投資內望 2022 年 4 月

投資服務部

Altruist Financial Group Limited
進邦滙理有限公司

戰情、疫情、通脹在急升

2022 年第 1 季市場焦點

- *俄羅斯入侵烏克蘭令環球通脹火上加油*
- *美國國債收益率出現倒掛*
- ***Omicron** 變種病毒在中國內地爆發，經濟活動出現放緩*

2 月 24 日黎明前不久，俄羅斯總統普京作出派兵入侵烏克蘭的決定，展開自二次世界大戰以來歐洲最大規模的地面戰爭，震驚全球。俄軍入侵烏克蘭彷彿是「黑天鵝」事件，然而儘管俄方一再否認，但其實西方國家早已預期發生。俄、烏戰爭不但帶來嚴重的破壞和急增的傷亡人數，也引發了歐洲近幾十年來最大的難民危機。

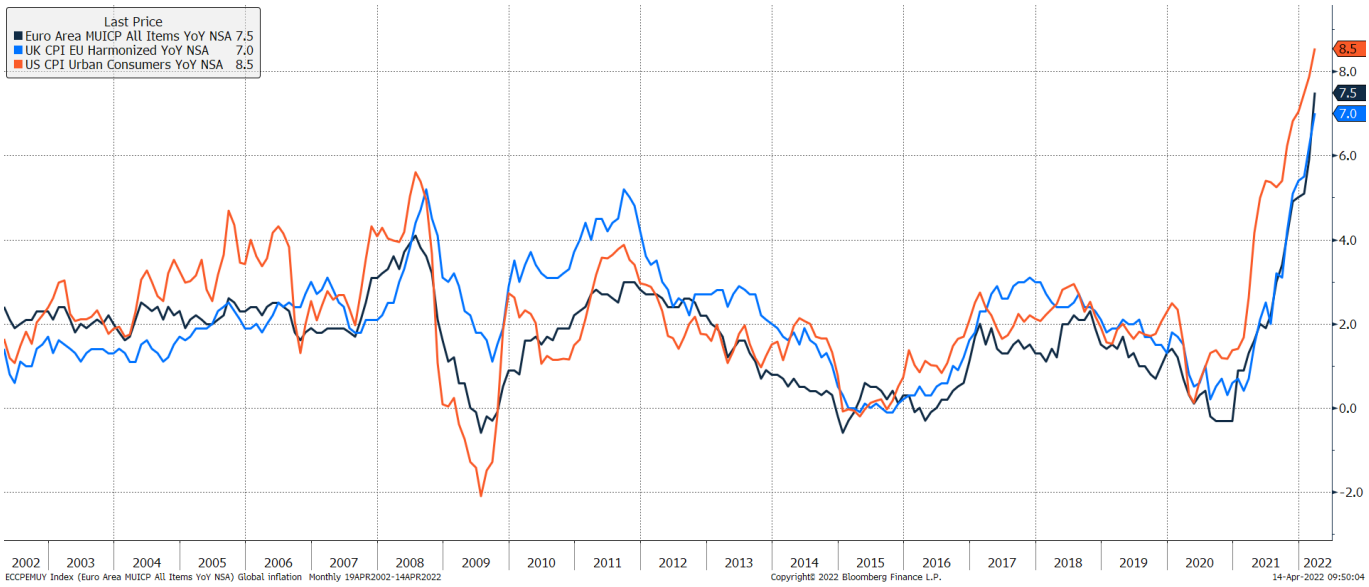
自俄羅斯入侵的第一天起，大部份西方國家都對俄羅斯展開了前所未有的制裁，俄羅斯股市曾在 1 天內暴跌多達 40%，交易所停止運作近一個月，俄羅斯盧布更跌至歷史最低點。雖然俄羅斯經濟規模僅佔全球約 2-3%，但它是一個天然資源豐富的國家，是全球石油、天然氣、貴金屬、礦產及農產品的主要供應國；西方國家對俄羅斯作出制裁，令到供應鏈中斷問題惡化，刺激了大宗商品價格飆升，全球通脹壓力進一步升溫。

