



BEA 東亞銀行

東亞睿智

萬物有時

2022年第三季



Image source: Unsplash



東亞銀行 | 東亞睿智 | 2022年第三季

目錄

2	序言
3	報告總覽
4	宏觀策略
22	宏觀經濟
31	股票
49	外匯
66	債券
79	另類投資
90	專輯
100	免責聲明



本季命名為《萬物有時》，出自《傳道書》中「愛慕有時，憎惡有時；爭戰有時，和好有時」。亦與佛教「緣起論」中「緣起緣滅皆有時」概念相若。萬事萬物猶如鐘擺，當一方到了盡頭，自然會擺向另一方。人敵不過時間，但歷史眼中都只是循環。盛極而衰，合久必分，往往體現在政經歷史之中。無物永駐，萬物有時。

宏觀策略：戰事百日後俄羅斯經濟未見崩潰，但歐美為首的經濟體系卻千瘡百孔，民怨四起令決策者如坐針氈。各地選舉塵埃落定，戰事味如雞肋，如何結束彼此只欠一個下台階。分道揚鑣，重塑世界將是下一步博奕。滯脹以山雨欲來之勢覆蓋全球，雖然通脹並非子虛烏有，但解決方案其實擺在眼前。歷史上民怨火舌最終令決策者引火自焚。因果循環，萬物有時。

宏觀經濟：中國經濟在復常步伐中開始回暖，財政及貨幣政策雙管齊下追趕失去的增長，唯獨樓市仍有待觀察。香港受惠內地經濟復甦及本地消費券等利民政策，內地放寬防疫措施亦有助香港營商環境改善。美國通脹再創新高，美聯儲加快貨幣政策正常化，加深市場對經濟憂慮。歐央行開展貨幣政策正常化、地緣因素加劇能源供應緊張等，令歐元區經濟弱勢雪上加霜。

股市：中美兩國將面臨大型選舉，時代交替，領導層回歸內政，歌舞昇平始終有利選情，亦有利兩地股市。戰事為亞洲區帶來近代罕見的黃金機遇，如何把握繞道超車是下一命題。經濟底氣支持亞洲股市表現。傳統能源價格飆升刺激新能源需求，股債收益率追逐影響高息股份，價值與增長型競賽形勢將出現逆轉。板塊輪轉，花開花落總有時。

債市：上季債市大幅波動源於美聯儲模稜兩可及朝令夕改作風。窺探未來走勢唯有透過旁敲側擊及以史為鑑去拼湊藍圖，另闢蹊徑尋找出口。歐日央行卻家經難念，唯有各家自掃門前雪，預測兩地債市前景堪虞。國富及資源豐厚有利穩定通脹和利率，資金自西向東移，預期亞洲地區仍是風暴中的避風港。

匯市：預期短期通脹難以明顯回落，而為了抵抗通脹各大大央行紛紛加息，美聯儲貨幣政策立場更是眾央行中表現最為鷹派。美元受惠美聯儲加息預期持續走強，遠勝眾非美貨幣。商品及食品價格持續高企，支持商品貨幣表現，抗跌力亦較強。

商品：戰事爆發後以供需數據預測油價走勢仿如瞎子摸象，難窺全局。金融因素主導市場，投機炒作隱含「產品」遠超現實。尤其多年量寬積孽深重，逆流時反噬只是時間問題。金融制裁警惕各國禍水可在霎眼出現，增持黃金勢頭初現。但短期內流動性收緊來勢洶洶，金價搖搖欲墜，投資者如履薄冰。

今天世界亂局並非偶然，萬物規律背後實是世人行為的積累結果。《命定悖論》指出時間巨輪中萬事只是綜合世人決策引導走向的既定結果。命運看來隨機，其實早已注定。與《華嚴經》中「萬物皆無自性」概念一脈相承：萬物因時空變化而變化，均無自(主)性，純粹因果。善惡到頭終有報，若然不報，時辰未到。

佛曰：「修百世方可同舟渡，修千世方能同枕眠」。相逢相聚本無意，有緣與君在此「相遇」，畢竟都算是一種緣分。

共勉之。



財政政策

- 料拜登著手更多民生政策，為11月中期大選贏取選票
- 內地實施33項刺激經濟措施，料「二十大」前維穩政策持續，包括更寬鬆的房地產政策
- 歐元區實行進取加息前將設法解決「金融碎片化」問題



貨幣政策

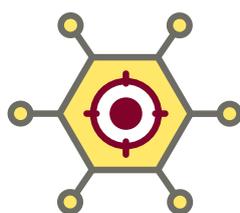
- 預期港元同業拆息稍後跟隨美元拆息上升，港元最優惠利率或於第三季開始上調
- 內地通脹壓力溫和，料以充裕流動性引導借貸成本下降
- 亞洲央行將加快調升政策利率及RRR實現貨幣政策正常化

經濟增長與通脹預測



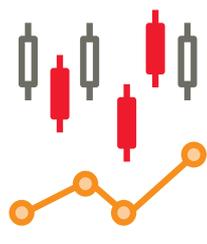
- 中央政策支持經濟，料今年GDP達5%，通脹約2%
- 料美國通脹下半年持續高企，經濟則受利率正常化影響
- 預期香港全年實質經濟增長約1.2%，通脹為1.5%

經濟前瞻



宏觀策略

- 中美兩國大選將臨，對全球經濟走向舉足輕重
- 滯脹風險纏繞市場，通脹不會頓時消失，刺激經濟較可取
- 疫情打擊歐美經濟，俄烏戰事及制裁把經濟推向衰退邊緣
- 若美國現衰退，最快會在加息約18個月後出現



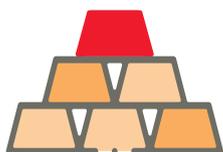
股票

- 亞洲GDP增長高於通脹，「金髮女孩經濟」支持股市
- 拜登支持度跌至39.6%，料推惠民政策，有利民生板塊
- 加息週期歷史預視下半年標普500指數重拾升勢，直至衰退
- 看好歐美市場軍工、電動車、醫療護理、金融板塊



外匯

- 高商品價格支持澳、紐元走勢
- 貨幣政策落後於美聯儲，料日圓、英鎊及歐元受壓，美元則呈上升走勢
- PMI回升，經濟復甦預期助人民幣突破中長線區間走勢



另類投資

- 油價波動源於供應短缺及衰退風險，預期下半年油價平均為108美元，明年將跌至97美元
- 金融因素主導金價，今季反覆走弱，約1,500美元見支持
- 料今年本港私人住宅樓價輕微受壓，租務市場則略為回暖

市場前瞻



債券

- 美聯儲加息步伐勢在必行，迴歸分析若美聯儲7月加息75點子，10年期債息將突破3.6%；若9月再加息25點子，債息將超過3.8%
- 料歐央行7月結束APP並加息20點子，歐債將現明顯跌勢
- 第二季亞洲債勝同儕達16%，料今季持續優勢，南亞國債較佳

萬物有時

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪



東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

萬物有時

上季的標題是《博弈》。當時預測俄烏交戰表面是一場地區性戰爭，但實際背後及延伸對經濟影響才是投資市場的焦點。無論俄烏戰事最後發展如何，相信歐美及俄國互相制裁的時間比戰事更長及更深遠地影響全球經濟格局，甚至可能出現根本性改變。例如俄羅斯被剔除 SWIFT 後，藉機以類似「石油盧布」概念利用外資穩定盧布，同時打開各國「去美元化」大門。「去全球化」將拖慢全球經濟增長，但中小型國家有望吸收大國貿易份額，有利當地經濟。更直接的影響是，雙方互相制裁激發全球性通脹升溫，由能源到食品再到化肥及工業用金屬價格皆飆升，迫使各主要央行加緊加息步伐及收緊流動性。但問題在於行動的速度及幅度能否與經濟增長匹配，這是考驗各主要央行的技術題，勉強決定最後變成一場博弈。央行困於進退兩難的局面，政策飄忽才是市場波動的來源。過去預測大致與今天結果相若。

到了第三季，標題是《萬物有時》。意謂歷史洪流中各世界大事發生和結束都是既定之內，概念上無分遲早。亦非當下可以逆轉，因今天結果源於前人功德。互相制動下因果既定，順其自然。

俄烏戰事爆發超過 100 天，歐美與俄方經濟上較勁進入白熱化階段，各有得失但互不就範。歷史上當戰事邊際利益比成本低時，各方自然明哲保身，另闢路徑，私利最大化條件下重塑世界秩序。全球經濟體分道揚鑣，去全球化結束高增長時代，但孕育出全球經濟再平衡。緣起緣滅，生生不息。

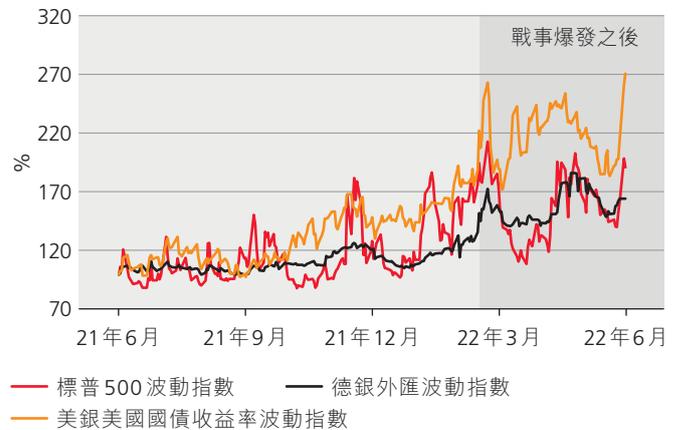
全球滯脹風險纏繞投資市場，全球通脹堅若磐石，深層動力源於勞動力疲弱及供應鏈緊張，淺層動力源於商品價格急升。經濟增長弱不禁風，研究組織普遍下調今年預測，並以 70 年代石油危機及 80 年代美聯儲強勢碾壓通脹手段作當下比對。時移世易，大相徑庭。辦法總比困難多，取決於決策者及領導層在個人及政治經緯中考量，深信以民為本才是王道。

引用小說《雙城記》名句：「那是最好的時代，那是最壞的時代。」時代夾縫中生存側重於主觀態度。佛曰：「一切皆流，無物永駐」，勝負往往是時間和角度分野。但願各國領導人深諳此道，世界和平。

俄烏戰事：重塑世界

投資市場角度，俄烏戰事實屬一隻「黑天鵝」。打亂投資部署，亦影響未來資金流向及風險胃納。年初各央行有意收緊貨幣政策，股、債、匯市波動指數趨升，俄烏戰事爆發後升勢更加凌厲。5 月初市場憧憬加息步伐可能放緩，各波動指數相應回落，但在美國公布消費者物價指數 (CPI) 處 40 年新高後再次反彈。

各資產市場之波動指數



資料來源：彭博，數據截至 2022 年 6 月 14 日

戰事持續超過 100 天，遠超市場普遍預期，焦點已由對投資市場的短期衝擊轉向中長期影響，尤其互相制裁的成效及後果，引導至戰事終結的預測及可能性。

俄羅斯：百折不撓

歐美多國在否決直接出兵參與戰事後，透過不同形式在經濟層面制裁俄羅斯，以「經濟武器化」削弱俄國經濟能力，迫對方就範。



宏觀策略

節錄美國白宮在4月6日¹及6月2日²公布的制裁內容如下：

- 對俄羅斯最大金融機構 Sberbank 和最大私人銀行 Alfa Bank 實施全面封鎖制裁；
- 禁止在俄羅斯進行新的投資；
- 對俄羅斯主要國有企業實施全面封鎖制裁；
- 美國財政部禁止俄羅斯使用受美國管轄的資金以償還債務；
- 進一步限制俄羅斯軍方獲取延續侵略所需科技和其他物資的能力。

根據美國財政部在6月16日公布最新制裁內容³，除制裁個別人士及機構財政外，美國對俄羅斯制裁意旨在透過切斷俄羅斯獲得海外收入和服務，及打擊用於軍事產品及原料的工業，增加俄戰爭成本後，再拖延戰事削弱其經濟。雖然暫時沒有跡象顯示美國將對俄羅斯實施全面禁運，但制裁和出口管制逐步擴大至私營企業，單方面孤立俄羅斯與西方國家的經濟往來。

歐盟在5月31日決定把俄羅斯最大銀行 Sberbank 剔出環球銀行金融電信協會 (SWIFT) 的國際結算系統⁴，在6月3日公布向俄羅斯實施第六輪制裁內容⁵，目標在2022年底前從俄羅斯進口石油量減少90%，其他包括暫停與俄羅斯有關傳媒在歐盟地區廣播，禁止向俄羅斯出口先進科技項目清單擴大至可用於製造化學武器的其他化學品等。



其他國家或組織參與制裁俄羅斯的節錄內容如下：

國家	公布日期	節錄內容
英國	5月19日	阻止俄羅斯航空公司在英國機場出售其未使用的著陸權 ⁶
紐西蘭	6月7日	向俄羅斯天然氣企業 Gazprom 及數十間軍工企業實施金融制裁 ⁷
日本	6月7日	凍結部份俄羅斯和白俄羅斯銀行資產，禁止出口強化俄羅斯工業的商品，包括卡車和推土機 ⁸
加拿大	6月7日	禁止向俄羅斯出口一系列服務，包括建築、綜合機械、會計核數等 ⁹
瑞士	6月10日	採納歐盟於6月3日通過的第六輪對俄羅斯和白俄羅斯制裁 ¹⁰

資料來源：各官方網站，數據截至2022年6月15日

¹ 見美國白宮網站，<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/04/06/fact-sheet-united-states-g7-and-eu-impose-severe-and-immediate-costs-on-russia/>

² 見美國白宮網站，<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/06/02/fact-sheet-united-states-takes-further-actions-to-counter-sanctions-evasion-by-russia/>

³ 見美國財政部網站，https://home.treasury.gov/system/files/126/ukraine_overview_of_sanctions.pdf

⁴ 見FOX網站，<https://www.foxbusiness.com/politics/russia-sberbank-booted-from-swift-sanction>

⁵ 見歐盟網站，https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_22_2802

⁶ 見英國政府網站，<https://www.gov.uk/government/news/uk-targets-russian-airlines-with-new-sanctions>

⁷ 見紐西蘭政府網站，<https://www.beehive.govt.nz/release/russian-state-companies-sanctioned>

⁸ 見日本財務省網站，<https://www.mof.go.jp/english/index.htm>

⁹ 見加拿大政府網站，https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_22_2802

¹⁰ 見瑞士聯邦委員會網站，<https://www.admin.ch/gov/en/start/documentation/media-releases.msg-id-89229.html>

俄羅斯當然不甘示弱，同時制定多項反制措施。除戰事初期要求「不友好」國家以盧布作為商品交易貨幣外(所謂「石油盧布」，詳情可參閱上季《宏觀策略》章節)，最新反制措施節錄如下：

公布日期	節錄內容
5月11日	阻止與31間外國能源企業交易，包括俄羅斯能源企業Gazprom在歐盟的前子公司及在美國和新加坡的公司 ¹¹
5月21日	禁止美國總統拜登和其餘963名美國人前往俄羅斯 ¹²
5月21日	俄羅斯能源企業Gazprom決定因未能以盧布支付而切斷對芬蘭的天然氣出口 ¹³
6月3日	禁止包括高級國防官員在內的41名加拿大人旅行入境 ¹⁴
6月6日	禁止美國財長耶倫、美國貿易代表戴琪和部份媒體高管等數十名美國人入境 ¹⁵

資料來源：塔斯社及路透社網站，數據截至2022年6月15日

歐美制裁看似比俄羅斯反制措施較嚴苛及全面，但由3月初實施制裁至今，俄羅斯金融及經濟數據未見受到嚴重打擊，部份表現比戰事爆發前更好。

俄羅斯原油是以烏拉爾作為定價標準。戰事爆發後，歐美各國多角度制裁俄羅斯原油出口，令烏拉爾價格由約111美元(3月8日)下跌至年內最低約68美元(4月25日)，跌幅近38%。及後俄羅斯反制並透過折扣價出口原油至非歐美地區，烏拉爾價格反彈至約98美元(6月15日)，反彈幅度約44%，該水平甚至高過戰事爆發當天約95美元(2月24日)。

布蘭特及烏拉爾原油價格



資料來源：彭博及Investing.com，數據截至2022年6月10日



根據能源和清潔空氣研究中心(CREA)截至6月12日的數據顯示¹⁶，中國超過德國成為最大進口國，印度、法國、阿聯酋及沙地阿拉伯皆增加進口。當中印度購入約18%的俄羅斯能源產品，很大部分提煉為成品油後再出口，目的地包括美國及歐洲，以填補制裁下的缺口。從2月24日戰事爆發至6月2日，共有290艘油輪離開俄羅斯前往亞洲，比較去年同期190艘增長53%。印度、中國及土耳其增幅最大：印度增約7倍，中國及土耳其分別多70及54%。另外，23間在戰爭前兩個月購入俄羅斯化石燃料的大型企業，其中15間在5月份仍繼續採購，包括埃克森(Exxon)、殼牌(Shell)、東京電力(TEPCO)和JFE鋼鐵等。

戰事爆發後首100天(2月24日至6月3日)，俄羅斯由能源出口獲得930億(歐元，下同)收入，歐盟佔61%(約570億)，首3大進口國是中國(126億)、德國(121億)及意大利(78億)。以產品分類，收入分別是原油460億、管道天然氣240億、石油成品130億、液化天然氣51億及煤炭48億。

¹¹ 見塔斯社網站，<https://tass.com/economy/1449571>

¹² 見塔斯社網站，<https://tass.com/politics/1454179>

¹³ 見塔斯社網站，<https://tass.com/economy/1454141>

¹⁴ 見塔斯社網站，<https://tass.com/politics/1460403>

¹⁵ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/russia-sanctions-us-treasury-energy-secretaries-defence-media-bosses-2022-06-06/>

¹⁶ 見CREA網站，<https://energyandcleanair.org/publication/russian-fossil-exports-first-100-days>

宏觀策略

戰事爆發後國際油價屢創新高，不但抵銷制裁對俄羅斯石油需求減少及折扣價出售油品的損失，反而增加俄羅斯出售能源收入：

- 多方嚴厲制裁下俄羅斯在戰事首100天從能源出口中賺得創紀錄970億美元收入¹⁷；
- 國際能源署(IEA)代表指¹⁸，俄國石油收入年內增50%，每月達200億美元；
- 俄羅斯政府披露5及6月分別向緊急儲備基金注入5,514億盧布(約95億美元)及7,916億盧布(約136億美元)¹⁹，資金來源是出口油氣產品賺取的額外利潤。聲明中表示緊急儲備基金能讓政府填補赤字或支持社會支出，以應對經濟危機。

投資者曾大幅拋售俄羅斯盧布，美元兌盧布由2月1日約76急升至3月4日約123水平，盧布貶值62%。俄國央行在2月28日緊急加息，官方利率由9.5%飆升至20%，穩定匯率。俄羅斯反制及西方制裁效力遞減後匯率逐步逆轉，央行由4月起多次宣布減息，降至9.5%(6月10日)，重返戰事前水平，美元兌盧布亦跌至約57(6月17日)，反映盧布比戰事前更強。

俄羅斯國債收益率出現同樣走勢，投資者曾大幅拋售俄國國債，刺激債息由約9.4%(2月1日)飆升至約19.9%(3月4日)，及後逆轉至8.9%(6月17日)，比戰事前更低，反映投資者逐步吸納。

俄羅斯盧布、俄羅斯10年期國債收益率及各自平均值



資料來源：Investing.com，數據截至2022年6月17日

俄羅斯股市於戰事爆發後曾急挫超過50%，政府在2月25日宣布休市。資金在3月23日復市後反而趁低吸納，截至6月17日，指數已由底位反彈約77%，年內表現(下跌17.6%)比MSCI世界指數更佳(下跌23.2%)。

俄羅斯RTS股指及MSCI世界指數年內表現



資料來源：彭博，數據截至2022年6月17日

但平息風險背後，戰事正衝擊俄羅斯經濟。國內生產總值(GDP)由去年6月份增長10.5%後明顯下跌，在多方制裁影響未完全浮現之時，增長再由去年12月5%下跌至今年3月只有3.5%。預期6月公布的結果將更低。通脹問題更令人擔憂，CPI及核心CPI已由疫情爆發後約3%升至戰事前約9%，戰事爆發後升勢更急，5月份CPI及核心CPI分別高見17及20%。

俄羅斯按年GDP增長及平均值



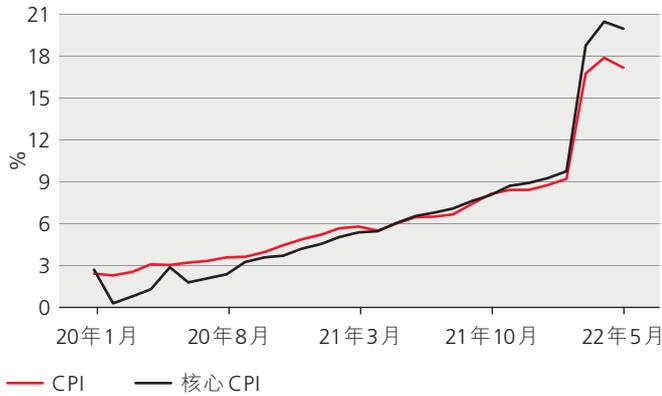
資料來源：彭博，數據截至2022年6月15日

¹⁷ 見莫斯科時報網站，<https://www.themoscowtimes.com/2022/06/14/russia-earned-100b-in-energy-exports-in-100-days-of-war-research-a77990>

¹⁸ 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-05-12/russia-oil-revenue-up-50-this-year-despite-boycott-ia-says#xj4y7vzkg>

¹⁹ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/europe/russia-adds-95-bln-emergency-reserve-fund-2022-06-09/>

俄羅斯CPI及核心CPI



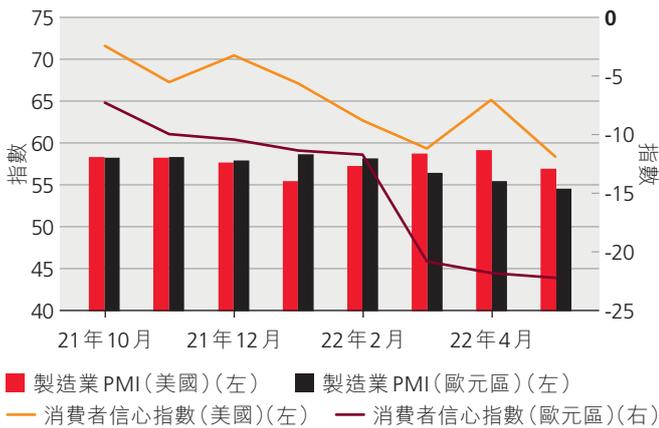
資料來源：彭博，數據截至2022年6月15日

歐美經濟：屋漏偏逢連夜雨

疫情嚴重打擊歐美經濟已是不爭事實，本來預期「共存」策略可迎來經濟復甦，但俄烏戰事爆發加上與俄羅斯互相制裁反而窒礙復甦勢頭，甚至把經濟推向衰退邊緣。

兩項前瞻性指數，製造業採購經理指數(PMI)及消費者信心指數，皆由去年第四季起持續下跌。反映歐美政府的「共存」策略未見成效，反而制裁的負面影響已經浮現，尤其歐元區數據在戰事爆發後明顯走弱。

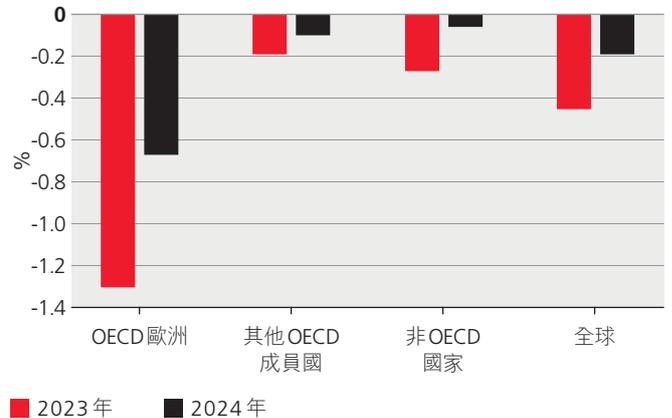
製造業PMI及消費者信心指數 — 美國及歐元區



資料來源：彭博，數據截至2022年6月15日

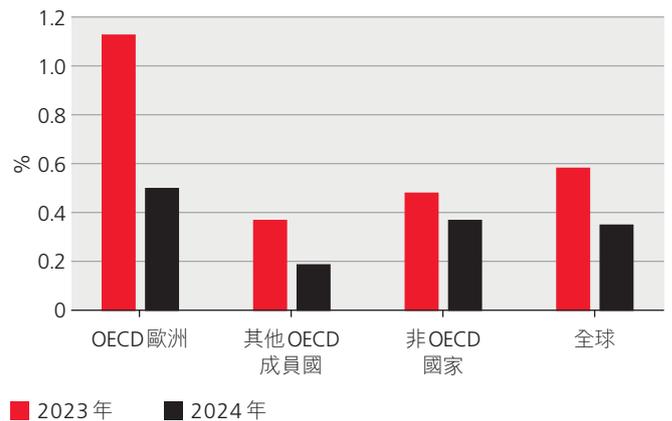
經濟合作暨發展組織(OECD)預測，如歐洲執行對俄羅斯天然氣進口禁運，歐洲GDP將在2023及2024年按年下降1.3及0.7%，CPI卻分別上升1.1及0.5%。相比其他地區，歐洲所受影響較大。

歐洲對俄羅斯天然氣進口禁運對GDP增長的影響



資料來源：OECD，數據截至2022年6月15日

歐洲對俄羅斯天然氣進口禁運對CPI的影響



資料來源：OECD，數據截至2022年6月15日

經濟狀況未如理想，國內對民生問題怨聲載道，表面上歐美在能源制裁對峙中主動出擊，但實際上被動應對。

雖然歐盟6月初在石油禁運上達成共識，目標在年底前從俄羅斯進口石油量減少90%，但批准匈牙利繼續通過管道接收俄羅斯石油，當中大部分是運往德國及波蘭。同時俄羅斯宣布切斷波蘭、保加利亞、芬蘭、丹麥、德國和荷蘭等至少200億立方米天然氣供應，佔歐洲自俄管道進口總量的大約15%。玄機在於芬蘭、荷蘭、丹麥僅佔俄羅斯天然氣出口極小部分，但俄羅斯能源佔匈牙利、荷蘭及芬蘭進口量超過50% (詳情分析可參閱上季《宏觀策略》章節)。

宏觀策略

美國正積極減輕能源制裁對歐洲的影響，同時在高利潤誘因下，美國供應商更樂意向歐洲提供能源。美國能源資訊管理局(EIA)指出²⁰，今年首4月，歐洲佔美國液化天然氣(LNG)出口約74%，而去年平均只佔34%。對歐洲和英國出口量更是去年平均值的3倍。同時減少對歐洲以外供應，例如對亞洲出口量減少51%。

美國是全球能源生產大國之一，但長貧難顧，不可能長期大量出口能源到歐洲，而釋放戰略儲備應對國內需求亦非長策。實際上如何增產短期內都不可能填補制裁俄羅斯造成的缺口(美國頁岩油產量，詳情可參閱本季《另類投資》章節)，同時面對由能源及食品成本上漲刺激CPI創40年新高，打擊經濟增長。面對嚴峻的經濟狀況，拜登政府開始尋求受制裁影響的舒緩方案，包括美國財政部宣布延長與俄羅斯開展業務的許可證直到今年12月5日²¹，及在7月中出訪中東希望得到沙地在區內或石油輸出國組織(OPEC)增產的支持²²，甚至彭博引述拜登政府高層消息指²³，白宮有意限制汽油及柴油出口，以遏止美國燃油價格上升。

結束戰事的臆測：味如雞肋

環球戰事無日無之，只是投資世界有沒有關注，更直接是戰事帶來經濟效應或影響全球經濟便有其價值。什麼是「勝負」？在投資世界誰能在戰事中奪取最大經濟利益便是贏家，歷史上大多不是參戰國。何時會「結束」？邊際利益比成本低時，參與者(不一定是參戰國)便會藉機逐步淡出，明哲保身，全身而退。什麼是「結束」？當戰事離開鎂光燈，投資世界眼中便是結束之時。偃旗息鼓往往與實質戰事無關。

根據上文分析，歐美希望透過經濟打擊迫使俄羅斯短期內投降或放棄戰事的可能性偏低。經濟角度制裁俄羅斯只是隔靴搔癢，但邊際成本遞增迫使歐美領導層調整執行策略，甚至另闢蹊徑。事實上俄烏僵局拖拉甚至惡化，勢將加劇通脹和糧食不確定性，全球都不能幸免，其他國家要求妥協的聲音料將四起，影響歐美國際貿易及聲譽。制裁效能及執行上適得其反，回力鏢效應(Boomerang effect)驅使邊際成本逼近利益水平，令歐美部份政策制定者及商界決策者思考戰事可能及可行的結局。

美國財長耶倫表示，她認為通脹壓力將會過去是「錯誤的」。彭博引述她私下認為²⁴，「自我制裁」(Self-sanctioning)是價格飆升的原因之一，美國企業避免違法下完全放棄與俄羅斯交易，歐美大型公司撤出後的連鎖反應，例如供應鏈瓶頸等，正為市場增添壓力。白宮沒有為此作出回應。

歐美領導層各自在執政及選舉利益上考量，外交功績可彌補內政缺失，但當選舉塵埃落定，戰事發展已不屑一顧。俄烏戰事中積極參與的歐美國家，包括法國(總統及議會選舉)、德國(聯合政府)、英國(議會選舉及首相信任動議)、澳洲(聯邦大選)，年內選舉大致完結。預期未來焦點將集中在內政，尤其打擊高通脹問題以維護執政，例如冬天臨近缺乏能源供應，將醞釀民間反抗勢力，為歐洲領導層構成壓力。餘下較大型選舉只有美國中期選舉，政治及經濟壓力要求歐洲盟國加碼制裁俄羅斯相信是緣木求魚，但成本效應考量將獨力難支。畢竟拜登民望仍徘徊低位，焦點轉移至解決高通脹問題更有利執政民主黨，相信低能源及食品價格比加息來壓抑通脹更為見效。

引述《外交事務》(Foreign Affairs)最新分析，3月29日俄烏代表在伊斯坦布爾會談的核心擬訂，仍是實現和平的最合理途徑：基輔放棄加入北約並接受永久中立以換取西方和俄羅斯安全保證。如果烏克蘭按照計劃接受永久中立地位，俄羅斯便沒有繼續軍事行動的基礎，也與阻止烏克蘭加入北約的做法一致。該擬訂有可能成為促進烏克蘭加入歐盟的附加條款，亦是歐美及俄方結束戰事最好的下台階。6月中旬烏克蘭已正式申請加入歐盟，歐盟委員會主席馮德萊恩表示樂見其成，俄羅斯總統普京亦表示不反對烏克蘭加入歐盟²⁶。

重塑世界：分道揚鑣

俄烏戰事除影響短期的投資及經濟環境，更重要是藉此加速重塑全球經濟秩序和營運模式，為投資市場帶來中長期風險與機遇。

²⁰ 見EIA網站，<https://www.eia.gov/todayinenergy/detail.php?id=52659>

²¹ 見美國財政部網站，<https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-sanctions/faqs/updated/2022-06-14>

²² 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2022/06/14/politics/biden-trip-to-saudi-arabia-and-israel/index.html>

²³ 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-06-16/white-house-mulls-fuel-export-limits-as-pump-prices-surge>

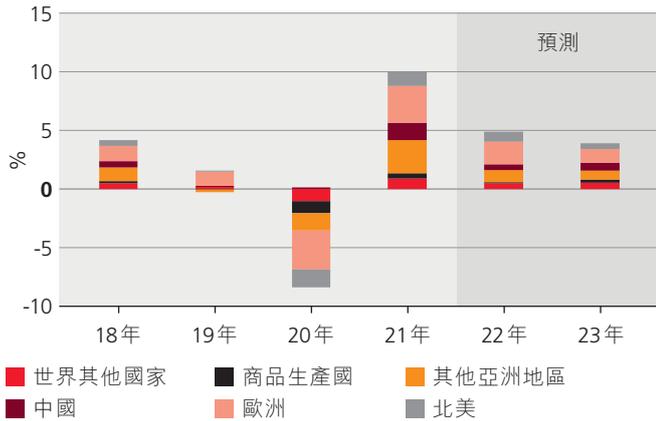
²⁴ 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-06-14/corporate-self-sanctioning-of-russia-has-us-fearing-economic-blowback#xj4y7vzkg>

²⁵ 見外交事務網站，<https://www.foreignaffairs.com/articles/ukraine/2022-06-01/ukraines-best-chance-peace>

²⁶ 見BBC網站，<https://www.bbc.com/zhongwen/trad/world-61851051>

OECD 預測俄烏戰事後，國際貿易量將明顯減少。全球貿易增長由 2021 年約 10% 降至今年預測 4.9%，明年更跌至 3.9%。去全球化 (De-globalisation) 大勢已成。

國際貿易增長數據及預測



資料來源：OECD，數據截至 2022 年 6 月 15 日
 商品生產國：阿根廷、巴西、智利、哥倫比亞、俄羅斯、沙地阿拉伯、南非和其他非經合組織石油出口國
 其他亞洲地區：日本、韓國、中國香港、馬來西亞、中華台北、菲律賓、新加坡、泰國、越南、印度和印尼
 歐洲：經合組織歐洲國家
 北美：美國和加拿大

從經濟層面預測，去全球化導致供應面緊張外，全球缺乏競爭和長期縮減國際貿易將增加通脹壓力。去專門化 (De-specialisation) 延長創新週期及增加生產成本，商業週期和長期經濟增長預測脫鉤，打擊商業和投資市場意欲。各國經濟增長率差距擴大，引致全球經濟萎縮的惡性循環 (詳情可參閱上季《宏觀策略》章節)。

各國試圖將自己與世界隔離，然後削弱別國的影響力或以鄰為壑。國際貿易以區域化主導，料更多志同道合的國際經貿組織成立，以迎合各國自身利益範圍，過於碎片化削弱組織效能。依靠國際供應商提供低成本商品以賺取較高利潤的企業將受打擊，反而本土經濟對外圍衝擊更具防守性。國內企業和行業將獲得更大的權力和特殊保護，增加國有化誘因，導致營運效率及回報下降。

未來利率和通脹處於高水平，或高通脹導致利率偏高。當資金成本上升時，銀行去槓桿 (De-leveraging) 和對貸款可持續性的考慮將令流動性進一步收緊，槓桿率較高的企業將面臨逆風。



去美元化 (De-dollarisation) 執行層面將更大更廣。以歐美金融制裁俄羅斯為範例，料各國將積極減低美元作為外匯儲備的比重，避免「二級制裁」影響本國利益，此舉有利其他主要貿易貨幣及黃金 (詳情可參閱上季《宏觀策略》章節)。國際交易上由 SWIFT 轉至其他結算系統，甚至加快建立中央數碼貨幣 (Central Bank Digital Currency, CBDC)，有利金融去中心化 (De-centralisation) 發展 (詳情可參閱 2021 年第三季《專輯》章節)。

