金价走势。

黄金现价、实质利率及实质收益率(2年期)



资料来源：彭博，数据截至2022年3月31日

**影响因素(四)：黄金ETF**

黄金ETF是近年广受投资者欢迎的投资产品之一。以实金作抵押品可减少受其他金融资产波动影响(例如期货金)，亦比传统持金方式方便及低成本(例如实金、饰金及相关保费)，加上二手市场风险普遍低过持有实金(例如以吨数交易)。在战事及高通胀环境下，黄金ETF资金流会否影响金价？

全球黄金ETF资金流变化显示，上季及3月份，北美和欧洲注册的黄金ETF资金流入明显抛离亚洲及其他地区。单是3月欧美分别流入约63及52亿(美元，下同)，比亚洲流入1.7亿平均高出约34倍，比其他地区只有0.9亿平均高出约64倍。全季数据中各地区分歧更大，北美及欧洲流入约105及69亿，其他地区流入1.2亿，亚洲却流出8.8亿。

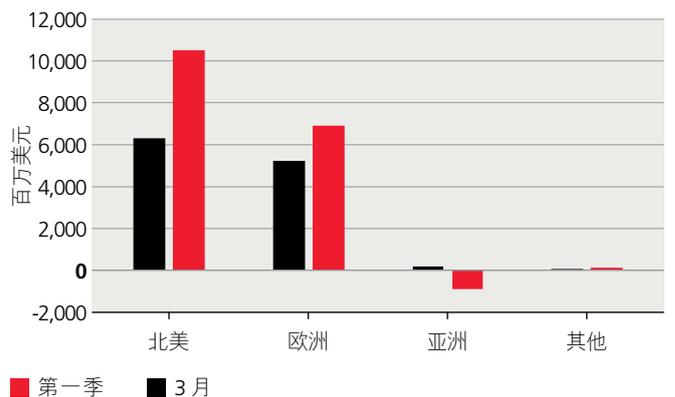
上述反映欧美市场受高通胀及战事影响较大，避险资金及现金转投有形资产的意欲急升。亚洲及其他地区通胀变化相对较低，央行暂时未有迫切性大幅改变利率。而战事期间亚洲多国态度中立，亦未参与制裁或受俄罗斯反制影响，避险情绪未见飙升，对黄金ETF亦非热忱。

黄金ETF普遍以实金作抵押，当愈多资金流入，持金量便愈高，反之亦然。第一季度流入黄金ETF的总量为269吨(黄金，下同)，是自2020年第三季以来最高季度总量。北美及欧洲分别增持约171及111吨，其他地区只增持约2吨，亚洲注册的更流出约15吨。3月数据更显示北美增持量突破100吨水平，是去年下半年各地区有纪录新高。