圖 1: 彭博商品現貨指數在 2022 年第 1 季大幅上升 25%

資料來源 ： 彭博 （至 2022 年 3 月 31 日）

面對加劇的通脹壓力，除了歐洲中央銀行外，全球各主要央行都開始進行貨幣政策正常化，當中美國聯儲局在 3 月份的會議也作出了加息決定。根據許多不同的市場研究，美聯儲局未來的加息步伐將會更進取及快速，這樣將會大大提高融資成本。就以美國 30 年期定息房貸利率為例，已大幅上升至 5%以上，是近 10 年最高。此外，美聯儲局還計劃在未來幾個月開始縮減其 9 萬億美元的資產負債表。在當前複雜的全球經濟及政治形勢下，貨幣政策迅速逆轉將可能為市場帶來更多的不確定性。

圖 2: 俄烏危機局勢刺激歐美通脹進一步攀升



資料來源 ： 彭博 （至 2022 年 3 月 31 日）

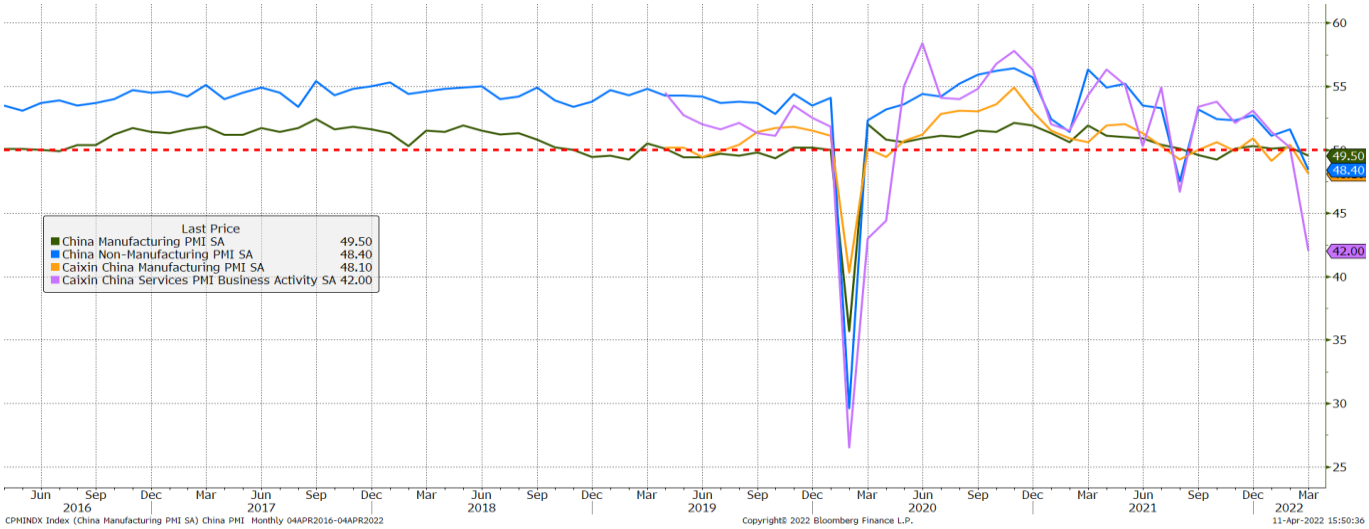
受到美聯儲局鷹派立場所影響，美國短期國債收益率大幅上升。美國國債收益率曲線整體走勢轉趨平坦，在 3 月底美國 2 年期國債收益率甚至比 10 年期的還要高，出現收益率曲線倒掛。這現象實屬不尋常，因為較長期的債務理應因為承擔較大風險，而提供較高的利率回報，當收益率曲線出現倒掛，或許反映投資者對市場風險看法出現變化。從歷史角度來看，當美國收益率曲線出現倒掛，經濟衰退往往會在未來一兩年內隨之而來。上一次該狀況發生在 2019 年，一年後美國巧合地碰上新冠疫情大流行，經濟步入衰退。

