

信安資金管理（亞洲）

2022 年

經濟與資產配置展望



## 信安問與答 — 走過高峰以後的投資部署



信安資金管理(亞洲)有限公司  
高級投資策略師 陳曉蓉

環球經濟 2022 年展望? [第 2 頁](#)

面對經濟放緩，中國經濟政策將如何演變?  
[第 9 頁](#)

美國通脹會否於短期內見頂？如何影響聯儲局未來政策路徑？ [第 4 頁](#)

孳息曲線會否繼續趨平？對固定收益投資有何影響？ [第 10 頁](#)

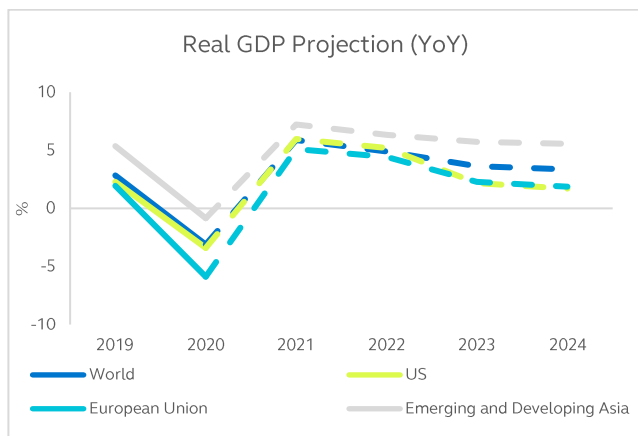
環球股市 2022 年表現還能否領先？資產第一季該如何部署？ [第 6 頁](#)

美元仍有上行空間？ [第 11 頁](#)

# 環球經濟 2022 年有何展望？

## 環球經濟或已處於下行周期，惟不代表資產價格將會回落

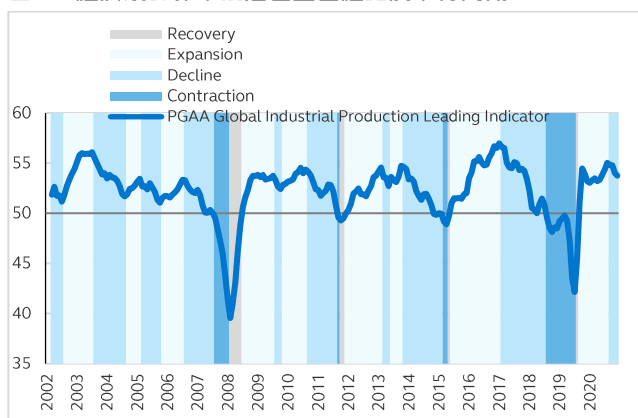
圖 1：環球經濟增速或逐步放緩



資料來源：IMF，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2021 年 10 月。

展望新一年，環球經濟預期仍將持續復蘇，增速或輕微放緩至 4%至 5%，數字依然高於長期平均(圖 1)。整體而言，新興市場的經濟增速或仍較成熟市場高，在中國及部分拉丁美洲國家拖累下，新興市場經濟來年放緩速度或相對較快，令兩者的增速差距收窄。

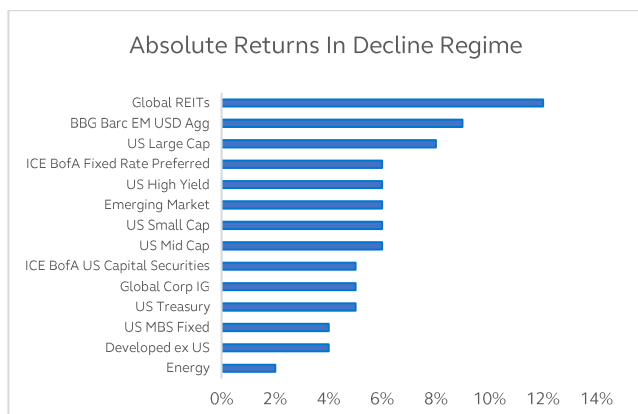
圖 2：經濟或許非常接近甚至已經處於下行周期



資料來源：彭博，Factset，信安全球資產配置，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據由 2002 年 12 月 31 日至 2021 年 11 月 30 日。

同一時間，環球經濟依然面對較多不明朗因素。疫情表現持續反覆，或限制部分國家或地區經濟增長潛力；儘管大多數國家的價格壓力預期將於 2022 年緩解，惟通脹問題仍然高度不確定，或影響消費前景及貨幣政策進展，並拖累環球經濟。參考信安環球經濟驚喜指數，過去三個月平均數字處於負數區域，代表經濟數據普遍落後市場預期；在疫情拖累下，環球經濟重啟缺乏新刺激，信安工業生產領先指標均連月放緩，顯示經濟或許非常接近甚至已經處於下行周期(圖 2)。

