

因时而动 顺势而为

2022 年第三季度市场展望

东亚睿智 2022 | 第三季



目 录

序言

宏观策略

宏观经济展望

全球股市展望

全球债市展望

外汇市场展望

商品市场展望

元宇宙 | 特刊

免责声明



序言

我们将第三季度季刊命名为《因时而动 顺势而为》。意思是，在历史洪流中世界政治和经济格局的形成都有其深刻的内在原因，非个人当下可以全然逆转。然而一切都处于发展与变化之中，“一切皆流，无物永驻”，所谓“投资中唯一确定的就是不确定性”。鉴于此，“因时而动，顺势而为”，或许才是能够帮助投资者乘风破浪的最佳策略。

宏观策略：俄乌冲突至今已经爆发超过四个月，局势发展超出大多分析师预期，欧美国家对俄罗斯更多采用经济制裁，这使得经济全球化进程受到了冲击，同时亦对经济增长带来负面挑战。另一深远影响则是加剧了通货膨胀。短期看，俄乌冲突导致商品价格急升，导致成本推动型通货膨胀。但更深层次的原因或来源于劳动参与率低迷以及供应链紧张，这使得长期通胀中枢预期被大幅提升。而美联储加大收紧力度意图控制通胀水平，又将使经济增长面临更大不确定性。

宏观经济：中国经济在复苏步伐中开始回暖，财政及货币政策双管齐下稳住经济大盘抵御因疫情而造成的经济冲击。唯独楼市仍有待观察。中国香港受惠内地经济复苏及本地消费券等利民政策，内地疫情形势好转亦有助香港营商环境改善。美国通胀再创新高，美联储加快货币政策正常化，加深市场对经济忧虑。欧央行开展货币政策正常化、地缘因素加剧能源供应紧张等，令欧元区经济或维持相对弱势。

股市：美国中期选举日益临近，其结果对未来全球经济走向至关重要。疫情及俄乌冲突对全球经济均产生负面影响，预计各国领导人将回归内政，推出更多利民与刺激措施，扭转经济增长下滑以及刺激全球投资氛围。地缘局势紧张或为亚洲国家发展提供弯道超车机会，争取更多经济及国

际话语权。总体而言，我们预计股市将出现“跌幅可控，升势可期”迹象。大幅波动状态下板块投资更要攻守兼备。

债市：或从“单边下跌”转为“双向波动”。一方面，对通胀预期的回落以及对经济增长不确定性的增加或带动美国 10 年期国债收益率自高点下滑；而各类债券在经历上半年的大幅下挫后收益率已开始具备吸引力。另一方面，投资者对全球主要央行收紧货币政策的悲观情绪仍将延续；而伴随发债成本的提高，部分经济体违约概率亦可能出现大幅上升。在整体通胀见顶尚未明确前，债市也很难持续上涨。地域上依然更加看好亚洲的债市表现。

汇市：预期短期通胀难以明显回落，而为了抵抗通胀各大央行纷纷加息，美联储货币政策立场更是各大央行中表现最为鹰派。美元受惠美联储加息预期持续走强，远胜其它非美货币。商品及食品价格持续高企，支持商品货币表现，抗跌力亦较强。

商品：或难以重现第一季度的辉煌。部分商品价格走势疲态已现，自高点以来已进入技术性熊市阶段，能源价格亦有进一步整固的需求。就黄金而言，美联储持续加息以及美元创出 20 年新高的背景下，仍然很难走出牛市行情，中枢或进一步下移。然而如果全球经济进入衰退，俄乌僵局依旧，黄金的配置价值则将有所凸显。

事实上，当今世界格局并非偶然，万物规律背后实是世人行为的积累结果。引用狄更斯《双城记》中的名句：“那是最好的时代，那是最坏的时代。”相信办法总比困难多，各国决策者及领导层只要坚持以人为本，终将找到一条化解冲突、重归和平与发展这一时代主题的两全之道。共勉之。



