

逆风破浪 复苏持续

2022 年第一季度市场展望

东亚睿智 2022 | 第一季





目录

第一部分：全球宏观的“3P 视角”

Pandemic 疫情重燃：疫苗接种与变种病毒的竞赛

Policy 政策分化：中美两国调控周期错位

Politics 国际大选年：增添市场不确定因素

第二部分：全球主要经济体展望

中国经济展望

美国经济展望

欧元区经济展望

英国经济展望

第三部分：全球股市展望

发达市场股市展望

中国及亚洲股市展望

绿色低碳：组合中不可或缺的投资

其他影响市场的重要因素

第四部分：全球债市展望

环球利率：牵一发而动全身

投资策略：逆风中的投资机会

中国及亚洲债市展望

第五部分：全球外汇市场展望

美元

人民币

澳元

纽元

欧元

英镑

日圆

第六部分：全球商品市场展望

投资策略

黄金

能源

可持续能源

第一部分： 全球宏观的“3P 视角”

进入2022年，我们仍然处于“百年未有之大变局”的进程中。新冠肺炎疫情不断演变蔓延，地缘政治形势风云诡谲，全球供应链受限导致通胀持续高企等因素对经济复苏构成扰动。我们将题目定为《逆风破浪，复苏持续》，意谓即便面对无法改变的逆风，重点在于保持正面的信念，在惊涛骇浪中突破盲点，勇往直前。



在此大背景下，我们认为投资者在今年第一季度可以重点关注以下三方面宏观因素，我们将其总结为“3P 视角”：Pandemic（疫情）、Policy（政策）、Politics（政治）。

1.Pandemic 疫情重燃：Omicron 的威力较弱但传播性高。圣诞及新年假期的节日效应下，料全球新增确诊人数将持续高企，医疗系统受压下被迫再次收紧防疫措施，阻碍国际交流。接种率偏低的新兴市场受打击将更甚于发达市场。但疫苗研发的突破或将抵消负面影响，结果取决于全球疫苗覆盖率与变种病毒传播率的竞赛。

2.Policy 政策分化：美联储确立了加快紧缩流动性步伐并预告多次加息，主要央行亦步亦趋，但部分境外央行受制疫情升温，政策举棋不定。而中国央行稳增长压力较大，我们预计今年上半年反而是其降准降息的重

要时间窗口。我们对货币政策能否完全解决现今的全球结构性通胀依然存疑，但通胀水平逐步下滑依然是较大概率事件。

3.Politics 国际大选年：民调显示美国执政民主党的支持度偏低，若未来两年想延续控制参众两院，其政策趋向料会更加激进。中美关系或会成为全球关注的焦点，但总体摩擦预计保持在可控程度。除了美国，法国、韩国和中国香港等国家与地区皆将举行选举，中国亦将在下半年迎来举国关注的“二十大”。

从这三大视角出发，我们基本可以窥见今年投资者可能面临到的主要风险点。然而所谓“祸兮福之所倚”，识别把握这些风险点可能也正是我们获取超额收益的重要来源。譬如疫情不同演变情境下对不同区域与行业产生非对称影响所带来的结构性机会；譬如中美政策分化背景下境内外

股债市走势可能出现背离的逻辑链条；再譬如国际政治选举大国的博弈与竞合或发挥更加淋漓尽致，如何规避可能受损较大并探寻相对受益的行业与企业……不一而足。我们也将在下文中为投资者详尽展开分析。

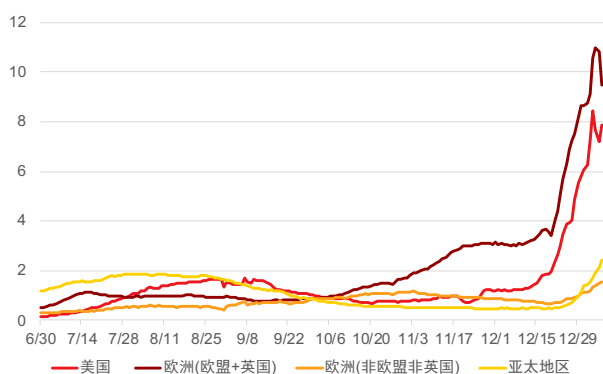
Pandemic 疫情重燃：疫苗接种与变种病毒的竞赛

■ Omicron 对市场的影响将逐步淡化

2021 年 11 月 14 日，南非确诊全球国首例 Omicron 病例，普遍的医学报告显示虽然引致重症的机率较低，但 Omicron 的传染性却比过去的变种类型更高。12 月起已有多个欧洲国家决定再度收紧防疫措施，包括封国封城、强制国民戴口罩、疫苗通行证及减少节日聚会等措施，宣布后却导致部分国民不满并爆发多场示威。截至 2021 年底，个别国家感染人数屡创新高，欧洲及美国的每日新增确诊人数以十万计。进入 2022 年后，全球首周确诊病例更是突破 1000 万。世界卫生组织（WHO）发言人对媒体表示，全球不断上升的病例令人非常担心，并预计今年春天或会导致高达 50 多万人死亡，但我们相信疫情对投资市场的影响是可控的。

仔细观察各国家及地区确诊人数的每日变化，发现恶化主要集中在美国、英国和欧盟区域，亚洲和非欧盟的欧洲国家未见大幅增长，甚至出现一定下跌的趋势，这种疫情发展的不同步有利于投资避险的操作。

各国或地区确诊人数的每日变化（十万人）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

我们跟踪自 2020 年 2 月起已确定的全球新冠肺炎死亡率数据，发现其走势大致上与 MSCI 世界指数呈现明显负相关。如今 Omicron 病毒即使令全球感染人数急升，但重症率相对可控，且死亡人数并未呈现明显上升。我们预计只要死亡率能维持在 2% 以下，对于全球资本市场的影响或较为有限。

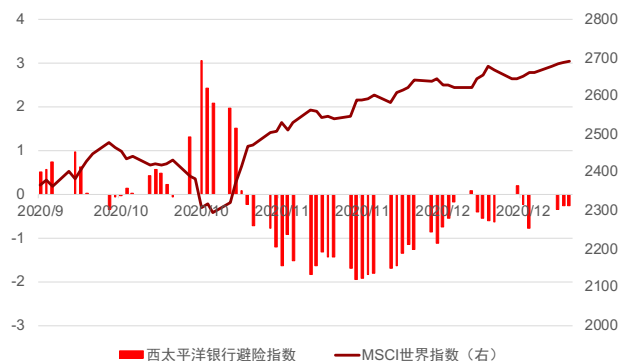
MSCI 世界指数与全球死亡率



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

回顾过往，2020 年 10 月初在印度首次发现 Delta 病例，其后迅速传播并刺激避险情绪急升，当时 MSCI 世界指数下跌约 7%。此后在各地收紧防疫、加快疫苗接种等措施下，各地股市出现反弹，全球避险情绪随之回落，影响时间约一个半月，如今亦可以此作为参考。

MSCI 世界指数与西太平洋银行避险指数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据自 2020 年 9 月 30 日至 12 月 30 日

| 全球宏观的“3P 视角”

另外，各大药厂早些时候宣布针对 Omicron 的疫苗将会在 2022 年上半年上市，减轻市场忧虑。加上全球正在修正现行的抗疫目标和条例，并已开始新一轮措施：包括“动态清零”概念有助于更持久和有弹性地抗疫；鼓励接种第三针加强剂；基于公共卫生安全下收紧出行（如强制接种）和国际通关要求（如疫苗护照）等，相信 Omicron 对投资市场的影响将在第一季度将逐步淡化。

■ 全球疫苗接种失衡或为潜在风险

新冠病毒何时或如何变种，在现今的医疗技术上仍无法控制，我们认为 Omicron 也大概率不是最后一员。虽然处于被动状态，但疫苗接种仍是可行且有效的主动抗疫方法。可是在有限资源、国际关系，甚至自私心态下，全球疫苗接种失衡和浪费才是世界卫生组织（WHO）多次强调的问题。过去半年，浪费疫苗的例子比比皆是，如尼日利亚销毁超过 100 万剂已过期的疫苗，甚至美国疾病控制和预防中心（CDC）统计美国去年浪费了最少 1,510 万剂疫苗。



病毒面前不分贫富，全球疫苗接种失衡造成的“环回效应”（loopback effect）只会在成熟和新兴市场之间循环，打击全球刚复苏的经济：

- 提供原材料和生产力的新兴市场，接种率偏低下经济仍未重启，但成熟国家的需求正在复苏，落差造成全球供应链紧张，生产物价上升导致结构性通胀；
- 国际性通关令互相感染机率上升，但封国封城窒碍经济复苏，形成两难。

为应对全球囤积和浪费，世界卫生组织（WHO）与国际货币基金组织（IMF）合作制订疫苗贸易追踪系统（WTO-IMF COVID-19 Vaccine Trade Tracker），按照疫苗类型、经济体及供应安排，提供疫苗贸易和供应数据。该系统会追踪：

- 出厂的最终疫苗产品到受惠经济体接种的剂量；
- 送往受惠经济体后国内供应（非转售或转赠）的情况；
- 疫苗主要供应国与其他来源进行比对（如出厂国家或地区总剂量）。

囤积和浪费只是全球疫苗接种不均原因之一，新兴国家和地区自身在抗疫上的执行能力、鼓励接种（宣传和教育）工作等仍须全球通力合作。

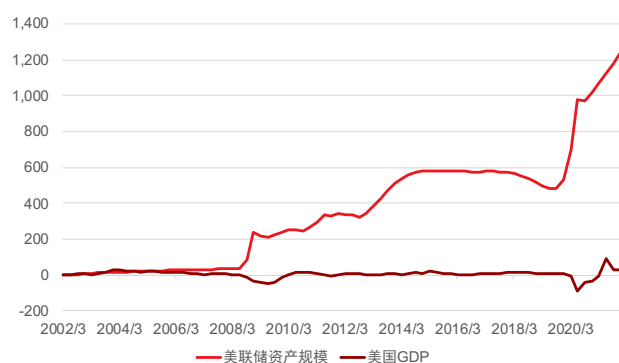
总体而言，我们认为虽然世卫秘书长谭德塞此前曾表示疫情大流行将在今年进入尾声，但预计对经济和投资的后续影响将会持续。在基准情形下，按照目前新冠病毒变异情况看，符合病毒向感染能力变强但重症率降低的一般趋势，加之疫苗接种率总体迈向构建免疫屏障比例，预计 2022 年全球抗疫情势或曙光乍现，有利于缓解目前的高通胀局面。|

Policy 政策分化：中美两国调控周期错位

■ 美联储货币政策逆转：

自 2008 年起，当全球经济遇上大规模的衰退时，各地央行都会依赖宽松的货币政策，期望通过大量的流动性投放防止经济萧条，以及利用投资市场的财富效应去遏止风险蔓延，争取时间找出解决方案。过去 20 年，美联储的资产规模由不足 8,000 亿美元飙升至今天约 9 万亿美元，升幅近 12 倍，期间国内生产总值（GDP）规模增长仅约 30%。反映增加的流动性推动实体经济的效能存疑。

美联储资产规模与美国 GDP



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 28 日

另外，宽松货币政策的边际效应每况愈下，但副作用却愈见明显。美国社会贫富悬殊加剧和国际间输入性通胀，投资市场扭曲了资产的功能和定价系统。传统上债券视作价值平稳的收息工具，但当利率多年来持续下跌，债券的投机活动，全球性企业过度借贷等问题随时间增加。相反，低息环境下投资股票反而变成了收息工具，过量的游资刺激高估值的投机活动，助长市场上出现高溢价常态，产生更大的投资风险，甚至衍生出多种高风险的另类投资。

自 2021 年 7 月起，美国的通胀拾级而上，但美联储主席鲍威尔却多次公开表示通胀属于“暂时性现象”并回避讨论加息。9 月份会后公布的“利率点阵图”显示 2022 年将加息 1 至 2 次，其中仍有一半委员有所保留。但 12 月份会后却显示全体委员一致同意 2022 年加息，并将是 2 至 4 次，中位数走势比芝加哥商品期货交易所（CME）的联邦利率期货预测更加进取。

经济预测方面，美联储对今年的经济表现比市场略偏乐观。不单实际 GDP 增长高过市场预测，核心个人消费支出将由去年 12 月份 4.6% 急降至 2.7%，暗示今天市场对通胀失控的担忧将会消失。失业率的预测则更加乐观，由去年 12 月的 4.2% 下跌至 3.5%，相当于过去 20 年的最低水平。

美国 2022 年经济预测：

机构	实际 GDP (%)	核心个人消费支出 (%)	失业率 (%)
美联储	4.0	2.7	3.5
彭博综合预测	3.9	3.3	3.9

数据来源：美联储、彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 26 日

“三十年河东、三十年河西”，当美联储在 2021 年 11 月议息会议上确定启动 QE Taper，并在 2022 年开启有望持续数年的加息周期，或对中长线投资环境影响深远。预期均值回归下，多年来资产价格的定价之锚将出现变化，流动性主导的资本世界亦将随之终结，同时开启长线更加关注企业内在价值的投资策略。

| 全球宏观的“3P 视角”

■ 加息预测：2022 年美联储或加息 2-3 次

美联储最新公布点阵图预计今年加息次数为 2-4 次，但我们认为基本预测（base case）今年将加息 2 次，经济表现理想的情况下才会有第 3 次。时间方面，预期第一次将在 3 月或 5 月，第 2 次在 6 月或 9 月发生，第 3 次（如有）将会是 12 月。

一般认为，官方基准利率与当地 GDP 增速存在一定正相关，经济增长下加息是理所当然，反之则反是。我们观察过去 30 年美国 GDP（同比数据）与联邦利率（上限）的比例，普遍都徘徊在 0.8 水平。直到 2009 年推行多次量宽后，比例出现较大变动。直至 2015 年，时任美联储主席伯南克确立收紧流动性，比例又回归历史水平。其后疫情大流行至今，比例以更大幅度波动。

如今美联储主席鲍威尔确定收紧流动性，以 GDP 增长 4.9% 和比例值 19.6 计算，须加息 4 次（每次 0.25%）才回归至 2009 年后的均值 3.9。如以美联储对今年 GDP 预测 4% 计算，只须加息 3 次。另外，2010 及 2015 年均值回归的所需时间约为 1.2 年，因此按季加息 1 次作为基本预测实属正常。当然，如经济增长不似如期（疫情或中美关系）或通胀下跌比预期更快，较保守地加息 2 次亦是合理。



美国 GDP（同比）与美国联邦利率（上限）之比

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 9 月 30 日

其他考虑因素包括：

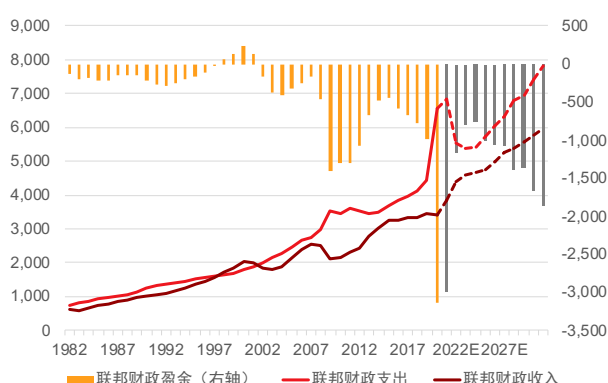
- 美联储主席鲍威尔表示，完成减少购债后才会考虑加息，即最快在 3 月或之后。
- 过去 20 年，7 月 FOMC 会议中改变利率的情况只出现过 1 次（2019 年），因此较有可能发生在 6 或 9 月。
- 美国中期大选将在 11 月 8 日举行，而美联储议息会议在 11 月 2 日，传统上选前加息概率不大。
- 鲍威尔指通胀问题并非唯一考虑因素，未来更关注结构性就业问题，但承认目前问题并非能通过货币政策完全解决。
- 参考 2013 年时任美联储主席伯南克收紧流动性的操作，完成 QE Taper 后，可以停止把到期证券的本金再投入市场，加息并非唯一选项。根据美国联邦债务到期年份的分布，今年债务到期金额是未来 30 年最高水平，高达 8 万亿美元，当中 99% 为国债，1% 为非国债，美联储大有空间收回已投放的流动性。
- 即使选择续期，中标利率亦不会太高，否则增加利息支出将是往后数十年财政预算的恶梦，令美联储议息时有所顾忌。
- 传统上税务政策更有效解决结构性经济问题，例如富人税或资产增值税可吸收市场过剩的游资和资产泡沫，同时资助低收入人士免税额或补贴，鼓励就业，降低贫富差距。

■ 美国财政政策：2022 年刺激力度或呈现边际下降

2021 年 11 月 15 日，美国总统拜登正式签署了美国几十年来最大的基础设施一揽子计划《基础设施投资和就业法案》（以下简称《基建法案》），该法案支出总规模高达 1.2 万亿美元，其中设计新增支出规模 5500 亿美元。另外《重建美好未来法案》也正在推进过程中，目前众议院层面已通过了 1.75 万亿美元的刺激方案。

从长远来看，疫情后美国通过的天量财政刺激方案仍将在未来十年继续发挥扩张性作用，使得美国联邦政府的财政赤字进一步扩大，并对实体经济产生积极影响。然而具体到 2022 年，由于前两个年度的财政支出过于庞大，而美国财政赤字规模持续创出历史新高，我们预计刺激力度或呈现边际下降。根据美国国会预算办公室（CBO）的预测，2022 年美国财政赤字将下降到约 1.2 万亿美元左右。

美国单年度财政赤字 2022 年将呈现大幅回落



数据来源：CBO，东亚中国财富管理，截止时间：2021/12/1

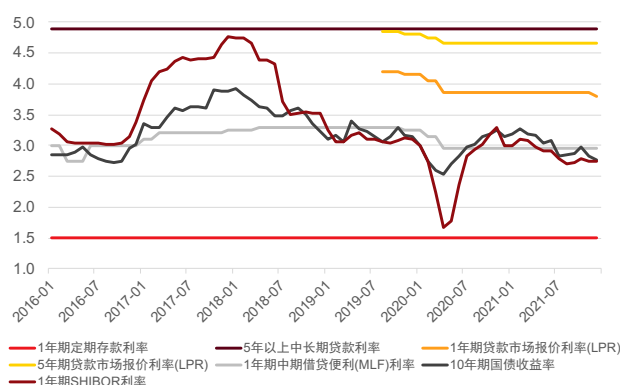
■ 中国政策“以我为主、稳中有松”，与美国产生分化

2021 年 12 月上旬，一年一度的中央经济工作会议召开，会议公报中指出中国经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱等三重压力”，为了确保经济运行在合理区间，“2022 年稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”，“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续”，这几个论述基本奠定了今年相对宽松的政策基调。

我们通过对近年来货币政策的表述研究发现，“灵活适度”分别出现在 2016 年、2020 年的货币政策部署中，都对应着宽货币、宽信用的年份；而偏中性的 2019 年是“松紧适度”，相对偏紧的 2017 年、2018 年都提到了“管好货币总闸门”，以此看来，2022 年货币政策“稳中有松”的趋向不言自明。而此前，央行在《2021 年第三季度中国货币政策执行报告》中，也删除了延续多时的“管好货币总闸门”。

中央经济工作会议召开几乎同时，央行年内第二度全面下调了存款准备金率 0.5%，并引导一年期 LPR 于 12 月 20 日下降 5 个基点，时隔 20 个月再度发生下调。

中国主要政策端与市场端利率



数据来源：Wind，东亚中国财富管理，截止时间：2021/12/20

另外，财政政策在 2022 年大概率前置。目前提前批专项债已下达 1.46 万亿，不排除后续还将有第二批提前下达，结合 2021 年四季度专项债发行金额投入项目，预计约有接近万亿规模的专项债资金将在一季度形成支出。上半年基建有望出现“高个位数增长”。此外，“减税降费”也将成为明年备受期待的政策亮点之一。

Politics 国际大选年：增添市场不确定因素

■ 美国中期大选：历史数据不利执政党

美国中期大选是指总统任期（共 4 年）中间，即第二年的 11 月第一个星期二举行的定期选举（本次为今年 11 月 8 日），包括众议院全部及参议院部分议席将会改选，个别州亦会同时选出新任州长。

过去 10 次中期大选，选举后时任总统所属政党同时控制两院的结果只出现了 1 次（2002 年）。反映选举结果普遍对时任总统所属的执政党不利，暗示今年拜登所属的民主党未来两年延续“蓝色浪潮”的机率偏低。

过去 10 次美国中期大选结果和时任总统名单

年份	时任总统	所属政党	中期大选后众议院控制权	中期大选后参议院控制权
1982	里根	共和党	民主党	共和党
1986	里根	共和党	民主党	民主党
1990	乔治 HW 布什	共和党	民主党	民主党
1994	克林顿	民主党	共和党	共和党
1998	克林顿	民主党	共和党	共和党
2002	乔治 W 布什	共和党	共和党	共和党
2006	乔治 W 布什	共和党	民主党	民主党
2010	奥巴马	民主党	共和党	民主党
2014	奥巴马	民主党	共和党	共和党
2018	特朗普	共和党	民主党	共和党

数据来源：美国参众两院网站，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 24 日

根据美国民调网站 FiveThirtyEight 提供的数据，截至 2021 年 12 月 23 日，现任美国总统拜登的支持率与不支持率分别是 43.3% 和 51.5%，净支持率已跌至负 8%。另外，比较过去 10 次中期大选期间的前 6 任总统，拜登的前 338 天执政支持度净支持率全程低于其中 4 位（里根、乔治 HW 布什、乔治 W 布什和奥巴马），与克林顿的走势相若，但高过上任总统特朗普。虽然历史数据不利执政民主党，但可喜的是民调仍较上届政府为佳，为民主党继续控制两院带来一点曙光。预期未来多月拜登的选举工程须比以往更加进取以期能在选举中抢得先机。

■ 中美博弈：似曾相识的情境

根据《华尔街日报》报导，蒙莫斯大学在 2021 年 12 月 8 日进行的民调显示，当前美国人最关心的是“疫情大流行”、“通货膨胀”和“日常支出”，而大部分受访者认为政府在这些问题上的表现令人失望。该民调结果与拜登支持度的走势相若。自 8 月 30 日出现净支持率转负值后，通胀与疫情皆转趋恶化，逐步令净支持率负值扩大。

毕竟国内的深层次问题并非朝夕能够解决，距离中期选举不足一年，最快能够吸引选民眼球的，相信是对外政策，预料中美关系将是选情焦点之一。这情境并不陌生，上任总统特朗普执政时，对华策略及对投资市场的影响便可作当前的参考。

拜登上任至今，与特朗普政府的对华战略框架基本没有改变，预期操作将与特朗普时代大同小异，主要在美国主导性较强的领域加压。中期大选临近，若拜登的支持率进一步降低，料对华手段将比特朗普时代更趋强硬。

投资策略方面，中美进一步脱钩势将成为未来难于揣测的因素，可能打击投资气氛。可应对的策略包括：

- 增加业务的上 / 中 / 下游皆同一产地，即所谓“纯中国”或“纯美国”企业持仓；
- 基础设施更新将是支持美国经济复苏的主轴之一，亦可减轻对外的依赖，有利基建、原料、工业等相关板块，房地产信托（REITs）亦是较保守的选择；
- 关注中美两国分歧较小的领域：诸如在格拉斯哥气候峰会中美达成《联合宣言》后绿色低碳的主题投资机遇。

中美关系愈加紧张，资金和板块轮动将更剧烈，组合调配须更敏捷和果断；料拜登将尽量拉拢朋友和盟友同行，投资风险的覆盖面更广，组合分散和平衡更显重要。

■ 其他国际大选：求变情绪或带来意外结果，中国资产或将成为稳定压舱石

除了美国，今年世界各地都将由重要选举进行。但持久的疫情和长期的贫富差距对执政党不利，求变的心态或影响现行的政策，间接影响投资市场内资金的部署和流动，增添美国市场以外的投资风险。

2022 年部分国家地区政治选举时间表

国家 / 地区	选举	举行日期
韩国	总统大选	3 月 9 日
中国香港	特首选举	3 月 27 日
法国	总统大选	4 月 10 日
匈牙利	国会大选	5 月（疫情影响下待定）
菲律宾	总统大选	5 月 9 日
美国	国会中期选举	11 月 8 日

数据来源：综合网站数据，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 24 日

韩国总统大选将在较为严峻的疫情下举行。韩国规定总统任期 5 年，不得连任，即现任总统文在寅执行的外交，尤其中美竞争中的角色及与朝鲜关系有可能改变。截止 2021 年 12 月 24 日，目前执政的“共同民主党”和在野的“国民力量党”皆未占据绝对优势，选举结果将影响东北亚稳定性。

中国香港特首选举更是直接影响特区未来 5 年的发展，包括民生（例如房屋政策）、经济（例如金融中心地位）和香港与内地融合等事务。

现任菲律宾总统杜特尔特宣布不参选后，截至 2021 年 12 月 24 日，其长女萨拉和小马可斯的支持度领先对手。选择结果将影响东南亚地区，尤其与中国的海上争端，甚至南海地区的军事行动，直接影响区域内投资气氛。

德国三大政党签署联合执政协议，所谓“红绿灯”联盟，代表默克尔时代正式结束。但遗留多项议题，包括国内疫情、经济转型，以及气候议题及与欧盟关系，都有待新任政府解决。

在德国政策未明时，投资市场焦点则放在法国，法国总统选举举足轻重。新任总统对国内和欧洲政经的取向，如法国与英国在脱欧后的争端，更会影响欧央行未来的政策。截止 2021 年 12 月 12 日的民调显示，若能晋级第二轮投票，法国共和党总统候选人佩克雷斯支持度为 52%，高过争取连任的总统马克龙的 48%，有望成为第一位法国女总统。

最后，举国关注的“中共二十大”预计将在四季度召开，全年政策基调都将以“稳健”为主，资本市场表现出现大起大落的概率不大，预计目前估值相对合理的中国资产可能成为投资者面对风险的避风港与压舱石。|



The background of the slide is a photograph of a sunset or sunrise over the ocean. The sky is filled with dark, heavy clouds that are illuminated from below by the sun, creating a vibrant orange and red glow. The sun itself is visible as a bright yellow-orange orb on the horizon. The ocean in the foreground shows gentle waves with white foam, reflecting the colors of the sky. A solid red rectangular overlay is positioned in the center-left of the image, containing the title text in white.

