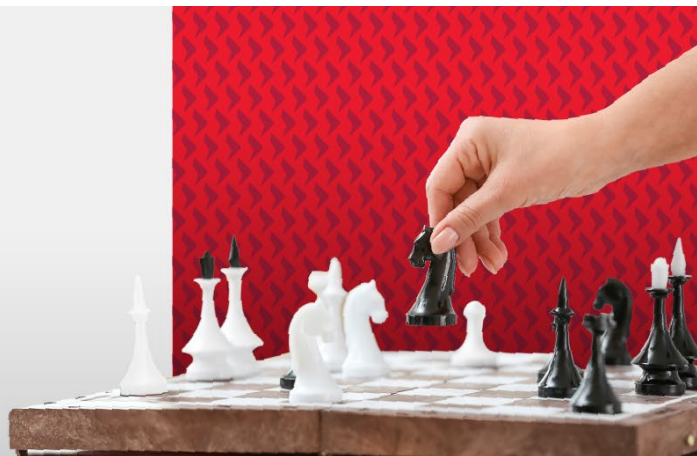


瀚亚投资 2022 年中期展望

面对通胀、衰退和 地缘政治局势， 投资者需要改变策略吗？



随着市场重新开放、中国实施新一轮的经济刺激措施以及通胀见顶，风险亦随之而来，并有可能造成超预期的结果。对此，瀚亚投资首席投资官马浩德 (Bill Maldonado) 认为，投资策略需要挑战现状，以帮助投资人在保持灵活性的同时，适时捕捉投资机遇。

宏观层面：尽管存在流动性紧缩和供给冲击，但经济重启仍可为全球增长提供支持。

1. 您对今年下半年的全球经济有何展望？主要央行目前采取的紧缩措施会带来衰退的风险吗？

就目前来看，我认为全球经济增长还会继续受到多重障碍的影响，例如俄乌危机、各国央行的强硬立场、收益率上升、供给冲击等，当然还有中国的清零政策。（见图1）

美国方面，我认为它的消费前景好坏参半：一方面实际数据显示消费者支出似乎仍具弹性（主要原因包括被压抑的强劲需求、体量高达2.3万亿美元的庞大储蓄，以及家庭债务收入比下降等），但另一方面，不少调查问卷结果却显示前景有恶化的迹象，例如美国零售业巨头 Target 和 Walmart 最近的季度盈利低于预期；同时，俄乌危机造成的供应链中断令欧洲遭受了严重的打击，短期内的滞胀风险不断攀高。

但我们还是认为，以美国为主的发达市场经济体目前仍处于向「经济周期晚期」过渡的时刻，要断言它出现了衰退可能还为时尚早。不过，美联储 (Fed) 将对抗通胀置于提振短

期增长之上，因此存在大幅加息至限制性区间、导致美国陷入衰退的风险。而新兴市场经济体的前景则更为复杂，包括亚洲新兴市场依然依赖中国的增长轨迹，以及其它新兴市场因美元走强和供应链中断，而面临输入型通胀的风险。

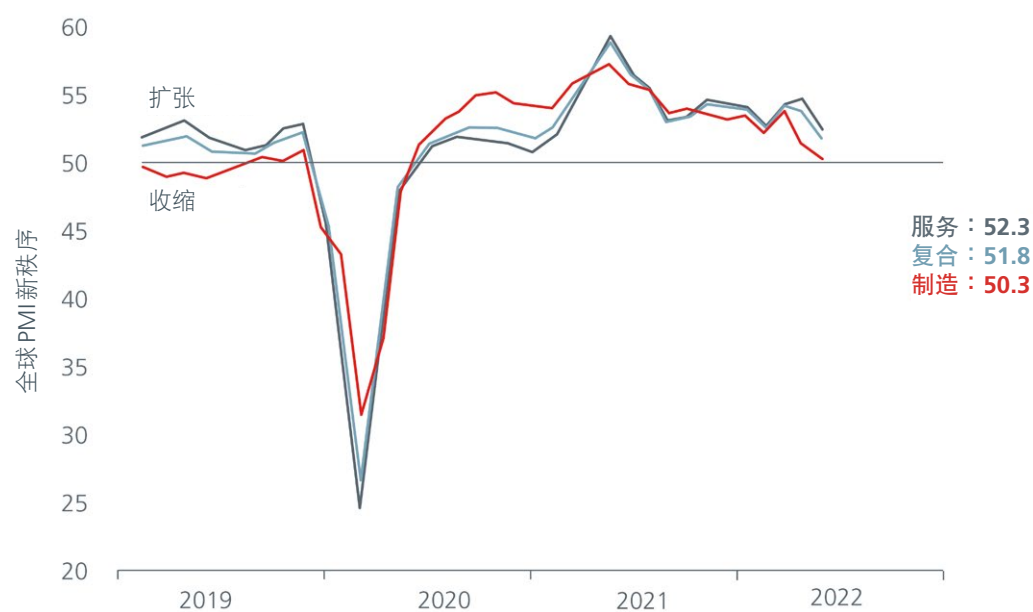
总体而言，疫情过后的经济重启应该会支持全球经济的增长，但鹰派央行的紧缩措施却有可能带来超出预期的结果。我们必须继续监测衰退风险，同时灵活应对不确定性和波动性。

