

俄羅斯攻入烏克蘭： 震蕩令市場不得不調整



**Pascal
BLANQUÉ**

東方匯理研究所主席



**Monica
DEFEND**

東方匯理研究所主管



**Matteo
GERMANO**

集團副投資總監



**Vincent
MORTIER**

集團投資總監

共同作者

Claudia Bertino

東方匯理研究所，

全球投資觀點主管

Laura FIOROT

東方匯理研究所，

全球投資觀點副主管

- 環球市場價格並未反映戰況，現正就是次的軍事行動規模進行調整，局勢需要時間才能穩定下來。與此同時，不確定性及波動性將會持續，並有機會預見一些過度下行。這並非趁低吸納的時機，因為市場尚未全面瞭解地緣政治震蕩帶來的影響。
- 在各國央行正採取行動應對通脹壓力時，俄羅斯和烏克蘭之間的地緣政治緊張升溫加劇了全球前景的不確定性。俄羅斯-烏克蘭衝突帶來的主要影響在於信心，並透過大宗商品價格在已經很熾熱的通脹環境中反映。目前，全球滯脹的風險更高（通脹因素加強，而增長因素減弱），而中國則相對不受此影響，進一步強化了中國資產作為多元化資產的作用。
- 總體而言，我們認為現在是時候保持對沖並保持謹慎，但不要對未來幾天可能的過度市況反應過份。一些存續期、黃金和避險貨幣可以為風險資產提供緩衝。具充足流動性的股票將成為市場降低風險的首要目標，而信貸可能會緊隨其後。總體而言，保持現金緩衝和高度關注流動性將是關鍵。
- 預計這種情況不會迅速解決，我們認為全球風險溢價進一步重新定價的可能性上升，而央行的行動將更加關鍵。萬一對增長前景的影響越來越大，他們的議程也可能會改變。

市場反應：烏克蘭發動全面襲擊的最壞情況已經成為現實。市場對俄羅斯有關的投資的進行避險；全球風險資產備受巨大壓力。

俄羅斯以非軍士化為由而入侵烏克蘭的最壞情況已成為現實。而最近幾天情況升級的可能性明顯上升，亦解釋了為什麼我們最近增加了對沖，並謹慎地看淡俄羅斯資產。

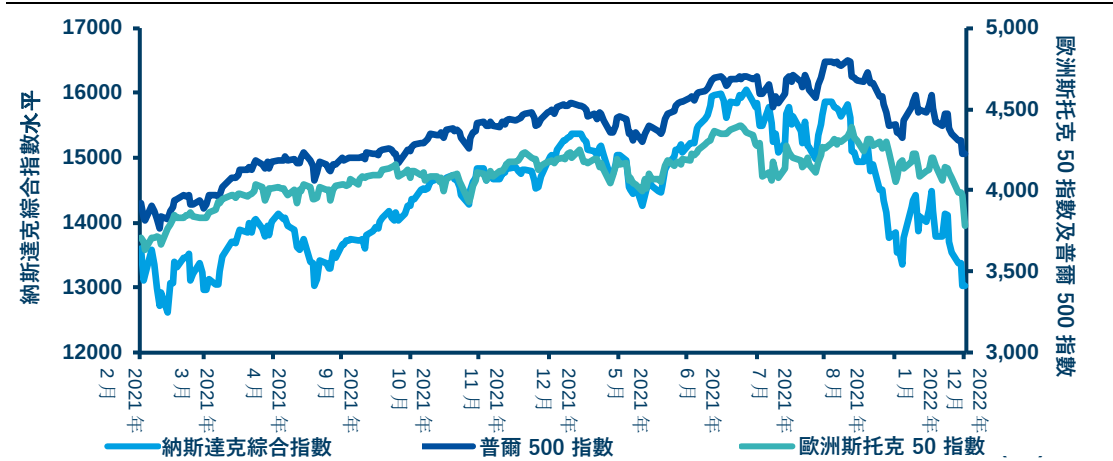
然而，全球市場並未就戰爭情況定價，現在正就這一軍事行動的規模進行消化及調整。情況需要一段時間才能穩定。與此同時，不確定性和波動性將持續存在，可能會出現一些過度下行。現在不是嘗試趁低購入的時候，因為市場尚未完全了解這種地緣政治衝擊的影響。

到目前為止，最大的避險舉措是俄羅斯資產急劇下跌，促使俄羅斯交易所停止交易。俄羅斯 Moex 股票指數較 10 月高點下跌 50%，盧布兌美元匯率更進一步跌至 86。

關於全球市場，我們觀察市場對防禦措施有更高需求，信用保險成本和對避險資產的追逐正在上升，特別是黃金，於我們撰寫文時已升至每安士售 1,940 美元以上。由於避險情緒強勁，美元、瑞士法郎和日元也出現波動。對於被視為安全資產的美國國債，迄今為止的反應一直受到控制：收益率跌幅維持於 1.9% 以下，因為高通脹下美聯儲的鷹派預期限限制了收益率的下降。另外，德國國債收益率正在回落，逐漸至零。

波動性大幅增加：今天早上恐慌指數（VIX）飆升至 36，全球股市下滑，但我們尚未看到拋售的情況。亞洲市場收市（日經指數跌 1.8%；恆生指數跌 3.20%），而歐洲和美國市場在撰寫本文時亦正在下行。