第二部分： 全球主要经济体展望



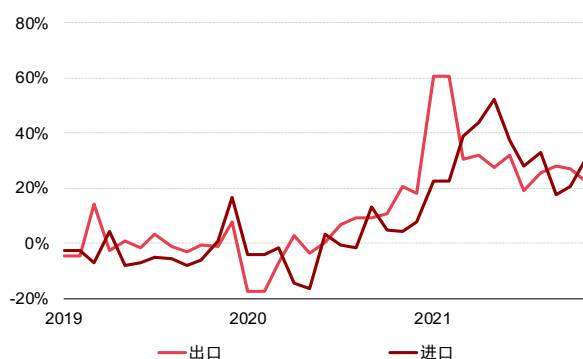
| 中国经济展望

■ 11 月份中国经济连续企稳，然整体疲弱态势未改

最新公布的 11 月份国民经济数据显示中国宏观经济连续两个月企稳并超出预期，然而整体疲弱态势仍然没有根本性扭转。其中，中国贸易数据持续录得亮丽增长，各国对中国制造产品的需求仍然稳固。11 月出口同比上升 22.0%，高于市场预期的 20.3%。另外，11 月份进口同比上升 31.7%，高于 10 月份的 20.6%。

随着出口表现强劲，工业生产数据较预期更佳，同比增速从 10 月份的 3.5% 提升至 11 月份的 3.8%。因一连串抑制煤炭价格飙升的政策措施，工业生产物价压力开始缓和。11 月份生产者物价指数（PPI）同比增长 12.9%，虽仍处于高位水平，但较 10 月份历史高位的 13.5% 出现下滑，我们预计 PPI 高点已现，后续或持续回落。

中国进出口同比



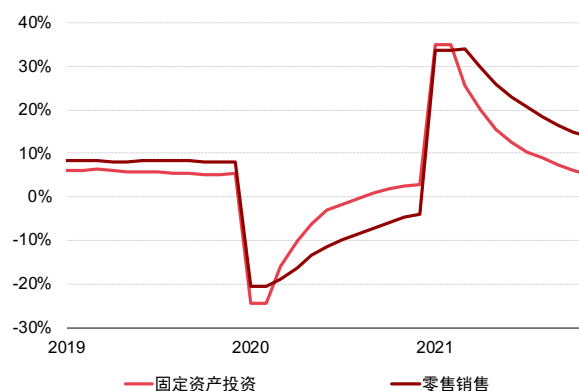
注：1 月及 2 月数据为两个月份的平均升幅。

资料来源：海关总署，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 7 日

与外贸相比，国内消费市场相对疲弱。虽然有“双十一购物节”加持，但 11 月社会消费品零售额当月同比增长 3.9%，仅略高于市场预期的 3.5%。此外，在低基数影响下，消费者物价指数（CPI）同比增速从 10 月份的 1.5% 提升至 11 月份的 2.3%。而 11 月城镇调查失业率轻微上升 0.1% 至 5.0%。

11 月投资指标保持平稳。2021 年 1 月至 11 月累计固定资产投资同比增长 5.2%，较前 10 个月 6.1% 的增幅进一步放缓。基础设施投资累计同比增速亦从前 10 个月的 1% 放缓至 0.5%。房地产投资同比上升 6.0%，较上月 7.2% 持续减慢。

中国累计固定资产投资及零售销售同比 (%)

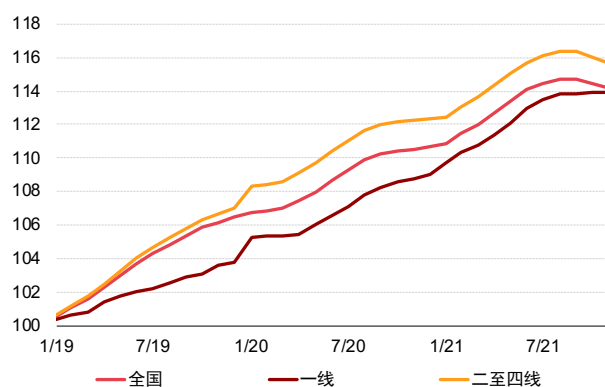


资料来源：国家统计局，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 15 日

■ 房价维持下行趋势，调控边际放松

11 月份 70 个大中城市房价环比下跌 0.3%，较 10 月份 0.2% 的环比跌幅扩大。受部分民企开发商违约事件困扰，市场情绪仍然悲观，多家民企开发商遭遇国际三大评级机构调降评级。暗淡的市场气氛可能使开发商资金承压，从而推出各种折扣促销推广以释放存货来维持现金流。我们预计“房住不炒”的大背景不会轻易改变，但最近一系列政策已显示对房地产行业的高压态势有所缓和。未来资金流稳健的大型头部开发商有望受益，而部分实力较弱的小型房企仍有出局压力。房地产市场全面转暖仍需时日。

中国新建商品住宅价格指数 (12/2018 = 100)



资料来源：国家统计局，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 15 日

■ 人民银行降低存款准备金率，释出稳定市场的信号

主要金融数据显示 11 月信贷环境大致稳定。11 月社会融资规模存量同比增速略微加快至 10.1%，10 月同比增速为 10%。另外，11 月货币供应量 M2 同比上升 8.5%，较上月 8.7% 的同比增幅稍低。

12 月 6 日，中国人民银行宣布于 12 月 15 日下调银行存款准备金率 (RRR) 0.5 个百分点，为 2021 年第二次降准。降低 RRR 预料能向银行间市场注入 1.2 万亿元人民币的长期流动性。12 月 20 日，1 年期贷款市场报价利率 (LPR) 亦下调 5 个基点至 3.8%。这些举措呼应政府以稳定经济、缓和企业融资压力及提振市场信心为优先任务。

■ “稳增长”将成为更大的政策重心

进入 2022 年，中国经济增长，尤其在上半年仍面临着“需求收缩、供给不足、预期转弱”等三重压力。而为了推进“共同富裕”的政策目标，我们预计针对互联网、教育等相关行业的监管力度仍会持续。面对不同的下行压力，政府预计将推出不同的政策工具以抵御经济下行冲击。在 2021 年 12 月举行的中央经济工作会议，管理层强调确保来年宏观经济稳定为优先任务，来年将继续做好“六稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）以及“六保”（保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转）的工作。中国将继续实行积极的财政政策及稳健的货币政策，具体措施包括新的减税降费政策，以加强对中小企业以及个体工商户的支持。另外，我们预计政府仍将实施“稳中有松”的货币政策以维持合理充裕流动性。

展望未来，中国政府将继续转向高质量及可持续的经济增长。在 2022 年，我们预计中国国内生产总值将同比增长 5.3%，PPI 回落，CPI 则会有所抬升，同比增长达到 2.2%。



| 美国经济展望

■ 通胀高企背景下，美联储加快缩减资产购买步伐

美国 11 月通胀飙升至 39 年高位，整体消费者物价指数 (CPI) 同比增幅进一步升至 6.8%，高于上月的 6.2%。撇除波动较大的食品和能源类别，核心 CPI 在该月录得 4.9% 的同比增长率，亦是自 1991 年 7 月以来的最大升幅。几个类别的价格升幅均创历史新高。例如，11 月份新车价格同比增长 11.1%，而快餐店食品价格则录得 7.9% 的升幅。与此同时，11 月份男士服装和客厅、厨房及饭厅家具的价格也出现了创纪录的升幅。

美国通胀率 (%)



资料来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 27 日

美国劳动力市场在 11 月份的招聘情况持续改善，尽管速度有所放缓。11 月非农就业人数增加了 210,000 人，而上一个月的增幅则上调至 546,000 人。令人鼓舞的是，11 月失

业率从上月的 4.6% 进一步下降至 4.2%，接近疫情前的 3.5% 水平，而 11 月平均时薪则同比增长 4.8%。

美国非农就业职位环比 (千个职位)



资料来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 27 日

在此背景下，美联储宣布加快缩减资产购买计划，并在 12 月 FOMC 会议上暗示会加快加息。从 2022 年 1 月开始，资产购买缩减步伐将加快一倍至每月 300 亿美元，该计划预计将于 2022 年 3 月结束。此外，由于预期通胀将在 2022 年仍然高企，而失业率则将更快下降，美联储 12 月公布的利率点阵图预示，2022 年及 2023 年将各加息 3 次，每次 25 个基点，而 9 月预测时仅暗示加息一至两次。

■ Omicron 变种对 2022 年经济前景构成下行风险

目前，市场参与者普遍预计供应链限制将延续至 2022 年，而通胀至少在 2022 年上半年仍保持高企。这可能会

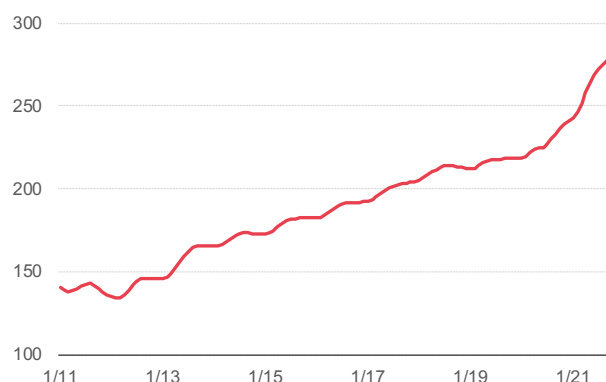
| 全球主要经济体展望

导致工资价格螺旋式上升。美国经济咨商会 (Conference Board) 12 月初发布的一项调查发现, 2022 年企业可能平均增加基本工资 3.9%, 为 2008 年以来的最高。近一半的雇主表示在劳动力短缺的情况下, 需要提供更高的工资以吸引新工人, 而近 40% 的人认为高通胀是另一个因素。截至 10 月份, 标准普尔 Case-Shiller 20 城市综合房价指数较 2020 年底上升 16%。

尽管近期通过的 1 万亿美元基础设施支出法案有望为经济复苏带来支持, 但 Omicron 变种病毒肆虐, 如果政府需要实施更严格的限制措施以遏制病毒散播, 可能会拖累消费者和企业的情绪, 并将对 2022 年经济增长构成下行风险。此外, 更多的封锁措施也将延长供应链瓶颈, 导致高通胀问题挥之不去, 促使美联储加快利率正常化进程。这可能会推高融资成本, 减少企业投资及进一步拖累经济增长。根据路透社报导, 联邦基金利率期货市场在 12 月的议息会议后, 已完全消化了 2022 年 5 月前加息 25 个基点的可能性。虽然以上种种因素都对美国经济构成压力, 但消费

尤其是占比近 GDP 一半的服务消费仍有望在 2022 年对美国构成强有力的支撑。我们预计今年美国经济增长率在 4% 左右, 而 CPI 同比上升幅度亦有望自今年高点回落至 4.4%。|

标普 CoreLogic Case-Shiller 20 城综合房价指数



资料来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截止 2021 年 12 月 28 日



欧元区经济展望

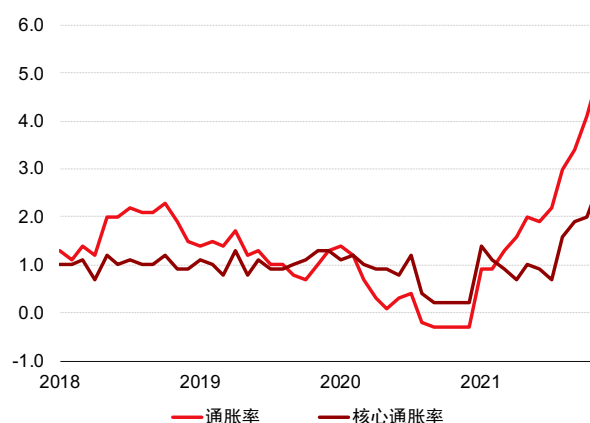
■ 在通胀高企背景下，欧洲中央银行开始缩减疫情相关刺激计划

为了应对欧元区通胀飙升，欧洲中央银行 (ECB) 在 12 月宣布将会在未来季度逐步缩减资产购买规模。其中，规模高达 1.85 万亿欧元的“紧急抗疫购买计划” (PEPP) 会在 2022 年第一季度逐渐降低资产购买速度，以及在 2022 年 3 月底停止净购买。为避免对经济造成干扰及缓冲退出 PEPP 的影响，ECB 将扩大“常规资产购买计划” (APP) 的规模，购债速度在 2022 年第二季度从现时每月 200 亿欧元提升至 400 亿欧元，在 2022 年第 3 季则为 300 亿欧元水平。从 2022 年 10 月起，ECB 在必要的时间内将维持每月 200 亿欧元的购债规模，直至开始加息前结束。

11 月份欧元区通胀率上升至 4.9% 的高位，创下纪录以来最高水平，比 10 月份的 4.1% 进一步提升。能源价格继续成为主要动力，11 月更是同比大涨 27.5%。

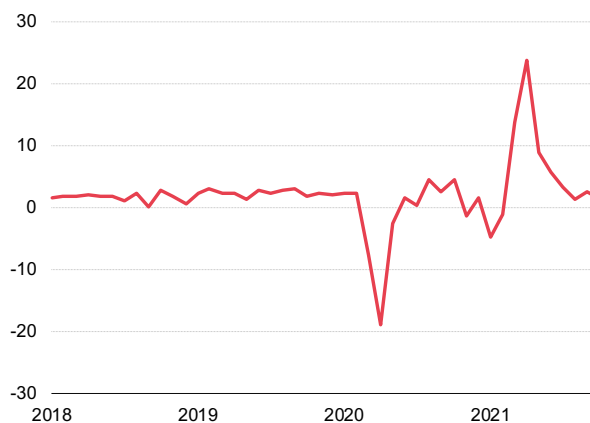
10 月份欧元区经济略为改善，但变种病毒 Omicron 使新冠疫情风险升温，为市场前景添上阴霾。10 月份欧元区零售销售环比上升 0.2%，较 9 月份环比下跌 0.4% 有所改善。在外贸方面，10 月份出口环比增长 2.4%，进口则环比上升 4.3%，录得贸易盈余 24 亿欧元。

欧元区通胀率 (%)



资料来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 17 日

欧元区零售销售同比 (%)

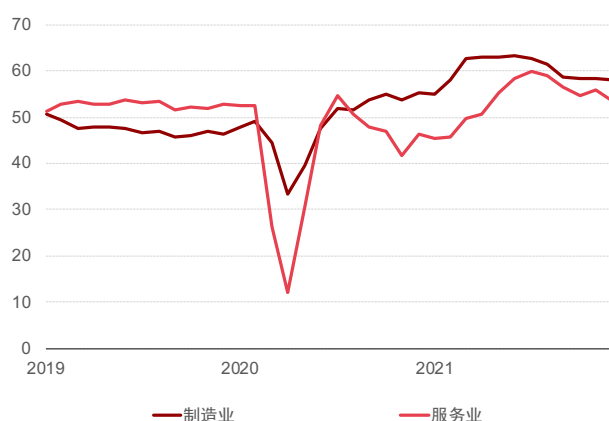


资料来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 3 日

| 全球主要经济体展望

工业生产自 9 月份的 0.2% 环比跌幅中反弹，10 月份环比上升 1.1%。在各成员国中，德国工业生产环比增速居前，上升 3.0%。欧元区 12 月份制造业采购经理指数 (PMI) 初值维持稳定在扩张区间，录得 58.0，较 11 月份的 58.4 略低。而 12 月服务业 PMI 初值回落幅度更大，自 11 月的 55.9 下跌至 53.3。

欧元区采购经理指数



资料来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 16 日

■ 面对不同经济阻力，2022 年经济复苏料持续但趋缓

进入 2022 年，新冠疫情反复爆发、供应链瓶颈以及通胀高企将继续使得欧元区经济活动承压。新冠疫情恶化以及收紧社交距离措施将打击消费者情绪，拖慢消费从商品转向服务的进程。另外，通胀高企亦可能降低实际可支配收入，

抑制消费欲望。供应链瓶颈预料将持续至 2022 年，对供货商运送时间和制造商及时取得关键原材料方面造成压力。在此背景下，各种阻力在 2022 年上半年持续为欧元区经济带来挑战。

若欧元区在今年稍晚些时候能通过疫苗加强剂及适当治疗较佳地控制疫情爆发，各成员国经济将得以改善。随着疫情前景的不明朗程度降低，在疫情期间积累作预防用的超额储蓄可能得以释放，对国内消费而言为积极信号。此外，供应链瓶颈缓和亦有利加强生产过程正常化。

财政方面，欧洲复苏基金 (European Recovery and Resilience Facility) 料将在 2022 年继续收窄各成员国之间的复苏差距。具体而言，部分国家如意大利和西班牙等的经济受疫情重创，将较其他成员国如法国和德国等在欧洲复苏基金中获得更多资金。2022 年欧洲国家的财政政策将维持宽松，包括减税和加强社会转移支付等措施，以补助受到能源价格上涨影响的住户。

根据 ECB 经济预测，欧元区实际国内生产总值同比增速将从 2021 年的 5.1%，放缓至 2022 年的 4.2%。但通胀将进一步扩大，同比增速从 2021 年的 2.6% 提升至 2022 年的 3.2%。|



| 英国经济展望

■ 英国央行 12 月加息令市场意外

英国经济 10 月增速放缓，国内生产总值 (GDP) 环比仅增长 0.1%，而 9 月则增长 0.6%。虽然服务业环比增长 0.4%，然而受到供应链瓶颈问题持续影响，建筑业环比跌 1.8%，而制造业增长则环比持平，拖累整体经济表现。

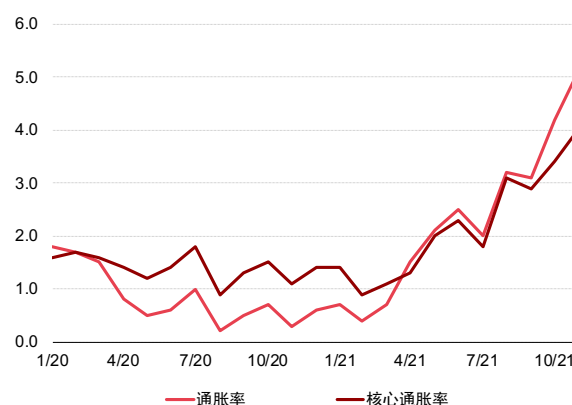
英国国内经济生产总值环比变动 (%)



资料来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 27 日

与此同时，保就业补贴计划 (furlough scheme) 于 9 月底结束，但英国劳动力市场仍保持平稳。失业率从截止 9 月份的三个月平均值 4.3% 降至截止 10 月的三个月平均值 4.2%。此外，11 月份通胀进一步加速至 5.1%，高于上一个月的 4.2%，并创下 10 年新高。该月核心 CPI 也录得 4% 的增长，高于上一个月的 3.4%。

英国通胀率同比 (%)



资料来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 27 日

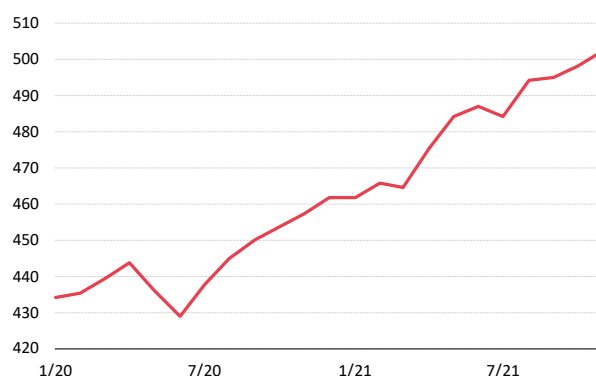
通胀加速和新冠病毒感染率上升，对 12 月的消费者信心产生了负面影响。截止 12 月 24 日，新增确诊的 7 天平均值从 11 月底的大约 42,560 例个案，上升至超过 100,000 例。GfK 消费者信心指数从 11 月的 -14 轻微回落 12 月的 -15。市场人士原本普遍预计，在 Omicron 变种病毒的扩散下，预计英国央行在 12 月会议上将维持银行利率不变。然而，英国央行出乎意料地将银行利率从 0.1% 上调至 0.25%，主要因为央行忧虑通胀压力在未来几个月仍然持续，并可能在 2022 年 4 月达到 6% 左右的高位。

■ 2022 年英国经济前景面临更多考验

2022 年，我们预计英国经济增速将有所放缓，同比增长 4.7%，而 2021 年则预计增长 7.7%。同时，我们预计英国的通胀率在 2022 年为 4%，高于 2021 年预估的 2.5%。根据路透社报道，英国央行在 12 月会议加息后，投资者预期银行利率将在 2022 年 3 月及 9 月分别上升至 0.5% 和 1.0%。相比会议前的调查结果，市场人士普遍预计银行利率将在 2022 年 5 月或 6 月升至 0.5%，然后在 2022 年第 4 季度升至 0.75%。英国央行曾表示当银行利率达到 1.0% 时，将考虑出售其持有的资产。假设世界各国政府再次实施严格的封锁措施以遏制 Omicron 变异病毒的传播，或会进一步加剧英国通胀压力和促使英国央行加快加息步伐。

此外，从 2022 年 4 月开始，国民保险缴费率及股息税将上调 1.25 个百分点。消费者的可支配收入可能会进一步压缩，消费情绪可能会受到抑制。而截止 2021 年 11 月，全英房价指数较 2020 年底上涨 8.8%。英国央行利率正常化可能会减缓房价上升，财富效应减弱也亦或降低个人消费。与此同时，英国与欧盟之间因脱欧而产生的潜在摩擦也可能对 2022 年的经济前景构成额外的不确定因素。|

全英房屋抵押贷款协会楼价指数

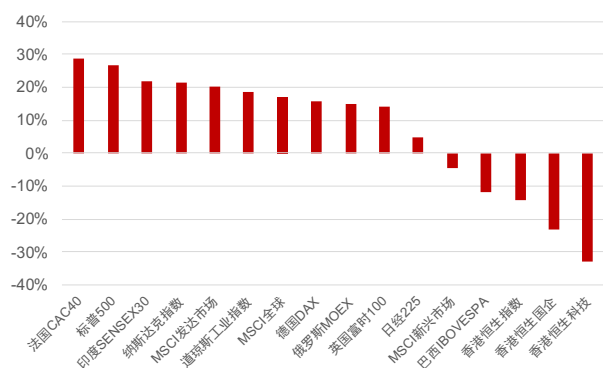


资源来源：全英房屋抵押贷款协会，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 1 日

第三部分：
全球股市展望

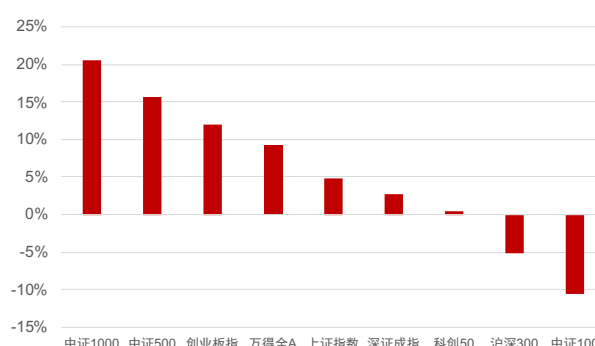
2021 年，虽然预期中的疫情好转并未如期到来，但全球股市总体表现在各经济体，尤其是发达市场经济体政策的极度呵护以及充裕的流动性支撑下，依然走出了逐级上扬的靓丽行情。纵观全年表现，MSCI 全球指数上涨 16.8%，全年几乎走出了一根光头光脚的大阳线，也连续三年年度上涨幅度达到两位数。从投资风格上看，全年价值股与成长股交替领衔，最终表现价值风格略胜一筹。而从地域划分上看，发达市场表现远胜新兴市场。MSCI 发达市场指数全年上涨 20.14%，而 MSCI 新兴市场指数全年反而下跌了 4.59%。