以各地持金量与金价走势比较，去年下半年至今年第一季，虽然幅度未必一致，但两者走势及动向互相呼应，反映黄金ETF资金流与金价走势偏向正比。

预期在战事未明朗及高通胀持续下，欧美黄金ETF持金量持续高企，甚至有再增加趋势，有利短期金价走势。

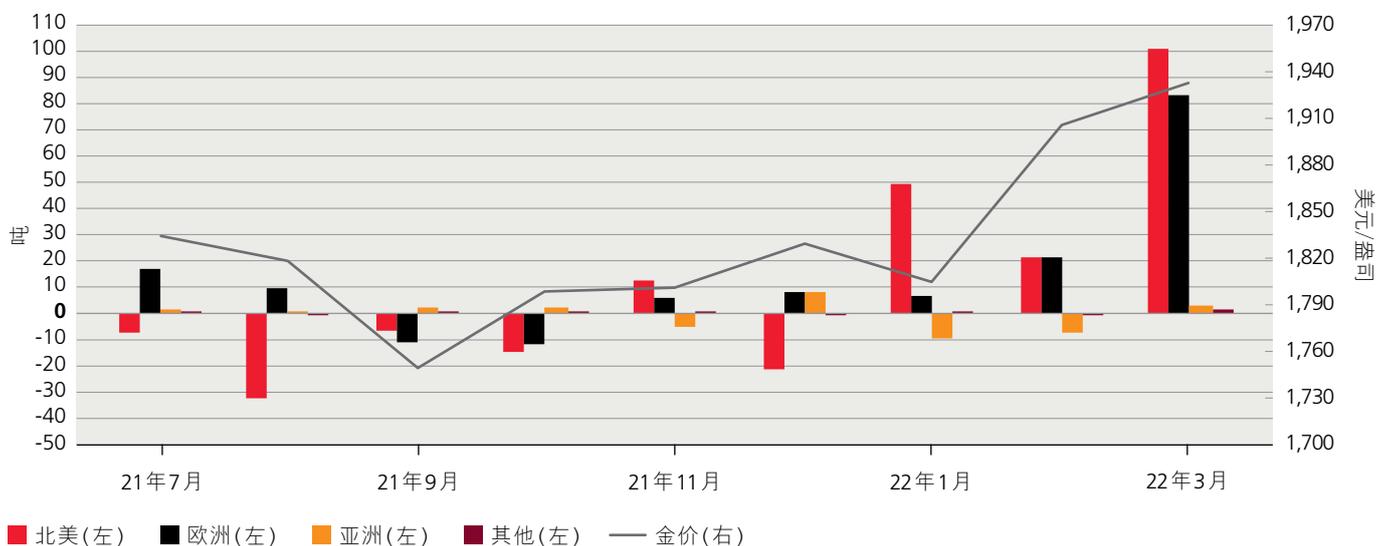
各地区注册黄金ETF资金流变化



资料来源：世界黄金协会，数据截至2022年4月6日

## 另类投资

各地区注册黄金ETF持金量变化及金价



资料来源：世界黄金协会，数据截至2022年4月6日

## 影响因素(五)：实金供需

黄金除了是金融投资工具之一，亦是生活中不可或缺的金属，如应用在首饰、工业及科技研究用途。实金供需如何影响金价走势？

根据世界黄金协会在全球实金供需的分类及按季数据显示，去年有纪录按季供应量十分稳定，总产量按季变化不大，最大相差只有约10%。3项分类中主要由矿产提供，占全年总产量76%。

需求侧共分5类，当中以珠宝为首，全年需求量约2,220吨，其次是金条及金币需求(约1,180吨)，两者已占全年总需求量85%。工业及科研只占8%，ETF及相关投资更全年减少约173吨。分类中「央行及相关机构」及「ETF及相关投资」按季波动较大，最大相差分别159及211吨，反映去年金融市场波动及国际政局阴霾下，投资者及央行频频改变黄金持仓。

去年每季都出现供过于求情况，全年盈馀约645吨，令金价期内在1,800美元徘徊。反观今年，俄乌战事及高通胀环境，使民间、投资及央行对实金需求比去年明显上升。以矿产为主的供应不可能短期内提升，实金市场中供不应求支持金价走势。



2021年全球供需总量及其分类数据					
供应(吨)	第一季	第二季	第三季	第四季	总数
矿产	838.0	874.4	933.5	914.7	3,560.7
生产商对冲	9.5	-14.6	-13.4	-25.9	-44.5
再生实金	271.1	280.8	297.2	300.8	1,149.9
<b>总数</b>	<b>1,118.6</b>	<b>1,140.6</b>	<b>1,217.3</b>	<b>1,189.6</b>	<b>4,666.1</b>
需求(吨)	第一季	第二季	第三季	第四季	总数
珠宝	538.4	455.4	514.2	713.0	2,220.9
金条及金币	354.0	247.1	261.5	317.8	1,180.4
央行及相关机构	117.5	206.4	91.4	47.7	463.1
工业及科研	81.0	79.8	83.4	85.9	330.2
ETF及相关投资	-170.0	40.8	-26.5	-17.6	-173.3
<b>总数</b>	<b>920.9</b>	<b>1,029.6</b>	<b>924.1</b>	<b>1,146.8</b>	<b>4,021.3</b>
盈余/赤字	197.8	111.0	293.2	42.8	644.8

