

專家分析：

審慎部署 應對美國和全球股市的通脹環境



Marco Pirondini

股票部主管兼

美國投資組合經理



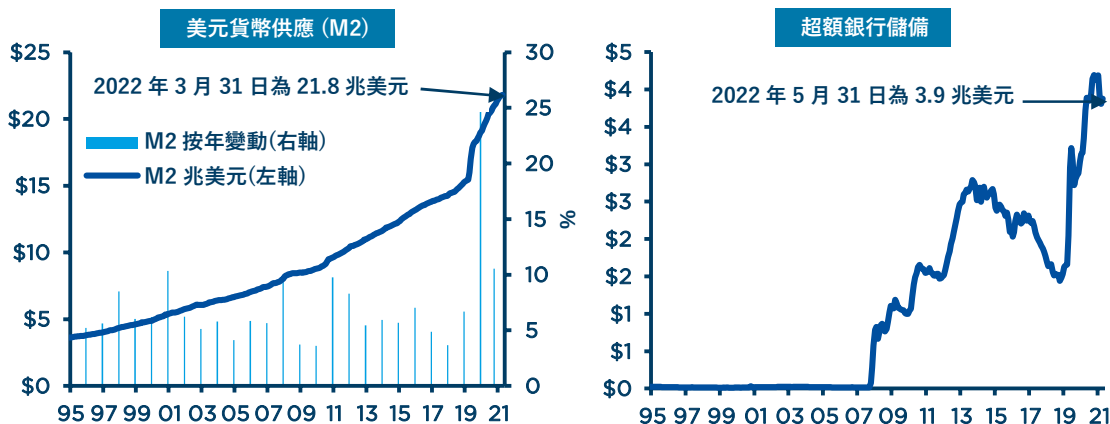
Alec Murray

客戶股票投資組合

管理主管

在 1965 至 1982 的大通脹時期，美國通脹率攀升至 13.5%，事件距今已 40 年。亞特蘭大聯邦儲備銀行行長 Michael Bryan 認為，大通脹是「二十世紀下半葉的決定性宏觀經濟事件……期間出現了四次經濟衰退、兩次嚴重的能源短缺，更史無前例地實施薪酬和價格控制」。一如當今的情況，大通脹源於聯儲局政策所導致的貨幣供應過度增長。

貨幣供應增加和龐大銀行儲備表明通脹率將會上升



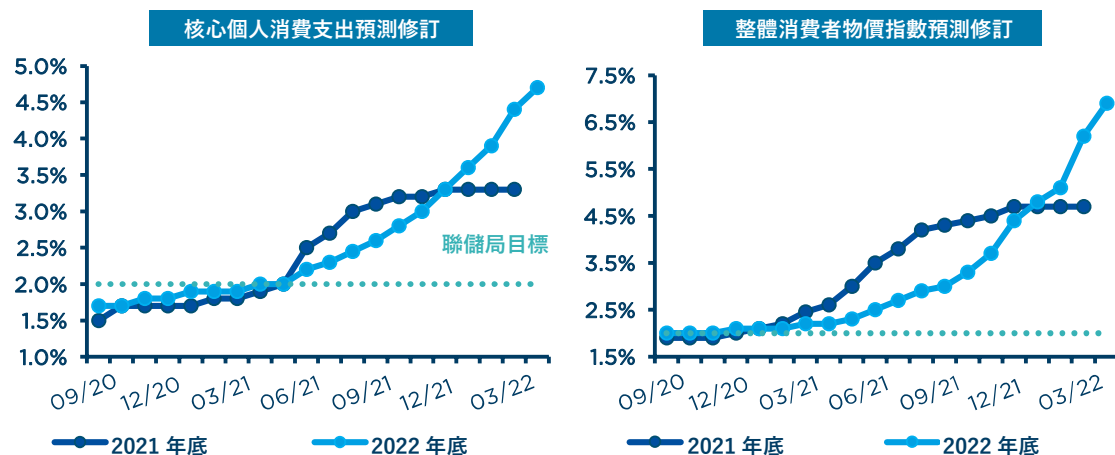
資料來源：東方匯理、彭博，截至 2022 年 3 月 31 日。（左軸）M2 貨幣供應量；（右軸）作為貨幣基礎總結餘的美國超額銀行儲備。

