

GLOBAL OUTLOOK 2023

全球化的終結？



• 全球化的終結?

Global Outlook 2023

• 概要

01• 編輯寄語	4
全球化的終結?	
02• 關鍵訊息	6
03• 聚焦	8
邊界再現	9
供應鏈的區域化——是虛構還是現實?	13
新興市場：貿易去全球化或者是發展國內市場和服務?	17
我們是否邁向儲蓄和政府融資地的遷移?	22
全球化是否給予內資股機會?	27
我們是否見到主權風險溢價和貨幣分歧的重新出現?	31
04• 宏觀經濟	34
全球增長乏力，政策分歧加劇	35
05• 配置：2023 情景	40
對主要資產類別的影響	41
06• 全球覆蓋	44
07• 附錄	46
免責聲明	48

市場推廣產品

01

編輯寄語

全球化的終結？

去全球化 (de-globalisation) 的思潮是否已成為主流？去全球化的思維，如同所有時髦敘事一樣，來被視為冒失之武斷之險，使我們拋棄理性思考而進入政治口號的領域。

因為這正是所謂綱領性思維的溫床：起源於反全球化運動的計畫，鼓吹逐漸廢除或重新建構全球化，因為全球化對於不平等、環保、或國家財政和貨幣主權造成影響而備受爭議。

這一概念起初與激進主義的內涵相同，從2016年以來成為經濟和政治辯論的主要部分，而自COVID-19大流行以來這一現象受到進一步闡述。英國成功脫歐 (Brexit) 和Donald Trump當選總統都反映出中產階級以革命形式對抗由此前毫無節制接受去工業化 (deindustrialisation) 的傳統精英、發起者、和行動參與者所實行的全球化。

這些政治激變可能是精英階層日益接受去全球化理念的轉捩點。這也相當合情合理：由美國在1990年代所渴望和發起的全球化不再對自身有利，局勢從而為之改變。簡而言之，在華盛頓或Davos的會議談論去全球化，就是在明知故問美國領導地位的喪失和中國的崛起。

如果全球化對於社會所造成的影響會破壞我們的政治制度並挑戰當權者，那麼重新考慮這種複雜平衡關係中的各項因素將是當務之急。目前處於危險境地的是，西方國家中工業模式的維持以及溫和自由民主制度的存續，這民主制度自一個多世紀，尤其是自1945年以來，主要是以中產階級的出現為其基礎。政治兩極分化的觀察結果、傳統溫和政黨影響力的喪失、以及他們的候選人很容易因被貼上「民粹主義」標籤而遭瓦解，導致我們質疑全球化、財富分配、和政治模式之間的聯動性。

依照Carmen Reinhart的說法，COVID-19大流行給「如同在全球化的棺材上打下最後一根釘子」（2020年5月21日）。從今以後，在面對暴露我們的依賴性和脆弱性的大流行疫情之際，正是該進行戰略性自主的時期。以前主要國際集團所倡導的生產鏈和供應鏈的全球化，已經轉變成某種形式的陷阱；因此，去全球化已侵入董事會會議室，引發各種口號和方案作為回應（近岸外包、友岸外包¹），干犯以此依賴替換彼依賴的風險。

但真正致命的一擊是烏克蘭戰爭爆發，切確地終結了幸福的全球化或和平的後冷戰世界的思維。該衝突促發地緣政治上影響重大的裂口，並增強歐洲減少對俄羅斯能源依賴的緊迫感，同時也提高各國軍事自主能力。自相矛盾的是，歐洲在短期內將不得不向更遙遠的國外購買天然氣，同時加速其國內的能源轉型。環保考慮（部分源自1999年發生在西雅圖的第一次反WTO（世界貿易組織）運動）是辯論的核心：生產可再生能源而非進口天然氣，回收而非繼續進口用玩即拋棄的產品。即使每個人都知道，對一種事物的依賴往往會導致對另一種事物的依賴，而且我們能源組合的電氣化依賴其他進口的原物料。

這場衝突和伴隨而來的制裁似乎將介於政治和經濟之間的優先順序幾乎顛覆了。三十年來，西方生活在外交關係（尤其是與中國的外交關係）是由經濟上的代價關係（利用中國的繁榮，簽約達成出口交易）所決定的世界之中。現在是由政治和地緣政治框架來決定生產和交易的能力。問題在此就變得非常具體：明天我們應該在何處生產產品？

我們可以與誰進行交易？我們要如何將長期地緣政治框架融入工廠選址或選擇合作夥伴的決策之中？我們是否還能像過去投資那樣以全球性規模投資新興市場？貿易、工業、和科技的相互依賴性是否強度過高以致於現在已無法逆轉？西方國家是否同樣依賴於在亞洲和中東所積累的儲蓄？

這種口號在這幾年中，有時候似乎已經成為有些權宜和簡單而令人難以置信的說法：我們已經進入去全球化的階段。貿易占世界GDP的比重下降和生產地遷移即是證明。但與任何被輕易接受的敘述一樣，有偽稱現實的風險。在這種口號或精英們對此日益關注的背後，究竟發生什麼事？

這就是Global Outlook本期的目的：試圖從數個角度來解讀全球化運動的實際程度，全球化運動當然不像我們想像的那麼不可逆轉，而其重新配置不一定會構成徹底的轉變。在我們看來，在經濟、工業、以及金融方面的利害關係已經足夠重要，因此我們專門用以下數頁來討論。

祝您享受閱讀之愉悅。



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer

¹ - 是美國財政部長Janet Yellen所使用的術語，表示承諾與「堅定地遵守一套如何在全球經濟體中運作的規範和價值觀以及如何營運全球經濟制度」的國家合作（或轉移到這些國家）。

02

關鍵訊息

地緣政治框架

- 世界更加支離破碎，國際機構影響力顯著衰落而衝突倍增，突顯地緣政治風險升高。
- 世界上出現新裂痕，中美關係兩極分化的風險增加。
- 投資者和公司的新框架可將國家風險和地緣政治框架妥善地納入其決策。

貿易

- 近年來，趨勢證實貿易在GDP中所占比率下降以及歧視性措施增加。
- 然而，最近的數據也受到COVID-19疫情時期和貿易衰退的影響，這雖不必然反映去全球化，但是反映新興市場服務業的興起。
- 在歐洲所提到的尋求戰略性自主，在中國同樣強烈，中國尋求利用國內生產來替代進口。

價值鏈

- 價值鏈受到COVID-19疫情的擾亂，現在又因受到烏克蘭衝突以及制裁或出口限制而打亂。
- 尋求降低對供應鏈的依賴，但不以去全球化為形式，而是通過重新配置價值鏈的區域。
- 轉變能源模式，以便通過逐步使用可再生能源來替代化石燃料以減輕貿易的份量。
- 這些趨勢導致結構性通脹水平上升和投資回報率降低（庫存增加、生產成本升高）。

公共財政和儲蓄全球化

- 在美國（以養老基金和由出口國融資）、歐洲（以受管制的銀行保險 (bancassurance²) 模式再融資）、和亞洲（中國和印度以其大量國內儲蓄融資）之間可以區分出幾種模式。
- 沒有證據表明在與美國競爭的情勢下，儲蓄有國有化或更有針對性地使用外匯儲備的趨勢。
- 但是，結束量化寬鬆政策引發國家在融資上的依賴性問題。財政政策的可信度和貨幣政策的自主性仍然是國際再融資能力的關鍵指標。

外匯市場

- 美元目前的主導地位比第二次全球化的出現提前40年（1945），而且沒有因為Bretton Woods體系的終止或是中國嶄露頭角成為21世紀的主導力量而有減弱的跡象。
- 然而，貿易的區域化和其他貨幣交易的倍增可能會催生一種由多種貨幣區域 (multiple currency blocks) 構成的世界。
- 美元之失去儲備貨幣地位將破壞金融領域的穩定，並使美國經濟體的失衡付出更高的代價。

全球股票VS國內股票

- 受全球消費增長影響以及將生產離岸外包給新興經濟體為基礎的行業，更容易遭受供應中斷以及生產和運輸成本上升的影響。
- 國內股票也是投資者的選項，用來將自己的投資部位定在受益於目前趨勢上的多樣行業，例如能源轉型和機器人化等，而無需質疑技術領導企業的能力或具有強大定價能力的全球性優質品牌的復原力。

展望2023年

- 全球增長將同樣受到地緣政治和能源緊張局勢的影響，以及通貨膨脹和利率上升對需求所造成的影響。
- 這種設想有高度不確定性，因為：中國復甦滯後，歐洲陷入衰退，但有強大的財政支持，以及美國看似擺脫衰退，但投資和消費皆疲軟。
- 由於重新配置價值鏈和能源轉型的成本，通脹在短期內更加持久，而結構性成分更高。

資產配置

- 從貿易到債務融資問題，包括科技和能源問題，相互依賴性仍然很強，是不平衡的根源。能源、環保、和機器人等主題在這種脈絡下將變得越來越重要。
- 金融宏觀框架從過去十年注重增長和股票投資後，可觀的收益率和債券回報率將得以回歸。
- 由市場整合而得的比較更高的國家風險溢價，並在投資者配置中加強地理上的多元化，包括第三方國家能夠從這種新的能源和地緣政治環境中受益。
- 在投資組合中對中國的權重進行結構性調整，最初由長期趨勢驅動，但同時受到國內經濟挑戰以及政治和地緣政治框架變革的影響。



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer

2 - 銀行業務及保險業務的綜合模式。

03 | 聚焦

全球化不僅限於國際貿易和投資的增大，還具有強而有力的地理維度，反映出遍及世界的統一和邊界的消失。雖然這種地理上統一仍然是歐盟的主要支柱之一，但基本趨勢是邊界的重新出現。

柏林圍牆的倒塌本應開創一個由美國所主導的單極、無國界的世界，美國作為超級大國暗示一個持久的美國強權式普遍穩定和平時期。於1945年建立所國際機構將在冷戰後的十年期間恢復活力。這是建設跨國政治空間的時代，其特點是部分或實質上壓制邊界（歐盟（EU）、北美自由貿易協定（NAFTA³）、南方共同市場（Mercosur⁴）。申根（Schengen）協定於1990年簽署具有劃時代意義，是1993年開放邊界的前奏。美國接著於1992年又與墨西哥和加拿大建立北美自由貿易協定。

民族國家的新定義

邊界可能消失的主題在1990年代被廣泛概念化，尤其是Bertrand Badie（《La fin des territoires》，1995）的論述，他質疑領土是否確實是國家主權的表達。這一概念被重新定義為將商業和科技實力與文化軟實力⁵相結合的光環，而軍事力量主要表現為，在數千公里外的幾個地區同時迅速派遣隊的能力。與此同時，歐洲聯邦制中國家的主權被稀釋，似乎在挑戰傳統民族國家概念的合理性。保衛國家的實際邊界似乎不再是我們將軍的問題，我們的安全措施現在已經以長距離的方式展開：從極端主義的訓練營到資助恐怖主義、以及網絡犯罪等。以奪取領土或保衛邊界為目的而進行的直接對抗為定義的傳統戰爭，已被視為不合潮流。

從那時起，我們曾親身經歷雙重現象：一方面，全球商品和人員流通的強勁增長（各種價值鏈交織在一起、大規模的全球旅遊、經濟移民），以及，另一方面，對於無國界的世界產生質疑。

支持拆除邊界的力量減弱

對邊界提出的第一個挑戰出人意料之外來自那些計劃將其拆除的國家，不是暫停申根（Schengen），就是提議重組或消失。1995年恐怖襲擊期間的法國，或者是2015年面臨移民潮的德國和奧地利，就發生這種情況。地中海移民危機加劇，顯然使歐盟內部和外部邊界問題重新置於歐洲理事會辯論的核心，也成為意大利政治辯論的中心議題，因為該半島擁有歐盟最重要的地中海海岸線。

Donald Trump當選總統和英國2016年的脫歐公投都標誌邊界進一步重新建立，無論其僅僅是政治宣傳（反對墨西哥移民的圍牆）還是完全真實（離開歐盟）。來自歐盟的邊界和移民問題在當時確實是公投辯論的核心。這是首次可以想像離開關稅同盟和單一市場。隨著通貨膨脹和勞動力短缺的重現，英國脫歐是對關閉邊界所產生後果的實際考驗。除這次公投具有英國的特殊性以外，還可能觀察到分裂主義和區域主義的企圖倍增（從蘇格蘭到西班牙Catalonia），這表明邊界的重建也可能是對全球化的文化中認同危機的回應。



1990年代的 全球化： 挑戰

邊界與民族國家

3 - 北美自由貿易協定（NAFTA）：北美自由貿易協定後來以USMCA取代；美國-墨西哥-加拿大協定。

4 - 南方共同市場（Mercosur）：南美國家之間的戰略貿易聯盟：阿根廷、巴西、巴拉圭、烏拉圭。

5 - 軟實力是用於國際關係的一個概念。



即使過去15年來西方國家所有在文化上、政治上、和社會上的緊張局勢都「不能歸咎於全球化」(Paul Krugman) (由於科技革命也是造成不平等擴大的原因)，但顯然國家外部邊界的侵蝕伴隨著內部邊界的(重新)誕生。二元論者(Dualist)的概念以成倍增加來表示這種現象的特性：勞動力市場的《圈內人vs局外人》(Lindbeck / Snower, 1985)，以及以認同和政治為基礎的《任何地方vs某個地方》(David Goodhart, *The Road to Somewhere*, 2017)，這也在《La France périphérique》(Christophe Guilluy, 2014)和在《L'archipel français》(Jérôme Fourquet, 2019)之中有所描述。由於這種內部兩極分化伴隨著對於全球化(和科技進步)造成利益分配不均的日益認識，重建外部邊界的論述懷有重建國家統一的希望，在邏輯上引發顯著的政治共鳴。而按照逐漸削弱跨國政治組織、多邊主義、和國際合作的合理想法、甚至參與任何集體安全的合理想法，在地緣政治競技場上並非沒有後果。

從流動性 (FLUIDITY) 到安全性

這場大流行疫情顛覆我們自1990年代以來對於邊界的概念，也就是從一領土到另一領土的穿越標誌，這種穿越大致上是流暢和快捷。對大流行疫情的第一次反應顯示我們在後1989年的概念化以及邊界的兩極分化和政治化的影響力：一方面，以關閉邊界來保護自己的全體居民的想法將是危險的；另一方面，風險總是來自外部的想法。法國和其他歐盟國家最初在大流行疫情爆發時拒絕關閉邊境。然而，以保障人民健康為理由來正當化這種行為的想法很快就成為標準，特別是鑑於中國、美國、和英國所採取的措施。因此，在這方面顯然有事前及事後關係，而在面對外部威脅時關閉邊界的想法可能會重複。經濟的後果當然顯著，對某些國家造成供應鏈中斷和勞動力短缺。

