

專家分析：

俄烏危機結果未明 須加倍留意流動性



Pascal Blanqué

東方匯理研究所主席



Monica Defend

東方匯理研究所主管



Matteo Germano

集團首席副投資總監



Vincent Mortier

集團首席投資總監

共同作者

Lorenzo Portelli

東方匯理研究所

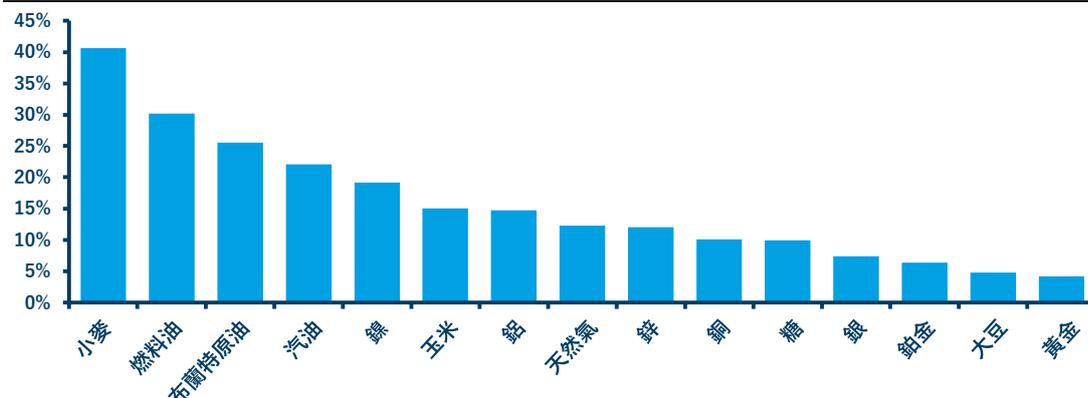
跨資產研究主管

- **市場：**處於俄烏危機風眼的俄羅斯資產已變得幾乎無法投資，隨著市場嘗試應對目前的不明朗情況，價格走勢波動。歐洲股市受挫，預料戰事將會對企業盈利帶來不利影響，而商品股則上升，多種商品均錄得雙位數增長。投資者轉投安全資產利好政府債券，美國國庫債券收益率和德國政府債券收益率均下跌。
- **聚焦歐洲：**鑑於歐洲與俄羅斯的商業聯繫，歐洲明顯最受俄烏危機重創。展望未來，歐洲的首要工作是要尋找新的貿易夥伴供應石油和天然氣，並在不會進一步加劇通脹壓力的情況下加快能源轉型至可再生能源，此舉應能鞏固歐洲架構。
- **中國確立自己在新地緣政治秩序中的角色：**中國的官方立場已從最初的被動角色，轉為更具策略性的中立態度。由於中國的經濟周期越來越無需倚賴美國，加上中國資產和人民幣被視為分散風險的工具，我們認為中國將會成為此環境下的贏家之一。
- **主要投資觀點：**俄烏衝突很可能會對經濟增長造成負面影響，並對通脹構成若干影響。鑑於危機的前景未明和市場極為波動，我們仍然對資產配置保持審慎，並會在市場流動性轉差之際更加留意該因素。因此，我們建議極為嚴格地選擇債券和股票，並留意仍然屬主要主題的通脹韌性。

市場反應：在不明朗性極高之際尋找安全資產

俄烏危機的最顯著市場影響為投資者幾乎無法投資於俄羅斯資產。莫斯科已連續兩星期關閉股票交易所（自1988年10月以來首次），俄羅斯盧布兌美元匯率貶至110以上。股市（尤其為歐洲）波動性急增，能源價格亦同樣受壓。石油和天然氣價格均急升，布蘭特原油價格升至每桶118美元（在一周內上升25%）。隨著衝突升溫，石油應會繼續受壓。美國開始討論是否對俄羅斯石油實施禁運，以及尋找新供應的可能性。商品價格普遍上升，特別是主要從俄羅斯出口的商品，例如鋁和小麥。

商品價格上升（一周變動百分比）



資料來源：東方匯理研究所，彭博數據，截至2022年3月4日。彭博商品。以美元計算的總回報子指數。

投資者轉投安全資產的舉動令 10 年期美國國庫債券收益率於本周收報時重返 1.73%，雖然鮑威爾再次表示俄烏戰爭帶來的經濟不明朗因素不會影響聯儲局的緊縮議程，但**最終市場仍在衡量對俄實施的制裁，特別是目前 7 間俄羅斯銀行已被剔出 SWIFT 系統**，只有該國最大的貸方銀行俄羅斯聯邦儲蓄銀行（但已因大量現金流出而退出歐洲市場）及該銀行擁有部分股權的俄羅斯天然氣工業股份公司可以倖免。有關禁令將於 3 月 12 日生效，並將適用於上述銀行直接或間接持有逾 50% 擁有權的任何俄羅斯法人、實體或機構。