2. 在此背景下，亚洲经济体将有何表现？

随着全球逐步解除疫情管控措施，消费重心预计将维持从商品转向服务的趋势，因此，人口众多的亚洲经济体预计将有良好表现。其中，重新开放边境将令东盟受惠，这一点对于高度倚赖旅游业的泰国来说尤其如是；至于像马来西亚、印度尼西亚这样的大宗商品出口国，相信在2022年也会出现良好的GDP增长。

不过同时间，供应链中断造成的商品价格上涨、能源价格飙升以及经济重启的压力也推高了亚洲地区的通胀。跟发达市场的央行相比，亚洲各央行的加息步伐是落后的，不过有迹象显示他们正在迎头赶上。尽管如此，相信亚洲央行也不会太过激进，因为他们需要保护最脆弱群体免受食品和能源价格上涨的影响。在这方面，鉴于亚洲各国政府的财政灵活性更大，他们也更有可能通过补贴来缓解通胀冲击。

图 1. 全球经济增长在 2021 年达到高峰后正逐步放缓

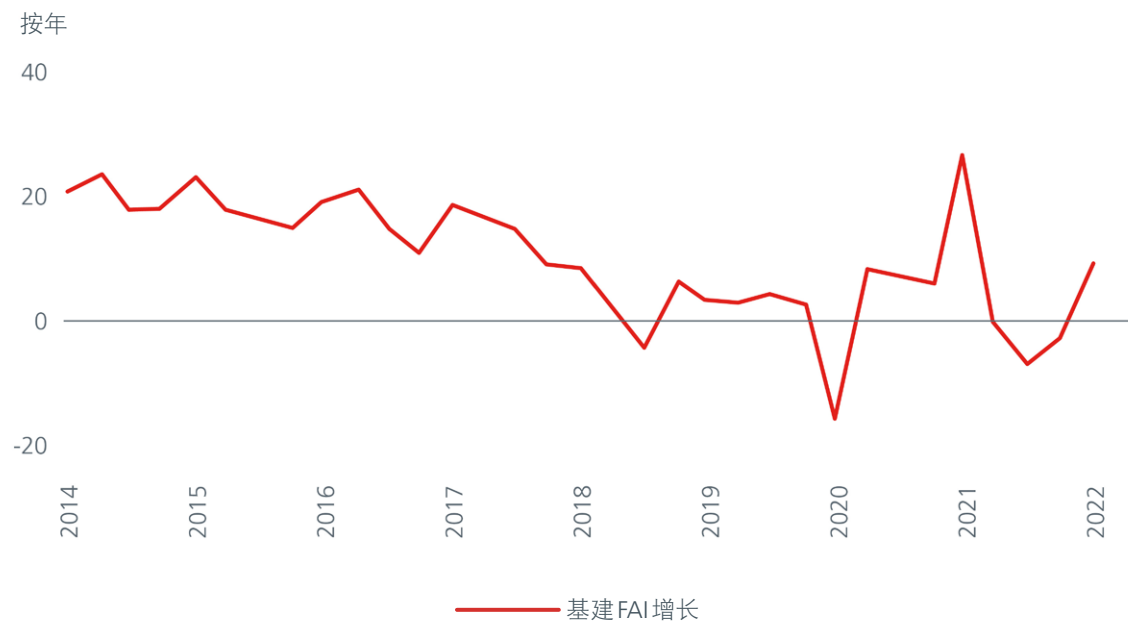


数据源：Refinitiv Datastream, 瀚亚投资, 2022 年 4 月。

对于中国的经济，投资人则普遍持悲观态度。不过，若我们从积极的一面来看，上海封城的教训可能会令中国调整清零政策，未来的防疫措施或许会更务实一些，故此，我们也不应将上海一地的情况推及到全中国。与此同时，中国政府正在酝酿以减税的方式提供更大的财政支持，基建