網絡安全已成為保護國家數字領土的一種新方式，在那種情況下挑戰既是防範對國家的攻擊，也是保護其行政機關和該國的企業。2022年十月對法國的一家醫院的網絡攻擊顯示，攻擊清單列出的可能目標不僅限於政府和公司。這可能是西方大國的核心問題：維護主權和安全的空間使其免受破壞，其週界不限於領土內的行動參與者。同時，數據自由流通的障礙正在出現，尤其是在希望利用控制信息來維持社會控制的非民主政權。因此，在1990年代互聯網的全球化最終導致一種比表面上更加分散和受到控制的格局。

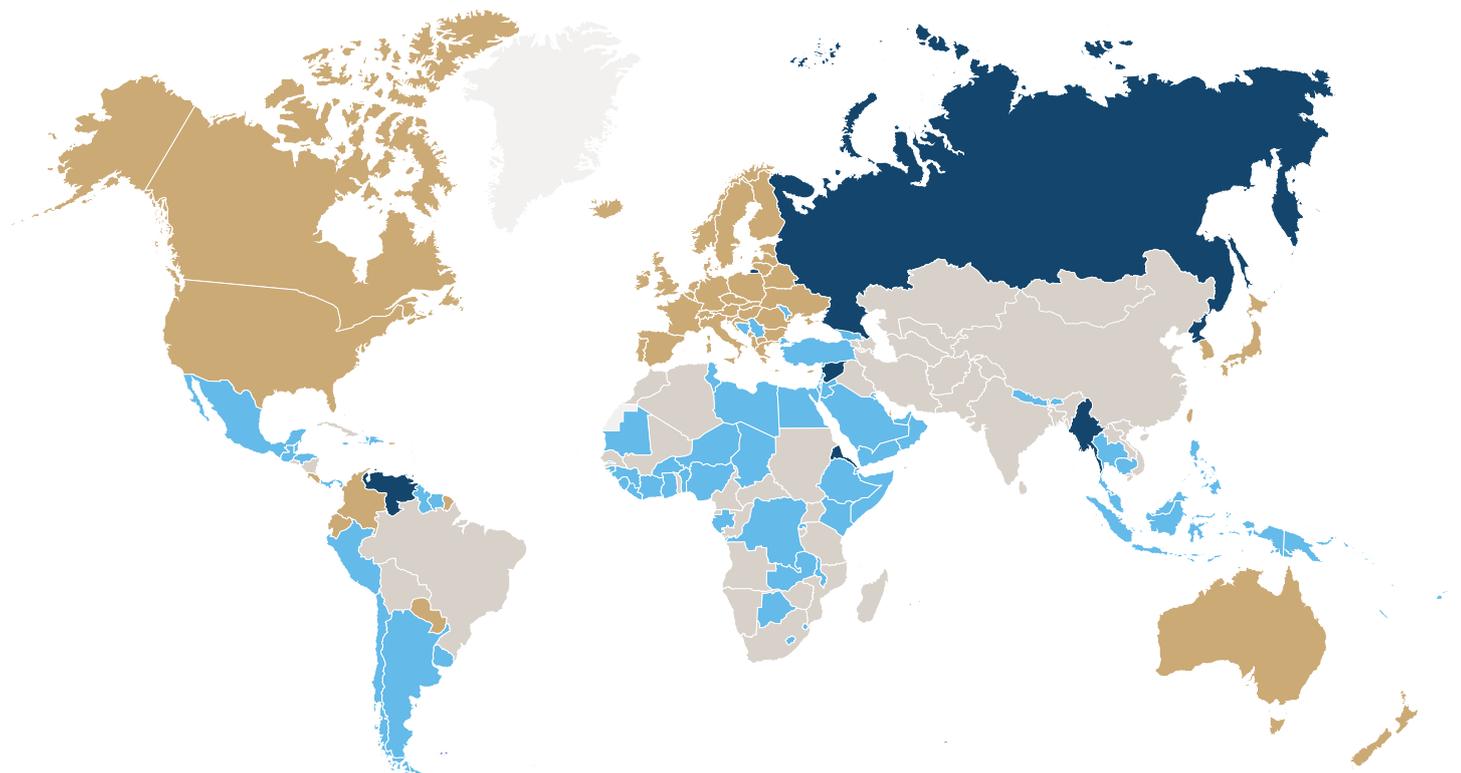
和平紅利的終結

衝突重新發生在歐洲中心標示出邊界重建的新階段（圖1）。一方面，因為這場衝突相當大程度提高了東歐國家在歐盟和北約邊界內外的危險性。另一方面，因為俄羅斯尋求維護其勢力的領土設想，試圖恢復到蘇聯時期的邊界或勢力範圍。某些地緣政治家因此想知道是否有可能回歸「Westphalian」秩序（由管理競爭大國之間的平衡而組成，而非夢想和平）。

圖1：當代世界的新分界線

2022年3月7日所有國家對俄羅斯入侵烏克蘭的反應：

● 譴責帶回應 ● 譴責未帶回應 ● 未譴責 ● 支持



來源：Geopolitical Studies Group、東方匯理財富管理。

這個時代也標誌著軍事預算在經歷下降數十年之後重新提高；因此，邊界的重建改變了許多國家內的資源分配。這是和平紅利的終結；如果世界主要國家必須將其3%的GDP或更高用於國防或對烏克蘭的援助，該同額的資金沒有分配給創新或教育領域的投資者，長此以往可能會影響我們的潛在增長。

這種競爭也導致建立科技邊界（半導體）以及變更外國股東准入規則（中國公司在美國上市）。中美競爭仍將是新世紀的地緣政治背景，但後者並不限制這種所謂的兩極化，此兩極化不涵蓋全世界。

邊境重建的最新觸發因素是與氣候變遷的鬥爭，這引起對持續遷移的質疑，現在認為這種遷移造成環保的成本更高也更危險。在自由貿易議程實施幾十年之後，歐洲正在改變其基調和在邊境徵收碳稅的構想（無論是否有效）標示出一個轉捩點。

總之，當今世界展示了各式各樣的新邊界，這些邊界可以交叉重疊，並且趨向成倍增長：能源、貿易、資本、科技、和地緣政治等。往往會產生更加支離破碎、不易辨識、和更少流動的世界，蘊含難以預測且可能充滿後果的劃時代運動。這張新的世界地圖將對未來幾年國際投資的方式具有決定性影響，並標示國家風險重再現。具體而言，試圖將價值鏈遷移到中國以外必須考慮到某些國家（視為替代中國）的未來及其未來的地緣政治定位。

新的劃時代的潛在輿論基礎

這一時期也標誌著世界出現新的分界線。拒絕投票支持對俄羅斯行使制裁的國家名單包括部分受不結盟傳統啟發的國家（如印度），和部分滿足於繼續與俄羅斯進行貿易並購買西方不再購買的石油。中東問題（與西方和中國遠非等距）今天一方面在美國和歐洲之間進行激烈的辯論和爭議，彼此正在尋求恢復受損的關係，而另一方面，中國是該地區的主要合作夥伴。

更有可能的是，中國和中東國家一樣，尋求與美國、俄羅斯、和中東保持等距關係，而從未邁向事實上（de facto）戰爭中的盟國角色⁶。中國曾經大幅增加購買俄羅斯的能源，但目前沒有進行任何軍事合作。結果，西方正試圖劃出一條不可逾越的界限，一種局部分隔中國與俄羅斯關係的形式。在這種新背景下，中國試圖說服世界放棄新的冷戰言辭，並試圖將日益升高的外交緊張局面歸咎於美國，同時聲稱自己是居於主導地位的區域性大國。



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer



新的 地緣政治

裂痕在2022年加劇

6 - 與共同敵人發生衝突的各個國家，無論各國是否相互結盟。

供應鏈的區域化——是虛構還是現實？

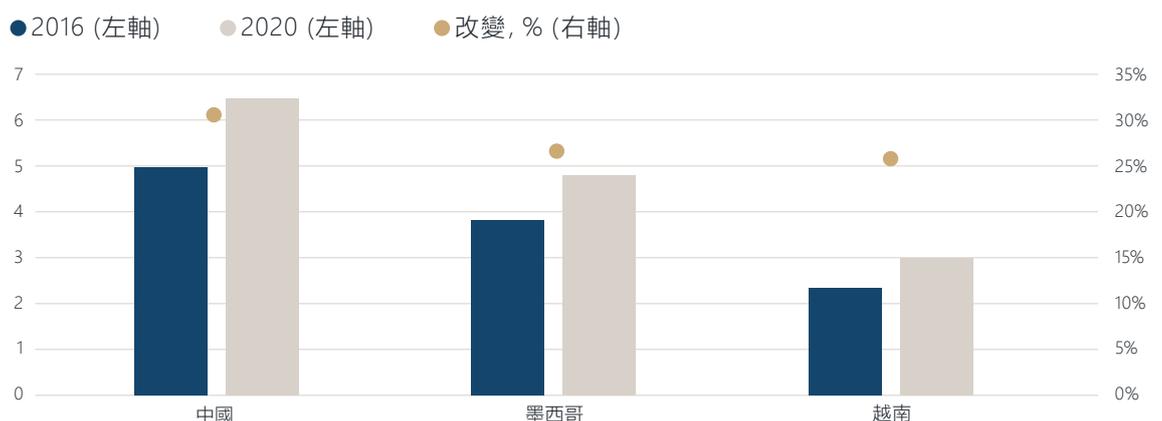
跨國公司的貿易活動由於烏克蘭戰爭及大流行疫情受到干擾，重新引發關於全球價值鏈（GVCs）和離岸外包風險的辯論。各數據迄今為止不支持提高區域化的程度，但由於要達到減碳（decarbonisation）目標，對於某些策略性行業及一般情形下，幫助產業取得比較更區域性足跡的需要將提高。

區域性是否為新的全球性？

經濟合作暨發展組織（OECD）將區域化或近岸外包描述為遷移以前離岸外包的活動的決定不必然遷回到公司的母國，而是到鄰國。企業界原希望降低成本和提高生產效率而大規模離岸外包，多年之後，卻越來越尋求更多樣化的採購策略，並考慮更多的選項來建構生產流程。供應鏈經理考慮到環境不斷地變化，由於：

- 製造商在大流行疫情和烏克蘭戰爭期間經歷嚴重的供應限制，需要提高供應鏈的穩健性。
- 結構改變，處於這種情況消費者已變為更像是製造業價值鏈中的驅動力，要求訂製產品，並要求生產更鄰近和更靈活。
- 物流成本增加，尤其是在可持續性標準和必須考量更好的工作條件和更低的碳足跡的情況下。
- 新科技的發展，機器人取代低成本/熟練勞動力的程度升高，使區域性價值鏈更有吸引力。McKinsey估計，在2030年之前，自動化、人工智能、和增材製造（additive manufacturing）可能會減少全球商品貿易達10%。
- 製造業的勞動力成本在中國、墨西哥、和越南每小時增加約30%（圖2）。然而，與美國的同業相比仍然低75%。
- 最後，國家安全問題涉及戰略物資的供應，無論是在科技還是醫療保健方面。

圖2：製造業每小時人工成本, 美元



來源: Statista、東方匯理財富管理。

區域化是介於全球化和離岸外包之間的一種中間人解決方案，允許製造商降低與全球化相關的既已升高的風險，同時在其價值鏈中保持某程度的多樣化，並提升與最終客戶的接近程度。

區域化: 事實及數據

涉及衡量區域化進展，特別是在次於國家層級，其數據非常有限。總體上，儘管區域化的利害關係顯著升高，但區域化增加的證據迄今為止實屬有限。

美國製造業進口幾乎未曾有放緩跡象

在美國，儘管Obama和Trump政府採取多項政策行動來加強美國國內製造業，但事實顯示情況並非如期望。製造業進口占美國製造業總產出的百分率從2000年代初的37%上升到大流疫情行前到達54%。

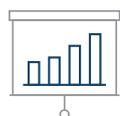
商業距離

根據DHL全球連通性指數顯示，貿易流量自2004年以來一直向更長遠的距離延伸，儘管在2012年至2018年期間曾出現暫停（圖3）。

在亞洲以外，區域內貿易在過去十年期間未曾有顯著增加

貿易數據提供世界四大主要區域內的區域交流增加的概覽，我們可以觀察到（圖4, 頁15）：

- 歐元區成員國和《美國-墨西哥-加拿大協定》(USMCA⁷) 成員國之間的商品區域整合程度最高，即使自2000年代初以來兩者都經歷過下降的趨勢，僅在全球金融危機之後略有回升。
- 亞太地區的區域貿易增長最為強勁，並且在2019年簽署《區域全面經濟夥伴關係協定》(RCEP⁸) 貿易協定之前就已經有增長。而且，由於這些經濟體的增長以及對富裕國家需求的依賴程度降低，貿易已經有所增加。
- 最後，區域化似乎未能使南方共同市場(Mercosur) 取得成效。



亞太地區
內的區域貿易最為強勁

圖3：商品貿易所穿越的平均距離，公里



來源：DHL全球連通性指數、東方匯理財富管理。

7 - USMCA, 《美國-墨西哥-加拿大協定》(USMCA), 又稱北美自由貿易協定 (NAFTA)。

8 - RCEP: 《區域全面經濟夥伴關係協定》, 太平洋周邊十五個國家之間的自由貿易協定: 文萊、柬埔寨、印度尼西亞、老撾、馬來西亞、緬甸、菲律賓、新加坡、泰國、越南、澳大利亞、中國、日本、韓國、新西蘭。

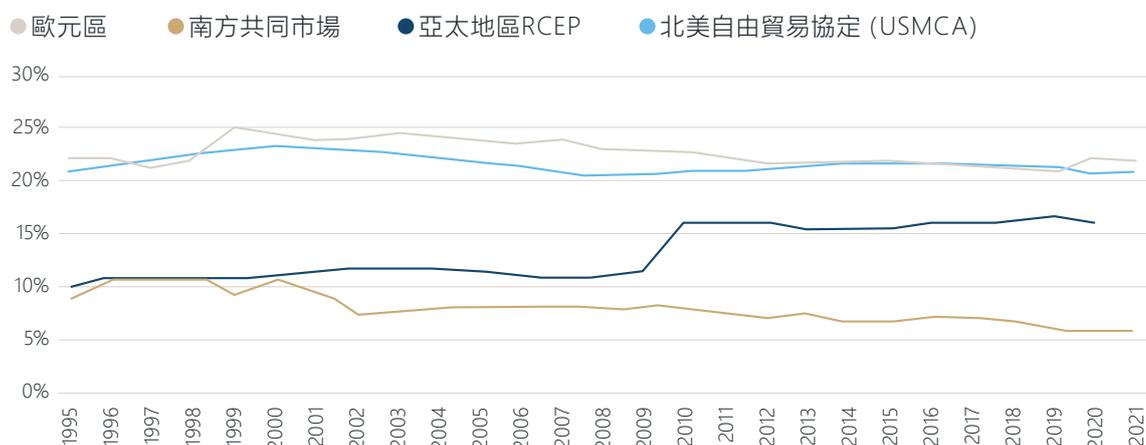
然而，這些區域之內的商品貿易穩健增長，但區域內貿易的增長始終低於該區域的總貿易增長。從2000年到2021年期間，歐元區的區域內貿易增長達137%，對比貿易總額的增長163%；USMCA國家的增長達112%，對比貿易總額137%；RCEP成員國增長347%，對比貿易總額430%；Mercosur增長15%，對比貿易總額296%。同時，美國和德國與中國之間的貿易增長十倍（儘管自2018年以來已經減弱）。最後，必須指出，這些趨勢完全與貨物貿易的開放有關；服務貿易占GDP的比率顯著增加。根據2020 McKinsey報告，在貿易商品中的汽車、化學品、以及食品和飲料產品等，通常是從區域合作夥伴進口的；相較之下，在航空航天、醫療設備、和藥品類別中的商品更有可能經由長途貿易。