全球主要股票指数 2021 年涨跌幅



资料来源：万得，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

境内 A 股主要股票指数 2021 年涨跌幅



资料来源：万得，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

境内 A 股市场方面，2020 年“机构抱团”相对集中的行业诸如消费、医药等表现低迷，而在调控政策压制下，金融地产板块亦表现不佳。但中小盘个股在“共同富裕”、“专精特新”等概念的加持下，交易氛围转佳，赚钱效应凸显。从指数层面看，全 A 指数全年上涨 9.17%，其中代表中小盘个股的指数中证 1000 全年大涨 20.52%，而代表大盘股指数的中证 100 全年则倒跌了 10.55%。

转眼进入 2022 年第一季，我们预计全球股市在历经连续三年的攀升后，本季将在高位徘徊，上升幅度有限，并可能出现波动走势。成长股走势或弱于价值股。但调整并非反转下跌，我们参考过去 3 年标普 500 指数，动态市盈率已由高峰超过 30 倍回落至约 25 倍，与 3 年平均值的约 23 倍相若，虽非便宜但亦远不昂贵。事实上，美股盈利自去年 1 月起持续上升，美股的升势建立在盈利的基础上。我们预计本季度业绩公布期将显示今年盈利增长继续保持乐观，即使本季度市场有调整也非源于盈利问题，更多或源于全球央行有意收紧流动性，故大幅下跌概率有限。

标普 500 指数与预测市盈率



资料来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

而在境内 A 股市场方面，整体仍呈现震荡格局，估值中枢缓慢上移。“稳增长”与“跨周期”政策引导下，投资者或更加关注估值相对较低的价值板块，而前期估值过高的成长股与部分没有业绩支撑的中小盘个股或面临回调压力。展望第一季度行情，出现大起大落的概率较低，投资者宜把握潜力板块的结构性投资机会。

发达市场股市展望

■ 美联储金融稳定报告的启示

美联储在去年 11 月 8 日公布的半年度金融稳定报告中，列出了有可能冲击美国金融系统的宏观风险，包括：

- 公共卫生的潜在恶化打击企业和个人信心，为经济活动和金融系统带来风险；
- 加息过快将拖慢经济复苏，资产估值下降导致金融机构、企业和家庭财富面临压力；
- 突然且急剧紧缩的全球金融环境将不利新兴市场发展，并波及美国；
- 中国房地产问题为中国金融系统构成压力，也可能波及美国；
- 欧洲复苏不及预期并可能加重金融系统压力，通过不同渠道对美国构成风险。

报告同时综合了去年 8 至 10 月进行的风险调查，受访国际金融机构最关心的金融风险及排名如下：

排名	风险	%
1	持久的通胀和紧缩货币政策	65
2	抵御疫苗的变种病毒	50
3	中国监管政策 / 房地产风险	47
4	中美关系	30
5	虚拟货币 / 稳定币	27
6	天气 / 气候变化	25
7	风险资产估值 / 调整	25
8	政治不稳定性	20
9	财政悬崖	20
10	网络攻击	15
11	实质收益率飙升 / “紧缩恐慌”	15
12	新兴市场经济风险	15
13	中国经济放缓	15

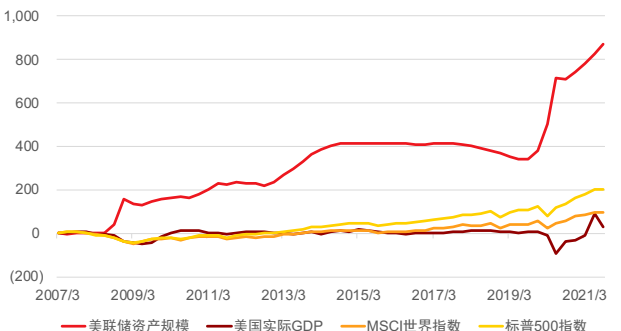
数据来源：美联储，东亚中国财富管理，数据截至 2021 年 11 月 8 日

我们认为目前影响发达市场股市最大的因素，正是其中排名首位的“持久的通胀和紧缩货币政策”。

■ 实际利率才是主角

自 2008 年以来，持久的金融危机和疫情的突袭令美联储推出多次量化宽松，资产规模由约 1 万亿美元推升至今天近 9 万亿美元，增长近 9 倍，但同期美国实际 GDP 只增长约 30%，反映宽松的流动性并没有惠及实体经济，反而同期 MSCI 世界指数及标普 500 指数却分别上升了约 1 倍和 2 倍。财富效应固然支持经济增长，但当政策紧缩时，亦可能对股市发展及经济成长带来逆向的效果。

美联储资产规模、美国实际 GDP、MSCI 世界指数与标普 500 指数表现 (%)



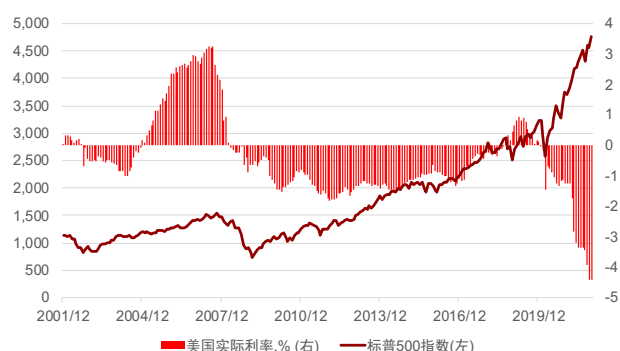
数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据以 2007 年 3 月为基点，截至 2021 年 9 月 30 日

| 全球股市展望

传统上股市与实际利率走势背驰，过去 20 年数据显示，以联邦利率减去核心个人消费支出（PCE）作为实际利率的基础，大部份时间出现负值时，标普 500 指数普遍向好。疫情迫使美联储一个月内把利率由 1.75 降至 0.25%，成功避免金融灾难，却换来 30 年来最高的通胀。

目前实际利率达到负 4.7% 的 20 年新高，间接支持屡创新高的美股。美联储有意通过利率正常化解决高通胀问题，预期今年联邦目标利率中位数及核心 PCE 分别为 0.91% 和 2.7%，即预测实际利率为负 1.79%，预示年内实际利率将显著抬升。历史上由负值趋向正值时，美股升势仍在，但升幅放缓，预期今年美股走势大致相若。

标普 500 指数与美国实际利率

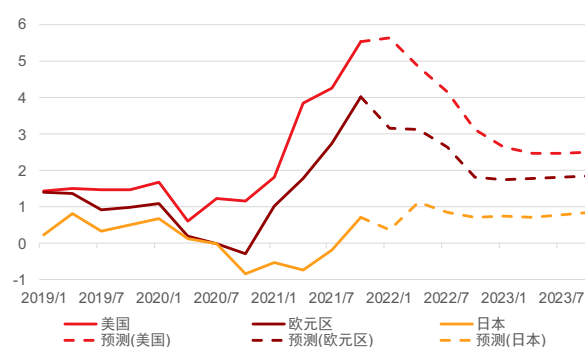


数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2021 年 12 月 31 日

通胀方面，经济合作与发展组织（OECD）最新预测与美联储相若。无论美国、欧元区或日本，OECD 预测今年通

胀皆明显下跌，明年将会持平。除了预示通胀走势并非市场预期般持续高涨外，美国的跌幅将比欧元区及日本更甚，反映即使美国加息未达预期幅度，通胀大幅下降都足以减低实际利率的负值水平，或令美股压力较其他两地更大。

欧元区、美国与日本今明年的通胀预测



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2021 年 12 月 31 日

■ 加息并非洪水猛兽

传统上利率与经济发展有着一定程度关系，利率与经济变化的速度和幅度须互相配合，才能支持股市走势。过去 30 年美国曾出现 4 次加息周期，平均加幅 2.56%，如以每次 0.25% 计算，即约 10 次，并在平均 21 个月内完成。去年 12 月 FOMC 会议议息纪录和鲍威尔公开言论显示，本次加息周期将比以往更快。数据上最短的加息周期在 1999 年，用时 11 个月便将联邦基准利率推升 1.50%，共加息 6 次，其中每隔 1 至 3 个月加息 1 次。

最近 4 次美国加息周期数据

开始		结束		统计	
年 / 月份	利率 (%)	年 / 月份	利率 (%)	月数	上升幅度 (%)
1994 年 2 月	3.25	1995 年 2 月	6.00	12	2.75
1999 年 6 月	5.00	2000 年 5 月	6.50	11	1.50
2004 年 6 月	1.25	2006 年 6 月	5.25	24	4.00
2015 年 12 月	0.50	2018 年 12 月	2.50	36	2.00
平均				21	2.56
最大				37	4.00
最小				11	1.50

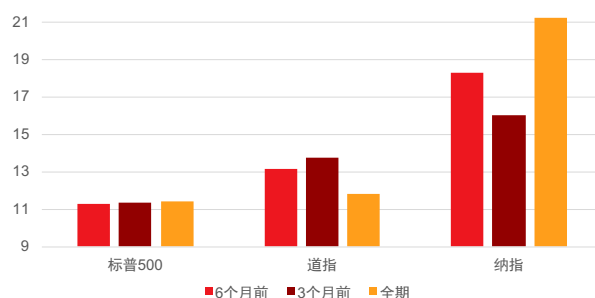
数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2021 年 12 月 31 日

回报方面，美股三大指数在加息前三到六个月的平均表现均为正值，反映当美联储有意加息时买入美股并持有至启动加息周期之初，普遍会获取正回报。其中最差的数据是加息六个月前投入标普 500 及道指，分别出现了 0.9% 和 1.1% 的负回报，但跌幅相对温和。

波幅方面，整体最小的是标普 500 指数，无论启动前后都在 11% 左右。整体最高的是新经济企业为主的纳指，整体期间的波幅比其他两项指数高出约两倍。此外，参考上次周期（2015），标普 500、道指及纳指的最大跌幅分别超过 14.3%、14.5% 及 16.4%。



美股三大指数在启动加息周期前后波幅的变化 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2021 年 12 月 31 日

综合以上结果，预期今年美联储启动加息之前，三大指数将出现较明显的波动，尤其纳指波动较大。在加息前 3 至 6 个月投入 3 大指数并持有至确定加息，获得正回报的机率高达 87.5%，整体回报率平均为 6.3%，同样纳指表现最为突出，平均回报为 9.3%，反映大波动市况下反而是中期入市的机会。

过去 4 次美国加息美股指数表现

年份	6 个月前 (%)			3 个月前 (%)			全期 (%)		
	标普	道指	纳指	标普	道指	纳指	标普	道指	纳指
1994	0.8	5.0	10.6	1.2	4.0	6.6	4.3	4.7	4.9
1999	11.7	19.5	25.1	6.7	12.1	9.0	3.5	-4.1	44.7
2004	2.6	-0.2	3.3	1.3	0.8	5.4	11.3	6.8	3.9
2015	-0.9	-1.1	4.5	6.5	7.0	9.9	22.6	33.9	37.8
平均	3.5	5.8	10.9	3.9	6.0	7.7	10.5	10.3	22.8
最大	11.7	19.5	25.1	6.7	12.1	9.9	22.6	33.9	44.7
最小	-0.9	-1.1	3.3	1.2	0.8	5.4	3.5	-4.1	3.9

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2021 年 12 月 31 日

最近 4 次美国加息周期数据

标普 (年份)	6 个月前 (%)	3 个月前 (%)	全期 (%)	道指 (年份)	6 个月前 (%)	3 个月前 (%)	全期 (%)	纳指 (年份)	6 个月前 (%)	3 个月前 (%)	全期 (%)
1994	8.5	9.4	10.6	1994	12.0	13.9	11.8	1994	8.1	8.6	14.8
1999	12.8	12.2	16.6	1999	14.3	17.6	16.3	1999	34.4	20.7	40.5
2004	8.0	6.4	7.5	2004	10.4	6.9	7.8	2004	10.3	12.9	15.4
2015	15.8	17.3	10.8	2015	15.7	16.6	11.4	2015	20.2	21.6	14.1
平均	11.3	11.3	11.4	平均	13.1	13.7	11.8	平均	18.3	16.0	21.2

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2021 年 12 月 31 日



中国及亚洲股市展望

■ 加息在即 为抗通胀做好部署

美国经济逐步复苏，个人消费支出（PCE）物价指数按月上升，2021年11月核心PCE物价指数亦同比升4.7%，而失业率则继续向疫情前低点慢慢靠近。另一方面，美联储主席鲍威尔（Jerome Powell）在加息取向上也愈变愈“鹰”，相信将最少维持至2022上半年。继去年11月开始美国决定每月缩减购债150亿美元，意味着“收水”步伐将加快。加之美国通胀率于11月已升至6.8%，为近40年的高位，我们预计通胀中枢将在2022年显著抬高。在通胀环境下，我们预计美联储会于今年逐步加息2-3次，而美元汇率亦有进一步走强的动力。事实上，美元指数在2021年已累计6.68%升幅，预计今年的升势将会持续。另外，全球主要央行部分也已率先收紧银根，仅去年第四季，新西兰央行便连续加息两次。由于劳工市场紧张以及通胀压力大，英国央行行长贝理（Andrew Bailey）于12月出乎市场预期将基准利率提升0.15%。尽管个别央行加紧收缩，但市场仍有大量资金流通，预计可以抵消市场震荡，减低市场大幅下挫的可能性。

疫情重挫全球生产供应链，令供求失衡扩大，加上劳工成本上升及高昂运输费用，推高物价，通胀压力大幅上升。全球过去两年释放了海量的资金救市，而供应链紧张短期内无法解决，加之过去一年原油、煤炭等资源价格被推高，预计物价上升压力难于2022年底前消失。同时，不排除美国会考虑降低进口关税以舒缓高企的物价。投资者应为抵抗通胀作好相应部署，抢得先机。

■ 亚洲股债走势各异 需作策略性部署

我们对亚洲市场维持正面看法，其中对印度和澳洲更为看好。整体策略上，目前仍然维持股优于债的基本判断。当经济及政策上开始明朗化，整体部署会逐步提升落后市场比重。亚洲股市的市盈率偏低，潜力一直备受关注，而轮动的板块及多变的地缘状况均具投资潜力，例如正处于结构性增长的新能源车供应链、澳洲商品、印度钢铁，以及太阳能及氢气供应链等都值得留意。

其中以澳洲股市的表现相对强劲，加之该国金融体系发展成熟，蕴含了并购活动的机会。东盟及南亚市场潜力亦不容忽视，其中印度政府力推全国数字化发展，电商引入网购新机制，疫情推动网上消费，令当地的电子商贸发展如雨后春笋。全球气候变暖令多国加入减碳行列，此趋势令印度不少新能源企业受惠。另外，印度尼西亚房地产业成功由高端路线转移至大众化市场，令覆盖面大幅提升，预计合同销售量持续增加，优化行业基本面。同时，今年亚洲多国陆续走出疫情，经济活动亦逐渐回到正轨，然而供应量一时未能赶上，供求失衡令能源及原材料价格上涨，印度尼西亚石油及天然气板块将会持续受惠。

■ 关注内地疫情管控以及监管政策的前瞻性指向

新冠疫情的阴霾困扰全球达两年，各国经济都大受影响。欧洲多国新冠疫情恶化，继Delta之后，Omicron变种病毒迅速在全球扩散，欧洲病例呈直线上升趋势。而全美50州确诊病例数2022年以来亦持续创出历史新高。各国纷纷呼吁民众接种疫苗，为经济全球复苏打好基础。

至于中国内地，在“动态清零”政策之下，疫情整体受控，但仍对经济增长造成扰动。回顾 2021 年内地股市，上半年表现稳健，疫情下受惠板块，如科技行业、船运及出口表现出众。及至下半年，由于政府收紧对房地产、互联网及教育等板块的政策，部分影响投资者乐观情绪，股市表现受到拖累。

去年多项针对企业过度借贷的紧缩政策，令基本面出现结构性改变，降低市场高速膨胀形成泡沫经济的风险，再加上“共同富裕”的国策，市场仍需时间消化。虽然短期震荡无可避免，但当市场完成整合后以及政府发出边际放松的积极政策信号时，内地房地产信贷环境有望得以改善。我们认为当市场的不确定性逐渐消散，投资情绪逐步向好，投资者对房地产热情恢复，亦会带动家电、汽车、消费市场，未来的经济发展也会变得更加扎实及稳健。

受疫情带动，我们预计对船运、科技以及虚拟现实（VR）、增强现实（AR）等板块形成利好，对经济周期敏感度较低的新能源车和光伏等板块亦会受益。现时的股市可能提供长线投资的机会，其中互联网板块的估值差不多是年度低位，预计在 2022 下半年，经济逐步复苏，电子商贸及网上广告板块有望受惠。此外，为保劳动市场的活跃性，中国于 12 月底调低最优贷款利率（LPR）5 个基点，预计在今年第一季度有望继续。而内地对疫情清零以及行业监管的态度，以至政策的具体执行，都具有指标性的作用。

■ 港股震荡不变 A股增长优势显著

2021 年即使美股走势强势，但仍有大量资金流入 A 股及港股。短期市况虽仍波动，但背靠内地增长优势，长线投资可留意低估值的板块。随着未来将有更多 A 股股票被纳入 MSCI 指数，预期长期会带动 A 股市场的成交量。从基本面分析，A 股市场未来发展有支持；而从下而上的选股策略方面，我们特别看好新能源、科技、元宇宙概念股等。

港股方面，财政司司长陈茂波预期 2021 年经济有望增长至 6.4%，较 2 月时预算案的估计高出近一个百分点。虽然近期对通关存有不明朗因素，但因为资金仍然保持充裕，企业盈利增长亦符合市场预期，所以股市仍然能够保持上升动力，其中以稳健蓝筹更具防御力。市场普遍预测 2022 会有低双位数的盈利增长，而且受惠内地相对宽松的政策环境，为港股市场提供支持。

就新的地缘政治趋势，中概股在美退市，转战到香港挂牌上市的机会加大；加之引入特殊目的收购公司新上市模式，港股市场将吸引更多境外资金，有利于长远发展。|



绿色低碳：组合中不可或缺的投资

■ COP26 的启示

因疫情延后了一年的第 26 届联合国气候变化大会（The UN Climate Change Conference, COP26），终于去年 10 月 30 至 11 月 13 日在苏格兰格拉斯哥举行。本次会议乃是合并 3 个国际公约缔约国的会议，包括《联合国气候变迁纲要公约》、《京都议定书》以及《巴黎协议》，所以会议结果对未来气候政策举足轻重。

会议达成四大目标：

1. 确定到本世纪中叶，全球净零排放（温室气体）并将地球升温控制在摄氏 1.5 度以下：要求各国提出 2030 年减排目标并且加快淘汰（最终修正为“减少”）煤炭、减少森林砍伐、加快转向电动车及鼓励对可再生能源的投资。

2. 采取适应措施保护小区和自然栖息地：协助受气候变化影响的国家能够尽力保护和恢复生态系统，建立防御、预警和弹性的基建和农业系统，以避免失去家园、生计甚至生命。

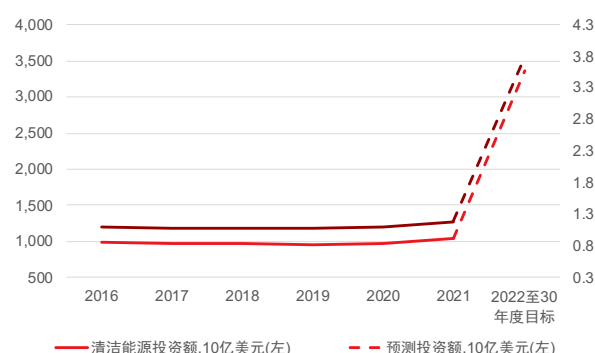
3. 调动资金：为了实现之前两个目标，发达国家必须兑现承诺，2020 年起每年最少调动 1,000 亿美元的气候融资。各地国际金融机构必须发挥功能以释放数万亿美元的私营和公营融资，以确保全球净零排放。

4. 共同努力协作：完成《巴黎规则手册》（《巴黎协议》生效的详细规则），通过政府、企业和民间社会的合作，加快应对气候危机。

2021 年 11 月 13 日会议结束前最终通过《格拉斯哥气候公约》，重点在于目标把全球气温升高幅度控制在 1.5 摄氏度以内以及有史以来第一次达成限制煤炭使用的承诺。

本次会议也被喻为划时代的突破，对投资市场亦是一石激起千层浪。预计各主要经济体在气候及环保政策投入的资金将有增无减，有利相关行业的发展和盈利增长。根据经济合作与发展组织（OECD）预测，全球清洁能源的投资额及占全球 GDP 比例将分别由 2021 年约 1,050 亿美元及 1.1%，提升至 2022 至 2030 年的 3,367 亿美元及 3.8%，增长超过 2 倍。

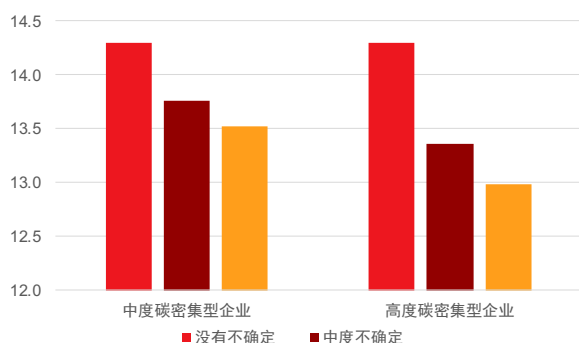
清洁能源投资额与占 GDP 比例



数据来源：OECD，东亚中国财富管理，数据截至 2021 年 12 月 31 日

相反，对化石能源、碳密集型企业的生存空间将不断收窄，减少投资或资金撤离将打击相关企业盈利，不利股价。但根据 OECD 的调查显示，中度及高度碳密集型企业皆愿意投资在较确定的政策上，反映部份传统企业愿意在转型升级后寻求更大的生存空间，企业盈利改善亦可算是长远投资机会。

政策确定性与碳密集型企业投资额 (100 万美元)



数据来源：OECD，东亚中国财富管理，数据截至 2021 年 12 月 31 日

■ 中美国策中的最大公因子

三分之一太平洋岛国代表因疫情而缺席 COP26，但太平洋岛国联盟外长 Simon Kofe 透过视频在 COP26 中疾呼岛国正面临灭顶之灾。期间大批民众在会场外示威，要求富裕国家对气候变化负责。作为全世界 GDP 总量最高的两个大国，美国和中国在会议中举动成为全球焦点。两国罕有地在会议中发表联合声明，此举被外界视为是中美双方暂时放下彼此成见，在气候议题上达成共识的第一步。

中国政策方面，去年 10 月 27 日国务院新闻办公室公布了《中国应对气候变化的政策与行动》白皮书，制定 2030 年前达成“碳达峰”及 2060 年前达成“碳中和”的具体工作目标及细则。“碳达峰”行动方案包括能源、工业、城乡建设、交通运输、农业农村等领域及行业，科技、财政、金融、价格、碳汇、能源转型、减污降碳协同等积极配合，进一步明确“碳达峰”及“碳中和”的时间表、路线图、施工图，加快形成目标明确、分工合理而有力、衔接有序的政策体系和工作格局。简单而言，中国将以举国之力去达标，覆盖之广及时间之长实属罕见，尤其在去年多个行业受整改影响下股价一蹶不振，长期受国策支持的环保概念相信是未来 AH 股票市场中的不二之选。

美国低碳政策仍有阻力。拜登于去年 1 月 20 日就任美国总统后，推翻前任特朗普诸多气候相关法案，宣布重返巴黎协议，承诺美国在 2050 年前实现净零排放及 2030 年温室气体排放量比 2005 年减少 50 至 52% 的减量目标，一连串政策备受瞩目。可是各州因为天然资源的禀赋、产业

发展型态、政治倾向及社会因素等条件不同，导致对气候政策的态度的态度也不尽相同，尤其“清洁电力效能计划”（Clean Electricity Performance Program, CEPP）的分歧最为明显。

总值 1,500 亿美元的 CEPP 被视作拜登气候政策的核心，计划对逐步从化石燃料转向再生能源的发电商给予奖励，并惩罚继续使用化石燃料的发电商。美国发电厂制造的温室气体占全美四分之一。若政策落实，未来十年美国将大幅削减温室气体排放量，也将成为有史以来最有力的气候政策。不过，议案遭民主党参议员 Joe Manchin 坚决反对，其家乡西弗吉尼亚州是美国最大煤炭和天然气产地，且个人与煤炭行业关系密切。其后白宫重新修正 CEPP 并推出“重建美好未来”（Build Back Better Act）法案，当中加入电动车与充电站补贴等更广泛内容，但仍未能获得支持。气候专家警告，若缺乏法案支持，美国恐怕无法兑现巴黎协议的承诺。

从投资角度分析，中美政府在环保方针上理念趋同，但执行力差异将酿成资金的分流。环保相关产业已成为全球的刚性需求，在销售量、覆盖面、可售性等需求层面占优的中国企业，其营运及盈利增长预期受惠政策支持，有利股价。反之，在科技突破、技术专利、可靠性等供应层面上美国甚至欧洲和日本企业将会占优，更多吸纳市场资金。