圖 3：下行周期各資產類別表現



資料來源：彭博，Factset，信安全球資產配置，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據由 2002 年 12 月 31 日至 2021 年 11 月 30 日並統計過去 19 年下行周期各資產類別回報。

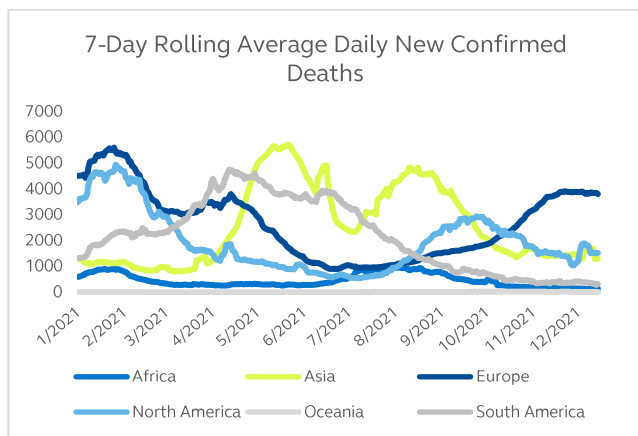
經濟走到下行周期，下一步並非一定是收縮，參考過往周期，經濟速度放緩後亦可再度加快，以 2008 年金融海嘯作例子，在新冠肺炎疫情出現引發新一個經濟收縮前，過去十年左右我們合共經歷五個長長短短的下行周期。

處於下行周期，亦不代表資產價格會回落，相反，在這個周期當中，不同股市、債市甚至另類資產都有正面回報。綜合歷史數據，股市當中，以美國大型股表現相對理想；債市則以新興市場美元債表現較佳；另類資產如房地產信託(REITs)亦能跑出(圖 3)。

# 新變種病毒株 Omicron 如何影響環球經濟與投資市場？

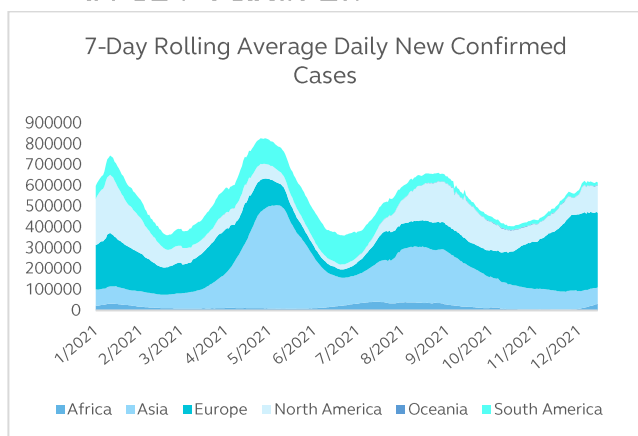
## 新變種病毒對經濟影響預期相對較小，留意會否延長高通脹時間

圖 4：Omicron 引起的死亡率較 Delta 輕



資料來源：Our World in Data，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2021 年 12 月 15 日。

圖 5：環球七日平均確診數字回升



資料來源：Our World in Data，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2021 年 12 月 15 日。

縱使疫苗接種比例持續提升，環球疫情表現依然反覆。11 月底南非發現新冠病毒變種病毒株 Omicron，儘管 Omicron 引起的症狀或較輕（圖 4），但傳播速度相對較快，現有的疫苗對 Omicron 病毒株的保護效果或較差。

環球七日平均確診數字再次回升，從十月中低位約 40 萬水平，回升至十二月中的超過 60 萬，確診數字最高的國家包括美國、歐元區主要國家及英國（圖 5）。新一波疫情持續的時間，及不同國家的取態，依然是投資者來年要注視的風險因素。一旦各地政府因為新一波疫情再次採取大規模封鎖隔離措施，將為環球經濟帶來負面影響，並為投資市場帶來短暫波動。

以歐洲作例子，縱使有超過三分二人口已接種疫苗，當地疫情再度深化。奧地利實施全國範圍封禁措施，防範新型肺炎疫情進一步擴散；德國亦有部分州政府封城。不過，在高接種率支持下，歐元區多數政府或會在不對經濟及消費造成重大打擊前題下採取相應措施應對，實施有限度限制，例如迫令商店及餐廳提早關門，及收緊疫苗接種政策。