到目前為止，大流行疫情尚未形成所預料的區域化刺激因素

據哈佛商業評論（Harvard Business Review⁹）報導，由於亞洲為滿足需求而出口增加，大流行疫情實際上促使長途貿易增加。另外，國際貨幣基金組織（IMF）觀察到亞洲工廠的出產在歐洲和美國的市場所占比率有所增加。據研究人員表示，這可能與下列因素有關聯：

- 貿易全球化促進製造業專業化及規模經濟，使得某些亞洲公司在在大流行疫情期間增加出口。重新配置供應鏈需要耗時實施。根據國際貨幣基金組織的數據，以歷史標準衡量，亞洲工廠在2020年年中的市場占有率增長幅度巨大且迅速，但似乎也迅速逆轉。
- 在短期內增加存貨是更方便的解決方案。公司可能傾向於增加存貨水平和原物料的雙重採購，而非區域化供應鏈及重新遷移生產地。據高盛的一項對製造業分析（2022），公司的目標是存貨周轉率，平均比大流行疫情之前高出約5%。
- 烏克蘭戰爭的許多後果有利於長途貿易發展。譬如，歐洲正從更遠地區增加進口能源來減少對俄羅斯能源的依賴。同時，俄羅斯與亞洲之間的貿易比與歐洲的貿易增加許多，即使距離更遠。

圖4：內部商品貿易的演進，占貿易總額的百分比



來源：聯合國商品貿易統計數據（COMTRADE）、東方匯理財富管理。

9 - Harvard Business review (May 2022) Trade Regionalization: More Hype Than Reality? (譯：貿易區域化：誇誇其談多於實際作為?)。



這次有何不同？

區域化並非一體適用的現象，許多低成本產品和長價值鏈將保留下來；特別是因為專業化程度的提高。此外，如OECD所指出，區域化並非零和博弈，近岸外包和離岸外包在這種敏捷環境中是可以兼容而且有其必要。大流行疫情之後，很明顯僅靠國內生產並不能保障供應鏈的穩固。但，對於製藥和半導體而言，基於戰略性考量，變革將不可避免。

最後，減碳在區域化/去全球化趨勢中的作用將是漸進的，但無可避免。漸進是因為對可再生能源的投資屬於長期發展軌跡（就核能而言甚至更為長期），但最終將有可能以國內能源替代化石能源進口。減碳是重大的全球性協調問題。建立邊境關稅調整機制可能是必要的，以防碳滲入監管較鬆散的生產制度；這可能擔當起推動更大程度歐洲區域化的作用，儘管其實際應用仍然很複雜。



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

新興市場：貿易去全球化 或者是發展國內市場和服務？

後冷戰時期的超全球化（hyper-globalisation）因其在價值鏈中所起的作用而成為新興市場國家的重要增長因素。這場大流行疫情導致新興經濟體對全球貿易的敏感性重新成為人們所關注的焦點。貿易互動相對減弱以及對全球化好處的疑慮不斷升高，可能會迫使某些新興市場重新考慮其經濟體中所占相當大的比率。



37%

中國貿易占GDP
的比率
(對比2007
年的67%)

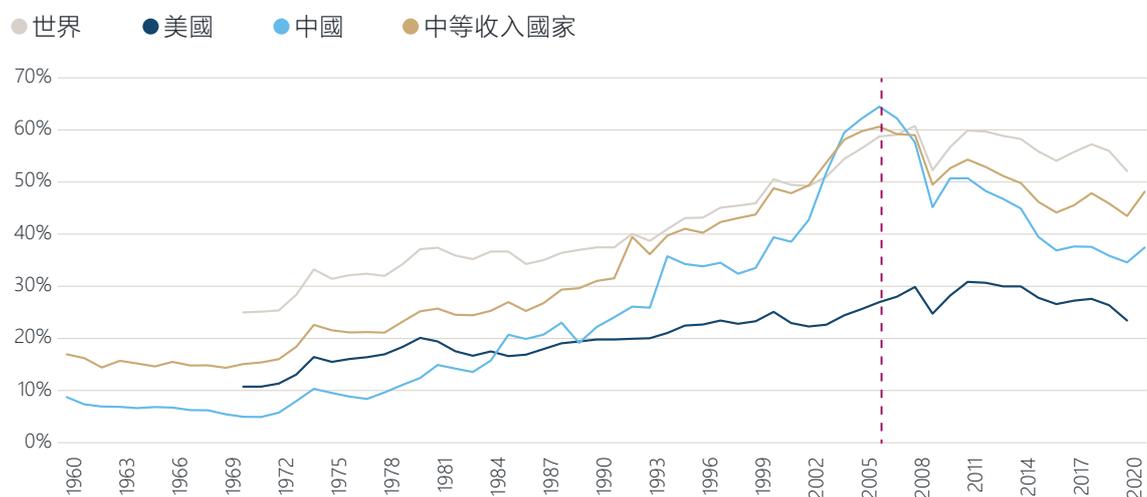
自2008年以來世界貿易日益衰落

貿易在1970年及2007年之間，占世界GDP的比率增加了一倍多，從初期的20%上升到金融危機發生前夕的60%。交通運輸基礎設施的發展以及促成世界貿易組織（WTO）的烏拉圭回合談判的成果等，尤其促進貿易加速。這一新框架奠定削減關稅浪潮的基礎（從1990年代初的平均8.5%降至2017年的2.5%¹⁰），其後果之一就是國際貿易增加。

但貿易自2008年以來占全球財富的比率似乎已趨於停滯。中等收入國家是那些貿易占GDP比率下降幅度最大的國家（包括中國，從2007年的62%下降到GDP的37%，圖5），而他們在世界財富中的權重卻增加（中國現在占世界GDP之18.5%，對比在2007年為11%）。

有幾項論述可以用來解釋這種趨勢。首先，以中國為例，提高生活水平的結果體現出國內市場和服務的發展。

圖5：貿易相對於GDP比重的下降，%



來源：世界銀行、經濟合作暨發展組織（OECD）、東方匯理財富管理。

10 - In focus - Trade protectionism and the global outlook (譯：焦點——貿易保護主義和全球前景)，英格蘭銀行，2019年十一月。

其次，在過去的十年期間，曾經從分割生產 (fragmented production) 的世界轉變成垂直整合程度更高的新系統，越來越多的零部件被進口到新興經濟體，特別是亞洲，用於組裝然後再出口，其中某些以前進口的產品被當地生產所取代。例如，中國進口零部件的比率已經下降 (Shafaeddin, 2014)，縮小中國進出口中附加價值的比率之間的差距 (Kee和Tang, 2014)。這種轉變已經導致供應鏈擴張衰退，改變增長與貿易之間的關係，一份世界銀行報告¹¹更廣泛討論此一現象，指出貿易對增長的長期彈性從2001至2007年期間的1.5下降到隨後五年期間的少於1。

第三，成本的競爭力下降，加上新興國家工資上漲，以及在2008年後（貿易密集型）投資在GDP中所占比率下降，也是世界貿易的逆風。最近，與戰略性自主需要相聯動的國家優先 (national preference) 的重新出現，已經導

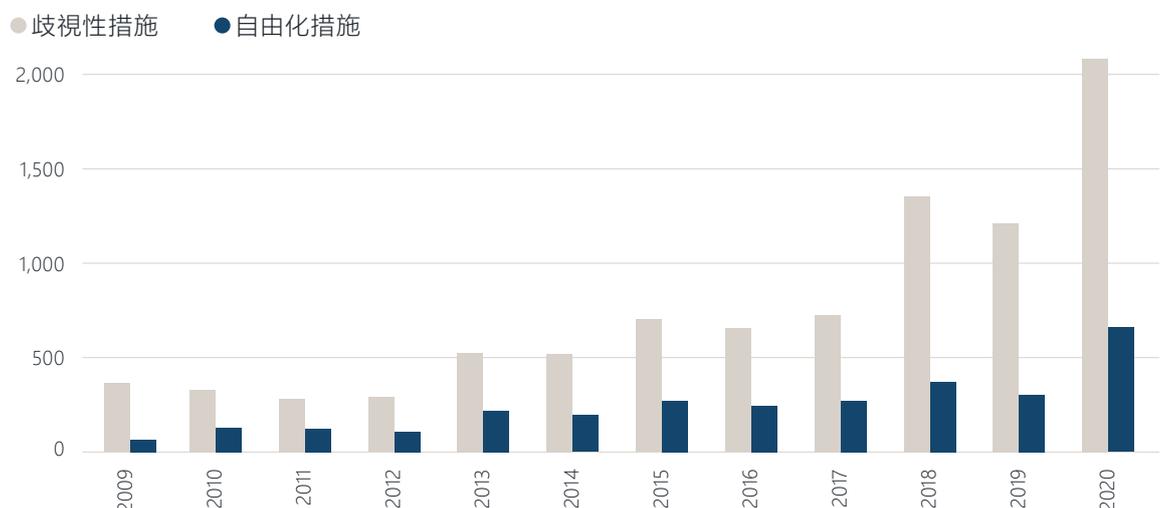
致關稅和歧視性措施的數量增加 (圖6)，從而重新權衡一方面是進口及另一方面是國內生產兩者之間的優劣，通常青睞後者。在2018年年中（美國開始徵收新進口稅）至2019年年中期間，美國進口中國產品口下降近25%（儘管應該指出，下降的部分原因是由於2018年期間美國金融狀況收緊導致相關的需求下降），而對其他亞洲經濟體的轉移有限。

尋找服務業中的增長動力

新興市場的公共經濟政策長期以來一直朝向貿易開放（引進經濟特區、補貼出口導向型製造業）和發展製造業。

但，新的環境迫使某些國家重新平衡其增長組合。造成機器人化和減少對廉價勞動力需求後果的科技革命正在重新洗牌。新興國家將不再能僅僅依賴國際貿易來繼續追趕發達經濟體。

圖6：歧視性措施數量升高



來源：全球貿易警戒 (Global Trade Alert)、國際可持續發展研究所 (IISD)、東方匯理財富管理。

11 - C. Constantinescu, A. Mattoo, M. Ruta, 2015, *The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural* (譯：全球貿易衰退：週期性或結構性)。

專注於以升級實體基礎設施來加速第五代科技、人工智能、和機器人科技發展的國家將於日後立於最佳位置。因此，中國在其第十四次五年規劃中所採取的途徑是加快對這些生產率收益最高領域的投資¹²。

新興市場的政府還必須考慮改善全體居民的生活條件：McKinsey在2005年指出，服務業在國家總收入中的比例與人均GDP（購買力平價）之間有準線性關係 (quasi-linear relationship)。

減貧、提高銀行的滲透率、和互聯網准入，與能夠使新興市場從中受益的科技轉讓相結合，為服務業創造出新的機遇 (圖7)。當新興市場人口結構變得越來越不利之際，這些可以為比較更高度可持續性經濟增長奠定基礎，這表示增長將不得不日益依賴於提高生產力。應該指出的是，在服務業中，機會收益最好的子行業並不是創造最多就業機會的行業，因此需要更全面的政府政策（教育、社會服務、再分配等）將全體居民納入國內經濟轉型。

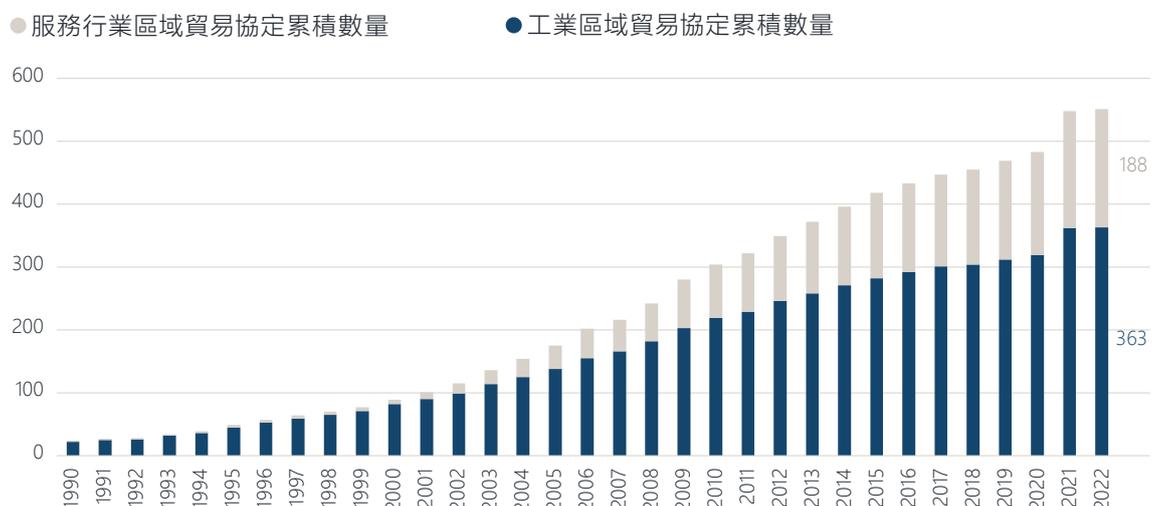
從投資者的角度來看，這種向服務業轉變的行動間接改變新興市場股票指數的行業組合。2009年，能源和原物料行業的綜合權重占MSCI新興市場指數的三分之一，但此後大幅下降，有利於非必需消費品和科技行業，後者的綜合權重增加一倍（目前為33%）。