投資角度預測，未來整體回報率下降及波動性增加，各資產或地區相關性降低或分散性愈來愈大，本土偏好 (Home bias) 比例上升。反映投資多樣性更加重要，令投資組合中風險與回報的權衡變得更吸引。

宏觀策略

OECD 最新經濟展望中提出俄烏戰事後世界重塑的預測²⁷，節錄如下：

項目	重點
加強能源安全性： 尋找新的供應源頭 和推動低碳能源	<ul style="list-style-type: none"> 提升世界能源系統互聯性以解決能源系統中斷、電力市場供需平衡、監管失靈及化石燃料生產商供應可靠性威脅 2050年前加快過度至淨零碳排放的必要性，尤其是解決現有新能源相關基礎設施，例如改善電網之間的互聯性及提高存儲能力和多樣性 有效的碳定價、標準和法規（公眾政策）及結構改革以降低低碳活動成本
重組全球價值鏈 (Global Value Chain)	<ul style="list-style-type: none"> 國際碎片化和即時物流生產模式迫使放棄使用偏遠的海外供應商以平衡供應安全和生產效率，尤其依賴少數國家採購原料或零部件的風險 供應鏈多樣化和經濟分散將削弱全球化、專業化和規模經濟帶來的經濟效益 數碼及科技基礎設施現代化將改善貿易物流並減少生產鏈瓶頸
金融制裁加快替代 支付系統發展	<ul style="list-style-type: none"> 跨境支付和支付系統碎片化將會加快，尤其面對美國向第三國銀行實施二級制裁風險 降低單一體系帶來的效益，並削弱美元在金融市場的主導作用 當技術和政治限制存在，新系統範圍和規模將不足以替代現今體系

資料來源：OECD，數據截至2022年6月15日

全球滯脹風險：山雨欲來風滿樓

自2020年全球疫情肆虐，環球經濟滿目瘡痍，戰事更為高通脹火上加油，令未來經濟增長雪上加霜。全球面臨高通脹同時低增長環境，冰火交融之際，全球陷入滯脹風險絕非子虛烏有。

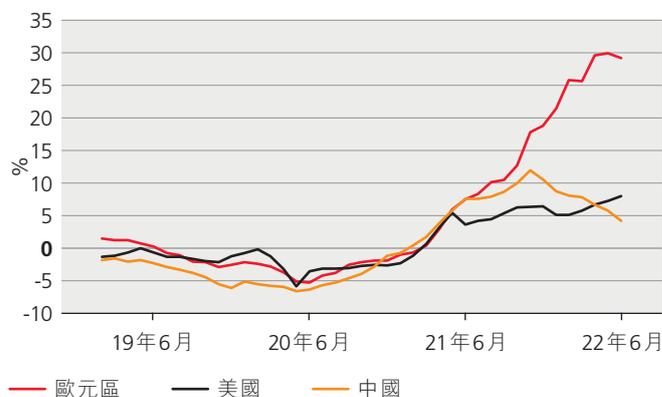
通脹分析：堅若磐石

今天滯脹風險重於不斷攀升的通脹，而非經濟主導性衰退。分析高通脹成因才能對症下藥，風險自然迎刃而解。

首先，今天通脹急升是供應側而非需求側驅動的通脹。疫情期間全球供應鏈緊張比俄烏戰事帶動商品價格上升更早刺激通脹上升，生產物價（PPI）比消費物價（CPI）升幅持續擴大，以往由生產商吸收的通脹壓力最終都會傳導至消費者。因此壓抑PPI走勢才是解決CPI的核心方案。例如今天標顯CPI創40年新高，可知PPI已是自1974年12月之後最高水平，即創下48年新高。世界首3大經濟體，美國、中國和歐元區的PPI與CPI剪刀差自疫情起持續強勢。但程度上歐元區才是全球風險的核心，尤其在俄烏戰事後能源及食品短缺看似CPI急升，但分析顯示PPI問題遠比CPI嚴重。預期下半年將PPI導致CPI提速，剪刀差收窄預示民生

問題將比今天更嚴重，除了各區內企業盈利萎縮影響當地投資市場外（歐元區股市及債市分析，詳情可參閱本季《股票》及《債券》章節），歷史上高通脹引發民間反抗勢力抬頭，政治動盪將是可預期的結果。相反，俄烏戰事爆發至今，經濟上對中國影響偏低，尤其作為資源大國，自吸自足經濟氛圍下剪刀差收窄源於PPI跌幅比CPI較大而非CPI上升，為下半年中國經濟解除了部份重大風險。

各國及地區PPI與CPI差距

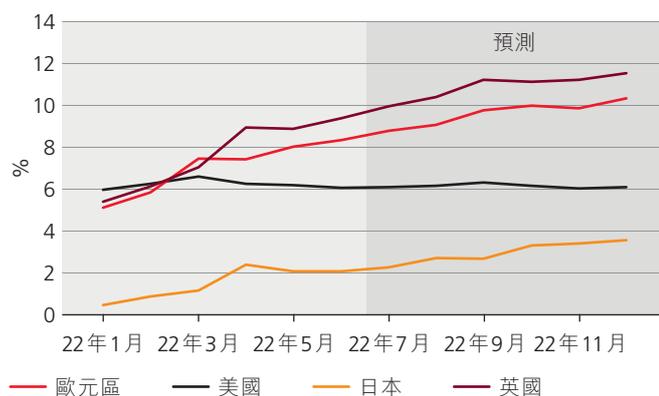


資料來源：彭博，數據截至2022年6月17日

²⁷ 見OECD網站，<https://www.oecd.org/economic-outlook/>

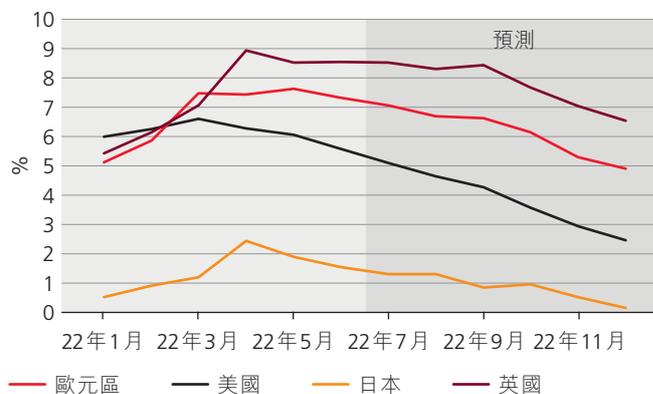
OECD在6月亦為PPI變化如何影響歐、美、日、英國CPI作情景分析(Scenario analysis)，結果顯示，當高PPI持續時下半年各國的通脹將繼續遞增，反之亦然。簡單而言，決策者目標在生產而非消費範圍落墨(例如供應鏈或平息戰事)，供應側舒緩才是今天風險的核心。

情景分析：高生產物價下各國通脹走勢



資料來源：OECD，數據截至2022年6月17日

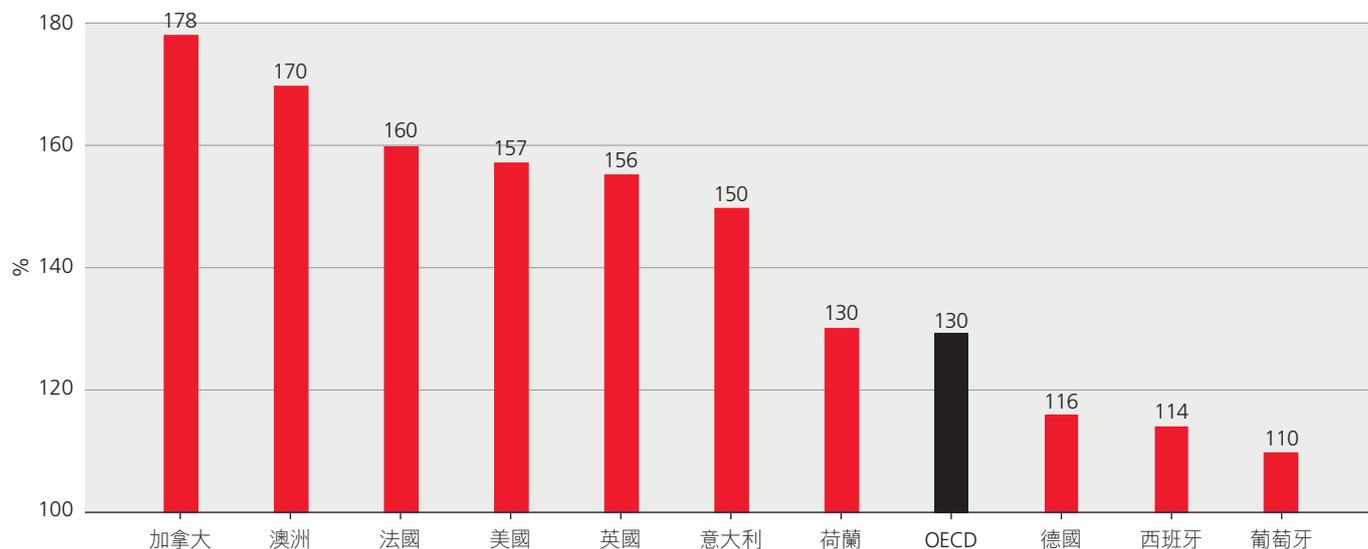
情景分析：低生產物價下各國通脹走勢



資料來源：OECD，數據截至2022年6月17日

高生產物價除了受制商品價格上升外，勞動成本趨升亦為人詬病。2022年第一季OECD主要經濟體勞動力仍未恢復至2019年第四季(疫前)水平，全數職位空缺比例高於100%，當中首3位是加拿大(178%)、澳洲(170%)及法國(160%)。

各國職位空缺比例(2019年第四季為100)



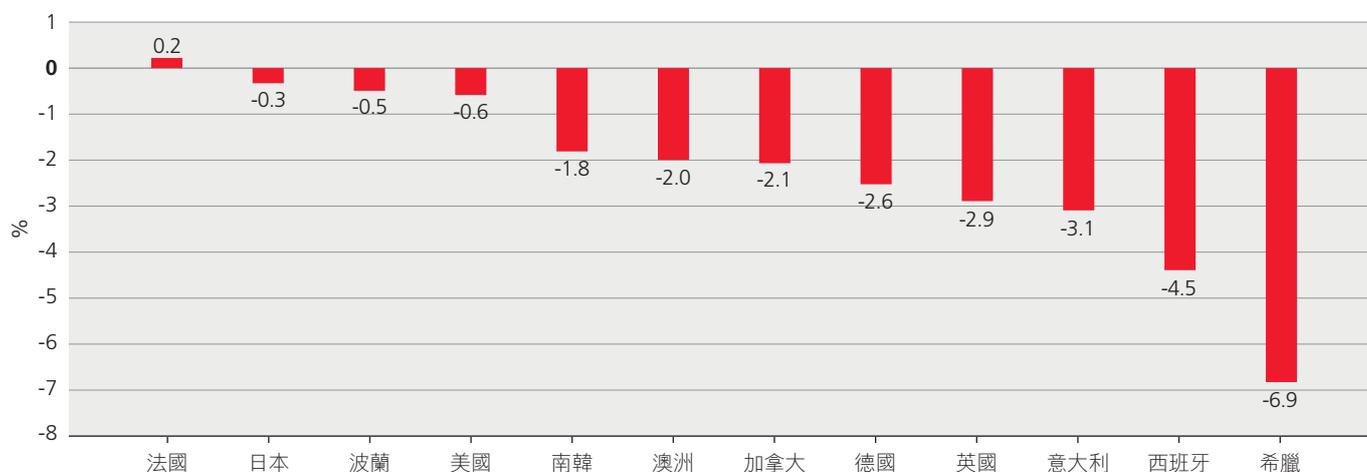
資料來源：OECD，數據截至2022年6月17日

宏觀策略

是否需求強勁導致聘請困難？非也，其中原因是勞動參與率仍未回復至疫前水平。截至5月31日，美國整體勞動參與率只有62.3%，比2020年3月少1%，即約400萬勞動力仍未回歸崗位，相比非農就業及ADP新增職位最新數據分別是39萬及13萬，顯示「有工無人返」問題普遍存在。

歐洲及北美地區勞動失去動力原因很多，除了結構性失業外，感染後死亡率偏高打消受聘意欲（美國54歲以上參與率持續處於低位），其次是扣除通脹後實質工資增長為負值，因為領取政府福利（食物銀行或生活補貼）比上班的實質回報更豐厚，迫使雇主提高加薪幅度才能正常營運，造成惡性循環，亦是歐美通脹固若金湯的原因之一。

實質時薪變化（相比2021年）



資料來源：OECD，數據截至2022年6月17日

宏觀經濟環境外，拆解CPI成份亦可反映問題所在。美國CPI成份比例如下：

成份（第一層次）	%	成份（第二層次）	%	成份（第三層次，依比例排列首三個項目）	%
食品	13.42	在家用膳	8.30	其他食品	2.20
				肉類、家禽、魚及蛋	1.90
				水果及蔬菜	1.43
		出外用膳	5.11	有限服務用餐及小食	2.48
				全套服務用餐及小食	2.39
				在校或工地用餐	0.04
能源	8.26	商品	4.86	汽車燃料	4.62
				燃料及其他	0.24
		服務	3.39	電力	2.52
				公用（管道）天然氣	0.87
食品及能源以外消費	78.32	商品	21.40	運輸（除汽車燃油）	8.54
				家用傢俱及供應	3.97
				服飾	2.49
		服務	56.92	住房	32.44
				醫療	6.87
				運輸	5.83

資料來源：彭博，數據截至2022年6月17日

拆解後不難發現首5大項目已佔58.3%。當中「住房」更佔32.44%，運出行有關的3個項目合共佔18.99%，兩大類別已佔超過一半(51.43%)，走勢舉足輕重。再集中觀察這5個項目近3個月按月升幅，並找出比CPI升幅更高項目，結果如下：

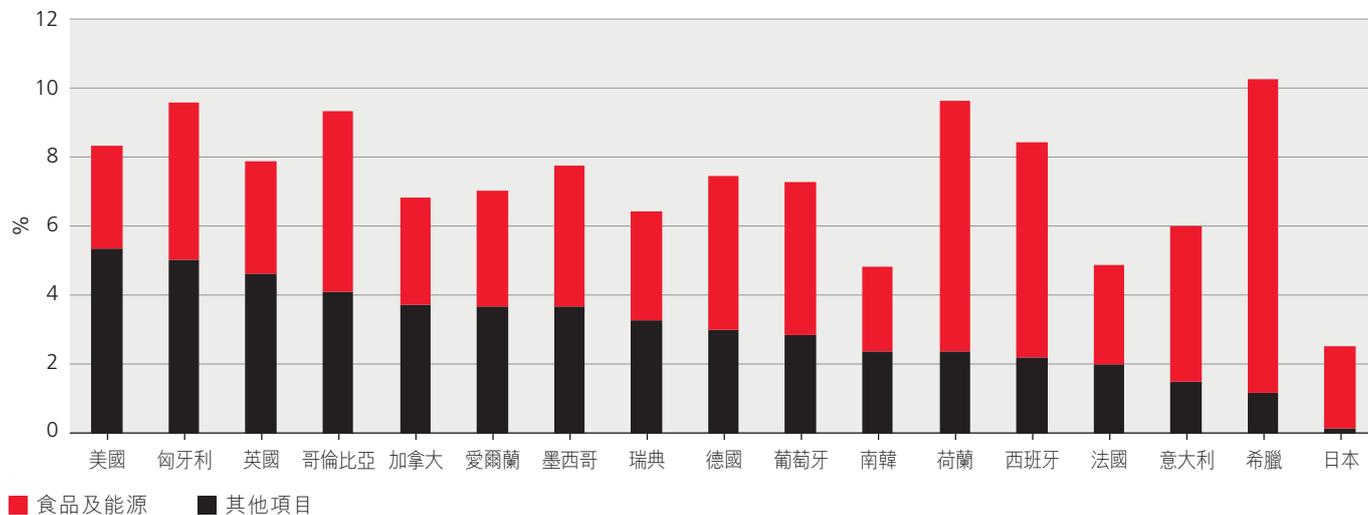
項目	3月(%)	4月(%)	5月(%)
汽車燃料	18.3	-5.8	4.1
運輸(除汽車燃油)	-1.7	0.4	1.4
住房	0.5	0.5	0.6
醫療	0.6	0.5	0.4
運輸	2.0	3.1	1.3
CPI	1.2	0.3	1.0

資料來源：彭博，數據截至2022年6月17日

尋找過去3個月有任何2個月升幅比當月CPI更高的項目只有3個，全數皆與運出行有關，當中汽車燃料單在5月升幅高見4.1%。另外，尋找第三層次全部項目中5月最高升幅是「燃料及其他」(13.1%)。簡單而言，通脹「元兇」非常集中在燃料有關項目，而且開始由運輸蔓延到其他民生層面。

根據美國全國經濟研究所(NBER)發表有關美國通脹研究報告²⁸，歷史上住房通脹隨著利率上升而下降，但預測短期內住房通脹持續上升。由於私人住宅租金升幅持續，住房通脹可能會在2022年底前達到按年升幅7%，對核心CPI通脹貢獻近3%。與歷史通脹週期相比，住房通脹成為今天壓抑CPI的主要阻礙。另外，今天在核心通脹中能源有關項目權重比例較70年代為低，因此相比70年代，今天通脹數據理論上應該更高。最後，美聯儲自2000年以來選擇個人消費支出(PCE)而非波動較大的CPI作為通脹衡量指標，研究顯示對利率調整帶來正面作用。

各國CPI成份及比例



資料來源：OECD，數據截至2022年6月17日

雖然研究報告支持PCE比CPI更有效調整利率，但市場普遍關注標題(Headline)CPI走勢。最新數字為8.6%，創下40年新高，通脹失控憂慮陰魂不散。其他指標透視不同角度的通脹訊息卻往往被忽視，因此窺伺整體通脹走勢須釐清各項通脹指標功能和理解互相差距帶來的暗示。

投資市場普遍透過以下指標衡量通脹風險：

- 標題及核心CPI：計算商品及服務涵蓋較廣，但成份長期固定將影響短期可靠性，兩者相差是能源及食品有關項目；

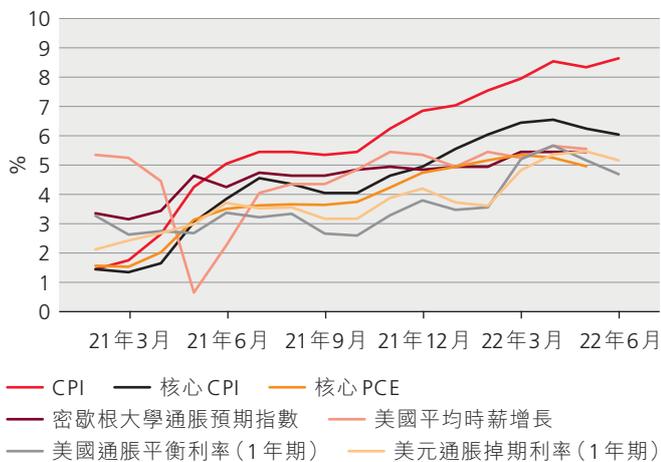
- 密歇根大學通脹預期指數：不定時修正內容及透過訪問綜合消費者對通脹的觀點；
- 美國平均時薪增長：從收入角度窺探民生消費主導的通脹；
- 核心PCE：個人消費支出涵蓋商品及服務較CPI少但範疇相若，主要分別在項目權重；
- 美國通脹平衡利率和美元通脹掉期利率：透過對沖通脹風險的衍生工具以反映投資者觀點。

²⁸ 見美國全國經濟研究所網站，<https://www.nber.org/papers/w30116>

宏觀策略

由2021年1月至今年5月31日，6項指標中只有CPI類走勢明顯突出，尤其標題CPI由2021年第二季起持續高過其他指標。相反，餘下5項指標走勢相當接近並互相交纏，整體平均值約5.3%，最大及最小值分別是5.5%（平均時薪增長）及4.9%（核心PCE）。

美國各項通脹指標、密歇根大學通脹預期指數、平均時薪增長及衍生市場利率



資料來源：彭博及密歇根大學，數據截至2022年6月20日

分析顯示，從消費者觀點、勞動層面、消費主導及投資市場歸納出美國核心通脹應該約5.3%，比市場關注的標題CPI(8.6%)為低。結果反映市場杞人憂天？兩者相差當然是能源及食品有關支出，正是俄烏戰事及供應鏈緊張等因素驅迫商品價格上升所造成之差距，是貨幣政策不能解決或是財政政策須要解決的空間。另外，不論疫情變化或是俄烏戰事爆發，全部指標走勢顛簸但持續向上，反映通脹問題已蔓延至不同層面。

綜合分析，美國CPI升幅可分開兩個層次：深層動力源於勞動力疲弱及供應鏈緊張，走勢偏向堅定及升勢溫和，可透過財政政策把資源由疫情或生活資助轉到燃料或供應側補貼，精準到位，鬆緊有序。淺層動力源於能源價格急升，偏向顛簸及爆炸性，各方應盡快平息俄烏戰事及透過談判或外交舒緩互相制裁造成影響全球經濟的惡果。兩個層次問題並非單單透過不斷加息或縮減流動性可以全面解決。

國際貨幣基金組織(IMF)最新研究報告列出全球通脹飆升的5個關鍵驅動因素²⁹：

- 供應鏈瓶頸：疫情對全球供應鏈產生兩種階段性影響。早期階段各國封鎖國際交流及其他限制導致供應鏈嚴重中斷，及後中斷已逐步舒緩；疫情後期由於經濟復甦帶動整體需求旺盛，耐用品相對需求增加，囤積居奇和搶購潮等導致供應鏈出現瓶頸。
- 需求從服務轉向商品：疫情期間商品支出急升，尤其耐用品(例如二手車)，但服務支出表現平穩。疫後料這趨勢會持續，尤其在家工作等生活改變將重塑全球消費模式。
- 全球刺激經濟政策和疫後復甦：全球推出共約16.9萬億美元財政措施來對抗疫情，加上各國寬鬆貨幣政策，帶來了整體需求激增和強於預期的經濟復甦，同時導致持續高通脹。
- 勞動力供應的衝擊：各國勞動參與率仍低於疫前水平，尤其美國影響較大。勞動力不足導致大部分職位空缺持續，更高工資將推高生產成本，支持高通脹狀況。
- 俄烏戰事衝擊能源和食品供應：俄烏兩國是全球主要商品的出口國，戰爭造成破壞導致全球商品價格飆升的時間將比預期更長。

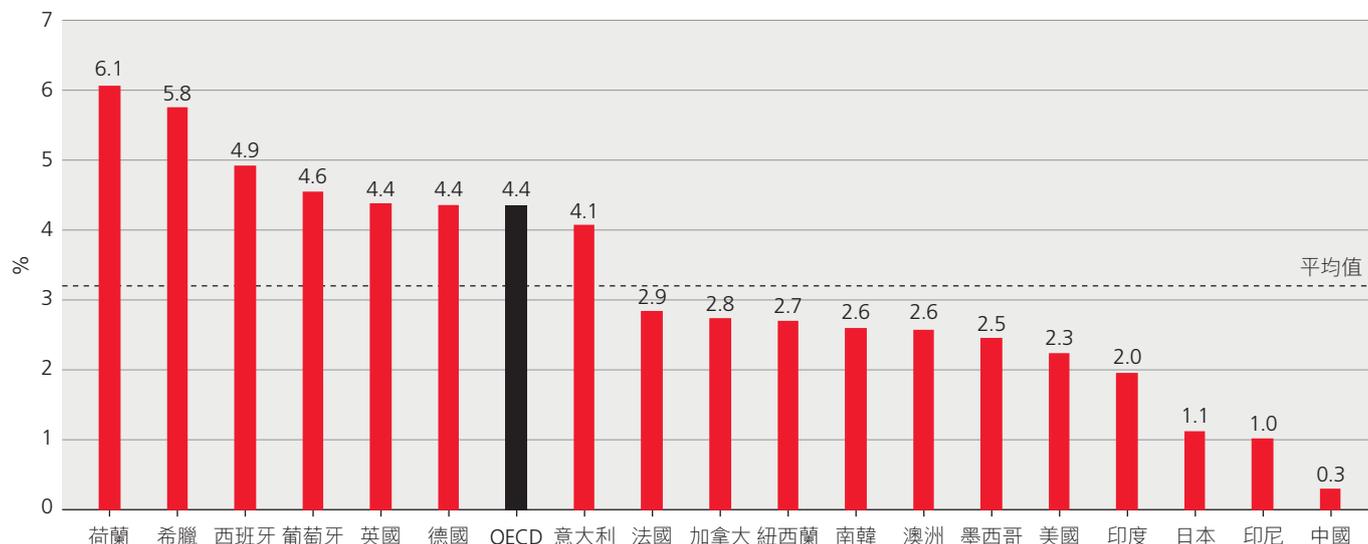
總而言之，未來通脹走勢取決於勞動市場緊張和供應鏈瓶頸與政府應變能力的互動，俄烏戰事持續時間及對能源和食品價格影響。另外，加息以對抗通脹是種粗糙的方案，尤其是通脹源於財政政策。即一邊貨幣收緊(例如加息縮表)，另一邊財政寬鬆(例如疫情援助)，結果只會徒然。

OECD就戰事爆發後修正今年全球通脹預測。在2021年12月的基礎上，OECD上調1.2%，整體平均升幅為3.2%。升幅最高首5個國家分別是荷蘭(6.1%)、希臘(5.8%)、西班牙(4.9%)、葡萄牙(4.6%)及英國(4.4%)，反映歐洲是全球通脹風險的震央。



²⁹ 見IMF網站，<https://www.oecd.org/economic-outlook/>

部份OECD成員國通脹預測之修正百分比(相比2021年12月)



資料來源：OECD，數據截至2022年6月10日

相反，G7政府普遍預期各自通脹在下半年見頂回落。這只是一廂情願，還是守得雲開？拭目以待。

國家	最新 (月份)	第三季 預測 (%)	第四季 預測 (%)	全年 預測 (%)
美國	8.6%(5月)	7.6	6.3	7.5
加拿大	6.8%(4月)	6.6	6.1	6.2
英國	9.0%(4月)	8.6	8.6	8.0
法國	5.2%(5月)	5.5	4.7	4.9
德國	7.9%(5月)	8.0	7.3	7.0
意大利	6.9%(5月)	6.7	5.8	6.3
日本	2.5%(4月)	2.1	2.2	1.8

資料來源：彭博，數據截至2022年6月15日

經濟增長分析：弱不禁風

根據世界銀行(World Bank)最新預測³⁰，今年全球經濟增長只有2.9%，比去年5.7%明顯下跌。成熟經濟體及新興與發展中經濟體今年增長分別是2.6及3.4%，比去年5.1及6.6%大幅下調。而2023及2024年全球增長預測維持在3%，成熟經濟體及新興與發展中經濟體分別只有約2及4%。數據反映直到2024年，各經濟體將徘徊在低增長水平。

全球經濟增長預測



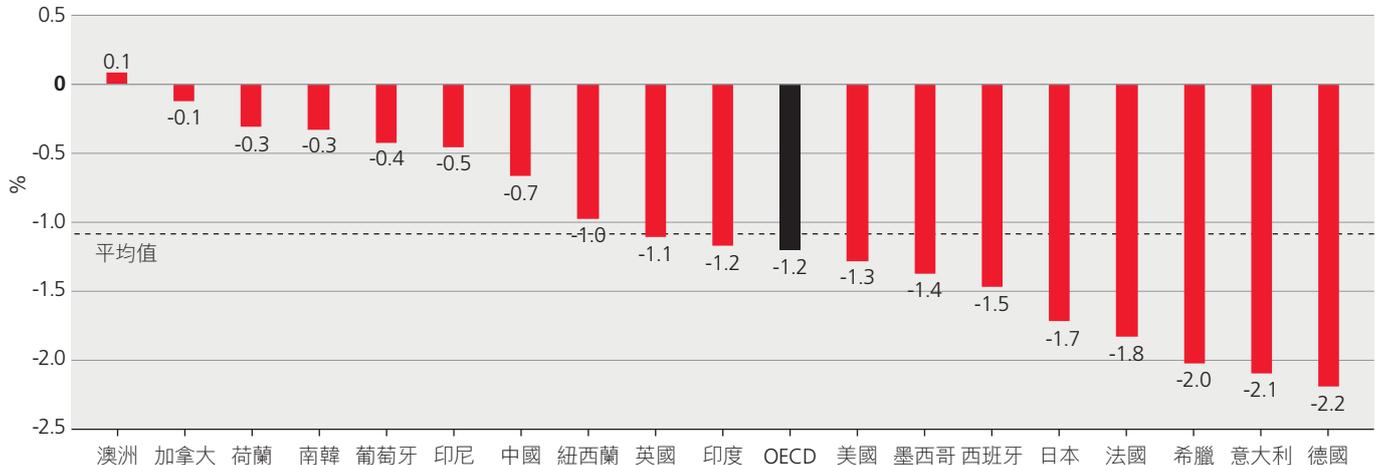
資料來源：世界銀行，數據截至2022年6月10日

OECD亦就戰事為今年全球經濟增長預測作出修正。在2021年12月的基礎上，OECD下調1.2%，整體平均降幅為1.1%。除了澳洲上調0.1%外，其他成員國皆被下調，下調幅度首5國家分別是德國(2.2%)、意大利(2.1%)、希臘(2%)、法國(1.8%)及日本(1.7%)，反映歐洲及日本經濟前景較其他地區悲觀。

³⁰ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2022/06/07/world-bank-cuts-global-growth-outlook-and-warns-of-70s-stagflation.html>

宏觀策略

部份OECD成員國經濟增長預測之修正百分比(相比2021年12月)

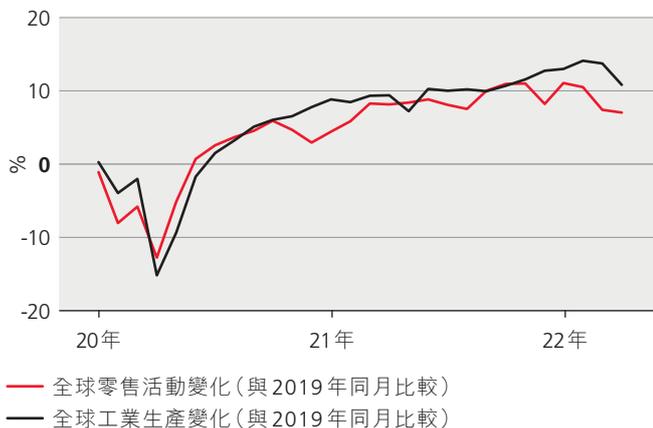


資料來源：OECD，數據截至2022年6月10日

環球主要經濟組織對下半年全球經濟前景趨向悲觀，但細節中並非所有部門都是弱勢，前瞻性指標可略見一斑。GDP結構可分拆為消費(Consumption)、投資(Investment)、政府支出(Government spending)及淨出口(Net export)。淨出口可間接透過PMI預示未來走勢，上文已分析歐美走勢雖然下跌但仍處於50以上(擴張水平)，OECD數據顯示全球工業生產變化仍在疫後高位徘徊；年內政府支出預期偏高，受疫情及俄烏戰事影響，最容易當然由政府牽頭，例如增加基建或生活資助，主動為經濟注入動力；餘下消費及投資才是一蹶不振的主要原因。

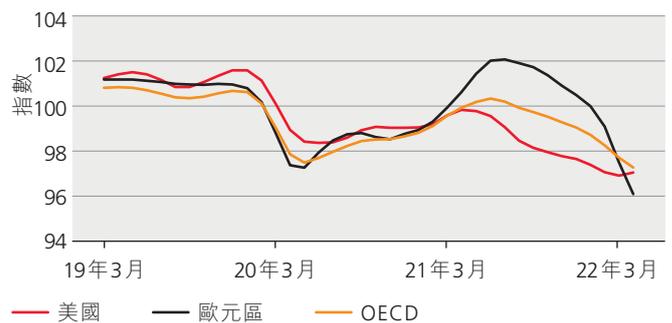
消費方面，OECD數據顯示全球零售活動由今年第一季開始轉弱，比工業生產差距逐漸擴大。消費者信心在OECD、美國及歐元區出現明顯下跌，3個指數全部處於收縮水平(低過100)。

全球零售活動及工業生產變化



資料來源：OECD，數據截至2022年6月17日

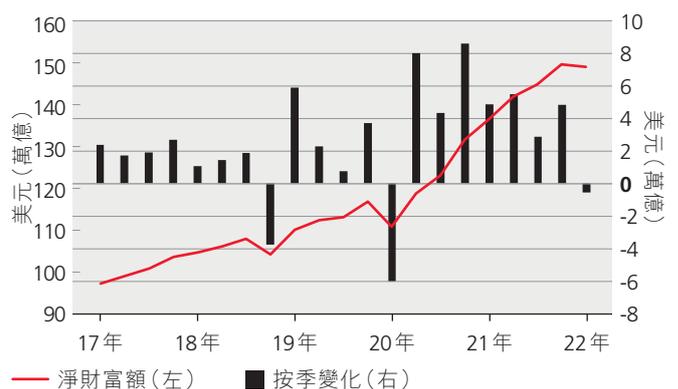
消費者信心指數



資料來源：OECD，數據截至2022年6月17日

投資方面，美聯儲最新公布家庭及非牟利機構淨財富額及按季變化顯示，今年首季跌至149.3萬億(美元，下同)，按季減0.5萬億或0.36%，是2020年以來首度下跌。同期持有股票減值3萬億，未償還債務卻按年上升8.3%至183萬億。數據反映美國民間淨財富正在萎縮，加上上半年在加息陰霾下投資者偏向保守，其他商業投資亦受資金成本上升拖累。

美國家庭及非牟利機構淨財富額及按季變化



資料來源：美聯儲，數據截至2022年6月17日

其實衰退在經濟及投資市場中並沒有一致定義，普遍是指連續兩季GDP按季或單次按年增長出現零或負值。同時吻合這兩項條件，美國在過去50年出現過6次衰退，比較持久的發生在1974年石油危機(持續3季)及2008年金融海嘯(持續4季)期間，其餘都是維持兩季後便回復正值。另外，當出現持續兩季按季負值時，全數6次案例按年增長都在當季或下一季出現負值，反映上述定義結果實際上並存。今年第一季美國GDP按季增長負1.5%，7月28日便會公布第二季數據前瞻。如結果出現正值，配合上文各個國際組織預測，美國最快將在明年第一或二季才會出現按年GDP負值，亦符合預測在加息約18個月後出現衰退的歷史佐證。

