

MONTHLY HOUSE VIEW

2022年4月

聚焦
轉移能源

概要

01 • 編輯寄語	P3
不確定時期的策略定位	
02 • 聚焦	P4
轉移能源	
03 • 經濟點評	P6
景氣週期已盡?	
04 • 定息債券	P8
歐元高收益債券資金外流	
05 • 股票市場	P10
範式的變革	
06 • 外匯	P12
質疑一切	
07 • 資產分配	P14
投資方案及配置	
08 • 市場監測	P16
精選市場走勢	
09 • 附錄	P17
免責聲明	P18

01 • 編輯寄語

不確定時期的策略定位



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

親愛的讀者：

烏克蘭衝突的持續時間、延長的風險、和退場情景皆無法預測，是目前市場體制更迭的背景，而宏觀經濟的內容用「停滯性通貨膨脹」(stagflation¹)一詞可以概括。通貨膨脹升高和停滯風險增加是兩個截然對立性質，是同一枚硬幣的兩面，而衝突則是加速器。

最近幾週，市場迅速從典型的風險規避情緒，其特徵為股市大幅下跌和避險資產表現強勁——與過去因經濟衰退憂慮所引發的修正非常相似——迅速轉變為與年初可以相提並論的階段，包括股票輪換、波動、和長期利率上升。

面對不確定性，會有強烈的誘惑要緊緊抓住過去的枝幹。與1973年、1979年、和1990年的石油衝擊之間的比較報告比比皆是，很多論點都認為世界從那時起已經發生變化。然而，有些教訓依然有效。首先，能源價格上漲幾乎一律導致增長放緩的想法。其次，中央銀行陷入火燒兩頭的境地，即冒著經衰退的風險和通貨膨脹上升的風險。

處於這種動盪多變的背景之中，投資者要採取的持倉仍然很複雜，並且可能表示要超越衝突來理解增長、通貨膨脹、貨幣政策、和企業業績演變等方面的影響。

在這方面，這次經濟衝擊毫無疑問主要對歐洲造成影響，歐洲正面臨比美國更急劇的增長下滑，更容易受到能源短缺風險的影響。要對歐洲持更謹慎態度的另一原因是工資增長速度低於通貨膨脹，這按理轉化為消費降低。

這反映在歐洲股市的調整中，事實上將歐元區經濟動力的下降和對利潤增長的懷疑納入其中。

然而，如果能源價格持續上漲，而認為美國經濟不會受到這種衝擊影響則是虛幻的想法。再者，美聯儲會作判斷，如果美國消費也減弱，聯儲局將不得不靈活變通。有些警告信號已經出現，例如儘管就業、工資、和投資有強勁的表現，近期的消費者信心指標表明美國經濟仍將保持增長模式。這就是使美聯儲相信美國經濟和金融市場能夠承受這種貨幣正常化的原因。

1 - 停滯性通貨膨脹是指經濟體同時經歷通貨膨脹增加和經濟產出停滯的情況。

新的REPowerEU計劃雄心勃勃，因為是需要如此。與替換石油供應商相反，取得新的天然氣來源需要時日。任何天然氣進口需求的突然減少，很可能是因為價格上漲而導致個人能源消耗削減。

孿生能源危機

歐盟（EU）在盟國內生產核能和可再生能源，但60%歐盟的能源需求仰賴進口，與美國的淨出口相比，歐盟處於實質劣勢。俄羅斯是石油（約25%），天然氣（圖1）和固體化石燃料（55%）等的主要能源供應國。

在價格波動異常高的今日，這種依賴性主要威脅價格的穩定。能源價格佔歐元區通貨膨脹消費籃子的10%，在二月上漲31.7%，並將繼續上漲，鑑於天然氣和石油價格的漲勢。

如果制裁節節升高引發部分停工的情況下，歐洲工業依賴俄羅斯的天然氣可能會造成短缺和中斷。歐洲央行曾分析每個行業對天然氣的依賴程度，估計天然氣供應減少10%可能會影響歐元區GDP增長之0.7%。

減少對化石燃料的依賴性已經成為2021年「Fit for 55」一攬子計劃的重點。歐盟委員會於三月初推出一項新的快速成功計劃「RePowerEU」，其目標在減少：歐洲對進口俄羅斯能源的過度依賴達三分之二（約1,000億立方米 - BCM）能源價格上漲對消費者的影響。

減少依賴性

該計劃的最大部分是試圖以改變天然氣供應商的方式以及在較小程度上增加生物甲烷的產量來減少對俄羅斯的天然氣進口（圖2）。歐盟計劃以卡塔爾、埃及、和西非等地的液化天然氣（LNG）生產商取而代之，同時利用阿爾及利亞或挪威的管道達成供應的多元化。還重度依賴太陽能、風能、綠色氫能、和加速利用熱泵的可再生能源專案的能力。該計劃還以提高效率或改變消費者行為為基礎來降低能源需求。



俄羅斯天然
氣供應減少

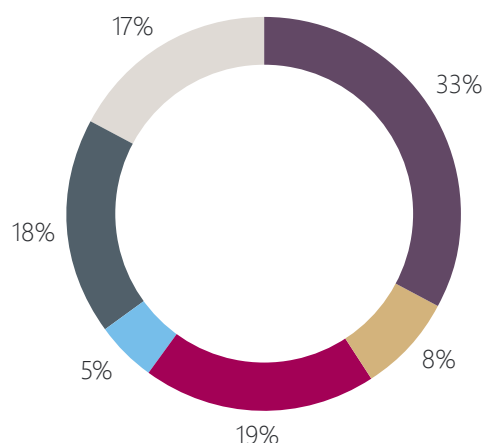
10%

等於歐元區
GDP下降0.7%

圖1：歐洲天然氣供應量佔總量的百分比，按來源劃分，2020

- 俄羅斯管道、LNG淨進口
- 北非和其他非歐洲管道
- 挪威管道
- 荷蘭管道
- 其他非歐洲管道
- 其他液化天然氣進口

來源：英國石油公司能源統計回顧、
東方匯理財富管理。



需要敲定細節，但我們已經可以解讀兩項宏觀經濟要點：

- **該計劃需要重大基礎設施投資。**與石油桶相反，液化天然氣需要有基礎設施在運出時將天然氣液化然後在抵達時重新氣化。歐洲產能能適應目前需求，但不能適應50 BCM的額外需求。此外，經由西班牙（有相當大部分的液化天然氣可能送達此處）到東歐管道線的基礎設施很可能不足。最後，要提前負載可再生能源也表示要在該領域進行大量投資。

需求方也存在問題，歐洲增加50 BCM的需求相當於全球需求增加10%多一點，再加上歐洲上調存儲容量目標，將對LNG市場造成需求衝擊。

- **能源組合是必要的，但也導致通貨膨脹。**除了需求引導（demand-led）的價格壓力之外，歐洲將免不了需要另外提供加付款，才能夠將液化天然氣經由亞洲運輸到舊大陸。此外，鑑於生產成本升高和對目前為高價的大宗商品的需求，在短期內向可再生能源過渡也被認為將導致通貨膨脹。