■ 由“环保”到“可持续”再到“ESG”

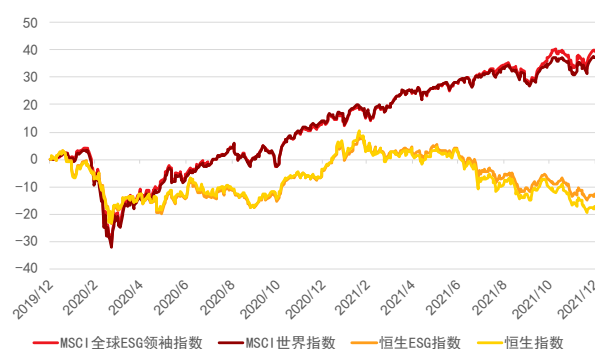
COP26 其中一个目标是要求各国的金融部门及私人机构需向减少温室气体排放的方案提供融资。事实上，多年前市场已倡议所谓“绿色投资”（Green Investment），指能够令 GDP 内有关环保比例提升的投资。在贷款或融资时加入环保条款则称为“绿色融资”（Green Finance）或“绿色债券”（Green Bond）。其后，考虑到环保方案并非一次性措施，可持续（Sustainability）概念便应运而生，联合国在 2015 年提出的 17 项可持续发展（Sustainable Development Goals, SDGs），希望为此订立准则。另外，商业活动的参考亦非常重要，企业及其管理层需要对社会的承担及有效的管治才能提升整体效益。因此，环境、社会及企业管治（Environmental, Social, and Governance, ESG）的诞生便是综合以上目标，为投资市场制定标准及规范。虽然今天 ESG 仍未有全球统一标准，但各间国际学术机构（例如特许金融分析师协会）、金融监管机构（例如 IMF）、会计准则（例如 IFRS）等都努力制订并引导资本市场协助可持续的环保事业。

从投资角度，ESG 板块五花八门，由新能源或清洁能源、新能源车及其产业链、废料回收及循环再生、绿色畜牧及植物肉等，当中不乏部分“漂绿”的伪 ESG 企业。鉴于此，国际指数公司推出 ESG 指数供投资者参考。在疫情肆虐的背景下，过去两年 MSCI 全球 ESG 领袖指数与 MSCI

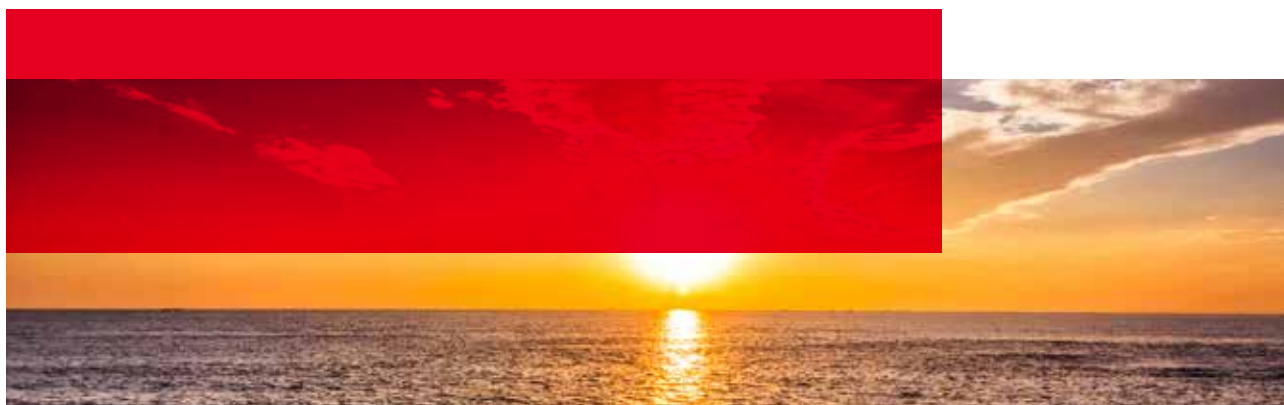
世界指数走势相若，但前者表现高出约 3%；同期恒生 ESG 指数与恒生指数走势同样下跌，然而前者跌幅较少约 4%。虽然 ESG 指数表现未见非常突出，但相信以长线的投资角度，全球关注度及公私营资金的投资额上升，有利于 ESG 相关板块持续发展。

谷歌 2021 年度搜索排行榜中，“环境”一词名列前茅，而“保育”、“气候变化”及“可持续性”的搜索量皆创历史新高，反映环保已成为全球最为关注的议题之一。COP27 将会在今年 11 月于埃及的红海度假胜地沙姆沙伊赫举行，期待各国能交出亮丽的成绩单，为市场带来投资新方向。|

MSCI 全球 ESG 领袖指数、MSCI 世界指数、恒生 ESG 指数及恒生指数表现 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2021 年 12 月 31 日



其他影响市场的重要因素

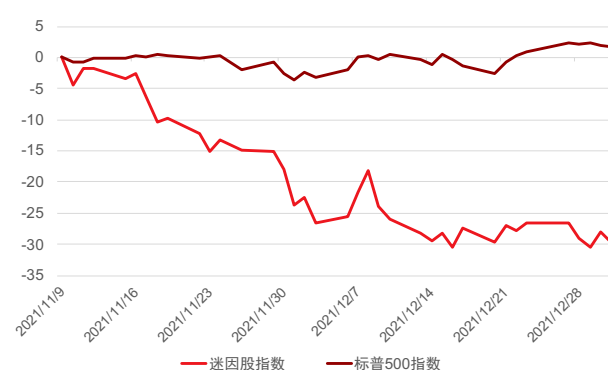
■ “模因（Meme）股”现象影响高估值股份

近年来，人口结构、法规和科技发展的演进及互动，产生的结构性变化剧烈影响了大量年轻的散户投资者。虽然数据显示这些影响可能是短暂且局部的，但年轻散户投资者的杠杆率中位数却是所有投资者的两倍以上（例如通过融资融券以及期权提高杠杆率），成为个别股价大幅波动的推手和导致年轻散户投资者高负债的后果。核心是散户投资者之间通过社交媒体的互动，刺激群体内风险偏好并鼓励交投，从而产生潜在的不稳定性。

Solactive Roundhill “模因股指数”（Meme Stock Index）提供在社交媒体中前 50 位最受关注的股票，并根据它们的卖空交投进行排名。其中前 25 位并达到最低 10 亿美元市值才被选为指数的成份股。数据显示该指数成立至今表现持续逊于大市。

虽然影响范围比较小，但当今美国监管机构仍然没有针对可能发生的金融损失进行评估和规范，更高频和更高波幅的股价波动或成为常态，社交媒体内投机活动预期有增无减，尤其影响高估值或缺乏盈利支持的股票。

Solactive Roundhill 模因股指数与标普 500 指数表现 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2021 年 12 月 31 日

■ 股份回购放缓或将拖累走势

股份回购指董事会有意向市场回购已发行的股份，在股东利益最大化的前提下更好运用现金流。标普道琼斯指数公司提供的数据显示，2021 年第三季股份回购总额为 2,346 亿美元，比前一季上升 18%，比 2020 年同期更上升 130.5%。以去年 9 月前的 12 个月计算，总额为例 7,422 亿美元，比 2020 年同期上升了 30%。无论从那个角度，都反映出去年美股回购十分火热。

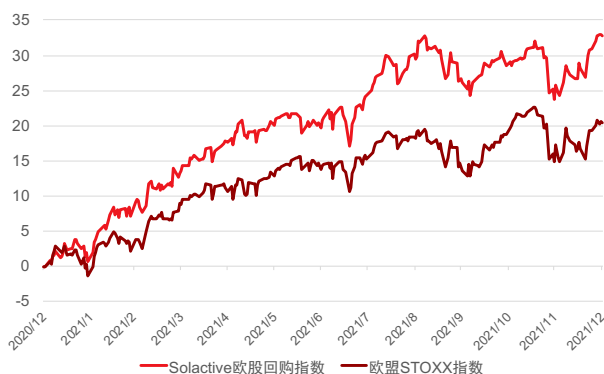
股份回购意味总股数减少，每股盈利将会上升，传统上有利股价。比较追踪股份回购比率最高的首 100 间企业股价的标普股份回购指数与标普 500 指数的表现，前者高出约 6%。同样分析套用在欧洲股市，发现欧股回购指数高出超过 12%，反映股份回购是去年推动欧美股市上升的动力之一。

标普 500 回购指数与标普 500 指数变化 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2021 年 12 月 31 日

Solactive 欧股回购指数与欧盟 STOXX 指数变化 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2021 年 12 月 31 日

但是不断攀升的回购总额并不代表已发行股数有明显改变。2018 至 2020 年间，已发行股数分别是 3,000、2,960 和 3,120 亿（股份数，下同），2021 年前三季度是 3,060 亿。主因是进行股份回购时，企业管理层同时行使持有的认购股权，令最终已发行股数并没有明显变化。CNBC 引述 InsiderScore 分析报告显示，去年回购其实集中在小量企业，而前五大企业总额已占到去年第三季的 30%，当中有 4 家为科技企业。这四家企业回购总值约 100 亿美元。

大量的回购潮引起了监管机构的关注，美国证券交易委员会（SEC）有意收紧内部人士回购股份的条款，涵盖资本利得税、货币市场基金和掉期交易。例如，华盛顿地方政府将提高资本利得税税率，包括从 2022 年开始对总收入超过 1,000 万美元的富人征收 5% 资本利得税，超过 2,500 万额外征收 3%（共 8%），即每出售 1 亿美元的股票，就须缴交 800 万美元的税款。以上措施或会令股份回购活动有所收敛，间接拖累欧美股市，尤其估值相对偏高的科技板块升势。

第四部分：
全球债市展望

2021 年第四季度，美联储开启利率正常化序幕，并试图确定更加清晰的中长期货币政策路径。加息预期令全球各债券指数承压，但收益率敏感度各异使得不同指数的变化幅度较前三季度表现更为参差。同时，我们预计生产层面引发的通胀持续，令美联储有可能加快紧缩步伐。整体看，美联储的加息目标远远比上季度更为进取。

进入 2022 年第一季度，面对美国结构性经济问题，美联储仍处于被动位置。事实上，面对疫情所带来的各种

问题，光靠货币政策远远不够，需叠加财政政策配合才能逐步解决，然债务上限使财政政策受到掣肘，且并非短期能一举而成。而美国启动加息或将引导其他成熟市场央行亦步亦趋，至少从方向而言将较为一致地收紧全球流动性。新兴市场仍可能成为波动的震中，任何闪失都可酿成金融动荡，但我们预计动荡或并非源于亚洲。从以往数据分析，债券指数普遍在第一次加息前走弱，但之后的 12 个月则呈现反复向上。待到加息周期中期至末期，成熟及新兴市场债券指数表现开始南辕北辙。

环球利率：牵一发而动全身

■ 美国：货币政策无法全然解决结构性失业

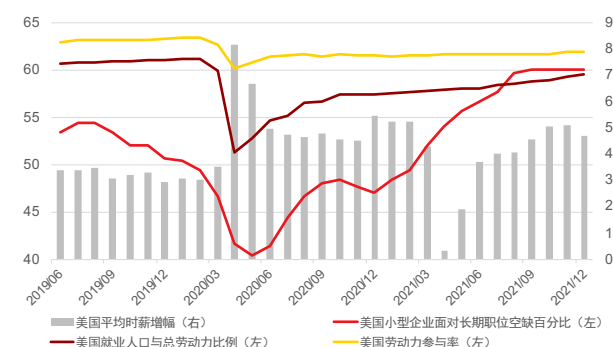
我们认为，目前美国除了结构性通胀，当前的就业问题亦属结构性。从经济学理论而言，倘若劳动人口以及技术都追不上由需求带动的经济增长时，企业便会提升工资以填补职位空缺或吸引人才，而资金则将转投内需及投资领域，带动经济向上。相反，在当今病毒变异令感染风险上升，医疗系统不胜负荷之际，企业由于政府补贴等因素，期望通过提升工资以吸引劳动人口重回岗位，造成了结构性失业问题，尤其以中低收入工种影响较大。我们同时需要注意以下风险：在美联储今年采取“鹰派”作风多次加息的前提下，企业出于成本与风险的考虑打击整体消费及投资意愿，或会导致经济承压。

美联储反复强调加息将参考就业市场状况，而美国 12 月失业率已然低见 3.9%，离所谓“充分就业”的水平不远，疫情前该数据最低为 3.5%。然而我们认为实质就业问题可能并不如数据表面上如此风光。根据经济合作与发展组织（OECD）提供的数据，美国小型企业面对长期职位空缺的百分比由 2021 年起急升至近 60%，创自 2015 年新高，反映问题在于疫情肆虐阻碍了求职者上班意愿，而非疫情前因需求带动的人手不足。企业惟有增加工资以吸引就业。统计中低收入为主的美国平均时薪截止增幅，自去年 4 月起以倍数上升，已迫近 2020 年水平，但仍然存在大量的“空缺职位数”。问题核心是疫情下劳动力普遍放弃寻找工作，

甚至离开劳动市场，这造成了目前数据上的“充分就业”或成色不足。

就业人口与总劳动力比例数据显示，虽然已由近 5 年低位 51.3% 反弹至 59.5%，但距离疫情前的 62% 仍有约 3% 的差距。劳动参与率数据显示相若结果，由 60.2% 升至 61.9%，但距离疫情前亦仍存 1.5% 上升空间。另外，我们分别观察劳动力及生产力最大占比的 25 至 54 岁及 55 岁以上群组发现，25 至 54 岁的人群劳动参与率由 2020 年 5 月起明显反弹至 81.9%，比疫情前低只有 1.3%。然 55 岁以上群组由 2020 年 1 月起便持续下跌，至今仍徘徊在 38.5%，反映出对疫情的忧虑普遍集中在较年长的劳动人口。

美国小型企业面对长期职位空缺的百分比变化与美国就业状况 (%)



数据来源：OECD、彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2021 年 12 月 31 日

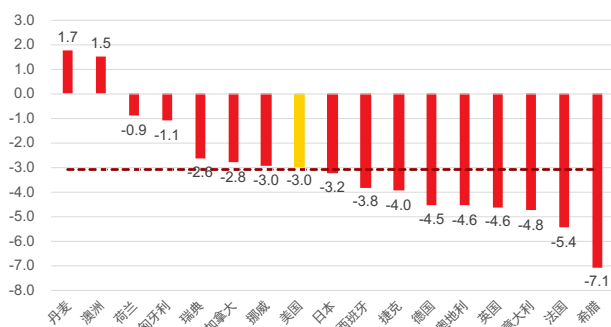
美国劳动参与率不同年龄群组变化 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

同样，根据 OECD 提供的数据，包括美国在内的发达国家，劳动市场总工时仍普遍低过疫情前水平，其中美国为负 3.0%。而发达国家平均变动幅度为负 3.1%，包含感染人数极具上升的法国（负 5.4%）以及经济积弱已久的希腊（负 7.1%）。反映发达国家自疫情爆发至今在就业问题上仍是束手无策，亦凸显由就业问题引伸的供应链紧张不能在短期内解决，全球结构性通胀将会持续。

发达国家劳动市场总工时变化 (%)



数据来源：OECD, 东亚中国财富管理，数据比较自 2019 年第四季度与 2021 年第二季度

持久抗疫下民间名为“YOLO”的生活文化更加风行。YOLO 是英语“You Only Live Once”的缩写，中文普遍翻译成“活在当下”。生命在病毒面前如此脆弱，以往累积的财富和成就可以瞬间消逝，更多人不再等赚够了钱才过想要的生活，倾向于及时行乐。工作和生活平衡（Work-life Balance）比疫情前更被重视，且青年人更懂得独处的快乐，享受一个人的时间。此心态当然亦能衍生出所谓的“孤独经济”，但同时也深刻地影响了劳动力回复至疫情前水平。

综上所述，美国结构性经济问题的主因是疫情反复，资源供给未能到位带来地暂时性失调。这些单靠货币政策无法全然解决。

成熟市场：绣花要得手绵巧

结构性经济问题并非美国独有，发达国家普遍面对同样问题，甚至比美国更严重。然而，当美国有意收紧流动性之际，变种病毒引发感染人数却屡创新高，发达国家对抗疫政策开始出现分歧（如“封国封城”、“限聚令”等），甚至出现民间示威，种种都令各央行领导层踟躇不前。风浪中领航更显灵活巧妙、高瞻远瞩的重要性。

根据欧洲央行主席拉加德在去年 12 月 16 日议息声明中表示：

- 将在 2022 年第一季开始缩减疫情紧急购债计划（Pandemic Emergency Purchase Program, PEPP），并在 3 月结束。步伐与美联储相若；
- PEPP 本金再投资将至少持续到 2024 年底，必要时可随时重启 PEPP；
- 因疫情重燃，资产购买计划（Asset Purchase Program, APP）将在 2022 年第二季从 200 亿（欧元，下同）增加到 400 亿，到第三季度减少到 300 亿，并在第四季度恢复到 200 亿；
- 所有官方利率保持不变，“不太可能”在 2022 年内加息；
- 没有对定向长期再融资操作（Targeted Long-Term Refinancing Operation, TLTRO）和收紧银行准备金率作任何决定。

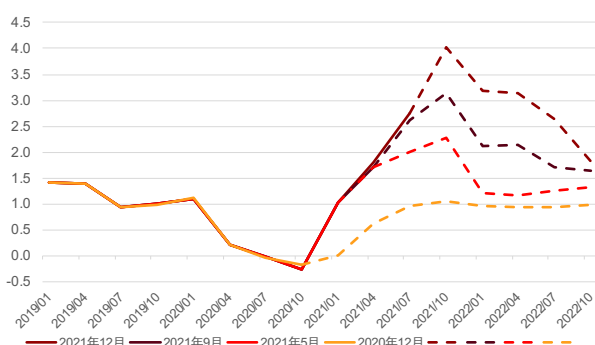
去年 12 月多个欧洲国家宣布封国或封城，并最快在 1 月底重开。我们认为欧洲央行在 2 月 3 日及 3 月 10 日的会议中提出加息的可能性偏低。即使 12 月欧元区通胀率创 20 年高位（5%），预计相对宽松的流动性仍是欧洲央行的政策路径。欧洲央行维持支持经济增长流动性的 APP 和

| 全球债市展望

TLTRO 不变，只是结束因疫情而提出的 PEPP。我们预计未来欧债收益率走势将跟随去年美债收益率步伐，有序上升。这是欧债市场短期内须面对的风险。

另外，拉加德表示除非通胀失控，否则今年欧洲基准利率将会持平。OECD 由 2020 年 12 月至去年 12 月持续向上修订对欧元区今年的通胀预测，最新预测为 1.8%，然比欧洲央行本身预期的 2.6% 还低，亦反映出今年欧元区通胀将由去年 12 月的 5% 大幅回落，呼应欧洲央行“不太可能”加息的声明。

OECD 对欧元区通胀预期 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

除了欧洲央行，其他全球主要央行都在去年第四季度有意或已执行收紧货币政策，我们统计部分内容见下表。

经济体	货币政策变动
加拿大	去年 10 及 12 月会议决定结束量宽，预计最早今年第二季度加息
英国	去年 12 月会议决定加息 0.15 至 0.25%，维持 8,750 亿英镑购买国债规模
日本	去年 10 及 12 月会议决定维持基准利率负 0.1% 及收益率曲线操作，并延长疫情融资计划至今年 9 月
澳大利亚	去年 10、11 及 12 月会议决定维持关键利率 0.1%，预计 2023 年前不会加息
新西兰	去年 10 及 11 月会议连续各加息 0.25%，基准利率第四季度由 0.25% 升至 0.75%，并表示未来仍有上调空间
韩国	11 月会议决定加息 0.25 至 1% (8 月已加息 0.25 至 0.75%)

数据来源：综合网站整理，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

美国作为全球资本市场的领导者，任何货币政策变化的涟漪都会影响其他央行的决策。参考最近两次美国加息周期，G10（除美国）央行普遍比美国早 6 个月做超前部署，加

上整个加息周期的总利率变化次数（不论加息或减息），皆比美国高出约 3.5 倍。如果今年美国加息 3 次，预期 G10（除美国）央行总利率变化次数推算约 10 次。

最近两次美国加息周期与 G10（除美国）总利率变化的次数

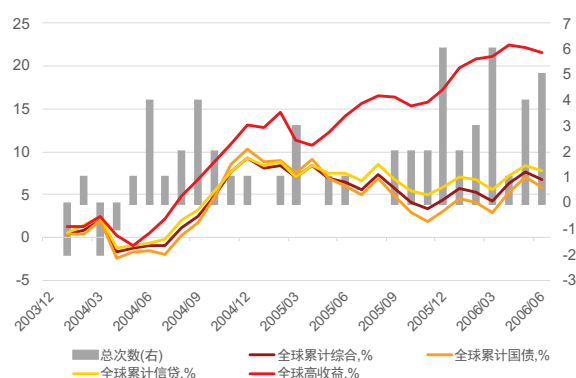
开始	结束	美国	G10（除美国）
2004 年 6 月	2006 年 6 月	17	58
2015 年 12 月	2018 年 12 月	9	32

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2021 年 12 月 31 日

此外，若剔除区域内同时加息及减息对债市的对冲影响，只抽取净利率变化次数与彭博全球债券指数中的“全球累计”、“全球累计国债”、“全球累计信贷”及“全球高收益”做分析，结果如下：

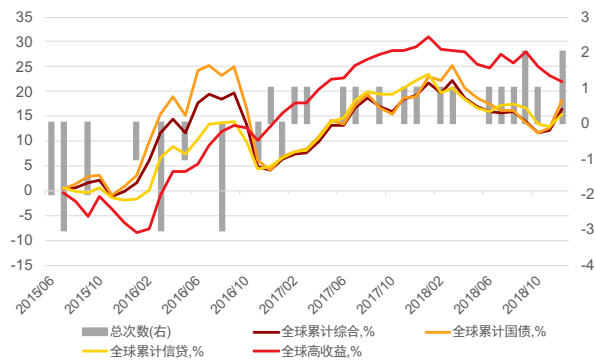
1. 在美国第一次加息前 6 个月，4 项债券指数普遍走弱，或出现 5% 以内的跌幅；
2. 启动第一次加息后，不论总数是正或负，次数愈多，4 项债券指数表现愈理想；
3. 周期中段利率变化总次数放缓时，除“全球高收益”外，其余 3 项指数皆出现调整；
4. 周期末段利率变化总次数又再回升，但 4 项指数在两周期中各异，参考价值不高。

G10 央行利率净变化次数与全球债券指数表现（2004 年周期）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据自 2003 年 12 月至 2006 年 6 月

G10 央行利率净变化次数与全球债券指数表现（2015 年周期）



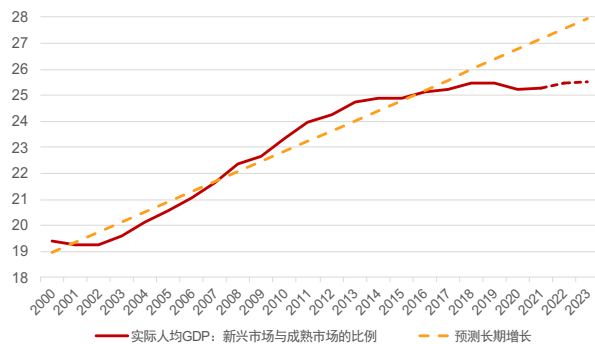
数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据自 2015 年 6 月至 2018 年 12 月

■ 新兴市场：债市波动的震央

传统上全球利率周期存在一定的规律，转折点往往在经济由盛转衰之际。全球经济衰退末段，成熟市场率先复苏，当地需求带动全球通胀，以出口资源及生产力为主的新兴市场普遍受到更大影响。外汇储备偏低、民生用品依赖进口、衰退时资金流出等因素令新兴市场通胀比发达市场更早及更快上升。央行或被迫停止加息，但因此亦恐引发信贷违约风险下国际资金更快流出，处于两难局面。

新兴市场经济体量的深度和宽度相对较弱，往往成熟市场货币政策转变对两地整体经济的影响会更突出。尤其当美国启动加息周期，所引发涟漪效应比 G10 的影响更大，加之 OECD 预测在疫情爆发后，新兴市场的人均国内生产总值的长期增长与发达市场相比明显落后，令通胀来袭时更显脆弱，对当地央行决策者带来挑战。

新兴市场实际人均 GDP 与成熟市场的比例及疫前预测百分比



数据来源：OECD，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

新兴市场及亚洲地区的消费物价指数（CPI）及官方利率			
地区	国家	CPI（按年）（%）	官方利率（%）
中东、东欧及非洲	匈牙利	7.40	2.40
	波兰	8.60	1.75
	罗马尼亚	7.80	1.75
	俄罗斯	8.40	8.50
	土耳其	36.10	14.00
	南非	5.50	3.75
拉丁美洲	阿根廷	49.10	40.00
	巴西	10.10	9.25
	智利	7.20	4.00
	墨西哥	7.40	5.50
	委内瑞拉	686.40	10.18
亚洲	印度	5.60	3.35
	马来西亚	3.30	1.75
	菲律宾	3.60	2.00
	泰国	2.20	0.50
	南韩	3.70	1.00

