

# 年中展望： 通脹降溫抑或增長停滯？

2022年6月

通脹能否在不影響增長的情況下降溫？在投資者展望今年餘下時間及以後之際，各國央行正嘗試平衡通脹及增長。我們認為經濟或會顯著放緩，美國可能出現衰退。查看安聯全球投資總監對2022年餘下時間各資產類別走勢的看法。

## 要點

- 通脹、加息、地緣政治衝突及新冠疫情是對全球經濟造成不利影響的眾多因素之一
- 「地球村」持續分裂亦拖慢增長，但同時創造了新的夥伴同盟關係
- 對於全球經濟，我們認為2023-2024年「硬著陸」的可能性大於衰退，但在美國，衰退風險明顯較高
- 由於市場廣泛的不確定性，投資者或希望作好準備，以減低投資組合的波動性，並在投資機會出現時捉緊這些機會
- 安聯全球投資總監分享了他們在股票、定息收益和多元資產領域的主要投資意念

## 宏觀觀點：多種因素助長了經濟放緩

在今年年初，很少人精確地預測到影響全球經濟和金融市場的多個因素。疫情後經濟強勁反彈、流動性過剩及供應鏈持續中斷導致通脹按年飆升。俄羅斯入侵烏克蘭及全球各國對此的回應推高商品價格。股票及債券遭到廣泛拋售，金融市場下跌。消費者信心和支出均減弱，企業收入和盈利受到影響。主要央行——即美國聯儲局——努力令經濟「軟著陸」，其非常清楚之前的大多數緊縮週期都以衰退告終，故希望在不影響增長的情況下令通脹降溫。

投資者下一步應怎樣做？我們認為投資於更廣泛的投資工具，並重新部署投資組合十分重要。投資者或可考慮以下策略：

- 股票配置方面，優質價值股、部分高科技創新公司及中國股票看來吸引。能源和糧食安全亦是值得考慮的主題投資。
- 定息收益配置方面，部分已發展市場的較長存續期主權債券較之前吸引——歐元區外圍國家及半核心債券市場較不利好。投資者亦可考慮在息差進一步擴大時增加部分美國高收益債券投資。
- 多元資產投資組合方面，商品投資或有助應對通脹上升，特別是黃金可能較政府債券更名為股票投資帶來多元化好處。

## 去全球化導致增長放緩和通脹上升

通脹、利率上升及增長放緩是現時影響投資組合的主要經濟因素，另一個與經濟息息相關的因素是：去全球化加劇，以及隨之以來的「環球經濟趨緩」及「各國回歸本土」。

自2007-2009年環球金融危機以來，國際貿易佔國內生產總值的比例減少，中美貿易戰和英國脫歐加速了這一趨勢。最近，由新冠疫情引發的供應鏈中斷使情況更加惡化，尤其是在中國，嚴格的封鎖措施減慢了病毒傳播，但同時亦拖慢經濟增長。從過去兩年的經驗，我們知道新冠疫情不單對經濟造成損害，隨之而來的生產阻礙亦加劇通脹。烏克蘭局勢令供應鏈中斷問題更加嚴重，許多企業現時對海外銷售和生產的可靠性存有疑問，傾向專注「本土」而非「外地」。

所有這些因素均可能導致經濟體系更加分化，一方面是美國和盟國，另一方面是中國和俄羅斯。「地球村」分裂的影響十分重要，其中有多個原因，特別是導致貿易佔國內生產總值的比例減少、增長放緩和通脹上升。然而，我們並不認為全球化已經完結，相反可能會以不同的形式重現。例如，氣候變化帶來的挑戰在本質上是全球性的，迫切需要各國緊密合作，而非各國能單獨應對。

## 我們的年中展望基本情境

- 我們認為在未來兩年，全球經濟可能會迎來「硬著陸」——意味著低於潛力、非常緩慢的增長。我們亦預期美國可能會於2023-2024年出現衰退。
- 雖然我們預期不會出現1970年代的「滯脹」，即增長緩慢及衰退與雙位數通脹同時出現——但我們認為通脹或將持續高企。若我們能避免另一次能源價格衝擊，按年通脹率或有望在年底見頂，但將需要一段長時間（在我們的資深投資者看來，至少3-5年）才能回落至央行的目標水平（已發展市場的目標通常為2%）。
- 我們預期各國央行，特別是美國聯儲局，不會放慢或中斷已宣佈的貨幣政策正常化。相反，我們相信他們將繼續加息並縮減資產負債表。經濟降溫會促使央行改變方向並較預期早停止加息嗎？這是可能的，但更有可能的是高通脹將限制央行，迫使它們採取行動。因此，若市場就進一步貨幣緊縮而重新定價，投資者應該不會感到驚訝（見圖1）。