「貨幣供應過度增長、過去對『實體資本』的投資不足，加上強勁的勞工市場，長遠應會令通脹高於央行的目標。」

通脹很可能持續高於央行目標

經濟學家預測的通脹率（下表）一直高於聯儲局訂立的目標，加上實際數字，均反映通脹將於中期內持續。

通脹預測與聯儲局預測背道而馳



資料來源：東方匯理、彭博每月經濟學家調查，截至 2022 年 4 月 30 日。2022 年底預測的最後一點為 2022 年 4 月 30 日。經濟學家每月預測 2021 和 2022 年底的通脹率。

目前的通脹率（2022 年 4 月美國勞工統計局的消費者物價指數為 8.3%）遠低於 1980 年代的高位，但我們認為通脹率可能持續高於聯儲局的 2%目標，原因有三：

1. **美國出現勞工短缺**：經濟增長顯著反彈，加上人口老化和疫情期間民眾提早退休，令勞動力供應受限，同時推高薪酬。

勞工短缺：加劇薪酬螺旋式上漲



資料來源：東方匯理、彭博，截至 2022 年 4 月 30 日。美國勞工流動調查報告代表美國的總職位空缺。

「隨著中國的勞動年齡人口見頂，中國製造業帶來的通縮影響應會減弱，令已發展國家的通脹進一步升溫。」

2. **俄烏衝突令全球再度關注能源安全和國防問題**。例如，德國宣佈加快興建液化天然氣接收站，以減低對俄羅斯天然氣的依賴，並將國防開支增加至佔國內生產總值 2%。我們認為能源安全和國防方面的開支將會導致通脹。
3. **中國不再輸出通縮**。美國貿易代表處指，多年來中國一直出口低成本商品，於 2020 年佔美國進口額 18.6%。然而，商業內幕 (Business Insider) 表示由於出生率低，中國的勞動年齡人口已經見頂。我們認為勞動力下降將會導致對美國的出口價格上升。

投資啟示：轉換至在高通脹時期表現理想的行業

若通脹持續（相信機會極高），便為股票投資者帶來重新部署的重要時機，因為能在通脹環境下造好的股票類型，應該不會是近年表現理想的類型。建議投資者考慮以下方針：

於疫情期間的選股重點	於後疫情環境的選股重點
著眼未來	著眼於當前／目前的企業基礎因素
不易受估值影響	易受估值影響
美國	全球

資源來源：東方匯理，2022 年 4 月。

(1) 從 未來 轉到 現在

在疫情首年，高盛非盈利科技指數錄得五倍增長¹。由於公眾在居家抗疫期間主要透過社交媒體保持聯繫，部分社交網絡企業的股價急升。投資者願意忽視短期的基礎因素（缺乏重要的收入和盈利），只留意未來潛力。此外，利率急跌亦進一步支持受惠於低資本成本的長存續期資產上升。

¹ 2020 年 3 月 18 日至 2021 年 2 月 12 日。

「科技股在疫情期間受惠於居家抗疫主題，但隨著疫情過去，市場必須重新關注盈利能力及為有關收益支付的代價。」

一年後，情況已截然不同。經濟復甦和利率大幅上升令存續期較短的股票（錄得盈利的企業）更加吸引，而存續期較長的資產則令人卻步（2022 年指數的跌幅詳見下圖）。在此環境下，我們認為投資者選擇值得投資的企業時，應該考慮企業目前的基礎因素，而並非未來的盈利潛力。

非盈利科技股下挫：高盛非盈利科技籃子



資料來源：東方匯理、彭博，截至 2022 年 5 月 4 日。高盛非盈利科技籃子包含多間創新行業的非盈利美國上市公司。科技股的定義相當廣泛，包括全球行業分類系統各行業組別的新經濟企業。相關的籃子就流動性進行優化，沒有任何企業的初始比重超過 4.65%。

「主要依賴未來現金流的長存續期增長股，其估值受到加息影響，繼而影響其資本成本。」

(2) 著眼估值，個案分析：從不惜任何代價轉為支付合適價格

我們研究一間運用基因工程技術生產工業用細菌的生物科技公司，該公司於 2021 年產生收入，但整體錄得虧損（彭博，2022 年 3 月）。鑑於對未來收入和盈利的預期，投資者於 2021 年 11 月以接近每股 15 美元的價格買入股票，但在年底時，股價跌至約 8 美元，而於 2022 年 3 月 15 日，股價更降至接近 3 美元。

發生了甚麼變化？於 2021 年 12 月建議以 10 美元買入股票的投資銀行表示，答案在於利率或加權平均資本成本變動。銀行分析員指：「我們估計該企業的加權平均資本成本每變化 100 個基點，保證股價便會每股減少（約）3 美元。」

