



市場變革中的投資

投資展望 | 2022

憑藉實力 贏得信任

Amundi

ASSET MANAGEMENT
東方匯理 資產管理

2022年投資展望的十大要點

- 1 經濟重回70年代的觀點似乎越來越正面。**經濟長期停滯的局面已成過去，市場憧憬會出現新的經濟神話「咆哮的20年代」。隨著周期性刺激措施減退，全球增長將會在見頂後回歸潛在水平。受不同範疇的供應短缺及稀少情況帶動，通脹將會持續及充滿變數。增長與通脹走勢之間的分歧會再次變得明顯，衝擊全球化主題。
- 2 各國央行掌握經濟周期的關鍵。**滯脹即將出現，央行可能在試圖權衡增長與通脹的同時，無法控制情況。有鑑於對通脹的觀點的忽視，已發展市場的央行將會接受本地經濟落後於其他市場。
- 3 聯儲局開始減少買債後，隨著增長放緩及綠色和公正轉型引致的財務需要增加，預料未來（展望2023年）將會進一步放寬貨幣政策。**各國央行及政府將會攜手合作：將更多債務貨幣化，並持續實施金融壓抑措施。
- 4 經濟周期將會進一步延長，但市場不再狂熱。**在減少買債及增長放緩後，將會推出更多刺激措施及增長再次加快，投資者應保持審慎（對高風險資產保持中性），並物色合適的入市時機，以加強股票、商品及新興市場的策略性配置。後者應會結束過去10年的劣勢（期間全球配置已跌穿策略性目標），再次成為市場焦點。
- 5 將新興市場視作一個整體的概念已不合時宜。**市場將會劃分為三個類別：1) 出現通脹而央行採取控制行動的國家；2) 央行仍然不採取行動（無法控制）的國家；以及3) 中國。投資者應留意第1和3類，這些國家的貨幣兌美元應會升值，承受超級凱恩斯主義政策的影響。
- 6 追求實際回報成為新的趨勢，但應留意名義回報的假象。**採取60/40配置的投資組合將面對更多挑戰。股票／債券的相關性為正值，代表投資者應採取更靈活的配置。可望緩和通脹風險的相對價值主題及進一步分散風險的途徑，例如實質資產，將會極為重要。
- 7 實際利率將會決定股票估值過高的命運。**實際利率最終將會回升，為出現泡沫的增長股帶來考驗。鑑於成本及利率持續上漲，選股時應留意企業盈利與定價能力，以及質素和價值。
- 8 在名義收益率第一輪升勢後，投資者必須抵擋持有長存續期的誘惑。**由於各國的貨幣政策分歧，收益率曲線的走勢、貨幣及跨區投資將會帶來大量機會。無限制的固定收益仍然是致勝關鍵。
- 9 與槓桿問題相關的部分缺口應該會浮現，在流動性收緊及違約率見底的情況下，估值高昂的不良信貸將會出現危機，並首度與估值高昂的優質信貸出現嚴重分歧。**
- 10 綠色及社會復甦將會令ESG更快成為主流，但轉型過程並非呈線性。**ESG生態（監管、結盟、投資者偏好）將會帶動需求和數據質素，同時影響價格發現的過程，而採納部分ESG準則與對價格的影響加劇，兩者之間將會形成正反饋循環。

多項轉型導致方向各異 在不同步的世界裡，央行掌握經濟周期的關鍵

2022年將會是迎來全新經濟及金融模式的重要時刻，多項同時進行的轉型將會推動新舊模式的轉變，有關轉變已在經濟、社會和地緣政治層面開始出現和加快，將會為投資者帶來深遠影響。超級寬鬆的貨幣時代結束，以及加大政策力度避免氣候災難和社會威脅，將會成為必須留意的主題。

2021年經濟增長強勁回升，意味著不再需要部分為了緩和疫情對經濟的破壞而推出的額外寬鬆措施。由於部分領域開始出現過熱跡象，加上通脹率於數十年來首度顯著升溫，現在央行是時候開始逐步取消相關措施。同時，能源轉型的影響將會決定表現領先和落後的經濟體和市場，財政政策必須減輕這方面的成本。減少買債是2021年末的市場焦點，但央行可能只會小心翼翼地進行。

由於多項轉型將會影響央行可以採取的行動，因此收緊極度寬鬆的貨幣政策之路將會充滿波折。

第1項轉型：從狂熱到常態

在全球經濟增長大致理想的環境下，市場於年初經濟重啟時的興奮氣氛逐漸減退，隨著周期性刺激措施減少，全球經濟動力亦從高位放緩至潛在水平。

出現全球經濟奇蹟的錯覺將會消失。

在美國，持續利好的財政政策、金融市場的正面財富效應和千禧世代不斷增長的需求，或會支持未來數年的經濟增長高於潛在水平，但經濟擴張仍會低於2021年的紀錄水平。中國的經濟增長將會成為關鍵，我們認為相關增長將會降溫，但不會偏離軌道。中國政府必須妥善控制轉型至更平衡和平等的社會，避免硬著陸，並遏止投資者在房屋市場等負債過高的領域所面對的道德風險。在進行去槓桿化的同時，財政及貨幣政策亦應該會變得溫和利好。

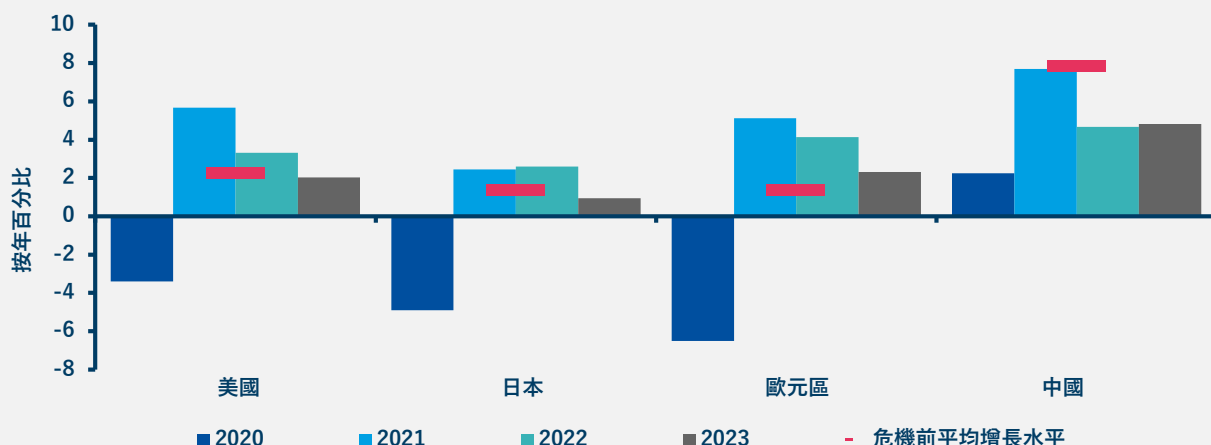
中國經濟放緩的影響在整體上應會仍然受控，但部分金屬／商品出口國和貿易夥伴或會面對溢出效應。投資者必須仔細區分新興市場。