邁向新的經濟合作

國際貿易結構的改變也發揮作用。這些與對全球化的更全面性質疑有聯動關係，因大流行疫情而變得更加尖銳，可以在以下方面找到：

- 缺乏政治意願，例如：杜哈回合 (Doha Round) 談判未能促使最不發達國家融入世界貿易。
- Trump總統領導下的美國貿易政策（「美國優先」）削弱世貿組織的權力並改變多邊協議（例如：將北美自由貿易協定削弱成為USMCA），同時公開指責中國傾銷和盜竊知識產權。
- 擁有經濟自主權以避免供應瓶頸 (COVID-19疫情效應和俄烏戰爭) 的意願。

圖7：跨區域間貿易協定通告數量增多，特別是服務業



來源：WTO、RTA-IS、東方匯理財富管理。

12 - At Your Service? The Promise of Services-Led Development (譯：聽候吩咐？服務主導發展的承諾)，世界銀行，2021。



RCEP
占全球
之30%

作為對這純粹以「西方為中心」的貿易組織的回應，各新興經濟體已建力區域性的新自由貿易集團（於1991年成立南方共同市場（Mercosur），於1992年成立南部非洲發展共同體（SADC））。從那時起，這些協定隨著非洲大陸自由貿易區（African Continental Free Trade Area）於2018年建立和區域和全球經濟夥伴關係（Regional and Global Economic Partnership, RCEP）於2022年生效而加速，該夥伴關係匯集世界30%的國內生產總值和23億居民（圖8, 頁21）。

這末項協議之目的在減少徵收成員國之間90%的關稅以及簡化供應鏈，還涵蓋服務業、電信、投資、和知識產權等。從這個角度來看，這趨勢因此更傾向於重組貿易流（南與南（South-South）之間流量的比率越來越大），而非單純中止國家之間的貿易關係。

造成什麼影響？

最近的危機迫使新興市場轉成內向以保護其國家利益（印度於2022年減少小麥出口，俄羅斯原物料重新轉向亞洲出口以逃避西方制裁）。全球化因此演變為經濟、政治、和社會等利益的區域化。結果我們目睹了以美國、歐洲、和中國-亞洲為中心的三大貿易集團的形成，每個貿易集團的目標都是轉移敏感行業（科技、醫療保健、和國防）並偏愛跨境貿易，而原物料價格和運費飆升使之加劇。

這也反映出輸入性通貨緊縮的結束。新興經濟體曾是世界生產工廠，正逐步轉向生產上述高附加值的產品。以「中國製造2025」和「中國標準2035」計劃為例，就足以說明這種經濟上的轉變。新計劃的目標是減少對先進科技的依賴，以便成為專注於高附加值生產的經濟強國，促進內部增長，並參與制訂新一代科技的國際標準。其靈感以日本、韓國、以及台灣，以其為榜樣。中國當局希望在2020年之前達到製造40%的電子元件，然後在2025年之前達到70%，並在農業設備、高科技設備、和電動汽車等10項關鍵領域領先世界。

結論：新的貿易組織

因此，我們不能清楚說明貿易的去全球化（名義上，國家之間貨物的交換甚至繼續增長），而是說明：i) 中國在國際貿易中的新角色和 ii) 重新定義貿易的條款（例如，與保護主義抬頭的關聯），從而產生一種以區域性國內消費方法和以新興經濟體的鄰近性為基礎的新貿易組織。

氣候轉型問題將是決定未來貿易互動的關鍵：增加其所需要的投資（國家之間產生更多的貿易）應該是一項支持因素，而新的制約因素（碳定價、增加與氣候破壞相關聯的負外部性成本、確保供應用於生態轉型的金屬）的出現將是現有貿易流流向新貿易參與者（例如：非洲、拉丁美洲）進行再分配的核心。

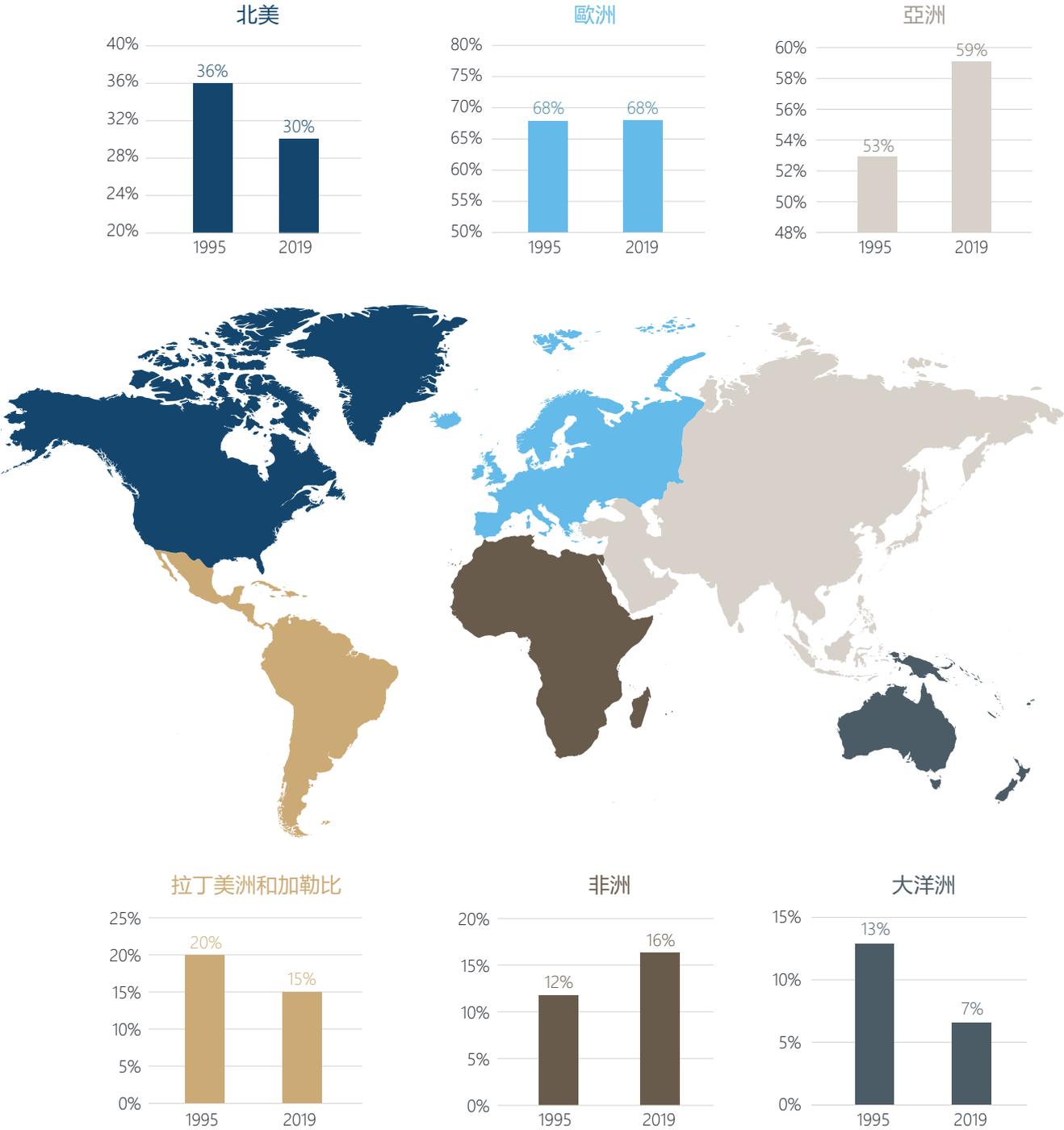


Thierry MARTINEZ
Asset Allocation Portfolio Manager



Adrien ROURE
Investment Strategy Analyst

圖8：亞洲和非洲跨區域間貿易增長，%



來源：聯合國貿易和發展會議統計 (UNCTADstat)、東方匯理財富管理。

我們是否邁向儲蓄和政府融資方向遷移？

政治緊張局勢日益升高和貿易區域化日益增加的局面挑戰金融全球化的持久性。國際投資者對美國國債和 / 或以美元主導的儲蓄產品的依賴可能不如以前所想的那麼固定，但資產負債表的國有化也必然包含風險，而美國等某些（甚至是高度流動性）借款國可能不願意承擔該風險。

政府資助： 貿易差額和外匯儲備的影響

美元在搶占國際儲蓄流方面的優勢適用於機構投資者（各國中央銀行、主權財富基金等）。

依據不同國家，當一國以美元計價的商品和服務變現其貿易順差時，有助充實其央行儲備。這些順差可以用美元以外的其他貨幣兌換。然而，投資於美國市場的機會，尤其是債券市場，使投資有可能受益於世界上最具有流動性之市場的優勢，以及評級最高的識別標誌之一，即使是自2011年以來不再享有著名的AAA評級。

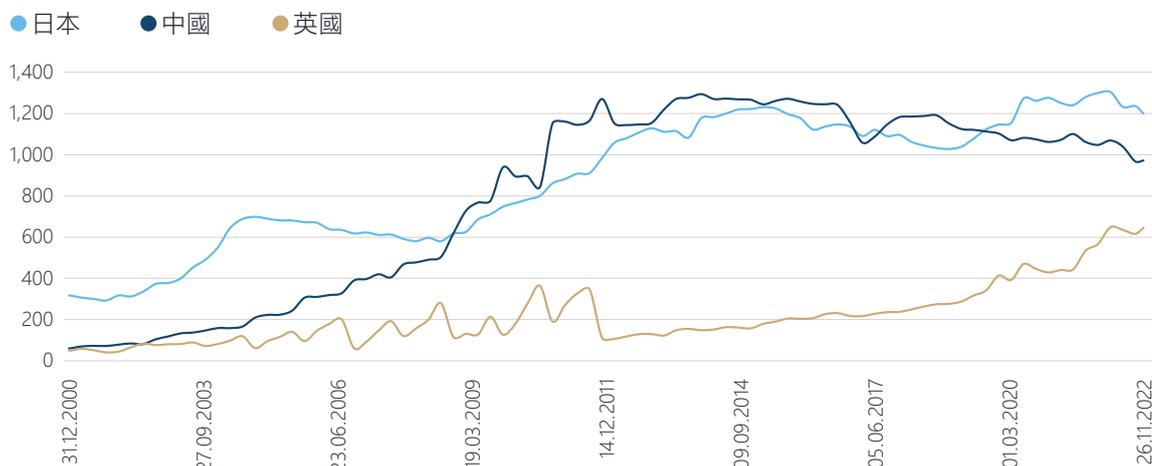
亞洲國家持有大量美國政府債務（圖9）。這既是他們與美國有巨額貿易順差的後果，也反映他們希望穩定本國貨幣兌美元匯率的渴望。日本和中國兩者總共在貨幣流通總額310,000億美元中持有近22,000億美元（來源：財政部、聯邦儲備委員會）。某些國家也從1997年的亞洲危機中汲取教訓，建立更大量的外匯儲備。

但美元在各中央銀行的資產負債表上的這種權重並非強制性的或永久性的。出於好奇，俄羅斯已於2018年出售所有證券（約1億美元）。遠遠早於國際制裁，降低該國使用美元作為交易貨幣的能力。



美元的權重
在各中央銀行的
資產負債表上
並非永久性

圖9：外國央行所持有之美國債券, 10億長期國庫券



來源：聯邦儲備委員會，東方匯理財富管理。

可能發生一個問題，就是減少貿易順差和貿易區域化是否會導致減少外匯儲備積累（以及於是減少金融的相互依存性）。確實，在2022年之前，央行外匯儲備可能下降7%，雖然主要是因為中央銀行以動員儲備來穩定本國貨幣。

然而，面對這些最近的事態發展，我們可能會看到幾項變化：

- 外匯儲備制裁的風險（至於俄羅斯是現實）可能導致某些中央銀行減少美元儲備的調配。
- 某些國家以美元之外的其他貨幣進行更多交易的意願（例如以人民幣計價），這可能導致外匯儲備更進一步區域化以及因此資金流動進一步區域化。

審慎監管： 儲蓄本地化的一項因素？

2008年金融危機之後，金融參與者創造出「大金融抑制」(Great Financial Repression) 一詞來描述打擊銀行、保險公司、和養老基金的監管浪潮，目的在提高其償付能力比率，藉此制止任何新的系統性失敗。

這些法規 (尤其是Basel IV and Solvency II) 由與政府關係密切或直接衍生的機構所制定，鼓勵金融公司以降低政府債務在風險計算中的權重來將其部分投資用於政府債務。例如，美國證券交易委員會 (SEC¹³) 在2016年實行貨幣市場基金改革，規定在投資組合中持有高流動性資產。流動性最強的資產是美國財政部發行的國庫券 (T-bills)。

慢慢地，貨幣創造工作從中央銀行轉移到政府。在美國可以清楚地觀察到這種新環境，美國財政部利用其在美聯儲的賬戶來控制流通中的資產變現能力。

然而，似是非而地，歐洲監管機構還希望協調和「私營化」(denationalise) 歐洲商業銀行的資產負債表（即確保歐元區的銀行不僅持有本國債務），以便降低意外事件系統性傳導的風險。然而，這種區域化事實上涉及發行歐元債券，引發對財政與貨幣政策在協調上的質疑。

財政可持續性和國際依賴性

債務可持續性很快地可能成為市場的一項挑戰。英國在2022年九月經歷過這種痛苦的經驗。公布了不是利用減少支出而來的減稅計劃，就立即導致貨幣貶值和利率上升。

這個實例類似新興市場的行為，新興市場依賴外國資本流來平衡其經常賬戶。在這種特殊情況下，應該注意到重要的細微差別：英國養老基金的資產共計達61,000億英鎊（來源：英國國家統計局）。相比之下，該國的債務為2,069億英鎊，占GDP之94.5%。