過去50年美國連續兩季GDP按季增長出現零或負值與當時按年增長數據

季度	按季 (%)	按年 (%)
30/09/1974	-3.7	-0.6
31/12/1974	-1.5	-1.9
31/03/1975	-4.8	-2.3
30/06/1975	2.9	-1.8
30/06/1980	-8.0	-0.8
30/09/1980	-0.5	-1.6
31/12/1980	7.7	0.0
31/12/1981	-4.3	1.3
31/03/1982	-6.1	-2.2
30/06/1982	1.8	-1.0
31/12/1990	-3.6	0.6
31/03/1991	-1.9	-0.9
30/06/1991	3.2	-0.5
30/09/2008	-2.1	0.2
31/12/2008	-8.5	-2.5
31/03/2009	-4.6	-3.3
30/06/2009	-0.7	-4.0
30/09/2009	1.5	-3.1
31/03/2020	-5.1	0.6
30/06/2020	-31.2	-9.1
30/09/2020	33.8	-2.9

資料來源：彭博，數據截至2022年6月17日

談古論今：1973年石油危機

1973年10月沙地阿拉伯為首的阿拉伯石油輸出國組織宣布，對中東戰爭期間支持以色列的國家實施石油禁運，包括美國、加拿大、英國和日本等，直到1974年3月正式結束。禁運期間全球油價上漲近300%，從每桶3美元升至約12美元。最終高通脹及經濟衰退造成全球性滯脹。

其實滯脹沒有單一定義，通常被理解為是經濟緩慢或零增長與高通脹同時出現。儘管目前情況與70年代初有些相似之處，但全球經濟已截然不同：

- 全球經濟結構：與1970年代相比，新興經濟體崛起對全球經濟活動日益重要，減輕全球依賴能源發展風險，例如能源及勞動力供應分散；
- 全球經濟總量：全球GDP由1974年約5.4萬億升至2020年8.5萬億美元，以中國為首的新興經濟體佔比日漸增長，個別經濟體力比70年代權重下降；
- 全球政策框架：與1970年代相比，中央銀行貨幣政策框架變得更加敏感且穩健，更加關注和理解維持通脹穩定的重要性。

參考上文分析，美國通脹結構性變化降低了商品價格衝擊對經濟活動和工資增長，例如電能車和工業科技化誕生，由此引發供應鏈衝擊所產生的風險亦比70年代較小。因此預期就算最終出現滯脹，對全球經濟衝擊料比70年代低及所須的復甦時間亦較短。

當然最重要是俄烏戰事爆發後打擊全球食品及能源供應，推升全球商品價格後造成惡性通脹。從這點意義上實在與70年代石油危機相似，但兩者有本質上不同。70年代是中東國家禁運而成熟經濟體被動地衰退，但今天反而是歐美國家主動地制裁俄羅斯能源出口後俄羅斯作出反制。撇開地緣政治因素，如能透過外交或民怨沸騰倒逼各方領導人盡快平息戰事，不論商品價格或供應鏈問題產生供應側負面的影響將自然地正本清源。

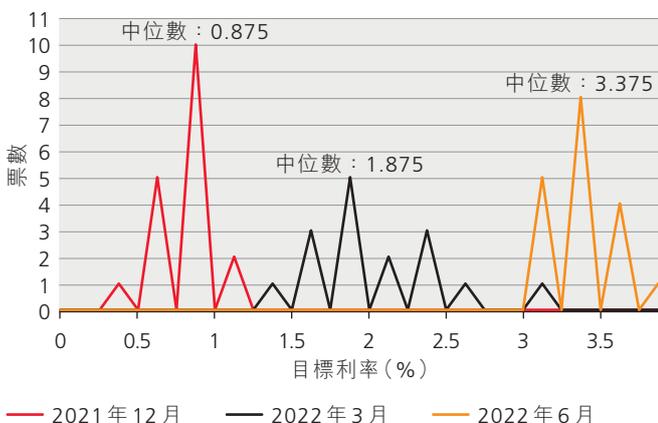
解決方案：以民為本

可行方案中最受市場關注當然是緊縮貨幣政策，例如加息與縮表。上文分析已顯示單憑貨幣政策是不足以逆轉通脹強勢，而且有可能殃及池魚，把疫後萌芽的剛性需求及投資意欲碾壓，未解決高通脹問題前經濟早已步入衰退。

宏觀策略

根據美聯儲過去3次公布的點陣圖顯示，中位數由去年12月0.875%提升1%至今年3月1.875%，再由3月提升1.5%至6月中位數3.375%，約7個月內急升1.5%。除了美國主要財金官員對通脹預測承認錯誤外，美聯儲對打擊通脹決心在美國總統拜登接見主席鮑威爾後變得更加堅定不移（美息分析，詳情可參閱本季《債券》章節）。

美聯儲委員對今年目標利率之投票結果

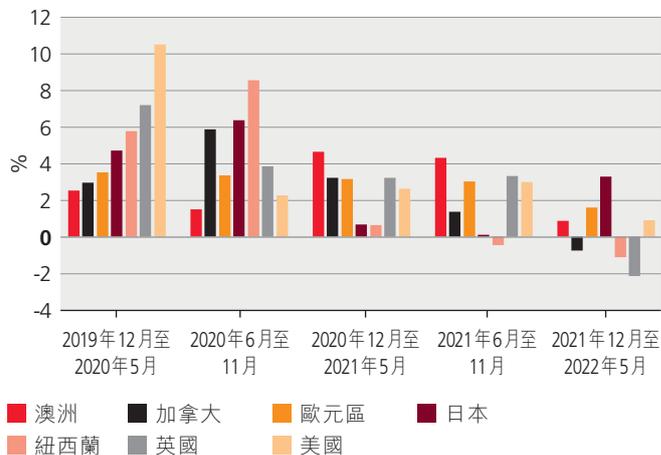


資料來源：彭博，數據截至2022年6月17日

全球主要央行已跟隨美聯儲步伐實行緊縮貨幣政策，加息上亦步亦趨，透過停止購債計劃、到期國債不獲續約、提升短期回購合約利率及額度等，希望盡快收緊市場流動性，壓抑本土通脹。OECD數據顯示，由2019年12月起，歐美等國家淨購債額與GDP比例明顯下降。直到2021年6至11月，紐西蘭首先出現負值（即回收流動性）。及後至2022年5月，加拿大、紐西蘭、英國都錄得淨流出。美聯儲宣布6月起啟動量化緊縮政策（Quantitative tapering），首月縮減475億（美元，下同），分別美債為300億和MBS為175億，並於3個月後（即9月）提升到每月950億（美債為600億、MBS為350億），速度比上一次縮表更快，額度高近1倍（縮表影響分析，詳情可參閱上季及本季《債券》章節）。

今天各資產市場風險並非源於加息，歷史數據反映穩定有序的加息步伐支持各資產市場向好。反而相比歷屆美聯儲，現屆缺乏與市場溝通，而且最近3次加息結果與主席鮑威爾會前言論出現落差，甚至給市場朝令夕改的觀感，間接打擊美聯儲信譽，亦令投資情緒趨向謹慎和保守。

各央行淨購債額與GDP比例之百分比



資料來源：OECD，數據截至2022年6月17日

另一個市場焦點是白宮有意撤銷部份由上任美國總統遺留對中國進口徵稅協議，但內部出現明顯分歧，正反雙方各執一詞。以財政部長耶倫為首的支持者表示關稅直接或間接推高美國通脹（美國全國廣播公司引述穆迪研究報告表示美國進口商承擔超過90%關稅³¹），而且期間中國對美國貿易順差不跌反升，反映貿易戰成效存疑。以貿易談判代表戴琪為首的反對者表示關稅有利保障美國勞動市場，恐怕放寬後再次收緊機會渺茫，而且有利未來與中國談判。畢竟貿易戰開打後不久便爆發全球疫情，而且南亞地區工業配套及勞動技術相比中國仍有距離，未能尋找替代方前美國供應鏈仍依賴中國，更甚是拜登執政後平均順差比上任總統特朗普執政時高出約31%。雖然撤銷部份關稅未能完全解決高通脹問題，但總算聊勝於無。美國總統拜登當然是最終決策者，表示正指示商務部考慮撤銷部份對華關稅細節³²。

中美貿易差額



資料來源：彭博，數據截至2022年6月17日

³¹ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2021/05/18/us-companies-bearing-the-brunt-of-trumps-china-tariffs-says-moodys.html>

³² 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/us/us-mulls-lifting-some-china-tariffs-fight-inflation-commerce-secretary-says-2022-06-05/>

決策者及市場大多關注如何憑貨幣政策解決當前問題，甚至近日多位知名人士提出參考80年代時任美聯儲主席沃爾克推行近乎「自殘」方式，不斷強烈加息及收緊流動性直到把國民消費和投資意欲降至實現經濟衰退，徹底破壞後重新建設。可是，今天CPI內一籃子商品及服務比80年代已大相逕庭。參考上文CPI成份表內最大權重是佔近三分之一的「住房」類別。Case-Shiller美國房價指數顯示自2020年初疫情爆發後，美聯儲大量增加市場流動性，刺激美國房價不論按年或按月皆持續走高，財富效應下間接推升CPI。

Case-Shiller 美國房價指數變化



資料來源：彭博，數據截至2022年6月17日

以此角度預測，雖然今天加息對食品及能源影響輕微，但美聯儲透過收緊流動性冷卻房價及租金，劍指房市而能源類別亦可減輕CPI三分之一壓力，但幅度上見效而不打擊消費意欲才是考驗美聯儲。美國按揭銀行家協會數據顯示，在美聯儲積極加息後，30年期固定抵押貸款的平均利率由5月中約5.33%上升至5.98% (6月17日)，亦是自2008年11月以來最高水平。



其次，有時候從另一角度上財政比貨幣政策更顯成效。疫情期間各地政府迫不得已派發生活補貼或救濟金以保民生和經濟，經濟學上生產力下降但不斷注入流動性，後果便是惡性通脹。經濟週期中理應被淘汰的行業或企業藉此苟且偷生，後果是拖累整體疫後復甦。多年來量化寬鬆埋下伏筆，過剩游資在金融世界中空轉可以透過貨幣政策及逆向財富效應盡量還原，但已流入實體經濟並支持增長的流動性很難歸零，強行抽走或打擊經濟增長。面對今天高通脹和低增長並存，財政政策目標是精準投放而非不公平分配：

- 暫時性稅制改革：減輕低收入人士薪俸稅，鼓勵多勞多得比僱主提升工資更有效處理就業問題，加快供應鏈正常化。少收稅額可由高收入人士或企業抽取(例如受惠俄烏戰事的商品供應商及受高通脹影響較少的高科技企業)，上調稅階及稅率以達到收支平衡，亦減輕對沖貨幣政策效果；
- 去年10月有136個國家同意執行至少15%全球企業稅率和更公平利潤徵稅制度³⁴，當中主要影響科技及海外註冊企業。俄烏戰事爆發後彼此討論有點無疾而終，如能共同啟動和執行，資源由影響較輕轉向較重企業，有利整體經濟增長，擺脫衰退風險；
- 增加政府支出固然可支持GDP增長，但注重長期而非短期支出較有利長線經濟發展及藉此轉型，例如增加環保有關(如新能源及電動車)而非「派錢」(例如民生補貼或失業救濟)，乘數效應下帶給社會更大裨益。

其實高通脹並非經濟末日，歷史上高通脹配合高增長亦非罕見。甚至經濟增長更勝通脹率時，高低與否都只是相對概念。通脹不會頓時消失，刺激經濟可能較易解決當下全球經濟問題。

最後，綜合全文分析，當下經濟問題錯綜複雜，源頭盤根錯亂，但最清晰而直接方案相信是各方盡快平息綁架了全球經濟的俄烏戰事。「房間裡的大象」總有解決之時，掩耳盜鈴亦非良策。因為當民間疾苦達到臨界點時，民怨反撲只會釀成大規模政治震盪，決策者或領導層最終自食其果。

因果循環，萬物有時。

³³ 見美國按揭銀行家協會網站，<https://www.mba.org/news-and-research/newsroom/news/2022/06/16/mortgage-applications-for-new-home-purchases-decreased-5-percent-in-may>

³⁴ 見BBC網站，<https://www.bbc.com/news/business-58847328>

急起直追

東亞銀行經濟研究部



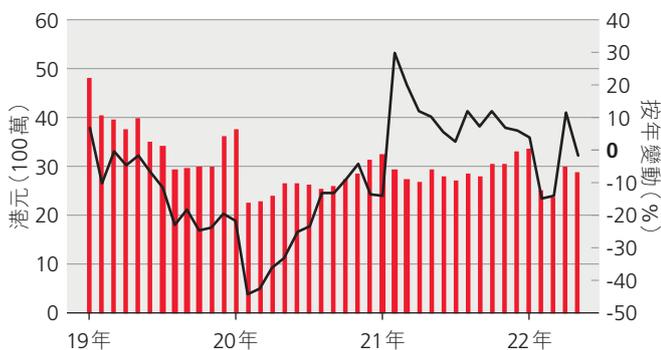
香港經濟展望

下半年料消費可帶動香港經濟

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

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

香港零售額



■ 零售額(左) — 按年變動(右)

資料來源：香港政府統計處，數據截至2022年5月31日

失業率料隨疫情穩定「見頂」，通脹壓力依然溫和

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

香港失業率



資料來源：香港政府統計處，數據截至2022年5月31日

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

內地放寬防控措施有利香港貿易

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

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

宏觀經濟

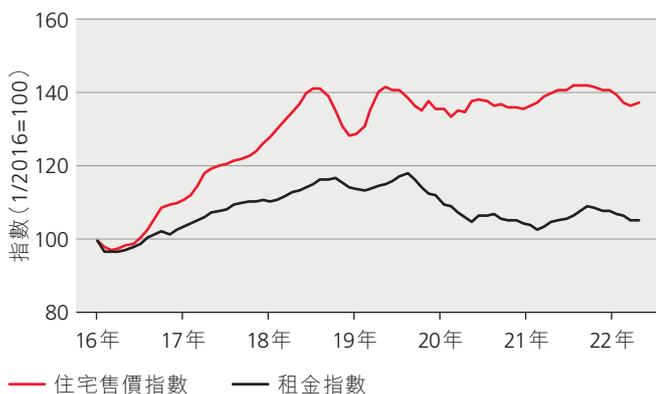
年內住宅樓價料大致平穩

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

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

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

香港住宅售價及租金指數



資料來源：差餉物業估價署，數據截至2022年5月31日



中國內地經濟展望

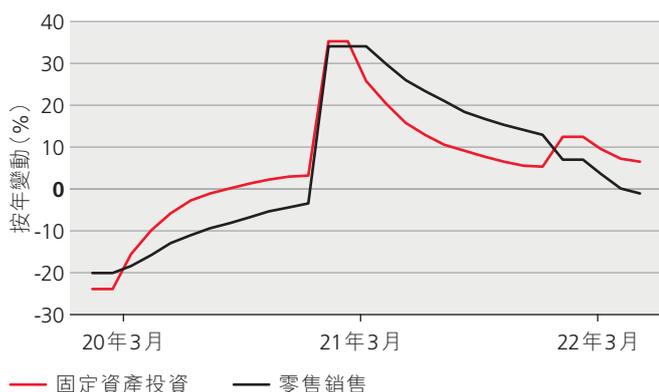
疫情緩和，曙光漸現

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

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

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

中國內地累計固定資產投資及零售銷售

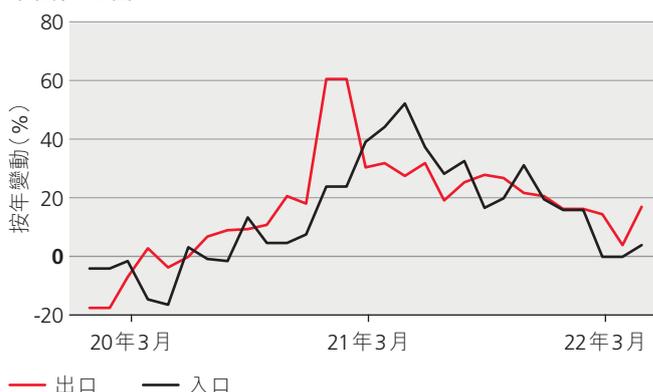


資料來源：國家統計局，數據截至2022年6月15日

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

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

中國內地出入口



資料來源：海關總署，數據截至2022年6月9日

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

宏觀經濟



貨幣及信貸增長雙雙加快

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

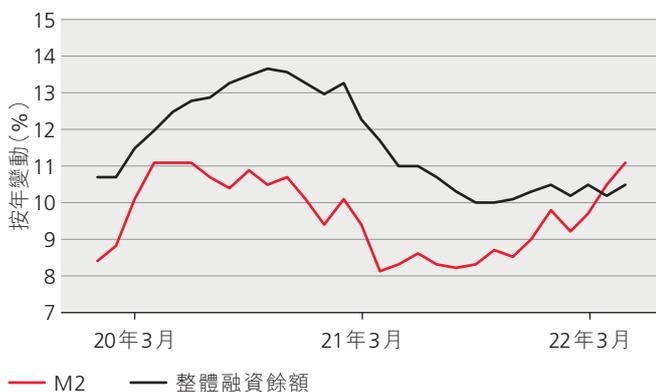
可是，5月貸款結構仍集中於短期貸款及票據融資，反映金融機構態度審慎。與其他主要經濟體相比，內地通脹壓力溫和，料不會對實施寬鬆貨幣政策構成制約，有助於維持合理充裕流動性，並進一步引導借貸成本下降。

樓價持續下行，政策效果有待浮現

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

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

中國內地信貸增長



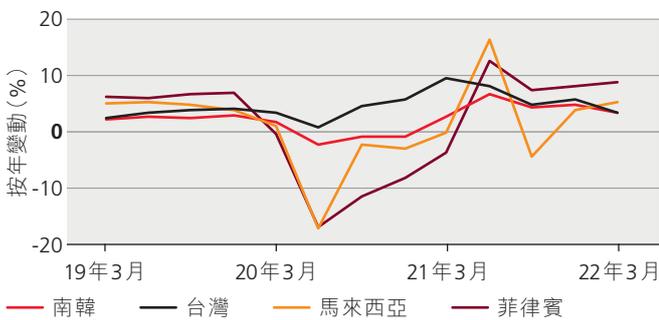
資料來源：中國人民銀行，數據截至2022年6月10日

亞洲經濟展望

國際邊境逐步重開，區內經濟大致穩定

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

亞洲個別經濟體的國內生產總值



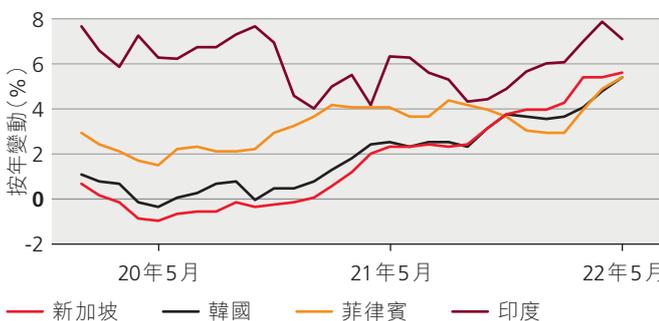
資料來源：彭博，數據截至2022年6月24日

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

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

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

亞洲個別經濟體的通脹



資料來源：彭博，數據截至2022年6月24日

外部挑戰持續，削弱經濟增長

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

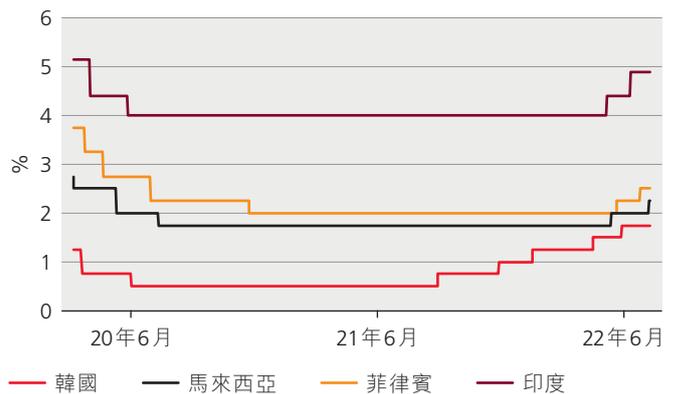
亞洲各央行料將加快貨幣政策正常化

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

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

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

亞洲個別經濟體的政策利率



資料來源：彭博，數據截至2022年7月7日

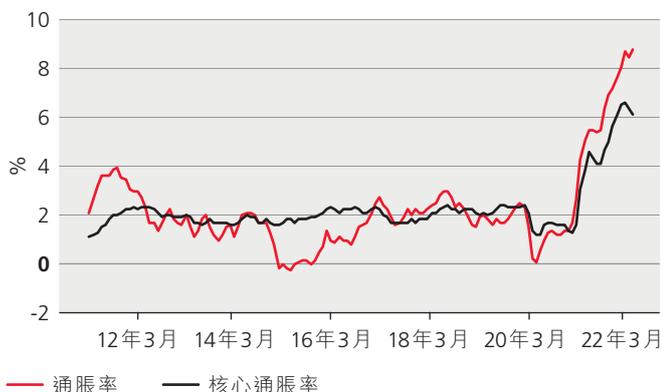
宏觀經濟

美國經濟展望

美國通脹再創40年新高

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

美國通脹率



資料來源：彭博，數據截至2022年6月15日

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

美國非農就業職位



資料來源：彭博，數據截至2022年6月15日

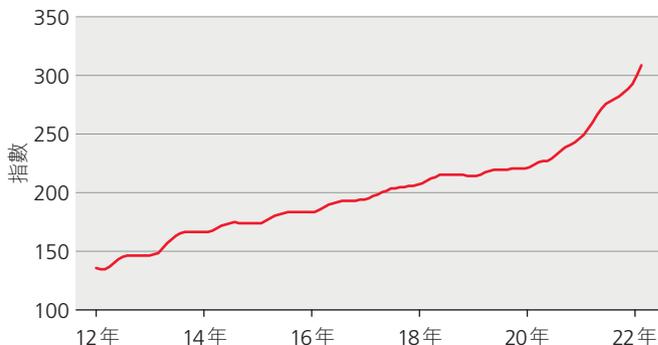
料美聯儲加快貨幣政策正常化進程，加深市場對美國經濟的憂慮

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

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

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

標普 CoreLogic Case-Shiller 20城綜合樓價指數



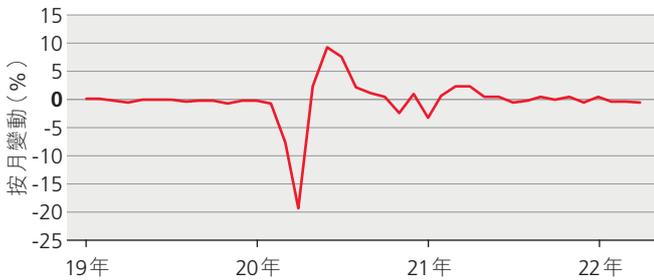
資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

英國經濟展望

4月份英國經濟增長率按月跌幅擴大，勞工市場持續緊張

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

英國 GDP



資料來源：彭博，數據截至2022年6月15日

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

英國通脹率



資料來源：彭博，數據截至2022年6月24日

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

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

脫歐問題增加英國經濟前景不明朗因素

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

全英房屋抵押貸款協會樓價指數



資料來源：全英房屋抵押貸款協會，數據截至2022年6月30日

宏觀經濟

歐元區經濟展望

歐洲央行預示即將開展貨幣政策正常化

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

歐元區通脹率



資料來源：彭博，數據截至2022年7月5日

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

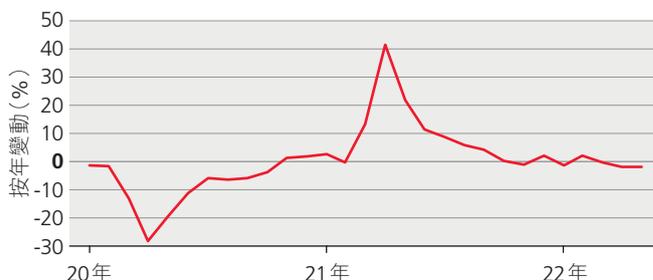
歐洲央行快將開展貨幣政策正常化，將適度降低正受經濟重啟帶動的各種需求，緩和通脹壓力。可是，歐洲央行停止淨資產購買及準備調升政策利率，加上近日環球金融市場波動，或會增加部分高負債成員國借貸成本上升的壓力，惟歐洲央行表明將更有彈性地再投資於緊急疫情資產購買計劃 (PEPP) 下到期的投資組合，以減輕高負債成員國借貸成本急升的壓力，保持貨幣政策傳導機制的功能。

歐元區經濟漸見弱勢

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

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

歐元區工業生產



資料來源：彭博，數據截至2022年6月15日

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

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

歐元區採購經理指數



資料來源：彭博，數據截至2022年7月5日

地緣政治升溫或進一步加劇能源供應緊張

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

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

歌舞昇平

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪
東亞聯豐投資團隊



股票

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

歌舞昇平

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

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

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

中美國內選舉：歌舞昇平

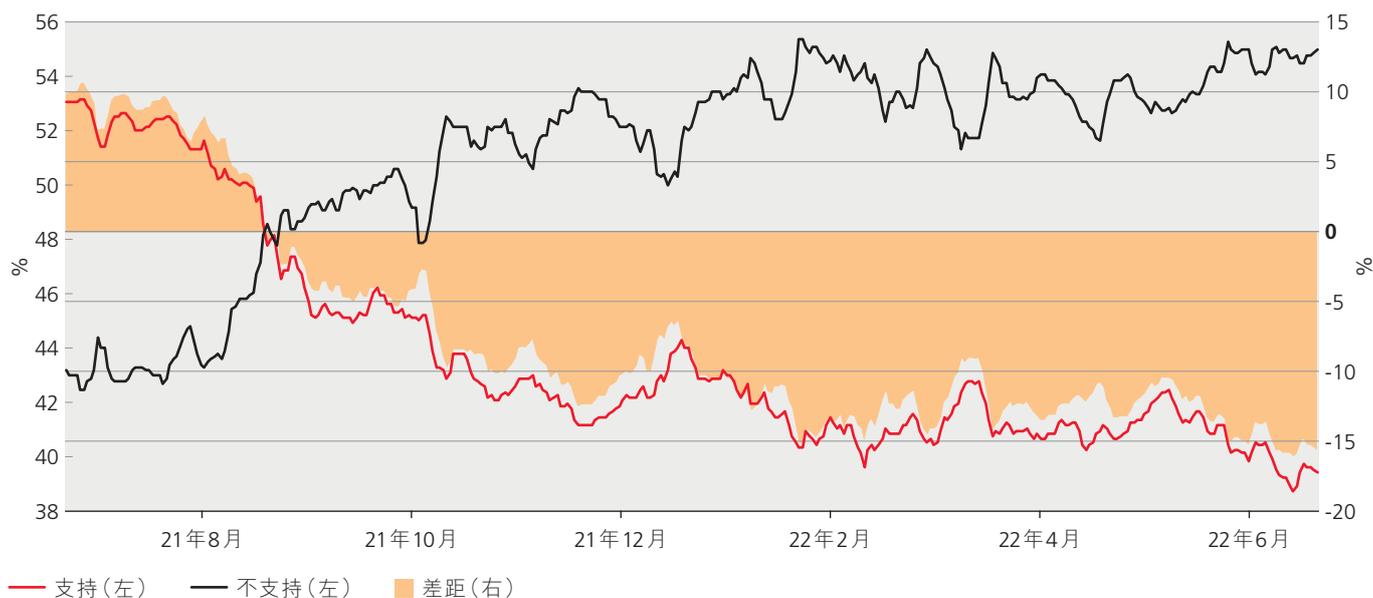
5月舉行的世界經濟論壇中¹，美國前國務卿基辛格分析對當今世界分裂環境時強調，俄烏衝突將重塑世界秩序。烏克蘭曾是歐俄之間的橋樑，重塑後世界將進入重新劃分的空間。俄羅斯被完全孤立並疏遠歐洲後尋求別處建立永久聯盟，這可能導致類似冷戰的外交距離，使我們倒退幾十年。各方應盡快進行和平談判，爭取和平。

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

美國中期大選：回歸內政

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

Real Clear Politics 民調：美國總統拜登支持度及差距



資料來源：彭博，數據截至2022年6月20日

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

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

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

選舉前期重心放在外交操作，後期理當回歸民心所向及本土問題或議題。

美國蒙莫斯大學（Monmouth University）在5月12日公布對美國總統拜登及當前政府表現的民調顯示²，清晰表示支持共和黨（36%）或民主黨（34%）的受訪者數量不相伯仲，沒有政黨偏好或遊離者中，最新民調顯示有12%支持共和黨和10%支持民主黨。兩項數字合共有48%支持共和黨和44%支持民主黨，結果仍然旗鼓相當。約60%受訪者表示讓心儀政黨控制國會是非常重要的，但只有15%認同今天國會表現，低於3月份21%，另有77%不認同表現。

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

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

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

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

總統拜登近期多次在民生議題上發言，「回歸內政」可見一斑：

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

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

² 見美國蒙莫斯大學網站，https://www.monmouth.edu/polling-institute/reports/monmouthpoll_us_051222/

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

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

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

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

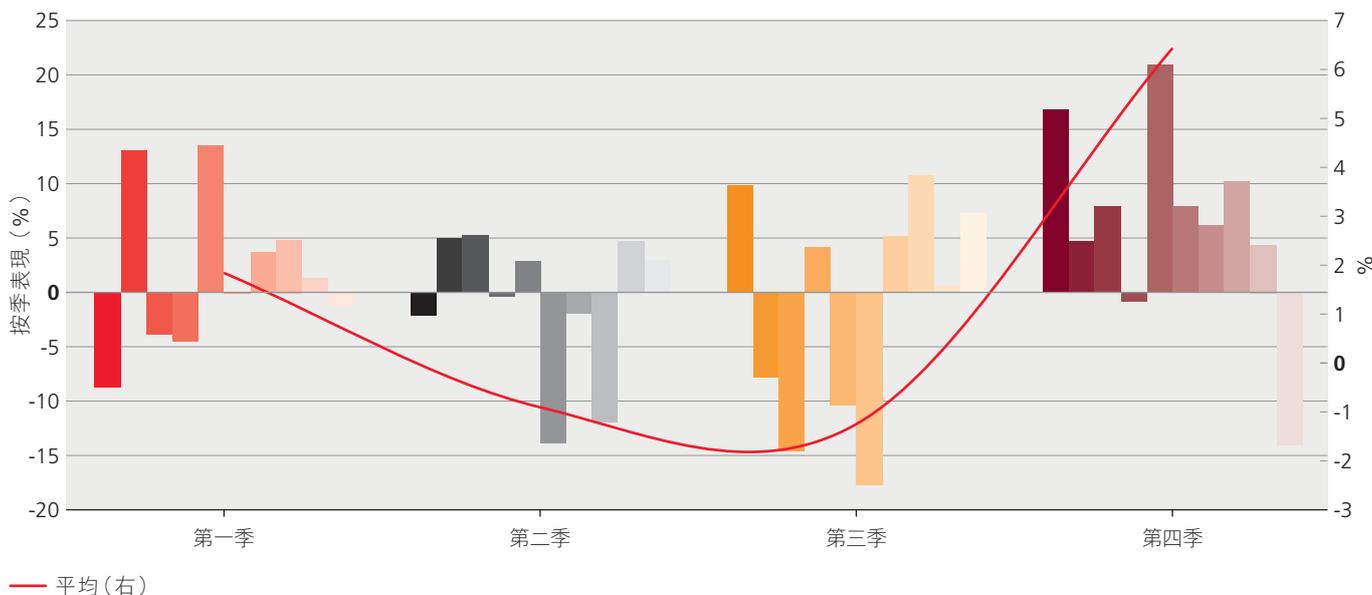
⁷ 見美國白宮網站，<https://www.whitehouse.gov/bipartisan-infrastructure-law/>

股票

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



過去10次中期大選年內標普500指數按季表現

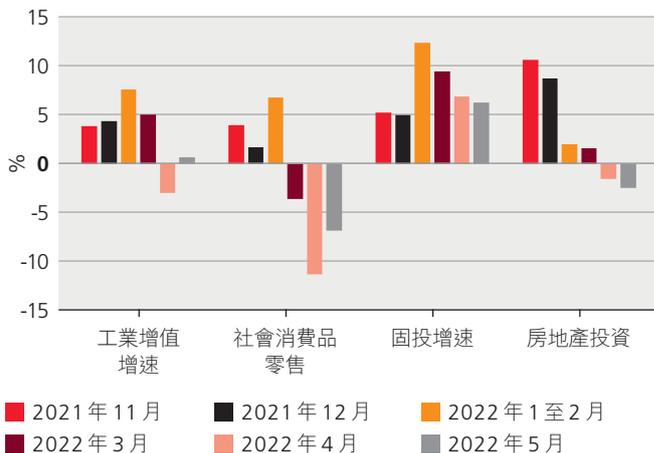


資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

中國「二十大」：穩中求進

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

中國主要經濟指標過去6個月表現



資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

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

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

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

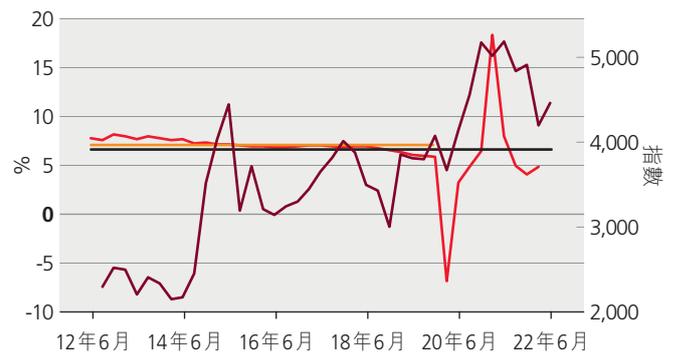
根據國家統計局在6月15日報告中顯示¹⁰，經過各方統籌疫情防控後經濟形勢總體向好，生產需求逐步恢復，就業物價總體穩定，主要指標邊際改善，經濟呈現恢復勢頭。

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

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

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

中國GDP（按年）與滬深300指數



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

資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

亞洲股市：黃金機遇

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

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

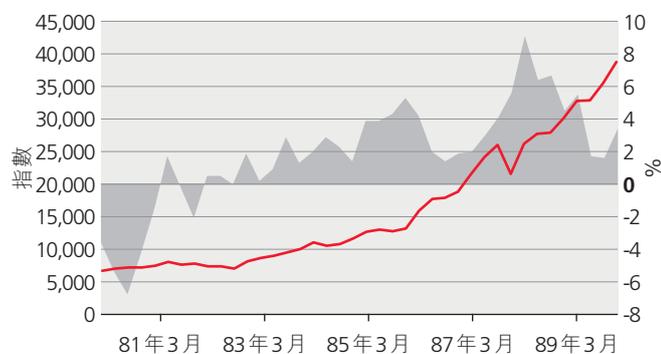
⁸ 見中國政府官方網站，<http://big5.www.gov.cn/gate/big5/www.gov.cn/fuwu/zt/yqfwzq/yqfkbilt.htm>

⁹ 見中國政府官方網站，http://www.gov.cn/zhengce/2022-05/24/content_5692037.htm

¹⁰ 見國家統計局網站，http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/202206/t20220615_1858258.html