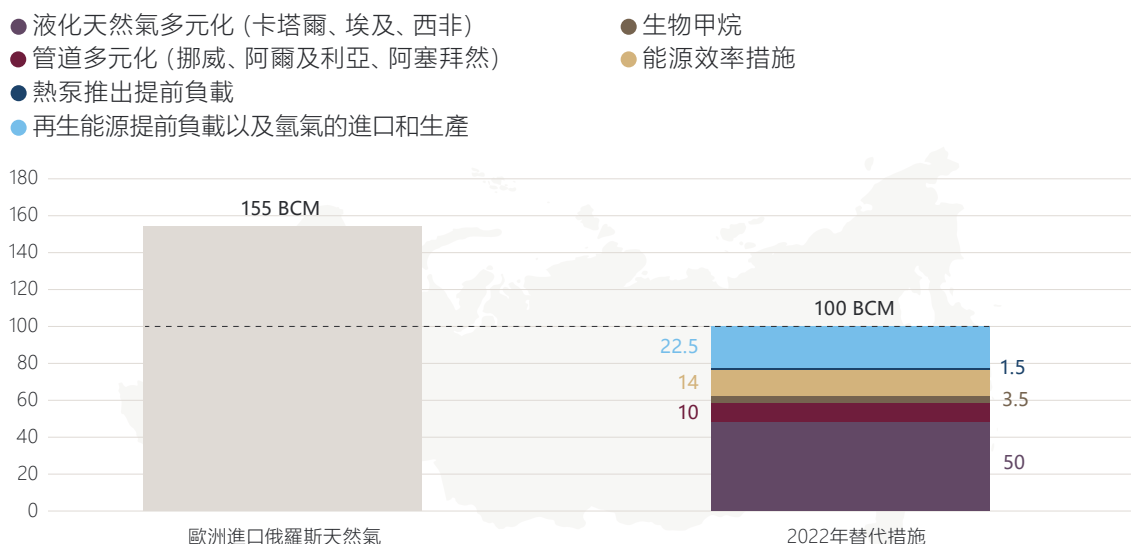
幫助消費者

RePowerEU的第二方面允許成員國延長現有的並實施臨時的價格監管和轉移機制（包括對暴利的稅收措施和排放交易收入的用途），來限制危機對最弱勢群體所造成的影響。這些措施的部分資金將出自向被認為從能源價格上漲中獲利的公司徵稅，如果預期這些公司將資助部分新的投資需求，此舉將有困難平衡。這些徵稅並不像金融市場所擔心的那麼糟，因為該措施——迄今為止——僅限於六月底。

永遠充分利用危機

該計劃刻意雄心勃勃，與其說是明確的目標，不如說是一張路徑圖。也可以被視為應急計劃，因為要求成員國將天然氣庫存增加到90%的產能（與目前約為30%相比）。由於賭注相當高，歐洲別無選擇。不過，這場危機也是歐洲達成能源生產商多元化，而且推動向可再生能源和能源獨立轉型機會。這還持續將成員國團結在一起，因為明天的基礎設施將需要由今天的歐元發行來融資。

圖2：2022年減少對俄羅斯天然氣進口依賴度之2/3, BCM



來源：歐盟委員會、東方匯理財富管理。

COVID-19疫情後的復甦將非常短暫。由於通貨膨脹和烏克蘭戰爭的不確定性，致使企業和消費者的信心指標受到雙重打擊。即使有些區域比其他區域更曝風險，衝突也會使各大陸蒙受損失。



明確警告：

歐洲復甦 面臨風險

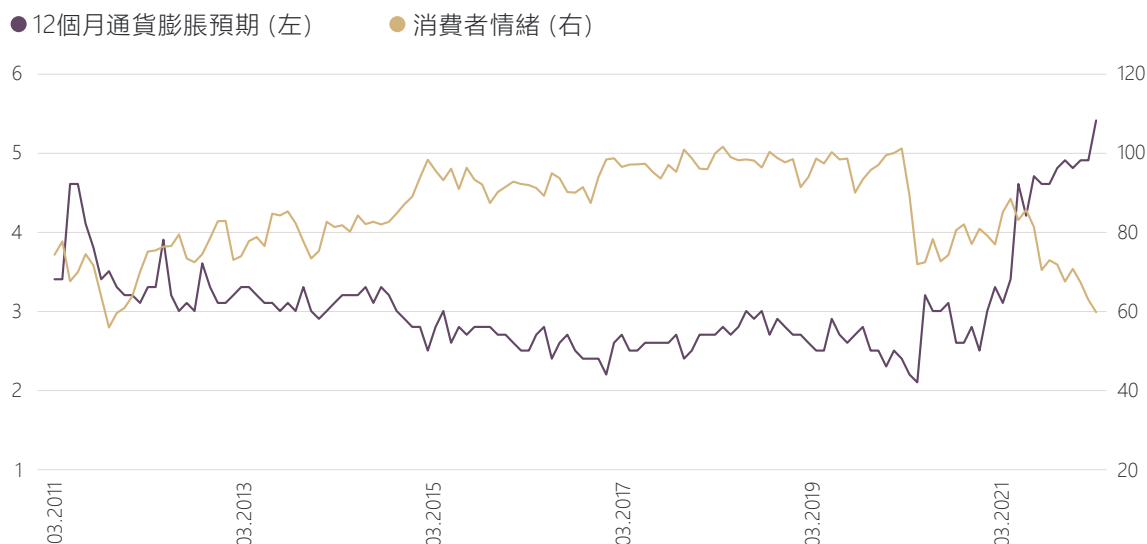
烏克蘭衝突正重創歐洲大陸。雖然製造業調查顯示在2022年前兩個月回升，與第一季工業產出上升一致，但歐元區ZEW經濟景氣指數（ZEW Economic Sentiment Index）在經歷了四個月的穩健復甦（三月為-38.7，從二月的+48.6起）之後，三月暴跌至兩年低點。這項投資者情緒指標可能非常不穩定，但其重整的程度明確發出警告：歐洲的復甦面臨風險。歐元區的通貨膨脹率與去年同期相比為5.8%，所有組成部分都上漲，特別是能源價格（+32%）和食品價格（+4.1%）。然而，與美國相比，歐洲消費者還可以依靠新的財政擴張政策和仍然相對寬鬆的貨幣政策。

美國消費者

美國消費者受益於比歐洲更強勁的工資增長以及房地產市場的正面財富效應。後者沒有顯示放緩的跡象。

住房價格繼續推動整體消費者物價指數（分別為4.7%和7.9%）的上漲，而能源價格（26%）和食品價格（7.9%年同比）也是如此。由於烏克蘭戰爭導致供應鏈中斷延長，二月的生產者價格也上漲（10%）。再加上產能限制和勞動力短缺一起造成美國ISM服務業指數在二月下跌4點。最新的美國就業報告給企業帶來一些希望，但由於在大流行疫情期間勞動力市場參與率下降，現在距離大流行疫情前的水平僅低一百分點。這可能由於在目前情況下，儲蓄減少和消費者憂慮增加所致。由於通貨膨脹預期大幅上升（5.4%，自1981年以來最高水平），美國三月消費者信心指數（密歇根大學調查）創下2011年十一月以來的最低值（圖3）。由於所有這些價格都上漲，以及在絕大多數為可變利率的環境中美聯儲進一步加息的前景，我們確實對美國消費者在未來幾個月的復原力持懷疑態度，特別是在財政政策減少支援性的情況下。