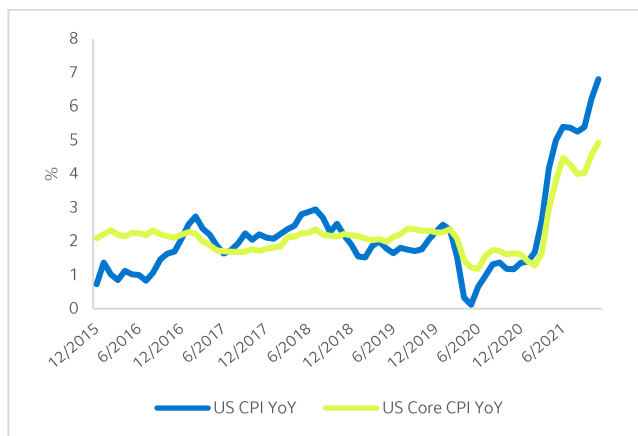
美國方面亦已表明無意封城，新變種病毒對經濟的影響預期相對較小。不過，投資者仍需留意 Omicron 變種病毒株會否再度加劇供應鏈短缺問題，延長高通脹時間，並逼使聯儲局更進取地收緊貨幣政策，引發資產價格調整。



# 美國通脹會否於短期內見頂？如何影響聯儲局未來政策路徑？

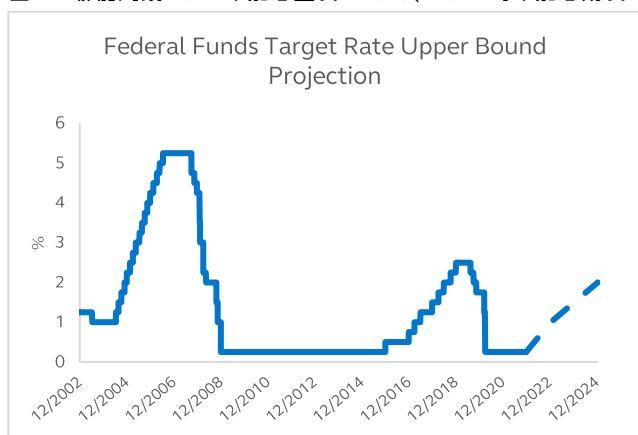
## 美國通脹正常化過程或需時約兩年，聯儲局往後加息路徑或更進取

圖 6：美國 11 月 CPI 顯示各大類別物價普遍上漲



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2021 年 11 月 30 日。

圖 7：聯儲局或 2022 年加息三次，2023、2024 每年加息兩次



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2021 年 12 月 16 日。

消費者需求維持強勁，供應鏈問題持續，加上能源成本上漲，美國通脹現正處於近四十年的高峰。近期數據顯示，通脹籃子當中多數物價的升幅都比正常高，層面比起單是經濟重啟帶動的物價上漲更廣泛（圖 6）。

短期內，當地通脹面對 Omicron 的威脅，通脹壓力或仍進一步攀升，直至 2022 年第一季後開始舒緩，並於 2023 年底前重返接近但高於 2% 的水平。

整個正常化過程或需時約兩年，比我們一開始推算的時間更長。

維持物價穩定以外，聯儲局另一政策目標是實現充分就業。美國 11 月失業率意外回落至 4.2%，勞動參與率升至 61.8% 的疫情以來最高，隨著當地經濟 2022 年繼續改善，更多美國人或將重返就業市場，上半年失業率或降至 4% 以下，並於明年底達至「全民就業」。

美國通脹高企加上勞動力市場改善，在開展縮減買債計劃不足一個月，聯儲局早前決定提升每月縮減買債目標規模一倍至 300 億美元，整個買債計劃或於明年 3 月結束。美國或於買債計劃結束後一段短時間內，踏入加息周期。

按照目前的路徑，聯儲局或將於 2022 年六月前後首次加息，然後九月及十二月再分別上調一次。不過，通脹壓力明年中後期逐步舒緩，加息步伐或無須過份進取，避免對經濟帶來過大衝擊，及流動性過快收緊導致金融市場出現大幅波動。2023 年及 2024 年或每年再加息兩次（圖 7）。

歷史緊縮週期表明經濟在緊縮的第一年較大機會繼續增長，惟第二年開始後有機會放緩。美國的經濟狀況目前依然相對強勁，明年 4% 的擴張速度仍然高於長期趨勢，企業資產負債表保持充裕。