投资有望成为中国经济增长的重要驱动力（见图 2），而中国人民银行过去一段时间以来已连续下调了存款准备金率、贷款市场报价利率 (LPR) 和抵押贷款利率。由于中国经济在今年第二季度跌到了谷底，因此这些反周期措施想要在实体经济中得到体现，还需要一定时间。

图 2. 基建投资有望成为中国经济增长的强劲推动力



数据源：NBS, CEIC, 2022 年 4 月

资产配置：近期的抛售并未削弱传统60/40组合的说服力。

3. 今年上半年，债券和股票资产同遭抛售，这是否会令传统的60/40组合失去说服力？

历史上，当债券和股票这两种资产的价格都不昂贵时，它们的投资回报通常呈负相关（也因此提供了最大的多元化收益）。但今年为什么会这么特别呢？原因就是在后疫情（post-COVID）时期，股票和债券的价格已被大幅提升，这两种资产早就不再便宜了，而进入2022年，疫情再度引发严重的经济担忧，并在金融市场上掀起了无差别的抛售潮。

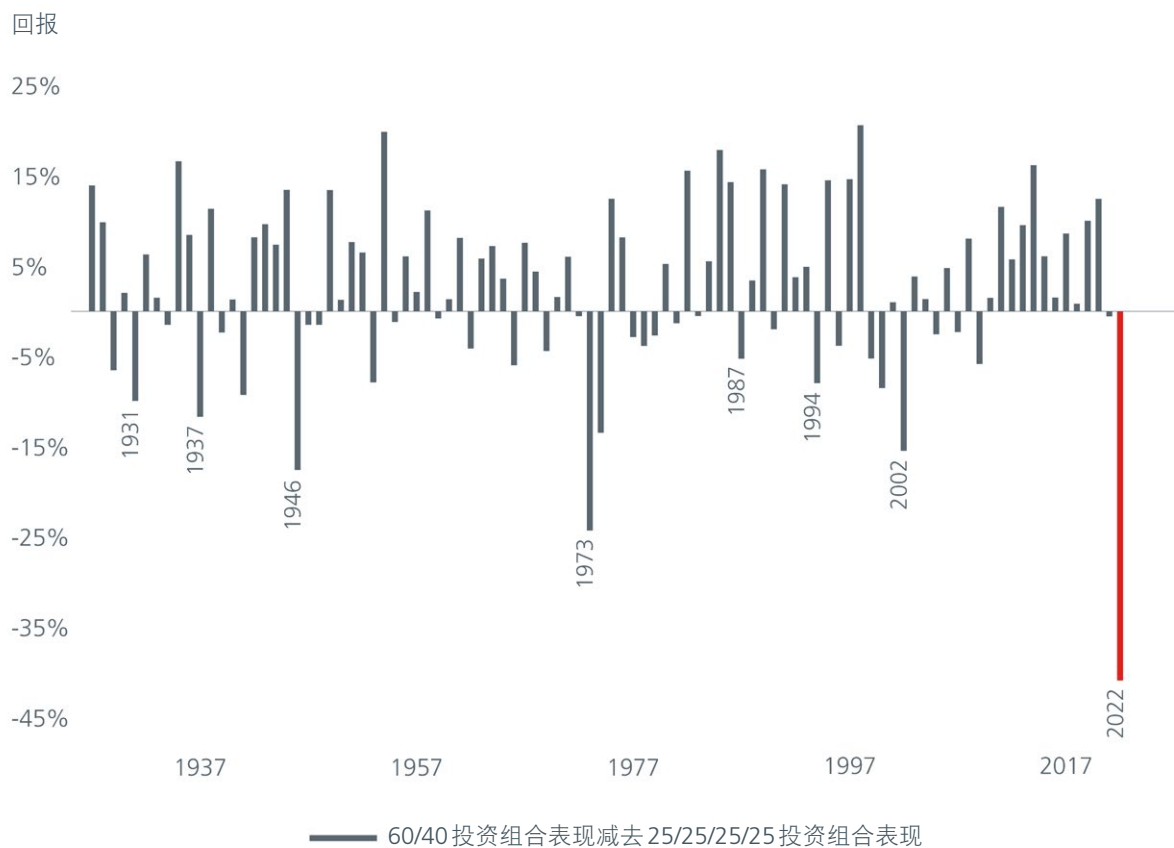
那投资人还应该采用60/40组合吗？其实，我们在考虑是否要采用60/40组合时，有一个非常重要的考察点，那就是时间跨度。长远来看（五至十年），战略性资产配置已被证明是实现投资组合回报目标的最重要因素。从这个角度说，最近的抛售并不是令60/40组合失色的理由。（见图3）

