

# 專家分析： 俄烏衝突將全球經濟進一步拉回 1970 時代

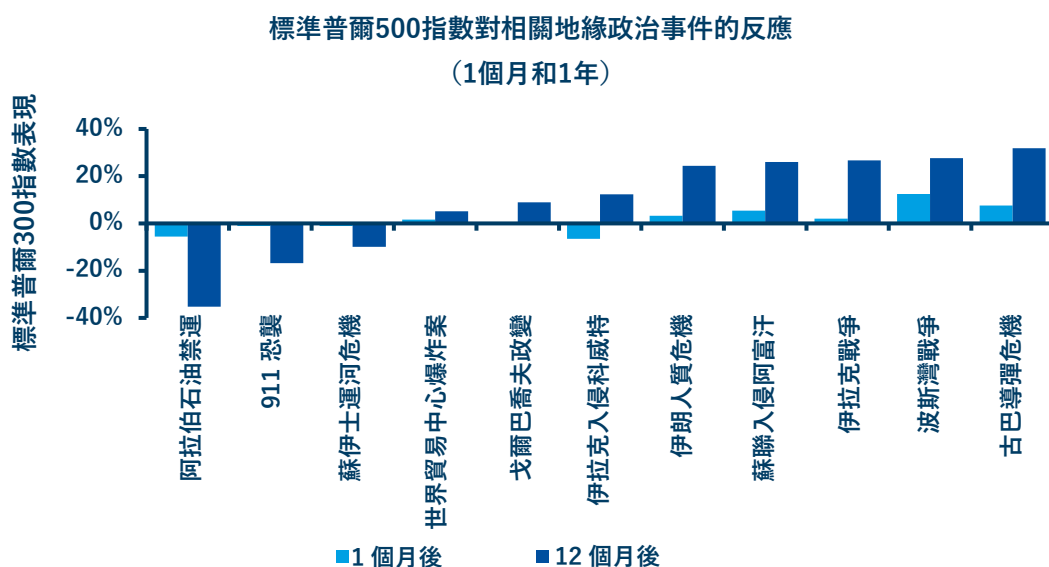


Pascal  
BLANQUÉ  
東方匯理研究所主席

在近代歷史中，地緣政治危機往往很短暫，並在初期引發拋售潮後，隨即為投資者帶來入市機會。俄烏衝突似乎亦出現類似模式，令市場走勢非常波動。自 2 月 24 日俄烏衝突爆發為市場帶來負面衝擊後，任何被視為正面的事態發展，也會令投資市場迅速回升。**不過，在俄烏衝突局勢變得更明朗前，投資者目前不宜太樂觀和過份著眼於短期消息。**

**最重要的是，投資者應該緊記我們並非身處正常時期，而是處於經濟體制變遷，面對着過去 50 年不曾出現過的通脹壓力。就我們正經歷的轉變，我稱之為「回到七十年代之路」，此過程不只屬於通脹性質。正如我在過去兩年多番提到，地緣政治秩序將會大幅重整（意味著更分散），全球化最終會消失，取而代之的是以新強國為中心的地域化局面。由於中國經濟周期越來越獨立於美國，加上人民幣作為區內交易貨幣的角色持續提升，因此將會成為贏家之一。**

俄烏衝突正在加強而並非減弱此轉變過程，期間必然會出現通脹，滯脹則為主要核心風險，而歐洲將會成為最受影響的地區。



資料來源：東方匯理研究所、彭博。市場價值的參考日期可能會因應市場關閉而略為調整。

## 俄烏衝突對經濟變遷的影響

俄烏衝突為地緣政治危機帶來數個可能性。地緣政治危機的持續時間和發展也是值得留意的重要因素，持續的時間越長，蔓延至全球的風險便越高。**因此，任何支持衝突只屬短暫的消息，也會提供市場紓緩壓力的機會。**市場正在爭取時間，以便消化事件的全面影響。