13 - 美國聯邦金融市場監管機構。

幾種政府資助模式

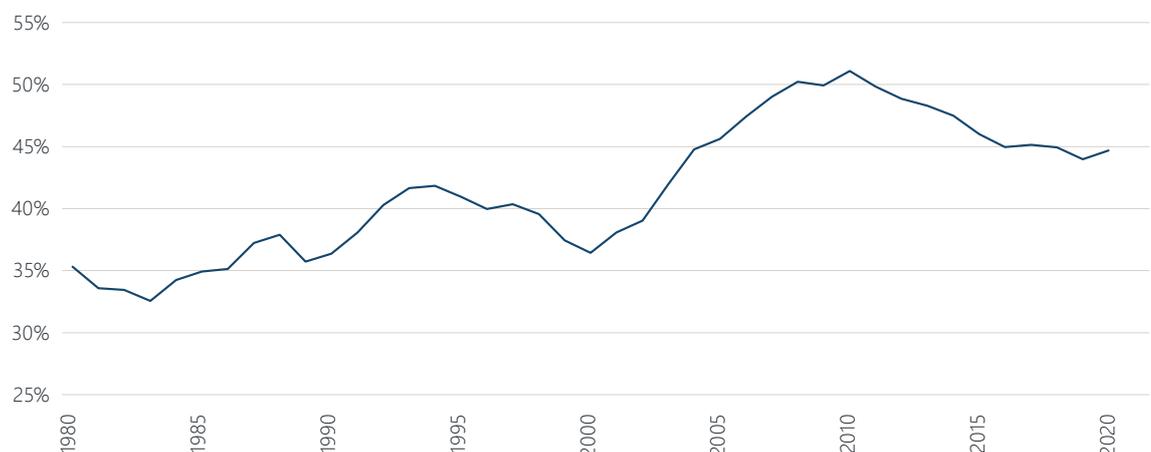
歐元區自2011-2014年間主權危機以來，政府的資助至少部分以歐洲央行（ECB）的購買為基礎。還依賴指向主權債券的國內儲蓄（根據ACPR 2021年的數據，荷蘭的養老基金和將近19,000億歐元的法國人壽保險）。相關且同時發生的，銀行系統使用政府債券作為衍生品交易的抵押品。被接受作為抵押品的證券必須具有良好的品質和變現能力：又是政府債券！歐洲銀行的監管機制是Basel Committee on Banking Supervision（巴塞爾銀行監管委員會）。上一次重大監管變更可以追溯到2017年，規定銀行維持初始保證金，然後是浮動保證金，這可以看作銀行的保護性緩衝。因此，銀行的抵押品要求增加。

在美國方面，正如前述（參閱論外匯市場一文，頁31），由於全球主要儲備貨幣美元的「超常特權」（exorbitant privilege），世界其他地區持續為巨額聯邦債務提供再融資。不過，如果貿易互動要被區域化、如果美國要使其供應商更

加多元化和/或如果這種貿易中越來越多的比率是以美元以外的其他貨幣進行的，那麼中美之間這種雙重依賴的持久性問題（中國的貿易順差為聯邦債務提供資金）可能會被提出來。但是，使美國今天能夠繼續吸引大量融資的是美國收益率曲線的吸引力和對其貨幣的信心仍在。

最後，中國的融資模式不太依賴國際資金流，主要以非常高的國內儲蓄為基礎（圖10），使其可能處理同樣急劇上升的債務比率。與發達國家的比率（占GDP的75%）相比，中央政府的債務仍然適度。另一方面，該國的總債務，包括各省和各家戶在內，自2000年代初以來幾乎增加一倍，現在占GDP的300%（來源：彭博社），為世界上最高者之一。最近中國的增長是利用信貸，深度重組房地產行業附帶強制減少債務達成，而不是走捷徑。中國的國內儲蓄總額穩定在40%以上（來源：世界銀行），使經濟體可能由國內資源提供資金，並為尚未發布的未來消費提供緩衝。

圖10：中國國內儲蓄總額，占GDP的比率



來源：世界銀行、經濟合作暨發展組織（OECD）、東方匯理財富管理。

同時，已經持續一年多的房地產危機（以及房地產開發商對美元計價債券的違約率上升）正助長國際投資者的日益不信任。此外，2022年十月下旬中國共產黨第二十次全國代表大會確定習近平的第三任期，強化政權的強硬路線，引起國際投資者的不安。即使中國政府已經大力推行資本市場的現代化和開放，但其再融資的增長可能主要依賴國內資源。

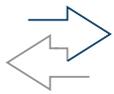
債務狀況與投資者類型之間的密切關係

政府未來償還債務的可信程度，或者更準確地說是保持其獲得資金來源的開放，也決定政府債務購買者的類型。評級最好的主權國家吸引機構投資者（養老基金、中央銀行），這些投資者對交易對手風險的敏感度高於追求收益率。另一方面，政府將歸類成新興市場吸引，吸引了投資者不那麼規避風險更追求收益，因此波動性較大。

政府或地理區域以本國貨幣發行債務的能力，也會影響其債務購買者的品質和穩定性。

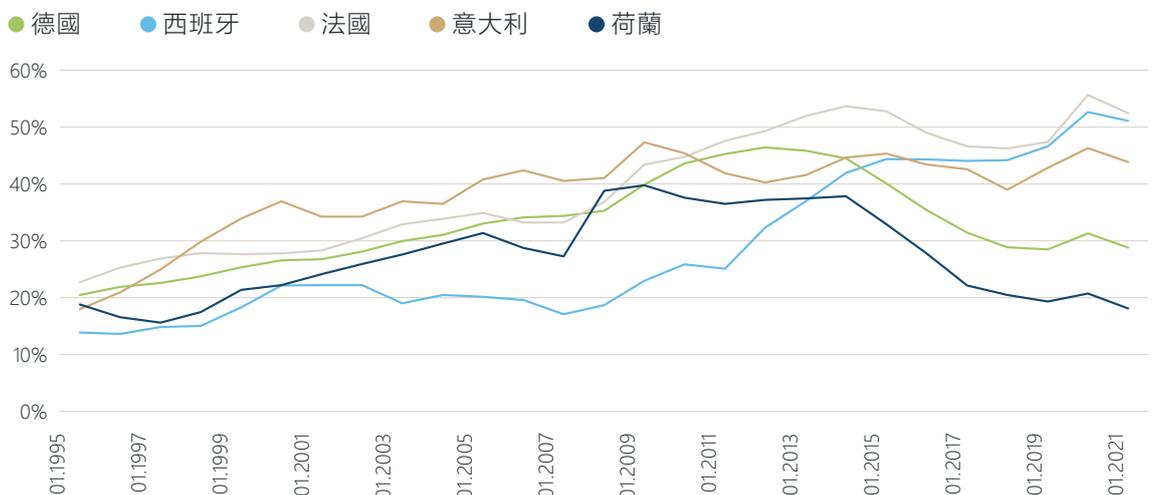
日本幾十年來，一直無視對其債務可持續性的擔憂，該債務主要由國內機構所持有。淨債務占GDP的170%，而總債務達到263%。日本央行以控制利率曲線來確保利率保持在非常低的水平。

在歐洲，2011-2012年期間主權危機的創傷仍在引導資本從國外流入評級最高的國家。在法國，超過一半的債務由非居民持有（來源：Banque de France（法國央行），圖11）。歐洲的國內儲蓄經由涓滴（trickle-down）或黏附效應（adhesion effect）流向該地區評級較低且波動較大的國家。結束擴張性貨幣政策引起如何以其他投資者來取代央行購買的問題。結束「受管制」歐洲債券市場已經對價格（上漲的利率）和波動性產生雙重的影響。以提高對公司債務的配置而使風險曲線上升的歐洲機構投資者應該回歸到政府債務。



歐洲主權危機
的汙名仍在
推動資本
流動

圖11：歐元區主要國家政府債務的非居民所有權，占GDP的比率



來源：歐盟統計局、東方匯理財富管理。



總之，政府資金和全球儲蓄的流動取決於一個國家從機構投資者那裡吸引資本的聲望，然後取決於個人儲蓄的資本流動性，而也受國內法規的約束旨在限制這種流動性。自2008年以來，發達國家政府已經採取將國內儲蓄用於自身融資的工具。中國鑑於國際緊張局勢，有可能正在利用其持有的美國國債作為影響工具，或者更糟的是，作為對抗美國的武器，威脅要進行部分或全部出售。這類質疑的局限性立即明顯：哪位金融參與者可以取代中國成為債務持有者？

只有美國機構有能力吸納這資金，所以這些機構具有定價的能力，這必然會對賣家不利。另一種調整渠道是匯率：哪位交易對手有能力將出售證券所得到的美元兌換成人民幣？對人民幣的需求驟然增加，卻是與貿易流動脫節，將推動人民幣升值呈螺旋式上升趨勢，損害仍在出口的中國經濟體。以中國可能停止為美國聯邦債務再融資作為武器可能會因此轉而不利中國。因此，將儲蓄和融資流動去全球化可能不在議程上。



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

固定收益團隊共同提供

全球化是否給予內資股機會？

自地緣政治危機開始以來，國內公司的表現比較良好。供應困難、關於恢復當地工業能力的必要性的討論、和能源依賴性，正在推動公司擺脫 Ricardian 的比較優勢（comparative advantage）的信條。

反思全球化？

BlackRock 的 CEO Larry Fink 在 2022 年三月 24 日給股東的一封信中宣布，俄羅斯的入侵終結了過去 30 年所經歷的全球化。毫無疑問，烏克蘭衝突顛覆了世界秩序，並質疑全球化經濟模式之可持續性。本質上，每個國家都被迫重新考慮其在全球政治棋盤上的地位，導致每個國家重新思考某些戰略問題，例如能源獨立、國家安全、或工業主權。

COVID-19 醫療保健危機已經削弱了現有模式，並且生產和供應鏈組織遭到質疑。國際貿易中斷所固有的通貨膨脹，加上對 ESG（環保、社會、和治理）要求的考慮、以及新興國家生產系統因受到機器人化/自動化所「干擾」致使工資成本上升，已經導致某些公司遷移其部分的生產工具。

諾貝爾經濟學獎得主 Joseph E. Stiglitz 認為，「全球化必須徹底予以重新思考」。世界的兩極分化，因烏克蘭衝突而加劇，無疑正在引領各國利用國家政策重新劃定其戰略軸心。

這也是每個國家經由加速氣候轉型來建立比較更可持續的經濟模式的機會以盡快達成能源獨立。

國內公司：能源獨立的參與者

確實，烏克蘭戰爭凸顯歐洲國家對俄羅斯所產的化石燃料能源的依賴。從更全球性的角度來看，主要發達國家承諾減少碳排放強化了增加可再生能源和低碳能源在能源結構中所占比率的必要性。正是在這個意義上，歐洲啟動 REPowerEU 計劃，其目的在於加強節能、供應多樣化、以及加速可再生能源的部署。這一雄心勃勃的戰略特別以將太陽能的比率從 3% 提高到 15% 為目標，更大致上，到 2030 年在歐洲能源結構中達到可再生能源的 45%。國內電力生產和配電公司正是在這種背景下，將不得不支持政府達成其目標。例如，西班牙最成功的能源生產商和分銷商 Iberdrola 是世界風能領域的領導者之一。就美國而言，美國將能夠依靠他們在尖端科技方面的優勝者，這些科技對於將太陽能轉化為電能至關重要，例如 Enphase 和 SolarEdge。

美國政府在氣候問題上也相當活躍。即使美國在能源結構上幾乎獨立，但 Biden 政府更新的希望是在 2050 年之前實現碳中和，需要實施積極的政策。



300億美元

補助將
分配給
美國的
核電

《降低通貨膨脹法案》(IRA) 提供4,000億美元的預算來抑止全球暖化，其中將撥超過300億美元用於核能，核能被認為是低碳電力的重要來源。儘管該計劃有些部分在中期選舉後可能會被稀釋，但公司如Constellation Energy (美國最大的核電站所有公司) 等將直接受益於這項補助。其他公司，例如最大的鈾綜合供應商Cameco，僅在北美營運，也應受益於政府給整個行業的支持。

各國正在大力投資其國防

政府在預算支出中的另一項重大變更是國防 (表1)。Biden總統在2022年三月的預算提案中呼籲「對我們的國家安全作歷史上最大投資之一」，將國防開支增加約GDP的4%，在2023年之前達到8,130億美元。這是到目前為止歷史上最大筆的軍事預算。

該預算的很大一部分 (約3,000億美元) 不是用於武器，而是用於新科技設備的研發，特別是在網絡安全和人工智能領域。各國政府今天面臨的戰略性挑戰，確實更多是在於信息系統相關的科技創新競賽，而不是在軍工聯合體的發展。例如，五角大廈的主要合作夥伴現在是一家專門從事科學、工程、和信息科技服務的公司，名為Leidos。

國防部也在朝著這個方向與其他幾乎完全致力於滿足政府需求的私營科技公司合作，例如，Booz Allen Hamilton 或 Science Applications。安全限制很自然地意指將合同授予本國公司。而且需求如此之大，以至於未來幾年內其他科技的和/或工業旗艦可能會出現。

表1：國防開支的演變，政府公告

	2021, 十億美元計	% GDP	公布的預測
美國	778.2	3.5%	2023年預算增加4%
德國	52.8	1.4%	目標：到2024年>GDP的2%
義大利	28.9	1.6%	目標：到2028年占GDP的2% (即比2021年增長40%)
法國	52.7	2.1%	2023年增加30億
波蘭	13.4	2.1%	目標：到2028年占GDP的3% (即比2021年增長40%)
挪威	8.3	1.9%	目標：到2028年占GDP的2%
羅馬尼亞	5.8	2.0%	目標：到2023年占GDP的2.5%
丹麥	5.5	1.4%	目標：到2023年占GDP的2%
立陶宛	1.3	2.1%	目標：到2023年占GDP的2.5%
拉脫維亞	0.9	2.3%	目標：到2023年占GDP的2.5%
愛沙尼亞	0.8	2.3%	目標：到2023年占GDP的2.5%
瑞典	6.7	1.2%	目標：到2028年占GDP的2%
芬蘭	4.1	1.5%	宣布有意加入北約並將預算增加50%
奧地利	3.6	0.8%	目標：到2023年占GDP的1%

來源：北約、世界銀行、東方匯理財富管理。

歐洲也不甘示弱。歐盟委員會提議設立第一筆歐洲國防基金，相當於79億歐元。該國防基金補充和加強國內在研究、開發、和採購國防科技設備方面的投資。而且，國防預算在過去40年期間逐漸下降之後，大多數歐洲國家打算大幅增加在該行業的支出。德國已決定在2024年之前將其國防預算增加一倍，達到每年2,000億歐元（或GDP之2%），意大利也計劃在2028年之前達到其GDP的2%（是在2021年的水平上增加40%），以及波蘭計劃在2023年之前的目標是3%。該行業的歐洲冠軍例如Thales或Leonardo等，主要為歐洲所知悉，將因此被呼籲做出貢獻。