年初以来，随着股票和债券资产的估值显着改善，我们认为有望在今年见顶的通胀其实预示着60/40组合策略未来几十年都将保持强劲表现。同时，来自于资产配对交易的战术性资产配置和由多种股票市场因子（估值、动量、质素等）带来的风险溢价也将提供不相关的阿尔法流（alpha streams），帮助减轻潜在的回撤影响。

我们认为，在增长放缓、通胀上升的环境中，广泛的多元化和流动性是主要考虑因素。为此，我们的多资产投资团队已着手实施了多个中期战术资产配置，有望在未来3至12个月中为投资组合带来价值增长。

在市场高波动和高通胀时期，黄金等实物资产是颇具吸引力的避风港。在这方面，我们认为美国的黄金矿商是分散投资和对冲通胀的不错标的，因为从历史数据来看，黄金矿商在加息周期中的表现往往跑赢美国股市。另外，团队亦看好各大航空公司，理由是旅行限制的放宽将令民航业的运力和效率稳步恢复。

图3. 60/40投资组合录得长期一贯表现



数据来源：BofA Global Investment Strategy, Global Financial Data, 2022年4月 60/40：股票／债券，25/25/25/25：股票／债券／现金／商品

股票与债券：我们偏好低波动、价值型和派息股，同时，通胀见顶亦带来了吸纳长期债券的机会。

4. 价值股年初至今的优异表现能否持续？

目前，围绕通胀和利率的预期正在发生变化，这令市场重新关注企业的盈利能力和现金流，这样的环境将继续有利价值股的表现。同时，未来十年内，脱碳(Decarbonisation)的发展目标也需要投入大量的基建和资本开支，这将有利于工业、原材料等价值行业。

另外，加息亦令市场重新关注估值。过去十年间，投资人对成长股趋之若鹜，虽然价值股从2020年11月起开始跑赢大盘，但它与成长股之间仍然存在较大差距，这一点在亚洲价值股上尤为明显，因此，我们预计亚洲的价值股仍有上行空间。(见图4)

同样的结论也适用于全球新兴市场和日本。在这些市场上，成长股和价值股之间依然存在巨大的估值差距。可以

说，正是因为过去十年间投资人太青睐成长股，现在反而到了价值股为组合创造阿尔法收益和多元化收益的时候。

5. 投资者该如何抵御更频繁的市场动荡？

首先，低波动股票策略能帮助投资者度过波涛汹涌的市场，亚洲市场尤其如是，因为对比发达市场，亚洲市场的波动更大、恢复所需要的时间更长，而在市场颓势时，低波动股票的跌幅较小，可以将投资人在错误时间退市的风险减至最低。另外，低波动股票组合通常包括那些杠杆水平更稳健、商业模式更稳定和成熟的公司，这些公司的股票在熊市中的跌幅更小，后续只需要小幅上涨即可恢复，再迭加时间效应，相信能够为投资者带来可观的长期收益。

股息收入亦有助于增加投资组合的弹性，因此在波动的市场中，派息股就是一种缓冲，可通过强大的现金流生产能力，为投资人提供更稳定的资本回报。对于亚洲股票来说，股息收入是回报表现的长期推动力，过去20年来占比

图4. 亚洲价值股较成长股有大幅折价



数据源：瀚亚投资。Macquarie Quantitative Research，2022年4月30日。MSCI亚洲除日本指数中（按Macquarie质素评分）前1/5质素及成长股与（按Macquarie价值评分）前1/5价值股的相对市盈率对比。