圖 3: 美國 2 年期和 10 年期國債收益率息差在 2022 年 3 月底出現負數

資料來源 ： 彭博 （至 2022 年 3 月 31 日）

新冠疫情對歐、美經濟體的負面影響正在減退，因為大多數西方國家都選擇了「與病毒共存」政策，在高疫苗接種覆蓋率情況下，大部分疫情限制措施都已放鬆。相反，隨著 Omicron 變種病毒在中國爆發，深圳和上海這兩個內地最重要的商業中心都曾出現封城。Omicron 具有高度傳染性，如果無法遏制病毒的傳播，在中國的「動態清零」政策下，更多防疫限制措施或會實施，這將可能影響正常經濟活動，為全球經濟帶來下行壓力。

圖 4: 中國官方及財新採購經理指數在 3 月底已進入收縮區域



資料來源 ： 彭博 （至 2022 年 3 月 31 日）

表 1: 環球股市表現

	2022 年第 1 季回報		2021 年全年回報	
指數	**當地貨幣**	**以美元計算**	**當地貨幣**	**以美元計算**
標普 500 指數	-4.60%	-4.60%	28.68%	28.68%
納斯達克綜合指數	-8.94%	-8.94%	22.21%	22.21%
歐洲 STOXX 600 指數	-5.87%	-8.39%	25.82%	17.19%
德國 DAX 指數	9.25%	-11.12%	15.79%	6.61%
巴黎 CAC 指數	-6.94%	-8.86%	31.88%	22.83%
日本日經 225 指數	-2.58%	-7.70%	6.62%	-4.42%
香港恒生指數	-5.99%	-6.08%	-11.84%	-12.33%
香港國企指數	-8.63%	-9.02%	-21.25%	-21.69%
上證指數	-10.65%	-10.02%	7.05%	9.93%
中國滬深 300 指數	-14.53%	-13.92%	-3.51%	-0.91%
新加坡海峽時報指數	9.57%	9.02%	13.55%	11.34%
南韓 KOSPI 指數	-7.39%	-9.13%	4.15%	-4.79%
台灣加權指數	-2.69%	-5.93%	26.92%	28.85%
印度 SENSEX 指數	0.71%	-1.17%	23.23%	20.84%

印尼雅加達指數	8.36%	7.69%	12.46%	10.65%
曼谷 SET 指數	3.19%	3.38%	17.70%	5.81%
俄羅斯 RTS 指數	-35.67%	-35.67%	21.73%	21.73%
巴西 IBOVESPA 指數	14.48%	34.53%	-11.93%	-18.10%
S&P 泛阿拉伯指數	15.00%	15.00%	32.66%	32.66%
MSCI 環球指數	-5.04%	-5.04%	22.38%	22.38%

資料來源 ： 彭博 （至 2022 年 3 月 31 日）

表 2: 主要貨幣表現(以美元計算)