圖3：密歇根消費者信心指數，點



來源：密歇根大學、東方匯理財富管理。

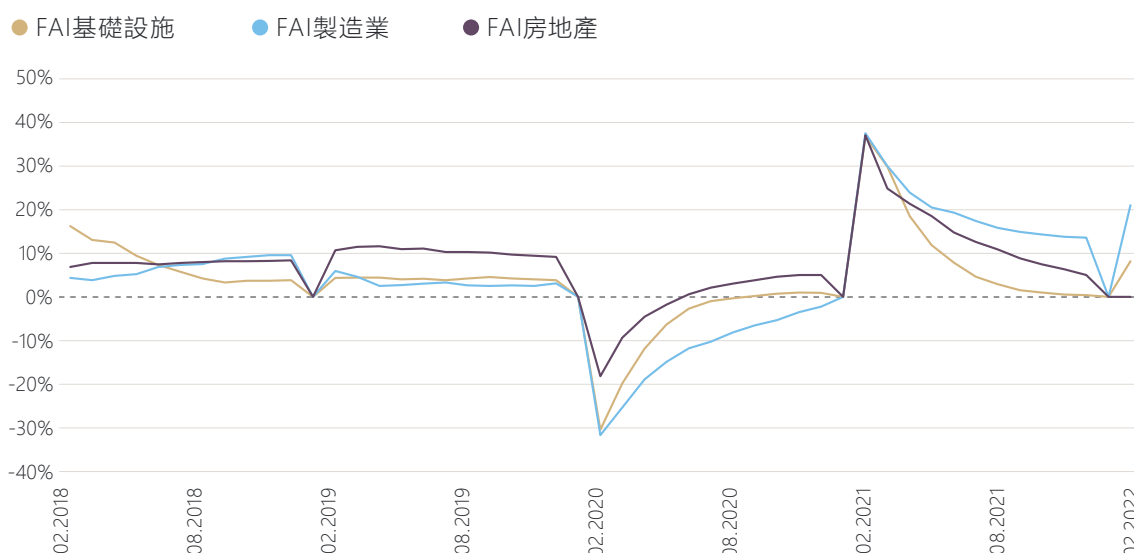
總之，即使在這種異常不確定的環境下難以進行預測，我們已將歐元區2022年的GDP增長預測下調至2.5%，並將美國增長預測下調至2.7%。這反映出能源價格上漲以及因工資增長遠低於美國而對消費的影響大於預期，對歐元區增長在結構上的負面影響更大。歐元區增長的風險偏向負面，特別是如果不確定性導致資本支出下降，而美國能源行業的增長和投資可能會因油價保持在100美元以上和外國能源對石油和天然氣的需求增加而進一步增強。

中國並非完全不受影響

最後，中國經濟體因為石油和天然氣佔其進口總額的17%，在政治上和經濟上被捲入烏克蘭危機。通貨膨脹率顯著降低（二月與去年同期相比下降0.9%），使中國人民銀行（PBoC）免於必須在增長和通貨膨脹之間做出選擇的困境。

經濟活動在2022年初放緩，儘管如此，放緩從高水平開始而且遠低於市場的普遍預期（工業生產為7.5%年同比，對比十二月為9.6%，零售額從12.5%降至6.7%，出口從21%降至16%）。展望未來，中國正依靠其過去的優勢利用供應方來刺激增長，特別是利用大規模的基礎設施交易（圖4）。封鎖措施再度出現以及主要貿易夥伴的需求預期放緩，將嚴重阻礙中國在2022年達成增長目標5.5%的能力，即使是如此也令人羨慕。外國投資者日益擔心，如果北京支援莫斯科，美國的制裁可能會擴及中國，三月中旬發生的股市大幅回調導致當局安撫市場並提供充分的支援，採取更具建設性的立場可能示意2021年啟動的監管打擊結束）。

圖4：中國固定資產投資（FAI），YOY，%



來源：中國國家統計局、東方匯理財富管理。



信用利差殘酷擴大，不惜一切代價賣出的行為造成估值不合理的扭曲。特別是鑑於低違約環境，估值現在更具吸引力。

各國中央銀行

歐洲央行（ECB）在三月的會議上確認了近期的鷹派基調，並強調其通貨膨脹的任務。央行出人意料之外地加速貨幣刺激的逐步減少，示意更擔心創紀錄的通貨膨脹，而非經濟增長疲軟。歐洲央行官員保證從五月初開始放慢債券購買速度，並表示他們可能最早在第三季停止該計劃。他們試圖利用減少隨後加息的自動性，來緩和他們的訊息，根據宏觀前景保持開放所有選項。

美國聯儲局（Fed）已在三月中旬的會議上確認了如預期的25基點加息。雖然最近地緣政治發展和消費者數據疲軟，Jerome Powell似乎暗示聯邦公開市場委員會的緊縮計劃保持不變，即使委員會「將按照該計劃謹慎行事」。聯儲局應該在夏季開始縮減資產負債表。聯儲局用2022年的點陣圖中示意6次額外加息25基點，以及於2023年3到4次額外加息，這是對抗通貨膨脹的可靠行動計劃，但可能會增加放緩風險，聯儲局將不得不密切監視。

政府公債

歐洲改變貨幣政策提高了收益率。雖然歐洲地緣政治局勢不斷惡化，但通貨膨脹進一步上揚的前景正給歐洲央行帶來壓力。短期之內，波動性仍高，而市場正反應各種互相矛盾的力量（向安全投資轉移、通貨膨脹預期上升、鷹派央行……）。我們因而決定下調對歐元政府債券的評分。

由於聯儲局轉向更為鷹派立場並朝向量化緊縮，美國公債的「投資避風港」力量已經大為削弱。曲線較長的部分對風險規避和對增長的負面影響更為敏感。美國曲線已經明顯趨平，但通貨膨脹壓力不斷上升可能會持續對短期收益率不利。資產負債表縮減預期將影響曲線的中長期部分，但常備回購機制（Standing Repo Facility）應有助於管理縮表。在這個階段，我們確實預期美國收益率曲線會出現熊市平移。



聯儲局2022
年點狀圖示意
6次額外加息
25基點

通貨膨脹掛鉤債券

自烏克蘭衝突開始以來，歐洲的損益平衡表現令人印象深刻。德國5-年損益平衡甚至觸及5%。歐洲的通貨膨脹市場仍然將長期較低的通貨膨脹率納入定價，與短期相比。如果實際動態保持不變，風險仍然存在，長期通貨膨脹預期可能會開始大幅上升，並且認為通貨膨脹也會失控。

美國二月的CPI發表顯示相關核心成分持續強勁。經濟學家鑑於通貨膨脹轉向更具慣性的類別以及烏克蘭衝突不斷升級，現在預計從2022年至2023年期間通貨膨脹將加快。因此，美國2-年期通貨膨脹損益平衡點達到4.7%的峰值，表現優於美國短期TIPS（美國財政部發行的抗通膨公債）。現階段，市場確實預料結構性通貨膨脹率會升高，截至三月9日美國10-年損益平衡點為2.9%。

信貸

廣泛的地緣政治發展所造成的趨避風險環境嚴重打擊信貸資產類別。事實上，投資者試圖評估大宗商品價格上漲和俄羅斯風險可能對企業盈餘和借貸能力產生的影響。歐洲公司的財務報表中含有鮮明的直接和間接俄羅斯風險遭受最大損失。