投資市場或於醞釀加息及加息初期出現波動，惟股市升勢通常不會改變，即使在 2004 年至 2006

圖 8：風險資產升勢於聯儲局加息時期通常能夠維持

Cumulative Return Subsequent to Fed Rate Hike in 2004	3M	1Y	3Y
MSCI ACWI	-1.0%	9.2%	46.8%
S&P 500	-2.3%	4.4%	27.1%
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	6.4%	27.3%	88.9%
Hang Seng	6.8%	15.6%	68.3%
Bloomberg Global Agg Treasuries Total Return	3.3%	7.7%	10.3%
Bloomberg Global Agg Total Return	3.4%	7.5%	11.8%
Bloomberg Global High Yield Total Return	6.2%	13.5%	34.3%

Cumulative Return Subsequent to Fed Rate Hike in 2015	3M	1Y	3Y
MSCI ACWI	-2.6%	5.5%	15.4%
S&P 500	-2.2%	8.9%	22.8%
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	-0.3%	6.2%	19.5%
Hang Seng	-6.7%	1.5%	20.2%
Bloomberg Global Agg Treasuries Total Return	5.0%	0.4%	7.1%
Bloomberg Global Agg Total Return	3.8%	0.8%	7.1%
Bloomberg Global High Yield Total Return	2.6%	13.3%	22.2%

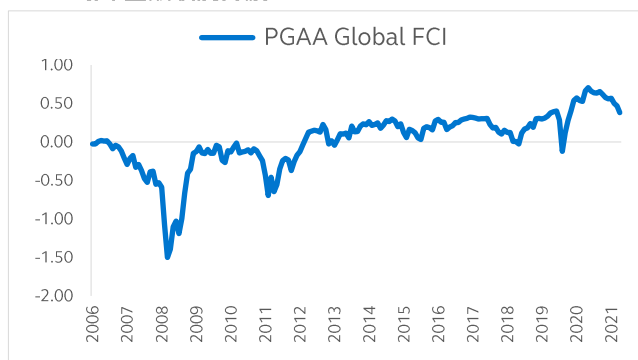
資料來源：彭博，信安基金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2021 年 12 月 16 日。

年期間，聯儲局連續加息 17 次，標準普爾 500 指數的年均總回報率達 10% 以上（圖 8）。聯儲局今次的決定，同時為市場消除一個關鍵的不明朗因素。

過去幾個月，環球金融狀況持續收緊，尤其是最近一個月，在息差、貨幣狀況及市場波幅拖累下，信安環球金融狀況指數 11 月回落至 0.38，較年初的 0.7 水平顯著收緊。未來一年，成熟市場央行或將加快收緊貨幣政策，市場波幅或進一步加劇，環球金融狀況有機會進一步收緊（圖 9）。

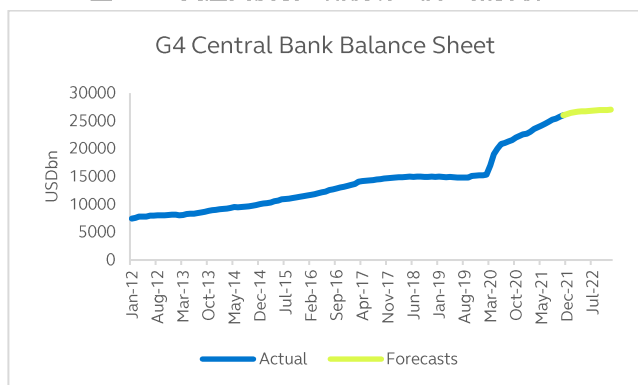
不過，目前聯儲局資產負債表規模高達 8.7 萬億美元以上，是對上一次縮減買債時——2013 年底的一倍有多。2022 年，整體 G4（聯儲局、歐洲央行、英倫銀行及日本央行）的資產負債表預期仍將處於擴張的狀態（圖 10），市場流動性維持相對充裕。

圖 9：環球金融狀況持續收緊



資料來源：彭博，Factset，信安全球資產配置，信安基金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2021 年 11 月 30 日。

圖 10：整體 G4 資產負債表預期仍將處於擴張的狀態

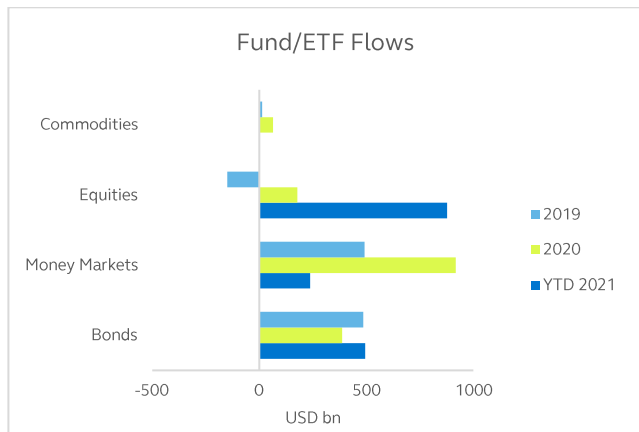


資料來源：彭博，信安基金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2021 年 12 月 16 日。