高达总年度回报的25%¹；同时，在亚太地区（除日本），股息超过3%的股票数目几乎是欧洲的两倍和美国的三倍有余²，充分显示亚洲是非常适合股票收息策略的地区，慎重选择优质派息股可成为投资人稳定的收入来源。

6. 在息率上升的环境下，固定收益是否仍有机遇？

高通胀预期以及美联储的鹰派姿态推动美国10年期国债收益率在5月突破了3%的心理阈值，为2018年以来首次。

尽管该收益率后来小幅回落，但我们还是认为，随着美国的核心通胀可能在今年下半年有所缓和，收益率的上升将更为有序。不过，若增长担忧导致通胀压力和加息预期双双下降的话，美国10年期国债收益率倒是有跟着下跌的可能。

从估值的角度说，我们比较看好美国长期债券，因为现在的估值比年初更有吸引力；另外，由于收益率的上升和息差扩大，美国投资级信贷也开始展现出了吸引力。与欧洲相比，美国受俄乌战争的影响较小，偿债能力更强，同

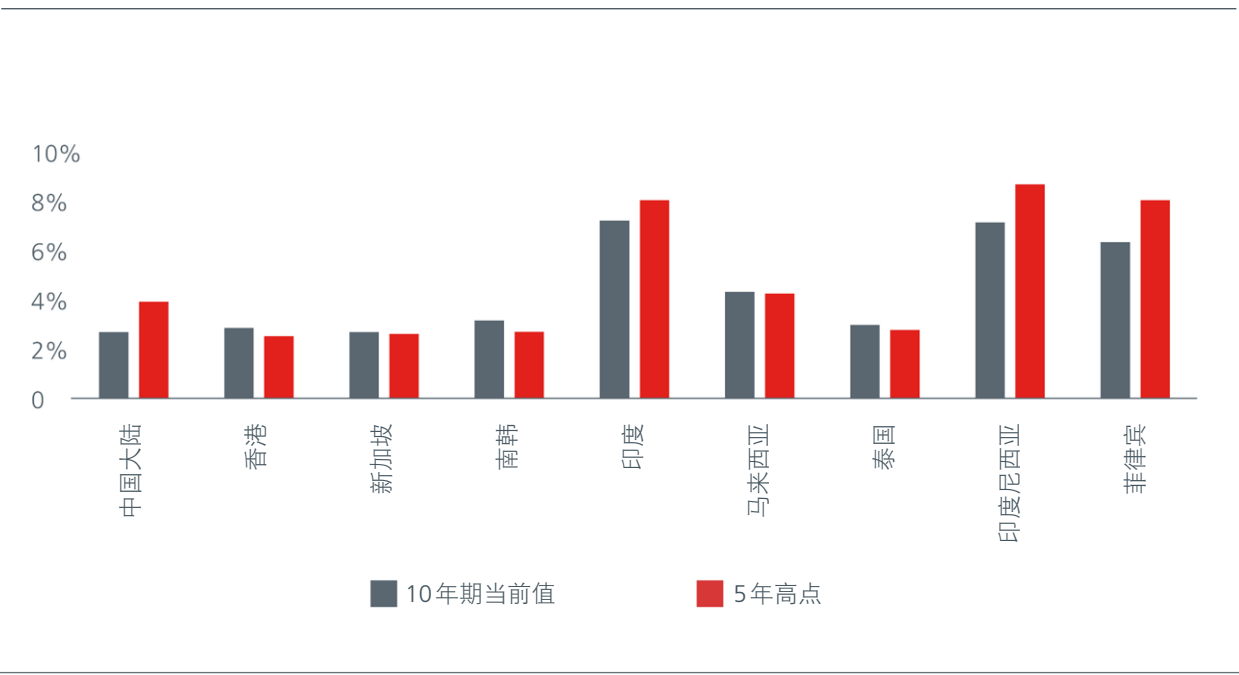
时，受国内经济前景的支撑，美国高收益信贷虽然在年初表现平平，但仍有可能在今年下半年录得不错收益。

亚洲债券方面，目前大部分10年期的亚洲本地货币债券其收益率已接近5年高点，而且超越了2018年美联储加息周期中的峰值。（见图5）同时，大部分亚洲债券的收益率曲线跟历史平均水平相比更为陡峭，意味着投资人增加布局长期债券是有意义的。如果风险情绪再如预期般得到改善，则走高的收益率和更具吸引力的利差有望进一步推升投资回报。