歐元區前景應會保持良好，周邊國家能受惠於「下一代歐盟」復甦計劃帶來的資源及對服務行業重拾信心，此等因素今年尚未被充分利用。然而，由於供應短缺對各地區復甦帶來不同程度的威脅，經濟增長亦可能令人失望，成為主要風險領域。

第2項轉型：從自由主義到政府干預應對環境和社會議題

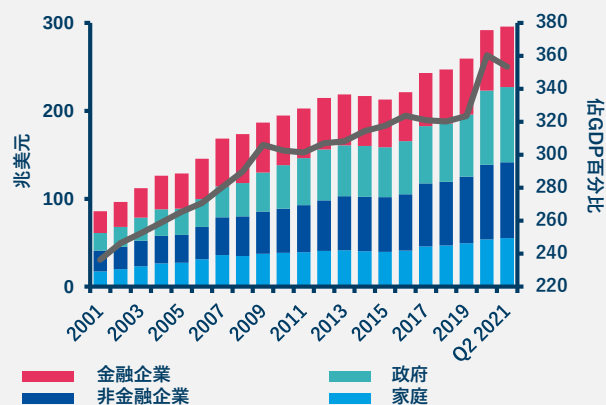
新冠肺炎疫情危機令各國更需要消除不平等現象，並將健康和環境議題列作施政重點。要解決這些問題，便要打擊壟斷、加快能源轉型、重建社會契約，以及重新平衡利潤和薪酬。為此，政府將會加強監管措施、可能修訂稅務政策、投資基建和綠色項目，並實施針對社會議題的財政措施。因此，財政刺激措施將會持續，但步伐會比2020至2021年放緩。

增長將放慢至危機前水平或以下（東方匯理實際GDP預測）



資料來源：東方匯理、國際貨幣基金組織。數據截至2021年11月8日。危機前平均增長水平指2010至2018年期間。東方匯理研究預測數據。

全球債務即將接近300兆美元



極高的債務可能會在經濟增長放緩之際進一步增加，挑戰經濟增長的可持續性。

第3項轉型：從全球價值鏈轉至策略性行業獨立。

在各國爭相實踐自給自足、能源和科技霸權的情況下，地緣政治環境變得更複雜。太平洋地區的競爭變得更熾熱，中美之間的緊張局勢亦再度升級。與此同時，疫情已觸發許多企業和政府重新思考全球價值鏈，務求能更有彈性地面對未來衝擊，包括因地球暖化而更有可能引發的自然災害。**這意味著將生產工序遷回本土，同時透過近岸生產的方式增加供應鏈的多樣性。**歐洲將會特別關注自給自足的議題，因為「下一代歐盟」(NGEU)復甦計劃將部分資源分配至策略性行業（半導體、國防及安全、潔淨能源），以實現更大程度的經濟自主。

區域化與全球化的拉鋸將會成為重要主題，並聚焦於策略性行業。

第4項轉型：從短暫通脹到更持續的通脹。

上述提及的各項轉型將會決定通脹的走勢。其混合效應正令通脹只屬於低水平和暫時性的主流觀點，變成通脹將會升溫和持續。鑑於供應鏈瓶頸、能源價格上升、重新平衡至更高的薪酬和稅率上升將會令通脹率高於過去10年，因此**通脹率很可能無法回到疫情前的水平。這個原屬美國的問題正透過食品和能源價格的升幅而蔓延至全球**，只有中國明顯例外。中國的消費者價格（消費者物價指數）受控，而生產者價格（生產者物價指數）則受到擠壓，令企業邊際利潤受壓。

第5項轉型：從舊的央行目標轉至新的目標。

各國央行的行動將會視乎經濟增長、通脹和債務的變化。在新的格局下，金融壓抑很可能會在2022年持續，央行會繼續落後於通脹走勢，並以不同步的方式採取行動。撤銷極端政策不但需時，而且用於資助能源轉型和消除不平等的額外財政措施亦很可能需要央行支持。

在舊目標（遏抑通脹）轉至新目標（支持更公平和更長久的增長趨勢）的過程中，央行將會面臨兩難的局面：需要決定在通脹加劇／持久和經濟增長放緩（滯脹）的情況下何時和以多快的速度推出／撤回寬鬆政策。有關平衡經濟增長和通脹（除滯脹外）的主題將會左右央行的行動。

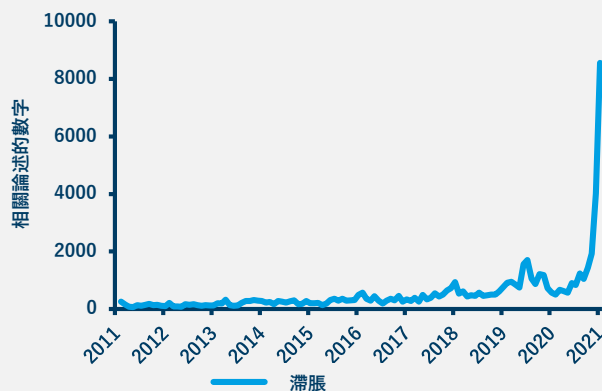
央行將會決定當前的周期能再延長多久，而我們認為央行將會繼續以緩慢的節奏行事。

聯儲局將會按部就班地行動，並以通脹只屬暫時性的主張支持善意忽視通脹問題的態度。由於歐元區對通脹加劇的容忍度有限，加上對能源的依賴增加，歐洲央行將面臨更多考驗。新興市場央行很可能會開始暫停，並最終逆轉今年實施的部分收緊措施。經過2022年初的強硬階段後，預期其後會逐漸放寬政策，令經濟增長於2022年內再次加快，進一步延長經濟周期。

對於債務走勢和管理潛在的泡沫，央行的行動亦非常關鍵。

中國地產發展商陷入債務危機的事件，證明有必要在過度槓桿變成系統性風險前解決問題。因此，雖然此情況會帶來短期的破壞，但應被視為邁向長遠穩定性的正面發展。縱觀全球，其他範疇的過剩問題亦可能為投資者帶來風險。隨著撤回額外的流動性，以及實際收益率開始上升，估值極高的超增長股和**高槓桿企業債券將會受壓**。市場很可能會出現槓桿問題引致的裂縫，因此在流動性收緊的情況下，投資者必須更加審慎選擇信貸。

有關滯脹的討論越見普及



轉型令市場步伐嚴重不一



從後疫情的增長狂熱到經濟動力放緩

隨著中國經濟增長放緩，2022年初全球經濟增長很可能會從2021年高位回落，而在同年稍後時間，當中國經濟靠穩及加推財政措施重振增長動力，經濟活動將會回升。

→ **對投資的影響：**盈利增長緩和、增加脆弱性、市場過度安於現狀及估值偏高。投資者應審慎選股，專注於能抵禦通脹加劇的股票(價值股、優質股、具定價能力的股票、股息主題)。