# 環球股市 2022 年表現還能否領先？資產第一季該如何部署？

## 股市維持輕微看好，債券看法維持中性

圖 11：截至 11 月底，資金流入股市規模是去年全年的近 5 倍

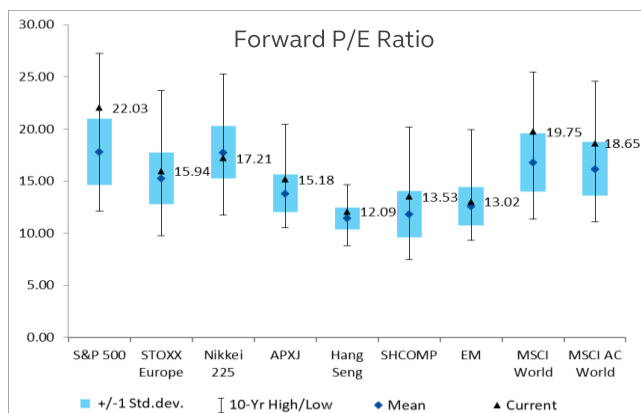


資料來源：Jeffries Equity Research，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2021 年 11 月 30 日。

隨著聯儲局收緊貨幣政策，美國主權債息將伴隨加息預期而於 2022 年向上，十年期債息或於 2022 年底觸及 2% 水平，惟實質利率仍將維持在負數區域，意味著實際債券收益率為負數，或將持續支持風險資產如股市的表現。

過去一段時間，在眾多不明朗因素影響下，市場波幅有所上升，然而資金無間斷連續 15 個月流入股市，截至 11 月底，資金流入股市規模達到 8770 億美元，是去年全年的近 5 倍（圖 11）。

圖 12：股市估值相對昂貴



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2021 年 12 月 15 日。

不過，市場基本因素或正在惡化。估值方面，包括股市在內所有主要資產類別目前估值都相對昂貴（圖 12）；另一邊廂，2022 年整體環球企業盈利增長將會正常化，增幅預期將由 2021 年的 46% 顯著放緩至 2022 年的 6%，較高營運成本的影響或將逐步浮現，盈利上調空間或相對 2021 年有限（圖 13）。

圖 13：股市整體環球企業盈利增長將會正常化



資料來源：彭博，Factset，信安全球資產配置，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2021 年 12 月 15 日。數據來源於分析師預期。

綜合上述因素，我們預期 2022 年股票的回報仍將領先其他主要資產類別，第一季，對於股票的評級維持輕微看好。但隨著經濟及盈利增長放緩、通脹上升和金融狀況收緊，2022 年股市整體回報或相對 2021 年落後。債券我們第一季看法維持中性。債息或緩慢上升，對與通脹呈負相關性的傳統債券投資如主權債相對不利。

## 成熟市場股市表現仍將領先？

成熟市場尤其美國及歐洲看高一線，同時部署周期價值型板塊

Q1 Outlook	Underweight	Slightly Underweight	Neutral	Slightly Overweight	Overweight
<b>Equities</b>	○	○	○	●	○
- US	○	○	○	●	○
- Eurozone	○	○	○	●	●
- Asia ex-Japan	○	○	●	○	○
- Japan	○	○	●	●	○
- HK	○	●	○	○	○
- China	○	○	●	○	○
- Other EMs	○	●	○	○	○



表示與前一季相比有改變的看法

成熟市場尤其美國及歐洲可以繼續看高一線，日本、亞洲及中國中性，香港、其他新興市場輕微看淡。

美國 — 強勁經濟增長及穩健盈利預期為美國股市提供了進一步的上行空間；雖然美國聯儲局正加快縮減買債計劃，但首次加息或於 2022 年年中左右才會發生；一旦高通脹持續，加息速度快於預期的信號或引發市場波動。

歐洲 — 儘管歐洲 Omicron 變種病毒的案例上升，但大規模的疫苗接種運動可能會抵消歐洲政府重新實施的限制措施對經濟的影響；與世界其它央行相比，歐洲央行預計將繼續採取相對寬鬆立場。寬鬆的金融狀況預計將為股市提供支持。