第一部分：
宏观策略

| 宏观策略

2022年第二季度，我们的主题是《大变局下的全球博弈》。当时我们认为，美联储在3月启动加息周期后，为全球紧缩货币政策揭开序幕，但反观中国央行在“稳增长”压力下有进一步宽松的意愿。美联储的“收缩”与中国央行的“宽松”都是在与各自不同的经济状况做博弈。而全球经济尚未走出疫情的影响，预计短期疫情或对经济面产生负面影响，但中长期不改整体复苏趋势。疫情引发的供应链紧张问题或随着全球逐步开放而得到缓解，疫后消费成为拉动经济复苏的主要动力。俄乌冲突持续，全球大宗商品市场波动性仍然较大，短期内或会继续推升通胀水平，通胀压力已经成为多数经济体面临的主要问题。现在来看，这三点都在二季度的市场得到了充分的验证。

时间来到第三季度，我们提出《因时而动 顺势而为》。意思是，在历史洪流中世界政治和经济格局的形成都有其深刻的内在原因，非个人当下可以全然逆转。然而一切都处于发展与变化之中，“一切皆流，无物永驻”，所谓“投

资中唯一确定的就是不确定性”。鉴于此，“因时而动，顺势而为”，或许才是能够帮助投资者乘风破浪的最佳策略。俄乌冲突至今已经爆发超过四个月，局势发展超出大部分分析师预期，欧美国家对俄罗斯更多采用经济制裁，这使得经济全球化进程受到了冲击，同时亦对经济增长带来负面挑战。

另一深远影响则是加剧了通货膨胀。短期看，俄乌冲突导致商品价格急升，导致成本推动型通货膨胀。但更深层次的原因或来源于劳动参与率低迷以及供应链紧张，这使得长期通胀中枢预期被大幅提升。而美联储加大收紧力度意图控制通胀水平，又将使经济增长面临更大不确定性。

引用狄更斯《双城记》中的名句：“那是最好的时代，那是最坏的时代。”相信办法总比困难多，各国决策者及领导层只要坚持以人为本，终将找到一条化解冲突、重归和平与发展这一时代主题的两全之道。

地缘政治冲突：全球化进程或受冲击

从投资角度而言，今年以来的地缘政治局势，尤其是俄乌冲突不啻于一只“黑天鹅”，打乱了投资人先前的部署，亦影响未来资金流向及风险偏好。年初各央行有意收紧货币政策，股、债、汇市波动率趋升，俄乌冲突爆发后升幅更加显著。5月初市场一度憧憬加息步伐可能放缓，各市场波动指数相应回落，但在美国公布消费者物价指数(CPI)触及40年新高后再度反弹。

俄乌冲突目前已经持续超过四个月，远超市场普遍预期，焦点已由对投资市场的短期冲击转向中长期影响，尤其是俄罗斯与西方发达国家互相制裁的成效及后果，以及冲突如何终结仍具有极大不确定性。

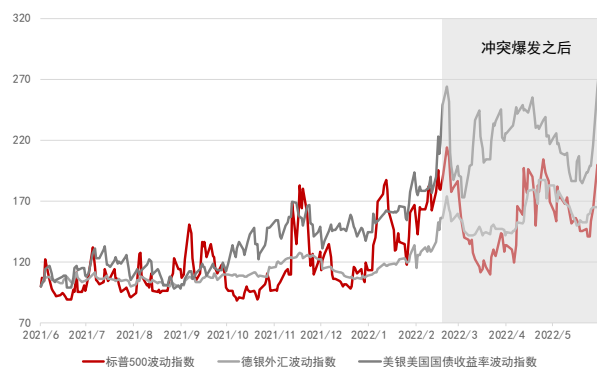
■ 俄乌冲突背后的经济制裁

欧美多个发达国家在冲突爆发后试图通过不同形式在经济层面制裁俄罗斯。

以美国为例，白宫在4月6日及6月2日公布的制裁内容如下：

- 对俄罗斯最大金融机构 Sberbank 和最大私人银行 Alfa Bank 实施全面封锁制裁；
- 禁止在俄罗斯进行新的投资；
- 对俄罗斯主要国有企业实施全面封锁制裁；
- 美国财政部禁止俄罗斯使用受美国管辖的资金以偿还债务；

各资产市场波动指数 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月14日

进一步限制俄罗斯军方获取延续冲突所需科技和其他物资的能力。

根据美国财政部在 6 月 16 日公布最新制裁内容，除制裁个别人士及机构财政外，美国对俄罗斯制裁旨在通过切断俄罗斯获得海外收入和服务，及打击用于军事产品及原料的工业，从而达到削弱其经济的目的。虽然暂时没有迹象显示美国将对俄罗斯实施全面禁运，但制裁和出口管制已经逐步扩大至私营企业，单方面孤立俄罗斯与西方国家的经济往来。