從自由市場到政府干預，專注於ESG主題

疫情令各國更需要積極消除不平等情況，並將健康及環境議題列作首要的政治議題。

→ **對投資的影響：**行業及個別企業的表現出現分歧，投資者著眼於主要的ESG主題。



從全球價值鏈到自立

各國爭奪能源及技術霸權地位，令地緣政治環境變得更複雜，而各國必須確保供應鏈能抵禦疫情及潜在天災的影響，並帶動全球回流及近岸外判的趨勢。

→ **對投資的影響：**地區主題與全球主題的角力，歐盟策略性行業、中國，更專注於從下而上分析每間企業抵禦供應受阻的能力，審慎選擇新興市場股票／債券。



從低／暫時性通脹到更長期的通脹

供應鏈瓶頸、能源價格、重調平衡至更高薪酬及調高稅率，將會令通脹高於過去10年的水平。隨著增長放緩及通脹率上升，滯脹風險正在增加。

→ **對投資的影響：**專注於與實質經濟相關及與通脹掛鈎的資產，保持短存續期策略。



央行從舊目標到新目標

各國央行會被迫繼續落後，並維持金融壓抑的環境(零至負實際利率)，以支持日期增加的債務，從而為環境及社會項目提供資金。

→ **對投資的影響：**各國央行的行動將會帶動承險意欲。隨著歐美減少買債，投資者應於年初保持審慎配置(對高風險資產保持中性)，並等待經濟動力改善時才增持風險。



Monica
DEFEND
環球研究部主管

當形勢艱難，唯有勇往直前 央行應對經濟增長放緩和通脹升溫

經過10多年後，金融市場已習慣央行保持被動和施加影響力。2022年亦不會例外，雖然財政槓桿依然重要，並與貨幣政策掛鉤，但央行將會保持警覺，並會積極處理增長／通脹議題，而我們相信有關議題將會於2022年主導市場，並會進一步加劇各地貨幣政策分歧的情況。

正在出現系統性的轉變：某些結構性動力面對持續通脹，以及並非由疫情引致的全球經濟增長放緩趨勢。

我們對2022年展望的主要假設

1. 全球供應鏈的脆弱性和瓶頸將會在2022年下半年重整。全球供應鏈的集中情況旨在解決短期效率問題，而非提升其穩定性，而疫情則加劇了這種早已存在的失衡情況；
2. 勞工短缺問題將會在支持政策結束後得到解決，而薪酬增長則大致保持溫和；
3. 能源價格仍然偏高，但不會令中國和歐洲陷入能源危機，而西德克薩斯中質原油（WTI）則會維持於每桶75/80美元的範圍；以及
4. 中國的經濟復甦處於政治議程的陰霾之下，2021年第四季的经济增長仍然緩慢，而2022年則會略為加快。

我們預料中國經濟增長將會推動雙速復甦趨勢，並在2022年下半年帶領全球金融市場進入周期末段。

從地區層面考慮全球經濟時，我們仍然看見各地區以不同速度、不平均和不平衡的方式重啟經濟及進行轉型。

政策組合的一大考驗是令至今所見的經濟復甦，變成能推動更公平分配收入的復甦，以解決因疫情而加劇的不平等和社會矛盾。市場需要一種真正而實在的轉變。

在價格走勢方面，通脹率從2021年的水平回落，但與疫情前水平相比仍然偏高。新興市場將會出現同樣情況，其通脹率升勢甚至比已發展市場更快，主要受食品及能源價格急升帶動。

歐洲央行與聯儲局於2021年以全新方式制定其目標，相關目標有時含糊不清，例如最近提出的「平均通脹目標機制」便沒有提到具體的適用時間。然而，當市場對短期／長期通脹的論辯失去興趣時，貨幣金融部門將要設法應付隨着供應衝擊而通脹大幅升溫的情況，亦成為需求衝擊的主因。

雖然央行已習慣處理由需求帶動的通脹，但應對供應價格急升（勞工短缺、能源及食品、貨運渠道受阻）的經驗卻不多。但無論如何，市場絕不缺乏供應方面的價格壓力！按照人口發展趨勢，美國的價格壓力很快便會增加：Z世代（人口遠多於X世代）不久後便會大舉消費（很可能會置業和組織家庭）。

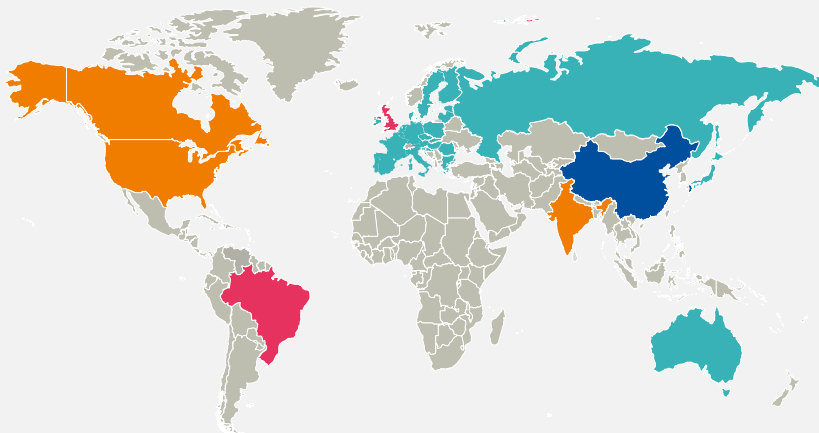
在全球經濟增長迅速回復至潛在水平之際，央行面對減少買債的重大考驗。

“各國央行均進退兩難：陷入了增長放緩和通脹升溫之間的拉鋸之中。”

2022年：央行步伐不一

東方匯理預計的政策立場

- 更為寬鬆
- 穩定寬鬆
- 減少寬鬆
- 收緊



資料來源：東方匯理研究，截至2021年11月8日。貨幣政策說明地圖。央行立場指於2021年和2022年初量寬政策或特殊工具部署的預期變化。

進退兩難

在短期內，對於面對不同限制和憂慮的英倫銀行和中國人民銀行而言，情況肯定變得更加艱難。

- **英倫銀行**需要應付通脹升溫，而在英國脫歐溢出效應引致的不確定性之下，很可能會在12月議息會議上加息。
- **中國人民銀行**避免廣泛調整其收緊政策，即使此舉令經濟持續疲弱。
- **歐洲央行**將收緊政策的期限推遲至12月，屆時將會公佈經濟預測，並可能調整其遠期指引。然後，便要從抗疫緊急買債計劃（PEPP）過渡至資產購買計劃（APP），但由於歐洲央行避免市場扭曲和更加分散，有關轉變可能會帶來其他問題。
- **聯儲局**開始進行公佈已久的減少買債計劃，但外界很可能會質疑其能否妥善應對極度強硬的市場預期。市場表現失望的風險甚高，而首先會影響美元，如果情況屬實，我們認為美元匯價穩定的預測可能會受到考驗，美元匯價可能會從1.14（我們目前對12月22日的目標）變成1.20。