亞洲（日本除外） — 隨著疫苗接種率提升，亞洲預計能夠維持強勁經濟復蘇勢頭，並繼續成為世

界增長最快的地區之一；中國為亞洲多個國家的重要出口市場，這個連繫或令部分亞洲國家更易受到中國經濟放緩風險的影響。

日本 — 由於供應鏈限制令出口下降，加上變種病毒 Omicron 威脅拖累消費者支出，日本經濟萎縮的速度或較預期更快；在偏弱經濟增長預期下，貨幣政策或維持寬鬆；日本政府批准新的經濟刺激方案，規模達 4,900 億美元，或支持經濟從疫情中恢復。

中國及香港 — 中國對全國各行業的監管未見減弱跡象，對本港上市股份形成壓力；中國經濟增長或進一步放緩，人行近期全面降準或有助於降低借貸成本，對沖經濟放緩趨勢；為應對經濟下行壓力，中國或將增加財政刺激措施。

其他新興市場 — 亞洲之外，其它新興市場包括拉丁美洲及 EMEA（歐洲，中東及非洲）面臨更高的通脹壓力，巴西、俄羅斯和墨西哥央行近月積極加息以抑制通脹持續向上的風險；部分新興市場由於債務水平較高需承受不斷上升的借貸成本，拖累經濟復蘇步伐。

板塊部署 — 周期價值型板塊或可看高一線。一方面，十年期債息在聯儲局收緊貨幣政策及通脹擔憂下走高或利好金融等價值板塊。另一邊廂，環球經濟維持擴張勢頭，消費、服務等周期性行業將迎來估值修復。



## 面對經濟放緩，中國經濟政策將如何演變？

### 中國經濟放緩預計將持續，貨幣及財政政策或更加積極對沖下行壓力

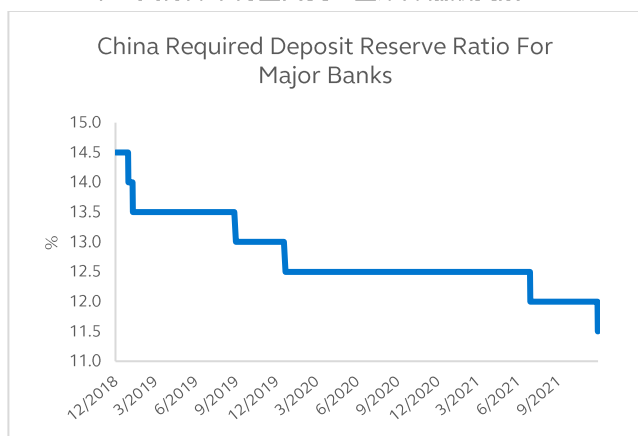
圖 14：中國經濟放緩預計將持續



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至2021年12月15日。

中國在經歷了強勁的經濟增長復甦後，房地產行業問題、科技及其他行業加強監管和共同富裕政策改革，加上新冠肺炎疫情反覆均導致中國經濟增長再度放緩。在中國經濟由「重量」向「重質」轉型的大背景下，中國決策層對經濟下行的容忍度有所提升，我們預計經濟放緩將於2022年持續，增速或降至5%左右（圖14）。

圖 15：中國人行降準有望為實體企業降低融資成本



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至2021年12月15日。

貨幣政策方面，面對中國經濟下行壓力加大，2022年貨幣政策首要目標將是以穩增長為主。存款準備金率剛剛下調，預計可向市場注入1.2萬億元人民幣資金，部分資金將被金融機構用於歸還到期的中期借貸便利，措施或能為實體經濟及企業降低融資成本（圖15）。

內地通脹整體相對受控，整體貨幣政策具有彈性，惟不要期待過份寬鬆，2022年政策重點維持流動性相對充裕，維持穩定信貸擴張。若經濟下行壓力超出政策當局能承受的範圍，不排除降息的可能，以減輕企業的債務負擔。

圖 16：社會融資規模或將逐步改善



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至2021年12月15日。

財政政策方面，本年度財政預算支出進度相對較慢，專項債發行總量亦較低。展望2022年，整體支出進度有望加快，基礎設施投資提前開展，加上新能源政策推動下製造業投資及碳減排資金需求增加，整體社會融資規模或將逐步改善（圖16）。