投資級（IG）信用利差過度擴大，經持續修正之後，該細分市場再度變得具有吸引力。在這個關頭，對IG信貸的支援性背景仍然是經濟增長高於趨勢和淨評級上調。風險規避也對估值大幅貶值的次級債務產生非常負面的影響。

關於歐元高收益債券，資金外流推動恐慌性拋售。信用利差殘酷擴大（圖5），不惜一切代價賣出的行為造成估值不合理的扭曲。尤其是考慮到低違約的環境，估值現在更具吸引力。

美國高收益（HY）利差相對具有復原力（上個月為+35基點）。與歷史水平相比，它們仍然偏狹，但已將預期的極低違約率和低水平的不良指標納入考慮。我們在這個「有風險」的細分市場保持戒心，看好存續期較短的BB級信評債券。

我們決定全面提高我們對信貸評分，其中歐元IG、美國IG信貸、次級金融、和歐元高收益是最受青睞的市場。

新興市場

俄羅斯發行人違約帶來偏高的不確定性以及對於其他新興市場（EM）企業造成的潛在不良影響，使新興信貸吃盡苦頭。大宗商品價格上漲支撐新興市場大宗商品出口國的增長和外部平衡，但可能對製造業出口國構成壓力。鑑於巴西企業的權重很大，我們略微提高對拉美的評分。

圖5：泛歐高收益指數（BPS）的演變



來源：彭博、東方匯理財富管理。

俄羅斯的入侵明顯改變了之前對股票值（Equity）的基本論據（base case）看法的遊戲規則。市場現在關注烏克蘭戰爭，基於兩項主要擔憂：制裁俄羅斯對企業收益的直接影響，以及能源和大宗商品價格的急劇上漲的間接影響—加上供應鏈收緊—對通貨膨脹和增長的影響。



估值

回到長久未見的水平

收益及估值

在收益方面（圖6），降級的幅度將取決於大宗商品價格的走勢以及錯置（dislocation）的持續時間。供應鏈的瓶頸仍然是同樣令人擔憂的問題。這些因素已開始壓抑盈利估計。自2021年一月以來，部分利潤預測修正指標首次轉為負值。

從積極面來看，估值回到長期未見的水平，其折價與歷史平均水平相比，接近STOXX 600指數的15%。

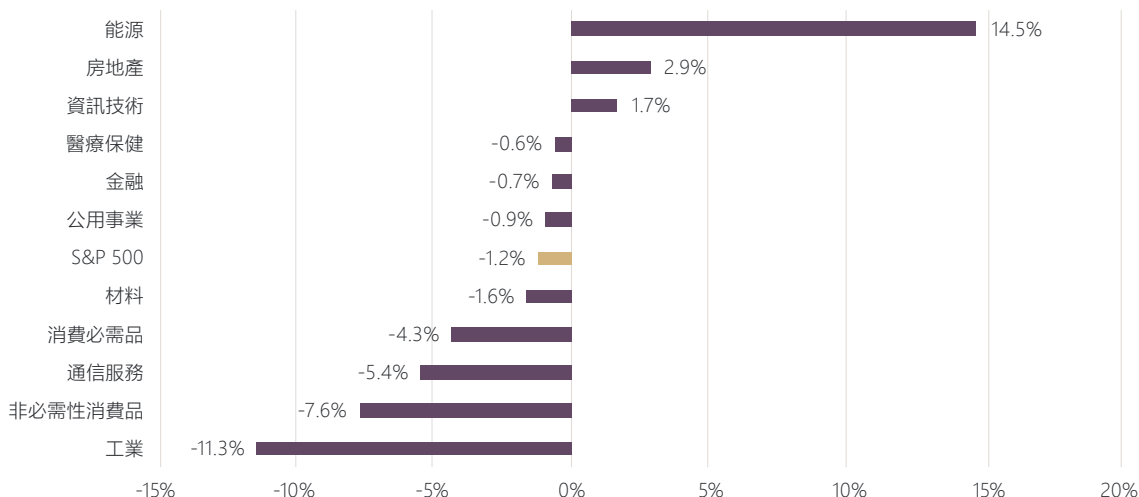
美國

自2021年十一月以來，美國市場受到長期利率上升影響的程度相當大。其上漲與通貨膨脹恐懼增加和預期貨幣政策將不再那麼寬鬆有關。

自烏克蘭衝突開始以來，美國市場表現再次優於大市，即使在年初至今的基礎上，其表現接近歐洲。確實，美國在地理上遠離衝突地區，在經濟本質上屬於國內經濟，最重要的是，受益於能源的準自治（quasi-autonomy）。

美國市場似乎不太容易受到衝突的影響，因為大多數大型美國公司都擁有強健的資產負債表、高利潤率、和優良的定價能力。然而，其市場的估值對長期利率特別敏感，而聯儲局的行動將繼續在股價的演變中發揮決定性作用。其主要的弱點在於有較高的估值指標，這些指標對債券收益率的進一步上升相當敏感，從而轉化為較薄的股票風險溢價。

圖6：2022年第一季標準普爾500收益修正，%



來源：FactSet截至2022年3月4日、東方匯理財富管理。



歐洲

鑑於歐洲對俄羅斯天然氣進口的依賴性以及對俄羅斯經濟制裁的影響（供應鏈中斷以及能源和原物料價格上漲），歐洲成為受烏克蘭戰爭影響最大的地區。只要是地緣政治主導辯論，我們選擇對歐洲市場保持相對謹慎。即使已經大幅下調評級而且交易價格便宜，對收益的負面影響仍然擺在我們面前，而且對於即將面臨的利潤下調幅度，其可見性有限。話雖如此，投資者需要謹記在心，最近的修正已經融入預期的向下修正。

新興市場

目前的烏克蘭/俄羅斯衝突給亞洲股市，尤其是中國股市，施加了巨大的負面壓力。從衝突的第二週起，中國股市受到蔓延至所有行業的重大恐慌性拋售浪潮的打擊，而與目前中國COVID-19病例爆發相關的針對性封鎖更加劇這一趨勢。此時此刻，我們預期不至於涵蓋全國全面封鎖。政策框架更具支援性，因為中國當局正維持貨幣和財政寬鬆的傾向，而且似乎暫停監管取締。我們預期有進一步的財政支援（減稅）和進一步的貨幣寬鬆政策，以及對房地產行業的微調政策。

儘管市場條件艱難，但我們仍將重點放在企業基本面上，並對2022年保持正面的立場。經歷最近幾個月的盈利下調之後，亞洲仍有望實現兩位數的每股收益增長。三月16日MSCI中國指數反彈15%，揭示市場的悲觀情緒已經達到極高的水平。

策略：增長投資風格和優質投資風格會脫鉤嗎？

聯儲局鷹派立場加上增長放緩和技術面疲軟使採取防禦態勢成為必要，波動性將在新的市場制度中維持在高位。這將加強優質風格基本面的相對吸引力，例如：可見性、穩定性、復原力、和低波動性。這種環境支持優質股票，這是我們現在最喜歡的風格。