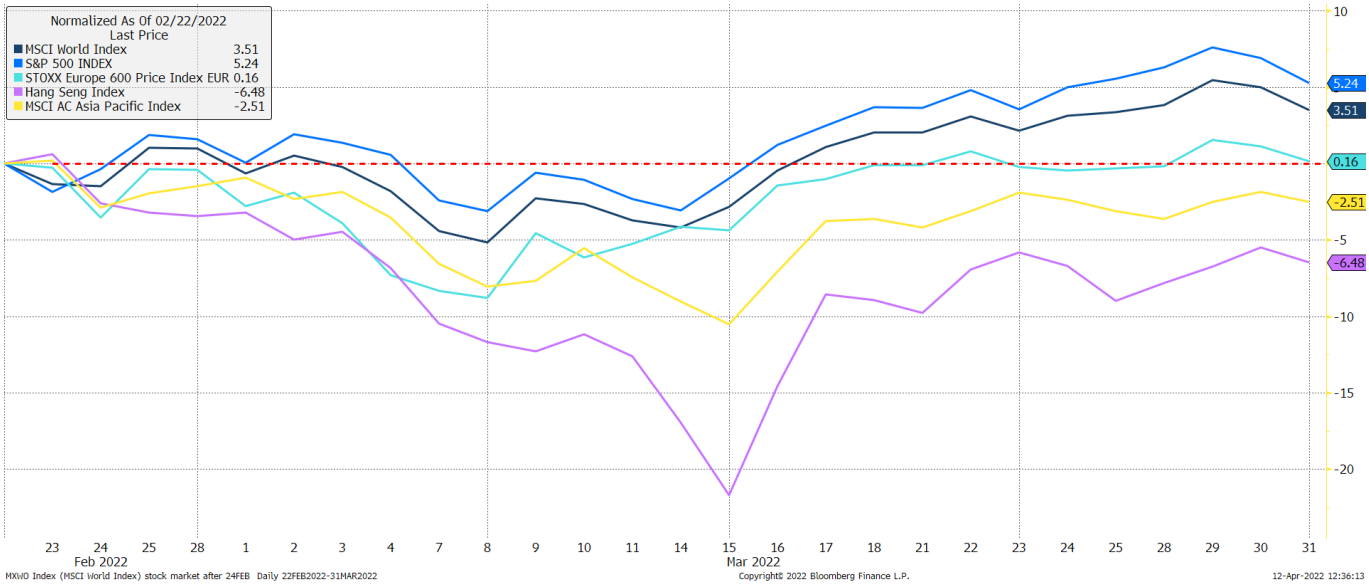
	2022 年第 1 季變幅	2021 年全年變幅
貨幣	以美元計算	
歐元	-2.66%	-6.93%
英鎊	-2.91%	-1.01%
日圓	-5.44%	-10.28%
港元	-0.41%	-0.56%
人民幣	0.25%	2.69%
澳元	3.02%	-5.60%
紐西蘭元	1.77%	-4.98%
新加坡元	-0.41%	-1.99%
南韓圜	-1.90%	-8.63%
新台幣	-3.30%	2.25%
印度盧比	-1.91%	-1.71%
印尼盾	-0.81%	-1.42%
泰銖	0.45%	-10.34%
俄羅斯盧布	-7.45%	-0.36%
巴西雷亞爾	17.59%	-6.77%

資料來源 ： 彭博 （至 2022 年 3 月 31 日）

股票市場

俄羅斯入侵烏克蘭為全球股票市場直接帶來波動。俄羅斯股市曾一天內暴跌達 40%，證券交易所停市近一個月，外國投資者現在仍被禁止出售俄羅斯股票。「在砲聲中買入，在號角聲中賣出。」在 3 月底，大部分發達國家主要股市已經反彈，收復了俄烏戰事開始以來的失地。