# 孳息曲線會否繼續趨平？對固定收益投資有何影響？

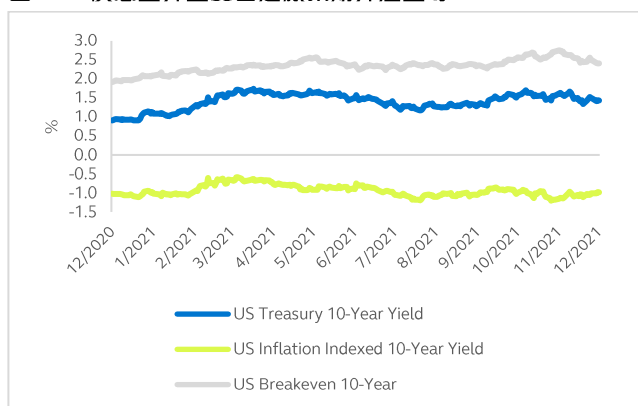
債息整體或緩慢上升，低存續期高收益債券有助降低潛在利率風險

Q1 Outlook	Underweight	Slightly Underweight	Neutral	Slightly Overweight	Overweight
<b>Fixed Income</b>	○	○	●	○	○
- Sovereign	○	●	●	○	○
- Investment Grade	○	○	●	●	○
- High Yield	○	○	●	●	○



表示與前一季相比有改變的看法

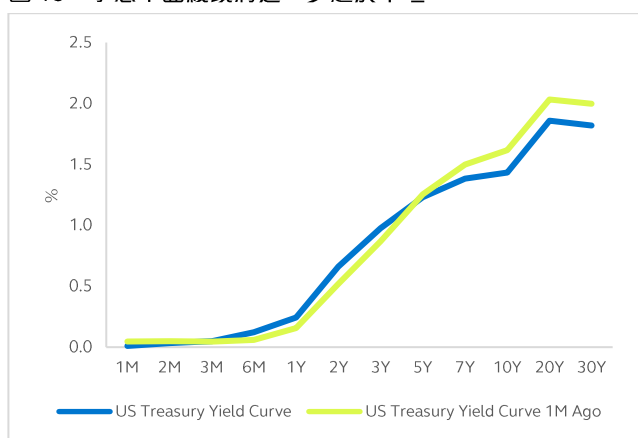
圖 17：債息上升主要由通脹預期升溫主導



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2021 年 12 月 15 日。

2021 年，十年期債息從年初的 1% 以下，升至十二月中的 1.4% 水平。國債孳息率通過實際利率與通脹預期組成，拆解十年期債息變動，可發現通脹預期上升對整體數字貢獻超過八成，是推動國債孳息率走高的主要原因（圖 17）。

圖 18：孳息率曲綫或將進一步趨於平坦



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2021 年 12 月 15 日。

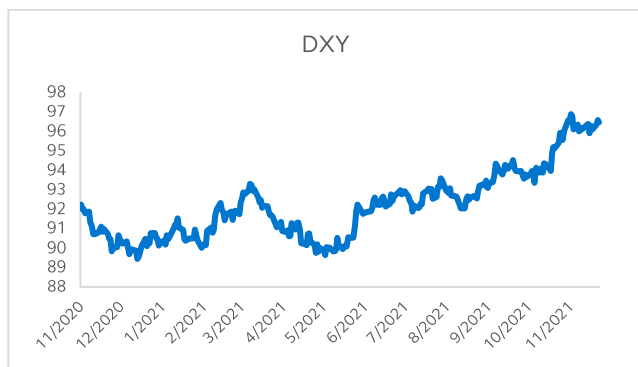
2022 年，短期利率或在聯儲局加息預期升溫下進一步走高，而經濟增長放緩則一定程度上限制了長期利率的升幅，孳息率曲綫或將進一步趨於平坦（圖 18）。因此，2022 年第一季，債券整體我們看法維持中性。

其中，債息整體或緩慢上升，我們輕微看淡主權債，加上通脹高企或對與通脹呈負相關性的傳統債券投資如主權債相對不利，投資級別債總回報亦有機會受拖累，整體看法下調至中性。由於具有息差優勢，加上與經濟發展關連度較高，高收益債有機會受惠通脹向上，企業盈利前景向好有助於高收益債違約率維持低企，低存續期高收益債券尤其有助降低潛在利率風險。

## 美元仍有上行空間？

### 縱使估值較高，基本面或支持美元繼續造好

圖 19：美元較高估值有望維持



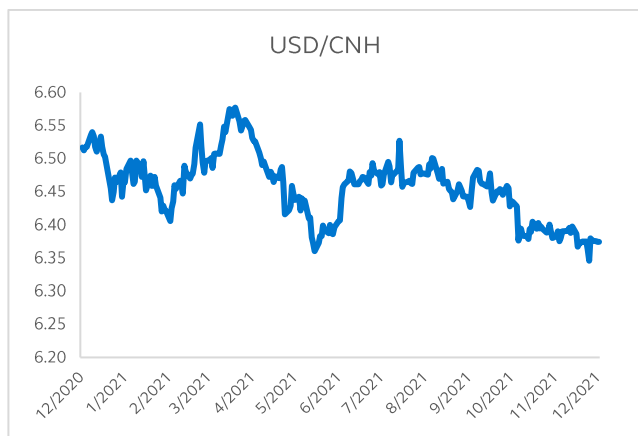
資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2021 年 12 月 15 日。