7. 中国股票及亚洲高收益债券的前景如何？

在本文撰写期间，新冠感染病例数目和交通拥堵数据等一系列新出炉的指标显示中国的疫情形势正在逐步改善，因封锁措施而被压抑的消费需求将重新得到释放。同时我们预计，为实现2022年的GDP增长目标，中国政府有可能在下半年推出力度更大的财政及货币政策，而这将利好A股市场。

图5. 大部分10年期亚洲本地货币债券的收益率已接近5年高点



数据源：瀚亚投资。彭博。2022年5月。

¹ 彭博。MSCI指数。从2011年12月至2021年12月 ² MSCI。2022年3月。

在亚洲高收益债券市场上，我们认为印度的可再生能源行业存在价值机遇，而中国的房地产行业前景则依旧不明朗。所幸的是，中国央行鼓励国内优质的房地产开发商收购陷入困境的发展商项目，此举将有助于减低行业的违约风险。此外，我们也预计中国政府会推出更多的支持措施，例如地方政府放宽预售资金监管，以及进一步放宽一线城市的房贷和购房限制。

货币：美元上行空间有限，人民币将更为稳定。

8. 美元及亚洲货币的前景如何？

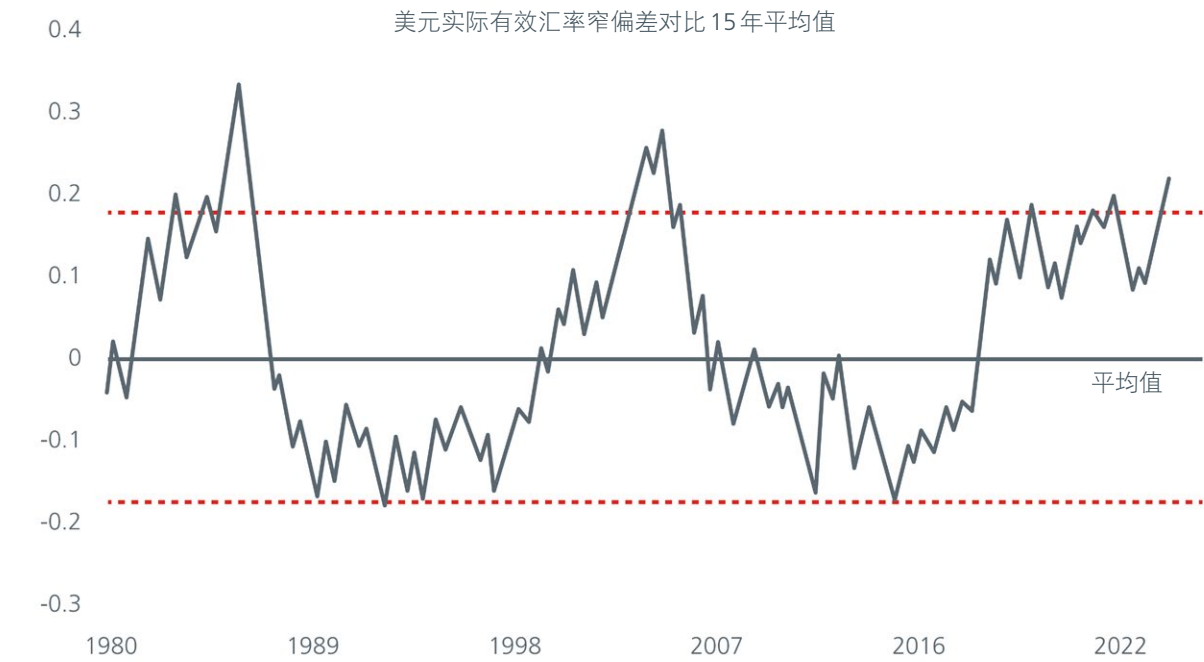
迄今为止，受美联储鹰派政策和避风港需求 (safe-haven demand) 的影响，美元一直保持强势。对于美联储来说，它唯有保持激进的加息预期，才可能继续支撑美元的这种强势；一旦联储立场软化，利率预期下降，那么美元的上行空间就会受限。

还有一些因素也可能限制美元的强势，例如在高估值下，机构投资者纷纷做多美元，但结果却很有可能是头寸增加部分的上行潜力受限。(见图6)