價值風格方面處於矛盾共存（schizophrenia）模式，一方面汽車、銀行、和工業等其他景氣週期性股票的評級迅速下調，另一方面在大宗商品價格強勁反彈的推動下，能源和物料行業呈現積極勢頭。我們希望保持的重點是第二部分。只要地緣政治佔主導地位，這種風格將保持更大的波動性，但當與槓鈴策略（Barbell Strategy）中的優質股票相結合時，尤其具有吸引力。



烏克蘭危機促使外匯市場質疑某些假設，例如商品貨幣與風險偏好的相關性，同時混淆了歐元、美元、和其他儲備貨幣的前景。儲備管理領域將體會到最大的影響—前所未有的制裁俄羅斯外匯儲備將對所有儲備管理人的選擇產生長期影響。

歐元

風險看起來不對稱，偏向有利於歐元復甦

自烏克蘭衝突開始以來，歐元下跌是對與在歐元區門階上發生如此重大衝突的自然反應，但歐元同樣也受到GDP增長放緩和能源價格上漲前景的嚴重影響。因為美國經濟有望更能抵禦這種地緣政治加上大宗商品的雙重衝擊，預期相對的宏觀動能將對歐元產生影響。然而，由於本已強勁的通貨膨脹走高而且歐元又如此疲軟，歐洲央行想要利用量化寬鬆政策的結束和利率回歸正值區域的時機，來對抗通貨膨脹的風險越來越大，這可能會提振歐元。不過，這主要是相對利率的問題，因為預計聯儲局將更快加息（見下文）。歐元強勁升值有明顯的不利因素，但我們認為在短期內風險傾向有利於歐元，除非衝突明顯惡化。

大宗商品貨幣

只要情況沒有變得更糟，就有復原力

投資者已經注意到大宗商品貨幣在G10領域（澳元、加元、挪威克朗、紐西蘭元）和新興市場（南非蘭特、巴西雷亞爾）走強，儘管這些明顯是趨避風險市場。它們是這場危機中的避風港還是避險工具？大宗商品的高價格充分證明其實力，但如果這些價格持續攀升（例如，石油價格每桶超過160美元），隨之發生的需求破壞（demand destruction）將對全球經濟增長造成嚴重影響，以至於這些貨幣將再次遭受損失。在衝突持續和衝突解決之中，他們可能會繼續得到支撐，但在已經看到實力之後，他們只會提供戰術機會而不是對沖利益。



歐洲央行

對抗通貨膨脹的風險將日益增加

美元

鷹派聯儲局沒有設法進一步提振美元

一個設法甚至超越鷹派市場預期的鷹派聯儲局最初遭遇到乏善可陳的美元表現，突顯出外匯市場的注意力已從聯儲局/COVID-19轉移到地緣政治上，而且市場在三月中旬緩解，在短期內幫助了其他貨幣兌美元。但是，頭腦冷靜的人會注意到，聯儲局承諾在2023年底將利率接近3%，並且收益率曲線持平，如果風險拋售開始將投資者推向追求現金，那麼這一前景是誘人的。

黃金

探測歷史新高並尋找新的長期支撐

黃金因為突破2,000美元的高位而迅速脫軌進入瘋狂的市場，每盎司略高於2,070美元的歷史新高受到考驗（圖7）。2,070美元的「雙頂」技術阻力和美元匯率上漲使黃金受到阻力，如果衝突得到解決，這種阻力很可能會加劇。

另一方面，黃金的長期均衡價格獲得微妙但重要的支撐，因為對俄羅斯外匯儲備的嚴厲制裁顯示黃金是唯一真正具有流動性的儲備貨幣，沒有政治干擾——並且我們很可能會看到儲備經理的出價悄然增加，從長遠來看支持黃金。

人民幣

邁向全球儲備貨幣的第一步，但仍為時尚早

由於COVID-19病例激增導致新的封鎖，令股市投資者陷入恐慌，人民幣數月來首次承壓。然而，由於中國當局承諾支持市場，只要股票拋售這種疲軟就一直持續。人民幣也小幅回升。人民幣6.35元的強勢開始顯得乏味，因為中國寬鬆的貨幣政策與美國的貨幣緊縮政策相比之下，將開始對尋求人民幣實質收益率的投資者構成壓力。同樣值得注意的是，人民幣似乎利用烏克蘭危機邁出了作為全球儲備貨幣的具體第一步，儘管還有漫長的路要走。

圖7：提升門檻，以美元/盎司計價的黃金價格



來源：彭博，東方匯理財富管理。



衝突導致劇烈的 波動及市 場調整

宏觀和市場設想

- 烏克蘭的這場衝突導致波動和市場調整劇烈飆升，在短期和中期對市場產生許多影響。
- 大宗商品價格大幅上漲，油價已經從每桶140美元左右的近期高點回落，應該會保持高度波動，並壓低宏觀經濟預期和淨利率的前景。
- 增長設想向下修正，對歐洲的影響大於美國。歐元區2022財年的增長應從4%降至2.5%左右，而美國的負面風險應更為有限，（但初始假設較低）從3.5%降至2.5%至3%。
- 以全年為基礎，我們應該避免全球性經濟衰退，但從技術上講，每季的GDP增長可能會在下半年停滯不前或變為負數，歐洲尤其可能。這些數字仍然高度不確定且受設想驅動，展望未來，消費者和企業資本支出的復原力是全球經濟增長前景的關鍵。
- 歐洲和美國今年的通貨膨脹率預計上修至5%至6%，2022年向前行的道路有高度不確定性，這取決於能源對核心通貨膨脹的溢出效應（spill-over）。
- 因此，各國央行有望提高利率；正如聯邦公開市場委員會（FOMC）最新的預測所證明者，聯儲局首次加息，並將全

年繼續加息，推動價格穩定是美國經濟可持續增長的必要條件的構想。因此，市場到目前為止，都接受FOMC的點陣圖，聯邦基金到2023年底將達到2.8%，其結果在高度取決於美國經濟體承受當前逆勢和更快加息的能力。

- 如果經濟增長在年底消退，這種疲軟的前景可能會將加息時機縮短至2022年。至於歐洲，如果通貨膨脹繼續上升，歐洲央行已經加速縮減資產購買以增強其可選擇性，如果經濟增長保持正值，則提前加息。
- 分析師預計2022年的盈利增長將被下調，因為普遍認為歐洲的GDP修正1%會對盈利產生10%的負面影響，如此將推動已開發市場今年的盈利增長降至低個位數（與以前的高個位數相比）。就行業而言，這種影響相當不對稱，因為能源、材料、銀行、醫療保健、和科技等價值行業應該比工業和消費品行業更容易受到淨利率壓力的影響。
- 企業利差在這波動性衝擊中已大幅擴大，而沒有預期的違約率上升；這種現象在烏克蘭衝突之前就已經開始，並且似乎與債券收益率上升和央行正常化相關的重新定價正常化的趨勢有關。