標準普爾 500 指數和歐洲斯托克 50 指數處於調整中（從高位回落約 14%），納斯達克指數接近熊市（從高位回落 20%）



資料來源：彭博，東方匯理資產管理研究所，數據截至 2022 年 2 月 24 日

我們認為，這只是調整過程中的第一步，可能會在接下來的幾週內持續，具體取決於局勢的演變。市場將重新評估情況，特別是在以下方面：

- 制裁及其影響。我們預計歐洲和美國將採取更嚴厲的制裁措施，損害交易俄羅斯資產的能力，因此可能會進一步破壞這些市場。我們預計不會出現與能源有關的重大報復，因為這不符合俄羅斯或歐洲的利益。
- 油價和商品動態是值得關注的主要變數。油價自 2014 年以來首次突破每桶 100 美元。我們預視將有更多談判，確保充足的供應以避免石油衝擊，其中伊朗和沙特阿拉伯可能會開放儲備。在全球通脹熾熱的時候，油價上漲是通脹風險的主要來源。此外，俄羅斯是其他商品（鈹、鉑和小麥，烏克蘭也是其最大生產國）的全球生產國，其價格也在飆升，增加了通脹壓力。
- 滯脹情景的可能性上升——尤其是在歐洲。歐洲顯然更容易受到這種地緣政治衝突的影響。在歐洲央行似乎願意繼續縮減量化寬鬆政策之際，同時增加了滯脹風險。電力生產嚴重依賴俄羅斯的天然氣可能會進一步拖累消費者的購買力和增加公司的投入成本，這可能是一個重大風險。關於行業部署方面，俄羅斯對歐洲最關鍵的供應是基本金屬、化學產品和基本製成品，在當前供應瓶頸持續惡化、商品價格居高不下以及投入成本普遍上升的環境下，這種情況可能代表拖累歐盟經濟的幾個行業，尤其是那些能源使用率較高的行業。隨著大宗商品價格上漲，通脹壓力亦會隨之加劇，從而增加滯脹風險並挑戰歐洲央行的行動。在歐洲政治議程中，能源供應多樣化和開放策略自主權的需求變得至關重要，並且需要增加共同的國防軍費開支。
- **重新評估央行政策。** 俄烏危機升級的直接影響是能源價格上漲，增加了通脹壓力。然而，經濟形勢的惡化將使前瞻性的行動變得更加困難。
- 全球地緣政治平衡將被重新既定，北約的角色也將被重新評估。

投資觀點：當市場正因應衝擊調整及評估通脹和增長方面的溢出效應之際，我們預計市場波動將會持續。現在是時候準備對沖並保持審慎，但要避免對波動過度反應。

“在增長前景風險上升之際，央行將不得不應對更高的通脹。政策失誤的風險正在上升。”

“部分存續期、黃金、「避難所」貨幣可以為風險資產提供緩衝。”

整體配置方面，現在是時候準備對沖，並進行策略性調整。現時尚有保障，但隨著市場仍然有下行風險，我們要預備調整保障策略。部分估值過度調整（例如信貸市場）或會提供調整的機會。可是，現階段我們不可低估潛在衝突升級或放棄對沖。

整體方面，我們保持審慎。

在新興市場方面，由於制裁風險或會影響市場流動性，我們變得更審慎觀察俄羅斯及烏克蘭的資產類別，還有盧布。有一點須特別注意是指數供應商，如 MSCI 和 JP Morgan，會否將俄羅斯資產從指數移除，令資產價格加劇下跌。

在全球固定收益及新興市場債券方面，我們有策略地對存續期（短存續期為主）採取樂觀取態。因為這些類別可以成為避難所，為風險資產對沖。過往幾日，我們亦透過信貸違約掉期（CDS）加強保障。

- 股票方面，我們正個別觀察俄羅斯對不同股票的影響，並繼續留意通脹。
- 我們會繼續加強觀察整體流動性。從目前來看，市場流動性仍然穩健，只有部分新興市場及信貸下跌（俄羅斯資產除外，因其流動性正在消失）。

展望未來：密切關注演變過程，預期作出進一步的調整

就現時情況很難找到快速解決方案。這種衝擊增加了通脹的情況，損害了增長前景-尤其是在歐洲。鑑於股票的高流動性，股票波動性將保持高位，並在風險快速調整的情況下，成為第一目標。中央銀行的行動將會成為關鍵。如果對增長前景的影響越趨重大，他們的議程可能會有改變。

在石油和大宗商品價格上漲的情況下，通脹預期上升



資料來源：東方匯理研究所，彭博，截至 2022 年 2 月 23 日。

現在關鍵的是，在俄羅斯資產以外，重新調整風險溢價的範圍之大。我們預計至少會看到一些以應對滯脹概率增加的進一步的調整，尤其是在歐洲這個風險最大的市場。投資者將要應對建立配置的挑戰，並緊記可能出現的兩種情況。一個是更積極的，通脹率進一步上升，由於衝突沒有造成重大破壞，以及疫情之後的經濟復甦仍然積極，增長仍有彈性。另一個是更消極的，有增長和通脹的衝擊。以上種種為最好的結果保持一些定位（主要是股票風險），但也要為最壞的結果做好準備（調整對沖以應對更不利的發展）。通脹主題在任何情況下都得以加強，進一步增加從通脹角度看投資組合構建的必要性。

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」。