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2022 年 1 月 10 日

去年“与病毒共存”阵营解除社交封禁重启经济后，相较于欧美市场高通胀，新兴市场升势更甚。各大新兴市场央行亦提前对美国今年加息严阵以待。南美国家阿根廷预计今年通胀有机会升至超过 50%，其央行在今年 1 月 6 日将基准利率由 38% 上调至 40%，为 1 年多以来首次加息。秘鲁央行把基准利率由 2.5% 上调至 3%，已连续第六次加息。乌拉圭央行将基准利率由 5.75% 上调至 6.5%，连续第二次加息。另外，自去年 3 月以来，巴西、智利、墨西哥等其他南美国家亦已纷纷收紧货币政策。

土耳其长期以来同样深受通胀困扰。根据官方统计数据，其 2021 年 12 月通胀水平超过 30%（非官方统计是 50%）。然而土耳其总统埃尔多安希望通过非传统货币政策“降息”以遏止通胀，目前看仍无成效，但土耳其里拉反而出现巨幅波动。

新兴市场央行在经济及市场动荡不安时，往往受政府或国内利益团体阻挠，令货币政策更不稳定，稍有差池都可成为环球投资市场的“灰犀牛”。

| 全球债市展望

反观亚洲，过去 20 年经济明显改善。截止去年 12 月 31 日，亚洲前 10 大 GDP 总量约 27 万亿（美元，下同），占全球总量（约 85 万亿）的 32%，分别高过美国和欧元区约 30% 和 1.1 倍。我们预计即使疫情反复，亚洲经济数据仍然健康。虽然韩国去年在高通胀下已经加息两次，并有意在今年继续。然而在南亚地区，例如泰国、马来西亚及菲律宾今年都料将维持基准利率不变。与 2013 年的缩减恐慌 (Taper Tantrum) 相比，现金亚洲整体丰厚的外汇储备，可应对未来资本项目波动的冲击，我们同样预计亚洲债市所受的影响比其他新兴市场更小。

各国家或地区 GDP 总量及其百分比		
国家 / 地区	GDP 总量（万亿美元）	占比（%）
中国	14.7	54.4
日本	5.1	18.7
印度	2.7	9.8
韩国	1.6	6.1
印度尼西亚	1.1	3.9
泰国	0.5	1.9
菲律宾	0.4	1.3
中国台湾	0.4	1.3
中国香港	0.3	1.3
新加坡	0.3	1.3
亚洲前 10 大总计	27.0	比例（%）
全球	84.7	31.9
美国	20.9	129.4
欧元区	13.0	207.7

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

■ 新兴市场：东施效颦

参考最近两次（2004 与 2015 年）美国加息周期，新兴市场央行普遍比美国早 6 个月做提前部署，而整个期间总利率变化次数（无论加息或降息），2004 年比美国高出约 5 倍，2015 年时更高出约 18 倍。我们认为利率变动的频率反映了美国利率变化对各区域资本市场的冲击程度。数据上“中东、东欧及非洲”、“拉丁美洲”及“亚洲”各区域总次数分别为 62 次、149 次及 42 次。地理上最接近美国的拉美地区受影响最大，亚洲影响较小。如果今年美国加息 3 次，按过往数据新兴市场央行总利率变化次数推算最多将高达 54 次。

最近两次美国加息周期与新兴市场及亚洲地区总利率变化次数						
周期	月数	美国	包括美国第一次加息前 6 个月的利率变化			
			总计	地区		
				东欧及非洲	南美	亚洲
2004 年	24	17	92	4	66	22
2015 年	36	9	161	58	83	20
总次数		26	253	62	149	42

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

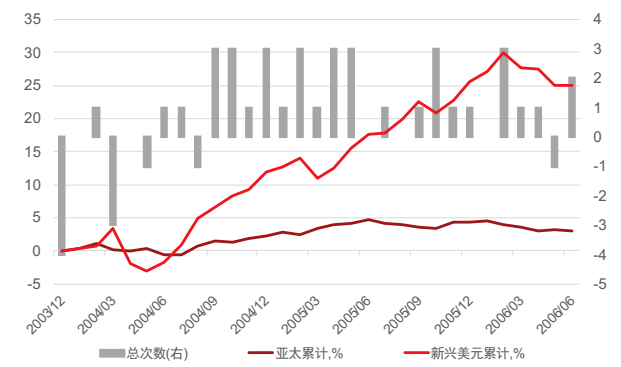
我们剔除区域内同时加息及降息对债市的对冲影响，仅选取净利率变化次数与彭博全球债券指数中“新兴美元累计”及“亚太累计”做分析，结果如下：

1. 周期之前：美国第一次加息前 6 个月，2 项债券指数普遍走弱，或出现 5% 以内的跌幅；
2. 周期初段：2004 年美国启动第一次加息后，新兴市场央行明显加快步伐，个别月份更加息共 3 次以上。但次数愈多，“新兴美元累计”指数表现愈理想；
3. 周期初段：2015 年美国启动第一次加息后，新兴市场各央行并没有共识，每月利率变化以忽升忽跌的步伐持续超过 1 年，初段表现理想的“新兴美元累计”指数最终走势逆转，“亚太累计”更持续下跌，反映政策分化带来的不稳定性打压新兴市场债市；
4. 周期中段：两次周期中货币政策的分歧愈趋明显，指数表现更南辕北辙。2004 年指数走势持续向好，相反 2015 年却持续走低，反映政策确定性对债市十分重要；
5. 周期末段：两次周期的利率变化趋向同步向上，两项指数表现亦趋平稳；
6. 全周期表现：2004 年“新兴美元累计”及“亚太累计”分别上升约 25 及 3%，2015 年“新兴美元累计”及“亚太累计”分别下跌约 12.5 及 4.2%。

综合分析，虽然新兴市场各经济体结构不同，但清晰的政策指引对新兴市场债市表现十分关键。其中“新兴美元累计”的波动性明显较大，两次周期最终回报差距达 37.5%，而

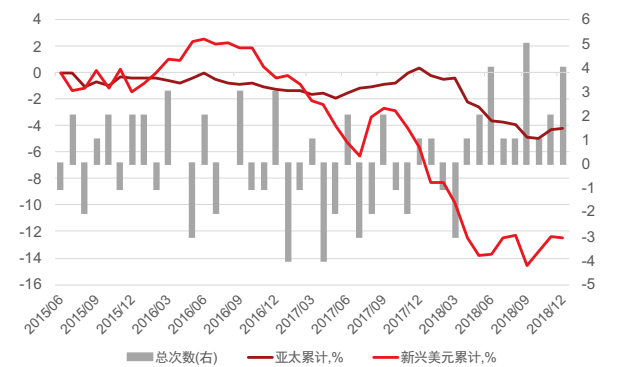
“亚太累计”只有 7.2%。所谓有危有机，在加息周期中投资新兴市场债市，风险管理更显重要。|

新兴市场及亚洲利率净变化次数与各债券指数表现(2004 年周期)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据自 2003 年 12 月至 2006 年 6 月

新兴市场及亚洲利率净变化次数与各债券指数表现(2015 年周期)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据自 2015 年 6 月至 2018 年 12 月



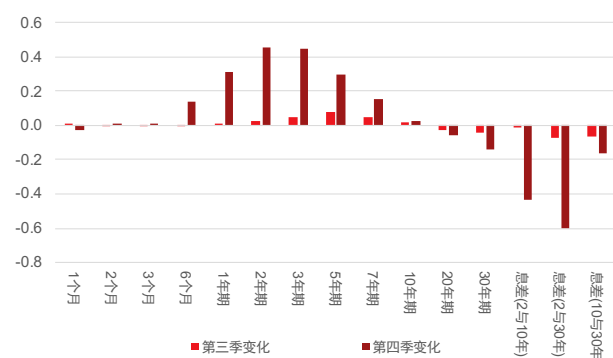
投资策略：逆风中的投资机会

■ 收益率曲线变化反映债市风险正在上升

加息（Tightening）与减少购债（Tapering）对债券影响最大的分别，是减少购债将影响美债收益率，间接影响债券指数的走势。加息则是通过利率变化的敏感度（即久期），更直接地影响指数的最终收益，最后影响定价。理论上加息对债券价格的波动性比减少购债的影响更大。

债市中不同领域的久期各异，受影响的程度不同，指数变化亦会不同。因此除了加息的幅度和速度外，债券本身久期相对于收益率变化的影响是影响债价的重要因素。

2021 年第三季度和第四季度美国国债收益率曲线变化（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

根据美国债券收益率曲线季度走势，3 个月或之前期限的国债收益率变化不大，主要与 LIBOR 以及加息周期中落实的第一个日期有关。6 个月至 10 年期国债收益率在去年第三及第四季度皆上升，尤其是 2 年及 3 年期升幅显著，是久期受影响最大的区域，而且传统上当启动加息后，此集中受影响的区域将会延展到更长的期限。如 3 月落实第一次加息，预计升幅显著的集中点将延伸至 5 年期，代表受影响的债券层面扩大。

20 年及 30 年期国债收益率却相反，第三及第四季度皆下跌，普遍反映资本市场对未来经济及通胀增长的预测，持续下跌反映对后市长期相对悲观的情绪。同时 2 年与 10 年期、2 年与 30 年期及 10 年与 30 年期的息差同时在去年下半年下跌，反映收益率曲线的斜度下降或曲线趋于平坦，而非传统上偏向陡峭，反映资本市场对经济深层次问题的忧虑。

事实上，资本市场与美联储对未来预测的分歧才是未来债市波动的核心原因，而非加息次数的多寡。由于先前政策摇摆到预测上分歧，迭加疫情的不稳定性，我们预计今年第一季度债市的波动性将持续上升。

加息周期并不可怕，历史上资金总会找到合适的路径。最怕是政策逆转过急及错判，加上缺乏市场共识，磨合期间产生短期的震荡，才是投资者本季须多加注意的重点。

■ 以史为鉴：加息初期更须要灵活配置

过去 30 年曾出现 4 次加息周期，分别在 1994、1999、2004 及 2015 年，其中每次次数及加息总百分比差距颇大。我们预计今年美联储将加息两次到三次。我们预计加息月份分别在 3 月、6 月及 12 月（或有）。

综合 4 次加息周期的数据，我们通过彭博全球债券指数共 19 项分类，可归纳为以下 5 个系列，我们分析加息前 6 个月、前 3 个月及全周期各指数表现，整理数据如下：

系列	指数
全球	全球累计综合
	全球累计国债
	全球累计信贷
美国	美国综合
	美国累计
	美国累计政府 / 信贷
	美国国债
	美国政府相关
	美国累计企业
	美国 MBS
欧洲 / 亚洲	泛欧累计
	欧元区累计
	亚太累计
高收益	全球高收益
	美国企业高收益
	泛欧高收益
其他	新兴美元累计
	全球通胀挂钩
	市政债券

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

指数	6 个月前 (%)				3 个月前 (%)				全期 (%)			
	1994	1999	2004	2015	1994	1999	2004	2015	1994	1999	2004	2015
全球累计综合	0.9	-6.1	-1.0	-0.1	0.8	-3.0	-2.9	-0.9	4.9	-0.9	7.8	8.3
全球累计国债	--	--	-1.5	0.4	--	--	-3.4	-1.0	--	--	7.5	8.7
全球累计信贷	--	--	-0.7	-1.0	--	--	-3.0	-0.8	--	--	8.5	9.3
美国综合	0.2	-0.8	0.2	0.1	0.2	-0.6	-2.4	-0.5	1.4	2.6	7.1	7.9
美国累计	-0.1	-1.4	0.2	0.7	0.1	-0.9	-2.4	-0.6	1.8	2.4	5.9	6.3
美国累计政府 / 信贷	-0.6	-2.3	-0.2	0.4	-0.3	-1.1	-3.2	-0.7	1.3	2.2	5.6	6.7
美国国债	-0.8	-2.5	-0.2	0.8	-0.4	-0.9	-3.2	-0.9	1.3	3.6	5.3	4.3
美国政府相关	--	-1.5	-0.1	-0.4	--	-0.8	-2.8	-0.4	1.2	1.7	6.0	7.3
美国累计企业	-0.4	-2.3	-0.3	0.2	0.1	-1.6	-3.4	-0.6	1.4	0.5	5.8	10.1
美国 MBS	1.3	0.5	0.8	1.2	1.1	-0.5	-1.1	-0.1	2.8	2.8	6.6	5.2
泛欧累计	--	--	2.3	1.1	--	-1.0	-1.0	0.3	--	1.6	8.1	2.2
欧元区累计	--	-0.4	1.9	2.2	--	-1.2	-1.0	0.5	--	0.3	7.7	4.5
亚太累计	--	--	-0.6	0.6	--	--	-0.7	1.4	--	--	3.6	3.7
全球高收益	5.7	5.4	0.5	-4.6	1.0	2.3	-1.8	-0.9	-5.4	3.8	21.0	21.1
美国企业高收益	6.0	2.2	1.4	-6.8	3.2	0.3	-1.0	-2.1	1.8	-3.0	16.2	23.3
泛欧高收益	--	--	5.6	-0.8	--	1.2	0.9	1.5	--	3.0	20.0	9.1
新兴美元累计	5.1	10.2	-1.7	-1.4	-2.4	5.0	-4.9	1.0	-15.8	15.1	27.2	15.9
全球通胀挂钩	--	-0.1	2.3	-3.6	--	0.5	-2.2	-2.4	--	0.5	13.1	8.3
市政债券	1.0	-0.9	-0.7	3.2	0.6	-1.8	-2.4	1.5	1.9	0.6	9.2	7.1
平均	1.7	0.0	0.4	-0.4	0.4	-0.2	-2.2	-0.3	-0.1	2.3	10.1	8.9
最大	6.0	10.2	5.6	3.2	3.2	5.0	0.9	1.5	4.9	15.1	27.2	23.3
最小	-0.8	-6.1	-1.7	-6.8	-2.4	-3.0	-4.9	-2.4	-15.8	-3.0	3.6	2.2
正值数目	7	4	9	11	8	5	1	6	10	14	19	19
负值数目	4	10	10	8	3	11	18	13	2	2	0	0

分析结果如下：

1. 若在加息 6 个月前投入并持有至加息周期中的第一次加息，平均表现只有 0.4% 升幅，最佳表现是 1999 年“新兴美元累计”指数上升约 10.2%，最差表现是 2015 年“美国企业高收益”指数负 6.8%。反映各指数在同一时段表现的差异很大。
2. 同样地，若将投入时点放在“3 个月前”，表现平均下跌 0.6%，最佳及最差表现都是“新兴美元累计”，分别在 1999 年（升约 5.0%）及 2004 年（跌约 4.9%），反映“新兴美元累计”这一指数对美国利率变化非常敏感。
3. “前 6 个月”的整体正与负回报比例约 50% 对 50%。其中“美国 MBS”出现次数最多，4 次周期皆是正值。对于本次加息，该品种应可看高一线。
4. 同样地，若投资“3 个月前”，整体正与负回报比例约 30% 比 70%，反映当时债市风险非常高。美国加息正打击全球债市，其中仍交出正回报且次数最多的是“泛欧高收益”（共 3 次）。
5. 综合加息前两组数据，第一次加息时获得正回报率最高的，分别是“美国 MBS”、“全球高收益”及“美国企业高收益”，机率同样为 63%。对于本次加息，此三个领域值得投资者重点关注。
6. 如投资者在确定第一次加息后才投入并持有至最后一次加息，整体正与负回报比例约 94% 对 6%，反映正回报的机率非常高。当中 4 次周期皆是正值的类别，分别是“美国综合”、“美国累计”、“美国累计政府 / 信贷”、“美国国债”、“美国政府相关”、“美国累计企业”、“美国 MBS”及“市政债券”。反映美国加息最终受惠最大的是美国为主的系列。

■ 以史为鉴：相关系数透视债市的内部分歧

以时段划分可简单了解各指数表现，但忽略了时段中和各时段间的变化。我们继续通过彭博全球债券指数与美国联邦利率的 20 天相关系数，分析加息对指数在时间上的不同影响。

以下分析只抽取最近两次加息周期的数据，由于部分指数在 2000 年后才成立，数据欠缺影响整体分析结果。其次，相关系数在指数成分债券改动（如已到期或赎回）及客观经济环境（如量化宽松）下不能直接比对，因此参考最近两次数据较为合适。分析结果如下：

1. 加息前 6 个月，所有系列与联邦利率的相关系数都是负值（即指数走势与加息背驰），只是程度上有所分别，反映加息对全部指数构成压力。但负值愈接近加息愈趋向正值，普遍在加息后第 4 个月或以后便达到零水平。反映各指数初段表现并不理想，但亦是较佳的投入时机。
2. 系数突破零水平以后，所有系列的系数皆持续上升，暗示资金在消化加息影响后重投市场，支持指数向好。但系数在周期中段开始见顶回落，反映加息达到某一水平后指数又再受压。过去两次周期中，所有系列的系数约在第 12 至 15 个月便达到峰值。
3. “高收益”及“其他”系列达峰后没有明显回跌，持续在高位徘徊，反映系列对加息影响的韧性。直到约第 25 个月系数才普遍回落，第 30 个月便重回负值，即利率与系列走势再次背道而驰。
4. “全球”、“美国”及“欧亚”系列的系数达峰后，第 15 至 25 个月起便开始持续下跌，反映持续加息又再打击债券市场，尤其“全球”系列的系数跌幅最为明显。但有趣的是约第 23 个月，3 项系列的系数再次反弹，可能与 2015 年周期中，美联储在第 20 至 25 个月期间决定暂停加息有关，有助 3 项系列走势逆转。

5. 在 2004 年加息周期完结时，只有“全球”系列的系数处于负值，其余 5 项仍是正值，反映未开启减息周期之前，这 5 项系列表现受高利率支持。
6. 在 2015 年加息周期完结时，只有“欧亚”系列的系数处于正值，除了“市政债券”及“美国企业高收益”指数外，其余 5 项普遍是负值，反映未开启减息周期之前，这 5 项系列表现受高利率打击。

综合分析，全球债市在加息之前 6 个月至落实加息初期都会受压，但持续加息反而有利各项债券指数表现。如在初段调整时投入并持有至加息后约 6 个月，获得正回报的机会较大。另外，注意在第 18 个月以后，“高收益”及“其他”系列表现仍然向好，其他系列上则没有统一的结果。到第 24 个月后，各系列的结果分歧更大，参考价值不高。|

中国及亚洲债市展望

■ 美国国债与人民币债券

新冠变种病毒 Omicron 迅速在全球扩散，各国病例一直呈上升趋势。突如其来的变种病毒推低美国利率，令收益率曲线趋平缓。然而，美联储主席鲍威尔（Jerome Powell）在加息取向上也愈变愈“鹰”，在国会听证会强硬暗示美联储将“讨论更快结束缩减的选项”，意味着加息可能早于当前市场的预期，我们预计后期美国国债收益率将走高。

而全球主要央行已等不及美联储率先自行收紧银根，仅第四季度，新西兰央行便连续加息两次，英国央行也于 12 月出乎市场预期调高指标利率 15 个基点。但相比环球及新兴市场，亚洲央行的紧缩政策明显滞后。由于良性通胀和私营企业信贷增长缓慢，进入 2022 年后步伐仍然迟缓。另外中国人民银行在 2021 年 12 月下调存款准备金率 50 个基点以及引导一年期 LPR 下调 5 个基点，明显呈现放宽态势，令人民币债券的票息率具有一定吸引力，可作为环球分散的投资选择。

■ 内地房地产调控政策的部署

中国房地产方面，在中央全方位调控楼市的政策下，多家开发商先后爆出流动资金不足的问题，对社会经济的影响可谓牵一发而动全身。2021 年 11 月，中国前 100 大开发商合同销售额同比下降 37%，与 2019 年相比下降 24%。我们从 11 月的数据看到，离岸和在岸债券价格普遍偏软的开发商，合约销售跌幅更大。对房价走弱的预期，也进一步令购房者持观望态度。而二、三线城市的投资者需求下降幅度更大，一些开发商更将他们的新房价格下调约 10 至 15%，以提高合同销售额。

为积极推动房地产市场的健康发展和合理住房需求，中国人民银行进一步放宽抵押贷款额度和加快拨付，在三条红线政策下，开发商可抽出并购贷款，而资产抵押债券也将恢复审批发行。我们认为国企和实力雄厚的民营企业因具有较佳的信贷评级，可受惠于本轮政策放宽。此外，亦有报导称，深圳、大连、南通、珠海、中山等城市的房贷利

率下调了 10 至 30 个基点，虽然是积极的发展，但我们认为对实体经济产生带来的影响并不足够。因此，倾向寻觅短期内融资需求不大而又具实力的公司。

当政府发出有关放宽的政策讯号，内房信贷环境将有机会得以改善。看到开发商在岸债券市场再融资的政策得以放宽和抵押贷款审批加速时，我们认为有利于 BBB 和 BB 类别的优质房地产公司。同时，随着中国华融的注资，中国资产管理板块的势头也有所改善。

■ 投资级别债券前瞻

至于债市，亚洲投资级别债券久期比美国及其他新兴市场更短，而久期短的亚洲投资级别债券的敏感度较低，价格亦相对稳定，加上亚洲投资级别债的票面利率高于环球同类型债券，投资者的风险调整回报较为可观。

投资级别债券	亚洲	欧洲、中东及非洲	美国
回报最差值（基点） Spread to Worst (bps)	136	132	95
修正久期 Modified Duration to Maturity	5.35	6.83	8.33

资料来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

其他国家有机会因通胀重临而收紧流动性，纵然基准利率仍处于极低水平，利率上行有利于银行、金融业，尤其较直接受惠以资本雄厚及流动性高的银行体系。以亚洲区来说，如香港、新加坡及韩国的相关债券表现可看高一线。

同时，整体亚洲投资级别债券信贷指标和评级正不断改善，加上庞大及忠实的区域内投资者基础，新兴市场不乏潜力。

一般亚洲投资级别债券较少涉及中国贸易、租赁、科技、媒体及通讯（TMT）板块，稳定系数相对高收益债券为佳，因此，我们相信亚洲投资级别债券将可为投资组合带来正面作用。

■ 亚洲债券点评

印度：

上月 Vedanta 宣布考虑将其铝、钢铁和油气业务上市，虽然有违其精简公司发展的计划，但可受惠强劲的高估值商品周期。其后，控股公司 Vedanta Resources 增持 Vedanta Ltd 的股份，此举有助减少股息流失，加上营运中产生充裕现金流，普遍预期派发股息将可兑现。

印度尼西亚：

虽然中国增加煤炭供应，但煤炭价格仍然波动。印度尼西亚煤炭价格一度较高位回落近三分之二随后反弹至每吨 60 至 70 美元。有煤矿企业及承包商报告表示，由于平均售价和产量处于高位，其财务业绩表现亦会强劲。部分煤炭生产商去杠杆化至净现金流，甚至全额偿还美元债券。另外，我们亦会密切留意那些为了增加煤炭储量而做出收购煤矿决策的企业，与因考虑 ESG 而投资非煤业务因素，从而提高杠杆率的煤炭生产商的执行风险。

中国香港：

由于对中国房地产市场的情绪疲弱，我们看到更高 Beta 系数的房地产公司表现偏软。在未受政策影响的香港本地房地产行业，我们提请投资者严选保持高质量操盘水准，股价合理及具有弹性的香港企业。|



第五部分： 全球外汇市场展望



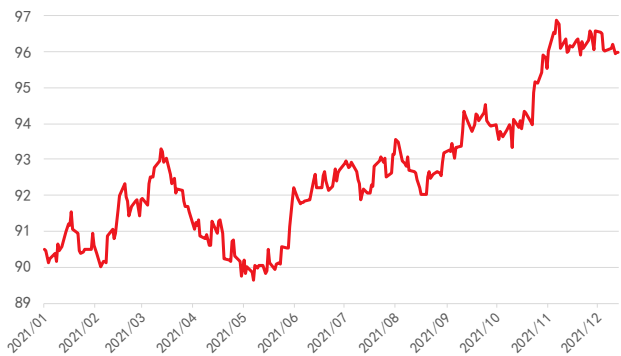
美元：美联储加息预期带动美债收益率走高，有利后期走势

美元指数第一季预计波幅范围 94.00 – 98.00

概述：

面对通胀压力不断升温，美联储最终承认了美国通胀持续的时间可能较预期长，并于去年开始执行紧缩计划。市场预计在减少购债于一季度完成后，将进一步加息以及收紧资产负债表。有关收紧的步伐料将视经济的复苏进程。若美国数据持续改善，美联储或会考虑更快加息，届时将推动美元进一步走强。随着生产者物价指数以及薪资持续上升，预计整体通胀短期较难大幅下跌，美联储将持续收紧其货币政策，以解决当前通胀高企的问题。同时，加息预期料将带动美国 10 年期国债收益率重上 2% 的水平，支持美元，令其整体走势仍然向好。