「**危機持續可能引致多種情況，但可以確定的是市場波動將會持續，實際利率亦會暫時維持於負值。**」

危機情景預測：拖延的時間越久，對普京越不利，面對日漸增加的內外壓力，普京將要迅速尋找解決衝突的方法。

在內部方面，普京面對三方的壓力，分別來自可能承受惡性通脹和耗盡儲蓄的俄羅斯人民；傷亡不斷增加的軍隊；以及被西方制裁針對的寡頭政治家。按照目前的情況，預料危機將會朝兩個方向發展：在短期內解決，又或持續一段長時間。這兩種情況都可能導致多種結果，軍事介入和經濟受阻的程度可大可小，難以預測。不過，目前可以確定的是即使危機能在短期內解決，也很可能會導致市場波動性持續偏高，以及實際利率持續處於負值，惟實際利率可望於日後逐漸回升。

危機分析

[A] 烏克蘭持續抵抗，普京將俄羅斯核武力量調整至高度戒備狀態						
[B] 短期內解決，沒有與西方發生軍事衝突，並無升級至使用核武				[C] 軍事衝突持續，全球軍事局勢升溫		
[B1] 普京可接受的解決方案	[B2] 俄羅斯在烏克蘭建立傀儡政府	[B3] 基輔爆發內戰，傷亡眾多	[B4] 普京政權出現動亂	[B5] 中國支持降低核武力量	[C1] 偶有衝突，破壞有限	[C2] 衝突頻繁
<ul style="list-style-type: none"> - 烏克蘭分裂和解除武裝，又或轉至中立。 - 央行回歸正常化原則。 - 市場波動緩和。除非供應能實現多元化和供應來源亦變多，能源價格便會持續高企。 	<ul style="list-style-type: none"> - 能源價格高企。 - 普京越過政治紅線會於市場價格反映。 - 收益減少成為歐洲明確風險。 - 尋求安全資產，沽售流動資產。 - 歐元下跌。 	<ul style="list-style-type: none"> - 部分軍事行動升級，大市出現投降式拋售和恐慌拋售。 - 本地價格會反映俄羅斯的經濟及金融危機，東歐會面對溢出現應。 	<ul style="list-style-type: none"> - 本地價格會反映俄羅斯的經濟及金融危機，東歐會面對溢出現應。 - 美國、拉丁美洲和中國成為被看好的資產類別；投資者繼續審慎選擇歐洲價值股。 - 能源價格高企。 - 央行回歸正常化原則。 	<ul style="list-style-type: none"> - 中國資產成為實際的分散風險工具，能提供實際回報；人民幣兌美元走強，歐元疲弱。 - 央行再次嘗試控制通脹；債券收益率曲線趨平。 - 全球風險溢價被重新定價，但出現全球收益減少的風險。 	<ul style="list-style-type: none"> - 全球陷入滯脹：長存續期的收益率走勢有待商榷。 - 負實際利率、投資者重返股市和債市，並在新興市場尋找實際回報。 - 尋找安全和流動資產。 	<ul style="list-style-type: none"> - 可能出現最壞的情況，包括西方與俄羅斯之間發生軍事衝突。

資料來源：東方匯理研究所，截至 2022 年 3 月 3 日。

長遠而言，投資者亦應考慮若干市場重新調整主題，例如：

- **制裁凍結美元和歐元交易的影響**：預料交易貨幣會更加多元化，可能惠及人民幣和黃金。
- **能源獨立主題**將會因為危機而加強，利好替代能源需求。
- 未來數月**石油和天然氣價格應會持續高企**，進一步加劇通脹壓力。

「中國可能在危機中擔當更重要的調解角色。中國亦會在分裂的世界中成為全球贏家之一。」

「美國經濟受衝擊的影響較輕微，而歐洲則面對更高的滯脹壓力。」

「更著重共同優先事項（能源多元化和共同防禦），長遠將會加強歐洲框架。」

中國的角色：鑑於俄烏衝突的發展，中國留意到鞏固其角色的機會。

隨著危機持續，中國的官方立場已從克制被動的旁觀角色，轉為更具策略性的中立立場。面對軍事升級，北京開始主張進行支持停火的和平談判，而中國外交部部長王毅亦於 3 月 1 日與烏克蘭外長庫列巴進行首次外交會面。此外，由於中國預料短期局勢會進一步惡化，亦明白無法迅速解決衝突，因此已從烏克蘭撤走第一批國民。中國民眾的觀點亦在改變，目前關注烏克蘭的人道危機。

隨著中國把握機會在危機中發揮更大的作用，中國可能會擔當一個更顯眼、更重要的角色。展望未來，中國希望能在主要科技上加強自給自足的能力，並避免受潛在的金融制裁影響。該國重視全球穩定性，因此可能會在調解停火安排上扮演更重要的角色。此外，中俄利益遠非完全一致，前者並不希望歐盟（中國的重要貿易夥伴）變得疲弱。整體而言，中國將會是全球贏家之一，其經濟周期正逐步減少對美國的倚賴，因而可能成為利好中國資產和人民幣的重要因素。