央行的「能力」岌岌可危：若行動偏離其遠期指引，將會擾亂市場參與者，令市場價格反映央行的可信度可能受損，繼而為金融市場造成破壞性的後果。對於新興市場的央行而言，保持高可信性是維持通脹預期穩定的關鍵。

各項政策的取態將會左右我們的投資部署：需要保持充裕的資產規模以維持寬鬆的金融條件、通脹持續升溫、經濟增長放緩、高風險資產估值過高等種種因素，令金融市場（特別是高風險資產）感到不安，亦解釋了為何我們現在不敢輕舉妄動，預計要到2022年後期才開始回復正常。

影響市場觀點

正如我們於今年較早時間提到，目前出現各種不同的投資觀點，引致不明朗因素，亦令市場安於現狀。我們深信這些觀點將會繼續解釋市場水平與根據微觀和宏觀基礎因素（每股盈利、利率、失業率、油價）計算的公平值之間的分歧。

我們將市場觀點視為「估值因素」。

當觀點與標普500企業的公平值相反時，便能解釋市場偏離均衡價格的情況。

相關結果在統計學上具重要性，在經濟上亦合理，並顯示觀點的重要性隨著時間而改變。

考慮到這一點，低增長和永久低通脹的「長期停滯」觀點現在已成過去。相反，鑑於聯儲局的政策立場、其擴大資產規模及與疫情相關的量寬政策，「貨幣政策」觀點於2021年8月前支持股票基礎因素發揮極大的影響力。我們認為此觀點大致解釋了年初至今市場走勢和基礎因素脫節的情況，而此觀點現在的影響力稍為減弱，但在2022年仍未消散。由2月起，開始出現有關「回到1970年代」等較不樂觀的觀點，支持市場升至高位，但投資者正致力確認企業的基礎因素。

目前企業公佈的盈利高於預期，但我們認為這種樂觀的情況不會在2022年重現。

總括而言，預計市場參與者會更加關注「滯脹」和「回到1970年代」，以及其後利好估值減弱和多次降級的情況。整體上，這令我們更加相信應該於年初對股票保持中性，當進入周期末段時，便能於下半年重新調整策略。

推動綠色轉型的行動

最後亦想討論央行現正發揮重要作用的另一個領域：氣候變化及綠色轉型，當中將會涉及執行貨幣政策的重大改變。

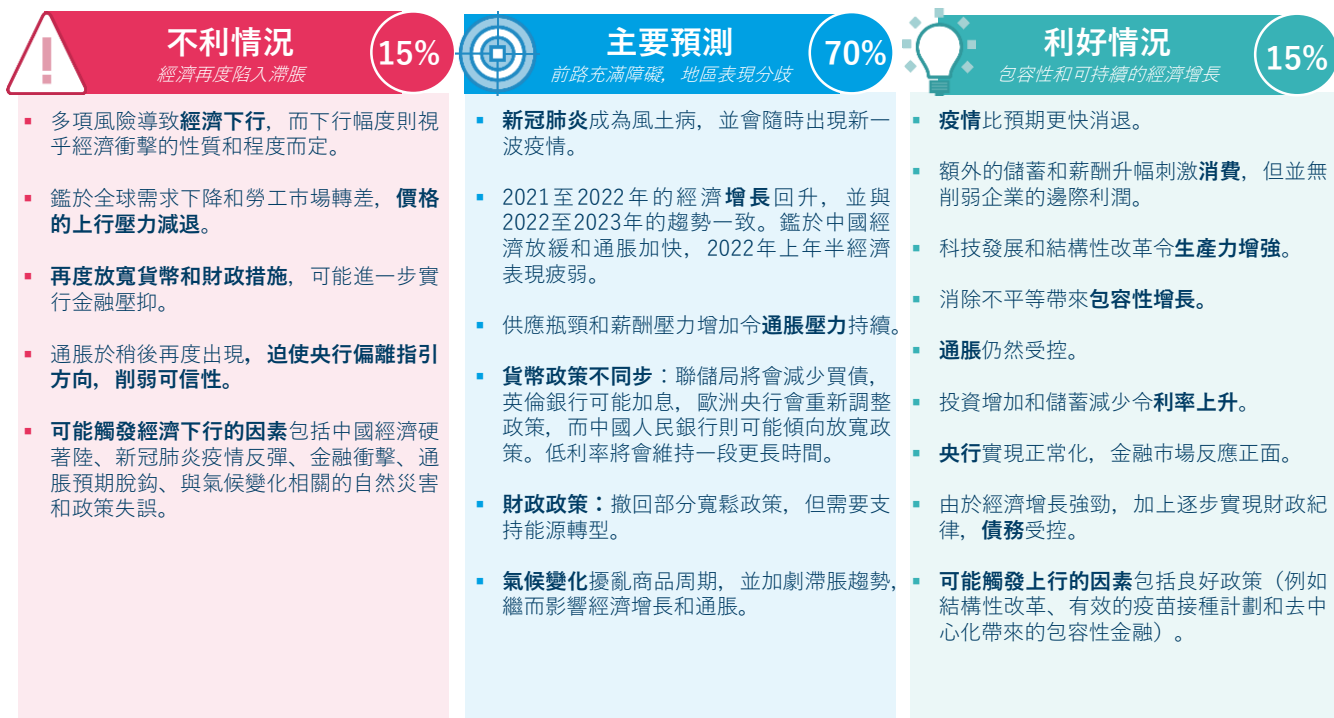
視乎轉型政策的速度和性質而定，氣候風險將會影響傳統貨幣政策的傳遞渠道，而「綠天鵝(green swan)」風險（即可能對金融市場造成破壞的氣候相關事件）可能會引發系統性金融危機。

雖然此轉型必定是央行行長的長遠計劃之一，但央行應該先處理更多短期的挑戰和機遇。在7月，日本央行宣布推出綠色定向長期再融資操作(TLTRO)，向借貸予綠色業務的銀行提供優惠利率。歐洲央行也有類似的建議。鑑於氣候風險日益增加，按照可持續業務的分類標準調整TLTRO額度，能直接使借貸符合《巴黎協定》的原則。構建綠色TLTRO時可以保留標準TLTRO的目標和方式，同時加入鼓勵銀行投資於綠色業務（若非銀行，則銀行的客戶）的措施。

不過，由於難以提供統一的環境可持續性定義和可靠的驗證系統，「綠色借貸」尚未有正規的定義。幾乎各地均在進行大規模的轉型，而疫情很可能成為推動轉型的催化劑。

我們衷心希望央行能於短期內採取「推動綠色轉型的行動」。

基本及其他預測情境與風險



風險類別



資料來源：東方匯理，截至2021年10月31日。最低波動性策略旨在降低股票波動性。

2022年主要投資觀點

於下半年進入周期末段：利好股票、新興市場和商品

在構建投資組合方面，2022年將會比2021年帶來更多考驗。在盈利增長正常化和邊際利潤更受壓的環境下，投資者不應期望股票能維持2021年的回報水平。政府債券將繼續受壓，同時利率亦會開始上升。由於全球的實質收益率處於低水平，投資者將繼續尋找實際收益。