资料来源：彭博，数据截至2022年1月28日

### 影响因素(六)：外汇储备

欧美金融制裁俄罗斯，包括剔除SWIFT结算系统及冻结海外资产等(详情可参阅本刊《宏观策略》章节)，都挑起各国政府及其央行对持有美元资产的忧虑，并有意在外汇储备中增持黄金比例。各国外汇储备占比变化对金价有何影响？

世界黄金协会公布最新全球央行持金量报告显示<sup>17</sup>，2月全球央行黄金储备减少6吨，是连续第2个月净沽出，亦是自2020年来未曾出现的情况。期内只有少数央行录得变动，乌兹别克是当月最大卖家，黄金储备减少22吨至339吨，是自2020年12月以来最低持金量，但仍占该国总外

汇储备59%。哈萨克亦是全球卖家之一，继1月沽售17吨后，2月再沽售5吨，是自2020年6月以来的最低水平，但仍占该国总外汇储备69%。其他净卖出国家包括卡塔尔(6吨)、蒙古(1吨)及德国(1吨)。

净买入国家中以土耳其最进取，2月增持了25吨，年内共买入超过35吨，把黄金总储量推升至429吨，占总储外汇备27%。印度亦买入2.6吨，总持金量达到758吨。爱尔兰是唯一活跃的成熟市场买家，2月增持1吨黄金储备，令总持金量超过11吨，比2021年8月开始买入时高出88%。

<sup>17</sup> 见世界黄金协会网站，<https://www.gold.org/goldhub/data/gold-reserves-by-country>

## 另类投资

全球有纪录外汇储备中持金量曾经出现变化的国家

国家	变化(吨)				总变化
	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
白俄罗斯	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
欧元区	0.8	0.8	0.5	0.7	2.8
法国	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1
德国	0.0	0.0	0.0	-0.6	-0.6
印度	2.8	3.7	1.3	2.6	10.4
爱尔兰	0.7	0.7	0.5	1.2	3.2
哈萨克	4.3	-4.8	-17.1	-5.1	-22.7
吉尔吉斯	-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
尼泊尔	0.6	0.0	0.0	0.0	0.6
菲律宾	-0.7	1.0	-0.1	0.0	0.2
波兰	3.4	-1.6	-2.2	0.0	-0.3
卡塔尔	0.0	0.0	0.7	-6.1	-5.4
俄罗斯	-3.1	3.1	-3.1	0.0	-3.1
塞尔维亚	0.2	0.1	0.1	0.1	0.6
土耳其	-18.7	-12.3	23.2	32.8	25.0
乌克兰	0.3	0.3	0.0	0.0	0.6
阿联酋	-0.7	0.3	-0.1	0.0	-0.5
乌兹别克	-21.5	8.4	-1.2	-22.1	-36.4

资料来源：世界黄金协会，数据截至2022年4月5日

但无论上述国家如何改变外汇储备持金量，比较主要经济体的持金量都只是九牛一毛。

截至今年2月，全球有纪录的外汇储备持金总量约31,266吨，而持金量最高10个国家共约23,884吨，即占约76%。首3位分别是美国、德国及意大利，共持有13,944吨，占全球45%。如以外汇储备中黄金占比排名，首10个国家共持有约18,298吨，占59%。首3位分别是委内瑞拉、葡萄牙及哈萨克，共持有924吨，只占全球3%。

数据反映如非两项排名中首10个国家，不论它们外汇储备变化多大，都不会撼动今天黄金在全球外汇储备的分布。加上两项排名中有5个国家重迭，它们都是欧美主要经济体，共持有16,993吨，占全球54%。即不论在持金量及外汇储备占比，它们都主宰著黄金存量。