配置策略

- 這種具有不確定性升高和修正前景的新環境，理當對風險採取中性態度，即使許多壞消息似乎已經納入定價，市場似乎願意因為烏克蘭衝突或中國政策帶來任何建設性消息而回升。
- 我們因為風險和增長預期修正，在過去幾週降低對歐元區股票的信心程度，並在歐洲和美國之間採取更中立的立場，即使歐洲可能在短期內更快回升。同時，我們保持對中國長期持續的推薦，中國最近遭受重創，但受益於更高的盈利增長和更好的政策支持。
- 我們仍然以長期信貸持倉為導向，承認嚴重重新定價，但基本面沒有嚴重惡化，如此開始為具有長期視野和套利理念的新進入者提供具有吸引力的絕對回報。這應該取決於增長前景，因為經濟衰退通常會推動利差走高。
- 這種背景一直在推動宏觀對沖的輪換，以利於通貨膨脹損益平衡，而避風港貨幣和黃金很容易受到寬免反彈的影響。政府債券的存續期在修正階段是有幫助的，但容易受到市場制度的快速變化、通脹預期上升、和預期的加息的影響。然而，在避風港俱樂部中，黃金應繼續受到這種通貨膨脹制度的支撐，以防萬一央行對加息猶豫不決。

主要建議

	戰術觀點 (短期)	策略觀點 (長期)
定息債券		
政府債券		
核心歐元10年 (德債)	=/-	=
歐元周邊	=	=/-
美元2年	=/-	=
美元10年	=/-	=
歐元通脹債券	=	=
美元通脹債券	=	=
信貸		
投資級別	+	=/+
高收益歐元 / BB->	=/+	=/+
高收益歐元 / B+<	=	=
歐元金融債券	=/+	=/+
美元投資級別	+	=/+
美元高收益BB->	=	=/+
美元高收益B+<	=	=
新興市場債券		
國債美元貨幣	=	=/+
國債當地貨幣	=/-	=
拉美信貸美元	=/-	=/-
亞洲信貸美元	=/+	=
人民幣債券	=	=/+
股票市場		
地理分佈		
歐洲	-/=	=
美國	=/+	=/+
日本	-/=	-/=
拉美	-/=	=
東南亞	=	=
中國	=/+	+
策略		
增長型	=	+
價值型	=/+	=
品質型	=/+	=
景氣循環性	-/=	=
防禦型	-/=	-/=
外匯		
美國 (USD)	=	=/-
歐元區 (EUR)	=	=/+
英國 (GBP)	=/-	=
瑞士 (CHF)	=	=
日本 (JPY)	=/-	=
巴西 (BRL)	=/+	=
中國 (CNY)	=/-	+
金 (XAU)	=	=

來源：東方匯理財富管理。

08 • 市場監測 (當地貨幣) 精選市場走勢

2022年3月17日數據



貨幣	收市	四星期變動	年初至今
美國10年	2.17%	20.91	66.05
法國10年	0.83%	13.10	63.80
德國10年	0.38%	15.30	56.40
西班牙10年	1.33%	11.20	76.30
瑞士10年	0.40%	12.80	53.20
日本10年	0.20%	-1.90	13.60

企業債券	收市	四星期變動	年初至今
新興市場政府債券	36.92	-7.91%	-5.86%
歐元政府債券	212.90	-0.44%	-2.59%
歐元高收益企業債券	202.98	-2.20%	-4.99%
美元高收益企業債券	316.10	-0.60%	-4.91%
美元政府債券	309.75	-1.15%	-3.29%
新興市場企業債券	46.07	-6.16%	-9.67%

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
歐元/瑞士法郎	1.0393	-0.61%	0.17%
英鎊/美元	1.3149	-3.43%	-2.83%
美元/瑞士法郎	0.9371	1.81%	2.65%
歐元/美元	1.1091	-2.38%	-2.45%
美元/日元	118.60	3.18%	3.06%

波動率指數	收市	四星期變動	年初至今
VIX	25.67	-2.44	8.45

股票指數	收市	四星期變動	年初至今
標普 500 (美國)	4'411.67	0.72%	-7.44%
富時 100 (英國)	7'385.34	-2.02%	0.01%
歐盟 600	450.49	-3.03%	-7.65%
東証股價指數	1'899.01	-1.67%	-4.68%
摩根士丹利環球	2'981.31	-0.92%	-7.75%
中國滬深300指數	4'237.70	-8.46%	-14.22%
摩根士丹利 新興市場	1'120.93	-9.81%	-9.02%
摩根士丹利 拉丁美洲	2'441.51	2.67%	14.63%
摩根士丹利 EMEA 欧 (歐洲, 中東, 非洲)	230.70	-20.63%	-16.32%
摩根士丹利 亞洲 (日本除外)	717.52	-8.92%	-9.09%
法國巴黎 40 (法國)	6'612.52	-4.81%	-7.56%
德國 DAX (德國)	14'388.06	-5.76%	-9.42%
義大利 MIB (義大利)	24'123.58	-9.55%	-11.79%
西班牙 IBEX (西班牙)	8'412.00	-2.99%	-3.46%
瑞士 SMI (瑞士)	12'061.87	-0.11%	-6.32%

商品	收市	四星期變動	年初至今
鋼筋「人民幣/公噸」	4'920.00	2.84%	8.18%
黃金「美元/安士」	1'942.89	2.34%	6.22%
WTI原油「美元/桶」	102.98	12.23%	36.92%
銀「美元/安士」	25.58	7.16%	9.56%
銅「美元/公噸」	10'243.00	3.16%	5.38%
天然氣「美元/百萬英熱單位」	4.99	11.23%	33.78%

來源: 彭博, 東方匯理財富管理。
過往經理績效不能保證未來投資收益。

每月投資回報, 指數

● 富時 100
 ● 東証股價指數
 ● 摩根士丹利環球
 ● 摩根士丹利 EMEA
 ● 摩根士丹利 新興市場
● 歐盟 600
 ● 標普 500
 ● 中國滬深300
 ● 摩根士丹利 拉丁美洲
 ● 摩根士丹利 亞洲「日本除外」

2021年12月	2022年1月	2022年2月	四星期變動	年初至今 (2022年3月17日)
-0.83%	7.29%	4.73%	2.67%	14.63%
-1.56%	2.43%	0.39%	0.72%	0.01%
-2.30%	1.08%	-0.08%	-0.92%	-4.68%
-2.46%	-1.93%	-0.47%	-1.67%	-7.44%
-2.64%	-3.12%	-2.40%	-2.02%	-7.65%
-3.40%	-3.88%	-2.65%	-3.03%	-7.75%
-3.64%	-4.84%	-3.06%	-8.46%	-9.02%
-3.92%	-5.26%	-3.14%	-8.92%	-9.09%
-4.14%	-5.34%	-3.36%	-9.81%	-14.22%
-7.05%	-7.62%	-10.33%	-20.63%	-16.32%