股票

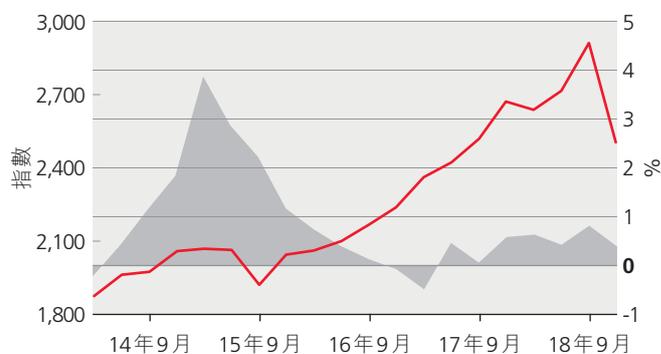
80年代日本 GDP 與 CPI 差距及日經 225 指數



— 日經 225 指數 (左) ■ GDP 與 CPI 差距 (右)

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 6 月 23 日

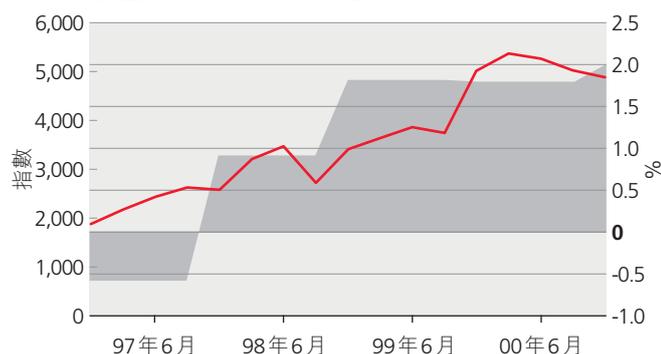
2010年代美國 GDP 與 CPI 差距及標普 500 指數



— 標普 500 指數 (左) ■ GDP 與 CPI 差距 (右)

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 6 月 23 日

90年代歐盟 GDP 與 CPI 差距及歐洲 STOXX50 指數



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

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 6 月 23 日

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

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

亞洲十國及 G7 國家最新按年 GDP 及 CPI 數據

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

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 6 月 23 日

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

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

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



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

亞洲十國及 G7 國家最新按年 PPI、CPI 及其差距數據

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

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 6 月 23 日

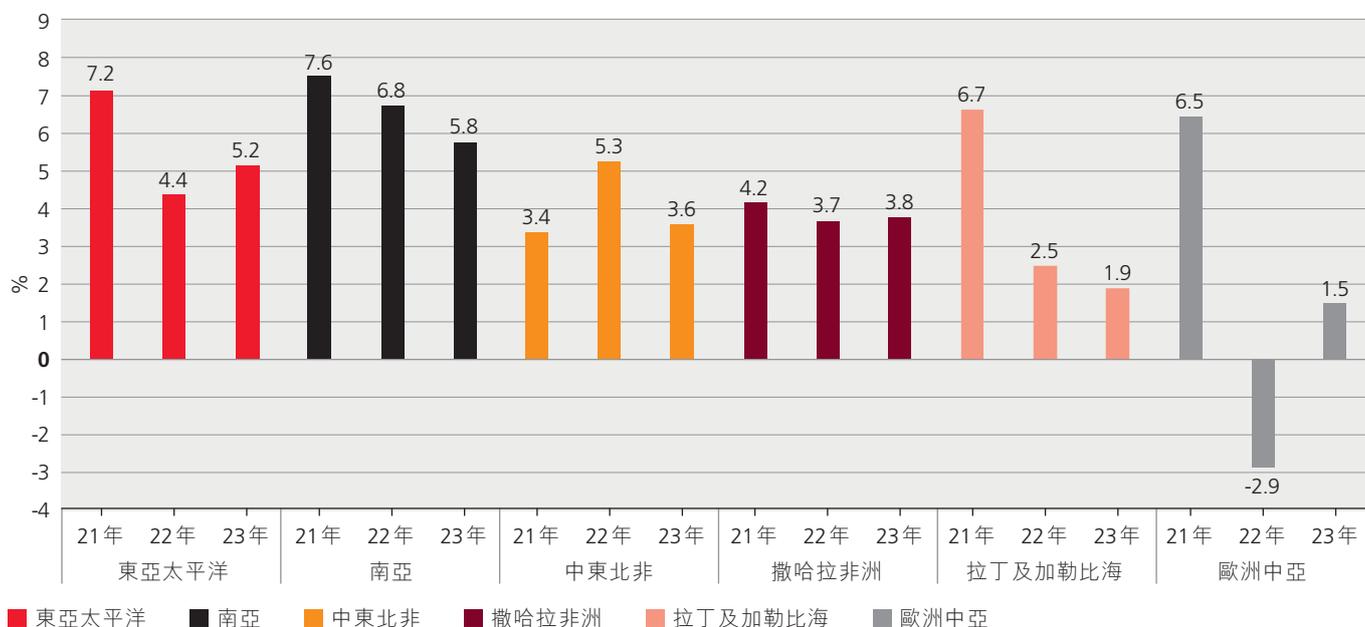
¹¹ 見人民網網站，<http://finance.people.com.cn/BIG5/n1/2021/1104/c1004-32273257.html>

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

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

股票

全球各地區經濟增長及預測



資料來源：世界銀行，數據截至2022年6月23日

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

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

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

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

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

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

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

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

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

資料來源：各官方網站，數據截至2022年6月23日

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

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

資料來源：綜合各方網站，數據截至2022年6月10日

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

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

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

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

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

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

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

²² 見日本外務省網站，https://www.mofa.go.jp/ca/fna/page4e_001053.html

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

股票

成熟股市：自證預言

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

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

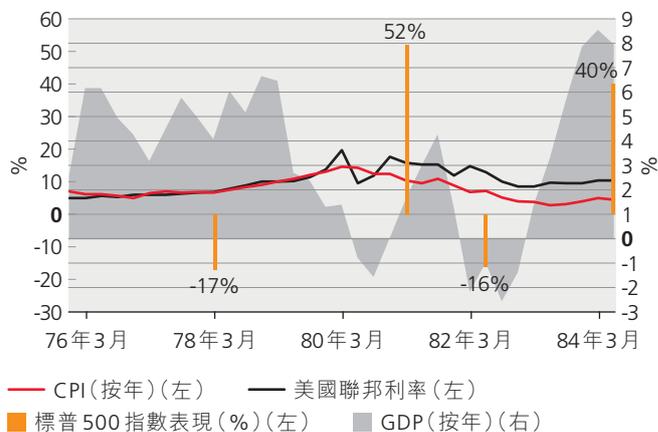
以史為鑑：沃爾克 2.0

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

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

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

70 至 80 年代美國經濟數據及標普 500 指數表現



資料來源：彭博，數據截至 2022 年 6 月 23 日

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

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

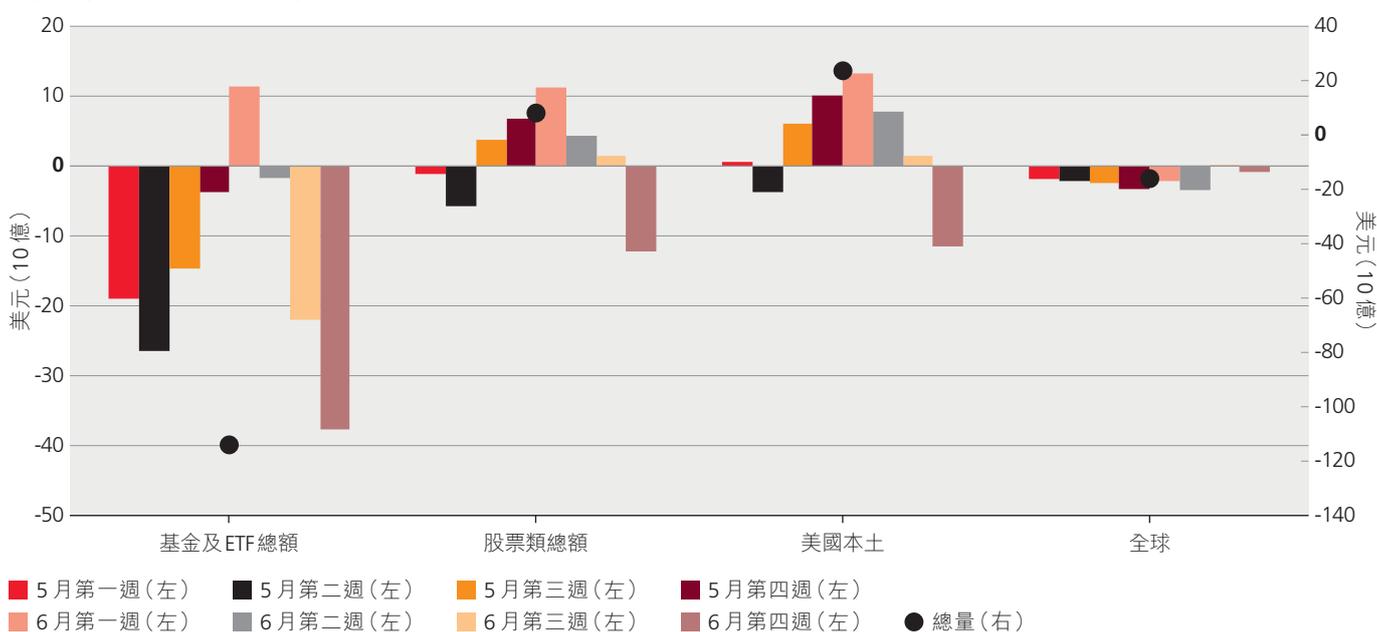
²⁶ 見波士頓大學網站，<https://www.bu.edu/econ/files/2011/01/GKcr2005.pdf>

投資策略：跌幅可控，升勢可期

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



美國註冊基金及ETF資金淨流量



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2022年6月23日

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

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

股票

高盛美國金融狀態指數及標普 500 指數



資料來源：彭博，數據截至 2022 年 6 月 23 日

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

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

巴菲特指標與標普 500 指數按季變化

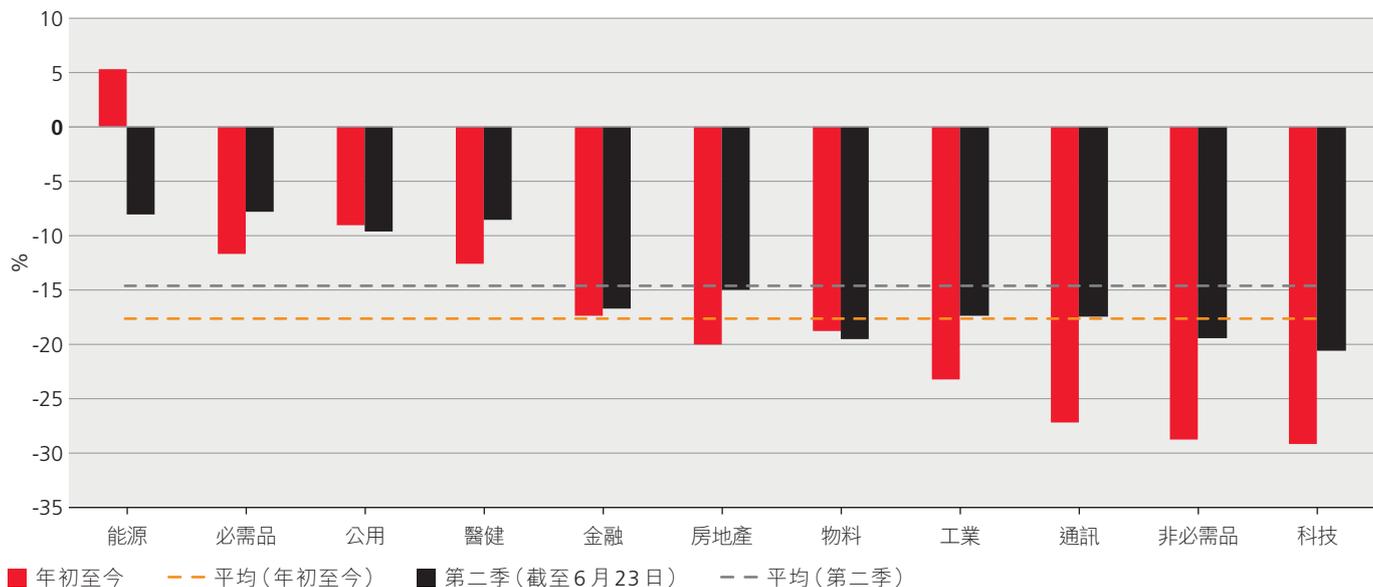


資料來源：彭博，數據截至 2022 年 6 月 23 日

板塊攻略：攻守兼備

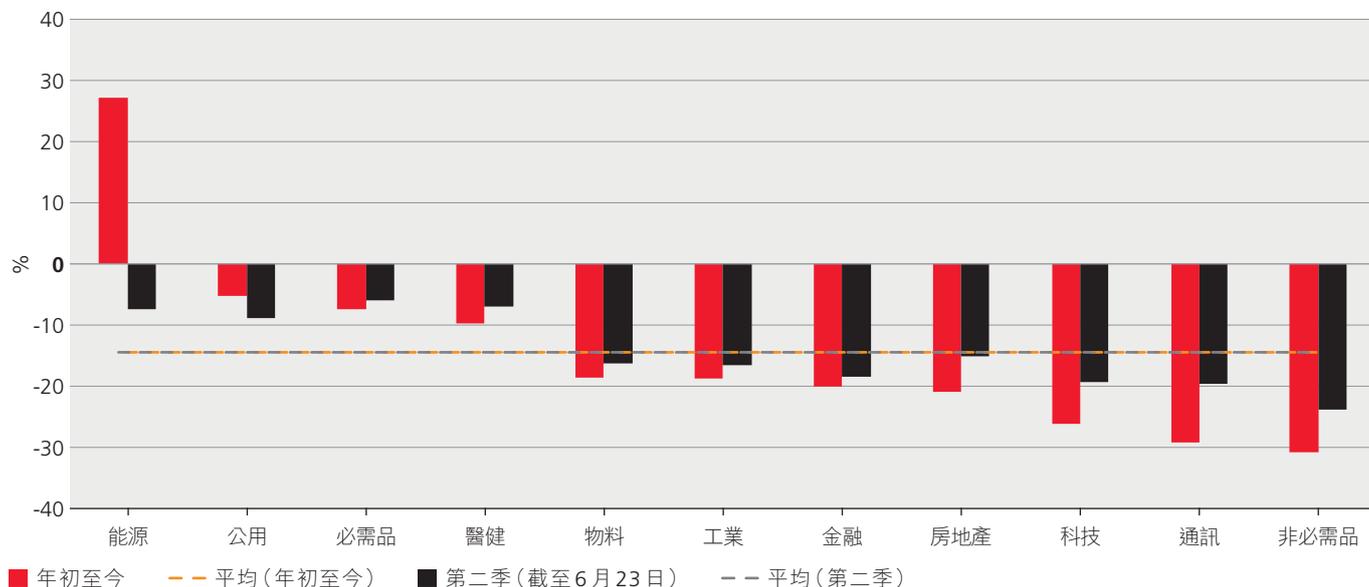
年內歐美股市顯著下跌，截至 6 月 23 日，標普 500 及歐洲 STOXX 50 指數跌幅約為 20%，納指更下跌近 30%，但各板塊表現並非全軍覆沒。參考彭博世界指數及標普 500 指數內 11 項分類指數表現，不論年內或第二季表現皆好過平均值，在兩項分類指數中無獨有偶都是能源、必需品、公用和醫療，其中能源表現傲視同儕，當然 4 大板塊均受惠高商品價格、高通脹及防守性策略。

彭博全球股票分類指數表現



資料來源：彭博，數據截至 2022 年 6 月 23 日

標普 500 分類指數表現

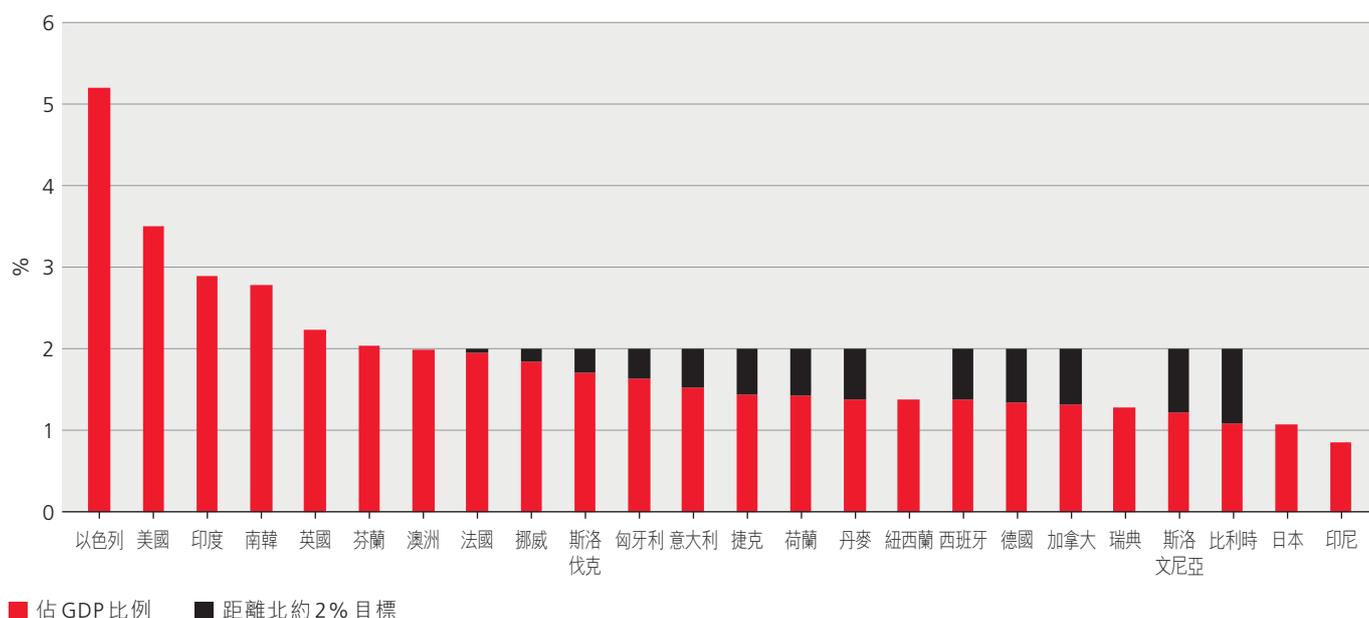


資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

踏入第三季，那些板塊潛力較高？那些板塊應該避而遠之？

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

各國軍費佔GDP比例及與北約目標距離

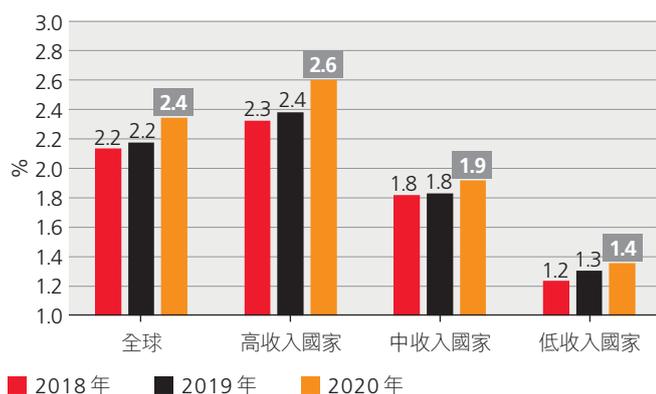


資料來源：OECD，數據截至2022年6月23日

股票

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

全球及不同收入水平國家軍費佔GDP比例



資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

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

中美軍工分類指數及MSCI世界指數表現(2019年6月28日為基點)



資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

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

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

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

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

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

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

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

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

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

除了剛性需求，各地政府支持EV發展並加快淘汰汽油車數量³¹，例如：

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

³⁸ 見世衛網站，https://www.who.int/news-room/questions-and-answers/item/monkeypox?gclid=EAlaQobChMI5621rpvZ-AIViZmAh3XJAdfEAAYASAAEGkD5_D_BwE

股票

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

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

美國股債收益率差距與MSCI美國高息股指數



資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

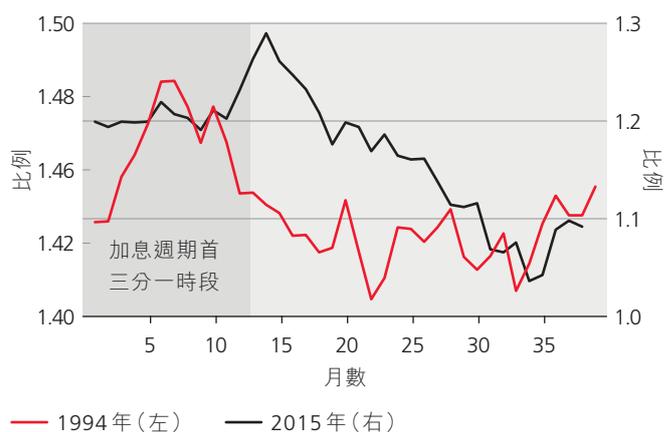
最後，注意價值與增長型股份走勢互換。承接上文，加息初期具防守性的價值型股份偏強及估值偏高的增長型股份偏弱，屬意料之內。但邁向加息中段，價值與增長型股份本質差異跟隨股價走勢背馳而收窄，回報最大化推動下資金再平衡（Rebalancing）便自然出現，令兩者股價走勢互換。

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

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

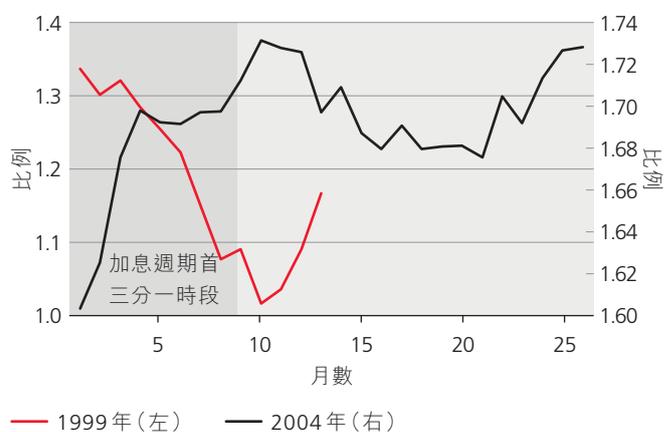
疫情及戰事改變了全球供需環境，例如線上線下互動式消費、視像會議及在家工作比例、資源缺乏衍生共享模式、生活平衡及「躺平」概念加速自動化發展、大規模疫情刺激生命科學投資等，生活已不能逆轉，流動性改變只會窒礙而非扭轉經濟發展巨輪。

MSCI全球價值型除以增長型指數比例：1994及2015年



資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

MSCI全球價值型除以增長型指數比例：1999及2004年



資料來源：彭博，數據截至2022年6月23日

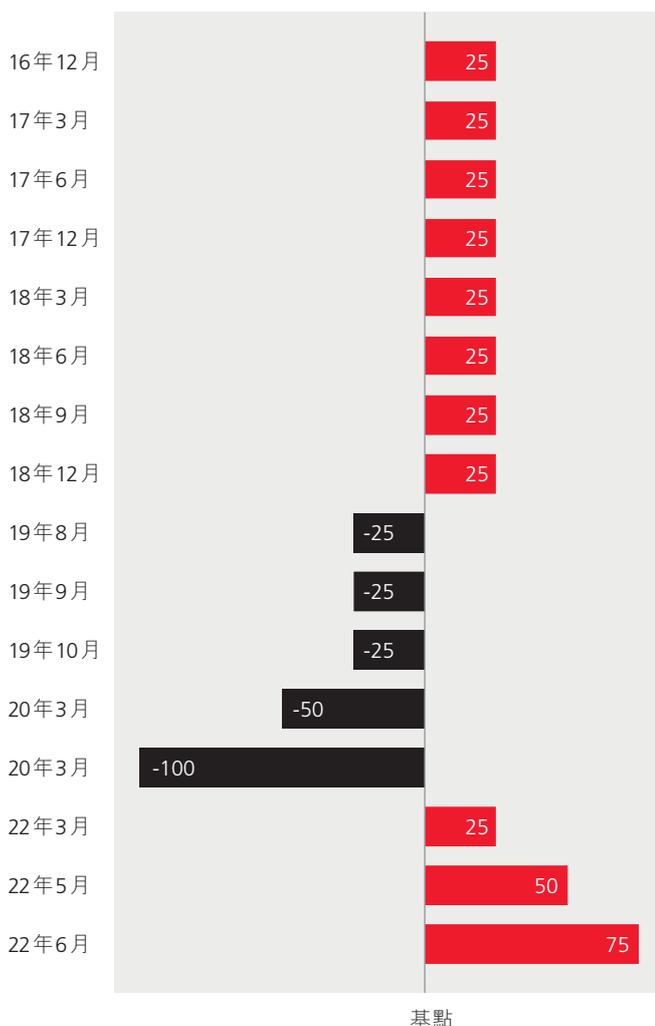
³⁹ 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/publications/files/2022-dfast-results-20220623.pdf>

中國及亞洲股市展望

通脹居高不下，歐美積極抗衡

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

過去5年美聯儲加息圖(以基點為單位)



資料來源：美國聯邦儲備委員會，數據由2016年12月至2022年6月

美國消費者物價指數5年走勢



資料來源：彭博，數據由2017年6月至2022年5月

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

歐洲對俄國燃料依賴，短期未能擺脫

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

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

內地加快落實經濟措施，成市場轉向方針

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

股票

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

內地消費行業及低碳經濟藏機遇

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

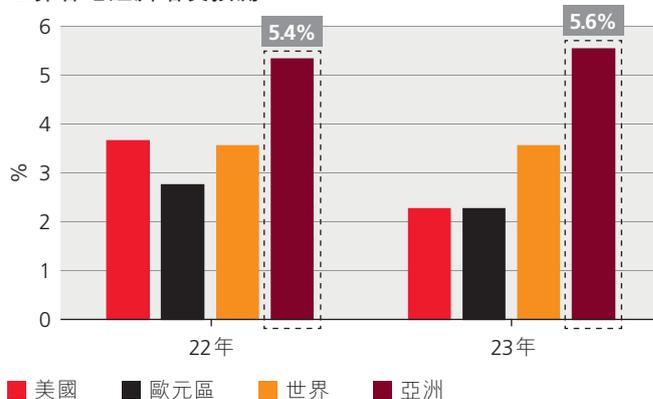
此外，中國致力實現「2030年碳達峰，2060年碳中和」，低碳經濟成戰略目標，市場對太陽能、電動汽車、鋰電池等領域需求殷切，而電氣化對建立低碳運輸的發展更為關鍵。電動車總體發展勢頭良好，但滲透率偏低。根據中國信通院公布今年第一季度新能源車的市場滲透率為19.3%，仍有很大上升空間。另外，在電動車價值鏈下游的鋰電池需求大增，而當中的關鍵材料「隔膜」出產速度亦迅速上升。內地擁有全球最大的隔膜出產商，潛藏巨大機遇。因此，投資團隊看好整個電動車價值鏈，長遠來說，相關企業的增長潛力不容忽視。

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

亞太股票市盈率偏低，具長線投資價值

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

世界各地經濟增長預測



資料來源：國際貨幣基金組織，數據截至2022年4月

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

香港短期市況波動，但中期市況有支持

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

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

本文由東亞聯豐投資管理有限公司（「東亞聯豐投資」）編製，僅供參考之用。東亞聯豐投資並不以此資料邀請作任何行動，或提供任何建議或推介。本文或其內容並不構成任何促使、邀請、廣告、誘因、承諾、保證或作出任何類型或形式的代表及東亞聯豐投資就此表明並不為此負上相關責任。本文所載資料根據東亞聯豐投資認為可靠並以「現況」的基礎上提供。即使竭盡所能力求準確，東亞聯豐投資及其轄下董事/職員並不為其內容的準確性、完整性或時間性負上任何責任。所載資料乃屬東亞聯豐投資擁有。未經東亞聯豐投資事先書面同意，本文或其任何內容均不可予以複印或分發予第三者。本文未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

東亞聯豐投資為東亞銀行有限公司及德國德聯豐投資（Union Asset Management Holding AG）在2007年成立的合營公司。

烽煙四起

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 | 黃燕娥



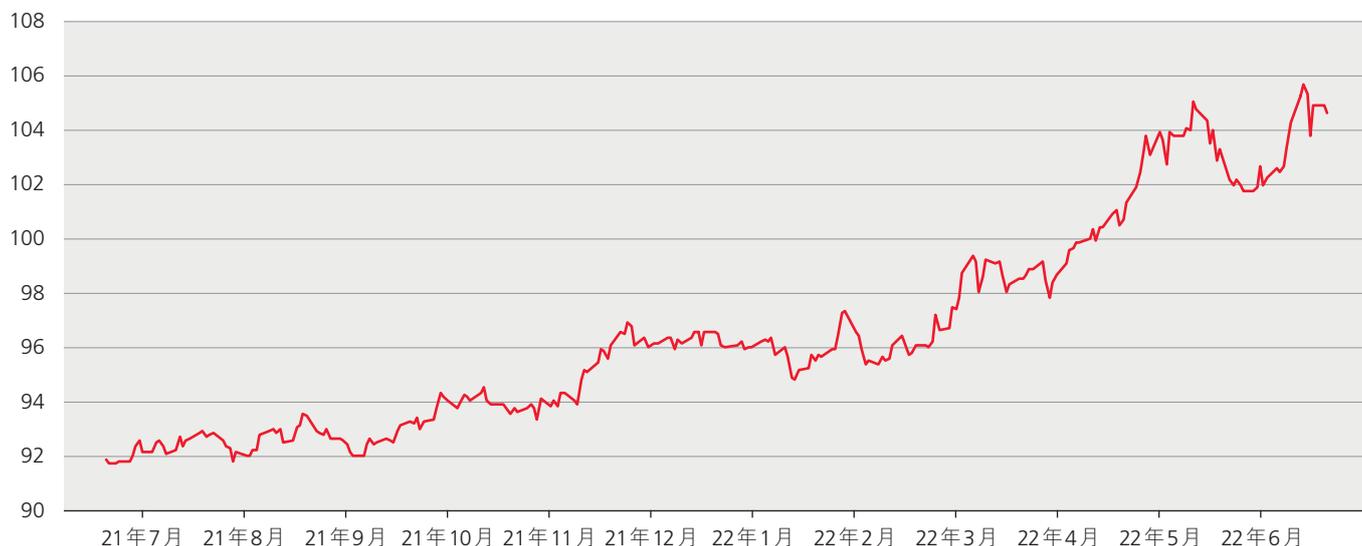
獨自衰退的風險不高，市場追捧美元避險

美匯指數第三季預計波幅範圍

105.00 至 110.00

概述 各大央行紛紛加息，目的是遏抑還在上升的通脹，而美聯儲的貨幣政策立場於眾央行中表現最為鷹派，以進取的加息步伐表示打擊通脹的決心。預期美國通脹短期較難明顯回落，美國國債收益率料持續上升，將支持美元繼續保持主導地位。加息的同時往往會為經濟帶來風險，市場擔心美國或因美聯儲持續加息的決定而陷入衰退。以美國經濟表現來看，有關結論仍待更多的經濟數據證實。同時，由於美元擁有避險地位，因此市場對經濟擔憂而生的避險情緒亦會成為支撐美元的因素。最後，歐洲央行的加息之路十分難行，加上能源價格高企，或進一步打壓目前仍疲弱的經濟，令歐元長線走勢較弱，而美元則因此而走高。

美匯指數一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年6月

美國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第一季	-1.6 (按年)
失業率	6月	3.6
零售銷售	5月	8.1 (按月)
消費物價指數 (CPI)	5月	8.6 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年6月

美聯儲於眾央行中表現最鷹

為了抵抗通脹，美聯儲於6月的議息會議中將利率提高了75個基點，為自1994年以來幅度最大的一次，官員還表示未來的借貸成本將以更快的路徑上升。美聯儲除了承諾將通脹率回復至2%的目標水平外，亦高度關注通脹風險，稱預期持續加息是適當做法。聯邦基金利率掉期價格表明市場預計美聯儲於7月再次加息75個基點的機會仍然很高。該行於會上除了大幅加息外，還調降經濟前景展望，意味已為加息或令經濟帶來的風險作準備，可見其打擊通脹的決心。預期美國通脹短期較難見大幅回落，因此美聯儲很有可能成為各大央行中表現最突出的鷹派代表，支持美元走勢。

美國獨自陷入衰退的風險有限

面對疫情反覆、供應鏈斷裂及俄烏戰事的衝擊，各國通脹上升，一眾央行紛紛以加息作為解決方案。但是加息或為經濟帶來沉重壓力，導致衰退或滯脹的風險。經濟合作暨發展組織(OECD)下調環球經濟增長預測，將今年全球經濟增長由之前預估的4.5%下調至3%，並同時上調通脹預估。而美聯儲於6月的議息會議中也同樣將美國今年的經濟增長從之前預計的2.8%下調至1.7%。因此，市場對環球經濟陷入衰退的擔憂與日俱增，也同時擔心美國經濟或受美聯儲持續加息拖累。考慮到美國最近的經濟表現，有關風險仍待觀察。整體來說，美國目前的經濟狀況比很多國家相對還好，因此美國獨自陷入衰退的機率很低。

美國 GDP



資料來源：路透社，數據截至2022年6月



持續加息未必能令通脹短期見頂回落

環球通脹高企，遏抑通脹成為各大央行的首要任務。美國財長耶倫多次提到美國正面臨不可接受的通脹水平，須盡快緩解情況。另一方面，美聯儲主席鮑威爾也多次重申在稍為損害經濟的情況下，幫助抑制通脹壓力也是合適的，可見美聯儲以貨幣政策打擊通脹的決心堅定。其實通脹不斷上升的成因主要是疫情期間供應鏈嚴重受擾，而俄烏戰事亦造成能源和食品價格進一步上升，最終推高通脹。因此，預期央行持續加息也未必能令通脹短期見頂回落。

美元走勢料將遠勝歐元

美元與歐元匯價的關係密切，因此要知道美元的走勢亦要先了解歐元表現。歐洲央行雖然決定於7月作首次加息，但加息前須解決區內碎片化問題，而有關問題目前仍未見相應的方案。另外，歐盟決定對俄羅斯展開制裁，將影響能源供應，令能源價格大升而推高區內生產成本及衝擊經濟。預期歐元匯價短期走勢較美元弱，這動力料將提振美元進一步向上。