構建投資組合需要考慮的主要元素：回報、流動性風險，以及所承受的增長和通脹風險。

在此市況下，投資者必須：

- **於年初維持輕微／中性的風險水平，並在年內持續調整風險，並致力保持投資組合抵禦收益率上升的能力。**投資者應該在年初時採取審慎／中性的配置（同時考慮市場估值偏高），並嘗試把握相對估值機會（各地區與行業之間）。在經濟增長放緩，然後加推刺激措施後，投資者很可能有機會再次增加風險配置，並能把握投資周期延長帶來的機會。由於**實質收益率上升**可能會同時為股市和債市帶來波動和挑戰，風險和**流動性管理將會成為關鍵**。股票／債券的潛在正面相關性和債券的存續期風險，可能為採用60/40配置的投資組合帶來考驗，因此投資者應該尋找更多分散風險的途徑，例如**相關性低的策略和實質資產**。
- **透過在結構性高通脹的環境下擴大資產類別範圍，更有效尋找實質收益。**這將意味著走出傳統的債券領域，改為著眼於股息、實質資產、以短存續期為主的新興市場債券，以及普遍能提供較高收益率而存續期風險相對較低的範疇（次級信貸和貸款）。較長存續期及／或息差太窄的信貸將會遇上阻力。由於違約率可能開始從低水平回升，債務成本亦增加，審慎選債將會成為關鍵。

• **專注於估值未算過高（價值股、新興市場和歐洲）和對利率上升敏感度最低的股票。**盈利增長速度將會從2021年的歷史高水平放緩，但部分企業應能繼續受惠於經濟持續重啟，而其他企業則會面對成本增加、稅收和供應鏈重整等問題，令**股票之間的回報高度分散**，繼而為選股營造理想的環境。**利率將會維持合理偏低，但呈上升趨勢**，利好價值股（特別是金融股）多於增長股。新興市場股票應會再度成為焦點。股票持倉已升至周期的頂峰，利好已發展市場股票。由於**新興市場的配置遠低於策略性目標**，加上估值相對吸引，下一輪增長應會有利**新興市場**。鑑於中國的政策、價格演變，以及財政及貨幣政策空間，物色新興市場投資機會時應該逐一評估個別國家。此外，著重綠色轉型の下世代歐盟計劃（Next Generation EU），應該亦利好歐洲。

• **增持環境、社會及企業管治（ESG）因素的主題持倉，很可能會對風險／回報帶來重大影響。**ESG主題應該被視為與風險和回報等傳統投資組合表現指標相輔相成，特別是涉及可能對資產價格產生重大影響的範疇。修訂規例，以及企業和投資者的需求增加，均確保部分因素會變得更加重要。我們認為淨零排放措施將會成為具有重大市場影響力的主題之一。由於不平等問題是各國政府於目前復甦階段著眼的重點，因此解決不平等問題應會成為下一個主題。部分結合環境與社會的混合性主題可能會出現，例如公正轉型推動以公平的方式應對氣候變化，也是新興市場關注的重點之一。

2022年調整風險水平

2022年1月

2022年12月

年初時採取審慎／中性配置（同時考慮市場估值偏高），嘗試把握相對估值的機會（各地區與行業之間）

在經濟增長放緩和加推刺激措施後，投資者很可能再有機會增加風險配置，並可把握投資周期末段的機會（股票、部分新興市場和商品）

資料來源：東方匯理，截至2021年10月31日。

構建投資組合的主要觀點

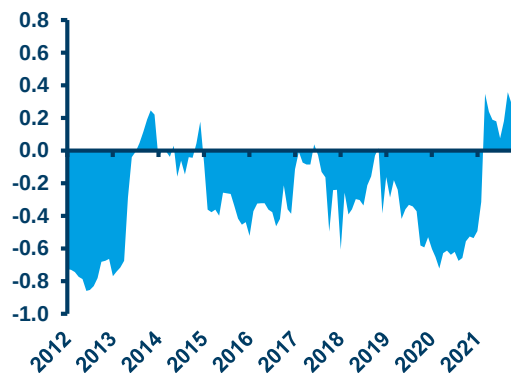
1



保持投資組合的穩定性

在相關性持續變化的市場裡平衡風險，增加相關性低的來源回報。

標普500指數和美國國庫債券指數的12個月相關性



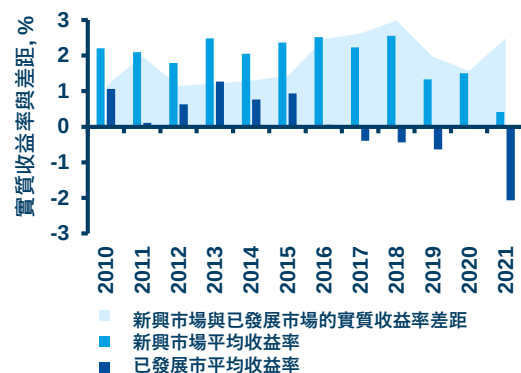
2



巧妙地尋找實質收益

要走出傳統債券領域，著眼於股息、實質資產、以短存續期為主的新興市場債券和次級信貸。

鑑於已發展市場實質收益率為負值，宜留意新興市場



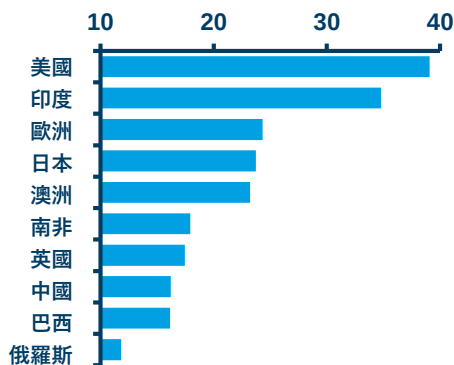
3



股票方面，專注於估值沒有過高（價值股、新興市場和歐洲股票）和對利率敏感度較低的範疇

利率會維持合理偏低，但呈上升趨勢，利好估值不高的股票，例如新興市場股票或能受惠於下世代歐盟計劃的歐洲股票。

2021年10月31日不同市場的周期性調整市盈率



4



增持能對風險／回報構成重大影響的ESG主題

修訂規例，以及機構和投資者的需求增加，均對市場造成影響。淨零排放措施和致力解決不平等问题都是需要留意的重要主題。

正面反饋循環推動對市場的影響



資料來源：東方匯理、巴克萊、彭博，截至2021年10月31日。

ESG：美國更積極落實ESG和綠色趨勢 聚焦於環境和淨零排放投資

新冠肺炎疫情進一步推動市場於疫情前已開始採納ESG原則的趨勢。在2021年首九個月期間，流入ESG交易所買賣基金的資金達1,070億美元，反觀2020年全年的相關資金流入為920億美元，而2019年則只有320億美元*。