## 金融市場充滿挑戰

這一切對金融市場意味著什麼？各資產類別將對經濟趨緩及美國經濟可能衰退、通脹持續、利率上升及央行縮減資產負債表有何反應？在以下部分，我們的全球投資總監將分享他們對今年餘下時間市場的看法。

圖 1：現時市場價格反映全球政策利率顯著上升

2022年6月，市場預期全球政策利率將在未來兩年內上調約150點子——較六個月前的預期顯著上升。我們認為，投資者應該為市場進一步就貨幣緊縮重新定價作好準備。



資料來源：彭博，數據截至2022年6月1日。

## 觀點

## 股票策略：應對貨幣政策正常化及全球經濟同步放緩



Virginie Maisonneuve  
全球股票投資總監

### 應對利率「大幅追回進度」

當我們審視影響全球經濟的各種力量時，我們似乎正處於緊縮政策及利率快速「大幅追回進度」的時期，這是歷史上最重要的貨幣緊縮時刻之一，而且發生在經濟放緩的環境下，這是一個非常不尋常的組合。想想最近數月發生的事情：

- 主要央行開始透過加息及縮減資產購買計劃（量化寬鬆）來削減流動性。
- 通脹在數十年維持於低位後飆升，特別是能源及食品價格，央行專注壓抑通脹。
- 過去數十年的全球地緣政治「秩序」

開始崩坍，進一步分裂「地球村」。烏克蘭遭到俄羅斯入侵及與新冠疫情相關的供應鏈問題促使更多國家及企業「回歸本土」並重新思考其全球供應鏈 — 不僅為節省成本，同時為建立新的合作夥伴關係。

- 隨著市場消化這些訊息，基準債券的收益率上升，主要股市指數大幅下跌，結束了長期以來的強勁表現。

現時正是年中的時候，我們密切監察撤出量化寬鬆和加息對正在放緩而非增長的全球經濟的影響 — 這與尋常情境非常不同。在現時的環境下，投資者面臨的問題是：這種情況將何去何從？美元強勢加上貨品難以採購，全球貿易佔國內生產總值比例可能進一

步受壓下滑。有趣的是，消費者減低開支，令許多成功解決供應鏈問題的美國企業現時要努力應對庫存水平增加，這可能顯示需求放緩。

通脹會很快見頂嗎？M2（量度美國的貨幣供應量，過往一直是衡量12-18個月滯後通脹及增長的理想指標）在2021年2月見頂（見圖2），這代表通脹可能會在未來六個月達到頂峰。M2數據和其他指標（包括石油價格高企、製造業指數下跌、利率上升及疫情高峰時期實施的經濟支持措施逆轉）均顯示全球經濟可能會同步大幅放緩。增長放緩對企業利潤及盈利的影響尚未見於許多公司，雖然估值已經大幅調整，但「盈利衰退」可能即將到來。

圖2：美國貨幣供應量下跌顯示通脹亦有可能下降

M2指標是量度一個經濟體的貨幣供應量，包括現金和支票存款，一直是反映未來12-18個月通脹水平的指標。在美國，M2自2021年2月的高位後便顯著下跌，這顯示通脹有可能很快就會下降。



資料來源：聖路易聯邦儲備銀行，數據截至2022年4月1日。

## 股票策略

(續)

### 現時環境下的股票投資組合部署

當美國的加息預期從50點子轉變為25點子或零時，股市或會出現轉捩點，這可能對市場來說是「壞消息變好消息」的時候。雖然屆時經濟環境或會較現時更具挑戰性，但市場將可預見緊縮週期結束，這一切都將發生在一個更難找到增長且利率比多年來更高的環境中。考慮到這一點，我們相信投資者可受惠於數個高確信度策略的多元化投資組合：