在短短數月內，利率環境的變化導致投資者開始留意近年或多或少忽略的因素：估值。雖然標普 500 指數整體下跌，但由年初至 5 月 17 日期間，標普 500 指數中估值最低的五分之一股票錄得 6% 的回報，而估值最高昂的股票則下跌 23%（見下表）。

以市盈率劃分的標普 500 指數股票五分位數	平均回報(%)
第 1 個五分位數：市盈率高於 36.0	-23.3
第 2 個五分位數：23.1-36.0	-16.7
第 3 個五分位數：18.0-23.1	-7.7
第 4 個五分位數：12.6-18.0	0.2
第 5 個五分位數：3.6-12.6	6.0
標普指數	-13.7

資源來源：彭博，年初至 2022 年 5 月 17 日。2021 年 12 月 31 日的最佳市盈率。

價值股目前為最吸引的範疇

我們認為股市哪個範疇的估價最吸引？價值股。正如下圖所示，雖然近期市況波動，但價值股目前的市盈率卻比增長股出現折讓。

「增長股的估值溢價偏高、核心收益率輕微上調和通脹升溫，應能支持投資者從增長股轉換至價值股（特別是周期性較低的優質股）。」

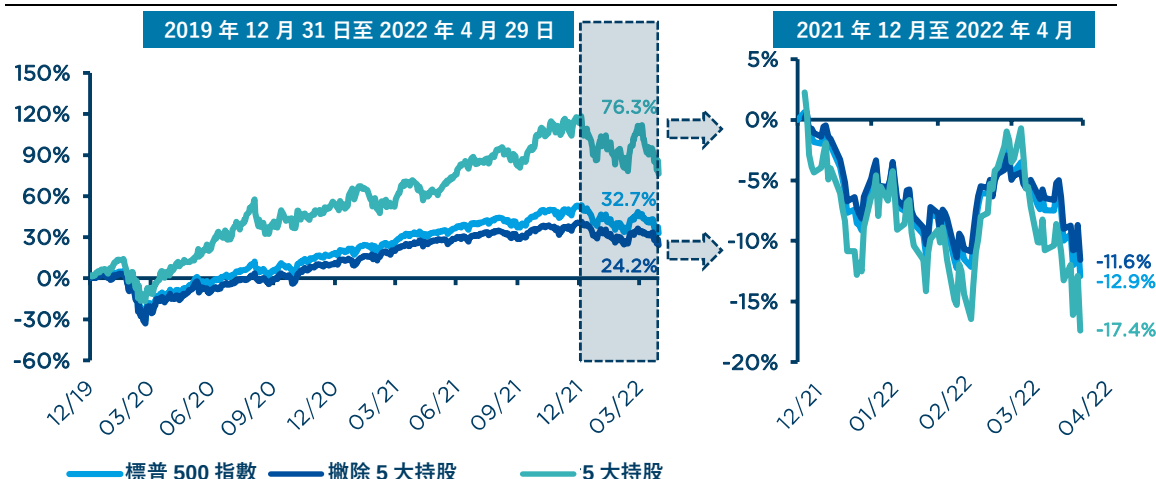
以歷史水平計算，增長股與價值股之間的市盈率溢價差距龐大



資料來源：東方匯理、彭博，截至 2022 年 4 月 30 日。自 1996 年 12 月 31 日起的平均值。上圖顯示羅素 1000 價值指數和羅素 1000 增長指數的市盈率。遠期市盈率為股票目前的價格除以分析師對其一年每股盈利預測的估計。

(3) 集中風險顯示必須主動管理資產：標普 500 指數近期的表現集中於少數股票

計及和撇除 5 大持股的標普指數回報——2019 年 12 月 31 日至 2022 年 4 月 29 日



資料來源：東方匯理、FactSet。最後的日期為 2022 年 4 月 29 日。標普 500 指數是衡量美國股市的常用指標。列舉的證券並不代表東方匯理投資組合目前或未來的持倉，不應被視為買賣任何證券的建議。5 大持股 = 蘋果、微軟、亞馬遜、Alphabet 和 Meta。

「標普 500 指數等市場指數經常令投資者承受集中風險，因為指數的表現有時由少數股票帶動。」

截至 2021 年底，5 大持股分別佔羅素 1000 增長指數和標普 500 指數 38%和 23%。基於分散風險的要求，風險分散、主動管理的美國大型增長股基金無法維持與羅素 1000 增長指數相同的持倉。雖然標普 500 指數的集中程度不及羅素 1000 增長指數，但卻高於以往水平。