美元指数近一年以来走势



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月

美国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	第三季度	2.3 (环比)
失业率	12 月	3.9
零售销售	12 月	-1.9 (环比)
消费物价指数 (CPI)	12 月	7 (同比)

■ 减少购债结束后 美联储将随之展开加息之路

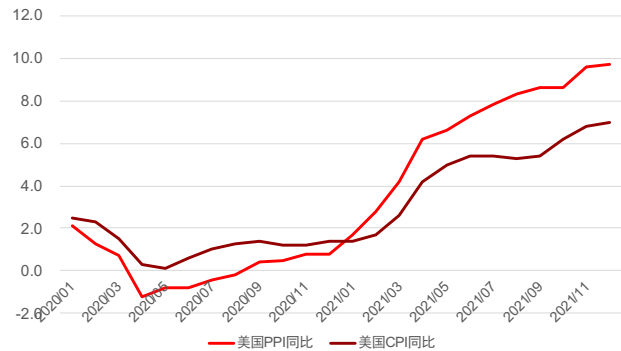
美联储于 11 月的议息会议中终于否定了对美国通胀“仅仅是暂时性”的看法，并宣布缩减购债 (Taper) 政策的细节：将每月购买公债和抵押支持证券 (MBS) 的规模由原先的 1,200 亿美元每月缩减 150 亿美元，随后 12 月将缩减规模翻倍至 300 亿美元，并计划于 2022 年 3 月彻底结束购债计划。最新公布的利率点阵图显示美联储将在 2022 年加息 3 次甚至更高。相关官员预计到 2022 年底，美国联邦基金利率将从目前的近零水平升至 0.9%，并于 2023 和

2024 年时分别升至 1.6% 和 2.1% 水平，标志着美国紧缩周期的来临。料美国的通胀压力短期较难缓解，因此市场预期美联储在债券购买计划结束后，便会随之开始加息并收紧资产负债表。至于推行有关紧缩政策的步伐，将视美国经济复苏的进程而定。

■ 环比通胀增速见缓，料整体通胀短期仍处于高水平

美国的消费物价持续停留于高位，12 月的 CPI 同比上升 7%，创下近 40 年新高，而核心 CPI (扣除能源及食物价格) 亦同比上升 5.5%。但 CPI12 月环比上升 0.3%，连续两个月出现回落。虽然数据反映通胀的环比上涨幅度有所减缓，但鉴于 PPI 以及当地薪资仍然高企及并持续上升，整体通胀水平预计短期较难下跌，这仍是美联储当前最亟需解决的问题。

美国 PPI 与 CPI 同比 (%)



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月

■ 若零售销售表现理想，将推动美联储加快加息

我们预计美联储将继续审视美国的经济状况来决定短期加息的节奏。除了美联储主席鲍威尔经常提及的通胀及就业情况外，美国消费表现也同样值得关注。美国的消费占整体 GDP 比重高达七成，因此若消费表现理想对美国经济复苏将起到举足轻重的作用，同时也提供一个理想的条件让美联储可以加大收紧货币政策的力度。美国的零售销售表现于疫情后持续反弹，10 月环比增长一度高达 1.8%。11 月，12 月的增长表现略为放缓。市场有担忧在通货持续膨胀的环境下，消费支出或面临挑战。但若零售销售数据保持改善，美联储或会考虑更快加息，届时也将推动美元指数走强。

美国零售销售月环比 (%)



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月

■ Omicron 对经济影响有限，料美联储政策不被动摇

新冠变种病毒 Omicron 引发美国新一波疫情，单日确诊数字一度超过百万人，创疫情以来新高。虽然 Omicron 致重症的概率较低，但同时传染力较强，因此美国大量员工因染疫需在家中隔离，令很多企业服务被迫减少，美国经济短期或受一定影响。然而，随着市场逐步消化 Omicron 对经济的影响，加之有关疫苗的研发成效，我们预计这一波疫情对美国经济的影响有限，而美联储收紧货币政策的计划亦不会因此而动摇。



人民币：升势料轻微放缓，表现仍胜一揽子货币

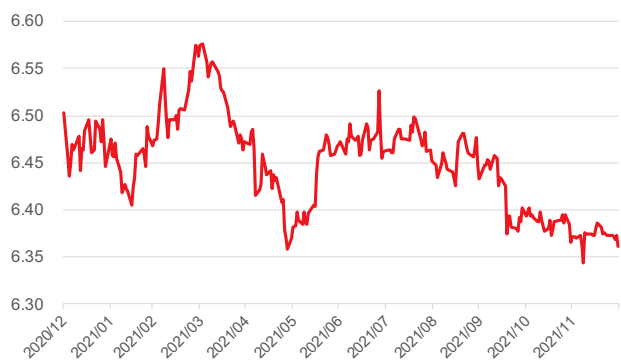
美元兑人民币第一季预计波幅范围

6.3300 – 6.4300

概述：

在美联储加息预期带动下，美元去年强势上涨，然而人民币的涨势比美元更强，兑美元去年全年依然逆势升值 2.5%，而反映对一揽子 24 种货币表现的人民币指数去年全年更是跃升了逾 8%。因预期中国内地今年的经济增长趋缓，人民银行或考虑进一步放宽货币政策，加之美联储将持续加息使中美利差收窄，削弱人民币的利差优势及其吸引力，因此预期今年人民币表现将有所放缓。另一方面，中国具有较完善的供应链，有利于中国出口，预计外资仍会继续流入，将很大程度抵销人民币的下行压力。整体来说，预计人民银行将继续维持“稳重有松”的货币政策，确保人民币的双向波动，总体人民币今年走势仍胜一揽子非美货币。

美元兑人民币近一年以来走势



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月

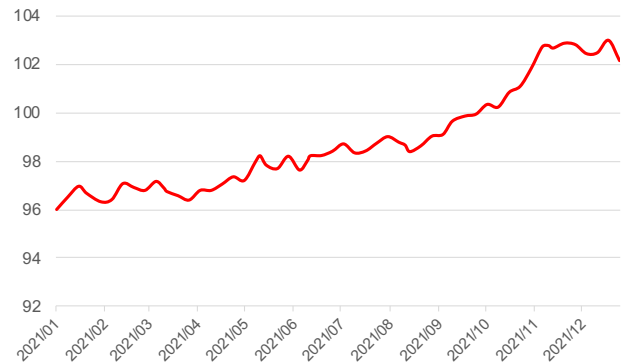
中国主要经济数据表现	时段	数值（%）
国内生产总值（GDP）	第四季度	4.0（当季同比）
失业率	12 月	5.1
零售销售	12 月	1.7（当月同比）
消费物价指数（CPI）	11 月	1.5（当月同比）

■ 人民币利差优势料减弱，但外资流入影响将相抵

美国通胀持续高企，市场预计美联储或提前加息以抵御通胀，美国长期国债收益率亦因加息预期上升。美国目前 10 年期国债收益率已重回疫情前的 1.7 至 2% 水平，未来甚至有机会升破 2% 水平，届时美国与中国长债利差或将逐步收窄，加之美元指数走势强劲，或将缓慢影响人民币汇价的上升趋势。但与此同时，中国经济正稳定复苏，外资

持续流入中国股票及债券市场，将有利人民币走势。因此，预计利差优势减弱与外资持续流入对人民币汇价的影响将互相抵销。

CFETS 人民币汇率指数一年走势图



数据来源：中国外汇交易中心，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月

■ 中国经济整体增速减慢，但出口仍具优势

中国的经济增速自去年下半年开始逐渐减慢，去年第三第四季度的 GDP 分别为 4.9% 和 4%，比第一第二季度的 18.3% 和 7.9% 明显回落。但是，中国具有完备的供应链，在全球供给瓶颈问题持续的情况下表现稳定，导致出口表现强劲，支撑中国经济稳步复苏。中国出口仍有优势，强劲的贸易顺差料将成为支撑人民币的重要因素，加上利差优势仍在以及外资持续流入的情况下，将有助稳定人民币汇率的整体表现。

中国贸易差额与 GDP 同比增幅



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月

■ 央行年内或再适时降准降息以推动经济

人民银行于去年 12 月年内第二次降准，下调金融机构存款准备金率 0.5%，同时还下调支农、支小再贷款利率 0.25% 以及一年期 LPR 5 个基点。今年首月，又再度下调 MLF 于公开市场逆回购利率 10 个基点。由此可见，央行继续支

持实体经济，同时表示对目前稳健的货币政策取向不变。除此之外，人民银行最新的货币政策报告反映经济正面临下行压力，不排除再度实施全面降准或其他宽松政策，以确保经济稳中求进地增长。

■ 中美关系释出缓和信号，但实际进展有限

自上任以来，美国总统拜登与中国国家主席习近平去年年末首度视频会面交流，双方谈及双边关系、宏观经济、经贸关系、台海局势、能源安全、气候变化、公共卫生安全等广泛领域。虽然两国之间仍存分歧，但会面毕竟有效缓和了双方紧张关系，为日后贸易谈判铺平道路。贸易方面，美国财长耶伦去年 11 月曾表示可能会考虑以对等方式降低中美双方的部分关税，以抑制目前高企的通胀。预期短期较难取消中美双方的关税，但有关进展值得市场关注留意。|

澳元：澳洲央行谨慎货币政策将拖累澳元短期表现

澳元兑美元第一季预计波幅范围

0.6900 – 0.7400

概述：

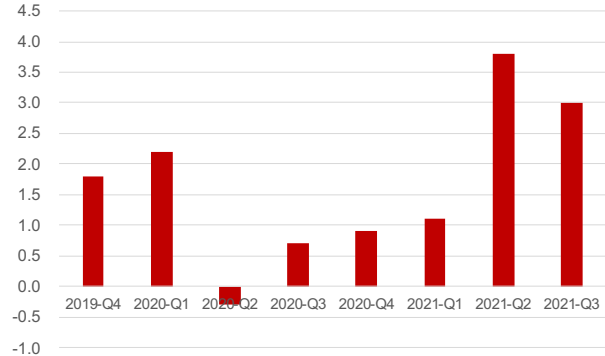
随着澳大利亚经济逐步改善，澳洲央行的货币政策立场已没有之前那样鸽派。然而，央行仍然认为澳洲通胀上升的速度较其他发达国家慢，多次重申今年加息的机会不大。虽然央行表示不急于加息，但市场仍对澳洲央行持加息预期，利率期货市场反映央行将于今年 6 月前升息。另外，预料铁矿石价格短期升幅亦受限，较难带动澳元大幅反弹。总结来说，澳元今年第一季的表现将较为波动，仍然存在下行压力。

澳元兑美元近一年以来走势



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月

澳大利亚 CPI 同比走势 (%)



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月

澳大利亚主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	第三季度	-1.9 (环比)
失业率	11 月	4.6
零售销售	10 月	4.9 (环比)
消费物价指数 (CPI)	第三季度	0.8 (环比)

■ 澳洲央行认为通胀升幅较慢，故不急于加息

澳洲央行认为经济复苏持续，失业率正逐步下降，但同时认为当地通胀可能远远落后于其他发达国家，因当地薪资较难增长。央行更表示在通胀率达到 2 至 3% 的目标区间之前，不会做加息的准备。事实上，澳大利亚的通胀率于 2021 年第二季度已升至同比 3.8% 的水平，只是央行并未承认该通胀水平的持续性。因此，如果经济活动数据保持乐观，或澳洲央行最终认为通胀将持续上升，该行的货币政策立场将转为鹰派，届时才能对澳元有支撑作用。

■ 澳洲央行态度鸽派，但市场仍预期年内加息

Omicron 变种病毒令市场经济前景产生了新的不确定性，投资者担心疫情将威胁各国经济复苏。但是，澳洲央行却对当地经济抱有信心，央行总裁洛威于去年 12 月政策会议上表示，Omicron 变种病毒对经济带来下行风险，但预计澳洲经济能够抵御冲击。因此，央行对经济展望乐观，只是信心未足够促使央行进一步收紧目前的货币政策。

正值各大央行计划加息之际，澳洲央行于货币政策立场的表现仍比其他央行较为鸽派。该央行虽然上调澳大利亚 2022 年经济增长及通胀的预期，但总裁洛威却多次表示不太可能于 2022 年加息，仅会于今年 2 月 1 日即将召开的政策会议上检讨量化宽松政策的各种选项。这与美联储的货币政策与 2-4 次的加息预期形成强烈对比，影响澳元整

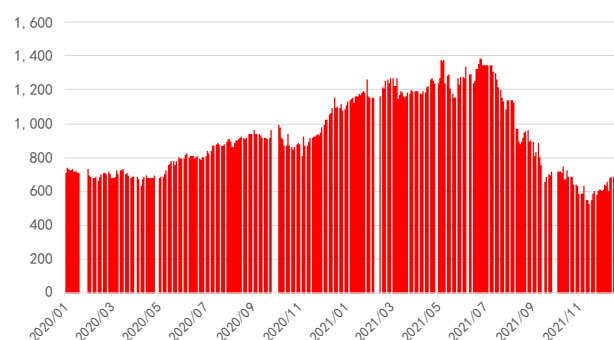
| 全球外汇市场展望

体走势。虽然澳洲央行表示不急于加息，但市场仍对澳洲央行加息持乐观态度，预计该行有机会于今年 6 月前升息至 0.25%。

■ 铁矿石的价格虽见底回升，但升幅料受疫情所限

2021 年全球各大央行于疫情期间均推行宽松的货币政策，以刺激经济复苏，因此通胀预期升温推动大宗商品包括铁矿石的价格于年初飙升，但其后有关价格于高位回落，并于 11 月见底。受到疫情重临影响，预期铁矿石价格短期的升幅有限。澳洲是世界上最大的铁矿石出口国，约占全球产量的三分之一。因此，于铁矿石价格升幅受限的情况下，澳元短期较难有大幅度反弹。|

大连铁矿石期货价格（元）



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月



纽元：新西兰央行将加息压抑楼市，支持纽元汇价走势

纽元兑美元第一季预计波幅范围

0.6500 – 0.7000

概述：

新西兰的楼市炽热及通胀居高不下，令央行加快收紧其货币政策，并于 2021 年加息两次。除了央行政策立场明确，当地经济面亦理想，提供充裕经济条件给央行实行加息计划。国际乳制品价格表现稳定，目前处于近年较高水平，加之 1 月 1 日起正式执行的《区域全面经济伙伴关系协议》，预计进一步扩大新西兰的农产品出口于区域内销售，将带动当地经济表现。料新西兰经济将进一步增强，且新西兰央行亦表明了其陆续加息坚定的意向，均有助纽元中长线上升及抗衡因美元强劲而带来的压力。

纽元兑美元近一年以来走势



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月

新西兰主要经济数据表现	时段	数值（%）
国内生产总值（GDP）	第三季度	-3.7（环比）
失业率	第三季度	3.4
零售销售	第三季度	-8.1（环比）
消费物价指数（CPI）	第三季度	2.2（环比）

■ 新西兰是十国集团中首个加息的国家

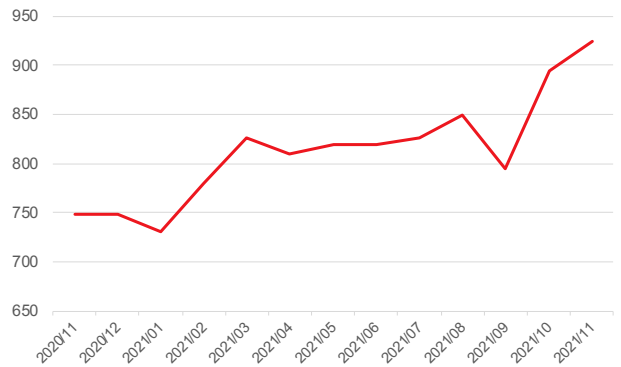
2021 年，新西兰央行进行了 7 年来的首度加息，更是十国集团中首个加息的国家。新西兰央行分别于去年 10 及 11 月份将官方隔夜拆款利率（OCR）每次提高 25 个基点至目前的 0.75%。有关收紧措施主要的目的是遏制当地居高不下的通胀以及试图使火热的楼市降温。预期全球及新

西兰的通胀水平短期难有较大幅度下降，促使新西兰央行采取较为进取的货币政策立场。这也将使纽币有利于抵抗受惠加息预期的美元指数升势。

■ 房价高企成为央行持续加息的一大诱因

新西兰央行在 2021 年加息两次，货币政策立场表现进取，行长奥尔称若楼市仍然过热及通胀居高不下，将会持续加息。央行明显有计划及决心遏制通胀并对火热的楼市降温。其实新西兰已是经济合作与发展组织（OECD）成员国中楼价最难负担的国家之一。当地房价于过去 7 年已上升约一倍，政府亦已对物业投资者加征税项，并督促央行在制定政策时需考虑楼市的因素，然当地楼市热度依然不减。因此，当地房价高企带来的高通胀水平正促使央行加快收紧货币政策，料央行将持续加息以应对该经济环境。

新西兰全国房价中位数（千纽元）



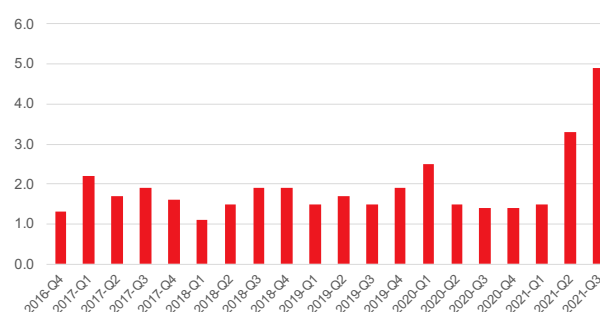
数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月

■ 通胀续升，料支持新西兰央行持续加息

环球通胀升温，新西兰也不例外，当地去年第三季 CPI 升幅同比加快至 4.9%，并创下逾 10 年来新高。除此之外，新西兰央行的季度预期调查报告反映国内的企业经理预测未来一年的年通胀率平均为 3.7%，创下 11 年新高。明显地，遏制楼价及飙升的消费者物价已成为新西兰央行目前最重要的议题，故我们预计央行将以持续加息作为冷却房价以及通胀的方案。

新西兰央行行长奥尔预计到 2023 年，基准利率或会达到 2.5%，并有机会于 2024 年进一步走高。言论明显可见新西兰央行对利率立场偏鹰派，预期今年新西兰央行加息或持续。市场对新西兰央行将进一步推行紧缩措施预期增强，有利纽元的中长线走势。|

新西兰 CPI 同比 (%)



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月

加元：油价表现稳健，加拿大央行货币政策清晰

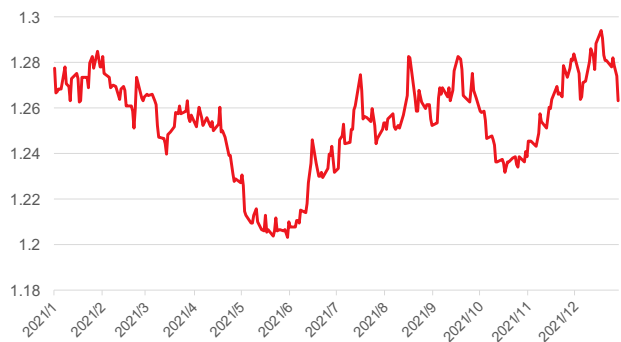
美元兑加元第一季预计波幅范围

1.2500 – 1.3000

概述：

加拿大央行是重要经济体系之中首个减少购债的国家，因当地就业及整体经济增长理想，且新冠疫苗接种率高等因素支撑整体经济发展。央行预计经济中的闲置产能将更快被消化，最快或能于今年 4 和 9 月之间加息。加拿大央行开始积极收紧货币政策，加上石油输出国组织对原油需求的乐观预测令油价预期靠稳，加拿大央行将继续采取目前的政策立场。然而，当地经济短期或受疫情相关挑战，假如加拿大或作为加拿大重要经济伙伴美国的疫情进一步恶化，央行可能考虑延后收紧货币政策的计划。

美元兑加元近一年以来走势



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月

加拿大主要经济数据表现	时段	数值（%）
国内生产总值（GDP）	第三季度	1.3（环比）
失业率	11 月	6
零售销售	10 月	1.6（环比）
消费物价指数（CPI）	11 月	4.7（同比）

■ 货币政策趋向明朗化，央行明确表态加息时间表

加拿大央行去年十月宣布结束量化宽松计划，转为仅购买政府公债来替换到期的债券。目前加拿大通胀水平高企，11 月的消费物价指数同比涨幅高达 4.7%。在能源价格上涨和供应瓶颈的问题下，当地通胀水平短期内较难迅速平复。行长麦克勒姆更表示不会让通胀长期维持于高水平，或比预期更早加息。他同时表示若有需要提前加息，将很大机会于今年 4 至 9 月期间加息。由此可见，央行对通胀

的容忍度不高，我们预计央行或最快于第二季展开加息之路。

■ 供求因素互相抵消，原油价格料企稳

油价方面，整体仍然呈现上升走势，NYMEX 原油 10 月中升至 7 年高位后，因变种病毒 Omicron 掉头下跌，跌至最低每桶约 62 美元。但是，市场预期 Omicron 对石油需求的影响是温和而短暂的，同时石油输出国组织（OPEC）调高了今年首季度全球石油需求预测至 9913 万桶，更预期第三季度将回升至疫情前的每日 1 亿桶水平，因此中长期国际油价料将随全球经济复苏而逐步上升。而在石油供应方面，美国、中国及其他许多国家正相继准备释放战略石油储备，预期所需时间较长，对油价的整体影响不大且或已渐被消化。而 OPEC 与伙伴国已同意于 2 月每月增产每日 40 万桶，增产幅度不算太大，同时墨西哥计划于今年将每日产油量由 100 万桶减至 40 多万桶，因此预期整体的产油量将大致平衡，油价将呈现区间震荡格局。

WTI 原油期货价格（美元）



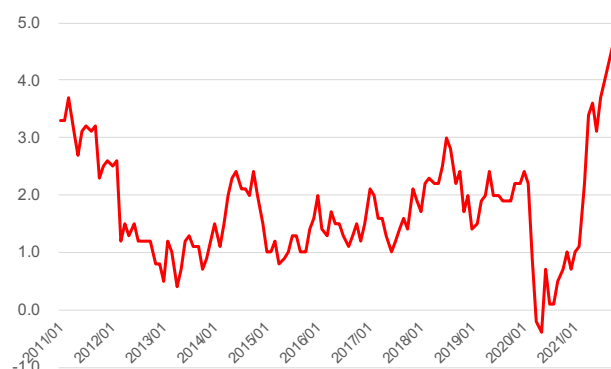
数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月

■ Omicron 不会影响加央行整体货币政策方向

加拿大的新冠肺炎疫情升温，新变种病毒株 Omicron 的个案数字在当地上升。有关的确诊病例数量正在迅速增加，Omicron 于部份省份已取代 Delta 成为主要变异株。

虽然 Omicron 变种病毒可能令供应链断裂情况更为严重，损害经济，但加拿大近期经济复苏表现亦算理想。第三季度国内生产总值已由负值转正，加上 2021 年当地经常帐亦由 2008 年后重见盈余，显示境外资金持续流入，有利该国经济表现。通胀方面，当地 11 月消费物价指数同比升幅创下自 2003 年 2 月以来新高。有关经济数字除了反映当地高通胀的情况外，更表示央行有条件进一步收紧货币政策。预计 Omicron 对加拿大的经济打击只属短暂性质，不会影响央行的货币政策方向。|

加拿大 CPI 同比 (%)



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月

欧元：欧洲央行与美联储加息步伐不一致或将压抑欧元

欧元兑美元第一季预计波幅范围

1.1000 – 1.1500

概述：

欧洲央行最终承认高通胀的情况将维持较长一段时间,反映央行对通胀的态度有所改变,但仍坚持不急于调整有关货币政策,且表示今年加息的机会不高。相比美国收紧货币政策的前景,欧洲央行的紧缩步伐显得较为谨慎和缓慢,预计货币政策立场上的分歧或令欧元承压。另外欧元区的经济基本面仍然较弱,若疫情进一步蔓延,可能将打击仍然疲弱的经济,欧元短期预计仍将维持疲弱走势。

欧元兑美元近一年以来走势



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月

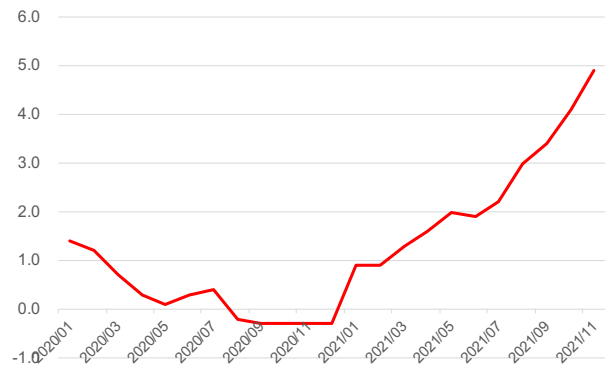
欧元区主要经济数据表现	时段	数值（%）
国内生产总值（GDP）	第三季度	2.2（环比）
失业率	11 月	7.2
零售销售	11 月	1（环比）
调和消费物价指数（HICP）	11 月	4.9（同比）