美元與歐元走勢關係



資料來源：路透社，數據截至2022年6月

若要持續加息，必先解決區內碎片化問題

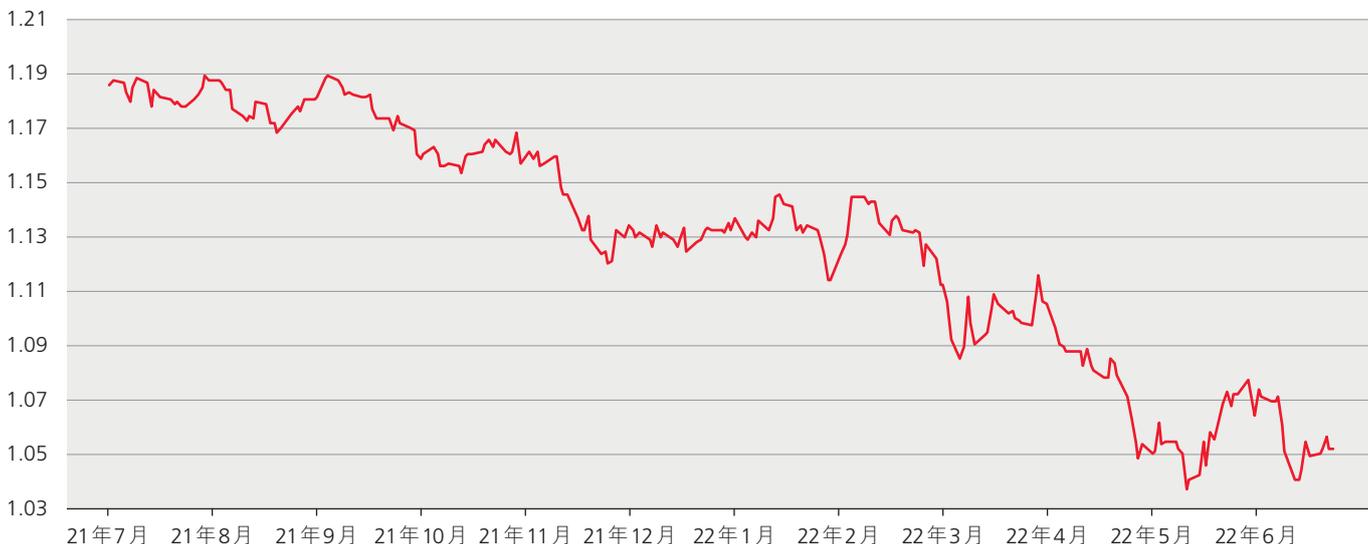
歐元兌美元第三季預計波幅範圍

1.0300 至 1.0800

概述

環球通脹持續升溫，加上俄烏戰事令能源及食品價格上漲，歐元區內承受高通脹壓力，令歐洲央行計劃啟動加息。央行計劃於7月份結束購債，並於同月及9月加息，以抵抗仍在升溫的通脹。央行加息決心雖然堅定，但加息前必先解決區內碎片化的問題，因此加息之路仍是困難重重。另一方面，歐盟決定對俄羅斯展開制裁，逐步對俄羅斯海運石油實施禁運，這或令歐洲各國承受供應量不足而價格大漲的風險。如果俄羅斯決定停止對歐洲提供天然氣，亦會令該區生產成本上升，衝擊歐元區經濟。總括來說，歐元區的整體經濟表現仍然相對疲弱，央行加息步伐較難與其他央行同步，令歐元受壓。

歐元兌美元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年6月

歐元區主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第一季	5.4 (按年)
失業率	4月	6.8
零售銷售	4月	3.9 (按年)
調和消費者物價指數 (HICP)	4月	8.1 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年6月

市場關注歐央行能否落實持續加息計劃

歐洲央行多次表示將於7月1日結束購債，並於同月加息25個基點，除非通脹前景改善，9月時則會再次加息，且幅度將更大。歐央行對收緊貨幣政策的決心堅定，亦表示擔心物價持續上漲的情況。但是，歐元區的整體經濟表現相對疲弱，區內國家的經濟目前亦未能同步，加上通脹高企，料歐洲央行短期較難以進取的步伐加息，收緊政策將落後於其他央行。

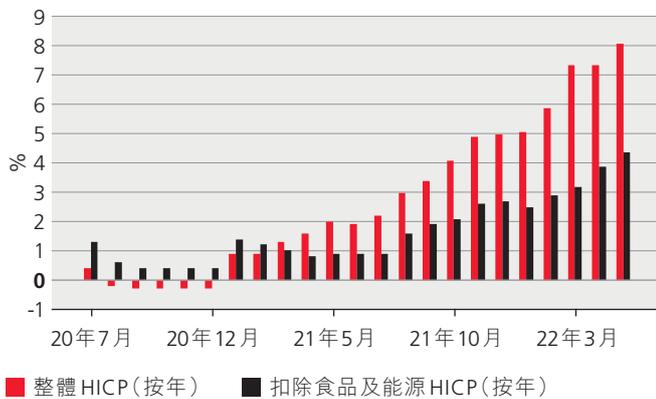
區內碎片化問題令央行加息之路困難重重

央行宣布有關加息計劃後，歐元不升反跌，因市場認為加息步伐仍較其他央行落後，而且對歐央行能否順利加息表示懷疑。歐元區內的貨幣政策統一，但各國財政政策自主且財政狀況參差，所以歐洲央行的貨幣政策行動會以不同的方式影響區內各國。一些國家的債券收益率或會大幅上升，並與經濟基本面脫節，最終形成碎片化的問題。因此，歐洲央行在實行較進取的加息部署前，必須先解決碎片化問題，而方案內容目前仍未有太多細節。

通脹創新高迫使央行採取加息行動

在全球通脹高企的環境下，歐元區的狀況也不例外，通脹創下紀錄新高。該區5月份的消費者物價調和指數(HICP)初值按年上升8.1%，而不包括食品和能源價格的通脹率也加速升至4.4%。在通脹攀升之際，央行總裁拉加德在議息會議中提出計劃於7和9月加息，把目前為負0.5%的存款利率提升至正數以抑制通脹。因此，預期歐元區年底前將脫離負利率，但因受制於較弱的經濟狀況，料有關收緊政策將較其他央行落後。

歐元區通脹情況



對俄制裁衝擊疲弱經濟

歐盟領袖在峰會上通過對俄羅斯第六輪制裁計劃，逐步對俄羅斯海運石油實施禁運，於年底時將減少俄羅斯92%的原油進口。海運石油佔俄羅斯對歐洲石油出口總量的三分之二，因此在未找到足夠的替代進口石油前，歐洲各國可能要承受供應量不足或石油價格大升的風險。而天然氣的情況也一樣，歐元區內所用的天然氣有半數來自俄羅斯，因此，若俄羅斯停止向歐盟供應天然氣，將令生產成本大大提升，衝擊歐元區經濟。

歐元區 GDP (按季)



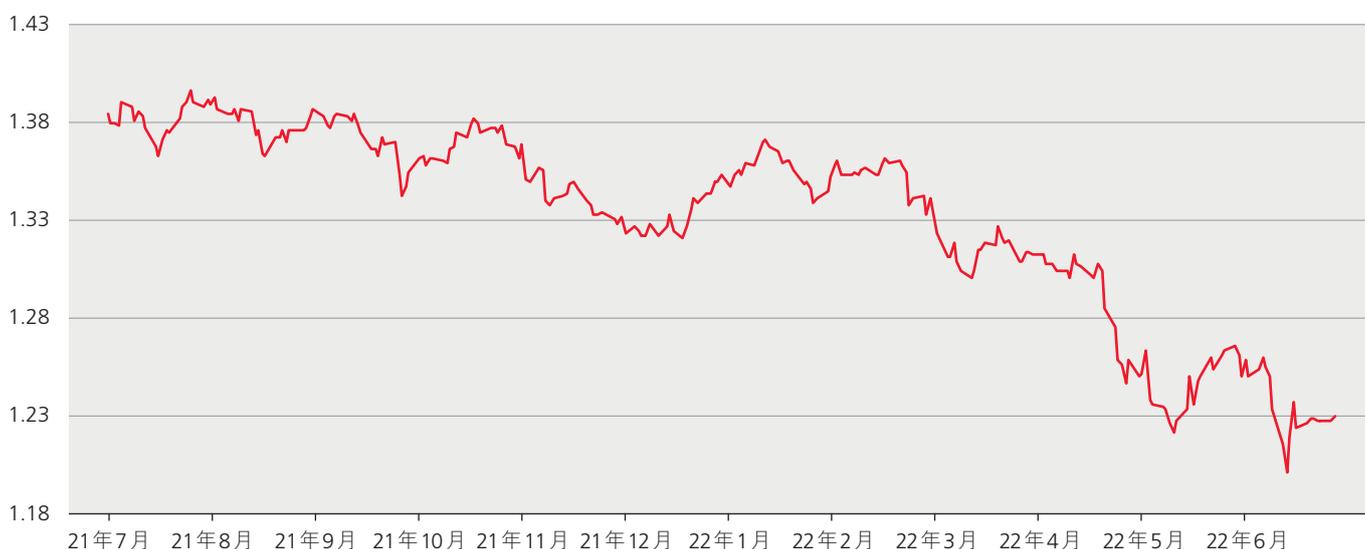
通脹料再上升，經濟負增長令加息之路更難行

英鎊兌美元第三季預計波幅範圍

1.1900 至 1.2400

概述 英倫銀行持續加息令英國經濟受拖累，英鎊兌美元於上季一度跌至2020年3月以來的最低水平。英國5月份通脹率高達9.1%，預期當地物價短期難見回落，令英倫銀行須採取加息措施壓低通脹。但是，經濟於加息之際出現萎縮現象，市場擔心太快的加息步伐或對經濟造成打擊。因此，未來英倫銀行的加息之路可說是寸步難行，而加息步伐可能會受較弱的經濟條件限制。英國現正面臨高通脹和零增長或衰退的雙重壓力，加上可能與歐盟發生貿易衝突，均增加經濟放緩的危機，並對英鎊匯價構成相當壓力。而英國與美國兩大經濟體於經濟條件及貨幣政策的差距越來越大，因此英鎊兌美元的表現將較弱。

英鎊兌美元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年6月

英國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第一季	8.7 (按年)
失業率	4月	3.8
零售銷售	5月	-4.7 (按年)
消費物價指數 (CPI)	5月	9.1 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年6月

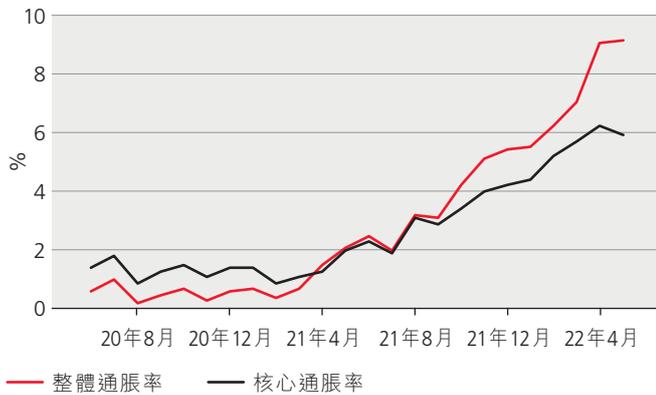
央行貨幣政策趨謹慎以減低對經濟打擊

英國央行為新冠疫情之後第一個收緊貨幣政策的主要央行，該行已連續五次加息，並於6月份的議息會議中將銀行利率再次提高25個基點，同時表示準備在必要時採取更有力的行動，以消除該行預計將高達11%的通脹對經濟帶來的危險。央行的目標是致力控制物價上漲之餘，不希望因加息太快而陷入經濟困境。英國經濟按月出現萎縮，令市場擔心英倫銀行加息將增加經濟放緩的風險，因此預期短期的加息步伐將慢於各大央行。總括來說，英倫銀行加息之路寸步難行，加息步伐變得謹慎。

英國通脹暫未見頂，年底或見雙位數

英國4月份的通脹率高達9%，5月份更進一步上升至9.1%，創下40年新高。食品和非酒精飲料價格上漲，是推升通脹最主要因素。同時，英國央行預期第四季將出現高達11%的通脹，再創新高。但因俄烏局勢及中國疫情困擾令供應鏈問題持續，料通脹短期難見回落，整體物價亦因此難見明顯回落。加上英國政府計劃於今年十月再次增加煤氣費及電費，料進一步推升當地物價水平。通脹高企的環境下央行不得不持續加息，但亦須注意加息速度會否為經濟帶來太大負擔。

英國通脹率

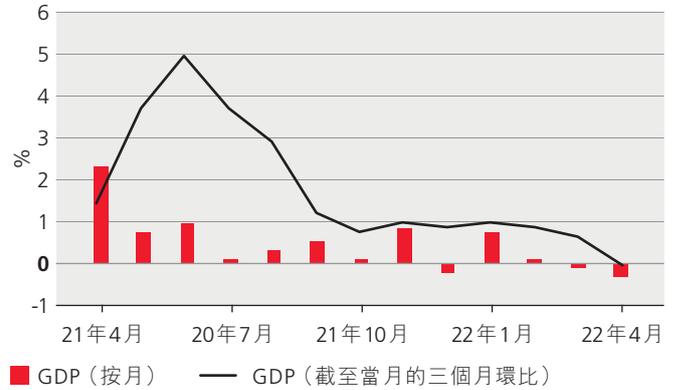


資料來源：路透社，數據截至2022年6月

市場對英國經濟放緩的疑慮漸增

通脹高企促使英倫銀行持續加息應對，但方案引起經濟衰退的壓力。國際貨幣基金組織和經濟合作與發展組織早前預測，英國經濟已見放緩跡象，明年更將成為全球發達國家中經濟表現最差的國家。數據上看，英國4月GDP已出現連續兩個月下滑，因此預期經濟短期仍面臨零增長和衰退的雙重風險。

英國GDP表現



資料來源：路透社，數據截至2022年6月



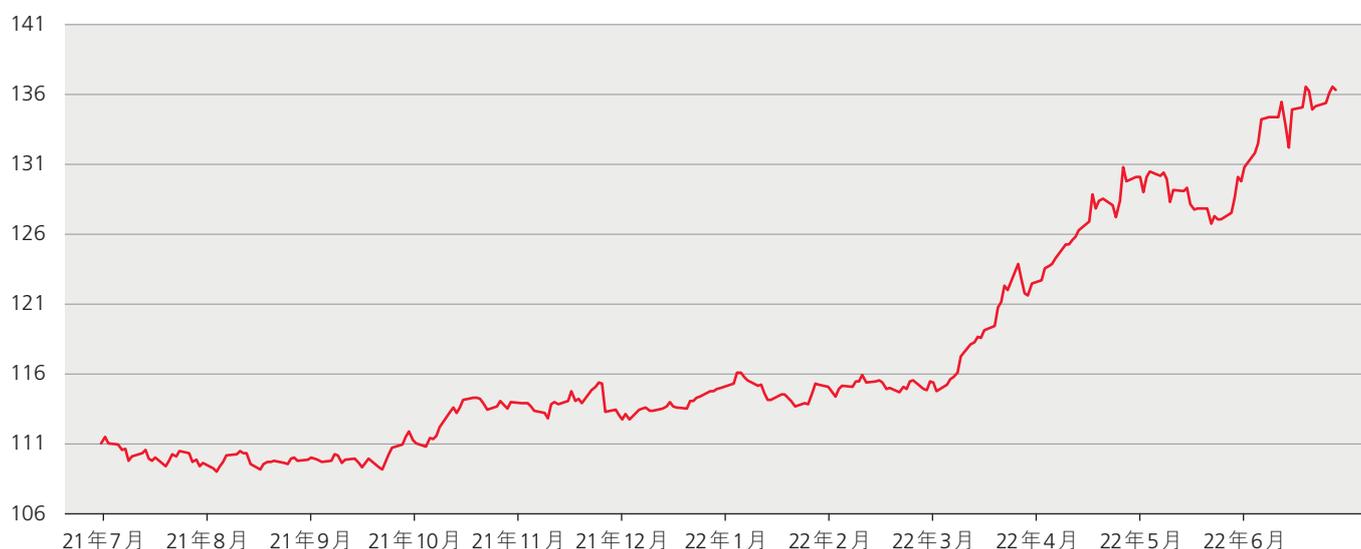
美日息差料繼續擴闊，央行干預匯價門檻高

美元兌日圓第三季預計波幅範圍

133.00 至 139.00

概述 全球央行紛紛加息以壓制高企的通脹，但日本央行卻堅持維持超寬鬆貨幣政策，行長更表示弱日圓有利經濟發展，這令日圓近期不斷創下新低。另外，日本央行多次重申目標是穩定通脹率，而不是匯率，所以預期央行不會輕易出手干預日圓匯價。至於通脹方面，日本通脹率為7年來首次超過央行2%的目標水平，但有關通脹為入口性通脹，而並非由需求帶動，所以央行也認為目前的通脹率並不會長期持續，預期短期的貨幣政策將與其他央行出現背馳。當中，美聯儲的加息步伐與日本央行的寬鬆政策形成強烈對比，息差料進一步擴大，成為日圓匯價繼續走弱的重要原因。

美元兌日圓一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年6月

日本主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第一季	-0.5 (按季年率)
失業率	4月	2.5
零售銷售	5月	3.5 (按年)
消費物價指數 (CPI)	5月	2.5 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年6月

日本央行短期未有干預匯價的意向

由日本央行4月的議息會議紀錄可見，貨幣政策目標是實現物價穩定，而不是控制匯率走勢。亦重申將繼續保持超低利率，及加大購債力度來捍衛10年期公債收益率目標於0.25%隱性上限之下。行長黑田東彥多次提到，只要日圓波動性不太劇烈，日圓弱勢有利日本經濟發展。由此可見，日本央行的貨幣政策目標是傾向捍衛收益率曲線的控制，而不是應對日圓匯價的貶值，所以央行出手干預匯價的門檻將不會太低，而央行上一次直接干預日圓匯價為1997年亞洲金融危機。

央行樂見日圓弱勢有利經濟復甦

日本央行於最新的議息會議中，維持利率目標在負0.1%不變，並承諾致力將10年期公債的收益率保持在0%左右，並以0.25%收益率的價格無限量購買10年期日本公債。央行重申將維持大規模刺激措施以及將借貸成本維持在目前或更低水平，可見央行利用日圓匯價弱勢以支持經濟從疫情中復甦的決心。全球各地加息之際，日本央行仍堅決維持高度寬鬆的貨幣政策，預期差異將令日圓持續受壓。

美日央行貨幣政策分歧大，息差料持續擴大

日圓最近的貶值除了反映基本面較弱，亦反映目前及對未來美國和日本之間不同貨幣政策的路徑。美聯儲已展開加息周期，相反日本央行堅持短期內維持超寬鬆的貨幣政策。由於日本央行的鴿派政策立場與美聯儲的鷹派加息立場背馳，預期美日息差將進一步擴大，日圓匯價亦因此進一步走弱。

美元兌日圓與美國債息走勢



資料來源：路透社，數據截至2022年6月

通脹重上央行2%目標但並非常態

能源價格於俄烏緊張局勢後大升，令嚴重依賴燃料和原材料進口的日本忍受通脹。4月日本全國核心消費通脹率為7年來首次超過央行2%的目標水平，主要是由燃料和食品進口成本上升推動。日本央行多次重申其貨幣政策的目標是實現物價穩定，而當地的消費需求仍然相對疲軟，所以央行認為目前的通脹水平不大可能變成常態。預期日本央行短期不須像其他央行一樣，為了要打擊通脹而推行緊縮貨幣政策。

日本CPI (按年)



資料來源：路透社，數據截至2022年6月



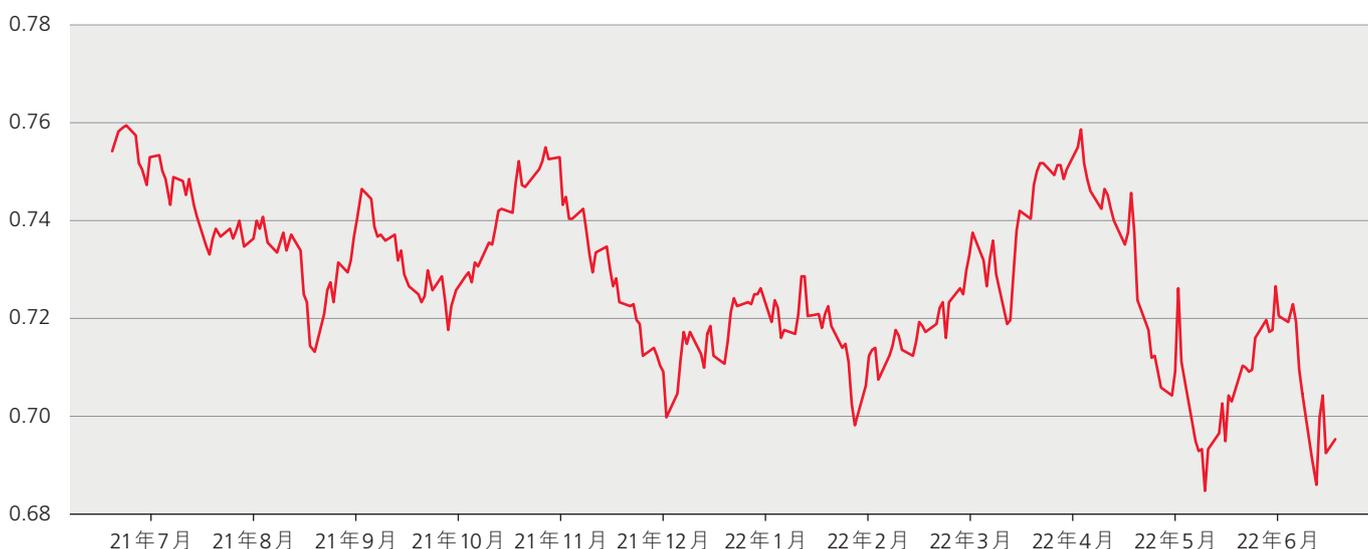
國內經濟穩健將為央行提供充裕加息環境

澳元兌美元第三季預計波幅範圍

0.6700 至 0.7200

概述 隨著美聯儲及各大央行已開始加息，澳洲央行於今年5月跟隨，並於6月加快加息步伐，並預期當地通脹短期上升，因此會進一步推行緊縮政策，以防通脹高企為經濟帶來風險。市場期貨價格反映澳洲央行將於短期內多次加息50個基點，並於年底將利率提高至3.75%水平。澳洲經濟表現理想，尤其當地就業情況穩定，料為澳洲央行提供充裕的加息環境。除此之外，俄烏局勢緊張，加上中國疫情反覆，高企的商品價格將有利澳洲的出口及經濟，為澳元帶來持續的上升動力。

澳元兌美元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年6月

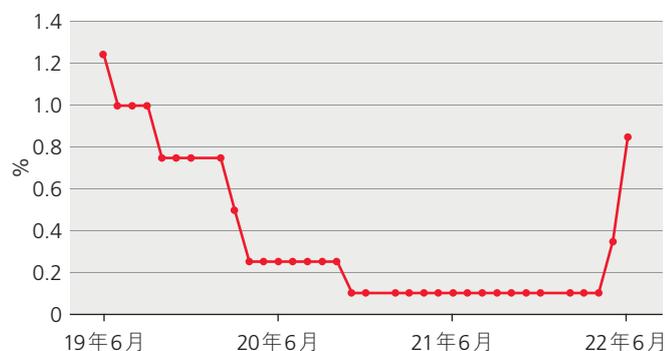
澳洲主要經濟數據表現	時段	數值(%)
國內生產總值(GDP)	第一季	3.3(按季年率)
失業率	5月	3.9
零售銷售	4月	0.9(按月)
消費物價指數(CPI)	第一季	3.5(按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年6月

料澳洲央行將加快加息步伐

澳洲央行於5月初首度加息0.25厘，為10年來的首次加息，之後於6月的議息會議中進一步以22年來最大的幅度加息，將利率調高50個基點至0.85%。央行總裁洛威在聲明中表示，預計未來幾個月內將進一步推行緊縮政策，以抑制急劇上升的通脹。由此可見，澳洲央行對打擊通脹的決心非常堅定，加上在澳洲本身經濟較穩健的條件下，央行有能力追隨美聯儲短期採取較進取的加息步伐。

澳洲現金利率



資料來源：路透社，數據截至2022年6月

就業情況及整體經濟基礎佳

澳洲的整體經濟基礎強健，尤其是就業的情況表現理想。當地的失業率目前維持在50年最低的3.9%，早已重回疫情爆發前的水平。而當地薪金亦穩定增長，對澳洲經濟構成強大支撐，並對澳洲央行提供理想的環境以作加快加息的準備。

澳洲薪資價格指數



資料來源：路透社，數據截至2022年6月

大宗商品價格料持續上升

俄烏衝突現在仍無緩和迹象，令大宗商品價格持續上升。澳洲作為能源，尤其是液化天然氣及煤炭淨出口國，當地經濟絕對受惠。而食品價格方面，地緣局勢亦加劇市場對全球糧食危機的憂慮，加上一些國家推出禁止出口的措施，令情況變得更差，所以預期短期農產品的價格仍會在高位徘徊。澳洲除了是全球最大的鐵礦石出口國外，同時亦出口小麥、玉米等農產品，所以澳洲豐富資源的出口價格短期將繼續獲提振，帶動經濟。

澳洲出口物價



資料來源：路透社，數據截至2022年6月

中國疫情進展將影響澳洲經濟表現

澳洲經濟與中國經濟的關係性頗大，若中國疫情持續反覆，將影響澳洲短期的經濟表現。同時有關情況將令環球供應鏈斷裂的問題短期較難有明顯改善，或令商品價格稍為延後才能由高位回落。高企的商品價格有利澳洲的出口及經濟，亦為澳元帶來持續的上升動力。



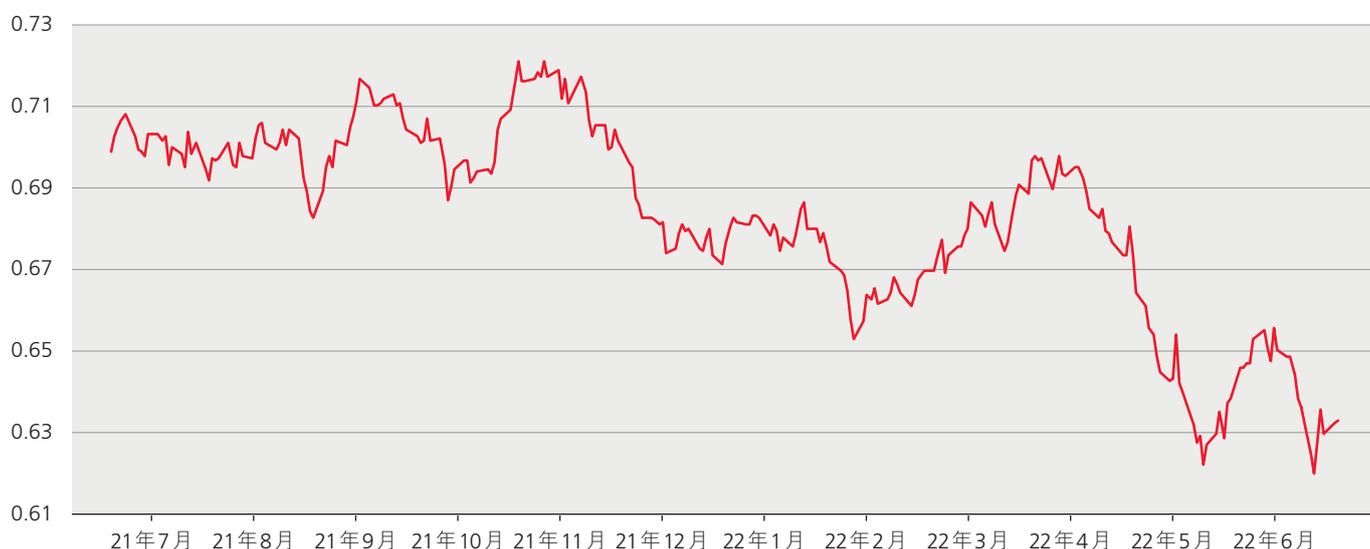
經濟初現放緩但不影響央行加息計劃

紐元兌美元第三季預計波幅範圍

0.6100 至 0.6600

概述 紐西蘭央行由去年10月開始加息，目前仍為G10國最高利息的國家，其貨幣政策領先其他主要國家。但是最新的經濟數據表示第一季的經濟初見萎縮，令市場擔心央行短期的加息計劃會否放慢腳步。在通脹可能進一步升溫的預期下，加上經濟持續放緩的可能性不高，料紐西蘭央行將持續加息以遏抑通脹。而紐西蘭的最大出口商品奶製品近期價格回升，有助帶動該國出口，利好紐元表現。另外，紐西蘭早前宣布提早於7月底開放邊境以紓緩緊張的勞動力短缺並重振旅遊業，亦有助推動經濟及紐元表現。

紐元兌美元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年6月

紐西蘭主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第一季	1.2 (按年)
失業率	第一季	3.2
零售銷售	第一季	-0.5 (按季)
消費物價指數 (CPI)	第一季	6.9 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年6月

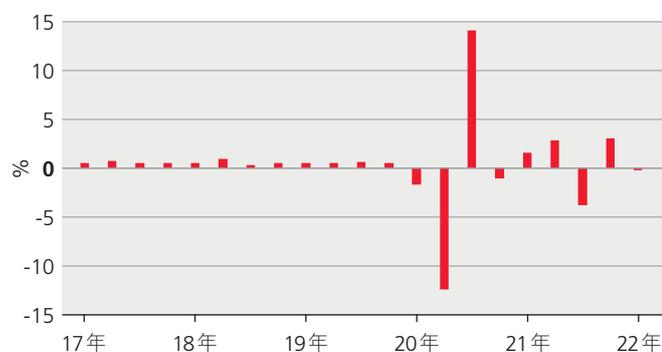
料通脹持續上升令央行繼續加息

紐西蘭央行5月意外大舉加息50個基點，把官方現金利率調升至2%，是自2016年11月來最高利率水平。央行同時表示將更積極加息，預計今年底利率將達至3.4%。央行今年餘下的政策會議只有四次，即暗示年內至少還有兩次加息50個基點。環球通脹持續上升，紐央行短期內將持續加息。

萎縮初現但不改央行收緊政策

雖然紐西蘭的貨幣政策領先其他主要國家，但數據表示當地第一季經濟按季萎縮0.2%，主要受出口下滑影響。央行副行長霍克斯表示，目前全球和國內所面臨的風險或令經濟出現衰退，但他仍支持繼續推行加息計劃。預期當地的通脹可能進一步升溫，且經濟放緩亦只屬短暫性質，料不太可能阻止央行繼續加息，當然，經濟衰退的警號已響起，加上當地房價下跌且全球不確定性增加，令投資者關注當地經濟的情況，或影響紐元的短期表現。

紐西蘭GDP(按季)



資料來源：路透社，數據截至2022年6月



乳製品價格正穩定回升

乳製品為紐西蘭最大的出口商品，有關價格表現較其他商品穩定，受新冠肺炎的打擊較少。乳製品平均拍賣價格於3月份出現回吐，並於6月初重拾升勢且出現正數增長。預期商品價格短期將在高位停留一段時間，乳製品價格更有望持續增長，並成為推動紐西蘭經濟的重要動力，有助紐元匯價表現。

紐西蘭出口回暖初現貿易盈餘

俄烏緊張局勢目前仍未緩和，令兩國商品供應中斷，亦打亂了環球商品供應鏈。紐西蘭作為商品出口國，主要出口乳類製品及肉類，而俄烏局勢令全球食品價格高企，同時亦帶動當地的貿易及經濟表現。該國貿易帳由去年9月見底回升，並於今年4月升至5.84億紐元，且出現貿易盈餘。預期整體通脹短期較難下跌，因此較高的出口價格將主導紐西蘭的經濟增長。

紐西蘭貿易差額



資料來源：路透社，數據截至2022年6月

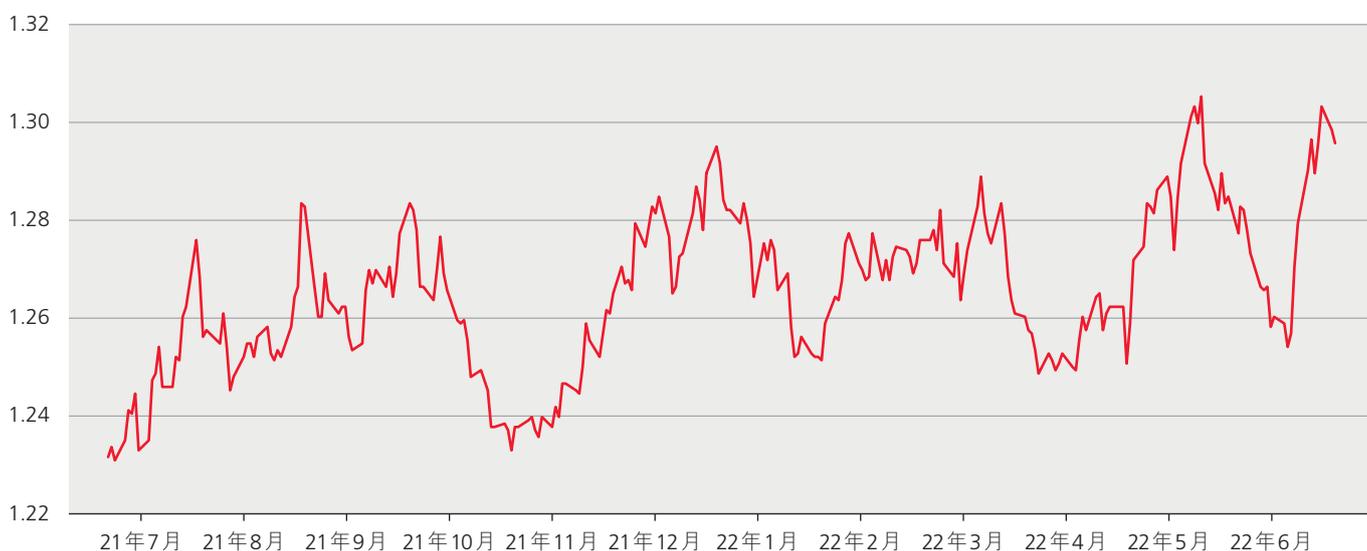
經濟穩定及貿易理想主導加元表現

美元兌加元第三季預計波幅範圍

1.2700 至 1.3200

概述 俄烏緊張局勢打亂全球供應鏈，令大宗商品價格持續上升，多國均面對通脹高企的問題。為了應對突如其來的通脹壓力，大部份央行紛紛加息，甚至有越加越快的現象。加拿大央行亦不例外，於6月將政策利率上調至1.5%水平，令加元利率於G10貨幣中僅次於美元。預期短期通脹較難下跌，加拿大央行將緊隨美聯儲往後的加息步伐，拉近兩國長債息差，有利加元走勢。另外，加拿大本身是能源和糧食的重要出口國，而預期油價短期穩步上揚，因此令該國在面對由能源和食品價格拉升的通脹時有較大彈性。加拿大經濟相對穩定，加上擁有理想的貿易條件，有助加元整體走勢及在美元強勢時更具抗跌力。

美元兌加元一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年6月

加拿大主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第一季	3.1 (按季年率)
失業率	5月	5.1
零售銷售	3月	0 (按月)
消費物價指數 (CPI)	4月	6.8 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年6月