圖 20：歐元面臨下行壓力



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2021 年 12 月 15 日。

圖 21：美元兌 CNH 或將於 6.3 至 6.5 水平上落



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲)有限公司。數據截至 2021 年 12 月 15 日。

2021 年，美匯指數攀升 7%，美國或於 2022 年加息的預期將持續利好美元。成熟市場當中，如英國及加拿大有機會較美國早加息；但同一時間，歐洲及日本等，貨幣政策預期較長時間維持寬鬆。由於歐元在美匯指數籃子當中佔比達到 57% 以上，連同日圓佔比達約 70%，主宰美匯指數的走勢。因此，在貨幣政策基礎不一推動下，相對低利率貨幣歐元及日圓，美元具有息差優勢，加上美國憑藉財政政策及超額儲蓄優勢，基本面維持強勁，美元較高估值有望維持。美匯指數 2022 年一季度有機會觸及 98.5 水平（圖 19）。

歐元方面，在歐元區經濟復甦過程中，國內通脹壓力相較其它成熟市場小，尤其核心通脹相對受控，歐洲央行有條件維持寬鬆貨幣政策，2022 年底前較大機會維持低利率政策，對歐元構成進一步下行壓力。歐元兌美元第一季度有機會跌破 1.12 水平（圖 20）。

縱使美元強勢，人民幣 2021 年力保不失，美元兌離岸人民幣(CNH)累跌約 2%。反映人民幣兌一籃子主要貨幣走勢的官方人民幣指數更創約六年新高。外資持續流入人民幣資產，推高人民幣的需求。不過在內地經濟放緩加上通脹相對受控背景下，人民銀行較大機會維持中性偏寬的貨幣政策，與美國背馳。中美 10 年期國債利差已從 2020 年底約 250 個基點回落至十二月的約 130 基點，人民幣吸引力相對下降。2022 年為中美政治年，中美關係的變化將影響人民幣走勢。美元兌 CNH 第一季較大機會在 6.3 至 6.5 水平上落（圖 21）。

## 資料披露

投資涉及風險。本文件中就任何特定基金或產品所提及的過往表現未必可代表相關基金或產品的未來表現，而且本文件中所提及的任何基金或產品的價值可跌亦可升。您於決定投資之前，不應單一依賴本文件。投資回報並無保證，您可能無法取回全部投資本金。當您作出任何投資選擇前，您必須考慮自己可承受風險的程度及財務狀況。

如果您對本文件中提及的某些基金或產品是否適合您（包括那些基金或產品是否符合您的投資目標）有疑問，您必須徵詢法律、財務、稅務、會計及其他專業意見，以確保您作出的任何投資決定切合您的情況及財務狀況，並且選擇適合您的基金及／或產品。

本文件之內容於發佈當日來自被認為是準確及可靠的資訊，但當您查看本文件時，本文件所載資訊可能已不再是真實，準確或完整。本內容僅供參考之用，並不構成要約、招攬或邀請、宣傳、誘使、或任何種類或形式之申述，或訂立任何本文件中所提及的基金及／或產品交易的任何建議或推薦。本文件並無意被視為任何特定投資及或一般市場的預測、研究或投資建議，亦無意被視為預測或保證任何投資表現。本文件之內容並無考慮任何投資者的投資目標、特別需要或財務狀況。您不應將本文件之內容視為一個能依賴的全面性闡述。本文件中所有以任何形式表達的觀點會隨時更改而不另行通知。

在沒有抵觸任何法律規定的前提下，本公司、本公司的任何聯屬公司、或本公司及本公司的任何聯屬公司的任何僱員或任何董事，概不保證及擔保本文件所載資訊的準確性，亦概不對本文件的任何錯誤或遺漏承擔任何責任。

本文件為信安資金管理（亞洲）有限公司所擁有，如未取得信安資金管理（亞洲）有限公司的事先書面同意，任何人士或機構均不可以任何方式及為任何目的修改、複製、傳送、儲存或分發任何內容。

本文件資料由信安資金管理（亞洲）有限公司提供。

本文件並未呈交香港證券及期貨事務監察委員會審核。

本文件由信安資金管理（亞洲）有限公司刊發。