日圆方面，我们预计，只要日本央行维持超级鸽派的立场而美联储又在不断加息，那么日圆势将持续疲软。另外，由于日本严重倚赖天然气进口，能源进口价格的上升也可能令日圆承压。

对于人民币，中国政府当然希望它保持稳定，以配合支持性的经济政策，因此在今年下半年，人民币有望成为亚洲的锚货币。此外，鉴于亚洲国家的外汇储备充裕，我们相信各国央行有能力通过干预手段防止货币过度疲弱，例如新加坡金融管理局就实施了货币升值政策，因此我们看好新加坡元。同时，我们也看好马来令吉和印尼盾，原因是商品价格的上涨为这些国家带来了有利的贸易条件。

图6. 美元的估值已然过高



数据源：德意志银行。Bloomberg Finance LP. 2022 年 5 月。

ESG：脱碳活动逐渐升温，亚洲可持续发展债券市场具有更多机遇。

9. 投资者应考虑哪些关键的ESG因素和机遇？

随着脱碳在投资决策中变得越来越重要，投资者应对相关的数据质量和差距有所认识。例如，碳排放主要有三个范围：范围一是指由公司拥有和控制的资源所直接产生的排放，范围二是指公司外购的能源所产生的间接排放，而范围三则是指在公司价值链（包括上游供货商和下游客户）中发生的所有间接排放（不包括在范围二中）。根据《温室气体核算体系》(GHG Protocol)，目前企业的大部分排放其实都属于范围三，但因为测量困难的关系，范围三的排放报告比较稀少。可见，投资人在根据脱碳目标作出投资决策时，充分了解这些风险是至关重要的。

在我们看来，市场上不存在唯一的ESG或可持续投资方法，投资人也不应该仅仅因为一家公司的ESG风险状况不佳就完全避免投资。如果我们相信可以通过积极参与管理层和董事会来改善公司的可持续发展，又为什么不考虑投资呢？

另外，亚洲目前需要大量资金来对抗严峻的气候挑战，而其中大部分资金将来自亚洲可持续债券和绿色债券的发行。换个角度说，这些可持续债券和绿色债券的发行也为投资人提供了更多的机遇。

风险：不断加剧的地缘政治紧张局势、更多的供给冲击以及政策失误，都在我们的风险雷达上。

10. 未来6至12个月内，投资人将面临哪些主要风险？

地缘政治紧张局势仍然是市场波动的持续来源，而全球增长也将继续受到供应链中断、通胀飙升和加息的影响。虽然我们已认识到了这些风险，但我们还是想提醒投资者不要过度悲观。因为变种病毒的影响会越来越弱，再加上美国劳动力市场表现强劲、美国企业的基本面总体健康、股市估值也越来越具吸引力，我们相信全球经济增长不会出现断崖式的下跌。

另一方面，无论是过度加息还是中国的清零政策，都是重要的政策风险。虽然在过去，政策制定者们曾在不同时间段单独处理过这些风险，但所有政策风险汇合起来还是前所未有的，而这也意味着政策制定者们没有类似经验可参考。

勾勒出风险，我们也就明了了潜在投资结果和实际结果之间的差异，或者说是潜在投资结果的范围。那么作为投资人，在明白了潜在结果的前提下，我们只能继续分散投资，利用不同投资策略保持自身的灵活性。

免责声明

数据源：瀚亚投资(新加坡)有限公司

本文由瀚亚投资(香港)有限公司(「瀚亚香港」)刊发。本文并不构成任何证券之认购、买入或沽售的要约或建议。本文所载任何意见或估算资料可能作出变更，恕不另行通告。本文所载资料并未就任何人士的特定投资目标、财务状况或特殊需要作出考虑；因此，亦不会就任何收件人士或任何类别人士，基于本文资料或估算意见所引致的直接或间接损失作出任何担保或赔偿。过往表现，对经济、证券市场或市场经济走势的预测、推断、或估算，未必代表将来或有可能达致的表现。瀚亚香港是英国 Prudential plc. 的全资附属公司。瀚亚香港和 Prudential plc. 与一家主要在美国营运的 Prudential Financial, Inc., 和在英国成立的 M&G plc 的附属公司 Prudential Assurance Company, 没有任何关系。

本文及资料在瀚亚投资网站 (www.eastspring.com.hk) 由瀚亚投资(香港)有限公司刊发，并未经香港证监会审阅。