隨著有關數據匯報標準、監管和聯盟倡議（例如淨零排放聯盟）等措施增加，市場對ESG的需求亦隨之增加。我們認為有關趨勢開始整合新的資訊將會有助填補數據供應的缺口及引致市場價格出現調整，從而揭示低效率的範疇，並形成正面的反饋循環。時間將會證明ESG包括的風險因素會否是一組獨特的特殊因素，抑或只是傳統因素以外的多餘因素。根據我們早前的研究，早在疫情前，ESG已是歐元區的重要風險因素，但在美國卻不然。可是，我們的最新分析顯示，**自疫情爆發和拜登當選後，ESG已逐漸成為北美傳統風險因素之一。**

北美：聚焦於社會和環境

在疫情前，美國與歐洲看待ESG的態度截然不同。特朗普政府採取與ESG議題相反的方針，例如退出《巴黎協定》和進一步延遲區內的ESG融合，但在歐洲，ESG因素已明顯對市場產生重大影響。在2021年首季，**當疫情令市場受壓時，重視社會因素的北美企業在股市中表現強勁。**事實上，投資者會根據最佳和最差的僱員「工作條件」區分股票。

拜登當選美國第46任總統後觸發「綠色浪潮」，使大西洋兩岸重視環境因素的投資錄得強勁回報。

ESG對信貸市場亦影響重大。聯儲局於2020年3月干預市場後，北美洲的企業連續數月瘋狂地透過信貸市場籌集資金。

在2020年4月至10月，MSCI北美發債商為信貸市場融資的活動，是2014年1月至2020年3月平均水平的四倍多。

我們早前的研究顯示更佳的ESG表現會令發債商的信貸息差更低，而疫情亦顯示出管治是降低債務成本方面最重要的因素。

展望2022年及留意淨零排放措施

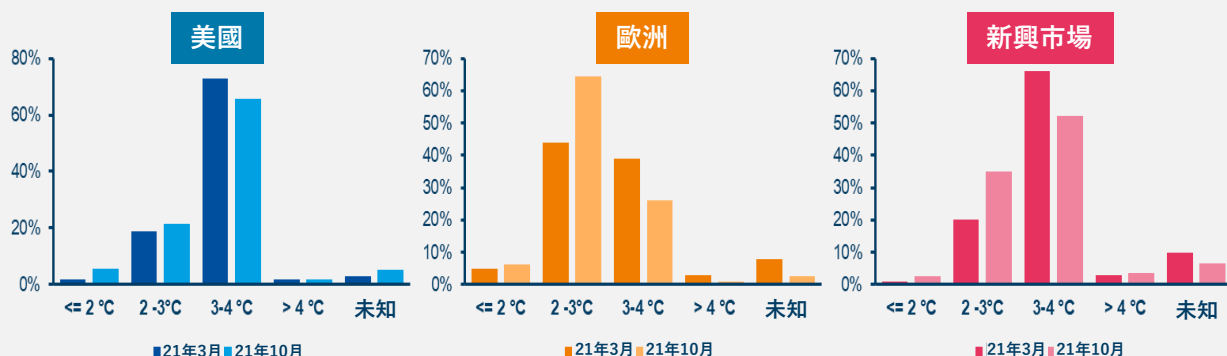
採納更多ESG因素及增加市場影響力的過程並非呈線性。

採納ESG因素的速度及深度將會視乎整個ESG生態的動力，包括監管、結盟及投資者需求。

淨零排放措施是ESG生態發展的最近期例子之一，吸引投資者對此主題的關注，同時驅使企業改善淨零排放措施（以氣溫評分計算）。有關分數是新興的工具，能配合其他現有的氣候指標，並供願意建立符合淨零排放目標投資組合的投資者參考。

全球只有少數企業的氣溫評分符合淨零排放目標，供應商提供的數據出現嚴重差異，目前亦沒有特別的方法構建有淨零排放目標的投資組合。隨著投資者可以利用所有現有的ESG數據及由下而上的基礎評估，嘗試就企業實現淨零排放目前的步伐歸納出前瞻性的觀點，將會為創造超額回報提供極佳的機會。

2021年3月至10月的氣溫評分變化



資料來源：東方匯理Iceberg Data Lab氣溫，數據截至2021年10月6日。數據指 MSCI指數。

*資料來源：彭博ESG ETF Dashboard。

東方匯理對各個資產類別的觀點

	資產類別	目前持倉	2022 預期走向
股票	美國	=	=
	美國價值股	+	+
	美國增長股	-	-
	歐洲	=	+
	日本	=	=/+
	中國	-/=	=/+
	新興市場	=	+
固定收益	美國國債	-	-
	美國投資評級企業債券	=	=
	美國高收益企業債券	=	=
	歐洲核心債券	-	-
	歐洲周邊國家債券	+	=/+
	歐洲投資評級企業債券	=/+	+
	歐洲高收益企業債券	=	=
	新興市場硬貨幣債券	=/+	+
	新興市場本地貨幣債券	=	=/+
其他	商品	=/+	+
	貨幣(美元兌G10貨幣)	=	=/+

--- 看淡 = 中性 +++ 看好

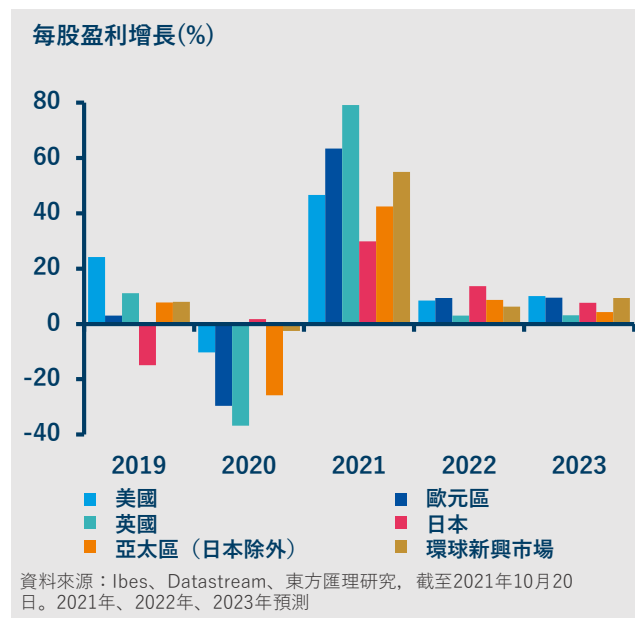
資料來源：東方匯理，截至2021年10月31日。

配置：先保持中性觀點，繼而調整風險 專注於對通脹敏感的資產類別，建立穩健的配置

由於通脹升溫、增長放緩及經濟數據疲弱令投資者不敢安於現狀，預料股市短期內仍然可能出現回調。在對高風險資產不太有利的環境下，市場可能對央行的行動過度反應，並質疑貨幣政策的可信性，無可避免地令高風險資產被重新估值。儘管預期利潤增長能避免經濟衰退，但市場因應生產成本上漲及企業信心疲弱而憂慮邊際利潤收窄，應會於2022年持續，與我們的「綜合經濟動力」指標預測一致，預料情況將於第二／第三季之間改善。因此在投資時，資產配置應傾向通脹：固定收益之中以美國通脹掛鉤債券及歐洲投資評級債券最理想，而股票方面，價值股當中的優質股應最能受惠（美國價值股應符合這兩項條件）。G10國家中與商品相關的貨幣（挪威克朗、瑞典克朗，以及程度較低的澳元和新西蘭元），應能提供正面的利差回報，同時維持合理的風險水平，並能對沖商品面對的潛在衝擊。