因此，除了上述主要持金国家，其他国家外汇储备持金量变化对金价没有明显关系。

全球外汇储备持金量及储备中黄金占比排名首10个国家							
以持金量排名				以外汇储备中黄金占比排名			
排名	国家/地区	持金量(吨)	外汇储备中黄金占比(%)	排名	国家/地区	持金量(吨)	外汇储备中黄金占比(%)
1	美国	8,133.5	67.6	1	委内瑞拉	161.2	83.7
2	德国	3,358.5	67.3	2	葡萄牙	382.6	72.8
3	意大利	2,451.8	64.3	3	哈萨克	380.2	69.5
4	法国	2,436.5	59.6	4	美国	8,133.5	67.6
5	俄罗斯	2,298.5	22.1	5	德国	3,358.5	67.3
6	中国	1,948.3	3.5	6	意大利	2,451.8	64.3
7	瑞士	1,040.0	5.8	7	法国	2,436.5	59.6
8	日本	846.0	3.8	8	乌兹别克	338.7	58.7
9	印度	758.0	7.3	9	荷兰	612.5	57.3
10	荷兰	612.5	57.3	10	玻利维亚	42.5	56.4
全球有纪录的外汇储备持金总量：31,265.9吨							
首10位总量(吨)		23,883.5		首10位总量(吨)		18,298.0	
首10位占全球总量比例(%)		76		首10位占全球总量比例(%)		59	
首3位总量(吨)		13,943.8		首3位总量(吨)		924.0	
首3位占全球总量比例(%)		45		首3位占全球总量比例(%)		3	

资料来源：世界黄金协会，数据截至2022年4月5日

### 综合分析：金价只会窄幅波动

上述影响未来金价走势的6大因素，归纳结果如下：

不利因素：

- 持续并大幅度加息
- 美债收益率曲线趋向平坦
- 10年期美债息率上升

有利因素：

- 实质负利率持续

- 黄金ETF增持黄金
- 实金供不应求

正如前文，除了外汇储备变化，预期各项因素短期内都不会消失，金价将取决于各项因素的权重比例及变化幅度。加上俄乌战事爆发后，金价都未如其他商品市场明显走高。战事缓和后，避险情绪消退将为金价增添压力。

以战事前每盎司1,900美元作中轴，上落各100美元波动的机会较大。

## 免责声明

## 免责声明及重要通知

本文件由东亚银行有限公司(「东亚银行」)和东亚联丰投资管理有限公司(「东亚联丰投资」)编制, 仅供客户参考之用。其内容是根据大众可取得并有理由相信为可靠资料制作而成, 惟该等资料来源未经独立核证。

有关资料所表达的预测及意见只作为一般的市场评论, 并不构成任何投资的要约或有关要约的招揽、建议、投资意见或保证回报。本文件所表达的资讯、预测及意见以截至发布之日期为依据, 可予修改而毋须另行通知, 及不可被视为就任何投资产品或市场的建议。有关资料未经香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局或任何香港监管机构审核。

东亚银行会按需要更新已发布之研究。除了定期发布的报告外, 东亚银行亦会按需要不定期发布其他报告, 不作另行通知。

东亚银行对本文件内有关资料的准确性及完整性或任何所述的回报并不作出任何代表或保证、陈述或暗示及对有关资料所引致的任何问题及/或损失(不论属侵权或合约或其他方面)概不负责。投资涉及风险, 投资产品之价格可升亦可跌, 甚至变成毫无价值。投资产品之过往业绩并不代表将来表现。阁下在作出任何投资决定前, 应仔细阅读及了解有关投资产品之销售文件及风险披露声明, 并应谨慎考虑阁下的财务情况, 投资经验及目标。

投资决定是由阁下自行作出的, 但阁下不应投资任何产品, 除非中介人于销售该产品时已向阁下解释经考虑阁下的财务情况、投资经验及目标后, 该产品是适合阁下的。

本文件是东亚银行的财产, 受适用的相关知识产权法保护。未经东亚银行事先书面同意, 本文件内的资料之任何部分不允许以任何方式(包括电子、印刷或者现在已知或以后开发的其他媒介)进行复制、传输、出售、散布、出版、广播、传阅、修改、传播或商业开发。

本文件所有内容均已由中文翻译成英文。如中、英文版本有任何抵触或不相符之处, 应以中文版本为准。

东亚联丰投资为东亚银行及德国德联丰投资(Union Asset Management Holding AG)在2007年成立的合营公司。

东亚银行(中国)有限公司(「东亚中国」)是东亚银行在内地注册成立的全资附属银行。



[www.hkbea.com](http://www.hkbea.com)