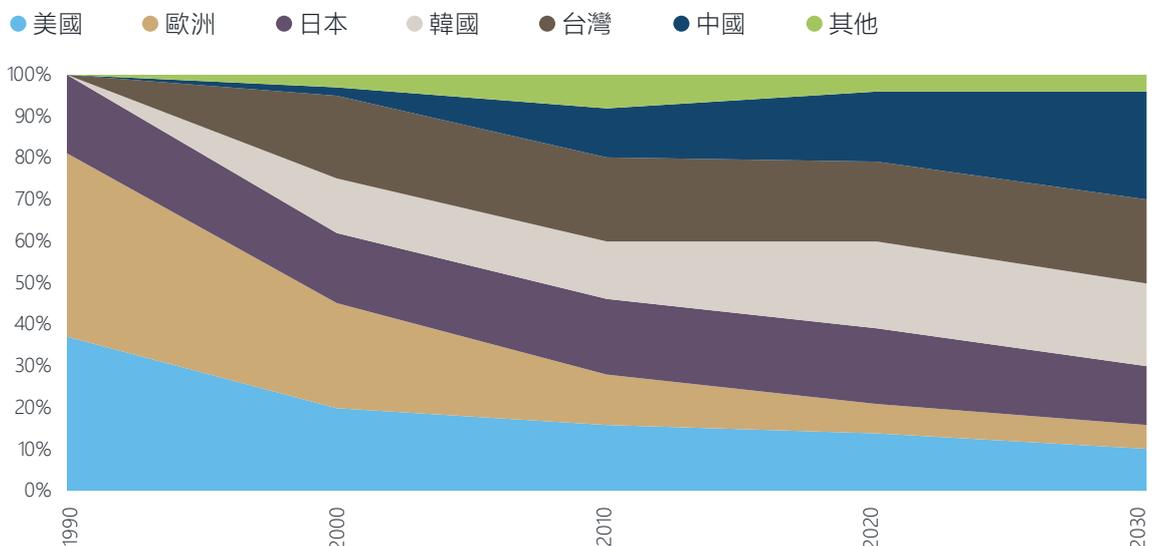
全球規模的地緣政治緊張局勢加劇，加上COVID-19大流行疫情導致全球供應鏈中斷，也引發了工業主權問題。

行業某些領域如半導體的自主能力已成為戰略問題

電子元件，又稱半導體，是所有現代電子產品的核心，並裝備大多數製成品（從智能手機到直升機）。目前這些芯片中有將近80%是在亞洲生產，而且這一比例將在未來幾年期間增加（圖12）。相比之下，歐洲在1990年供應全球40%以上的電子芯片，而今天這一比率還不到10%。

美國和歐洲對亞洲工廠的依賴性威脅到各國的工業主權。再者，零部件供應不安全而且削弱生產鏈。最後，知識產權保護薄弱也構成國家安全的問題（軍用設備通常藉由零部件的幫助運行）。

圖12：按國家劃分之全球半導體產量的演變，%



註：這些預測沒有將美國和歐洲計劃的雄心考慮進去。

來源：波士頓諮詢公司 (BCG)，半導體產業協會 (SIA)，東方匯理財富管理。



527億美元
用於
遷移
半導體
生產地的公司

正是在這種背景下，美國政府阻止Nvidia（英偉達）和AMD所生產的某些專用於高性能計算和人工智能的芯片出售給中國和俄羅斯。

美國國會在2022年七月底通過《芯片法案》(Chips Act) 用以支持美國的半導體生產。該法包含527億美元的預算，用於遷移這些組件的生產地或向美國製造商下訂單的公司。Micron Technology (美光科技) 已宣布，在2030年之前在美國投資400億美元用於存儲晶元的製造。

歐洲也希望增加對高科技產業的投資，目標是在2030年之前能占全球半導體產量之20%。歐盟委員會於2021年七月啟動處理器產業聯盟 (Industrial Alliance on Processors) 和半導體科技聯盟 (Semiconductor Technologies Alliance) 來匯集公司、成員國、學術界、以及研究和科技組織等力量。

特別是，將因此能夠利用全球領先的半導體行業光刻設備製造商ASML，加上STMicroelectronics (意法半導體)、NXP (恩智浦)、Soitec、和Infineon (英飛凌) 等其他歐洲最成功企業的專業知識，來開發區域生態系統以及有可能加強其數字主權。

由於經濟主體重新思考全球化，某些公司已經開始轉向以本地產業和縮短、能源密集度更低的供應鏈為基礎的可持續性更高的商業模式。然後，這種模式轉變 (paradigm shift) 將成為國內公司貢獻專業知識的機會，在公眾努力的基礎上再接再厲。

內資股票正當順風順水時？

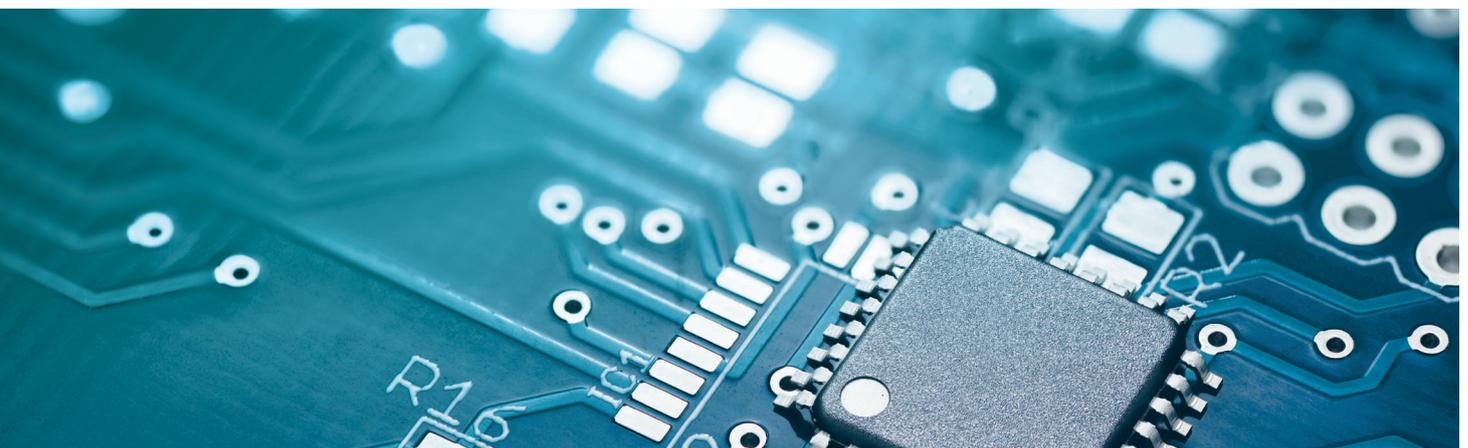
被認為是國內公司的很有可能在能源、公用事業、或房地產等行業中識別出來。而且，某些經濟活動在本質上與生產地存在聯動關係：在受監管的市場 (受特定國家立法框架管轄) 上運營的公司在該領土上從事生產和分銷天然氣和電力。這組股票受益於地緣政治背景，而因此其年度表現優於國際風險敞口的股票，對於後者幾個月來美元走強一直是逆風。此外，這些更國際化的公司通常擁有比較更高的持股市值，包括更多對利率上升更敏感的科技股在內。



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager



Melanie GONTIER
Equity Portfolio Manager



我們是否見到主權風險溢價和貨幣分歧的重新出現？

外匯市場的波動性經過一段時期的窄幅交易區間之後，正在捲土重來。美元升值、貨幣政策分歧、日本為支持日元或英國央行為安撫金融市場而干預匯市，以及主權風險溢價的重返等，都使市場的緊張局勢加劇。

去全球化加劇貨幣的波動

2022年，波動性明顯重返外匯市場。經過長期由寬鬆的貨幣政策和極低的利率為主導之後，情況迅速轉變：COVID-19 疫情危機、烏克蘭戰爭、大宗商品價格飆漲、通脹捲土重來及其持久影響等，只是其中幾個例子。

大流行疫情於兩年前造成經濟崩潰，隨之而來的復甦全球得以共享。在此期間（實際上自2008年金融危機以來）發達國家的大多數央行為了恢復增長都採取協調一致、相對寬鬆的貨幣政策。在美聯儲（Fed）將重點轉向遏制失控的通脹之後，形勢在2022年初就迅速改變。其結果是美元急劇走強，美元指數達到二十多年來的最高水平。

俄羅斯入侵烏克蘭造成能源衝擊，使能源進口國和出口國之間產生差異：歐洲、英國、日本、或中國等能源進口國受到負面影響，而美國因能源相當自給自足則表現較佳。

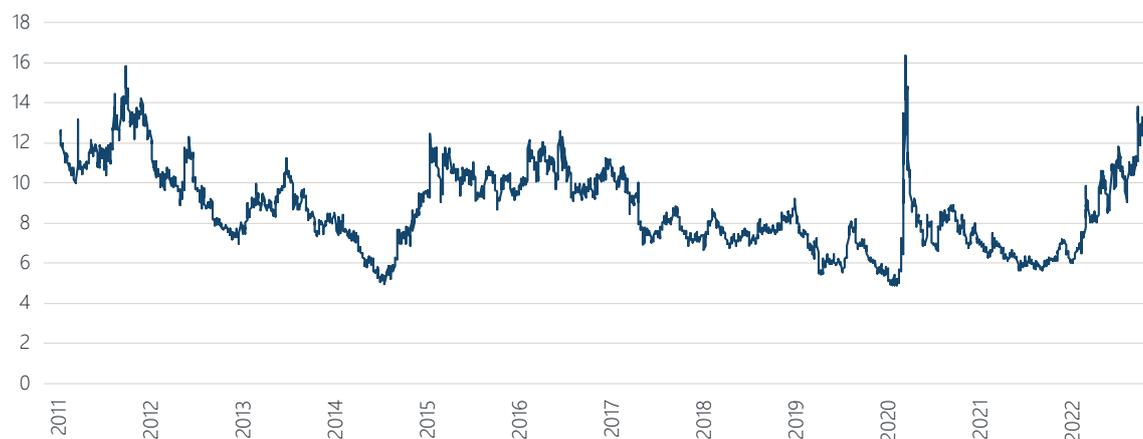
我們在2022年十月末所觀察到的貨幣高波動性（圖13）可以用幾項參數來解釋：

- 各央行之間的新一循環分歧正在使外匯市場的緊張局勢加劇。日本的情況充分說明這一點：日本和美國之間的貨幣政策分歧讓日元承受沉重壓力。導致日本政府干預外匯市場，以便支撐其貨幣於兌美元時免於如自由落體般下跌。
- 英格蘭銀行在2022年九月因擔憂英國金融的穩定以及英鎊的危機也促使其進行干預。
- 美元走強已經造成了一種不穩定性而導致如印度、巴西、和智利等其他國家干預外匯市場，以降低其各自貨幣的波動性或使其穩定。



各央行之間的
分歧加劇
外匯市場的
緊張局勢

圖13：外匯交易市場的波動



來源：彭博，東方匯理財富管理。



邁向
新的廣場協定？

與《廣場協定》相似之物

1980年代初，美聯儲以大幅提高利率來對抗通貨膨脹，導致大量資本湧入，美元兌各主要貨幣飆升50%以上。對此，美國、日本、德國、法國、和英國等五個主要經濟體的央行行長和財政部長達成一項史無前例的協議作為回應：1985年九月的《廣場協定》(Plaza Accord)，規定以聯合干預外匯市場來削弱美元。

在類似1980年代的經濟背景下，高通脹率、美元飆升影響各經濟體和擾亂金融市場，於是關於新廣場協定的討論也就不足為奇了。

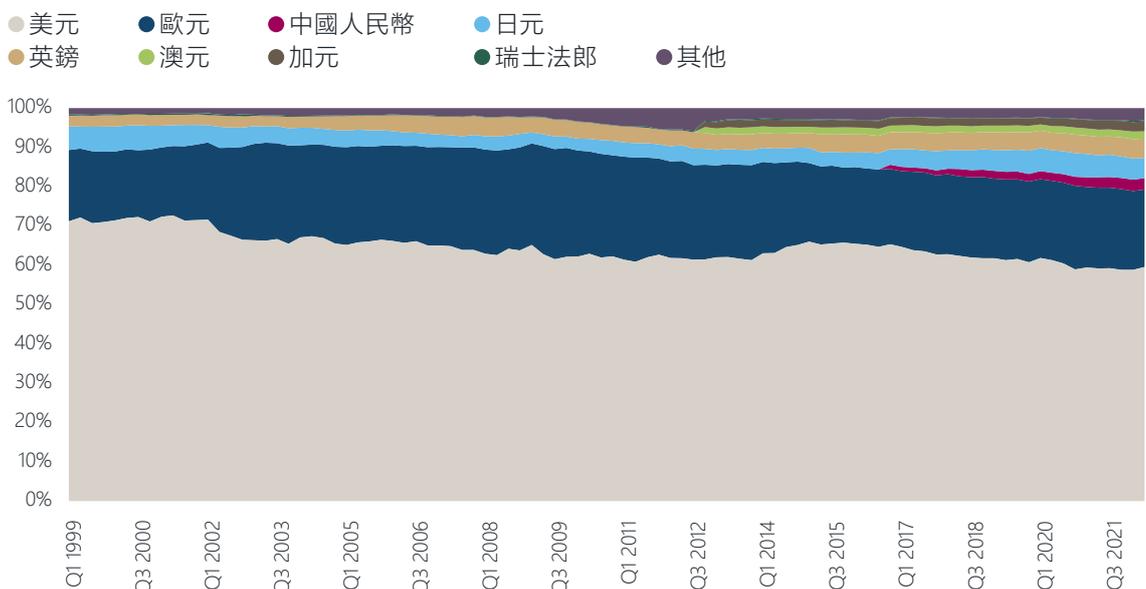
但是，我們認為在當今世界，尤其是在中美關係緊張的情況之下，類似的協調方式不太可能再次發生。《廣場協定》的目的是削弱美元，是在主要大國之間經過長時間的討論才得以實現。該協定之所以可成，是因為美國經濟處於通貨緊縮階段，而美聯儲承擔得起降低利率，同時沙特阿拉伯正在啟動其石油反衝擊(oil counter-shock)。反之，今天，美元疲軟會損害美聯儲達成對抗通脹的目標，而OPEC正在推行支持油價上升的政策。

凍結外匯儲備：
是去美元化的先決條件？

自二戰和1944年《布雷頓森林協定》(Bretton Woods Agreement) 以來，美元一直在世界貿易和國際貿易中占絕對優勢地位。雖然美元仍然占絕對優勢地位，但去美元化並非新的概念。國際貨幣基金組織(IMF)於2022年三月發布的一份報告顯示，即使幾十年來美國經濟在世界產出中所占比率一直在下降，但美元在國際貿易中仍然發揮重要作用。根據國際清算銀行(BIS)的數據，有88%的外匯交易的買賣是以美元進行。另一方面，各央行實行外匯儲備配置的多元化從幾年前就開始了。歐元自1999年推出以來，美元所占的比率在2022年年中之前已從71%下降至59%，有利於其他貨幣，例如：澳元、加元、人民幣、或黃金(圖14)。

由於世界上約有四分之一的人口受到美國的制裁，因此看到去美元化在世界各地紛紛加劇也就不足為奇了。西方於二月烏克蘭受到入侵後不久，凍結俄羅斯央行的3,000億美元的外匯儲備。這些制裁使其他新興市場注意到嚴重依賴美元的風險，並引發人們懷疑以美元作為儲備貨幣的作用。