- **觸發市場因素：**通脹及邊際利潤收窄
- **注意事項：**生產者物價指數及供應鏈受阻
- **風險：**貨幣政策失誤、滯脹及疫苗對變種病毒株無效

股票：從通脹及ESG角度選股 平衡核心價值和增長動力與質素



雖然憂慮越來越多，但具定價能力、對商品周期和利率敏感，以及加快落實綠色轉型的股票仍具投資價值。

經濟動力應會於第二／第三季加快



資料來源：東方匯理研究，數據截至2021年10月31日。全球綜合經濟動力指數(CEMI)是東方匯理獨有的指標，有關指數以四個地區籃子（美國、歐元區、日本及新興市場）及以下變數為基礎，包括：盈利預測修訂、10年利率、主要指標、消費物價指數(CPI)按年比較、採購經理人指數(PMI)、歐盟經濟驚奇指數及通脹驚奇指數。

經濟增長動力放緩不代表出現結構性避險／風險升溫，而是讓投資者在合理的風險水平下尋找投資機會。經濟增長於第二／第三季加快，能提供增持風險的機會。

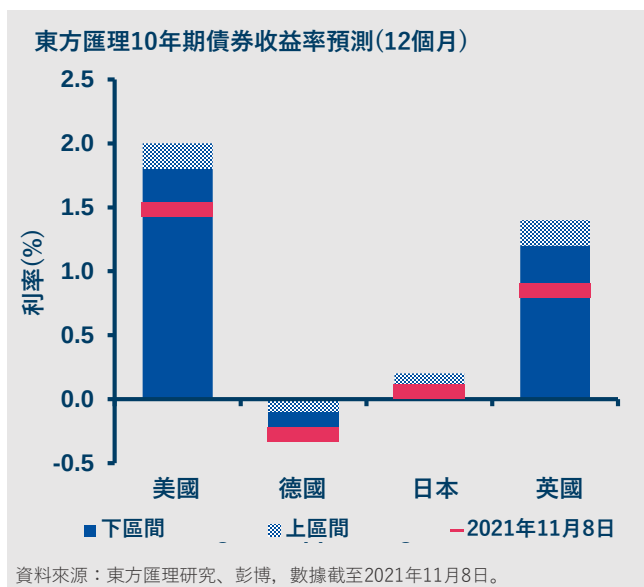
邊際利潤見頂不代表盈利增長為負值或升市結束，因為收入是帶動每股盈利的主要動力。不過，由於每股盈利增長（2021年MSCI所有國家世界指數為+49%）將於2022年跌至單位數（上升8%），這亦代表實現預期回報的增速受到限制。因此，債券收益率的走勢將會成為關鍵。債券收益率持續上升亦對歐洲貨幣聯盟帶來好處。日本最終會從經濟延遲復甦及日圓疲軟受惠。一旦中國當局加快落實寬鬆措施，又或如果新興市場外匯升值，投資者應作好準備於稍後更積極投資新興市場。此外，即使2022年的增長仍然高於潛在水平，但增長質素卻會轉差（增長放緩，通脹加劇），意味著投資者應在核心價值及增長動力以外，同時考慮質素。主題方面，投資者應考慮價值股（銀行）、企業的定價能力（奢侈品、半導體）、上升的商品（能源）、資本開支（資本財貨）及優質股（藥品）。

- **觸動市場因素：**美國擴張階段漸趨成熟，與中國增長放緩反向發展、加快採納ESG因素
- **注意事項：**聯儲局正常化進程、債券收益率走勢、中國對增長放緩的反應、新興市場外匯升值
- **風險：**政策錯誤、債券收益率、利潤衰退

債券：低實際利率仍對信貸有利 各國央行只會略為減少買債

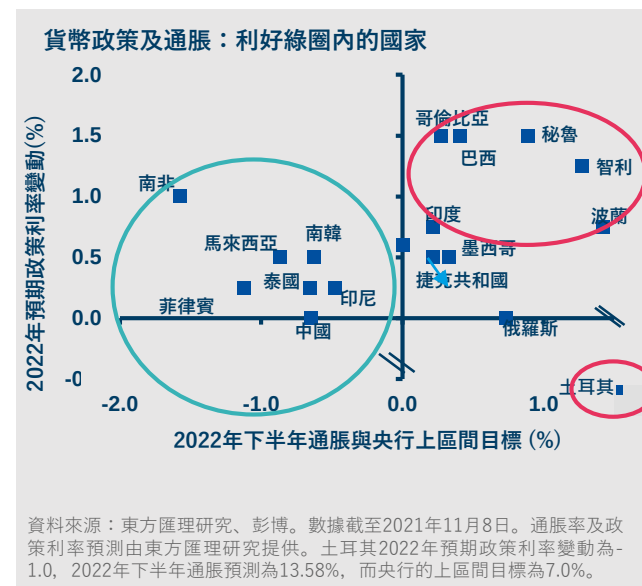
美國經濟於2022年應會繼續處於擴張階段，但增速會逐漸放緩至其潛在水平。通脹率仍會高於聯儲局目前的預測。鑑於其全新的反應函數，聯儲局應會保持審慎。(1)增長高於趨勢；(2)隨著聯儲局減少買債及財政部停止提取現金令債市流動性下跌；以及(3)加息周期等因素，應會令美國債券收益率溫和上升。聯儲局已公佈減少買債的計劃，如果經濟如預期般發展，聯儲局會在不影響經濟的情況下展開緊縮周期。歐盟方面，核心歐元債券收益率的升幅將會受到歐洲央行持續推行貨幣支持政策限制。價格進一步上升的壓力及大幅下調增長預測，令人質疑核心主權債券收益率的升勢，而體系中的大量債務將限制有關升勢。物價意外地上升亦為貨幣政策帶來不明朗因素。高於潛在水平的增長、負實際利率及央行寬鬆措施的有利組合，仍然支持信貸市場。

- **觸發市場因素：**增長／通脹相對於政策遠期指引
- **注意事項：**在政策融資的背景下，市場因能源轉型出現錯配
- **風險：**聯儲局無法控制短存續期債券收益率，央行行動偏離遠期指引