- 股息穩健的優質價值股：在利率上升的環境下，投資者或願意為這些股票支付溢價。

- 資產負債表在大幅貶值後表現穩健的優質增長股：這些股票可能具吸引力，因為其增長潛力有助這些公司在全球增長乏力和經濟放緩之下脫穎而出。
- 能源及糧食安全：由於地緣政治的不確定性威脅能源及糧食安全，這些切實的投資主題有助投資者重新定位投資組合。
- 「具創新影響力」的股票，包括人工智能、網絡安全及解決/適應氣候問題相關的企業：這一類別應被視為投資組合的重要部分。
- 中國股票：雖然波動市況可能持續，但中國股票或會越來越具吸引力。中國4%-5%的國內生產總值增長顯著高於世界其他主要經濟體。

與多個新興經濟體相比，中國的經濟增長亦較高。此外，中國受美元強勢的負面影響較小，而且該國央行現時正放寬而非收緊貨幣政策。

## 觀點

# 定息收益策略：在增長和通脹到達轉捩點時投資

### 衰退風險日漸上升，或有助在一定程度降低通脹

今年年初，我們預期2022年的主要市場風險將是各大央行能否在避免全球經濟下滑程度超出預期的情況下控制處於歷史高位的通脹。至目前為止，核心政府債券的收益率曲線一直是平的，這代表雖然我們或不會陷入衰退，但市場認為這是一個非常短的經濟週期的末段。踏入下半年，定息收益投資者或希望密切關注以下因素的走向：

- **增長**：由於金融環境收緊及家庭實際收入受壓，不利因素增多，全球

經濟增長前景籠罩陰霾。俄羅斯入侵烏克蘭的地緣政治局勢和供應方面的影響加劇了經濟下行風險。

- **通脹**：衰退風險上升，我們預期全球通脹壓力可在年底和2023年緩和。然而，在緩和之前，由於供需持續失衡及商品價格高企，通脹在短期內可能維持在高位。
- **貨幣政策**：通脹數據處於歷史高位，主要已發展市場央行仍傾向維持其鷹派政策立場。在看到明確的證據顯示通脹朝著目標下降之前，美國聯儲局不太可能改變路線。與此同時，歐洲央行傾向在短期利



Franck Dixmier  
全球定息收益投資總監

率方面更大幅度（及更快）地加息。我們認為，至少在短期內，聯儲局希望按照市場的預期行事 — 這意味著至2022年底，聯邦基金利率或會接近2.75%（見圖3）。然而，我們認為，隨著增長下行風險變得更加明顯，在2023年進一步收緊政策的意圖可能會減弱。

### 現時環境下的定息收益投資組合部署

由於今年餘下時間的前景仍不明朗，我們預期債券收益率在近期會出現一

## 定息收益策略：

(續)

些波動。然而，我們認為現時正處於增長和通脹的轉捩點，主要已發展國家央行可能尚未準備好改變其鷹派政策立場，尤其是在當前通脹仍處於歷史高位的情況下。但我們認為，隨著增長下行風險在今年年底和明年上升，債券市場可能會開始重新評估今個週期的加息幅度。以下是定息收益投資者可考慮採取的一些策略：