■ 欧洲处理通胀的态度谨慎，影响货币政策

在物价上涨令各国央行发出收紧政策信号之际，欧洲央行仅仅在去年 10 月末承认，欧元区通胀将在更长时间处于高位，有关反应明显落后于其他央行。欧洲央行总裁拉加德认为，因能源价格上涨、全球供应及需求复苏不平衡等因素令欧元区通胀走高，而有关因素将会缓解及消退，令通胀率有望重回 2% 目标之下。她更表示若在时机未成熟时收紧融资条件，将对经济复苏构成不必要的阻力。尽管通胀仍存升温压力，但有关决策者对货币政策仍倾向较谨慎

及缓慢的态度。美联储正朝着结束购债和准备加息的方向前进，而欧洲央行某种程度上仍处于慢车道，因此美元受惠加息预期而上升，而欧元短期则持续受压。

欧元区 HICP 同比



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 11 月

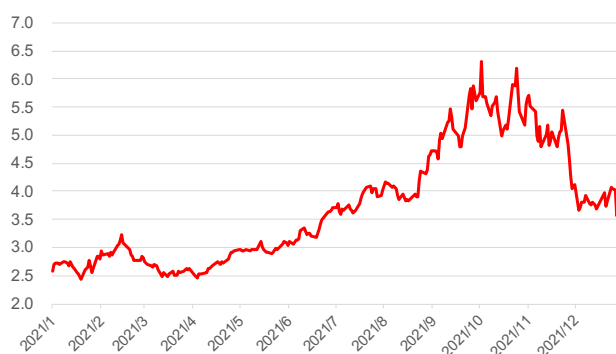
■ 今年 3 月将结束 PEPP，但仍保留重启的可能性

欧洲央行终于承认欧元区高通胀的持续性，而市场亦预期央行将慢慢收紧货币政策。紧接着英国央行在去年 12 月宣布加息，欧洲央行同时也宣布将于今年 3 月结束因新冠疫情大流行而推行的紧急资产收购计划（PEPP），但同时将其较长期资产购买计划（APP）的购买速度提高一倍，以确保货币政策的平稳过渡。欧洲央行还承诺保持借款成本于较低水平，并延长 PEPP 到期债券回笼资金再投资的期限，并仍然将 PEPP 作为备用计划。由此可见，欧洲央行对收紧货币政策的态度非常谨慎，料收紧步伐将落后于美联储，使欧元短中期表现较弱。

■ 天然气价格上涨或引致进一步通货膨胀

欧元区 11 月通胀率同比达到 4.9%，创下 13 年新高，并且远超出央行订下 2% 的通胀目标。由此可见，欧元区的通胀正持续上升，加上德国暂停审批北溪 2 号的项目，令欧洲的天然气价格再次飙升，因此预期欧元区通胀高企的问题短期较难消退。而欧洲央行总裁拉加德虽然多次表示今年升息的机会不高，但亦认同通胀升温的说法。央行全面上调今年的通胀率至 3.2%，而 2023 和 2024 年则将下降至 1.8%。如果最终能源价格飙升导致欧元区进一步通货膨胀，这可能令决策者考虑比预期更早加息。

天然气期货价格（美元 / 百万英热）



数据来源：Investing.com，东亚中国财富管理，资料截止 2021 年 12 月 31 日

■ 新冠病毒疫情将进一步拖慢欧元区复苏

变种新冠病毒 Omicron 席卷欧洲，令欧洲国家如奥地利及荷兰恢复封锁措施，打击当地及欧元区正在初步复苏的经济。欧元区 12 月企业活动增长放缓幅度超过预期，加上 IHS Markit 公布的欧元区 12 月综合采购经理指数（PMI）初值亦从 11 月的 55.4 降至 53.4，表现逊预期且是 3 月以来最低，多项数据均反映欧元区的经济增长明显受疫情重临影响。预计欧洲国家不会轻易因疫情再次实施封城措施，但在 Omicron 的阴影笼罩下，或令欧元区目前较为疲弱的经济复苏步伐进一步放缓。|



英镑：通胀高企推动央行加息，英镑料逐步走强

英镑兑美元第一季预计波幅范围

1.3400 – 1.3900

概述：

全球供应链遇到瓶颈问题，加之英国脱欧后产生贸易和移民问题，令英国通胀变得更加严重。英国央行去年做出第一次加息以缓解正在上升的通胀动力，亦成为自疫情以来率先加息的主要央行。面对通胀压力加剧，我们预计央行将积极加息，并带动英镑走势。在加息的大方向下，相信英国央行也会以当地的就业状况来衡量加息步速。英国目前就业情况稳定，加上经济增长逐步改善，将为英国央行提供充裕的加息条件，有利英镑走势。

英镑兑美元近一年以来走势



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月

英国主要经济数据表现	时段	数值（%）
国内生产总值 (GDP)	第三季度	1.1（环比）
失业率	10 月	4.2
零售销售	11 月	1.1（环比）
消费物价指数 (CPI)	11 月	5.1（同比）

■ 英国央行去年意外加息，料将持续

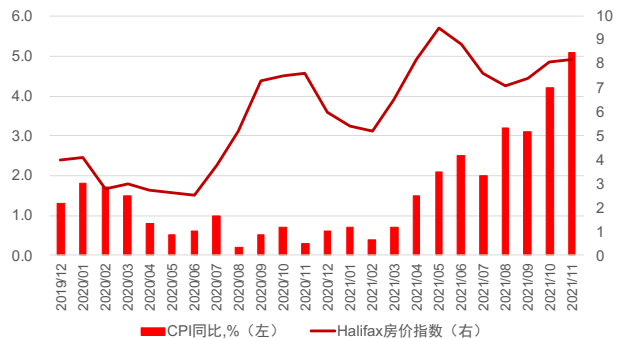
英国央行在去年 11 月的议息会议中维持指标利率不变，令市场加息的预期落空，英镑曾一度创下逾 18 个月来最大单日跌幅。随着英国通胀压力加剧，加之国际货币基金组织（IMF）警告英国央行加息的节奏不应太慢，央行 12 月再度与市场的预期背道而驰，出乎意料地将主要利率上调至 0.25%，成为自疫情爆发后首个加息的主要央行。英国央行本次加息行动主要意图抑制近期物价飙升的问题，预计

央行将持续收紧货币政策，以达至其控制通胀的目标，有关加息预期将利好英镑前景。

■ 为抵御通胀，英国央行需持续加息

能源价格于去年整体上升，加上供应链瓶颈问题导致全球通胀大涨，而英国物价的上升则因为脱欧之后产生的贸易和移民问题，令当地通胀情况变得更加严重。英国 11 月通胀率同比上升 5.1%，而英国央行更是预计通胀在今年 4 月将达到 6%，即央行设定的通胀目标的 3 倍。同时，IMF 亦预测英国的通货膨胀率将于今年达至 5.5%，为近 30 年高位。因此，预计英国央行将持续加息以抵御居高难下的通胀。

英国 CPI 与 Halifax 房价指数

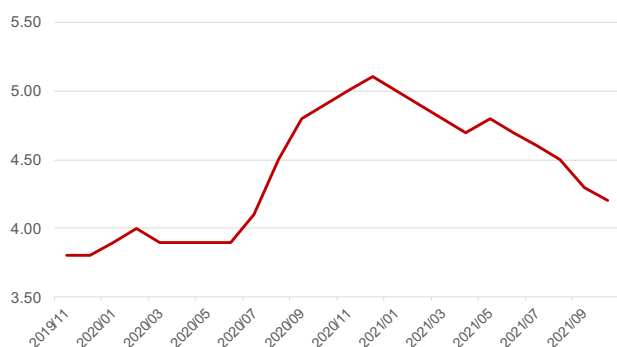


数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 11 月

■ 央行将以就业状况来衡量短期加息的速度

英国近期的就业数据表现理想，反映当地劳动力市场在政府薪资补助计划结束后仍然强劲。根据英国统计局的数据，11月就业人数月增长25.7万至2,940万人，同时截至10月为止的三个月失业率进一步回落至4.2%，可见当地就业状况正稳定改善。预计英国央行除了关注高通胀的问题外，亦会衡量当地就业的状况来决定短期加息的步伐。因此，英国就业市场正稳定改善，也将为英国央行增添持续加息的信心。

英国失业率 (%)



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 11 月

■ 经济逐步改善可为 Omicron 造成的经济打击作缓冲

变种病毒 Omicron 肆虐英国，疫情极其严重，单日新增病例首度突破 20 万例并创出新高。但英国政府继续推动“与病毒共存”的防疫策略，令 Omicron 变种病毒于当地迅速扩散。虽然英国提倡与病毒共存，但政府呼吁雇主尽可能让员工在家工作，亦建议市民减少外出。预计旅店、休闲行业及零售商将受打击，去年第四季的经济增长料有所放缓。英国去年第二及三季的经济增长已重回增长水平，当地第三季度的 GDP 同比增幅更是高达 6.6%，料可为因疫情重临而受打击的经济作缓冲之用。|

日圆：央行紧缩政策受限于疲弱经济，走势料落后

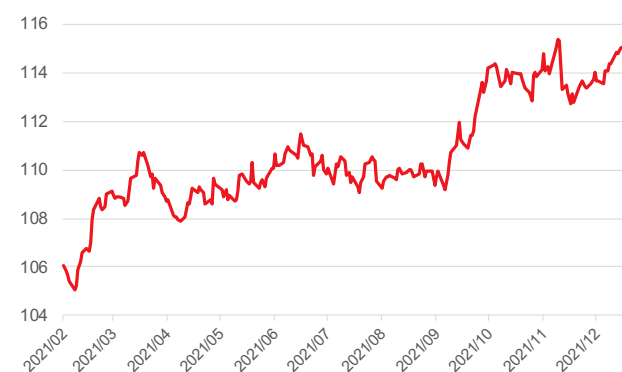
美元兑日圆第一季预计波幅范围

113.00 – 118.00

概述：

美联储去年第四季开始了缩减购债政策，每月削减 1,200 亿美元的购债规模，预期于今年 3 月彻底结束，并随之展开加息之路。反观日本央行，受疫情进一步拖累，经济表现仍然疲弱，短期料将维持较宽松的货币政策。预期美日两国的货币政策将形成强烈对比，打压日圆走势。另外，在美国高通胀的推动下，美元及美债收益率或持续走高，将拉大美日两国债券的利率差，为日圆增添更多压力。

美元兑日圆近一年以来走势



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月

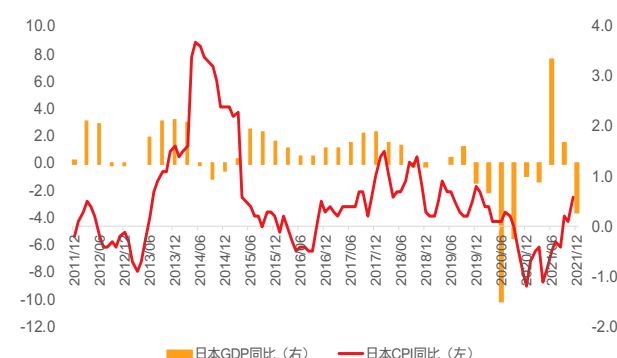
日本主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	第三季度	-0.9 (环比)
失业率	11 月	2.8
零售销售	11 月	1.9 (同比)
消费物价指数 (CPI)	11 月	0.6 (同比)

日本经济仍然疲弱，将限制央行货币政策

日本经济复苏的速度相对较慢，经济增长及通胀方面仍未见起色。日本 11 月 CPI 同比仅上升 0.6%，而第三季 GDP 环比数据则在连升两季后再次跌至负数，反映经济仍存下行风险。日本央行对当地经济的看法亦不乐观，该行将截至今年 3 月该财年的通胀率预测从 0.6% 下调至 0%，亦同时降低了经济增长的预测。同时，央行缩减了之前的抗疫融资计划，并声称短期内不急于扩大刺激政策。因此，在经济面仍然较弱的经济环境下，预期日本央行短期内仍

将维持目前较为宽松的货币政策，这将与美联储加息部署的立场形成强烈对比。

日本 GDP 与 CPI 同比 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 11 月 18 日

日央行收紧货币的政策料落后于各大央行

日本央行多次重申将保持目前的货币政策不变，并预计通胀率至少在今明两年维持在 2% 的目标之下，因此现在考虑货币政策正常化仍为时尚早。这反映了日本央行在削减货币刺激措施这方面将采取较为缓慢的政策；与美联储的加息步伐相较之下明显偏慢，令日圆最终承压。另外，日本央行的政策委员亦曾表示日圆走软将提振出口，对整体日本经济有积极影响，可见央行对日圆疲弱的状况或乐见其成。

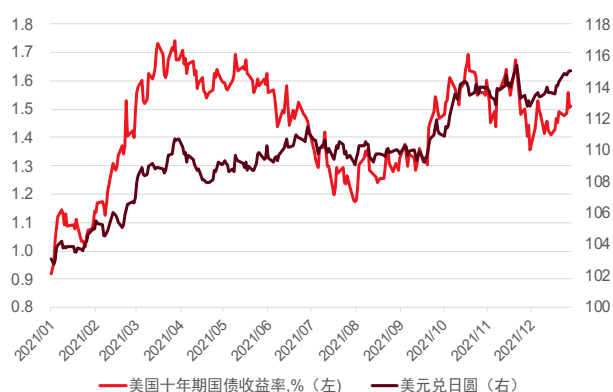
美国通胀推动美债息向上，日圆敏感受压

环球通胀升温，推动各国长债收益率上升，美国国债的收益率更见明显。美国 10 年期国债收益率亦高见 1.8% 水平

| 全球外汇市场展望

上方，即重回疫情前的水平。这扩大了美日长债收益率的利差，令对美国债收益率变化尤其敏感的日元汇价大大回落，而日元则成为去年表现较弱的货币之一。我们预计美国通胀短期难以回落，或将令美元及美国债收益率进一步向上，从而拉阔美日两国债券的利差，最终令日元汇价受压。

美元兑日元与美国十年期国债收益率走势



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月

■ 市场对疫情的避险需求渐减

自 11 月 Omicron 变种病毒爆发后，市场投资者纷纷将资金转到避险资产，带动日元由低位回升，美元兑日元一度回降至 112.52 水平。其后有消息表明 Omicron 变种病毒虽然有较高的传染力，但患者住院和重症风险较低，加之多家药厂表示其疫苗对于防范 Omicron 毒株仍有有效，令市场对 Omicron 相关的担忧有所缓解，日元重回跌势，美元兑日元亦升至 116.00 上方水平。由此可见，市场已习惯疫情再现的情况，避险需求有所减淡，或令日元每次的升幅都受到限制。|





第六部分： 全球商品市场展望



2021 年第四季度商品市场表现有所降温，整体表现比过去 3 季都要差，尤其能源类商品表现更是大起大落。美联储 11 月宣布减少购债计划，并表示有意加快收紧流动性，令流连于商品期货炒作的资金有所收敛。“两油”价格（WTI 原油与北海布伦特原油）分别在 11 月起见顶回落，加之变种病毒 Omicron 急速传播，WTI 原油自高位约 85 美元 / 桶下跌至 65 美元 / 桶，跌幅超过 20% 方得到支撑。金价同样未能受益高通胀，反而跟随油价在 11 月起下跌，由约 1,867 美元 / 盎司下跌至 1,770 美元 / 盎司，跌幅约 5%。标普高盛商品综合指数以及其中的工业金属指数均出现类似状况，惟有农产品指数表现稳定。

进入 2022 年第一季度，我们认为受益于长期对实物黄金的需求增长，金价下跌空间有限，况且在全球（尤其美国）通胀高企不下的背景下，历史上均有利金价表现。但另一方面，黄金 ETF 资金流出以及短期全球货币政策收紧也将部分抵消升幅，预计金价走势将在 1,800 美元左右窄幅震荡徘徊。与此同时，在预计环球央行有意收紧流动性的情况下，投机资金在能源市场或有所收敛，加之预计本季度开始全球能源供求将达平衡，甚至在季末出现供过于求情况，都可能打击目前相对高企的油价。料 WTI 原油将冲击前期高点若未果后或见顶回落，基本预测在 75 美元徘徊。如若俄乌地缘政治形势超预期紧张可能对短期油价有刺激，不排除上升至 90 美元 / 桶上方，而如若疫情恶化或中国经济持续放缓等因素影响，油价或下跌至 70 美元 / 桶才见支撑。

投资策略：数据检视历史经验对商品市场走势的判断

■ 方向可期但力度各异

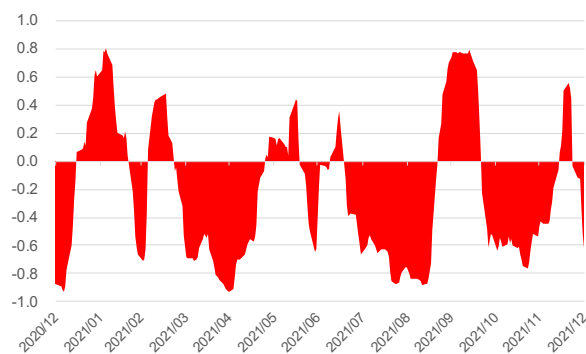
市场预期美联储将在今年 3 月即将第一次加息，对股票、债券及外汇市场形成扰动，当然商品市场亦无法置身事外。美国通胀持续高企，美联储主席鲍威尔在去年 12 月会议中表示将积极应对。除了加快减少购债规模以及考虑暂停续投到期本金外，最新发布的利率点阵图显示今年将加息 3 次，我们预计最有可能在 3 月、6 月和 12 月（如有）发生。

历史上紧缩货币政策将推高美元及美国国债收益率，影响各大投资市场。以标普高盛商品指数系列中的“综合”、“工业金属”、“农产品”、“贵金属”及“能源”5 项分类指数代表其商品领域，对美元及美国国债收益率变化的相关系数作分析，并以不论正值（两者走势正向）或负值（两者走势反向）的 70% 为分水岭。70% 以外代表“强相关”，反之 70% 以内为“弱相关”或“没有相关关系”。

一般地，我们认为美元走强不利商品价格，参考过去 1 年，“综合”指数与美元指数的相关系数普遍为负值，占有数值的 65%，第四季度数值亦类似，代表呈现“较弱负相关”，反映出传统上我们对两者的关系和预测方向正确，但力有不逮。

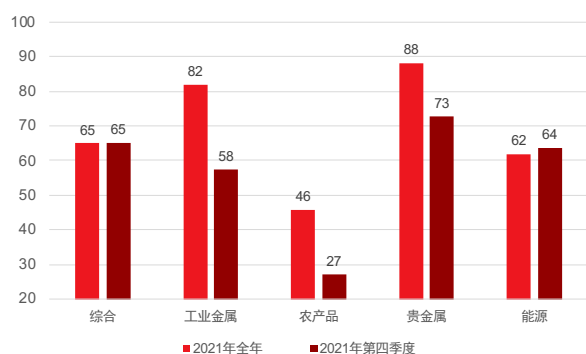
其余 4 项指数的相关系数中，只有“工业金属”及“贵金属”全年的负值占比高过 70%，分别是 82% 及 88%，反映强势美元对金属类商品最为不利。仅仅观察第四季度，“贵金属”明显与美元走势背驰（73%），相反“农产品”却与美元走势表现正面，第四季相关系数正值占比达 73%，而且全年数据是各分类指数中偏低，反映强势美元并非一面倒不利商品市场。

标普高盛商品综合指数与美元指数的相关系数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

标普高盛商品分类指数与美元指数相关系数负值百分比 (%)

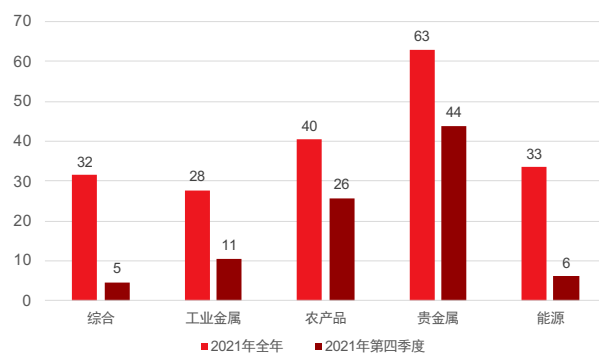


数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

传统上高利率不利于风险资产，商品市场便是其中之一。参考过去 1 年“综合”指数与美国国债 10 年期收益率的相关系数，却普遍出现正值，负值占比只有 32%，第四季度更只有 5%，即正值高达 95%，代表第四季度两者走势几乎同步，亦反映传统经验未能得到验证。

其余 4 项指数的相关系数中，全年数据中没有分类指数负值占比高过 70%，只有“工业金属”的正值占比高过 72%，反映收益率与指数走势相若。第四季数据更趋明显，除了“贵金属”，“综合”、“工业金属”、“农产品”及“能源”的正值数占比分别是 95%、89%、74% 及 94%，反映收益率上升有利 4 项指数，同样几乎同步。

标普高盛商品分类指数与美国 10 年期国债收益率相关系数负值百分比 (%)

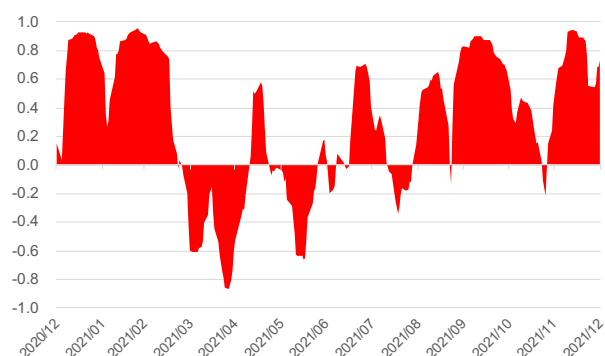


数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

同样地，我们观察美国核心通胀和 5 项分类指数在过去 10 年每月的相关系数表现，发现“综合”指数在整个周期数据中没有明确相关性，但自 2018 年起的数据，正值却明显占多（81%），反映近 4 年美国核心通胀与商品市场走势高度相关。

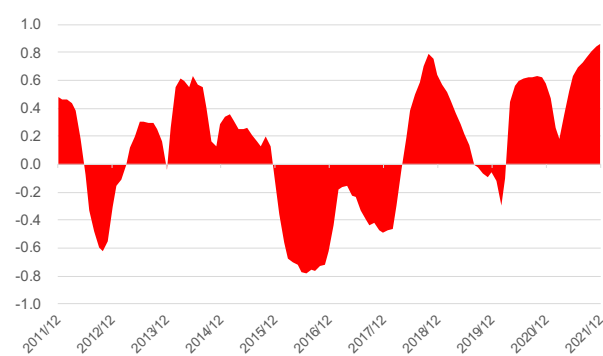
其余 4 项指数的相关系数，整体观察周期中没有显示与美国核心通胀有明确相关性，但同样自 2018 起的数据中，“贵金属”的负值占比（76%）反映高通胀不利贵金属价格表现，而“能源”出现正值占比为 84%，反映高通胀支持能源价格走势。

标普高盛商品综合指数与美国 10 年期国债收益率的相关系数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

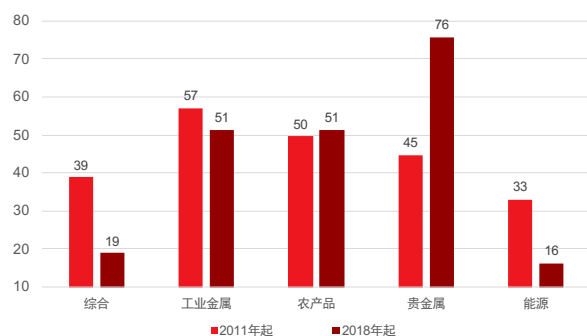
标普高盛商品综合指数与美国核心通胀的相关系数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

| 全球商品市场展望

标普高盛商品分类指数与美国核心通胀相关系数负值百分比(%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

综合各项分析结果显示，强势美元不利于金属类指数，但相对有利“农产品”。除了“贵金属”外，数据中高利率有利各项商品指数。2018 年起美国核心通胀与商品市场表现呈现正相关，尤其是“能源”，但与“贵金属”负相关。如美联储今年 3 月启动加息，我们预计强势美元、高利率持续，随后核心通胀将逐步下降，投资者须注意商品投资组合的影响。