由於流動性將會減少，投資者應維持短存續期配置，並更加審慎選債。央行專注於能源轉型，應會支持綠色資產的需求。

新興市場：把握實際收益率及盈利反彈的機會 看好貨幣政策／通脹前景有利的新興市場



新興市場仍提供吸引的經風險調整回報。普遍被低估的外匯及商品相關股票的前景理想。中國方面，由於違約率上升，宜審慎選擇行業。

增長及通脹趨勢、貨幣政策周期及環球金融條件，均是值得留意的主題。儘管增長動力增強，但新興市場相對於已發展市場的增長溢價只會對新興市場稍微有利：中國將會面對持續增長及槓桿減少的後果。相對較低的成本壓力及溫和增長將有助逆轉通脹。收緊貨幣政策的情況應會在下半年靠穩，讓聯儲局循序漸進地實現政策正常化：較遲加息的決策者能順利地加息。穩定／較低的利率，以及與新興市場外匯相關且普遍被低估的商品帶來的貢獻更正面，應會利好本地債券。美國利率上升及債務高企將擴大硬貨幣債券息差（主要透過高收益債券）。雖然中國當局應會避免出現系統性信貸事件，但亞洲違約率持續上升，拉丁美洲及中歐、東歐、中東及非洲的違約率則下跌。估值吸引、價值及質素將於2022年初利好拉丁美洲及中歐、東歐、中東及非洲股市，並於明年稍後惠及亞洲。中國方面，我們看好跟隨共同繁榮計劃的行業（新能源及生物技術）。

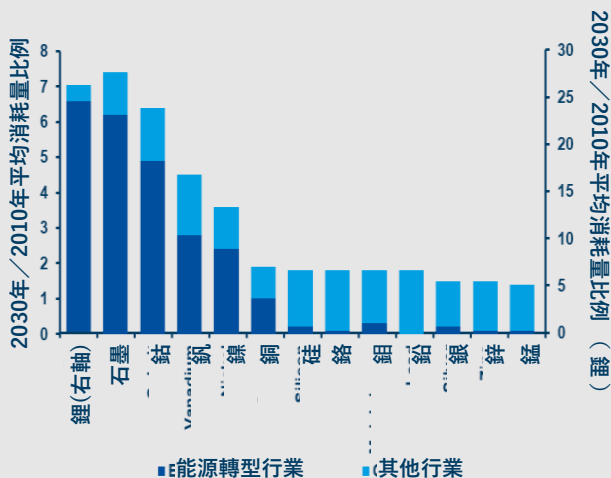
- **觸發市場因素：**增長復甦及通脹見頂
- **注意事項：**中國共同繁榮計劃的影響
- **風險：**根據本地及／或環球狀況收緊貨幣政策

商品：供應短缺影響石油和天然氣 長期有利綠色轉型所需的商品

商品在2021年第三季出現全新階段的升勢，預計將會持續至2022年。周期性成分和2021年上半年的復甦有助商品趕上並消除近年估價過低的差距。對綠色商品供應短缺和潛在電力危機的憂慮加劇，支持銅、鋁、天然氣以至石油等多項商品。歐洲和亞洲急於在冬季前增加天然氣和石油庫存，亦令主要集中在中國的煤炭需求限制造成的全球短缺情況加劇。由於石油輸出國組織不願意提高產量，至今仍未緩解以天然氣取代石油的需求而對石油市場造成的溢出效應，而美國頁岩油生產商亦未能令產量回復至疫情前水平。鑑於油價處於每桶80美元以上，天然氣價格則維持於目前水平，能源行業正常化預計在冬季結束前不會出現，而基本金屬價格則受到生產鏈瓶頸推動。另一方面，預料黃金價格會受到加息環境和開始減少買債影響

- **觸發市場因素：**綠色經濟轉型
- **注意事項：**歐洲和亞洲的能源行業庫存
- **風險：**地緣政治風險、電力危機

對能源轉型金屬的需求極高（比例，2030年代相對於2010年代的平均消耗量）



資料來源：東方匯理、國際貨幣基金組織、世界經濟組織，2021年10月。

把握短期內天然氣和石油短缺帶來的機會，並挑選長遠表現領先的綠色金屬（銅、鎳、鋁）。

外匯：短期利好美元 善用美元地位，同時對沖商品的超級周期

匯率	目前估值與公平值比較	政策利率預測	對增長下降的敏感度	貿易條件指數改善(商品)	2022年整體情況
挪威克朗	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色
澳元	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色
加元	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色
美元	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色
新西蘭元	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色
瑞士法郎	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色
英鎊	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色
瑞典克朗	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色
歐元	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色
日圓	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色	深綠色

資料來源：東方匯理研究，用於說明貨幣對指定因素的歷史反應。深綠色／紅色代表對所含因素的高度正面／負面敏感度及／或過低／過高估值。淺綠色／紅色反映有限的正面／負面反應及／或過低／過高估值。

對增長、通脹和貿易條件指數的不同敏感度將導致十國集團之間出現分歧。我們認為外匯走勢將會是明年投資組合回報的主要推動因素。

雖然我們明白現階段聯儲局已幾乎沒有對策能令市場感到意外（但失望），基於全球經濟增長放緩，聯儲局開始展開溫和的政策正常化，總括而言卻對美元有利。通脹預期帶動了2021年債券收益率的走勢，但活躍的聯儲局和增長回落，意味著實際利率必須從後趕上，同時保持負值，在此環境下，美元傾向走強，而並非偏軟。我們預料歐元／美元匯價在2022年約為1.14，預期十國集團（G10）中所有收益率低的國家也會出現類似的趨勢。由於後者可能仍需要溫和的貨幣政策，以彌補與疫情前增長水平的差距，因此似乎仍然缺乏平衡壓力的推動因素。另一方面，通脹如今比早前預期更持久，而商品價格近日回升，則導致十國集團在貿易方面出現結構性變化。

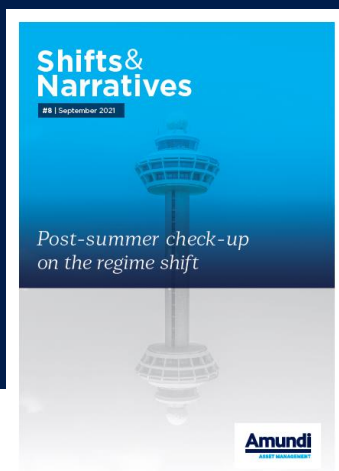
增長放緩或能防止美元被拋售，少數周期性貨幣（澳元、挪威克朗、加元）仍能就新出現的宏觀因素提供良好對沖，但目前的理想條件必須一直維持。

- **觸發市場因素：**貨幣政策分歧
- **注意事項：**實際利率、全球增長
- **風險：**聯儲局積極收緊政策

東方匯理投資策略研究部

東方匯理投資策略研究部旨在把首席投資總監的專長和公司的整體投資知識，轉化成可作為投資行動依據的見解，以及因應投資者需要而量身定制的工具。在投資者面對多個資訊來源的環境下，我們旨在成為投資者甄選的夥伴，以提供定期、清晰、適時，可參與其中和相關的見解，以助客戶在充足的資訊下作出投資決策。

Visit us on:



閱讀更多



閱讀更多

首席主編

Pascal
BLANQUÉ
集團投資總監

Vincent
MORTIER
集團副投資總監

主編

Claudia
BERTINO
東方匯理投資策略研究部主管

Monica
DEFEND
環球研究部主管

Laura
FIOROT
東方匯理投資策略研究部副主管

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由中國證券監督管理委員會或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」。

想知更多？即上 www.amundi.com.hk