因此，我們初期將會面對市場由短期消息帶動，然後是第二階段的市場調整，屆時市場會考慮長期的經濟體制轉變，以及當前危機在轉變中的影響。

**對投資者而言，這意味著尋找「入市點」時，他們應該考慮在變遷下風險溢價的目標平衡點。至今為止，由於重新定價和重設秩序仍有進一步發展的空間，因此許多市場範疇仍然距離目標甚遠。**

### 情況 1：以優先自己國家利益的方式在短期內解決危機

在此情況下，烏克蘭將於不久後出現親俄政府，西方的回應仍然會局限於制裁（亦即接受地緣政治變化，但不會在烏克蘭採取軍事行動）、控制北約邊境，以及聯合孤立俄羅斯。

- **假設：**俄羅斯能抵禦制裁（外部脆弱性有限），而歐洲亦能抵受負增長的衝擊（若俄羅斯繼續供應石油和天然氣，則抵禦力會更強）。
- **經濟影響：**通脹因素增強，增長因素則減弱，但市場會認為通脹影響比增長減弱的影響嚴重。
- **央行：**在危機過後，貨幣政策維持不變，意味著央行會傾向「一動不如一靜」，從而推進所謂的正常化。
- **市場影響：**鑑於全球息差限制於零，加上全球相對風險溢價重新定價，市場壓力將會暫緩。

**此情況似乎在初期如期上演，市場看到「拜登容忍政策」支持「震懾但繼續利用俄羅斯」的經濟局面。**不過，任何烏克蘭作出的持續頑強抵抗，都會降低「以優先自己國家利益的方式在短期內解決危機」出現的機會。

在撰文之時（2 月 28 日星期一），危機持續時間延長（而非縮短）的機會似乎更高，各種因素均反映此方向：

- 地面衝突可能持續，俄羅斯軍隊可能會略為克制，以減少傷亡；
- 談判過程可能面對各項挑戰，烏克蘭可能於初期接受部分談判條件而停火，但其後的發展則很大程度上取決於俄羅斯內部勢力的拉鋸；
- 即使假設能迅速解決危機，未來仍然存在兩大問題。首先是需要控制可能受親俄政府管治的烏克蘭民眾，其次則是如何處理關乎全球的歐洲安全問題。

**因此，我們很可能會面對因任何利好消息而壓力暫緩的局面，然後緊張局勢將會加劇，最後引致更漫長和更不明朗的解決過程。**

## 情景 2：逐漸出現「回到七十年代之路」的長期特點

在此情景下，歐洲將會面對長遠安全問題，美國會在實際上重新介入，而親歐盟的烏克蘭民眾將會不穩，兩種社會政治模式將無法共存。除非俄羅斯最終變成西方的附屬國家（例如發生推翻普京的內部政變），否則總有一方要退讓。

- **假設：**西方的地緣政治回應極不清晰，而在歐洲和美國的內部勢力亦分散。西方國家追求經濟利益（在部分有限或無效的制裁範圍內），俄羅斯則追求權力平衡。
- **經濟影響：**這次事件提醒我們，基本上最大的風險是新的宏觀金融體制屬**滯脹性質**。在此情況下，根據不同的理由或藉口，俄羅斯將會成為**加快體制轉變的動力**，而中國將會客觀地成為**地緣政治贏家**。這場危機將會進一步加強人民幣作為區內貿易貨幣和投資者保值貨幣的角色，並會加強中國資產作為全球分散投資和創造正回報的選項。
- **央行：**隨著時間推移，各國央行**將會繼續保持善意忽視的態度**，對增長與通脹的考驗展示不對稱的傾向。央行將會維持財政主導地位和金融抑制框架。因此，預期央行將會進一步放寬政策，其預算立場亦會更寬鬆。
- **市場影響：**此情景將會支持歐洲資產的地緣政治溢價，以及偏好美國和中國資產的配置觀點。

總括而言，即使俄羅斯必定會面對短期的封鎖，但該國將會在市場上擁有不符合比例的重要地位，因為風險溢價過高，難以彌補任何潛在事件的影響，而左右「經濟體制變遷」重新定價的壓力亦同時出現，也會增加市場波動性。