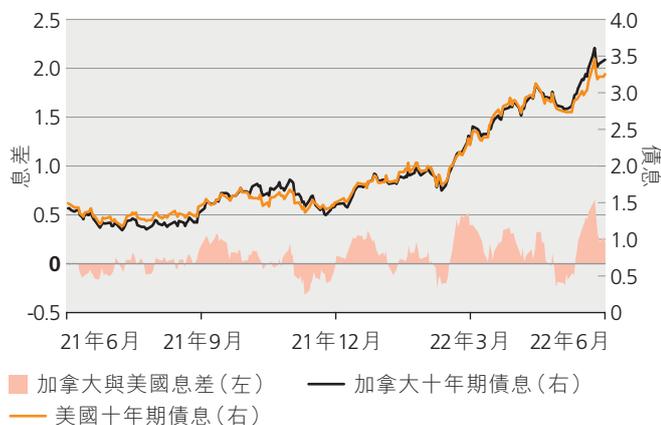
通脹水平主導加息步伐

加拿大央行繼4月加息50個基點後再次於6月加息50個基點，將政策利率上調至1.5%水平。這是自1990年代初制定通脹目標以來首次連續兩次加息50個基點。央行行長麥克勒姆表示通脹將決定未來利率上升的速度，必要時將採取更有力的貨幣政策以抑制通脹。預期能源及食品價格高企將帶動整體通脹維持於較高水平一段時間，而加央行料將跟隨美聯儲往後的加息步伐。

貼近美國長債息，息差利好加元

美國是加拿大最大的貿易夥伴，同時兩國的加息步伐亦相約。加元目前的利率水平為1.5%，是G10貨幣中利率僅次於美元的貨幣，而兩國的長期債息走勢亦相近，息差不大。兩國10年期債息差去年大部份時間處於20至50個基點之間，這表示於強美元的環境下，加元將較一眾非美貨幣表現較有抗跌力。若隨後加拿大國債收益率有較大溢價，將進一步支持加元。

加拿大與美國息差走勢



資料來源：路透社，數據截至2022年6月

預期央行持續加息打擊通脹

加拿大4月份的按年通脹率升至6.8%，為31年來的最高水平，生活成本極速攀升主要是由於食品和住房成本增加。早前烏克蘭戰事令各大商品價格大漲，食品及能源價格上升變成全球性問題。預期加拿大央行將視打擊通脹為首要任務，將持續加息為通脹降溫，而另一方面，加拿大是出口大國，因此通脹高企對國內經濟的打擊相對較其他國家輕微。

料油價反覆走高有助加元整體走勢

儘管全球各大經濟體都面對高通脹問題，但作為大宗商品出口大國，加拿大的經濟結構比其他國家有較大優勢。加拿大本身是能源與糧食的重要出口國，因此在應對由能源和食品價格拉升的通脹時彈性相對較大。另外，雖然歐盟對俄羅斯海運石油實施制裁，但隨後OPEC+宣布將增加石油產量以彌補供應缺口，所以預期有關制裁措施暫未有對油價造成太大影響。再者，市場對疫情的接受程度已有所提升，各國的封城措施料將大減，市場將重拾原油需求，令油價穩步上揚，支持加元整體表現。



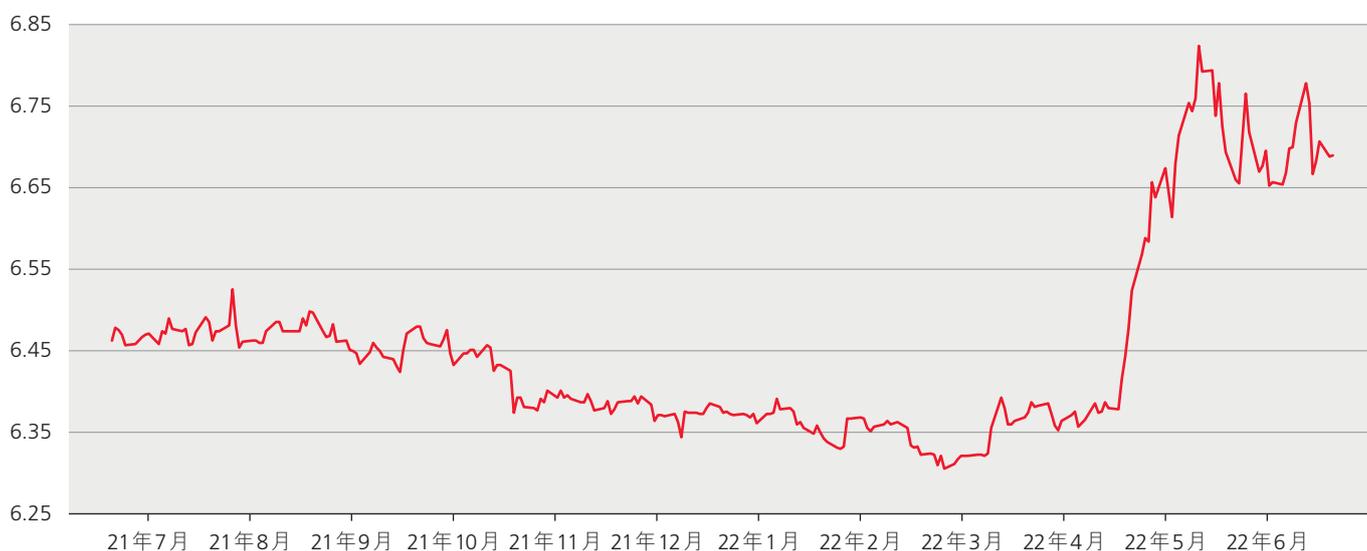
人民幣須待疫情過後才能突破區間走勢

美元兌人民幣第三季預計波幅範圍

6.6500 至 6.8000

概述 中國疫情漸見改善，各地陸續恢復正常秩序及經濟活動，令市場對中國經濟復甦的預期回升。但是，國內整體疫情仍較反覆，加上國家主席習近平亦堅持動態清零的方針，令疫情對經濟的影響或持續一段時間，所以人民幣於疫情完結前，短期較難改變目前區間波動的走勢。假若疫情逐步改善，及政府努力推行刺激方案，預期中國經濟於下半年將明顯回升。除此之外，人民幣匯價走勢需觀察美國的通脹走向，若有關通脹放緩將降低美聯儲持續加息的預期，令中美息差收窄，有助加強人民幣上升動能。短期拜登政府或調降部分對華關稅，加上市場對中國經濟復甦的預期，將為人民幣提供一定支撐，有助匯價中長線突破短期的區間走勢。

美元兌離岸人民幣一年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2022年6月

中國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	第一季	4.8 (按年)
失業率	5月	5.9
零售銷售	5月	-6.7 (按年)
消費物價指數 (CPI)	6月	2.5 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2022年6月

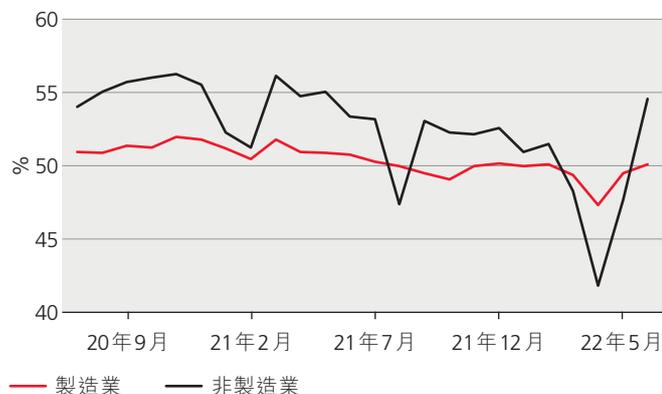
疫情穩定前人民幣仍欠方向

內地疫情於6月進入穩定階段，上海於6月初全城封控兩個月後解封，逐步取消嚴格的防疫封控措施，而北京疫情亦得到有效控制，逐漸恢復經濟活動；全面復工復產推高了經濟復甦的預期，即時對人民幣匯價起了支持作用。但是，解封後多地疫情仍出現反覆，令市場擔心或再推行封城措施，影響經濟表現，令人民幣重回跌勢。因此內地疫情若持續反覆，將為國內短期經濟復甦帶來更多的不確定性，影響人民幣表現。預期於內地疫情最終穩定下來前，人民幣將較難脫離目前的區間形態。

預期下半年經濟重回正軌

中國財新服務業採購經理人指數 (PMI) 於5月從上月的26個月低點回升至41.4。另外，中國5月官方製造業和非製造業PMI亦分別從4月的低點回升至48.6及47.8。雖然數據改善反映市場已逐步消化經濟增長的下行風險，但數據仍反映經濟位於收縮區域，表示疫情對經濟影響仍未完結。但官方6月製造業及非製造業PMI雙雙返回擴張區域，預期復工復產的情況將有助短期經濟數據於下半年重回正軌。人民幣於疫情過後，將受益經濟復甦的預期。

中國官方製造業與非製造業PMI



資料來源：路透社，數據截至2022年6月



人民幣短期利差動態正轉弱

中國貨幣政策的目標是穩定經濟，人民銀行近期推行各種貨幣政策以繼續從總量上發力支持經濟復甦。有關政策與其他地區，尤其是正在加息的美國出現分歧，使短期利差動態轉弱。中國對比起美國的息差優勢已於4月時因美聯儲加息而消滅，人民銀行短期繼續推行寬鬆貨幣政策的立場下，人民幣難見明顯升勢。

中國與美國十年期債息走勢



資料來源：路透社，數據截至2022年6月

若美調降對華關稅將有利人民幣

環球各國正面對急升的通脹，而美國亦一樣努力為壓抑通脹籌謀。美國財長耶倫多次重申，減低部分對華關稅有助解決通脹高企的問題。事實看，拜登政府於3月公布重新豁免352項中國進口商品的關稅，美國4月份按年通脹率隨之稍微回落至8.3%水平。因此，若拜登政府繼續調降或取消對華關稅，一邊廂有助美國紓緩通脹壓力，另一邊廂穩定投資情緒及加大對中國經濟的信心，為人民幣提供一定支撐。

五味雜陳

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪
東亞聯豐投資團隊



東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

五味雜陳

上季標題是《迷宮重重》，意謂債市彷彿步入重重迷宮，只能在眼前摸索中尋找未知的出口，奔波在窄巷之間可能只換來死胡同的結果，材高知深的決策者都只是瞎子摸象，難窺全局。當時預測市場對利率走勢口沫橫飛，但解鈴還須繫鈴人，相信債市波動止於美聯儲如何收窄官方與市場分歧。大幅向上修訂3月點陣圖突顯美聯儲較市場更鷹派的立場及解決通脹問題的決心，畢竟債市風險非源於加息，而是決策者與市場缺乏共識。5月加息50點子後10年期債息升穿3%指日可待，就算爆發俄烏戰事，不論成熟或新興市場，高評級及國債暫時都不宜沾手。短期內流動性將大幅收緊，以往沐浴在游資的低評級及垃圾債券將深受打擊，投資者適宜為縮表對全球債市帶來中長期風險做好準備。俄烏戰事集中影響兩國債市，未見蔓延至其他新興市場，但注意俄羅斯國債可能因未能使用歐美指定結算系統而導致技術性違約。在俄烏戰事未明、歐美受緊縮政策纏繞、中國崛起等綜合條件下，亞太債市預期可看高一線。過去預測大致與今天結果相若。

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

整體債市：千頭萬緒

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

指數市場：路線分明

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

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

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

彭博全球債券分類指數月內及年內表現

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

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

債券

衍生工具市場：暗潮湧動

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

今年上半年已出現多宗國債違約事件，包括：

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

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



潛伏底層的風險正逐步浮現，暗湧浪潮中覆舟風險上升，避開風眼為上策。

1 年期國債信貸違約掉期權金年內變化

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

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 6 月 28 日

基金及 ETF 市場：明確表態

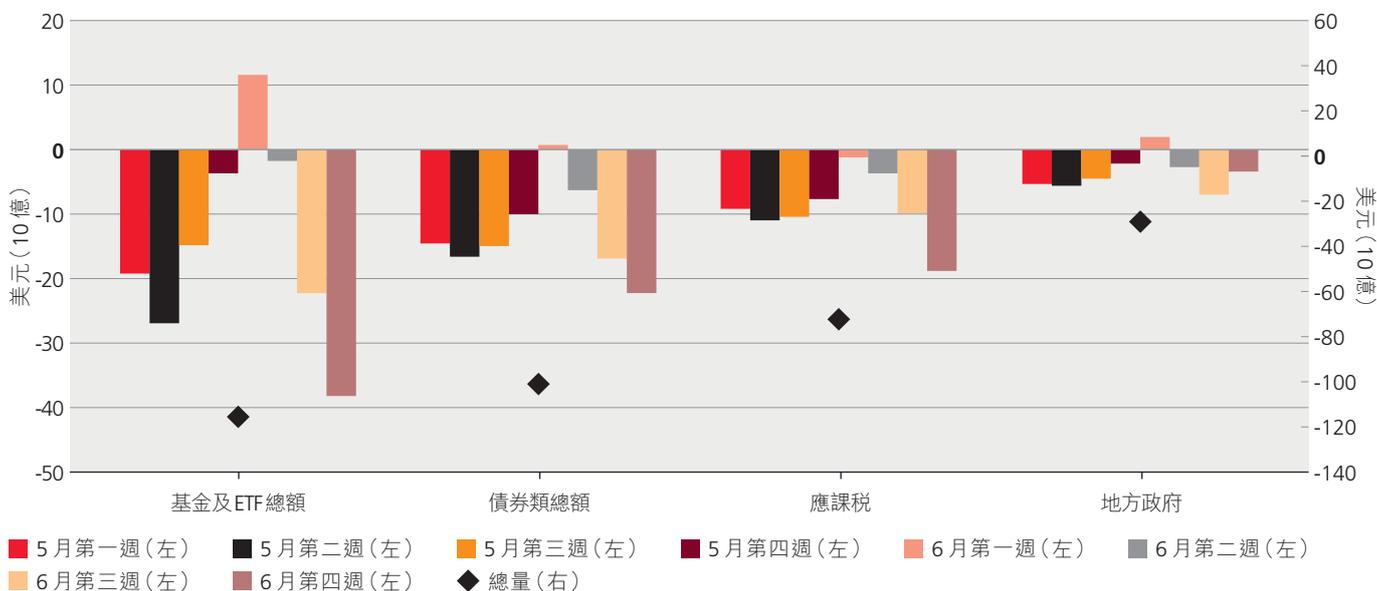
除了指數表現及衍生工具市場，基金界數據亦反映債市風險正在醞釀。截至 6 月 23 日，美國投資公司協會報告顯示，美國註冊基金及 ETF 資金淨流量在過去 8 週中除了 6 月第一週外，其餘全數錄得淨流出，8 週總流出高見約 1,139 億（美元，下同）。債券類別情況未見樂觀，同樣除了 6 月第一週錄得 6 億淨流入外，其餘全數錄得淨流出，全期淨流出 996 億，佔總流出量 87%，亦較同期股票類錄得淨流入相形見绌（基金流量分析，詳情請參閱《股票》章節）。細分「應課稅」及「地方政府」項目，偏向企債或高息債為主的應課稅類 8 週全數下跌，最大單週流出 186 億（6 月第四週），全期共 711 億，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

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

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

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

美國註冊基金及ETF資金淨流量



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2022年6月23日

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

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

預測美聯儲行動：旁敲側擊

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

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

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

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

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

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

債券

通脹數據：利率的依歸

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

下半年CPI公布日及美聯儲議息日

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

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

次數分析：非常手段

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

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

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

過去50年美聯儲連續兩次以上加息超過75點子案例

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

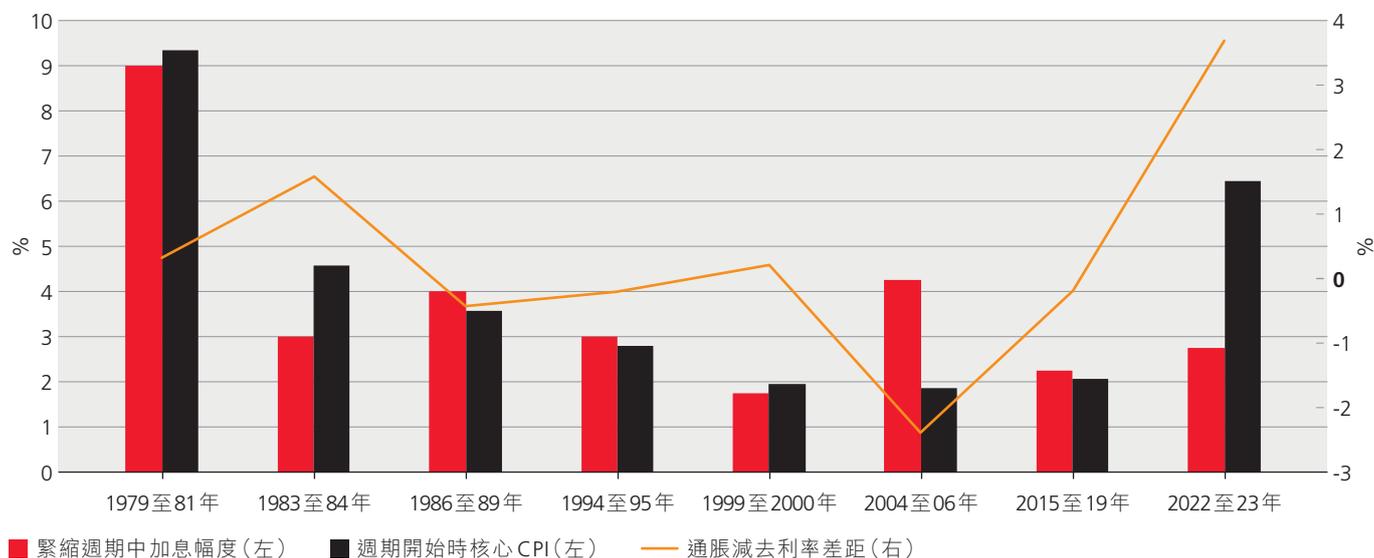
資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

幅度分析：空間充裕

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



過去緊縮流動性週期中美聯儲加息幅度和核心CPI



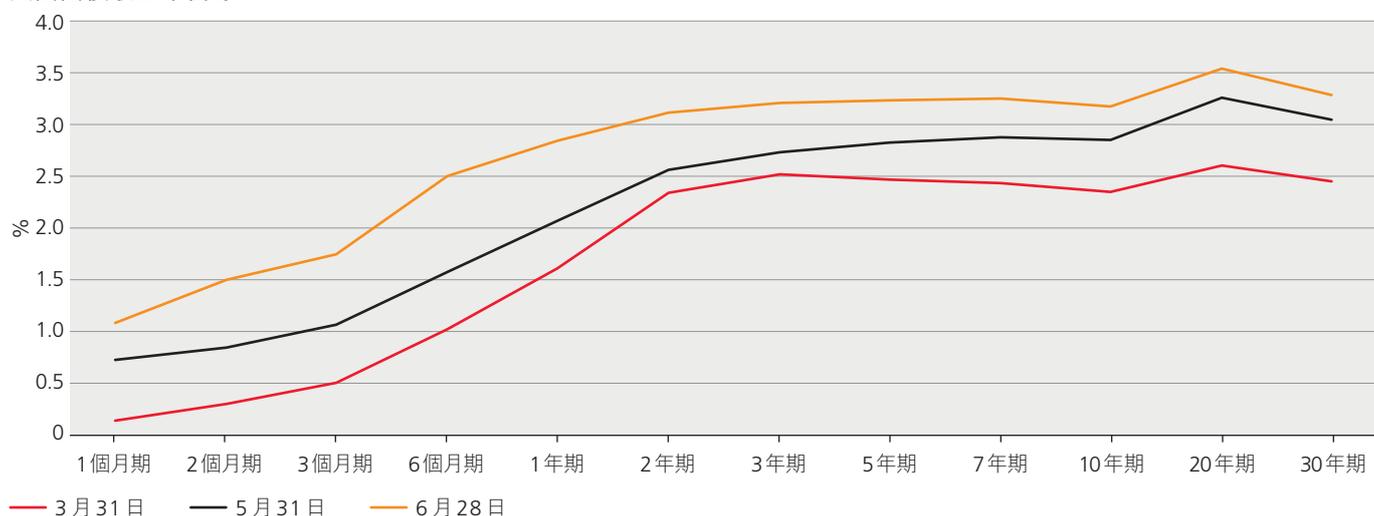
資料來源：世界銀行，數據截至2022年6月17日

美債收益率曲線：正常化而非倒掛

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

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

美國國債收益率曲線



資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

債券

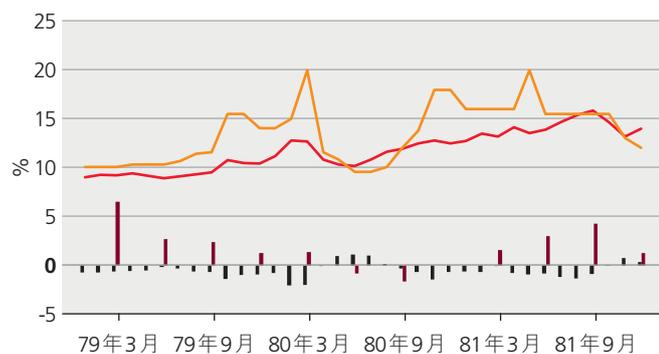
債息倒掛常常比喻為經濟衰退先兆，但歷史上真實出現的機率不高(衰退分析，詳情請參閱上季《股票》章節)。以2與10年期及2與30年期美國國債息差為基準，其中1項連續兩個月出現負值，在過去30年共出現了7次，當中只有2次出現衰退(機率不足三成)，分別在開始倒掛後20個月(2008年)及10個月(2020年)出現。今年3月起開始加息週期，並以平均等待15個月計算，美國最快在明年下半年出現衰退。

沃爾克2.0：自殘式打擊債市？

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

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

美國國債收益率、2至10年期息差、聯邦利率及GDP(按年)



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

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

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

預測其他央行行動：家經難念

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

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

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

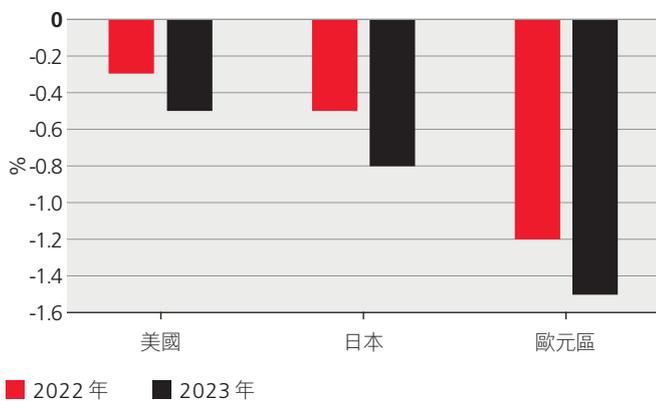
G20央行去年至今利率變化次數及總幅度

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

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

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

模擬能源價格高企對生產力影響



資料來源：世界銀行，數據截至2022年6月17日

歐央行：醜婦與家翁

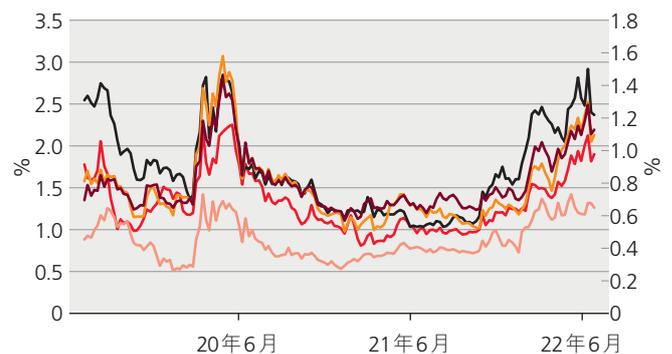
不論從任何角度分析，俄烏戰事影響經濟最深的地方是歐洲。通脹不斷攀升，生產物價指數 (PPI) 與CPI差距高見雙位數，今明兩年GDP增長預測被大幅下調 (歐洲經濟分析，詳情請參閱《宏觀策略》及《股票》章節)，加上近日歐洲多國出現不同訴求的示威，反映民怨將迫近臨界點。國際及私人利益膠轕不能凌駕國民生活，如何醜陋都要面對民眾，因為歷史上民不聊生最終會推倒政權。

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

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

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

德國與「歐豬」五國10年期國債息差



資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

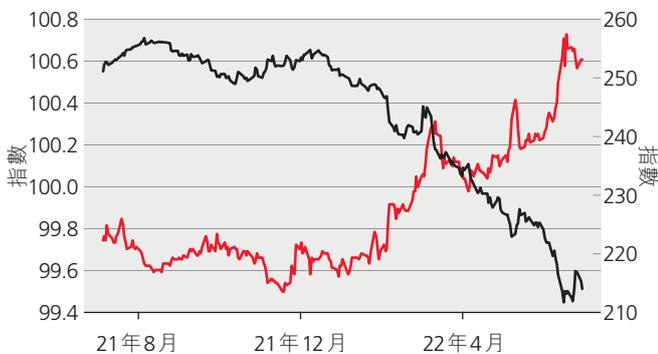
歐央行行長拉加德表示將在緊縮流動性的狀態下繼續警惕各成員國的高債務問題，並設計和部署新工具，以確保政策能以平等的方式惠及所有成員國，但執行細節欠奉⁶。市場質疑其可行性，顧此失彼下歐央行更顯無力感。或許將以偷樑換柱方式繼續寬鬆政策，以免坐以待斃，釀成歐債危機2.0的結局。

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

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

債券

歐洲金融狀態及泛歐累計債券指數



— 高盛金融狀態指數：歐洲(左)
— 彭博全球債券指數：泛歐累計(右)

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

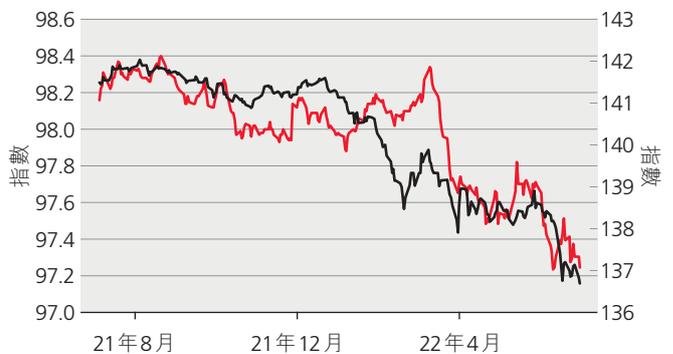
日央行：久守必失？

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

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

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

日本金融狀態及債券指數



— 高盛金融狀態指數：日本(左)
— 彭博全球債券指數：日本累計(右)

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

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

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

亞洲債市：風暴中的避風港

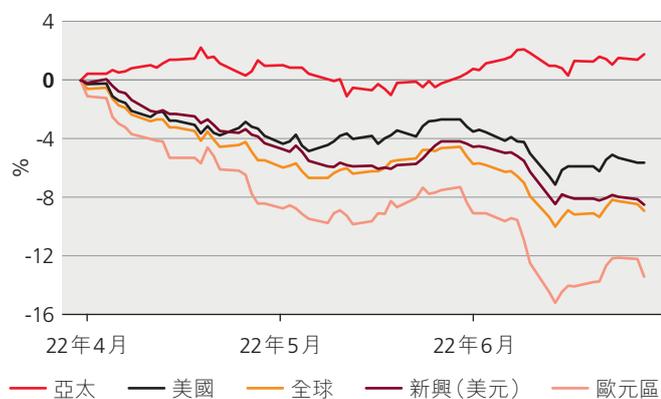
上季預測亞洲債市表現一枝獨秀，結果符合預期。截至6月28日，第二季彭博亞太累計債券指數表現明顯拋離全球、美國、歐元區及新興(美元)同類指數，最大差距曾高見超過16%(6月14日與歐元區表現)。除了回報，波幅率亦是同儕第二低，同期最低年化標準差是新興(美元)5.97%，之後依次是亞太(6.47%)、全球(7.05%)、美國(7.49%)及歐元區(11.10%)。合併風險與回報比較，亞太債市仍是「性價比」最高地區。到了第三季，除非俄烏戰事有突破性發展，否則亞太表現將繼續優於其他地區。

⁷ 見日本央行網站，https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche_minu/minu_2022/g220428.pdf

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

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

彭博全球債券累計指數第二季表現 (3月31日為基點)



資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

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

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

亞洲十國和 G7 央行最新 CPI 與官方利率數據，年內利率變化次數和總幅度

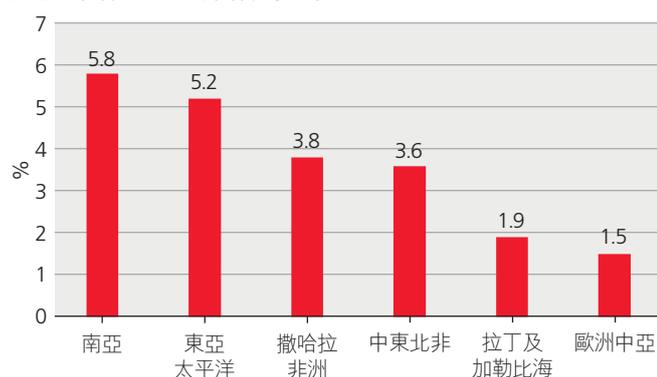
亞洲十國	CPI (%) (5月)	官方利率 (%)	次數	總幅度 (%)	G7 國家	CPI (%) (5月)	次數	總幅度 (%)
中國	2.1	4.35	0	0	美國	8.6	3	1.5
日本	2.4	-0.10	0	0	加拿大	7.7	3	1.25
印度	7	3.35	0	0	英國	9.1	4	1
南韓	5.4	1.75	2	0.5	法國	5.2	0	0
印尼	3.6	3.50	1	-0.25	德國	7.9	0	0
泰國	7.1	0.50	0	0	意大利	6.8	0	0
菲律賓	5.4	2.50	1	0.25	日本	2.4	0	0
新加坡	5.6	5.25	0	0	總計		10	3.75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

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

債券

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

2023年各地區經濟增長預測



資料來源：世界銀行，數據截至2022年6月17日

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

截至6月28日，美國10年期債息約3.17%，亞洲十國中：

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

衡量風險與回報後，結果南亞比北亞國債吸引。

亞洲十國和美國10年期國債收益率及兩者息差

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

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

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



中國及亞洲債市回顧及展望

中美貨幣政策不一，市場對息口敏感度增

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

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

中國相對寬鬆政策，推進增長目標

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

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

亞太區債券存續期較短，有助緩衝息口走向

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

亞洲投資級別債券，相對更具抗禦力

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

亞洲投資級別債較美國同類債穩定



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

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

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

債券



亞洲債券點評

印度

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

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

印尼

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

香港

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

澳門

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

本文由東亞聯豐投資管理有限公司(「東亞聯豐投資」)編製，僅供參考之用。東亞聯豐投資並不以此資料邀請作任何行動，或提供任何建議或推介。本文或其內容並不構成任何促使、邀請、廣告、誘因、承諾、保證或作出任何類型或形式的代表及東亞聯豐投資就此表明並不為此負上相關責任。本文所載資料根據東亞聯豐投資認為可靠並以「現況」的基礎下提供。即使竭盡所能力求準確，東亞聯豐投資及其轄下董事/職員並不為其內容的準確性、完整性或時間性負上任何責任。所載資料乃屬東亞聯豐投資擁有。未經東亞聯豐投資事先書面同意，本文或其任何內容均不可予以複印或分發予第三者。本文未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

東亞聯豐投資為東亞銀行有限公司及德國德聯豐投資(Union Asset Management Holding AG)在2007年成立的合營公司。

另類投資

如履薄冰

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪

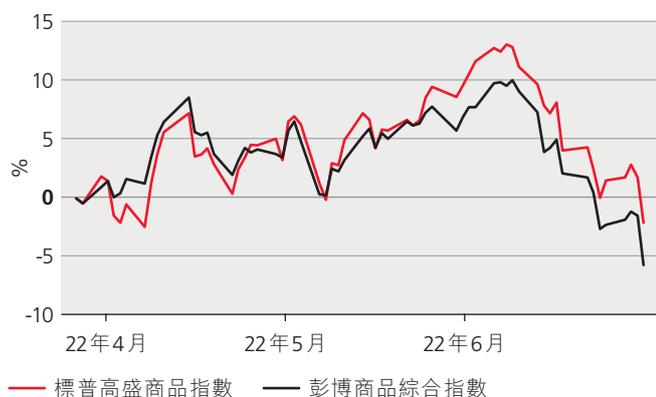


另類投資

如履薄冰

上季標題是《拔河》，意謂商品市場表面好淡爭持，背後卻承受兩股洪荒之力拉扯，繃緊的狀況隨時因一方失勢而急速逆轉。標普高盛商品指數及彭博商品綜合指數第二季表現呈現先高後低格局，最終分別按季下跌2.1及5.7%，尤其在6月8日見頂後持續走弱，反映好友大舉撤出市場，亦應驗當勢均力敵之時，其中一方放棄後走勢急轉的預測。

標普高盛商品及彭博商品綜合指數表現



資料來源：彭博，數據截至2022年6月30日

分類指數方面，根據彭博商品分類指數顯示，上半年整體表現非常參差，由最高63.5%至-9.6%，標準差高達28.4%。反映商品市場報捷並非惠及所有分類，更準確表達應是集中在兩個市場：農產品及石油。結果完全符合戰事對市場影響的普遍預期，亦反映上半年全球高通脹的源頭。觀察第二季表現，8項分類中有6項出現負值，比上半年數據(3項)高出1倍，而且上半年與第二季分類表現差距頗大，部份分類錄得超過40% (石油44.6%及工業金屬42.5%)，反映第二季商品市場急轉直下，抵銷上半年大部份升幅，同時第二季波幅相對下降(標準差約11.9%)。



東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

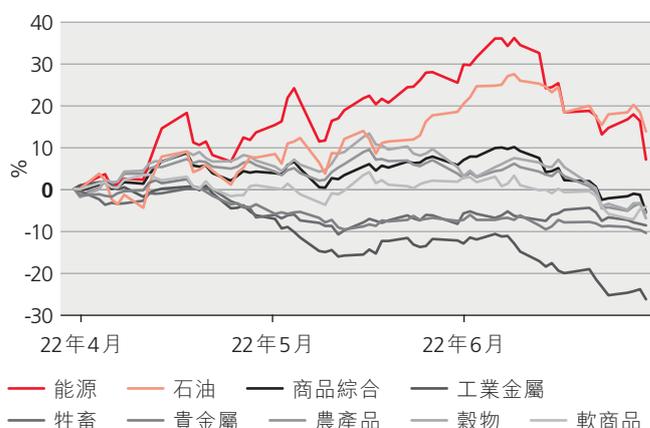
彭博商品及其分類指數上半年及第二季表現

指數	上半年(%)	第二季(%)
農產品	63.5	-5.7
石油	58.3	13.7
工業金屬	16.1	-26.4
能源	13.0	7.0
軟商品	3.3	-4.3
貴金屬	-3.4	-10.5
穀物	-4.4	-7.1
牲畜	-9.6	-8.7