來源: 彭博, 東方匯理財富管理。
過往經理績效不能保證未來投資收益。

最強表現



最弱表現





BLS：美國勞工部勞動統計局。

BNEF：彭博新能源財經。

ECB：歐洲中央銀行。負責歐盟及歐元區的金融及貨幣政策。

EPS：每股盈利。

ESG：以環境、社會責任、以及治理作為評鑑標準的非金融企業評等系統。用於評估公司的投資對永續性和倫理的影響力。

Fed：美國聯邦儲備理事會，即美國的中央銀行。

IMF：國際貨幣基金組織。

GDP（國內生產總值）：國內生產總值衡量的是居住在本國領土內的經營者每年生產的商品和服務。

基點：1個基點=0.01%。

IEA：國際能源總署。

IPPC：政府間氣候變遷專門委員會。

IRENA：國際再生能源總署。

ISM：美國供應管理協會。

OPEC：石油輸出國組織，共有14個成員。

OPEC+：由OPEC國家和包括俄羅斯、墨西哥和哈薩克斯坦在內的其他10個國家組成。

PMI：採購經理人指數。

SRI：可持續經營與社會責任型投資。

VIX：標準普爾500指數的隱含波動率指數，它以指數期權為基礎，衡量股市操作者對30天波動性的預期。

WTO：世界貿易組織。

停滯性通貨膨脹：是指經濟體同時經歷通貨膨脹增加和經濟產出停滯的情況。

價值性風格：是指投資對象公司的價值相對於其基本面，似乎以較低的價格進行交易。價值性股票的共同特徵包括高股息率、低市賬率、以及低市盈率。

優化（Uberisation）：此術語源自美國公司Uber的名稱，該公司開發和營運為司機和乘客牽線的數位平台。此處指的是利用新的數位科技的經營模式，屬於共享經濟，讓客戶與服務提供者直接聯繫而達到更低的成本和更低的價格。

優質性風格：是指投資對象公司具有更高、更可靠的利潤、低負債率、以及其他盈利穩定的衡量標準、同時有優秀的治理能力。優質性股票的共同特徵是具有高股本回報率、股本負債比率、和盈利變動性。

元宇宙（metaverse）：元宇宙（由meta和universe合併形成的複合字）是指一種虛構的虛擬世界。該術語經常用於描述網際網路的未來樣式，可以利用3D互動來存取虛擬、持續發生、和被共用空間。

利息、稅項、折舊和攤銷前利潤（EBITDA）：包括淨利潤，加上利息、稅項、折舊及攤銷費用。它用於衡量一個公司去除非營業費用和非現金費用產生之前的盈利性。

區塊鏈（blockchain）：一種儲存和傳輸資訊的科技。採用資料庫的形式，資訊為所有用戶同時共享是其特性，並且通常不依賴任何中央機構。

增長性風格：是指預期投資對象公司的銷售額以及盈利將以高於市場平均水平的速度增長。在嚴格的意義上，增長性股票的估值通常具有高於市價的特點。

存續期（duration）：反映債券或債券基金對利率變動敏感度。該值以年為單位表示。債券久期越長，價格對利率變化的敏感度就越高。

定價能力（pricing power）：指公司或品牌能夠提高價格而不影響對其產品需求的實力。

寡占（oligopoly）：當只有少數具有一定市場力量的生產者（供應）和大量客戶（需求）存在於市場之時，就會發生寡頭壟斷的現象。

布蘭特（Brent）：一種低硫原油，通常用作歐洲原油價格的基準。

平衡通貨膨脹率（inflation breakeven）：當名義債券的回報率與通貨膨脹連動的債券（相同到期日和等級）的回報率相同之時所達到的通貨膨脹水準。換句話說，投資者是否擁有名義債券或者通貨膨脹連動的債券，在此通貨膨脹水準均沒有區別。因此是代表對於一特定的到期日在一地理區域的通貨膨脹預期。

息差、信貸息差（spread or credit spread）：息差是兩種資產之間的差額，通常是利率之間的差額，比如公司債券與政府債券的息差。

息稅前利潤（EBIT）：指扣除利息和利潤稅之前的利潤，即營業利潤。

政策組合：一個國家根據經濟環境及其目標採取的經濟戰略，主要包括貨幣政策和財政政策的結合。

景氣循環性風格：是指投資對象公司依賴於整體經濟體的演變。景氣循環性股票代表這些公司在經濟興旺之時利潤升高。

未來5年之5年期通貨膨脹交換利率（5-year, 5-year inflation swap rate）：未來五年期間對五年期的通貨膨脹預期的市場衡量標準。是提供瞭解未來通貨膨脹預期可能如何變化的窗口。

消費者物價指數（CPI）：用於評估居民家庭一般所購買的消費品和服務專案價格水準，通常被作為觀察通貨膨脹水準的指標。

經合組織（OECD）：經濟合作與發展組織。

經濟日本化（Japanification）：指日本經濟在過去三十年期間所面臨的停滯現象，一般用於指經濟學家擔心其他已開發國家會效仿。

經濟驚喜指數（Economic Surprise Index）：衡量公開的宏觀經濟數據與預測者預期的差異程度。

聯邦公開市場委員會（FOMC）：美國聯邦儲局的貨幣政策機構。

西德克薩斯中質原油（WTI）：即在美國開採的原油。WTI原油合約在美國期貨市場交易，其價格為具指標性的原油價格基準。

規模經濟（economic scale）：公司利用增加產量的方式來降低產品的單位成本。

證券交易委員會（SEC）：獨立聯邦機構，負責美國證券市場的有序運作。

通貨緊縮（deflation）：通貨緊縮是通貨膨脹的反義字。與通貨膨脹相反，其特點是一般價格的水準長期持續下降。

量化寬鬆（QE）：中央銀行為向經濟體注入流動性而購買而購買債券等資產的貨幣政策工具。

長期停滯（secular stagnation）：指經濟在相當長時期之內只有很少或沒有成長。

防禦性風格：是指投資對象公司或多或少不受經濟狀況變化的影響。

零工經濟（gig economy）：以彈性、臨時性、或自由職業為特徵的經濟系統。

免責聲明

本文件題為《Monthly House View》（「冊子」），其發行僅供行銷溝通之用。

其起草所用的語言構成Indosuez Wealth Management工作語言的一部分。

本冊子所公佈資訊，未經過任何地區的市場或管理機構審核和批准。

本冊子並非為任何特定國家之人士而設計。

本冊子不適用於在其分發、發佈、上市、或使用違反該國或司法管轄區適用法律或法規的國家或司法管轄區之公民、居住者、或居民。

本文件不構成或不包含購買或出售任何金融工具和/或服務的要約或邀請。同樣地，其亦不以任何方式構成策略、個人化或一般性的投資或撤資推薦或建議、法律或稅務建議、審計建議、或任何其他專業性質的建議。不代表任何投資或策略適合並切合個人情況，也不代表任何投資或策略構成對任何投資者的個人化投資建議。

除非另有說明，本文件中的相關日期是本免責聲明最後一頁所提到之編輯日期。本文所包含資訊以公認可靠的來源為基礎。我們盡最大努力確保本文件中包含資訊之及時、準確、和詳盡。本文指示的所有資訊及價格、市場估值和計算得隨時更改，恕不另行通知。過去的價格和業績不一定指示出未來的價格和業績。

所指風險包括政治風險、信用風險、外匯風險、經濟風險、和市場風險等。進行任何交易之前，應諮詢您的投資顧問，並在必要時就風險以及任何法律、法規、信貸、稅收、和會計後果獲取獨立的專業意見。建議閣下聯絡私人顧問，以便根據閣下特定的財務狀況以及財務知識和經驗獨立作出決定