圖 5: 大部分發達國家主要股市已收復了俄、烏戰事開始以來的失地

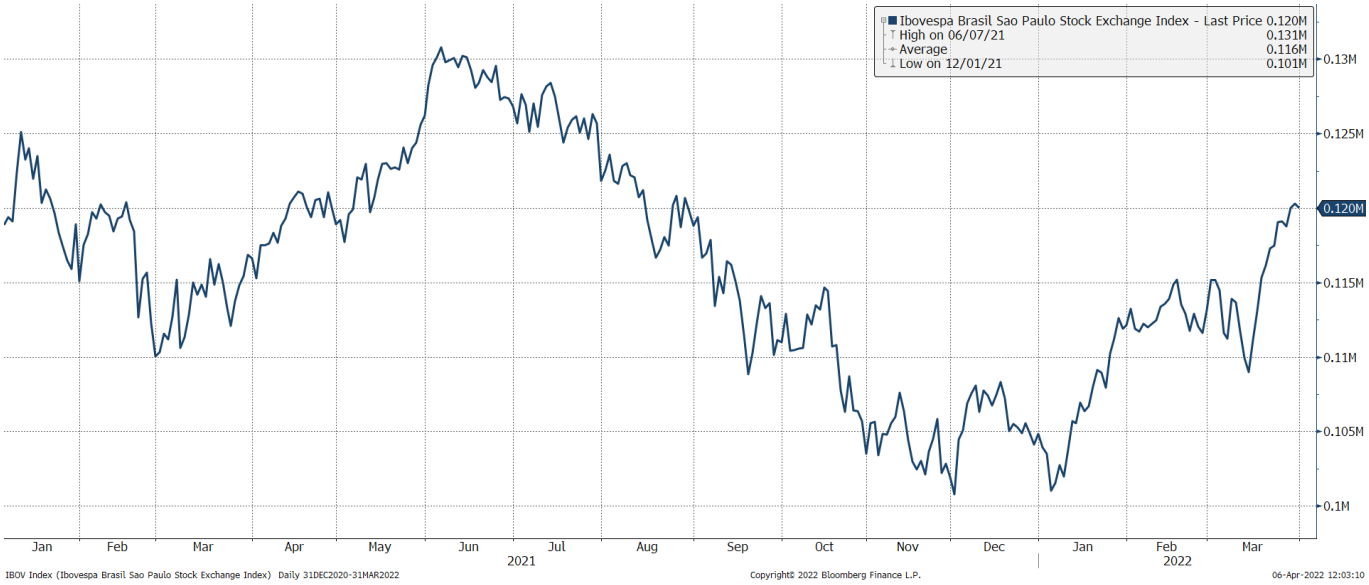


資料來源 ： 彭博 （至 2022 年 3 月 31 日）

市場普遍認為，戰爭或地緣政治危機對股市的影響往往是短暫的。然而，西方國家在當前的危機對俄羅斯商品出口作出廣泛的經濟制裁，因此不同的大宗商品價格均出現暴漲，看來大宗商品價格上漲週期可能仍會持續。全球通脹升溫及各國主要央行的取態對股市影響關鍵；倘若美聯儲局進一步加快貨幣政策緊縮步伐，將可能導致市場流動性枯竭，對風險資產特別是增長型股最為不利。

另一方面，其他天然資源豐富的國家或受惠於最近的俄、烏危機，巴西是其中之一。巴西是 2021 年表現最差的股市之一，但由於市場估值偏低、大宗商品價格飆升、強勁外資流入等因素帶動，巴西 IBOVESPA 指數今年已上漲逾 30%(以美元計)。展望未來，該國要面對本地經濟低迷及全球利率飆升等風險，而預期市場波幅更可能會在 10 月總統大選前夕回升，但在大宗商品價格上升週期下，巴西股市表現相信仍會獲得支持。

圖 6: 巴西股市在經歷了去年低迷市況後，大幅反彈



資料來源 ： 彭博 （至 2022 年 3 月 31 日）

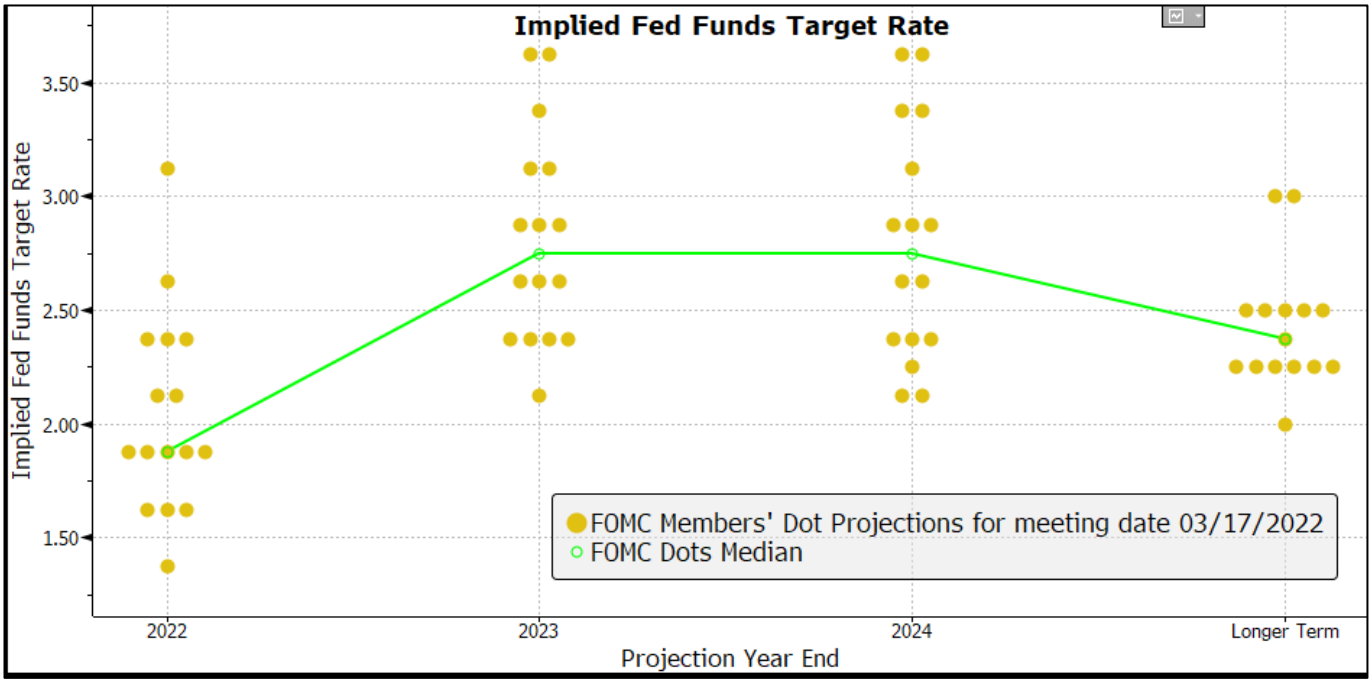
中港股市的頹勢在 2022 年第一季度延續。在 2 月初恒生指數一度攀升至 25000 點水平，但隨著 Omicron 變種病毒在香港大爆發、俄羅斯入侵烏克蘭以及受到在美國上市中概股退市的威脅，恒生指數在短短接近 1 個月時間內，暴跌超過 6500 點至 18200 水平，差不多處於過去 10 年最低水平。