- 我們或會開始看到部分市場的長存續期主權債券吸引，因為價格基本已反映加息，而且未來數月增長下行

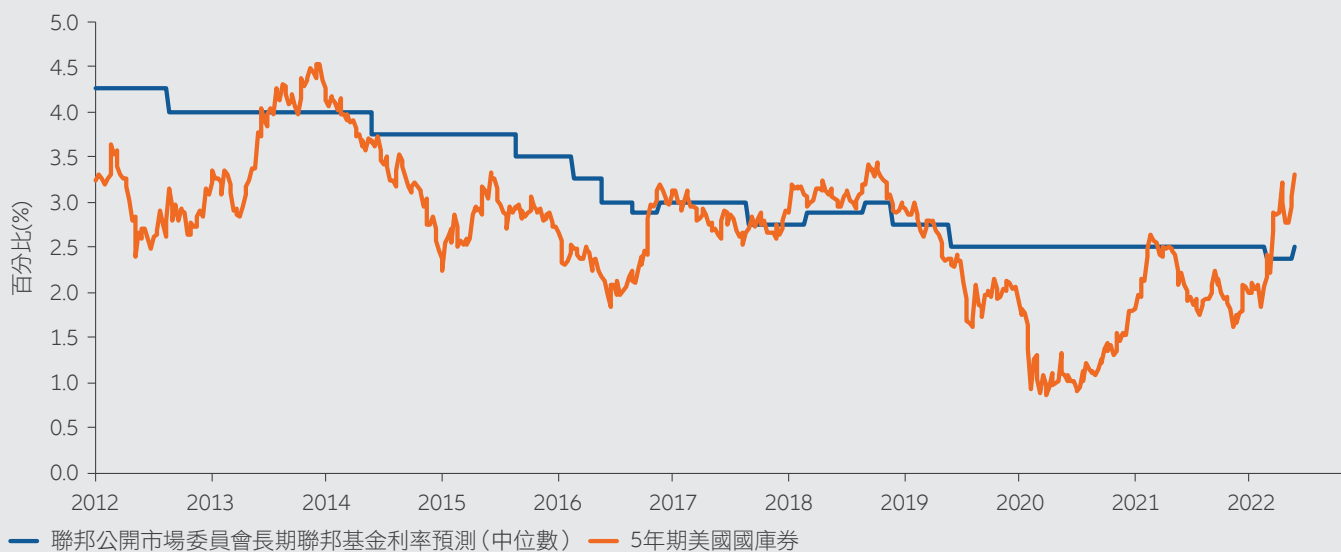
風險將變得更加明顯。這些市場包括美國、澳洲、紐西蘭及加拿大。

- 歐元區外圍和半核心債券市場似乎較不利好。在歐元區主權債券市場，財政指標惡化，加上歐洲央行收緊貨幣政策，外圍市場的息差或會進一步擴大，尤其是意大利。
- 在新興市場，選擇性是關鍵。地緣政治及供應壓力令通脹高企，尤其是食品價格，這在新興市場消費者的通脹籃子佔比較大。在新興市場硬貨幣債券中，高收益債券息差較闊。隨著價格上升，息差或會開始收窄，這對於已持有這些債券的投資者來說或會是一項理想的總回報投資。

- 投資級別債券方面，企業基本面仍然令人放心，但增長下行風險支持採取防守性立場。然而，由於上述原因，若息差進一步擴大，增持部分美國高收益債券或可帶來機會。相對歐元，我們偏好美元債券的息差，看好具強大定價能力的企業，例如環球金融和美國公用事業公司。

**圖3：在本經濟週期，債券收益率已反映多個因素**

過去十年，美國 5 年/5 年遠期利率為 10 年期債券收益率提供軟上限。截至 2022 年 6 月中旬，該利率約為 3.30%，遠高於聯儲局長期「點陣圖」預測的中位數 2.5%。



資料來源：彭博、安聯投資，數據截至 2022 年 6 月 15 日。

## 觀點

# 多元資產策略：市場急劇變化促使謹慎投資



Gregor MA Hirt  
全球多元資產投資總監

### 利率上升、成本增加及供應衝擊加大了企業的壓力

若果美國經濟持續放緩，聯儲局遏制通脹的行動似乎很可能會是主因。但更廣泛的全球經濟也處於脆弱點，主要是由於高通脹、供應鏈困境及烏克蘭遭到入侵帶來的不確定性。此外，世界第二大經濟體——中國——一直努力應對增長放緩和新冠疫情爆發，在其他主要經濟體開始加息時調低利率。

在這種不明朗的環境下，投資者終於開始質疑股票和各項債券的高價格，以及許多企業的高盈利預期。更具體而言，投資者想知道在投入成本（不論是工資或能源價格）上升的情況下，企業是否對其利潤過度樂觀。這種對經濟形勢重新評估的趨勢也開始蔓延至信貸市場——雖然趨勢蔓延的程度不算高，但可能會導致再融資成本增加，

令企業利潤進一步受壓。

在我們的多元資產專家中，考慮到烏克蘭事件對歐洲的影響較大，我們在今年大部分時間一直對股票持謹慎態度，尤其是歐洲和新興市場股票。我們對英國和日本股市的看法較為正面，然而我們仍然減少了在這些市場的投資。普遍而言，我們對定息收益市場採取了防守性部署。