而在欧盟方面，5 月 31 日决定把俄罗斯最大银行 Sberbank 剔除出环球银行金融电信协会（SWIFT）的国际结算系统，6 月 3 日公布向俄罗斯实施第六轮制裁内容，目标在 2022 年底前从俄罗斯进口石油量减少 90%，其他包括暂停与俄罗斯有关传媒在欧盟地区广播，禁止向俄罗斯出口先进科技项目列表扩大至可用于制造化学武器的其他化学品等。

俄罗斯面对欧美制裁，同时制定多项反制措施。除冲突初期要求“不友好”国家以卢布作为商品交易货币外最新反制措施整理如下：

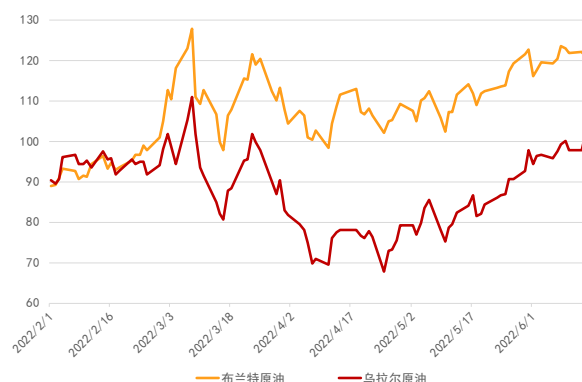
公布日期	反制内容
5 月 11 日	阻止与 31 家外国能源企业交易，包括俄罗斯能源企业 Gazprom 在欧盟的前子公司及在美国和新加坡的公司 ¹
5 月 21 日	禁止美国总统拜登和其余 963 名美国人前往俄罗斯 ²
5 月 21 日	俄罗斯能源企业 Gazprom 决定因未能以卢布支付而切断对芬兰的天然气出口 ³
6 月 3 日	禁止包括高级国防官员在内的 41 名加拿大人旅行入境 ⁴
6 月 6 日	禁止美国财长耶伦、美国贸易代表戴琪和部份媒体高管等数十名美国人入境 ⁵

数据来源：塔斯社及路透社网站，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 15 日

欧美制裁看似比俄罗斯反制措施较严苛及全面，但自 3 月初实施制裁至今，俄罗斯金融及经济数据未受到严重打击，部分表现甚至比冲突爆发前更好。

俄罗斯是以乌拉尔原油价格作为定价标准。冲突爆发后，欧美各国多角度制裁俄罗斯原油出口，令乌拉尔原油价格由约 111 美元（3 月 8 日）下跌至年内最低约 68 美元（4 月 25 日），跌幅近 38%。其后俄罗斯反制并通过折扣价出口原油至非欧美地区，乌拉尔价格反弹至约 98 美元（6 月 15 日），反弹幅度约 44%，该水平甚至高过冲突爆发当天约 95 美元（2 月 24 日）。

布伦特与乌拉尔原油（美元）



数据来源：彭博及 Investing.com，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 10 日

冲突爆发后前 100 天（2 月 24 日至 6 月 3 日），俄罗斯由能源出口获得 930 亿（欧元，下同）收入，欧盟占 61%（约 570 亿），前 3 大进口国是中国（126 亿）、德国（121 亿）及意大利（78 亿）。以产品分类，收入分别是原油 460 亿、管道天然气 240 亿、石油成品 130 亿、液化天然气 51 亿及煤炭 48 亿⁶。