在東盟地區，香港的長期競爭對手新加坡，沒有太受近期的地緣政治危機和中美關係所影響。此外，隨著新加坡開始陸續解除新冠疫情限制措施，經濟活動逐漸恢復正常，對於全球人才的吸引力也在提升，難怪新加坡海峽時報指數在 2022 年第一季度錄得超過 9%回報，是今年迄今表現最佳的亞洲股票指數。

債券市場

根據聯儲局公開市場委員會成員在最近 3 月份議息會議的預測，美聯儲局今年將很大可能再加息 6 次，在 2022 年及 2023 年底聯邦儲備基金利率中位數分別上調至約 1.9%及 2.8%。此外，最新的議息會議記錄顯示，美聯儲官員就未來縮表的時間和規模達成共識，可能從 5 月開始每月縮減 950 億美元聯儲局持有的債券資產。是次資產負債表縮減的步伐激進，是上一次 2017 年至 2019 年間進行縮表時約兩倍。

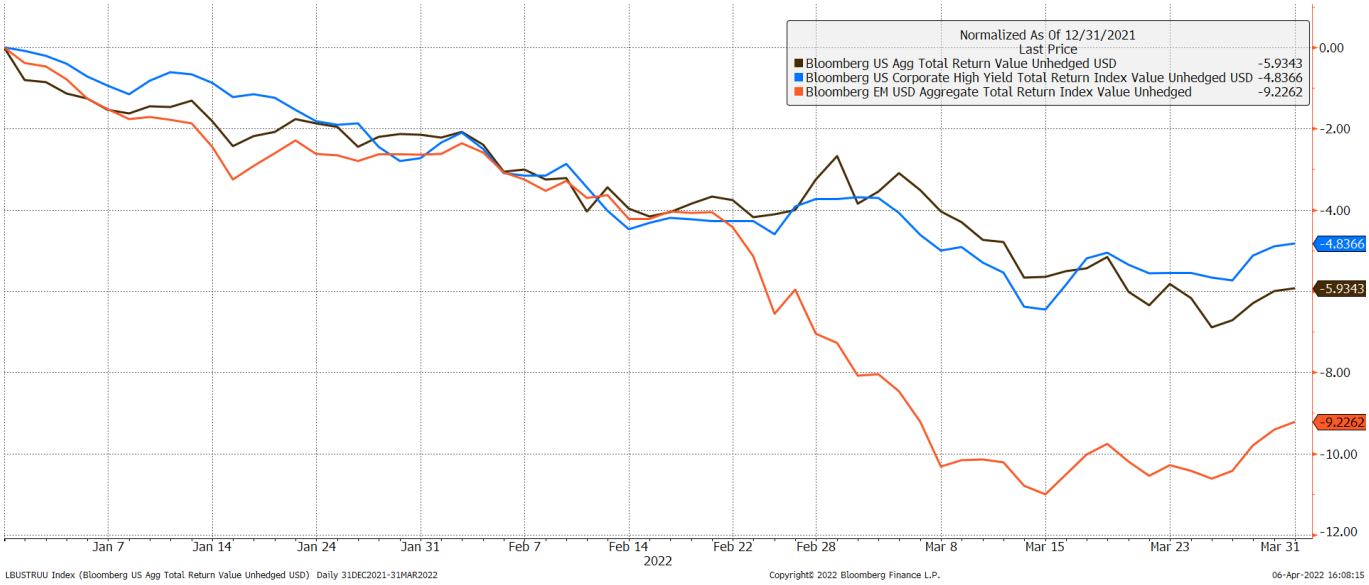
圖 7: 聯儲局公開市場委員會成員最新的利率預測



資料來源 ： 彭博 （至 2022 年 3 月 31 日）