圖14：目前世界官方外匯交易儲備的構成，%



來源：IMF、東方匯理財富管理。

對於俄羅斯來說，早在2014年吞併克里米亞之後就已經開始去美元化了。隨後的制裁顯著降低俄羅斯在金融市場籌集資金的能力，迫使其減少美元持有量，以便增加對黃金等替代資產的敞口。

這件事在國際投資者中形成軒然大波，他們現在不得不將更高的國家風險篩選條件納入配置選擇，並且不再將貨幣或中央銀行儲備視為易變現、可銷售的資產。這使新興市場在不使用美元的情況下以本國貨幣進行交易的既有趨勢加快，不僅是為了逃避域外制裁，也是為了減少對美元的依賴和建立儲備的必然需要。中國的情況尤其如此，現在希望用人民幣購買沙特阿拉伯的石油。

我們是否看見主權風險在歐洲重現？

美國利率上升的階段通常與新興市場的資本外流相關聯。這給投資者機會來鑑定某些新興市場的結構脆弱性，這些新興市場在全球增長加速的階段受益，但也最先遭受國際資本撤離的影響。貨幣正常化通常會使某些新興市場的央行在支持其貨幣和國內經濟目標，同時保持獲得融資所需的資本流動的自由之間，陷入兩難。這就是在1963年所形成概念的著名Mundell-Fleming三難困境(Mundell-Fleming Trilemma)。如果我們在這項由各影響因素構成的等式中加上政府對中央銀行施壓的風險（如土耳其的情形），情況就會變得難以控制。市場知道這一困境，並在貨幣面臨通脹飆升的風險時對貨幣處以懲罰。

2022年似乎標誌著這種困境在發達國家突然重新出現，使我們有多次機會瀕臨貨幣危機。停滯性通貨膨脹所引起的貨幣政策困境使英鎊遭受重創，Liz Truss所提出無法維持的稅收計劃放大這種困境；市場的懲罰是立竿見影的，並導致政府在45天內垮台——發生在歐洲貨幣體系(EMS)的脆弱貨幣遭受投機性攻擊的30年之後。

邁向多區貨幣 (MULTI-ZONE CURRENCY) 模型？

美元走強是造成貨幣和匯率政策不穩定的理想罪魁禍首。但是，如果我們從以美元為主導的模式轉變成貨幣的多極世界，明顯受到目前國際貿易趨勢的支持（但尚未得到目前外匯儲備配置的支持），這會使世界更加穩定嗎？

與過去作比較可能沒有預測能力，但具有教育價值。兩次世界大戰期間的世界正好是貨幣區（美元、瑞士法郎、和英鎊區）共存的世界，介於殖民帝國殘存和美元崛起的中間狀態，而黃金喪失可兌換性則產生對匯率掛鉤的需要(peg)。當時的世界非常不穩定，實際上處於大蕭條時期而且不一定與三極貨幣模式關聯。

讓我們回到現在。假如我們要進入這樣的模式，我們大概是將此風險替代彼風險。新模式的主要風險是各貨幣政策之間缺乏協調，全球性儲備政策較少，區域性儲備政策則較多。主要的負面後果可能是結束「美元的超常特權」(Barry Eichengreen)，這可能會導致美元貶值和雙赤字融資成本升高。



Muriel ABOUD SCHIRMANN
Head of Capital Markets Advisory

04 | 宏觀經濟

全球增長乏力，政策分歧加劇

顯然這是艱難的宏觀經濟環境，幾乎所有地理區域的2023年GDP增長都普遍下降。即使出現景氣循環性放緩，但通貨膨脹持續存在，並且仍然是各央行的首要之務。財政政策在這種通脹環境中的作用是協助而非阻礙中央銀行行事。

全球GDP增長將於2023年低於3%，從而縮短大流行疫情後的復甦。預計大宗商品價格將在2023年繼續放緩，同時油價預計將持續高於過去，因為OPEC+加大其減產的力度將價格保持在每桶90美元以上。中國的去槓桿化進程以及日本企業無力推遲物價上漲，將使兩國在2023年成為向全球輸出通貨緊縮的國家。在世界其他地區，由於2022年大宗商品的價格猛漲在2023年將放緩、大的基數效應、和供應鏈緊張局勢放鬆等，應該會緩和物價的漲勢。然而，由於結構性因素、能源轉型不可避免、地緣政治緊張局勢升高、和全球供應鏈重組的支撐，通脹可能會在保持在較高的水平上維持更長的時間。轉型之路將顛顛簸簸，創新將必不可少，而制訂政策方向則有如走鋼絲。

美國：低於水平的增長將抑制通脹

即使GDP負增長兩季，但美國在2022年的增長受到個人消費支出仍然具有復原力的幫助，個人消費支出依靠有利的就業市場、信用卡、和儲蓄的激勵。這些依靠在2023年之前將逐漸離開美國消費者。住宅市場是美國商業景氣循環的領先指標之一，開始感受到美聯儲加息的全面影響，包括抵押貸款利率在2022年十月接近7%。因此，房屋銷售同比下降20%，將繼續影響2023年的房價。

令人鼓舞的是，通脹在2022年第三季開始見頂，但某些核心組成部分的價格（不包括食品和能源價格）持續上漲。例如，雖然房價在2022年七月開始降低，但核心組成部分對於通貨膨脹的房價部分的全面影響會滯後一年多。房租價格持續上漲：美國家戶被趕出房屋購買市場，結果是租房需求增加。同時，美國勞動力市場的疲軟跡象顯示很可能是下一張將要倒下的多米諾骨牌，由於職位空缺趨勢逆轉導致2023年春季失業率上升。

美國經濟體因此正朝著低於潛在增長的方向發展（於2023年低於1%），增長可能會在2023年下半年收縮。應該有助於緩和通脹率，也繼續鬆弛供應的瓶頸。最終，值得關注的關鍵因素將是美聯儲控制消費者通脹預期的能力——這往往比金融市場的預期更為滯後。最後，在財政方面，雖然Biden總統的2022年《降低通貨膨脹法案》不預期會遏止通脹，但政府債務上升以及明年可能出現政府分裂等，應該會導致在2023年採取更嚴格的財政政策。

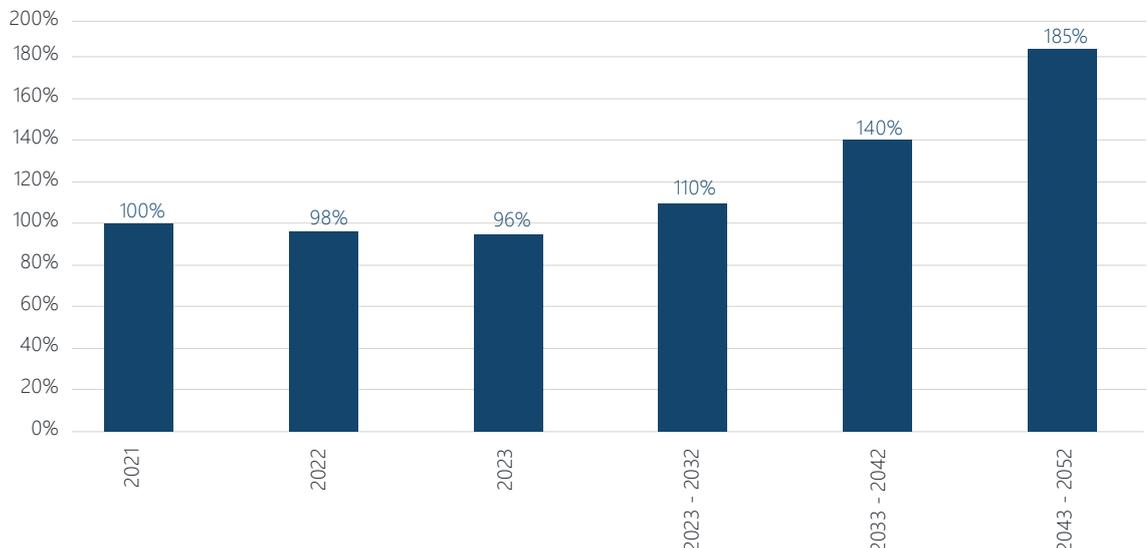
根據無黨派的國會預算辦公室（CBO¹⁴）預測，如果政策保持不變，2050年美國之債務占GDP的比率將達到175%（圖15）。

歐洲：將通貨膨脹轉化成國債

歐洲通貨膨脹率已經超過美國，核心通貨膨脹率（不包括食品和能源價格）持續上升。歐元區的生產者價格飆升（是美國的四倍）使公司處於實際的競爭劣勢，而歐元/美元的疲軟僅略微緩和這種劣勢。由於後疫情的復甦和汽車行業的訂單積壓，對工業生產的影響緩慢浮現。但是，該衝擊正以新訂單下降、商業和消費者信心崩潰、以及零售額下降的形式蔓延整個經濟體。至於服務業，高通脹率對私人消費的影響將致使2023年的購買力進一步降低。

歐洲央行（ECB）現在預測2023年的通脹率為5.5%，高於其2022年六月所預測的3.5%。經濟合作暨發展組織（OECD）和國際貨幣基金組織（IMF）對2022年秋季的預測甚至更高，約為6%。預期2023年將出現輕微衰退（表2，頁37）伴隨著不尋常的不確定程度，因為通脹/增長設想的風險高度取決於財政措施和能源價格的發展。一方面，對工資的第二輪效應可能會放大能源價格的影響，並導致金融條件收緊（貨幣條件仍然相對寬鬆），將因此進一步拖累增長。另一方面，近期大宗商品價格的下降趨勢以及歐盟委員會限制天然氣和電力批發價格的舉措，可能導致通脹率更快下降。此外，如果家戶大量利用其目前高水平的預防性儲蓄，私人消費可能展示對價格上漲更具有復原力。

圖15：美國國債的發展軌跡，占GDP的%



來源：國會預算辦公室（CBO），東方匯理財富管理。

14 - 美國國會預算辦公室。



表2：成長和通貨膨脹預測，%

	實際 GDP 增長，年平均			實際 GDP 增長，年平均		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
已開發國家	2.6%	0.3%	1.0%	7.6%	5.1%	2.5%
美國	1.9%	0.8%	0.6%	8.1%	4.1%	2.3%
日本	1.6%	0.5%	1.2%	2.3%	1.3%	0.4%
英國	4.4%	-0.6%	1.1%	9.1%	7.7%	3.8%
歐元區	3.2%	-0.7%	1.1%	8.7%	7.5%	3.2%
德國	1.7%	-0.7%	1.0%	9.0%	7.6%	3.1%
法國	2.5%	0.0%	1.0%	6.1%	5.3%	3.0%
義大利	3.7%	-0.4%	0.8%	8.9%	8.1%	3.2%
西班牙	4.5%	0.3%	1.3%	8.6%	4.3%	3.4%
新興市場	4.0%	3.5%	3.9%	8.8%	6.9%	4.8%
中國	3.2%	4.5%	4.3%	2.1%	2.2%	2.1%
巴西	3.1%	0.9%	1.6%	9.3%	4.3%	4.1%
墨西哥	2.6%	0.7%	0.6%	8.0%	5.8%	4.2%
俄羅斯	-3.3%	-1.5%	2.0%	13.9%	7.5%	4.5%
印度	7.3%	5.6%	6.0%	6.9%	6.3%	6.0%
印尼	5.3%	4.8%	4.7%	4.3%	5.0%	4.1%
南非	1.7%	1.2%	1.5%	6.8%	5.6%	4.8%
土耳其	5.3%	3.1%	4.4%	73.1%	53.7%	24.1%
全球	3.4%	2.2%	2.7%	8.3%	6.2%	3.9%

來源：鋒裕匯理研究預測，2022年十一月，東方匯理財富管理。



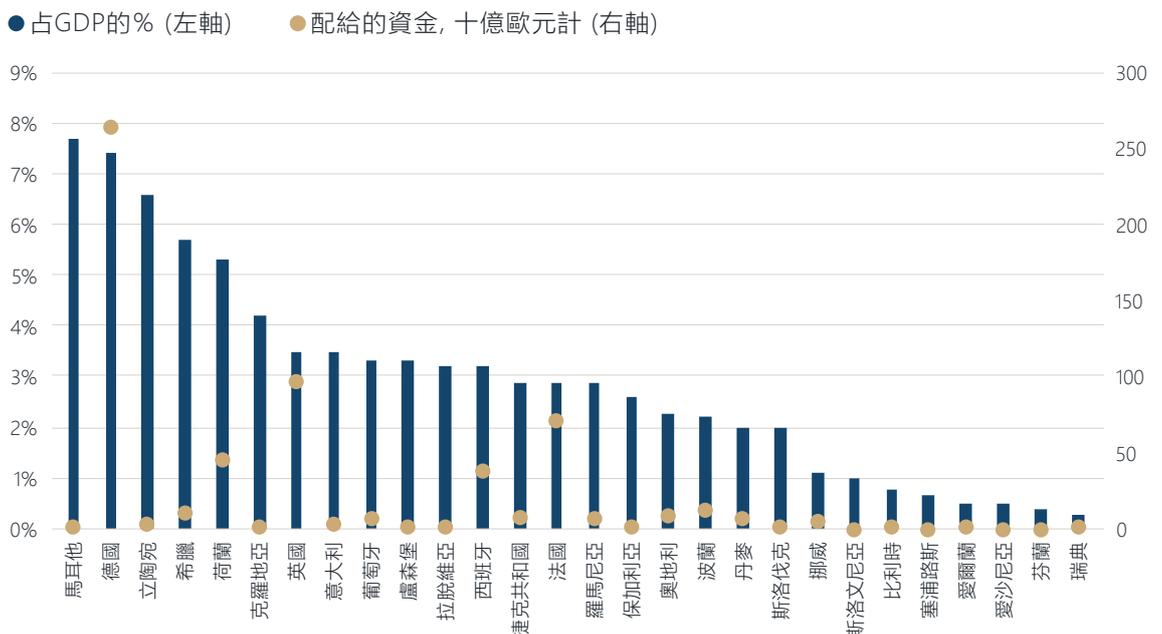
整個歐洲的
政策反應
參差不齊

政策協調也是該區域在2023年的一項重要風險因素。如英國於2022年秋季的財政實驗所強調，政府的避稅手段可能會逐漸削弱中央銀行對付通脹所採取的行動以及國債比率的可持續性——這可能是2023年的一項關鍵主題。有鑑於此，新的德國避稅手段 (tax shield) 是大膽的舉措：2,000億歐元的一攬子計劃 (占GDP之5%)。德國一攬子計劃的規模凸顯我們可以預期在最富有和負債最多的成員國之間政策反應的不一致性 (圖16)，儘管德國將成為今年冬天受災最嚴重的成員國之一。歐元區難免一場漫長的戰鬥，因為2023/2024年冬季的能源供應安全風險現在高於2022/2023年的。最後，歐盟對美國液化天然氣 (LNG) 供應的依賴 (第一季占LNG進口總量的50%) 將成為2024年美國總統大選前夕歐洲所要面臨的主要政治問題。