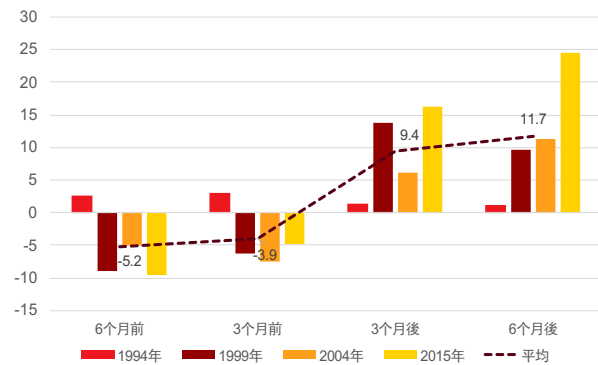


黄金：预期在 1,800 美元间窄幅徘徊

■ 以史为鉴：预测短期内将先跌后涨

我们同样分析了过去 4 次加息周期中第一次加息时对黄金市场的影响，结果也是“先跌后涨”的格局。

美国第一次加息期间金价表现（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

分析结果如下：

- 加息前 6 个月及 3 个月共 8 组数据中，有 6 组出现下跌，机率达 75%，只有 1999 年两组数据都是正值。反映加息前金价普遍出现调整，其中 2015 年跌幅最高达负 9.5%，最低是 2004 年的负 5.1%，从历史数据判断若金价出现调整，或会是 5 至 10% 之间。
- 加息后 8 组数据全线上升，机率达 100%。反映市场消化加息影响后，金价将逐步回升。最高与最低值分别是 2015 年的约 24.6% 及 1994 年的 1.3%，差距颇大。
- 加息前 3 至 6 个月的平均回报分别是负 5.2% 及负 3.9%，而加息后 3 至 6 个月的平均回报分别是 9.4% 及 11.7%，反映“先跌后升”的投资策略显著有效。

■ 实际利率上升对金价的影响

我们之前在分析本季度美股走势时曾提出美股或将受制于美国实际利率走势，即加息与通胀回落的影响。金价方面，我们更对过去 30 年走势与美国实际利率进行对比分析，亦可看出其影响与美股相似，但仔细拆解后情况或许更为复杂。

美国实际利率与金价



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

传统理论认为加息不利于“无法产生利息”的黄金资产，然而高通胀下造成货币贬值又有利于金价，两项因素合并后，实际利率对黄金价格影响更趋复杂。

我们统计了过去 30 年的月度数据，再划分不同区间作相关系数分析。结果如下：

区间	美国核心通胀	相关系数正值次数	占比（%）
<1%	10	0	0
1 至 2%	116	46	40
2 至 3%	199	113	57
3 至 4%	34	25	74
大于或等于 4%	8	2	25
区间	美国联邦利率	相关系数负值次数	占比（%）
0 至 1%	138	110	80
1 至 2%	69	41	59
2 至 3%	52	29	56
3 至 4%	43	9	21
4 至 5%	34	5	15
5 至 6%	78	39	50
大于或等于 6%	15	3	20

| 全球商品市场展望

美国核心通胀有利金价（正向关系）这一结论在数据上是成立的。过去 30 年间，美国核心通胀大部分时间在 1% 至 3% 之间徘徊，其中与金价相关系数出现正值次数的占比跟随通胀水平上升，尤其当核心通胀达到 3% 至 4% 时，支撑金价的机率高达 74%。然而，当核心通胀超过 4% 以上，正值占比便下跌至 25%，显示对金价不再明显支撑。与上文分析去年“过高通胀不利贵金属指数”的结果（最新核心通胀高达 5.45%）。

美国联邦基金利率对金价的影响却有分歧。2008 年后美联储推行多次量化宽松，令利率下跌至历史低位，且持续多时。如以美联储目标利率 2% 划分，我们发现过去 30 年超过一半时间（57%）处于 2% 以下，然而利率与金价走势背驰的分水岭却在 3%。当利率由 3% 拾级而下时，金价持续上升，尤其利率在 0 至 1% 之间，与金价相关系数出现负值的占比高见 80%。相反，美息在 3% 至 5% 之间时，负值占比只有 21% 及 15%，反映投资者仍可接受在此水平持有黄金而没有利息兑付的影响。但直到 5% 至 6% 时，再度加息便会刺到投资者的痛点，负值占比急升至 50%，代表金价承压。

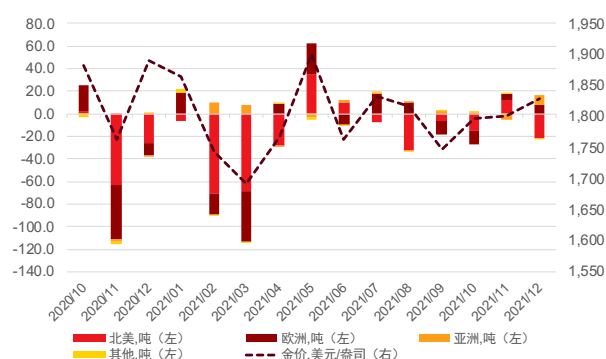
最后，黄金是一个全球市场，其他央行亦会因美联储的行动作出应对尤其除美国外，世界持金量最大的 4 个国家或地区在疫情反复下将维持或偏向宽松的货币政策，有利金价维持在 1,800 美元徘徊。

- 欧央行主席拉加德表示，尽管近期通胀数据创纪录，但 2022 年“不太可能”加息；
- 去年 12 月英国央行加息后表示政策委员将视乎未来经济情况，适度加息；
- 印度储备银行表示将维持宽松的货币政策，以维持经济复苏并减轻疫情的影响；
- 中国人民银行在降低商业银行存款准备金率以缓冲经济放缓后，再次于去年 12 月将一年期贷款市场报价利率（Loan Prime Rate, LPR）下调 5 个基点，预计短期内将再有稳定经济的货币政策出台，有利国内金价表现。

■ 黄金 ETF：预示中线金价将窄幅徘徊

世界黄金协会 12 月份报告显示，去年各地区上市 ETF 的持仓量变化中，北美地区黄金总持仓量下跌近 200 吨。相反，其他三个地区都录得正增长，分别是欧洲（0.7 吨）、亚洲（25.4 吨）及其他（0.1 吨），当中亚洲 ETF 是去年最大增长地区，然而总吨数下跌约 173 吨，令金价由高位约 1,900 美元下跌至近 1,800 美元。

各地区上市黄金 ETF 持仓量变化与金价

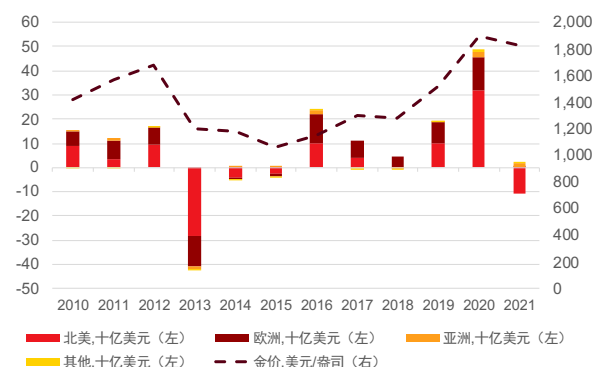


数据来源：世界黄金协会，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

观察月度变化情况，除了去年 5 月有明显增持外，其他月份普遍减持。而总体变化与金价走势类似。愈接近美联储第一次加息，全球黄金 ETF 偏向减持的机会愈大，尤其北美及欧洲地区。亚洲持仓量最高的中国和印度央行有意维持宽松银根，预计增持机会亦较大，但只会减轻 ETF 总持仓量下跌的趋势而非逆转，中线角度将不利金价。

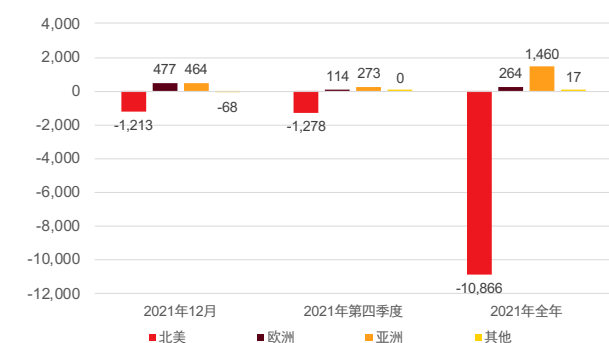
管理资金（AUM）变化方面，2021 年各地上市 ETF 总 AUM 变化录得净流出约 91.3 亿美元，是自 2016 年以来首次净流出，亦是自 2018 年 AUM 低位反弹，支持金价由约 1,280 美元上升至近 1,900 美元（升幅约 48.4%）后首次年度逆转，反映投资者对黄金中线需求的变化。当中只有北美贡献所有净流出约 108.7 亿美元，欧洲、亚洲及其他分别净流入 2.6 亿、14.6 亿及 0.2 亿美元。集中观察第四季度数据，北美仍是唯一净流出地区（12.8 亿美元），但值得注意的是 12 月北美净流出（约 12.1 亿美元）占到整个四季度约 95%，反映美国确定加息意向比早前减少购债对金价的影响更立竿见影。

各地区上市黄金 ETF 管理资金 (AUM) 变化与金价



数据来源：世界黄金协会，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

各地区上市黄金 ETF 管理资金 (AUM) 变化 (百万美元)



数据来源：世界黄金协会，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

■ 实物黄金需求：支持长线金价走势

除了投资用途或受金融因素影响外，黄金在生活上也有实际需求。世界黄金协会把实物黄金需求分成 5 大类别：“珠宝”、“金条及金币”、“央行及相关机构”、“工业及科技”及“ETF 及相关投资”。

- 珠宝类对实物黄金需求最大，自 2020 年第三季度至 2021 年第三季度，四个季度内共增持近 1,900 吨，仅仅去年第三季度同比升幅达 33%，其中印度及中国需求上升了 58% 及 32%。金条及金币类排名次席，同期增持近 1,100 吨，同比上升 18%，其中印度及中国需求上升了 27% 及 12%，反映疫情无碍两国实物黄金需求大国的地位。
- 央行及相关机构类的需求上升，同期增持近 450 吨。虽然去年萨尔瓦多首开先河，宣布成为首个以虚拟货币作为外汇储备的国家，但将全国外汇资源押注在非黄金或美元的经济体非常鲜见，亦未有足够经济数据分析此举对本币及经济结构的影响。相信在可见的将来黄金在外汇储备需求的地位仍难以撼动。

供应 (吨)	2020 年第四季	2021 年第一季	2021 年第二季	2021 年第三季	总数
矿产	921.7	842.7	876.8	959.5	3,600.7
生产商对冲	-28.1	8.7	-15.2	-18.6	-53.1
再生实物金	331.8	271.6	281.5	298.0	1,183.0
总数	1,225.5	1,123.1	1,143.1	1,238.9	4,730.6
需求 (吨)	2020 年第四季	2021 年第一季	2021 年第二季	2021 年第三季	总数
珠宝	485.6	513.4	419.9	483.3	1,902.3
金条及金币	269.2	351.9	243.1	261.7	1,125.9
央行及相关机构	61.0	133.4	190.6	69.3	454.4
工业及科技	84.0	81.1	80.2	83.8	329.0
ETF 及相关投资	-131.3	-170.0	40.7	-26.7	-287.3
总数	768.6	909.7	974.6	871.5	3,524.4
盈余 / 赤字	456.9	213.3	168.6	367.4	1,206.3

数据来源：世界黄金协会，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

- 实物黄金在工业及科技中亦有不同用途。黄金的化学及物理特性，电子通讯、航空、化工、医疗等高端领域随需求上升，同期增持近 330 吨，季度需求非常稳定，每季增持约 80 吨。
- ETF 及相关投资类需求已在上文作详细分析，在此不再赘述。

实物黄金供应在过去四个季度保持稳定，但每季都高过需求总量，造成全部盈余达 1,206 吨，占总供应约 25%，盈余的流向将造成未来金价升势的隐忧。

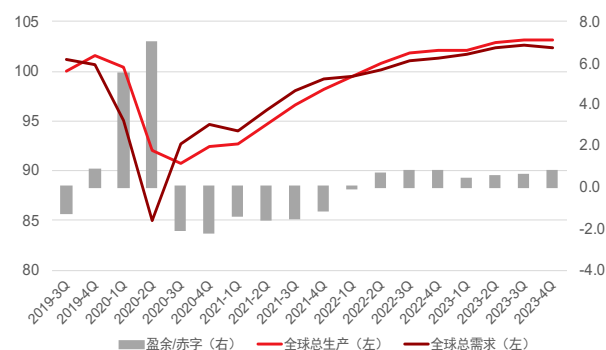
长期民生及工业用实物黄金的需求稳定增长，使得金价下跌的空间有限。但 ETF 黄金持仓量及管理资金打破多年升势，暗示中期以黄金对冲风险或通胀保值的需求在全球利率政策改变下逆转，压制金价上升的空间。短期受制美国加息及通胀数据影响，即使本季加息但仍在 1% 之内，对金价的负面影响有限，但如通胀明显下跌，将拖累金价走势。综合以上分析，预期本季金价以 1,800 美元为中轴，以 5% 或 100 美元窄幅波动徘徊。|

能源：预计 WTI 原油以 75 美元为中枢震荡

■ 供过于求将拖累油价走势

能源价格短期或会受到资金炒作影响，但长期核心走势仍由供需关系决定。根据美国能源信息署（EIA）与石油输出国组织（OPEC）的综合数据，2020 年第一季度及第二季度疫情爆发时，全球供过于求严重，曾有每天高达 600 万桶盈余，打击油价，并曾跌至历史性负值水平。随后供应紧缩及疫苗诞生，能源市场逐渐出现供不应求，由 2020 年第三季度持续至去年第四季度，平均每天短缺 160 万桶，支撑油价向上。而去年四季度油价大幅波动，受到美联储紧缩政策及爆发变种病毒双重影响，WTI 原油由约 75 美元升至 85 美元后，又下跌至 65 美元，全年最终以 75 美元收市。我们认为今年供需关系将出现改变，原油在连续六个季度供不应求后或在今年一季度出现逆转。且供过于求将每季递增，至今年年底或将出现每天 77 万桶的盈余，我们预计油价在第一季末将开始见顶回落。

全球液态能源总生产与总需求及其差异（百万桶/天）



数据来源：EIA，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

需求方面，我们预计今年同比增幅将出现回落，尤其非 OECD 比 OECD 跌幅更大，而 2023 年增速或进一步减缓。2023 年 OECD 及非 OECD 需求增长比 2021 年时分别下跌约 88 及 48%，总增长只余下三分之一。

非 OECD 国家中，中美两国今明两年需求将明显下跌。两年后中国需求增长只余下一半，美国更只有 19%，这或许与两国的气候政策及目标有关。印度或出现逆势上升，未来两年都会加快需求，而中东地区比较反复。

OECD 与非 OECD 需求量同比变化

经济体	同比变化（百万桶/天）			
	2020	2021	2022*	2023*
OECD	-5.7	2.4	1.4	0.3
非 OECD	-2.7	2.7	2.2	1.4
总变化	-8.4	5.1	3.6	1.7

数据来源：EIA，OECD，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日，* 表示预测

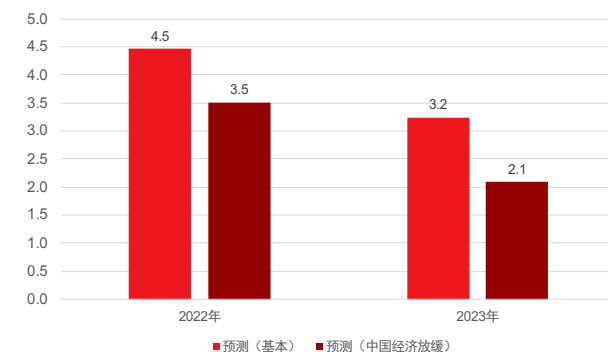
非 OPEC 国家或地区需求量同比变化

国家/地区	同比变化（百万桶/天）			
	2020	2021	2022*	2023*
中国	0.4	0.8	0.6	0.4
美国	-2.4	1.6	0.8	0.3
印度	-0.5	0.2	0.4	0.3
中东	-0.6	0.3	0.4	0.2

数据来源：EIA，OECD，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日，* 表示预测

另外，OECD 预测如果今年中国经济持续放缓，将拖累全球 GDP 增长。预期今年全球 GDP 增长基本为 4.5%，考虑中国经济放缓因素后下调至 3.5%。如持续至 2023 年，两项数字分别为 3.2 及 2.1%，反映中国经济表现将影响未来两年全球能源需求。

OECD 分情景下对全球 GDP 增长预测（%）



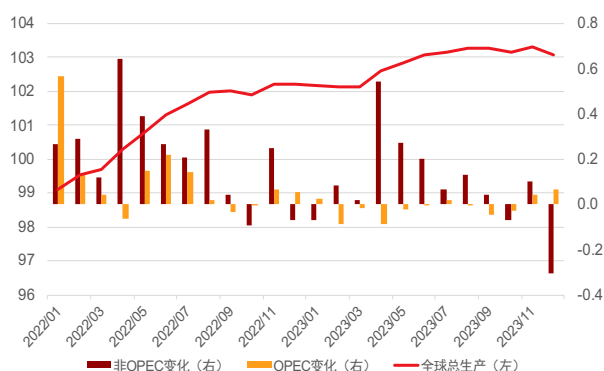
数据来源：OECD，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

供应方面，我们预计未来两年将持续上升，由 2021 年每天生产不足 1 亿桶上升至今年年底的 1.03 亿桶，即每天上

全球商品市场展望

升 300 万桶。其中最大贡献来自非 OPEC 地区，预计本季度可提升每天 67 万桶，已足够抵销目前市场供不应求的问题。下季度更可提升每天 130 万桶，拉开未来供过于求的序幕。再推演至 2023 年，非 OPEC 生产主导全球供应，变化将比 OPEC 以倍数上升。

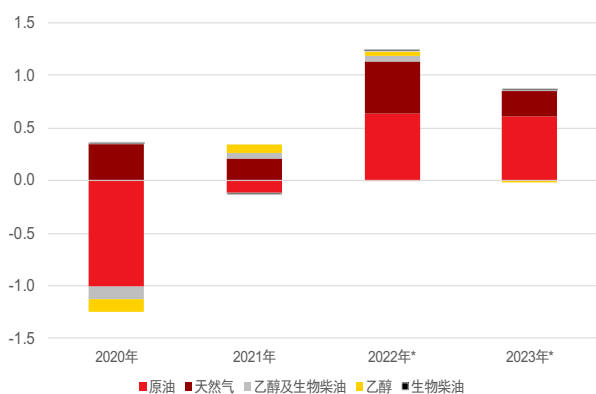
全球液态能源总生产预测及 OPEC 与非 OPEC 生产量变化(百万桶/天)



数据来源：EIA，OPEC，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日

非 OPEC 生产国前 3 名依次是美国、俄罗斯及加拿大。截止去年 12 月，彭博数据显示当月三个国家以每天 2,513 万桶供应市场，占全球供应量约 26%。美国去年原油生产量下跌 1.1%，EIA 预期今年将逆转，同比上升 5.7%，明年更将上升 5.2%，尤其是页岩油生产商在疫情纾缓后将再次投入生产。此外，气候政策推动全球天然气需求，预计美国今年天然气供应亦将同比上升超过 9%。

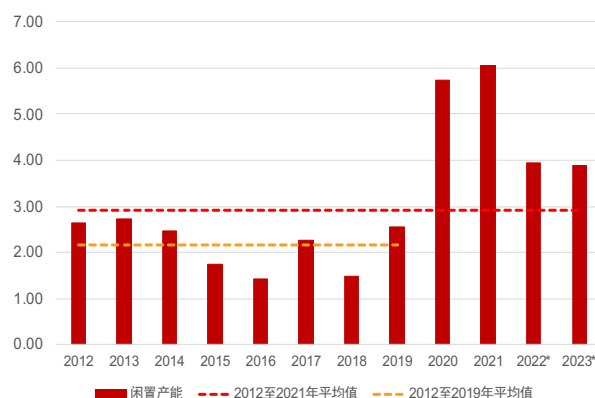
美国液态能源总生产变化及预测(百万桶/天)



数据来源：EIA，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日，* 表示预测

OPEC 生产量下降并非力有不逮，预计今年闲置产能约 395 万桶/天，比过去 10 年均值（291 万桶/天）高出近 104 万桶。如减去过去两年因疫情爆发令 OPEC 闲置产能高企因素，由 2012 至 2019 年均值只有约 216 万桶/天，更高出 179 万桶/天。传统上 OPEC 的产量是国际间经济互动及成员国本身经济利益的平衡点，供给问题更多是“不为也，非不能也”。OPEC 在今年 1 月 4 日会议确定增产每天 40 万桶，符合市场预期。下次会议将在 2 月 2 日举行，增产共识将短期内影响能源价格走势。

OPEC 闲置产能及平均值(百万桶/天)



数据来源：EIA，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日，* 表示预测

综合以上分析，整体能源市场今年逆转过去多年供不应求的局面，短期内供应量将主导油价走势，供过于求预计在本季末出现，将压制油价升势。非 OPEC 的影响力将逐步盖过 OPEC，尤其美国生产力复苏将扮演重要的角色。预计 WTI 原油在升穿 85 美元后见顶回落，基本预测本季大部分时间在 75 美元徘徊。如病毒持续肆虐及中国经济复苏缓慢，油价或将回落至 70 美元才见支撑。

可持续能源：明日之星

■ 二氧化碳排放量成监测指标

全球气候问题已到了刻不容缓的地步，COP26 中激烈辩论过后各国大多对“碳中和”已明确表态。即使未来全球在政治以及意识形态方面出现各种分歧，但都将无法改变市场对气候问题的关注，我们亦能从中发掘投资机会。

参考 EIA 美国二氧化碳总排放量数据，2020 年因疫情影响按年明显下跌 5.68 亿吨，但去年已重回正增长 2.83 亿吨。我们预计拜登政策积极推行气候政策，煤炭排放量由去年增长 1.38 亿吨至预期今年下跌 3,100 万吨。汽油增长由 1.72 亿吨下降至 1.06 亿吨，后年更只增长 2,600 万吨，两年内下跌超过 85%。相反，作为过渡性能源的天然气却轻微上升，预计今年增长 1,200 万吨，后年更只有 100 万吨。暗示 EIA 相信未来两年气候政策将交出亮丽成绩，亦反映原油及煤炭需求大跌将影响其商品价格。

美国能源二氧化碳排放量同比变化				
能源分类	同比变化（百万吨）			
	2020	2021	2022*	2023*
煤炭	-203	138	-31	-3
汽油	-329	172	106	26
天然气	-36	-27	12	1
总量	-568	283	88	24

数据来源：EIA，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日，* 表示预测

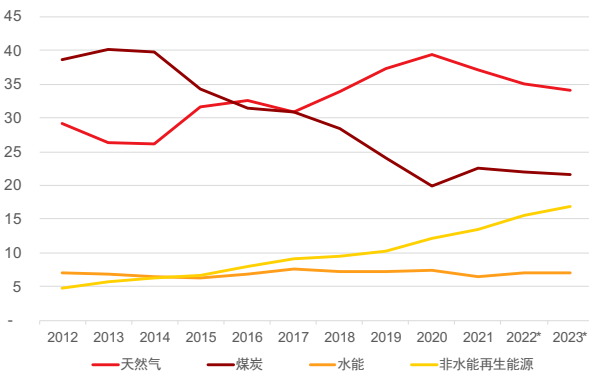
■ 在可持续能源领域中挖掘投资机遇

由化石能源转为绿色能源为主相信是全球未来趋势。目前发电的原材料中，EIA 数据显示今明两年主要是天然气（35%），而且比例在过去 10 年持续上升。第二位是煤炭，但比例已由 10 年前 39% 大幅下跌至今年预期 22%。值得注意的是非水能的绿色能源比例由 10 年前不足 5%，升至

今年预期 17%。细心观察可持续能源的不同领域，预计由 2020 年至 2023 年美国可持续能源产能中，产能前 3 位顺序分别是风能、太阳能及地热。而水能的同比升幅是当中最快，预期今年产能升幅超过 1.8 倍。

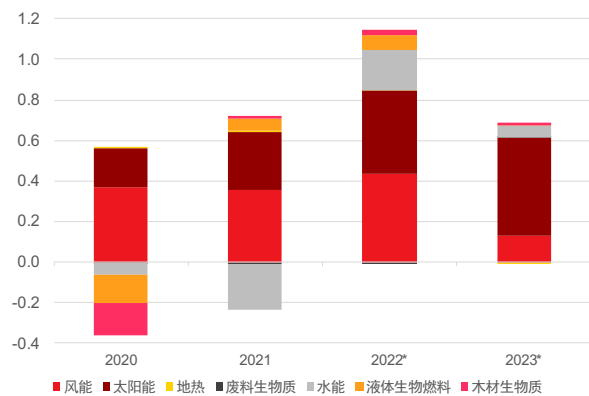
可持续能源是商品市场的明日之星，未来各国政府的支持及资金投放将有增无减，亦带来不同投资机会。|

美国电力供应原材料同比变化（%）



数据来源：EIA，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日，* 表示预测

美国再生能源供应变化（千兆英热单位）



数据来源：EIA，东亚中国财富管理，数据截止 2021 年 12 月 31 日，* 表示预测



免责声明：

以上观点及资料均为公开资料。本文件不构成任何正式的投资意见或建议，仅供参考。

东亚银行（中国）有限公司不对任何依赖在本文件发表的信息而导致的任何后果承担任何责任。理财非存款，产品有风险，投资须谨慎！东亚银行代销产品由合作机构发行与管理，我行不承担产品的投资、兑付和风险管理责任。