總括而言，我們正邁向一個艱難時期，通脹仍然令人憂慮，即使收益率上升、投入成本增加及持續的供應衝擊影響企業利潤，大部分主要央行仍需要削減整體流動性。

### 儘管市場出現拋售潮，但仍可找到長期投資機會

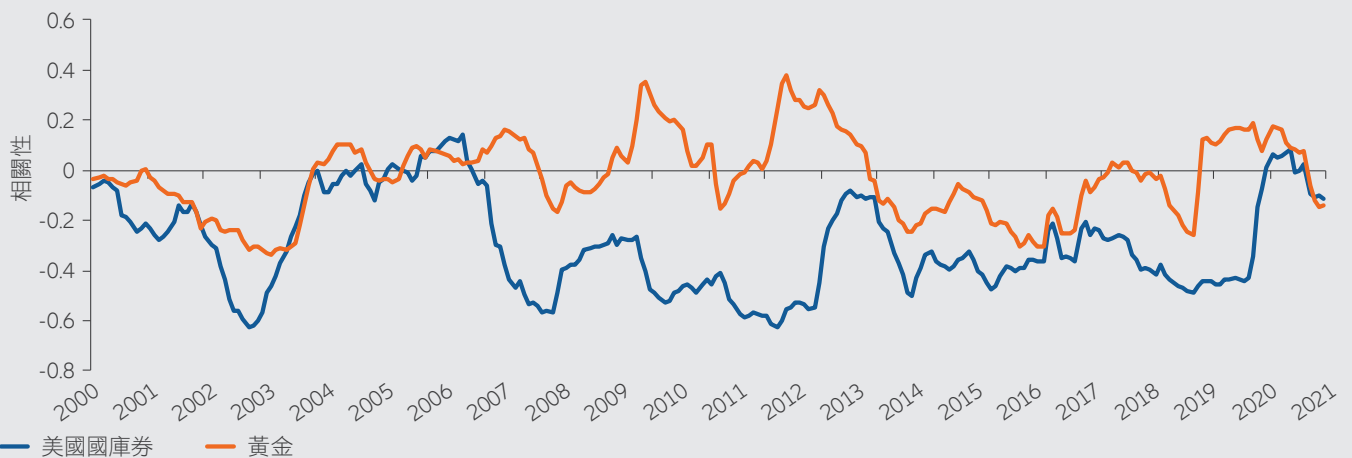
面對這些挑戰，估值已開始從過高的水平回落，或可為投資者創造機會以

更吸引的價格重新進入市場。我們認為，持有一些現金以準備投資於價值被低估的證券及合適的策略或會明智的選擇。

- 商品投資或有助應對通脹上升。此外，如圖4所示，黃金可能較政府債券更能為股票投資帶來多元化好處——至少短期而言。商品交易顧問亦受惠於現時環境，因為他們可以做空市場。
- 英國股市具有潛力，主要由於其能源和健康護理行業，以及其防守型傾向。
- 另類貝他策略（包括長/短倉策略）今年再度復興。

圖4：美國國庫券現時能為美國股票帶來的多元化程度下降，黃金或可成為潛在替代品

雖然投資者因擔心通脹上升而退出國庫券市場，但美國國庫券與美國股市的相關性仍然上升。因此，美國國庫券或已變成不太有效的多元化工具，尤其是與黃金相比。在現時環境下，商品普遍——尤其是黃金——可能提供較佳的多元化。



資料來源：彭博，數據截至2022年6月30日。上圖展示每日滾動相關性的每月平均值，根據利用美國股票（標普500指數期貨）、美國國庫券（美國10年期國庫券期貨）、黃金（黃金期貨）每日回報的260天滾動窗口。

年中展望：通脹降溫抑或增長停滯？

Active is : 安聯投資

與我們保持聯繫

[hk.allianzgi.com](http://hk.allianzgi.com)

+852 2238 8000

搜尋



讚好我們專頁 [安聯投資 - 香港](#)



聯繫LinkedIn帳戶 [Allianz Global Investors](#)



訂閱YouTube頻道 [安聯投資](#)



關注微信公眾號 [安聯投資香港](#)

多元化並不能保證利潤或防止損失。

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供建議、邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。但閣下若選擇不尋求專業諮詢，即應考慮是否適合您投資。投資涉及風險，尤其是投資於新興及發展中市場所附帶之風險。過往表現，或任何預期、推測或預測並非未來表現的指引。本文件及網站並未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。發行人為安聯環球投資亞太有限公司。

Admaster: 2252782