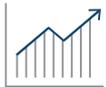
新興市場: 亞洲逆風VS拉丁美洲的努力

中國通貨緊縮的力量正在發揮作用。去槓桿過程 (由高度企業債務和房地產市場放緩所驅動) 正在進行中，使寬鬆的財政和貨幣政策增加私人消費的能力進一步複雜化。中國消費者正著重於去槓桿化和增加預防性儲蓄，而工資增長和需求受到壓縮。安撫家戶的針對性措施，在房地產市場上尚未見效。中期內風險傾向下降趨勢，但是如果重新開放經濟活動政策加快，預計會釋放一些被壓抑的需求。由於政府尋求避免企業重新槓桿化，並且降低房地產在經濟體中的比率 (目前估計占中國GDP之25%)，政府利用信貸刺激增長的措施絕大部分已成往事。

圖16：歐洲家戶和企業的能源保障



來源：布魯蓋爾研究所 (Bruegel)，歐盟委員會，東方匯理財富管理。



中國以信貸
驅動的增長
已成過去

這是不幸的時機，鑑於預期美國和歐洲均放緩，出口所主導的也將是溫和復甦。中國經濟衰退對該地區來說不是好消息。日本就是這種情況，中國出口占商品貿易總額超過20%，而高輸入性通脹正在放緩其內需引擎。

對於比較更自給自足、以內需為導向的新興經濟體而言，目前這個時期確實比較更安全。印度就是這樣，巴西也是如此。拉丁美洲國家也將受益於2022年比

較好的貨幣政策管理（巴西央行是最早為因應通脹而加息的央行之一），這可能讓其在2023年舒緩利率壓力，當時經濟活動由於2022年大宗商品價格上漲所導致的增長湧入之後放緩。



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

05 |

配置：2023情景

05 • 配置：2023 情景

對主要資產類別的影響

以上所述的幾種趨勢可能會對2023年及以後的投資框架產生影響：

- 因烏克蘭衝突而持久改變地緣政治框架，往往會加速重新配置世界的分歧界線。
- 預計貿易增長仍將低於過去幾十年的增長。
- 生產和交通運輸/物流成本持續上漲。
- 邁向供應鏈區域化的趨勢。
- 國際在科技上和能源上的相互依賴性仍然強勁。
- 尋求戰略性自主和歐洲能源結構的轉型，不會在短期內消除從一種依賴關係過渡到另一種依賴關係，並且長期必須為電動車求助所需的一套進口原物料。
- 從以消費新興市場所生產的低成本商品為基礎的模式來驅動全球增長的主題，轉變成基於對基礎設施和戰略資源進行大量投資的經濟模式。

除了去全球化主題之外，回顧來年經濟和金融前景的關鍵要素也很重要：

- 全球增長非常虛弱，歐元區和英國可能出現經濟衰退。
- 通貨膨脹率與2022年相比有下降，但持續存在且仍高於央行設定的目標。
- 絕大部分未同步的經濟政策，反映出國家之間的分歧。
- 高於2022年的名義和實質利率，因此對市場不利。

- 在央行減少對政府債券市場支持的背景下，關於政府財政政策的可持續性的焦慮日益加劇。
- 企業利潤率在這種情況下必然會下降，包括歐洲的利潤可能縮減5%到10%。
- 高收益債券的違約率將上升，但不會達到2008/2009年經濟衰退時的水平。

對資產類別配置的可能影響

這種投資框架乍看之下似乎會導致人們對股票市場持謹慎態度。然而，在經歷2022年的重大修正之後，主要反映利率的上升，但也反映盈利前景的虛弱，我們認為投資者應該在未來幾年重新發現股票的長期基本面吸引力：價值創造及股東回報。歐洲和中國已經很嚴重修正估值倍數，而美國的修正比較溫和，這溫和修正在經濟上無疑更具復原力。在撰寫本Global Outlook之時，這一修正可能尚未達到最後階段，但因此應在2023年會找到一個低點。而且，各央行即將推出的貨幣政策轉向時機可能示意成長型股票的復甦。在那之前，應該優先考慮收益/優質風格。

2023這一年也應該標誌公司債券吸引力的重新出現。似是而非的是，對於債券界的投資者而言，形勢仍然異常複雜：由於各國央行持續加息（其最後階段仍然高度不確定）以及政府債券的極端波動性，如果投資者開始擔心國債比率的可持續性，該波動性可能會在2023年保持在高位。

在企業方面，衰退強勁（以及某些地區的經濟衰退）可能導致違約率升高，而利率上升和某些央行資產負債表的減縮正在促使市場流動性枯竭。這導致公司債券風險溢價急劇擴大，包括投資級債券。環境因此非常有利於重組到期的3-5年期投資級債券的投資組合，其收益率遠高於預期未來五年的通脹率。這簡直是10年來最好的切入點。

結束負利率使貨幣市場和非常短期的債券投資更具有吸引力。反之，所有替代零利率或負利率的投資（特別是具流動性帶中等風險的對沖基金，並其套利高槓桿率頭寸）可能會導致投資者興趣下降。

最後，資產的整體高波動性為期權策略和結構性產品提供令人感興趣的機會。

對按地理配置的可能影響

這些趨勢導致投資設想在地理上的幾個轉捩點：

- 國家和公司的工業模式逐漸衰弱，因為當初過度依賴進口/再出口以及依賴受到新地緣政治框架削弱的能源模式，例如德國。
- 中國的經濟和地緣政治風險溢價可能仍將居高不下，中國的估值非常有吸引力，但對美國的機構投資者來說可能不再是可供投資的。
- 國家、行業、和經濟模式更加脆弱，在過去十年受低利率政策和現在更脆弱的房地產行業的支持。
- 預計國家風險仍將居高不下，而投資者應該將新的衝突風險納入風險溢價。

- 強勢美元可以 i) 不公平對待某些新興市場（在某些國家是輸入性通脹，而對某些與美元掛鉤的國家是強制性收緊貨幣政策），ii) 影響美國出口商，以及 iii) 支持在歐洲或在新興市場內的跨國公司以美元計算的業績收入。

對行業股權配置可能的影響

在行業和主題方面，這個框架也可能導致重新評估我們的偏好：

- 在確認我們著重於優質型股票和高收益型股票並且增加我們對歐洲出口商的短期權益的同時，這種結構性背景最終將導致更青睞內資股票，特別是那些面臨上述投資問題（戰略性自主、可再生能源、基礎設施）的股票。
- 雖然再內部化/再工業化風險引發許多虛假希望，但另一方面，機器人化仍然是很好的投資主題，機器人化是工業公司必須同時提高生產力（面對通貨膨脹成本）和局部生產地遷移的必要條件。
- 地緣政治框架的不確定性應該仍然是支持安全和國防投資主題的因素。
- 這些主題可能比全球消費主題的價值更有引人關注的性質。

房地產：是對抗通貨膨脹和地緣政治的避風港，還是景氣循環週期的結束？

房地產由於其租金的指數化能力，是抵禦通貨膨脹的良好長期保護工具。但是，在利率上升的階段和強勁的經濟放緩階段，情況就不那麼符合事實了，這兩階段會導致對住宅物業的償付需求減少，以及租金需求向商業或辦公物業中的最佳資產兩極分化。

在投資者方面，從國債轉向房地產（和公司債務）的保險公司等機構投資者，現在可能更為謹慎。過去兩年（在供應短缺、經濟復甦、和低利率等積極因素的合併作用下）非常強勁的價格上漲，自2022年夏季以來已開始逆轉。借貸利率上升幅度（美國30年期抵押貸款利率為7%）正在機械式地惡化買家的償付能力，並令該行業的經濟學家感到擔憂，擔心會出現修正。

這種不太有利的框架可能會在供應短缺且仍然高度搶手的細分市場（住宅物業，尤其是高檔/豪華，首府城市中具有環境特色的市中心辦公室）中出現細微差別，並且通常擺脫對需求的負面作用。不僅如此，儘管關於去全球化和電子商務對生態影響仍多辯論，但對物流的興趣應該仍然相當高，從而有助租金上漲。最後，而且似是而非的是，經濟衰退階段轉化為住房和辦公樓生產的放緩，導致因危機結束而出現緊張時期，但中國等市場除外，因為仍然供過於求且該行業正在重組。

一旦利率和放緩階段經過消化並進行過價格調整之後，房地產市場的趨勢應該會回到對投資者更有利，特別是那些不受融資條件增加所限制的投資者。

私募股權: 反映全球趨勢

私募股權近年來異常受歡迎，反映出一系列非常有利的因素，主要是：資產類別的民主化/主流化和獲得融資（曾經導致基金規模增長非常強勁），以及近年來非常強勁的表現，這讓投資者感到他們有可能擺脫在股票市場遇到的困難。然而，在中期之內，對於類似的行業，除了提高併購交易估值倍數的控制權溢價之外，非上市交易的估值總是會以調整作結。

因此，近年來所收購的公司的退出倍數 (exit multiples) 可能會降低近年來的創紀錄水平的投資回報率，雖然仍高於上市股票界的中期回報率。

最終，私人資產將繼續反映在其他地方所觀察到的趨勢：

- 私募市場估值未來可能出現波動，除了那些已經計入LBO¹⁵大盤股和風險投資的之外，即使2022年運營指標保持穩健，但2023年利潤率出現相當明顯的運營惡化。
- 例如，收益率的回報會增加私人債務或基礎設施的回報。
- 目前和未來交易的股權估值下降，這對目前籌集或投資的基金的股本回報率是非常好的兆頭：市場重新變得對投資者友善。
- 這種勢頭在二手市場中應該會保持非常強勁。這應該是由幾項因素驅動的，一方面是近年來機構投資者可能過度配置（其配置受到投資組合中上市部分下跌的影響），另一方面是面對資金外流可能放緩，而需要市場流動性。
- 經過多年將資金專注投入於科技、醫療保健、和消費之後，戰略性行業和能源轉型行業（從基礎設施到工業回收行業的創新科技）的投資權重可能會更大。具有與上市市場相比的主要優勢：可以接觸到比跨國公司更多的利基參與者和國內參與者。



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer

15 - Leveraged buyout (槓桿化控制股權收購)。

06

| 全球覆盖



品牌故事

145多年來，我們一直為全球的企業家和家庭提供建議，以專業的財務建議和卓越的個性化服務為其提供支援。

直到今天，我們仍在為作為個人的每一位客戶服務，幫助他們創造、保護和傳承財富。

真正的個性化服務可與我們的客戶產生共鳴，結合歐洲五大銀行之一Crédit Agricole Group的財務實力和互補專業知識，為全球企業家和家庭帶來創造價值的獨特方式。

東方匯理財富管理

在東方理財富管理，我們基於長期關係、金融專業知識和我們的國際金融網絡，匯集了極為豐富的專業傳統：

亞太地區

香港

Suite 2918, Two Pacific Place
88 Queensway
Hong Kong
電話：+852 37 63 68 68

努美阿

Le Commodore - Promenade Roger Laroque, Anse Vata
98800 Nouméa - New Caledonia
電話：+687 27 88 38

新加坡

168 Robinson Road
#23-03 Capital Tower
068912 Singapore
電話：+65 64 23 03 25

歐洲

布魯塞爾

Chaussée de la Hulpe 120
Terhulpesteenweg
1000 Brussels - Belgium
電話：+32 2 566 92 00

日內瓦

Quai Général-Guisan 4
1204 Geneva - Switzerland
電話：+41 58 321 90 90

盧森堡

39, Allée Scheffer
2520 Luxembourg
電話：+352 24 67 1

馬德里

Paseo de la Castellana 1
28046 Madrid - Spain
電話：+34 91 310 99 10

米蘭

Piazza Cavour 2
20121 Milan - Italy
電話：+39 02 722 061

摩納哥

11, Boulevard Albert 1^{er}
98000 Monaco
電話：+377 93 10 20 00

巴黎

17, Rue du Docteur Lancereaux
75008 Paris - France
電話：+33 1 40 75 62 62

中東

阿布達比

Zayed The 1st Street- Al Muhairy Center
Office Tower, 5th Floor office 504,
PO Box 44836 Abu Dhabi
電話：+971 2 631 24 00

杜拜國際金融中心

Al Fattan Currency House, Tower 2
Level 23 Unit 4 DIFC
PO Box 507232 Dubai
電話：+971 4 350 60 00

07

| 附錄



BLS: 美國勞工部勞動統計局。

BNEF: 彭博新能源財經。

CBO: 美國國會預算辦公室。

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。

Friendshoring: 是美國財政部長Janet Yellen所使用的術語，表示承諾與「堅定地遵守一套如何在全球經濟體中運作的規範和價值觀以及如何營運全球經濟制度」的國家合作（或轉移到這些國家）。

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。

Mercosur (南方共同市場): 南美國家之間的戰略貿易聯盟: 阿根廷、巴西、巴拉圭、烏拉圭。

Nearshoring: 經濟合作暨發展組織(OECD)將區域化或近岸外包描述為遷移以前離岸外包的活動的決定不必然遷回到公司的母國，而是到鄰國。

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。

RCEP: 《區域全面經濟夥伴關係協定》，太平洋周邊十五個國家之間自由貿易協定: 文萊、柬埔寨、印度尼西亞、老撾、馬來西亞、緬甸、菲律賓、新加坡、泰國、越南、澳大利亞、中國、日本、韓國、新西蘭。

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。

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。

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。

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。

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): 美國聯邦儲備局的貨幣政策機構。

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。

免責聲明

本文件題為《Global Outlook》(「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或/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、市場價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，從事本冊子中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)。
- **在意大利：**該冊子由位於意大利米蘭 Piazza Cavour 2 郵區：米蘭 20121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. Pellli 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2918室。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, 068912 Singapore。在新加坡，本冊子針對被視為高淨值資產人士，或者根據新加坡《證券暨期貨法2001》的特許投資者、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。
- **在杜拜國際金融中心：**本出版品/手冊由CA Indosuez (瑞士) SA, DIFC分行分發。地址：Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai - 阿拉伯聯合酋長國。公司受迪拜金融服務管理局 (DFSA) 監管。本出版品/手冊僅供專業客戶和/或市場交易對方使用，任何其他人均不得據此行事。本出版品所涉及之金融產品或服務將僅提供給符合DFSA所規定之專業客戶和/或市場交易對方客戶。本出版品僅供參考之用。不得將其解釋為購買或出售要約或招攬購買或出售任何金融工具或參與任何司法管轄區內的任何特定交易策略的要約。
- **在阿聯酋：**本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, 阿布達比代表處，Zayed-The 1st Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 5th Floor office 504, 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： Getty Images。

2022年10月31日編輯。