資料來源：彭博，數據截至2022年6月30日

再分析各分類指數走勢狀態，普遍集中在5月17日(農產品、穀物及軟商品)和6月9日(綜合、石油及能源)見頂回落，當中相信與期貨炒作與資金成本上升有關。美國勞工部公布3月消費物價指數(CPI)首次突破8%後，美聯儲在5月4日加息50點子；之後5月CPI升至8.6%，美聯儲在6月15日再加息75點子。兩組日子與分類指數轉勢時間相近，反映上半年商品市場強勢部份源於戰事孳生的投機炒作，轉勢是套利行為而非完全供需平衡問題，尤其部份分類指數半年內急升約60%，比其他資產同期表現天壤之別，詳情可參閱下文分析。加上6月最後兩週市場炒作環球將比預期更快步入衰退，需求下調等預測令跌勢加快，釀成綜合或分類指數按季下跌的結果。

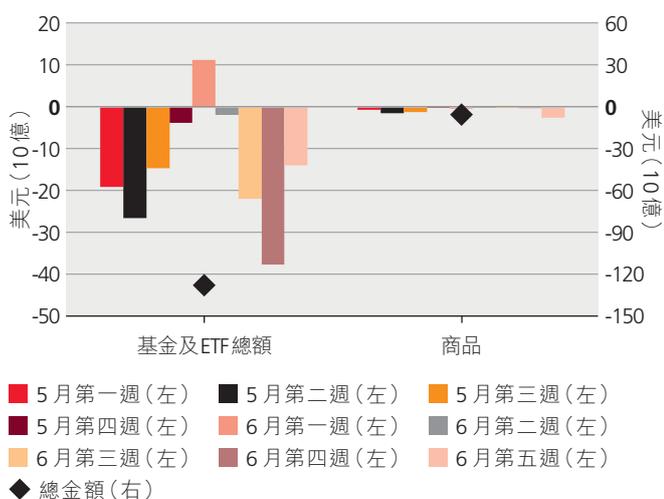
彭博商品綜合及分類指數第二季表現



資料來源：彭博，數據截至2022年6月30日

除指數走勢，資金亦開始在基金及ETF市場撤資。5月起至季末共9週數據，商品類錄得淨流出約49億(美元，下同)，雖佔總額1,280億約4%，但9週內有6週錄得淨流出，佔三分之二，尤其6月最後一週單次流出25億，佔全期總流出約50%，反映投資者套現或離場的意欲和決心。

美國註冊基金及ETF資金淨流量



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2022年6月30日

本季標題是《如履薄冰》。意謂商品價格高處不勝寒，持貨者猶如站在薄冰之上，戰事風險及加息逆風迫在眉睫，進退兩難下唯有一步一驚心。寒風凜冽，任何閃失將釀成不可挽回的後果。把握時機，全身而退，比苟延殘喘來得心安理得。

能源：眼見未為真

今天以供需數據預測能源價格走勢相信是徒然的。除了公開資訊不足或過時，戰事爆發後人為因素已超越金融分析，令預測結果可靠性偏低。加上量寬時代刺激游資充斥商品期貨市場，往往期貨合約隱含的持倉量比現實世界多出數倍，投資操作(例如平倉或轉倉)比供需影響更甚，造就商品市場近年(疫情及戰事)大幅波動的主因。

供需因素：瞎子摸象

參考國際能源署(IEA)發表6月份全球能源報告¹，全球有可能步入衰退而打擊需求增長，反之年內餘下時間預期全球石油供應有望反彈，兩股力量有助全球供需重新平衡。但隱憂仍然存在：

- 對俄羅斯實施更嚴厲制裁下打擊供應；
- 中國復常後對石油需求恢復程度；
- 中東地區戰事持續；
- OPEC+ 閒置產能不斷遞減。

需求方面，雖然油價上漲和經濟前景疲弱遏抑全球需求，但預期明年中國經濟復甦將帶領非經濟合作暨發展組織(OECD)需求反彈，抵銷OECD放緩的影響。續今年增長180萬(桶/天，下同)後，預計明年全球石油需求將增長220萬至1.02億，超過疫前水平。當中非OECD佔約80%，與OECD表現相形見绌。

供應方面，明年全球供應可能跟不上需求，主要因為歐美進一步制裁，例如去年底前歐盟將禁止俄國進口石油產品提升至90%，迫使俄羅斯關閉更多油井，而其他地區生產商亦達到產能上限。雖然OPEC+適度增產可抵銷部份缺口，但非OPEC+才是今年全球供應的主力。就算明年全球總產量可能下降，但預期以美國為首的OPEC+今明兩年分別增產190及180萬。為了防止全球供不應求的潛在風險，預期OPEC+須進一步利用遞減的閒置產能，直到降至僅150萬的歷史低點。

庫存方面，經歷近两年下降，全球石油庫存正在回升。IEA戰略石油儲備的初步數據顯示，4月份全球石油庫存增加了7,700萬桶，5月初步數據顯示，OECD庫存總量增加600萬桶。但夏季來臨，石油產品價格和供需缺口上升，預期庫存將再次下降。幸好歐美及亞洲煉油廠復工，中國航運力疫後反彈，全球煉油量將穩步復甦。預期全球煉油產能在今明兩年分別上升100及160萬桶/天，航運力分別提高230和190萬桶/天。雖然增產量有限，但均可紓緩屢創新高的油價。

¹ 見國際能源署網站，<https://www.iea.org/reports/oil-market-report-june-2022?mode=overview>

另類投資

儘管存在經濟逆風，全球供需及庫存重新平衡，但需求季節性回升（例如航空燃料和汽油市場），相對戰事對供應帶來的不穩定性，短期內油價將在高位徘徊。

美國能源資訊管理局(EIA)在6月公布最新能源市場預測報告²，表示短期內市場受到多項不確定性因素影響：

- 宏觀經濟預測結果；
- 歐美與俄羅斯互相制裁；
- OPEC+ 產能策略及美國生產商提升鑽探速度。

預計下半年布蘭特原油價格平均為108美元（每桶，下同），明年將跌至97美元，石油庫存水平增加油價波動性。實際價格結果很大程度取決於對俄羅斯已實施及潛在制裁，及私人機構在生產及銷售上受影響程度。

預計俄羅斯總產量將從今年第一季1,130萬（桶/天，下同）下降到明年第四季930萬，跌幅約200萬。同時預計OPEC+ 下半年產量平均為2,920萬，比上半年增加80萬，數據上未能填補缺口。任何因素令俄羅斯產量減少超過預期都會刺激油價上行，並有可能超出預測水平。

另外，預測今年第三季美國煉油廠平均使用率約94%。儘管將達到或接近過去5年最高水平，但可營運產能比2019年底仍減少約90萬，預期再推升使用率的可能性不大。

綜合兩大機構預測，短期內不穩定因素持續將影響預測準確性。例如EIA上季預期6月前紐約期油100及110美元以上的機率約40及20%，但第二季每日高於100及110美元佔比約89及38%（油價預測，詳情可參閱上季《另類投資》章節）。強行預測猶如瞎子摸象，人為因素影響已超越金融分析。除非戰事有突破性發展，否則預測價格可靠性仍然偏低，或以預測中軸配合大幅波動格局機會較大。

金融因素：亦能覆舟

油價大幅波動的連鎖反應已開始蔓延至金融市場。上季多間全球能源巨頭被追收數十億美元保證金，原因是持有的期貨或期權合約價值在戰後大幅波動並觸及警戒線。歐洲能源交易商聯盟(EFET)表示，現時成員的流動性嚴重下降，就算整體健康的能源企業都無法得到足夠現金，呼籲歐洲政府和央行提供緊急援助，確保批發能源市場穩定³。

當今油價波動源於供應短缺及衰退風險，市場情緒、訊息紊亂等增加市場不穩定性：

- 預期美國總統拜登7月將出訪中東，成功說服OPEC+ 增加產量機會不大⁴；
- 多項因素下，短期提升美國頁岩油產量以填補俄國缺口可能性不大⁵；
- 就算拜登有意實施石油出口禁令，市場預期無補於事⁶；
- 衰退陰霾籠罩全球，能源需求言過其實，觸發油價由6月中起反覆下跌⁷。

衍生工具市場角度中，以上因素最終結果如何並非重點。因合約價格根本孳生於不穩定性（波幅），市場愈多模稜兩可或宏觀極端事件，衍生工具價值愈高，更有利游資在衍生工具市場內操作，例如疫情期間紐約期油曾跌至近負38美元後，急速反彈至正值便可見一斑。

背後推手當然是全球過量流動性。量化寬鬆政策(QE)源自2000年日本，及後為應對國內金融危機，2008年美國及2015年歐洲皆實施多輪QE。歷年經濟數據顯示QE能遏止金融極端風險，後果是大量游資流竄在金融資產上空轉，財富效應刺激經濟有限，但釀成貧富懸殊。期間資產價格大幅波動，衍生工具提供對沖風險功能，需求刺激市場發展，但同時放大現貨價格波動，孳生雪球效應。

² 見美國能源資訊管理局網站，<https://www.eia.gov/outlooks/steo/>

³ 見Refinitiv網站，<https://www.ifre.com/story/3338439/commodity-traders-look-to-ride-out-liquidity-squeeze-hfj3wjmzwx>

⁴ 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2022/06/14/politics/biden-trip-to-saudi-arabia-and-israel/index.html>

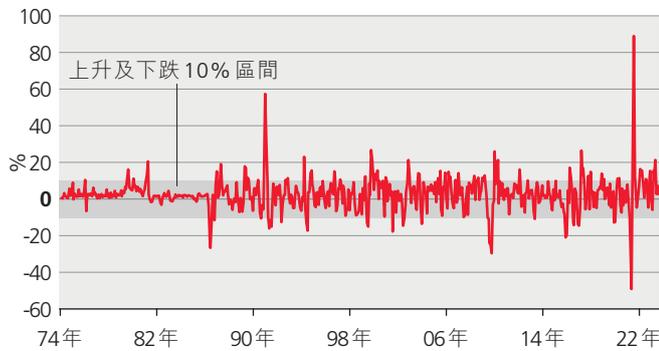
⁵ 見Kpler網站，<https://www.kpler.com/blog/us-shale-oil-cant-replace-russian-oil-in-the-short-term>

⁶ 見福布斯網站，<https://www.forbes.com/sites/daneberhart/2022/06/07/banning-us-exports-would-be-bidens-ultimate-energy-folly/?sh=1a2f9ec3b92a>

⁷ 見Investing.com網站，<https://www.investing.com/news/commodities-news/oil-below-110-as-us-recession-fear-strikes-at-energy-rally-2838414>

參考美國原油現價過去50年按月變化數據，並以按月上升及下跌超過10%為「大幅波動」指標，顯示全期次數共有99次，佔總月數17%。如以2000年為分水嶺，2000年前後分別出現37及62次，佔比約6及11%。結果顯示2000年前後大幅波動佔比相差約兩倍，出現次數前後上升近7成。雖然不能完全表達兩者因果關係，但在統計上反映QE對油價波動的直線關係。質化分析上兩者關係更是不言而喻。

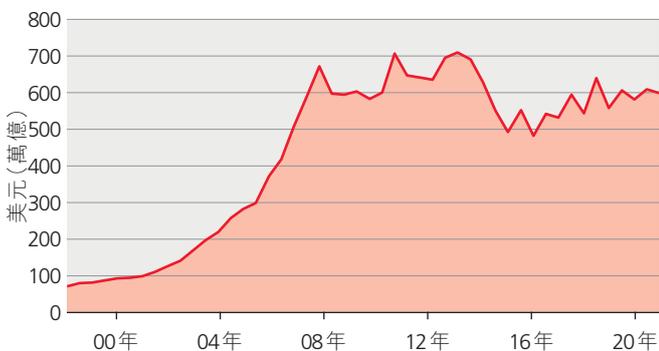
美國原油現價按月變化



資料來源：彭博，數據截至2022年6月30日

2000年以來，衍生工具發展彷彿雨後春筍，涵蓋種類和交易期限更加豐富，商品期貨市場體量急劇擴大。由國際結算銀行(BIS)提供的數據顯示，截至2021年，全球場外衍生工具名義金額總值600萬億美元，相比全球股市總市值約121萬億美元高出約5倍。

全球場外衍生工具名義總金額



資料來源：國際結算銀行，數據截至2021年12月31日

根據芝加哥商品交易所(CME)提供原油期貨及期權每日總成交量顯示⁸，單是6月30日共交易近85萬份合約，以每份合約標的為1,000桶原油計，即相等於8.5億桶原油。比較IEA預計6月全球每日共消耗約1億桶計算⁹，石油期貨及期權當日交易量已是全球需求的8.5倍。比例之大由衍生工具導引現貨價格的力量可想而知。

分析由紐約商品期貨交易所(NYME)提供布蘭特期油的非商業(或金融類)未平倉合約量顯示，過去10年長倉減去短倉合約量的差額與布蘭特期油走勢相若。但年初戰事爆發後，油價升至10年最高約123美元/桶時，差額卻持續下跌，走勢背馳。暗示當市場回歸理性或戰事出現突破性發展，布蘭特期油下挫風險及幅度將十分驚人。再細心觀察長短倉各自合約量走勢，過去10年兩者合約量皆持續上升，期內最大升幅約25及20倍，呼應上文QE對衍生工具發展的重要性。而年內長倉減去短倉之合約量差額下跌，是源於上半年長倉由約4萬(合約量，下同)跌至2.5萬，跌幅約36%，而短倉卻由6.5萬升至6.8萬，升幅只有4%。反映好友正逐步鳴金收兵，而非淡友加倉所致。亦呼應文初分析6月中起商品指數開始轉弱及基金及ETF淨流出上升，各種分析結果其實一脈相承。

紐交所非商業未平倉布蘭特期油合約量		
月份	長倉(張數)	短倉(張數)
1月	39,888	65,824
2月	37,283	63,638
3月	38,169	63,389
4月	34,005	72,536
5月	26,712	67,584
6月	25,712	68,389

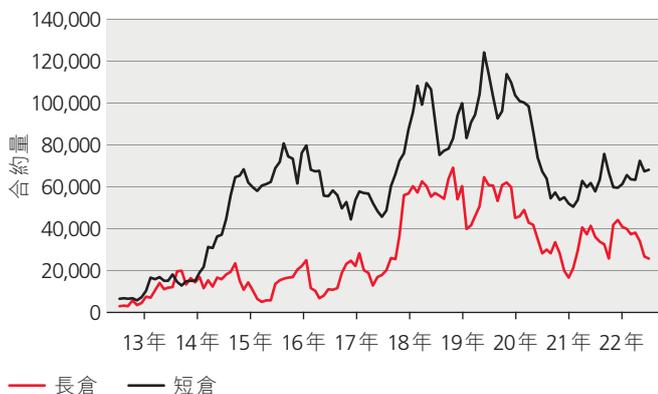
資料來源：彭博，數據截至2022年6月30日

⁸ 見芝加哥商品交易所網站，https://www.cmegroup.com/cn-t/trading/energy/crude-oil/light-sweet-crude_quotes_volume_voi.html?amp%3BsortAsc=false#tradeDate=20220630

⁹ 見國際能源署網站，<https://www.iea.org/reports/oil-market-report-june-2022>

另類投資

紐交所非商業未平倉合約量：長倉、短倉



資料來源：彭博，數據截至2022年6月30日

紐交所非商業未平倉淨合約量及布蘭特期油價格



資料來源：彭博，數據截至2022年6月30日

綜合分析，年內油價波動部份源於游資過剩及衍生工具舞高弄低，實質供需變化貢獻有限。在戰事及人為因素主導下預測油價將是吃力不討好。但可預測的是，今天各央行有意迅速而果斷地收緊流動性，預期過去多年盤踞於衍生工具的游資將被抽走，削弱從期貨及期權市場導引商品現價的力量。水能載舟，亦能覆舟，短期內投機炒作或故弄玄虛將有所收斂。6月中商品市場已出現轉勢跡象，配合引爆點（如戰事平息），油價下挫比上升空間更大，風險亦更大。

黃金：如履薄冰

截至6月30日，金價收報約1,807美元（每盎司，下同），其實已跌穿年初約1,830美元水平。年內最高見2,050美元（3月8日）在戰事爆發後12日出現，反映傳統避險資金套路。及後無以為繼，美聯儲3、5及6月連續加息後打垮了升勢，6月中跌勢加速惡化。

金價是商品亦是金融工具，雙方因素眾多而廣泛，包括金融元素及實質供需。與油價一樣，戰事及人為因素主導下預測金價亦是徒然。但投資者可篩選以下因素及分析，在風浪中調整個人投資組合，順利過渡。

利率：美國聯邦利率

雖然「金本位」制度完結，但黃金與美元這對「歡喜冤家」的關係在金融市場中沒有完結，走勢背馳背後是美國聯邦利率變化的悖論。年內美聯儲啟動加息步伐，黃金受壓。但過去40年，美國聯邦利率持續下跌，但前20年對黃金影響不算明顯，金價只是在350美元（每盎司，下同）以下徘徊。轉捩點出現在2000年，由日本啟動量化寬鬆，及後次按風暴及歐債危機把歐美央行捲入其中，兩地官方利率跌至近零甚至負水平。雖然影響相關系數計算（只有約60%），但打擊投資者對貨幣信心不言而喻。全球資金重投黃金懷抱，金價走勢在後20年攀升。

截至今年6月30日，金價約1,800美元。純粹以歷史利率作比對，上一個利率高位在2019年6月（2.5%），當時金價約1,410美元。如美聯儲7月加息75點子，屆時聯邦利率便是2.5%。根據6月份美聯儲點陣圖預示明年中位數為3.75%，最接近此水平是在2008年1月（3%），當時金價約930美元。再觀察下一個利率高位在2007年8月（5.25%），當時金價約680美元。以上數據反映以利率作分析標的，雖然不能以線性比較，但金價下挫空間十分驚人。

儘管風險不低，但觀察2000年後兩次加息週期，金價其實早在加息啟動前下跌（例如2011至2015年下跌42%），反而期間實是上升（金價走勢，詳情可參閱上季《另類投資》章節）：

- 2004年5月（約400美元）至2007年8月（約680美元）升幅近70%
- 2015年11月（約1,065美元）至2019年6月（約1,410美元）升幅近32%

假設今天戰事刺激極端避險資金投入黃金，但如戰事有突破性發展（如平息），金價壓力便會遞增，料將蓋過上兩次規律而偏弱。

美國聯邦利率及黃金價格



資料來源：彭博，數據截至2022年6月30日

利率：國債收益率及同業拆息

過去40年，國債收益率與同業拆息兩項利率持續下跌，在美聯儲決定「負利率並非選項」前設下¹⁰，年初近零水平後反彈，可算是「金本位」後一個時代的終結，亦暗示美元數十年來透過減息以推動經濟紅利的盡頭。

在利率套戥機制下兩項利率長線走勢將貼近聯邦利率走勢，驅使它們走勢十分相似，只是幅度上差異，而且與金價背馳較官方利率更明顯。

截至今年6月30日，3個月LIBOR及美國10年期收益率分別是3及2.3%，金價約1,800美元。以上文分析以歷史緯度作比對，兩項利率及當時金價分別如下：

日期	美國10年期收益率 (%)	3個月LIBOR (%)	黃金 (美元/盎司)
31/12/2009	3.8	0.3	1,097
31/03/2010	3.8	0.3	1,113
31/03/2011	3.5	0.3	1,432
31/07/2018	3.0	2.3	1,224

資料來源：彭博，數據截至2022年6月30日

如美聯儲7月加息75點子及9月再加息50點子，屆時收益率將升至3.6及3.8%以上(利率預測，詳情可參閱《債券》章節)，暗喻金價將回落至約1,400美元水平，跌幅約22%。但同期LIBOR只有0.3%，主因當時聯邦利率只有0.25%。反映同期收益率對金價的主導性較LIBOR強，主因收益率夾雜其他風險因素(如戰事)，而LIBOR純粹與無風險回報有關。

再分析收益率「倒掛」現象。以2至10年期息差為標的，過去30年曾出現過7次連續兩個月或以上低過10點子或負值，期間金價表現卻令人失望，而且波動率偏高，反映在曲線平坦或倒掛時投資黃金風險較高(收益率分析，詳情可參閱上季《另類投資》章節)。

因此，短期內投資者作投資決定前宜考慮美債收益率走勢。

美國10年期債息、3個月LIBOR及黃金價格



資料來源：彭博，數據截至2022年6月30日

貨幣政策：美聯儲資產規模

由時任美聯儲主席伯南克到耶倫至今天的鮑威爾，不約而同地把縮減美聯儲資產規模，所謂「縮表(QT)」，為任內目標之一。美聯儲已確定在6月起每月遞增QT規模至950億(美元，下同)，速度比伯南克時代快近1倍(縮表預測，詳情可參閱《債券》章節)。

截至今年6月30日，資產規模約8.9萬億。回顧過去30年，次按風暴發生前只有不足1萬億，多次量寬後推高至2015年近4.5萬億，之後伯南克2013年12月推行QT，資產規模曾下跌至3.8萬億，但在特朗普執政及全球疫情爆發後，資產規模反彈至4.2及今天創紀錄的8.9萬億。

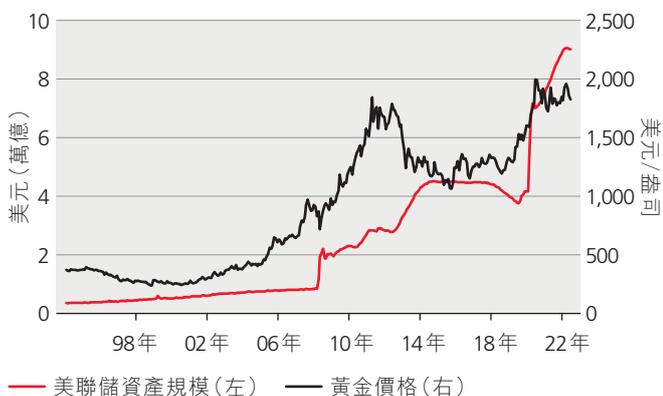
¹⁰ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2020/06/10/heres-what-negative-interest-rates-from-fed-would-mean-for-you.html>

另類投資

如透過以上時代掰開今天QT目標，相信首要是疫情期間增長，即由4.2升至8.9萬億的部份。以今天最高QT幅度(每月950億)推算，須要約50個月完成。如以歷史比對，當時金價約1,520美元(每盎司，下同)。假設條件不變，若再縮減至量寬初期約2萬億規模，便額外須要約24個月，當時金價約730美元，但已是今天起6年後的事。

因QT是長線貨幣政策，而且料跨越多屆總統任期，政策及執政風格可以南轅北轍。雖然透過QT預測短期金價走勢的參考性偏低，但分析結果反映兩者長線走勢同步的重要性。

美聯儲資產規模及黃金價格



資料來源：彭博，數據截至2022年6月30日

貨幣政策：美國金融狀態

傳統概念中經濟向好時加息是理所當然。但近期市場擔憂短期內全球經濟將跌入衰退漩渦，同時通脹上升不得不加息，兩難局面中投資者應否增持黃金？其實金融分析中「金融狀態」指數是綜合無風險利率、匯率、股票估值和信貸息差的加權平均值，指數向上反映金融流動性收緊，反之亦然。

與上文分析相若，2000年前兩者關係性不大，及後才呈現背馳走勢。年內指數穩步上升，而金價在1,700至1,900美元徘徊。如不明就裡地尋找指數內最近3個阻力位及觀察當時金價，數據分別如下：

日期	高盛美國金融狀態指數	黃金(美元/盎司)
27/02/2009	104.0	942
31/05/2016	100.1	1,215
31/03/2020	100.4	1,577

資料來源：彭博，數據截至2022年6月30日

結果反映如果未來流動性收緊至疫情爆發一刻(2020年3月)，當時金價約1,577美元，比6月30日約1,800美元，跌幅約12%。當然，當時各央行急速解放流動性以穩住經濟下行壓力，但今天會否因衰退而逆流各國政策，令指數掉頭下跌？不論再以流動性解決衰退的效果成疑及各國共識上，相信可能性不大。預期就算衰退出現，流動性將趨緊而非放鬆，對未來金價中線走勢不利(衰退分析，詳情可參閱《宏觀策略》章節)。

高盛美國金融狀態指數及黃金價格



資料來源：彭博，數據截至2022年6月30日



實金需求：全球黃金ETF

近年投資市場流行以黃金ETF作風險對沖工具，除了有實金作抵押品外，當中資金流走勢亦是市場對實金需求的寫照。根據世界黃金協會提供數據顯示，年內流入總金額約149億(美元，下同)，當中地區佔比分別是北美國55%(82億)、歐洲50%(75億)、亞洲-6%(流出9億)及其他地區1%(1億)。看似環球資金正支持黃金，但按月數據卻反映當中的端倪。

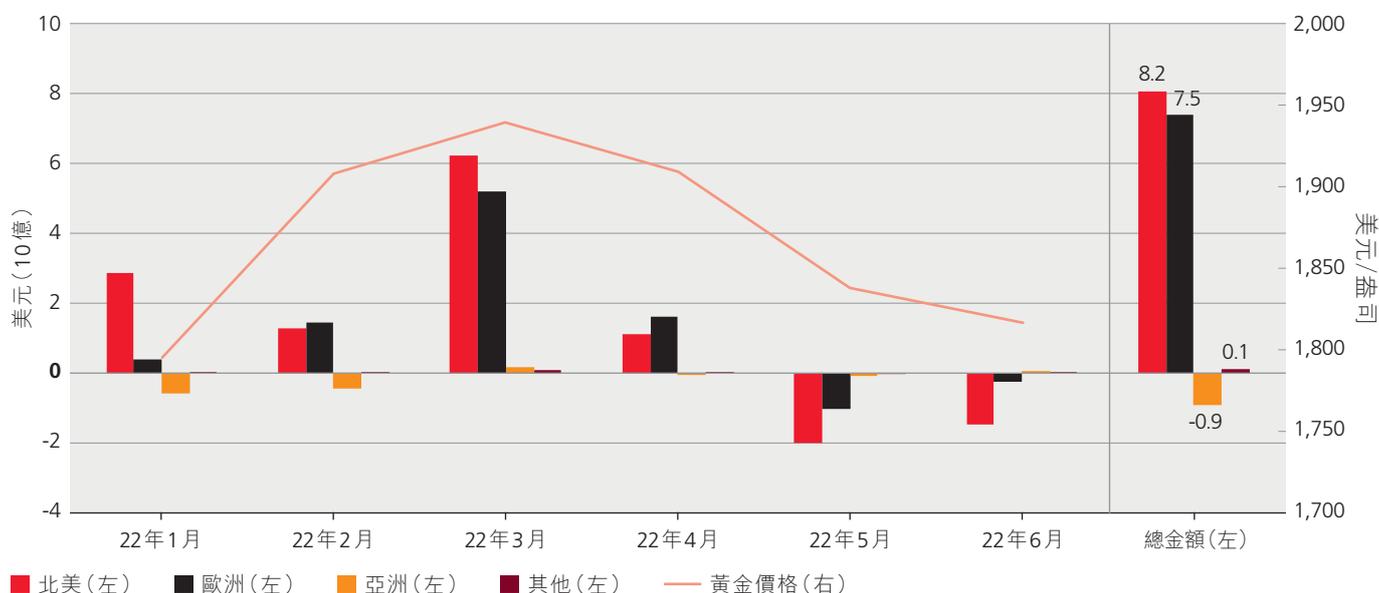
各地區中全期最高流入量是3月，當中歐美共流入116億，亞洲及其他地區只有3億，相信與戰事爆發後避險需求急升有關。4月流入總金額明顯驟降至28億，5及6月更出現淨總流出31及17億，走勢明顯與美聯儲加息步伐有關，3、5及6月分別加息25、50及75點子，遞增的幅度突顯資金加速從ETF流出的走勢。

另外，歐美與亞洲表現出現明顯分歧。高通脹影響迫使歐美央行馬不停蹄地加息，相反亞洲地區通脹率普遍溫和，未有加息壓力，ETF內資金變化輕微。就算疊加戰事影響，亞洲地區國家普遍抱中立態度，受制裁或其他經濟影響亦較歐美地區輕，避險需求不高。

年內金價走勢與總資金變化十分接近，未來成熟市場主要央行料跟隨美聯儲起舞，預期就算戰事、通脹及衰退等因素都不敵加息的影響。

另類投資

各地區註冊黃金ETF資金流變化



資料來源：世界黃金協會，數據截至2022年6月30日

實金需求：外匯儲備

戰事爆發後市場普遍預測實金需求將會上升，有利金價走勢。除了傳統極端事件刺激需求，歐美把俄羅斯金融剔出SWIFT系統後引發其他國家擔憂殃及池魚，並以自身及國家利益考量而增持黃金。加上全球飄揚「去美元化」旗幟，黃金實屬可行的代替品。

由世界黃金協會提供全球主要央行年內外匯儲備持金量變化數據顯示，增持總數約75噸，比去年下半年增持約24噸，上升近3.1倍，反映全球外匯儲備增持黃金比例急升。161個國家中只有23個國家（佔14%）年內錄得變化，反映走勢並未全球性普及。當中最大變化的首5個國家分別是土耳其（+56噸）、埃及（+44噸）、哈薩克（-23噸）、印度（+11噸）及阿根廷（+7噸），共約95噸，變化比總數更高。另外，23個國家中印度及土耳其連續5個月錄得淨增持，而且幅度偏高，反映當地央行及政府非常重視戰事後歐美制裁等因素。只有墨西哥錄得連續淨減持，但報告並無詳述原因。

戰事仍未平息，互相制裁程度及方向仍存疑。預期未來將有更多國家因時制宜，調整外匯儲備持金量以備無患。雖然增持量頓時未能撼動各國央行持金量的總和（各國持金量分析，詳情可參閱上季《另類投資》章節），但預測長線對金價有利。



年內外匯儲備錄得變化的國家及其數量							
地區	國家	1月	2月	3月	4月	5月	總數(噸)
中亞	白俄羅斯	0.02	0.08	-0.02	0.11	0.00	0.19
	哈薩克	-17.06	-5.12	-12.09	5.29	6.27	-22.70
	蒙古	-1.34	-1.06	0.37	0.18	0.00	-1.85
	俄羅斯	-3.11	0.00	0.00	0.00	0.00	-3.11
	烏茲別克	-1.24	-22.08	-1.24	8.71	9.02	-6.84
中東	卡塔爾	0.68	-6.12	0.00	0.78	4.67	0.01
	阿聯酋	-0.08	-0.02	0.72	-1.01	0.00	-0.40
南亞	印度	1.32	2.54	2.46	0.93	3.75	11.00
	菲律賓	-0.15	-2.37	-5.01	0.85	0.00	-6.68
南太平洋	所羅門群島	-0.06	-0.05	0.18	0.05	0.02	0.14
南美	阿根廷	6.97	0.00	0.00	0.00	0.00	6.97
	厄瓜多爾	0.00	0.00	2.51	0.00	0.00	2.51
	墨西哥	-0.08	-0.03	-0.01	-0.10	-0.03	-0.25
東歐	阿爾巴尼亞	0.00	0.00	0.00	0.31	0.00	0.31
	捷克	0.00	0.00	0.34	-0.06	-0.03	0.25
	波蘭	-2.18	0.00	0.00	0.00	0.00	-2.17
	塞爾維亞	0.15	0.13	0.16	0.12	0.00	0.56
歐洲	土耳其	10.40	21.70	4.80	5.60	13.30	55.80
	歐元區	0.47	0.65	0.87	-0.81	-2.43	-1.24
	法國	0.00	0.00	0.03	0.09	0.00	0.12
	德國	0.00	-0.59	0.00	-0.93	-2.43	-3.95
	愛爾蘭	0.50	1.24	0.78	0.00	0.00	2.52
非洲	埃及	0.03	44.04	0.05	0.10	0.00	44.21
總數(噸)		-4.78	32.94	-5.08	20.22	32.11	75.41

資料來源：世界黃金協會，數據截至2022年6月30日

綜合分析，各項因素都有同一共識，就是下跌比上升空間及機率更大，搖搖欲墜的金價彷彿等待一個觸發點，以理順背後的隱含價值。但長線而言，ETF的對沖功能及「去美

元化」支撐中長線剛性需求，預期金價跌幅又未至江河日下。短期內金融因素主導金價走勢，根據上述分析，第三季金價將反覆走弱，料在約1,500美元出現較有力支持。

元宇宙

東亞銀行財富管理處投資策略團隊



元宇宙

什麼是元宇宙？定義及演變過程

定義和應用

「元宇宙 (Metaverse)」一詞早於1992年美國科幻小說「雪崩 (Snow Crash)」出現，書中描繪一個平行於現實世界的3D虛擬世界，並探討一個持久化和沒有中央統管機構的去中心化概念。元宇宙的最大特徵是人們可以在這個世界建立自己的「數字化身 (Avatar)」，並將現實世界的生活帶入這個虛擬場景，創立第二人生。簡單來說，元宇宙就是一個與現實有聯繫的模擬人生。

其實元宇宙已在我們身邊出現多年，只是程度和用詞不同。數十年來，網絡上的多人線上遊戲屢見不鮮，它們讓玩家制定個人化身份及與其他玩家互動的功能，已經算是元宇宙的一種。不過網絡遊戲只是元宇宙的入口，未來它會跨越遊戲的界限，帶領我們進入沉浸式體驗的新時代。這個虛擬空間，用戶不但可以如現實一樣上班工作，與其他人建立社交圈子，更可以購物和創造財富，豐富自己的虛擬生活。



元宇宙與Web3.0

網絡發展日新月異，過去發展可分為3個階段。Web1.0指1996至2004年間大多數網站屬靜態網頁，用戶是內容消費者，而非生產者。而Web2.0是2004年後基於「網絡作平台」的理念，以用戶創建內容為中心的社交平台。至於Web3.0是未來互聯網願景，關鍵前提是「去中心化」，將Web2.0中的建構平台去除，並建立包括區塊鏈的技術。Web3.0則是元宇宙持續運行的基礎，因此兩者概念並不完全相同。

元宇宙發展的重要里程碑

年份	里程碑
1992	科幻小說作者尼爾斯蒂芬森在個人作品「雪崩 (Snow Crash)」中創造元宇宙一詞，以此代表小說中的人使用數字化身來探索網絡世界，以逃避反烏托邦的現實生活 ¹
2003	網絡遊戲「第二人生」誕生，玩家能在遊戲中建構生活、社交，被譽為實現元宇宙的先驅 ²
2009	比特幣成為世界首個去中心化的加密貨幣，為加密貨幣開啟大門 ³
2014	美國媒體藝術家 Kevin McCoy 製造了人類史上首件非同質化代幣 (NFT) 加密藝術作品，為 NFT 往後的發展奠定基礎 ⁴
2021	美國多間大型科技企業先後公布發展元宇宙的計劃，並進行多項相關的企業行動，掀起元宇宙投資熱潮

¹ 見 CNBC 網站，<https://www.cnbc.com/2021/11/03/how-the-1992-sci-fi-novel-snow-crash-predicted-facebooks-metaverse.html>