## 對投資者的 10 大投資啟示

在此情況下，投資者應該留意以下 10 項重要的投資啟示：

1. **重新定價趨勢蔓延至全球的機會不低，因此需要維持對沖，以防止更加不利的事態發展。**  
「短期解決」持續的時間越長，須長期調整的機會便越高，必定會令各國央行改變目前的進取立場。
2. **重新定價會集中於信貸市場，信貸資產的差異將會更明顯，加上市場可能出現流動性錯配，投資者必須在此範疇保持審慎及嚴格選債的立場。**
3. **長期通脹預期將會受到俄羅斯的回應影響**（先由能源價格上升開始，然後蔓延至農產品、全球商品……），導致**債券波動性加劇**。
4. **投資者應該尋找能夠提供實際正回報的資產。**在更加分散的新興市場內，各市場因衝突而承受的影響程度各有不同，**個別新興市場債券**將可成為收入來源。此外，投資者應選擇與通脹具有正面相關性的投資（**商品、價值股、高息股、實質資產替代資產、證券化信貸、浮動利率……**）。
5. **由於股票提供高流動性實際回報，因此將會具備策略性吸引力。**投資者應該**偏重價值股／優質股，並避免持有長存續期股票**。在影響蔓延全球的情況下，高流動性的全球股票可能首先被拋售，但最終會回升。信貸隨後亦會被拋售，但鑑於目前估值，回升的潛力將會較低。

6. **傳統資產類別的風險／回報水平變化將會衍生出全新的混合跨資產範疇，並會在構建投資組合中發揮重要作用。**從構建投資組合的角度而言，最大的難題是以甚麼資產作為代替債券的核心「安全」配置，因為持續上升的通脹壓力為債券帶來考驗。**股票「債券化」為具有債券特點的股票提供空間，能成為「安全」核心資產。這些股票均為盈利前景明朗和低債務水平的企業股票。**
7. **投資者應該避免（在動盪時期往往傾向避險）再次以具有安全資產特點的債券作為主要分散投資工具。**核心政府債券的地位已經改變，而在俄烏局勢升溫的情況下，其吸引力成為投資陷阱。**投資者可以更靈活管理存續期，但應該捕捉短存續期趨勢。**在市場紛紛尋找安全、高流動性和估值吸引的資產時，**中國政府債券**將會成為投資者的選擇，而美國國庫債券仍然可以考慮，但代價是要面對難以持續的過高估值。此外，**我們看到支持收益率曲線走斜的理據，惟市場尚未就此達成共識。**首先，短存續期債券收益率可能出現下行壓力，因為各國央行可能會避免採取額外行動。而長存續期方面，市場會開始對終端利率（terminal rate）進行重新定價，承認「善意忽視通脹」的情況已持續太久，而現實是通脹率更高的環境將會持續更久。
8. **在貨幣方面，中國經濟周期與西方日益隔絕，以及中國在亞洲的影響力不斷提升，均支持美元兌中國人民幣貶值的觀點。**此外，俄羅斯危機顯示各國央行更加希望分散持有美元和歐元以外的貨幣。這些趨勢將會削弱美國的價值，而並非地位。
9. **預期全球分散投資將會再次帶來多項好處。**首先由全球貿易離開全球增長結構而帶動，令跨國回報更加分散。
10. **在事件初期宜持有現金。**在整體投資組合層面上，在鎖定流動性資本以應對可能出現的流動性資產／負債錯配，與將資金投入估值吸引的長期高風險資產之間，必須小心權衡。至今出現的價格行動有限，意味著我們不應該認為市場整體估值相宜，因為價值尚未完全恢復。面對風險溢價調整，保留投資資金為合理之舉。此外，隨著央行基於地緣政治考慮和通脹而改變儲備結構，利好黃金，**很可能會出現黃金貨幣化的情況。**

#### 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」。