冲突爆发后国际油价屡创新高，不但抵销制裁对俄罗斯石油需求减少及折扣价出售油品的损失，反而增加俄罗斯出售能源收入：

¹ 见塔斯社网站，<https://tass.com/economy/1449571>

² 见塔斯社网站，<https://tass.com/politics/1454179>

³ 见塔斯社网站，<https://tass.com/economy/1454141>

⁴ 见塔斯社网站，<https://tass.com/politics/1460403>

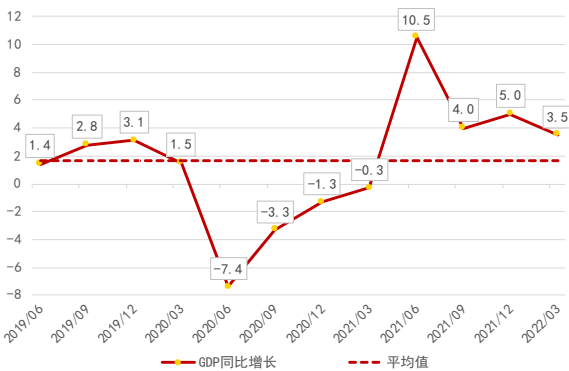
⁵ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/russia-sanctions-us-treasury-energy-secretaries-defence-media-bosses-2022-06-06/>

⁶ 见 CREA 网站，<https://energyandcleanair.org/publication/russian-fossil-exports-first-100-days>

- 多方严厉制裁下俄罗斯在战事前 100 天从能源出口中赚得创纪录 970 亿美元收入⁷；
- 国际能源署（IEA）代表指⁸，俄国石油收入年内增长 50%，每月达 200 亿美元；
- 俄罗斯政府披露 5 月及 6 月分别向紧急储备基金注入 5,514 亿卢布（约 95 亿美元）及 7,916 亿卢布（约 136 亿美元）⁹，资金来源是出口油气产品赚取的额外利润。声明中表示紧急储备基金能让政府填补赤字或支持社会支出，以应对经济危机。

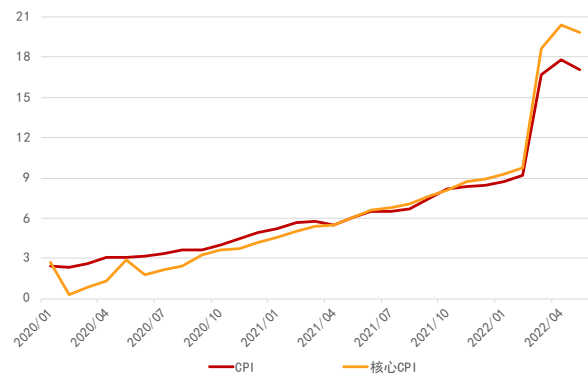
然而总体上看，冲突仍然对俄罗斯经济产生冲击。GDP 由去年 6 月份增长 10.5% 后明显下跌，在多方制裁影响未完全浮现之时，增长再由去年 12 月 5.0% 下跌至今年 3 月只有 3.5%。预期 6 月公布的结果将更低。同时通胀问题更令人担忧，CPI 及核心 CPI 已由疫情爆发后约 3% 升至战事前约 9%，冲突爆发后升势更急，5 月份 CPI 及核心 CPI 分别高见 17% 及 20%。

俄罗斯 GDP 同比增长及平均值 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 15 日

俄罗斯 CPI 及核心 CPI (%)



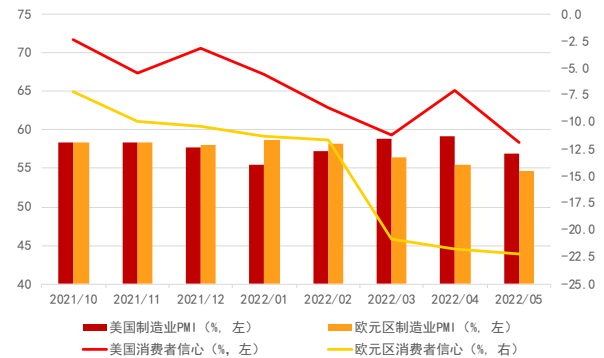
数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 15 日

制裁为全球经济复苏平添不确定性

疫情对欧美经济造成冲击，本来预期疫情高峰过后或可迎来经济复苏，但俄乌冲突爆发加上与俄罗斯互相制裁为复苏平添诸多不确定性。

我们观察到，两项前瞻性指数，制造业采购经理指数（PMI）及消费者信心指数，自去年第四季度以来持续下行。反映欧美国制裁俄罗斯的负面影响已经浮现，尤其欧盟数据在冲突爆发后明显走弱。