² 見時代雜誌網站，<https://time.com/6123333/metaverse-second-life-lessons/>

³ 見衛報網站，<https://guardian.ng/technology/tech/the-idea-and-a-brief-history-of-cryptocurrencies/>

⁴ 見紐約時報網站，<https://www.nytimes.com/2022/03/03/arts/design/nft-art-beeple.html>

專輯

互聯網的演變框架 ⁵			
	Web 1.0	Web 2.0	Web 3.0
時段	1996至2004年	2004至2016年	2016年後
內容	集合在單一數據庫的已知資訊	個人用家能在全全球數據庫建構內容	個人用家能將數據轉化成具價值的「數位資產」
資訊形式	大多只供讀取	讀取和編輯	便攜與個人化
互動方式	網站表格	應用程式	去中心化的應用程式
廣告形式	橫幅	互動	行為
連接途徑	桌上型電腦瀏覽器	通常以電話優先	可穿戴VR/AR、語音和物聯網設備
技術	HTML、FTP	Flash、Java、XML	RDF、RDFS、OWL

元宇宙在未來應用能涵蓋多個遊戲以外的範疇。在工作層面，人們可以安坐家中，戴上VR眼鏡，在虛擬辦公室與工作伙伴的個人化身進行「面對面」會議，足不出戶便達到與現實近乎相同的工作體驗。就如比爾蓋茨預測⁶，在未來兩三年內，大多數網上會議將被轉移到帶有數字化身的3D元宇宙虛擬世界進行。在教育層面，元宇宙世界可作為歷史教室，透過虛擬實景讓學生置身於古蹟遺址，實現體驗式學習，提高教學成效。有醫療期刊亦發表文章指出⁷，學術界對元宇宙應用於醫療服務（包括疾病診治）的共識。元宇宙更可成為舉辦集體活動如演唱會、投資講座、拍賣會的場地，打破各類活動的地域和空間界限。麥肯錫(Mckinsey & Company)預測⁸，未來人類在元宇宙的活動將圍繞5個核心，包括遊戲、社交、健身、零售貿易和遙距學習。雖然元宇宙是虛構的場景，但當透過軟、硬件來建立與現實生活的聯繫時，科幻橋段將逐漸在我們的生活成為真實，甚至超越現實界限。

今天，很多企業開始將元宇宙元素以各種方式帶入企業。麥肯錫在2022年4月進行一項調查⁹，發現大部分已經將元宇宙納入商業模式的公司，多數用於市場推廣、員工培訓、會議、活動、產品設計和數位學生。他們預計到2030年，全球有超過一半的現場活動會以元宇宙方式進行，而且超過80%的商業活動將會被消費者在元宇宙的行為影響。

元宇宙計劃的實行率(%)							
行業	市場推廣	員工發展	元宇宙會議	活動或論壇	產品設計或數位學生	招聘和入職	顧客能以加密貨幣支付
科技	68	64	54	64	54	39	23
媒體和電訊	82	36	36	43	54	18	25
先進產業	64	55	36	64	64	36	9
金融及保險	67	63	56	49	56	25	31
消費、零售、服裝、時尚和奢侈品	95	56	59	41	50	41	14
能源與材料	54	85	69	46	69	31	8
醫療保健和公共部門	10	59	79	72	59	38	34
旅遊、交通和物流	56	78	56	78	56	44	22
總和	67	63	53	52	52	31	22

採用水平：■ 高(>70%) ■ 中(40至70%) ■ 低(<40%)

資料來源：麥肯錫，數據截至2022年4月

⁵ 見花旗網站，<https://ir.citi.com/gps/x5%2BFQJT3BoHXVu9MsqVRoMdiws3RhL4yhF6Fr8us8oHaOe1W9smOy1%2B8aaAgT3SPuQVtwC-5B2%2Fc%3D>

⁶ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2021/12/09/bill-gates-metaverse-will-host-most-virtual-meetings-in-a-few-years.html>

⁷ 見ScienceDirect網站，<https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S2588914122000016?token=1388954F9E15E0D68E5251FF51CE6108DCAEB304B5F1E60B626F1BBD58A20B09A5F958836B6687B327149A584107D099&originRegion=us-east-1&originCreation=20220620070224>

^{8,9} 見麥肯錫網站，https://www.mckinsey.com/~/_media/mckinsey/business%20functions/marketing%20and%20sales/our%20insights/value%20creation%20in%20the%20metaverse/Value-creation-in-the-metaverse.pdf

虛擬世界的經濟體

元宇宙的虛擬世界是個獨立經濟體，用戶可以擁有自己的數字資產(例如虛擬房屋)，亦可以與其他用戶進行資產交易，理念與真實世界大同小異，但關鍵在於「擁有權」和「去中心化」。

網絡世界的資產，不論合法或非法，素來容易被複製和濫用。簡單的一張網絡圖片，只須按下複製鍵，便可以任意被傳送或粘貼到其他地方，而使用圖片的人更可聲稱自己「擁有」該圖片。由於缺乏便利於追溯來源技術，現時網絡世界缺乏對擁有權的履行，嚴重打擊知識和私有產權，令網絡世界的產權保護似是而非。為了打破這局限，元宇宙中數字資產會以非同質化代幣(NFT)形式出現。

在虛擬世界中，任何形式的物件都可被製成NFT，可以是一幅圖片、一首歌、一短影片、一個遊戲，甚至一套動畫，而每一個NFT都是個獨一無二、不可替代的數字資產。雖然仍可被無限複製，但由於NFT擁有權必須由區塊鏈技術確認，我們可透過區塊鏈確認NFT實際擁有人。NFT買賣須透過加密貨幣達成，而所有NFT的發明和交易都在區塊鏈上留下紀錄，這紀錄公開可見之餘，亦不可以被更改，因此每件NFT誕生一刻的擁有權便一目了然，亦不能被冒充，令元宇宙的數字資產同樣實現了「押有權」。

釐定擁有權能為資產賦予價值，NFT的出現讓虛擬世界裡所有數字資產都變得有價有市，衍生出數字資產交易。據統計¹⁰，現時每年數字資產的交易額達540億美元，而單日NFT交易額的高峰可達2.5億美元¹¹。分析預計2022年虛擬世界房地產銷量將超過10億美元，比2021年上升1倍¹²。有科技公司更在年初成功完成史上首宗元宇宙按揭合約¹³，向客戶借出資金購買虛擬世界的土地業權。



NFT成交量與成交額



資料來源：NonFungible，數據截至2022年6月17日

數字資產的另外一個特點是去中心化，即不存在特定的「權威(Authority)」。現實生活中中心化的例子比比皆是，例如統一管控貨幣的政府、作出企業決策的公司管理層、中央處理證券交易的交易所、提供讓人交流的社交平台等，都是以一個中央機構的角色，管理和處理一個網絡。他們對自身的網絡有完全的控制權(如政府推出政策)，掌握一切網絡中的數據(如社交平台擁有所有用戶的登記資料)，而且若中央機構出現錯誤，將影響整個網絡(如若交易所出現系統錯誤，所有交易將不能進行)。

而去中心化，是指不受任何中央機構管控的網絡。這個網絡不屬於任何人或組織，而是100%由用戶掌控，而每個用戶都享有同等的權利。去中心化網絡的數據透明度極高，所有交易均毋須經過中央系統處理，每一個交易活動都完全透明且不能被篡改，讓所有用戶任意查閱和核實，因此沒有一個人擁有所有數據，而是所有用戶都擁有同樣的數據。有了去中心化的系統，用戶不須依賴第三方的中央機構，能自主控制交易，並能以點對點的方式，達到高效及低成本的操作。由於網絡沒有中央機構，即使其中一個節點出現錯誤，亦不會影響整個網絡。更重要的是，高透明度和集體控制權令黑客更難入侵網絡，讓系統更安全可靠。由於數字資產建立在去中心化的區塊鏈技術上，因此數字資產亦擁有去中心化的特徵。

¹⁰ 見摩根大通網站，<https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpm/treasury-services/documents/opportunities-in-the-metaverse.pdf>

¹¹ 見麥肯錫網站，<https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/business%20functions/marketing%20and%20sales/our%20insights/value%20creation%20in%20the%20metaverse/Value-creation-in-the-metaverse.pdf>

¹² 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2022/02/01/metaverse-real-estate-sales-top-500-million-metametric-solutions-says.html>

¹³ 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/videos/2022-02-03/the-risks-and-rewards-of-metaverse-mortgages-video>

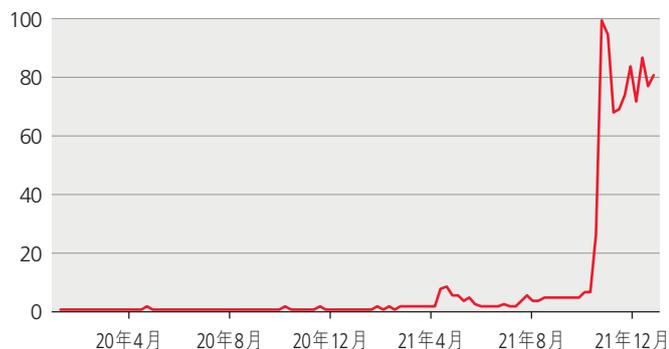
專輯

數字資產的擁有權防止虛擬世界內濫用知識產權的行為，去中心化提升交易活動的效益及建立安全保障，兩者均為元宇宙建立公平公開且安全可靠的經濟體。未來元宇宙中的貨幣系統將不止於過往電玩中的遊戲金幣，因為虛擬世界內的資產也可以帶有現實世界中的價值，若技術應用漸趨普及，為我們帶的影響將不容忽視。

元宇宙概念炙手可熱 各界爭相入局發展的核心

元宇宙成為熱話，轉捩點在去年10月美國有大型社交平台將其公司改名為元宇宙之後，自此全球網絡上與元宇宙相關的關鍵詞搜尋量不斷上升，延伸出來的概念詞例如NFT等商標註冊亦大增。根據科睿唯安報告¹⁴，今年2月以包含「NFT」和「虛擬產品或服務」作商標的美國企業，由2021年1月接近0間，至今年2月攀升至分別超過1,100及600間。可見，企業對元宇宙相關概念的興趣正不斷提升。

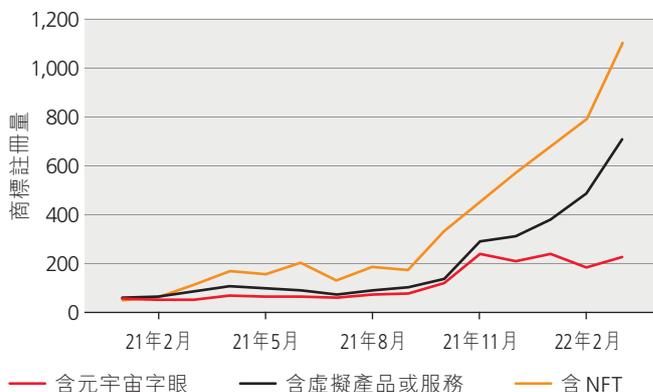
「Metaverse」搜尋熱度的趨勢變化 (以100作基準)*



資料來源：Google Trend，數據由2020年1月1日至2021年12月31日

*100代表該字詞的熱門程度在該時間點達到最高峰。

美國每月有關元宇宙的商標註冊量



資料來源：科睿唯安，數據由2021年1月至2022年3月

科技企業是支撐元宇宙的核心，不論是用家所需要的硬件、場景應用、互動體驗，都須要以數字內容及區塊鏈技術作為基礎。科技企業有了先進的技術，用家便可以在元宇宙中得到更真實的體驗，加快元宇宙發展。現時，內地至少有3間科技巨擘都在元宇宙領域中佈局及大量招聘人才，包括大量招聘虛擬場景搭建的建造師、虛擬角色，亦有企業與美國晶片公司合作發布元宇宙產品。預期未來不僅是科技企業，不同行業公司都會加大元宇宙領域的研發開支，投放更多資金發掘商機。

非局外人

雖然資訊科技業是元宇宙擴張核心，但自從這概念興起，全球不論任何行業都開始在某種形式上跟元宇宙扯上關係。他們在虛擬世界購買土地、開設分店、舉辦品牌活動、創建自家的加密貨幣、製作NFT等等。

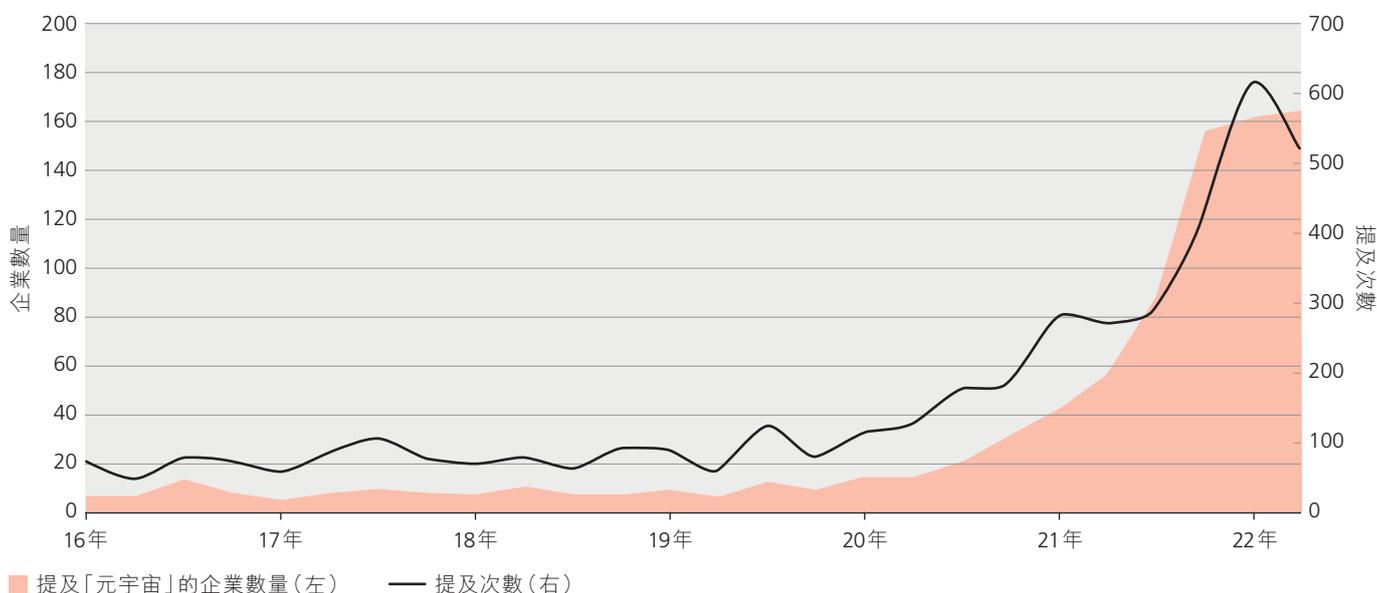
根據美國數據公司檔案數據庫顯示¹⁵，截至2022年6月7日，在全球上市公司業績電話會中曾提及「元宇宙」一詞的次數和企業數量不斷創新高。該報告亦指出「虛擬資產」和「數位孿生」為在第二季綜合所有業績電話會最常提到的關鍵詞。報告反映不同企業高管均在巨大發展潛力和同業影響下，紛紛關注元宇宙與他們的關係，並積極將其加入企業未來發展方針。

目前已公開表明進入元宇宙市場的企業除了來自科技行業外，還包括服裝零售、體育用品、百貨公司、奢侈品、汽車、金融、影視娛樂、旅遊、專業服務、通訊、公共事務、醫療服務、房地產等，幾乎涵蓋所有主要行業。各大企業寧願損失投資，都不想落後於市場變化，搶先到虛擬世界分一杯羹。

¹⁴ 見科睿唯安網站，https://clarivate.com/wp-content/uploads/dlm_uploads/2022/06/CM872104775-2022-Trademark-Trend-Whitepaper-v2.pdf

¹⁵ 見GlobalData網站，<https://www.globaldata.com/media/business-fundamentals/metaverse-wave-continues-rise-among-corporates-b2b-use-cases-discussed-q2-2022-earnings-calls-says-globaldata/>

全球上市公司業績電話會提及「元宇宙」的企業數量和提及次數



資料來源：GlobalData，數據截至2022年6月15日

除了商業界別，一些官方組織亦在元宇宙有所動作¹⁶。例子如下：

- 加勒比海島國巴巴多斯去年宣布在元宇宙建立世上首個官方的虛擬領事館，該國官員形容此舉提供不須增加實體大使館下擴大外交足跡。
- 南韓首爾政府計劃投資39億韓元打造「元宇宙首爾」，將公共服務引進虛擬世界，主題涵蓋經濟、教育、旅遊、通訊、城市發展、行政和基礎設施。首階段計劃在2023年設立虛擬市政廳。屆時只須戴上虛擬實境眼鏡，登入虛擬世界，便能透過數字化身會見政府官員和提交投訴。
- 中國多個城市包括北京、上海、浙江等亦陸續展開元宇宙發展工作¹⁷。其中，上海將元宇宙納入當地「十四五規劃」，以加強城市數字化轉型；北京亦將積極支持元宇宙產業，推動相關創科項目發展。

提升元宇宙與真實世界聯繫，及讓它發揮現實生活功能，單憑科技界參與並不足夠。科技企業為虛擬世界建立完善基礎建設，並推出各類硬件產品配合用家，但若缺少社會上其他行業共同付出，元宇宙只會是華麗的空殼。隨著更多市場參與者，今天元宇宙已不再局限於科技領域，虛擬與現實世界聯繫將愈來愈緊密。雖然大多數企業參與計劃仍停留在概念層面，但今天對元宇宙的可預見度已大大提升，相信當更多公司將元宇宙戰略推至執行階段時，我們便能更清楚看見元宇宙的潛力。

潛在投資機會

市場規模不斷壯大視為新藍海

能夠吸引大型企業爭相入局，元宇宙經濟潛力當然是不容忽視。今年1月中國國務院發布《「十四五」數字經濟發展規劃》¹⁸，表明數字經濟核心產業佔國內生產總值(GDP)增加值由2020年的7.8%增長到2025年10%。雖然沒有明確提到元宇宙對GDP影響，但當中提及發展數字經濟，須要推進產業如信息技術、大數據、物聯網、人工智能、區塊鏈等，亦正正是創建元宇宙不能缺少的一部分。相信未來有關產業將成為推動經濟的重要載體和場景之一。

¹⁶ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/currencies/seoul-barbados-check-into-metaverse-governments-eye-virtual-presence-2021-11-25/>

¹⁷ 見新浪財經網站，<https://finance.sina.com.cn/tech/2022-03-07/doc-imcwipih7002236.shtml>

¹⁸ 見國務院網站，http://www.gov.cn/zhengce/content/2022-01/12/content_5667817.htm

專輯

元宇宙接受度提升亦有利擴大市佔率。花旗銀行《元宇宙與金錢：解密未來》報告中¹⁹，預計2030年元宇宙用戶數量將多達50億，相等於今天全球人口6成半。現時使用智能設備已成為主流，同時使用虛擬實境(VR)和擴充實境(AR)的滲透率也逐漸提升，未來進一步將娛樂、社交、教育、零售等融入元宇宙普及化。報告指，2030年元宇宙經濟潛在總市場規模可達8至13萬億美元，屆時元宇宙將會對全球經濟具一定影響力。

企業對元宇宙領域投資日益增加。據麥肯錫報告指出²⁰，企業、風險投資和私募股權在2022年首5個月對元宇宙投資已經超過1,200億，比2021年全年570億高出1倍，當中大部分投資都與科技、媒體、遊戲公司相關，反映企業對元宇宙發展的決心。隨著社會認可度提升，未來元宇宙可投資範疇將愈趨愈廣泛，仍未涉足行業例如基建、物流等投資發展空間仍然很大。

圍繞元宇宙生態系統的投資策略

富時全球元宇宙指數追蹤全球過百間與元宇宙概念相關的股份表現，可作為元宇宙市場表現的指標。以富時全球全市場指數作比對，並以2017年6月作基礎，兩項指數變化在2020年前大致持平，但自2020年初開始，富時全球元宇宙指數明顯跑贏大市，而且兩項指數表現差距持續擴大，反映市場資金在2020至2021年間熱烈追捧元宇宙概念。直至2021年底出現變種病毒、地緣戰事及美聯儲加息等，兩項指數同步下跌，而且表現差距逐步收窄，反映恐慌情緒上升和流動性縮減，估值偏高的元宇宙股份沽壓較大。儘管如此，引述彭博數據²¹，2022年首2個月仍有2.47億美元資金流入元宇宙ETF，比去年同期多24%，反映雖然市場環境波動，但投資者對元宇宙概念的熱衷未曾大減。



富時全球元宇宙指數與富時全球全市場指數變化
(2017年6月為基點)



資料來源：彭博，數據截至2022年6月20日

元宇宙生態系統涉獵廣泛。細觀富時全球元宇宙指數的行業成份，當中包含科技(如電腦軟件及硬件公司)、非必需消費品(如零售)、工業(如芯片製造商)、電訊、金融(如支付服務公司)、醫療和能源，橫跨以美國、中國和台灣為主的13個市場。概念上，元宇宙與現實世界無異，與任何行業都能扯上關係，但元宇宙仍在發展初段，投資部署主要在固有元宇宙產業(如電玩遊戲)、硬件製造商及處於供應鏈上游的企業會較為可取。

1. 軟件及用戶產品體驗

由於元宇宙其中一個關鍵元素是沉浸式和多人空間體驗，要進入元宇宙場景，初期利用遊戲和社交平台便是能夠直接體現的方式。「去中心化」為元宇宙中另一個重要元素，意思是所有服務、社區發展都由元宇宙中玩家自設並各作出貢獻，而遊戲和社交平台正符合這一點。構建一個虛擬世界，玩家須要在遊戲或平台中交流、購買各式各樣商品、角色、權限等，所使用到代幣、虛擬道具，正是構建出真實感。全球各大遊戲開發商已積極進行併購，並掌握區塊鏈、知識產權(IP)、NFT等與元宇宙相關概念。根據Drake Star Partners報告²²，今年1至3月全球遊戲產業融資交易額已達到987億美元，超越2021年全年的數據，可見各遊戲商均透過收購合併來擴大市場佔有率。

¹⁹ 見花旗網站，<https://ir.citi.com/gps/x5%2BFQJT3BoHXVu9MsqVRoMdiws3RhL4yhF6Fr8us8oHaOe1W9smOy1%2B8aaAgT3SPuQVtwC-5B2%2Fc%3D>

²⁰ 見麥肯錫網站，https://www.mckinsey.com/~/_media/mckinsey/business%20functions/marketing%20and%20sales/our%20insights/value%20creation%20in%20the%20metaverse/Value-creation-in-the-metaverse.pdf

²¹ 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/professional/blog/metaverses-80-billion-etf-assets-by-2024-virtually-a-reality/>

²² 見Drake Star Partners網站，<https://www.drakestar.com/news/global-gaming-report-q1-2022>

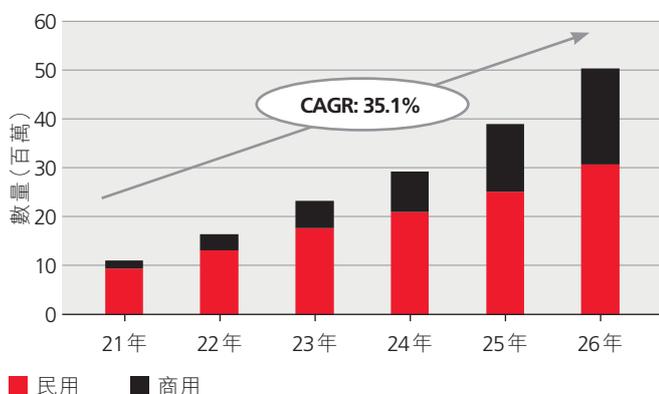
2. 硬件配套

在元宇宙中呈現一個動畫豐富、栩栩如生的3D模擬環境，軟件和硬件配合缺一不可，當元宇宙完全融入生活，或許每人須要擁有延展實境(XR)裝置。XR泛指結合虛擬和實際環境，讓用家互動，當中主要包括VR和AR。VR是電腦製成的3D模擬影像，該視覺體驗效果讓戴上VR眼鏡後彷彿身臨其境。而AR則令現實和虛擬空間互相交疊，打破現實場景限制，令虛擬與真實物件無異。

VR/AR影像會隨著用家移動實時變化，亦可配合其他硬件如觸感手套和耳機，全方位透過各類感官為用家產生強烈真實效果。除提升用戶體驗外，XR亦多方面應用，例如呈現產品設計概念、透過感官數據分析健康狀況等。升級設備讓用戶體驗到沉浸式互聯網所須要的系統與設備，當中便須要強大的組件。XR市場醞釀巨大潛力，有利推出VR/AR產品的龍頭企業，但由於現階段VR/AR的市場滲透率不及傳統電子產品，因此相信以投資角度，將更有利製造這些裝置的供應鏈上游企業。預料芯片、半導體、傳感器、顯示屏、裝置外殼及鏡片的製造商將首先受惠。由於配合元宇宙的硬件亦包括智能手機、電腦等傳統硬件，若上游供應商業務涉及兩者，將可看高一線。

根據國際數據資訊(IDC)全球按季VR/AR頭戴式裝置追蹤數據顯示²³，2021年全球VR/AR市場增長92.1%，出貨量達1,120萬件。IDC預期出貨量將在2026年突破5,000萬件，估計在2021至2026年間，整體市場年均複合增長率(CAGR)達35.1%，當中商用比民用出貨增長高出逾兩倍，達63.2%。

全球VR/AR裝置出貨量預測



資料來源：國際數據資訊，數據截至2022年3月22日

高質網絡支援服務才能實踐元宇宙，讓現實和虛擬世界實時、流暢中同步。除了網絡速度需要將提升，電訊營運商採用的基礎建設亦須升級。5G，甚至6G需求應運而生，搶先加入元宇宙的通訊商更能奪取市場份額，長遠具投資價值。

總括而言，元宇宙發展有利以下板塊：

行業	業務
軟件應用	遊戲開發商、社交平台
硬件應用	智能手機、電腦、顯示屏、數據中心
硬件供應鏈上游	半導體、芯片、傳感器、裝置外殼及鏡片製造商

潛在挑戰

元宇宙尚未成形，重演2000年科網爆破？

元宇宙火熱程度與無限幻想空間有著密不可分關係，令市場擔憂「未成形、先興奮」現象會否重演2000年科網爆破(Dot-com泡沫)。1995至2001年間，歐美及亞洲等地將公司營運與資訊科技或互聯網掛勾，企業如雨後春筍，掀起資本市場熱潮。當時大批科網相關股份受追捧，熾熱程度與今天打著「元宇宙」概念股表現相似。

不過，元宇宙講求創造者及用家參與度和體驗，目前核心技术(如軟件、硬件設備)、「去中心化」生態系統日益成熟，與2000年市場盲目跟風投資情況相似程度偏低。

此外，泡沫與否在乎供求關係。當年不少資訊科技公司在科網泡沫爆破後宣告破產，源於市場需求根本性不足。現時各方在元宇宙投資龐大，但現階段用家接受程度和需求量成疑。部分虛擬資產年初出現炒風，投資者須留意相關風險。

相反，以現時元宇宙相關投資規模，「元宇宙熱」反而與2016年人工智能(AI)熱潮類近，亦屬AI熱的延伸。AI技術是透過物聯網、大數據等深度學習技術，將機器學習應用在日常生活中，各行各業積極引進和融合AI的生活應用。不過至今AI發展仍未成熟，目前普遍應用在處理客戶服務、農業、醫療等領域，與元宇宙發展階段相似。根據麥肯錫數據²⁴，今年元宇宙相關的創業投資與私人股權投資總額達60至90億美元，與2016年AI投資額(60至80億美元)相近。

²³ 見IDC網站，<https://www.idc.com/promo/arvr>

²⁴ 見麥肯錫網站，https://www.mckinsey.com/~/_media/mckinsey/business%20functions/marketing%20and%20sales/our%20insights/value%20creation%20in%20the%20metaverse/Value-creation-in-the-metaverse.pdf

專輯

各國關注安全隱患

元宇宙熱潮開始後，各持分者同時關注安全性的問題，包括數據安全、濫用行為和未來對數字資產監管，這些考慮直接影響元宇宙發展速度，值得投資者注意：

• 數據安全

元宇宙與現實世界愈趨聯繫，虛擬平台便掌握更多數據，包括個人資料、行為模式、消費喜好、人際網絡、生物識別等。若發展日益成熟，涉及資料更敏感，例如病歷和財政狀況。平台徹底掌握用戶私隱，彷彿造成「無私隱世界」。平台掌握數據、黑客入侵、國家和商業資料保障（如官方機構或企業的虛擬會議），資料洩漏風險隨之上升。以往元宇宙停留在遊戲層面，涉及敏感資料較少，應用在更多不同層面時，監管機構將高度關注虛擬世界的數據安全。

• 濫用行為

說到底，元宇宙中彼此都是數字化身，用家不但不一定要使用真實姓名、性別、年齡、膚色和個人資料，甚至可以同時擁有多個數字化身。匿名、不受責任限制環境，往往釀成非法行為。英國衛報最近發布一套紀錄片²⁵，記述一名記者以一個13歲兒童身份進入虛擬世界，探索元宇宙生活。在僅僅10分鐘，記者已遇上關於種族歧視、暴力和性騷擾言論，包括一些極端主義用家，在虛擬世界內公開討論有關極端種族主義和仇恨內容。雖然是虛擬，但戴上VR眼鏡的真實感足以令她感到極度恐懼。今天元宇宙是沒有法律、行為不受限制的世界，革命性體驗同時隱藏風險。用戶言論和內容都不受過濾，沉浸式體驗令威脅格外真實。元宇宙讓用家不須負上責任，任意投射現實生活中被限制的行為。這個沒有國與法庭的空間將如何限制，是元宇宙普及化的一大挑戰。

• 未來對數字資產的監管

現時大部分國家仍未對數字資產發展作明確監管。每年540億美元數字資產交易額²⁶，等同於香港GDP約15%資金，龐大而不受規管的市場很容易吸引犯罪活動。由超過39個國家及地區組成，集合超過200個地區參與的財務行動特別組織（FATF）表示²⁷，數字資產引發洗黑錢、恐怖分子融資及其他犯罪活動，不法之徒或繞過素來受監管的金融系統獲取、轉移和窩藏犯罪資金，對社會及全球金融系統構成極大威脅。因此組織呼籲各國盡快採取行動，對數字資產，尤其對交易內容及模式、雙方身份、資金來源及地區風險作出監察。事實上，現時各官方機構已陸續開展監管工作，虛擬世界將受到更多限制，在各方利益平衡前，以數字資產為發展主軸之一的元宇宙亦會受到影響。



²⁵ 見衛報網站，<https://www.theguardian.com/tv-and-radio/2022/apr/25/a-barrage-of-assault-racism-and-jokes-my-nightmare-trip-into-the-metaverse>

²⁶ 見摩根大通網站，<https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpm/treasury-services/documents/opportunities-in-the-metaverse.pdf>

²⁷ 見FATF網站，<https://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/Virtual-Assets-Red-Flag-Indicators.pdf>

各地政府及官方組織對數字資產監管工作		
政府及官方組織	時間	監管工作
英國	2020年1月	要求從事加密資產活動的公司遵守《洗錢、恐怖主義融資和資金轉移條例》 ²⁸
財務行動特別組織 (FATF)	2021年10月	發布虛擬資產與服務商之風險基礎指引，指導各國對透過數字資產進行洗黑錢等活動進行監管 ²⁹
新加坡	2022年2月	新加坡金融管理局發布《2022年金融服務和市場法案綱要》，加強對虛擬資產服務提供商在洗黑錢和恐怖融資風險方面的監管 ³⁰
中國	2022年2月	銀保監發布《關於防範以「元宇宙」名義進行非法集資的風險提示》 ³¹
經濟合作暨發展組織 (OECD)	2022年3月	發布公開指引，提出將數字資產納入須進行資訊交換及稅項申報之框架 ³²
日本	2022年3月	計劃修改外匯法，將加密貨幣交易所包括在內，以填補國際資金繞過金融制裁的漏洞 ³³
美國	2022年3月	總統拜登簽署名為《確保數字資產負責任發展》行政命令，包括要求財政部在120天內制定一項行動計劃，以減輕與數字資產相關國家安全和非法金融風險 ³⁴
香港	2022年6月	計劃通過修訂《打擊洗錢及恐怖分子資金籌集條例》，向虛擬資產交易所實施發牌制度，並要求企業須履行打擊洗錢及恐怖分子資金籌集責任 ³⁵
歐盟	2022年6月	歐盟達成協議，首次將加密資產、加密資產發行人和加密資產服務提供商納入監管框架 ³⁶

元宇宙概念吸引全球目光，對社會、個人、商家而言都會產生重大影響。終究元宇宙、NFT、加密貨幣等都是一種工具，會否成為投資泡沫視乎供需及執行。任何新技術都須要時間建立和發展，技術發展亦帶來無限投資機會，但嶄新投資領域往往須要經歷大幅波動的洗禮，投資前先留心個人風險承受能力。

²⁸ 見英國金融行為監管局網站，<https://www.fca.org.uk/firms/financial-crime/cryptoassets-aml-ctf-regime>

²⁹ 見FATF網站，<https://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/Updated-Guidance-VA-VASP.pdf>

³⁰ 見新加坡金融管理局網站，<https://www.mas.gov.sg/news/speeches/2022/explanatory-brief-for-financial-services-and-markets-bill-2022>

³¹ 見銀保監網站，<https://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=1038723&itemId=915&generalType=0>

³² 見OECD網站，<https://www.oecd.org/ctp/exchange-of-tax-information/oecd-seeks-input-on-new-tax-transparency-framework-for-crypto-assets-and-amendments-to-the-common-reporting-standard.htm>

³³ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/japan-revise-foreign-exchange-law-end-crypto-loophole-sanctions-russia-2022-03-28/>

³⁴ 見白宮網站，<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/presidential-actions/2022/03/09/executive-order-on-ensuring-responsible-development-of-digital-assets/>

³⁵ 見香港政府新聞公報網站，<https://www.info.gov.hk/gia/general/202206/24/P2022062300502.htm>

³⁶ 見歐洲理事會網站，<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/06/30/digital-finance-agreement-reached-on-european-crypto-assets-regulation-mica/>

免責聲明

免責聲明及重要通知

本文件由東亞銀行有限公司(「東亞銀行」)和東亞聯豐投資管理有限公司(「東亞聯豐投資」)編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據大眾可取得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

有關資料所表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。

東亞銀行會按需要更新已發佈之研究。除了定期發佈的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發佈其他報告，不作另行通知。

東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失(不論屬侵權或合約或其他方面)概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

投資決定是由閣下自行作出的，但閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式(包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介)進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。

本文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

東亞聯豐投資為東亞銀行及德國德聯豐投資(Union Asset Management Holding AG)在2007年成立的合營公司。

東亞銀行(中國)有限公司(「東亞中國」)是東亞銀行在內地註冊成立的全資附屬銀行。



www.hkbea.com