大多數債券資產類別在 2022 年第 1 季度均錄得負回報。即使發生俄、烏地緣政治危機，高評級的固定收益也無法吸引資金流入。更進取的加息步伐和早於預期的縮表路徑引發了債券拋售，中短期國債收益率大幅上漲。由美國國債、投資級別企業債券和抵押貸款組成的彭博美國綜合債券指數下跌約 6%，創下該指數自 1976 年成立以來，第三個最差表現季度。

圖 8: 不同債券資產類別在 2022 年第一季度均錄得負回報



資料來源 ： 彭博 （至 2022 年 3 月 31 日）

結論及建議

展望未來，相信俄、烏戰事、中國內地 Omicron 疫情發展以及美聯儲局針對通脹壓力升溫而作出急速貨幣政策逆轉，將對全球經濟帶來巨大影響，並進一步增加投資市場的波動性。

股票市場方面，在當前的市場環境下，***週期性和價值型股票***相信會是較為可取。正如上一期「投資內望」所述，在貨幣政策緊縮週期內，由於銀行和保險公司等金融機構能受惠於利率上升，獲取更高的淨利息收入，因此金融板塊表現有望優於整體大市。

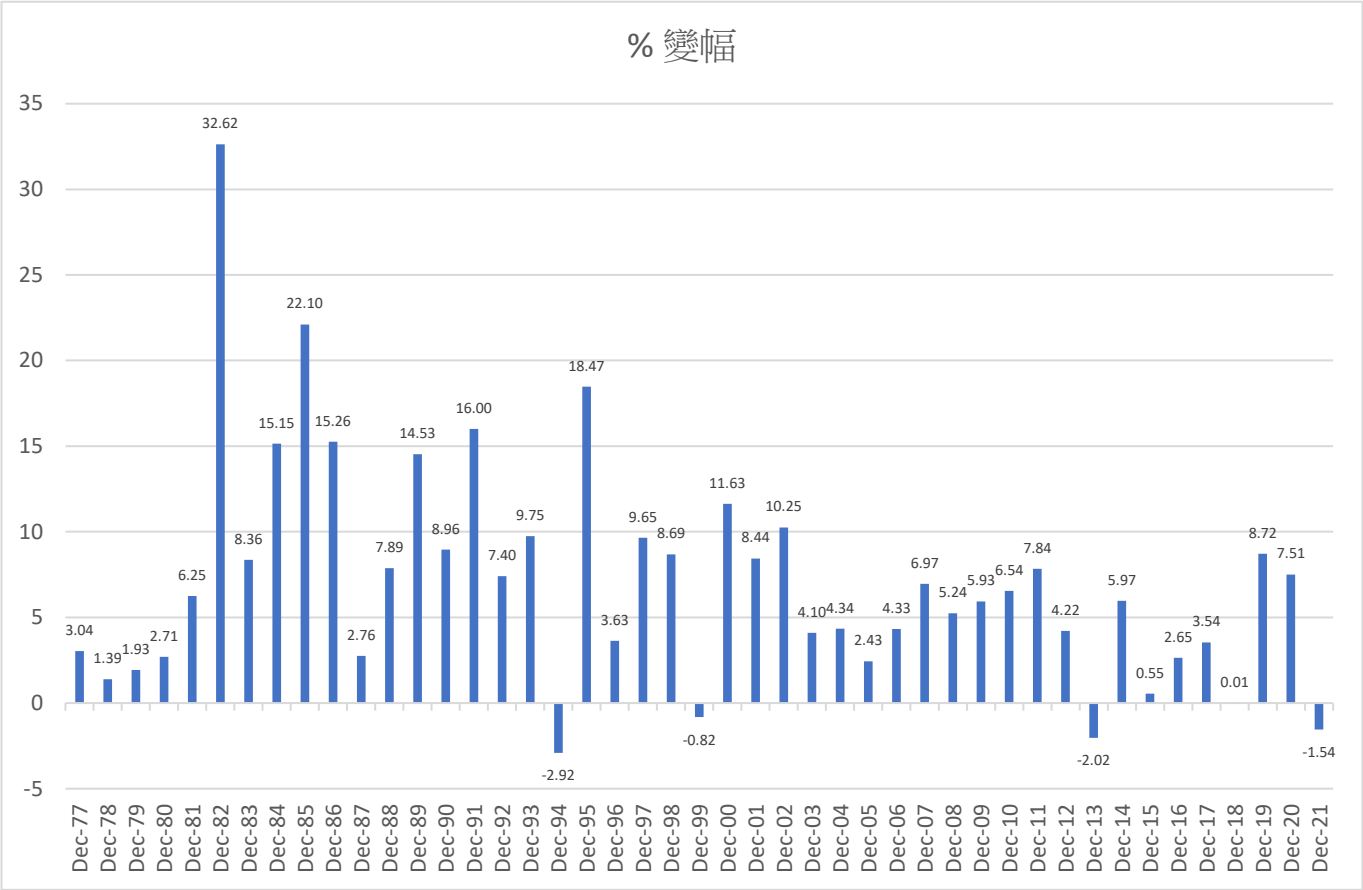
從長線角度來看，***可持續能源股票***板塊將很大可能會受益於最近發生的俄、烏戰爭。這場地緣政治危機間接鼓勵全球，尤其是歐洲國家減低對傳統能源的依賴，並提升對潔淨能源，如風能、太陽能等和節能技術的需求。