反觀西方國家：美國受危機的影響較輕微，但歐洲則首當其衝，並正在修訂其優先事項。

有關衝突對歐洲的影響比美國更廣泛。俄羅斯是歐盟的第五大貿易夥伴，佔其貿易額 5%，但俄羅斯只是美國的第 30 大貿易夥伴，佔美國貿易額只有 1%。此外，美國亦受惠於能源獨立。在這方面，商品必定擔當尤其重要的角色。

- **石油：**俄羅斯對歐洲的出口量為每日 400 萬桶（約佔總出口量的一半，而總產量則為約每日 10 萬桶），相當於近 30% 的歐洲石油消耗量，因此短期內幾乎無法由石油輸出國組織替代。伊朗核協議可能會改變局面，因為在實施制裁前，波斯的石油出口量約為每日 250 萬桶，分析員估計若能達成協議，其出口量將會恢復至每日 150 萬桶。除了少數例外情況外，目前各國普遍均不願意購買俄羅斯石油，因此全球石油短缺和價格壓力應會在短期內持續。
- **小麥：**烏克蘭的潛在供應受阻對歐洲影響更大。歐洲從烏克蘭進口大量玉米（估計達 26 億美元）和其他蔬菜，總額約 50 億美元。以美元計，歐洲從烏克蘭進口的農產品總額幾乎為其俄羅斯石油進口總額的一半。
- **鈹：**情況複雜。俄羅斯的鈹出口量估計為 65 億美元（全球總額的四分之一），估計當中有 30 億美元出口到歐洲，可見歐洲十分倚賴俄羅斯出口的鈹金屬，難以有效實現進口多元化。
- **天然氣：**難題所在。歐洲從俄羅斯進口 40% 天然氣。氣候變化模擬效果和積極的氣候政策顯示，有需要以天然氣取代煤炭，因而令天然氣的需求增加。即使沒有俄羅斯的報復行動，考慮到歐洲要為冬季儲存足夠的天然氣，預計歐洲於 2023 至 2024 年亦會面臨更具挑戰的環境。

作為最受影響的地區，歐洲必需迅速修改優先事項，更著眼於能源獨立、共同防禦和短期經濟風險升溫等議題。

- 2022 至 2023 年的滯脹壓力可能引致收益衰退，明顯影響高俄羅斯持倉的企業。
- 歐洲防衛政策出現逆變，未來 10 年將會大幅增加軍事開支，同時一改其財政原則。
- 短期而言，歐洲央行將會受量寬限制，無法推行其希望在目前實施的政策。
- 能源多元化和氣候轉型暗示通脹加劇。雖然歐洲已加快能源轉型至可再生能源，但德國未來多年仍然需要依賴煤炭，而歐洲亦必需尋找俄羅斯以外的供應來源。
- 移民危機的風險：難民人數每日急增，目前已接近 150 萬人。若衝突無法於短期內結束，歐盟預料難民人數將會增至 700 萬人。

投資觀點：由於市場波動將會持續，宜保持審慎和更留意流動性。

目前的地緣政治危機很可能會持續惡化，之後才有好轉的機會，因此我們對配置保持審慎。我們對股票保持略為審慎（並設立對沖），對信貸則保持中性，並留意到各類信貸的表現出現重大分歧。自今年年初以來，信貸被大幅拋售，因此從 12 至 18 個月的角度而言，信貸估值吸引。主要中期風險為利率和通脹走勢，而非信貸品質。我們認為信貸質素仍然大致穩定。

在高收益債券方面，市場最近經歷了非專門高收益投資者進行的大規模撤資，未來的信貸風險承受能力應會更高，價格亦更穩定。我們認為一旦市場回穩，專門的高收益投資者便會帶來資金流入，而新債券發行計劃和新供應會保持克制，能為此領域帶來若干投資機會。

在投資級別資產類別方面，BBB 級信貸是抵抗息率和利差收益的最佳選擇。與較優質的信貸相比，較低質素的投資級別債券表現受挫，提供理想的利差收益。**投資級別次級債券被拋售，我們認為已出現超賣情況。我們亦繼續預料短期內的地緣政治局勢將會惡化，因而會極為嚴格地選債。**

「各個資產類別的流動性正在轉差。」

各個主要資產類別的流動性均在轉差。一般而言，期貨和其他衍生產品比相關工具更活躍。流動性減少意味著市場深度（在不曾大幅影響價格的情況下吸收大額訂單的能力）全面轉差。目前的買賣價差與疫情期間的水平相近，此走勢不但影響股票和信貸，更波及利率市場。美國利率市場開始出現受壓的跡象，部分市場深度指標正在惡化。彭博美國政府證券流動性指數（衡量收益率偏離公允價值模型的程度）仍然接近全年高位（見下表）。雖然貿易環境尚未面對明顯的壓力，但我們認為必須加倍留意流動性。

流動性情況轉差



資料來源：東方匯理研究所，彭博數據。數據截至 2022 年 3 月 4 日。

重要資料

本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編制。本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。本文只能分發予獲准接受之人仕，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文及所提及之網站並未得到香港證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）的審閱。本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標，財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。本文不擬提供予美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。