當投資變現並轉換回投資者的基礎貨幣時，外幣匯率可能會對投資的價值、價格、或收入產生不利影響。

CA Indosuez為法國公司，是Crédit Agricole集團之財富管理事業及其相關子公司或實體，即CA Indosuez (Switzerland) SA、CA Indosuez Wealth (Europe)、CFM Indosuez Wealth 及其各自的子公司、分支機構和代表處之控股公司，無論位於何處，均以 Indosuez Wealth Management（東方匯理財富管理）單一品牌之名經營。每個子公司、其各自的子公司、分支機構和代表處，以及每個其他 Indosuez Wealth Management（東方匯理財富管理）實體單獨稱為“實體”（Entity），而統稱為“實體集團”（Entities）。

實體集團或其股東、及股東、子公司，以及更廣泛地來說，Crédit Agricole SA集團（「集團」）旗下的公司，以及其各自企業管理首長、高階管理人員或員工得以個人、或以第三方的名義或代表第三方，從事本冊子所述的金融商品交易，持有與這些金融商品有關之發行人或擔保人的其他金融商品，或者得為或接受這些實體集團提供或者尋求提供證券服務、金融服務、或任何其他類型的服務。在實體和/或Indosuez Group實體，擔任本冊子所提及的某些產品和服務的顧問兼/或經理、行政人員、分銷商或承銷商，或執行實體和/或Indosuez Group擁有或可能具有直接或間接利益的其他服務情況下，閣下的實體應優先考慮投資者的利益。

考慮到您的原籍國，居住國、或與您相關的任何其他國家/地區的法律，某些投資、產品、和服務，包括託管，可能會受到法律和法規約束，或者可能無法不受限制地在全球提供。特別地，本冊子所介紹的產品或服務不適用於美利堅合眾國及加拿大居民。實體集團得依據適用法律和法規並受許可約束，以其契約條件和價格提供產品和服務。產品和服務得隨時修改或撤銷，恕不另行通知。

請與您的客戶經理聯絡以取得更多資訊。

根據適用法規，每一實體均可提供本冊子：

- 在法國：本刊物由CA Indosuez發行，該機構乃具有資本額584,325,015歐元之上市有限公司及為信貸機構和保險經紀公司，在法國的French Register of Insurance Intermediaries註冊，編號：07 004 759，並在法國巴黎 Paris Trade and Companies Register註冊，編號：572 171 635，註冊辦事處地址：17 rue du docteur Lancereaux 75008 Paris, France。其監管機構為Prudential Control and Resolution Authority及 Autorité des Marchés Financier。
- 在盧森堡：本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) 發行，根據盧森堡法律成立的有限公司 (société anonyme)，股本為415,000,000歐元，註冊辦事處位於：39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg，註冊於Luxembourg Companies Register，B號：B91.986，是經授權的信貸機構，成立於盧森堡並受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。
- 在西班牙：本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana發行，受Banco de Espana (www.bde.es) 及Spanish National Securities Market Commission (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es) 監管，是CA Indosuez Wealth (Europe) 的分支機構，是一家信貸機構正式在盧森堡註冊並受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。地址：Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spain)，註冊於Banco de Espana 編號：1545。在Madrid Trade and Companies Register註冊，編號：T 30.176,F 1,S 8, H M-543170, CIF (公司稅號)：W-0182904-C。

- 在比利時：本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) 比利時分公司分發，地址：120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Brussels, Belgium，註冊於Brussels Companies Register，編號：0534 752 288，並加入Banque-Carrefour des Entreprises (比利時公司數據庫)，增值稅編號：0534.752.288 (RPM Brussels)，是CA Indosuez Wealth (Europe) 的分支機構，註冊地址：39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg，註冊於Luxembourg Companies Register，編號：B91.986，是在盧森堡成立的一家授權信貸機構，受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。
- 在意大利：該手冊由位於意大利米蘭 Piazza Cavour 2 的意大利分行 CA Indosuez Wealth (歐洲) 分發，該分行在銀行註冊號 8097，米蘭、蒙扎布里安扎和洛迪商業登記處的稅號和註冊號。97902220157。
- 在歐盟區內：根據Free Provision of Services，本冊子可由獲得授權的Indosuez Wealth Management的實體集團分發。
- 在摩納哥：本冊子由CFM Indosuez Wealth分發，地址：11, Boulevard Albert 1^{er} - 98000 Monaco，在Monaco Trade and Industry Register註冊，編號：56500341，認證：EC/2012-08。
- 在瑞士：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA分發，地址：Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva以及由CA Indosuez Finanziaria SA分發，地址：Via F. Pelli 3, 6900 Lugano以及由其瑞士分公司及/或代理處。根據Swiss Bankers Association (SBA) 命令有關瑞士法律所定義的財務分析獨立性之意涵，本冊子構成行銷材料，但不構成財務分析產品。因此，這些命令不適用於本冊子。
- 在香港特別行政區：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA之Hong Kong分公司分發，地址：金鐘道88號太古廣場29層，本冊子中所載任何資訊，均不構成投資建議。本冊子未提交至香港證券及期貨事務監察委員會 (SFC) 或者香港的任何其他監管機構。本冊子及本冊子所提及的產品，未經過香港證券及期貨事務監察委員會核准，根據有關證券和期貨合約法令的第103、104、104A或105條款 (第571章) (SFO)。本冊子僅可分發給專業投資者 (按SFO以及《證券及期貨 (專業投資者) 規則 (第571D章)》中所定義)。
- 在新加坡：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch分發，地址：168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapore 068912。在新加坡，本冊子根據新加坡金融管理局的《指引No. FAA-G07》，僅針對被視為高淨值資產人士，或者根據新加坡法《證券暨期貨法》第289章，僅針對特許投資者、機構投資者或專家投資者。如有關於本“冊子”的任何疑問，新加坡的收件人可以聯繫CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch。
- 在迪拜：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, 迪拜代表處分發，地址：The Maze Tower – Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O.Box 9423 United Arab Emirates。CA Indosuez (Switzerland) SA 通過其阿聯酋代表處，經營阿聯酋業務，並接受阿聯酋央行監管。根據阿聯酋現行相關法律法規，CA Indosuez (Switzerland) SA 的代表處不得經營銀行業務。該代表處僅可行銷和推廣CA Indosuez (Switzerland) SA的活動和產品。本冊子不構成對於特定人士或一般公眾的要約，亦不構成對於提交要約的邀請。其在私人基礎上分發，未經阿聯酋中央銀行或阿聯酋的其他監管機構審閱或批准。
- 在阿布達比：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, 阿布達比代表處，Zayed - The 1st Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O.Box 44836 Abu Dhabi, United Arab Emirates。CA Indosuez (Switzerland) SA 通過其阿聯酋代表處，經營阿聯酋業務，並接受阿聯酋央行監管。根據阿聯酋現行相關法律法規，CA Indosuez (Switzerland) SA 的代表處不得經營銀行業務。該代表處僅可行銷和推廣CA Indosuez (Switzerland) SA的活動和產品。本冊子不構成對於特定人士或一般公眾的要約，亦不構成對於提交要約的邀請。其在非公開基礎上分發，未經阿聯酋中央銀行或阿聯酋的其他監管機構審閱或批准。
- 其他國家：其他國家的法律法規也可能限制本出版物的分發。擁有本出版物的人必須了解任何法律限制並遵守它們。

未經貴銀行事先同意，本冊子不得以任何形式，全部或部分影印或複製或分發。

© 2022, CA Indosuez (Switzerland) SA/版權所有。

照片來源：iStock。

2022年3月22日編輯。