另外，由於美國經濟仍保持較佳增長，對於高企的大宗商品價格敏感度相對較低，相信***美國股市***會更具韌性。雖然美聯儲局的強硬鷹派立場或會為市場帶來下行風險，但市況出現調整，或正好為投資者提供長線投資入市機會。

從股市估值而言，中、港兩地市場無疑是具有相當吸引力。恒生指數目前出現頗大幅度的折讓，其市盈率約在 8 倍，市脹率更在 1 以下。同時，與環球其他主要央行不同，中國人民銀行目前正在採取寬鬆貨幣政策，預計將會有更多寬鬆措施出台，以提振經濟並加強金融穩定。當然中、港市場仍存在諸多不確定因素，包括中美關係惡化、Omicron 病毒在中國爆發導致經濟放緩的擔憂、中國對不同行業的嚴格監管及香港人才流失問題等，但在估值相對較低，市場流動性充裕的情況下，投資者仍可考慮其中長期投資機會。

債券投資方面，美國高評級債券出現年度虧損甚為罕見；自成立以來，彭博美國綜合債券指數僅出現過 4 次年度虧損。該指數在 2021 年下滑 1.54%，今年至 3 月底則再下挫 5.93%。 近期的美國債券拋售，某程度可能已反映了市場對美聯儲局緊縮貨幣政策轉向的看法，而現在較高的債券收益率，更能為投資者提供具吸引力的再投資回報，中長線而言，相信債券投資仍可為整體投資組合提供風險分散作用。

圖 9: 彭博美國綜合債券指數年度表現



資料來源 ： 彭博 （至 2022 年 3 月 31 日）

如今金融市場瀰漫著不同的不確定性，對大部份投資者而言，在 2022 年的剩餘時間裡，要掌握明確的投資方向將不容易。作保守一點部署、持多一點現金、等待市況回調出現的入市機會，或許會是一個不錯的選擇。

免責聲明

在此提供的資料只供參考之用，本公司並不對該等資料作任何保證，讀者亦不應將該等資料視為出售要約、訂購招攬或投資建議。投資涉及風險，過往的表現並不表示將來亦會有類似的業績。在作出任何投資決定前，讀者亦應尋求專業理財顧問意見。