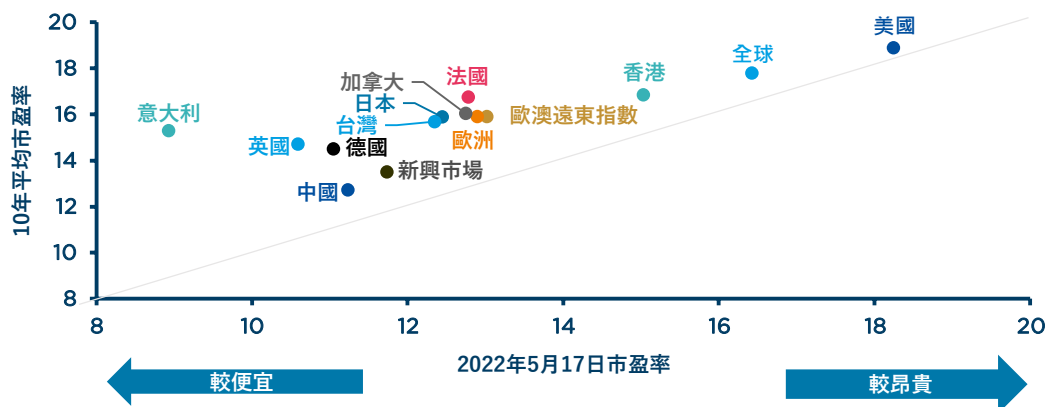
對主動型基金經理而言，好消息是部分股票的表現已開始回落。隨著最大型企業的增長成熟、監管增加和投資者尋找其他回報來源，我們認為標普 500 指數於未來數年的集中程度會緩和。對最大型股保持審慎的主動型基金經理，應能受惠於此趨勢。根據過往經驗，上一次標普 500 指數的集中度急跌是在互聯網泡沫爆破之後。在 2000 至 2002 年期間，主動型基金經理表現領先的百分比每年均高於 60%。我們認為未來數年可能會出現類似的模式，代表這可能是超過 15 年來透過主動型基金經理進行投資的最佳時機。

「美國以外的大部分地區市場，其估值均低於長期平均水平。」

(4)從 美國 到 全球

多年來，美國股市的回報一直主導全球股市回報，但伴隨而來的代價卻越來越高昂。截至 2022 年 5 月初，以標普 500 指數遠期市盈率計算的美國股票價格，相較國際股票出現溢價（分別為 18.2 倍盈利和 13.0 倍盈利）。

美國股票普遍比國際股票昂貴



資料來源：彭博，截至 2022 年 5 月 2 日。台灣市盈率截至 2022 年 5 月 17 日。美國採用標普 500 指數，其他則採用 MSCI 指數。市盈率為衡量股價昂貴程度的指標，計算方法為以股票價格除以每股盈利。遠期市盈率為分析師就未來 12 個月市盈率所作的估計。

雖然美國以外的大多數國家的市盈率均低於長期平均水平，但美國的市盈率目前非常接近其 10 年歷史平均水平。除了美國和非美國市場的明顯估值差距外，非美國股票也有另一個帶動領先表現的潛在利好因素。**受通脹持續和加息影響，投資者持續從增長股轉換至價值股將會利好非美國股票。**由於國際指數的組成（見下表）較偏重金融等價值型行業，在資訊科技等增長型行業的比重則較低，因此若市況持續，便可能有助國際指數的表現超越美國市場。

指數	科技股比重(%)	金融股比重(%)
標普 500 指數	27.2	11.0
MSCI 歐澳遠東指數	8.2	17.5

資源來源：彭博，2022 年 4 月 30 日。

總結

我們認為市場正走向高通脹的局面，早在疫情前便透過貨幣供應過剩、金融抑制和實質基建投資不足等形式埋下伏線。投資者應為有關轉變作好準備，納入應能受惠於通脹升溫的優質價值股。

不過，在後疫情環境下，轉移至價值型、國際化和價格較相宜市場的過程應不會平坦順利，也可能受到極端市場事件影響，例如俄烏衝突。由於該事件對美國企業盈利的影響有限，投資者可能認為較穩定的美國比歐洲等地區可取。然而，投資者必須留意目前資本成本上升將會令盈利出現折讓。此外，在盈利有欠明朗的後疫情環境下，投資者必須更加留意選股和企業基礎因素。

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」。