美国、欧元区制造业 PMI 与消费者信心指数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 15 日

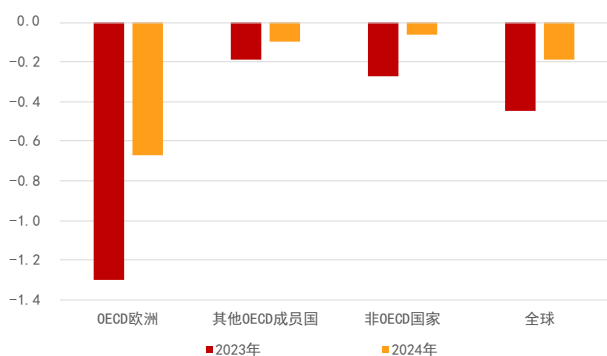
⁷ 见莫斯科时报网站，<https://www.themoscowtimes.com/2022/06/14/russia-earned-100b-in-energy-exports-in-100-days-of-war-research-a77990>

⁸ 见彭博网站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-05-12/russia-oil-revenue-up-50-this-year-despite-boycott-iea-says#xj4y7vzkg>

⁹ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/europe/russia-adds-95-blm-emergency-reserve-fund-2022-06-09/>

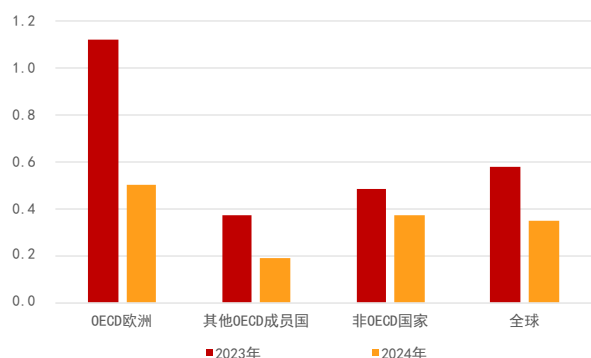
经济合作暨发展组织（OECD）预测，如欧洲执行对俄罗斯天然气进口禁运，欧洲国内生产总值（GDP）将在 2023 及 2024 年同比下降 1.3% 及 0.7%，CPI 却分别上升 1.1% 及 0.5%。相比其他地区，欧洲所受影响较大。

欧洲对俄罗斯天然气进口禁运对 GDP 增长的影响 (%)



数据来源：OECD，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 15 日

欧洲对俄罗斯天然气进口禁运对 CPI 的影响 (%)



数据来源：OECD，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 15 日

虽然欧盟 6 月初在石油禁运上达成共识，目标在年底前从俄罗斯进口石油量减少 90%，但批准匈牙利继续通过管道接收俄罗斯石油，其中大部分是运往德国和波兰。同时俄罗斯宣布切断波兰、保加利亚、芬兰、丹麦、德国和荷兰等至少 200 亿立方米天然气供应，占欧洲自俄管道进口总量的大约 15%。事实上，芬兰、荷兰、丹麦仅占俄罗斯天然气出口极小部分，但俄罗斯能源占匈牙利、荷兰及芬兰进口量超过 50%。

美国也正积极试图减轻能源制裁对欧洲的影响，同时在高利润诱因下，美国供货商更乐意向欧洲提供能源。美国能源信息管理局（EIA）指出¹⁰，今年前 4 月，欧洲占美国液

化天然气（LNG）出口约 74%，而去年平均只占 34%。对欧洲和英国出口量更是去年平均值的 3 倍。同时减少对欧洲以外供应，例如对亚洲出口量减少 51%。

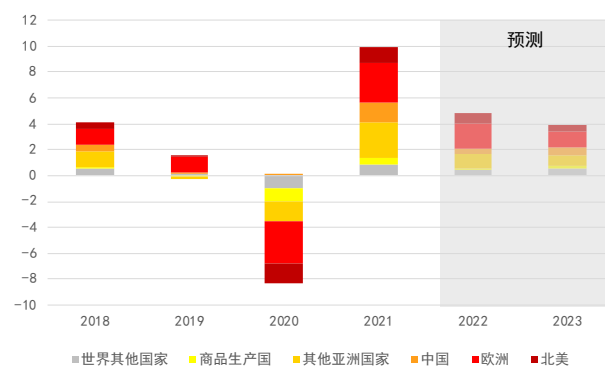
美国是全球能源生产大国之一，然而长期大量出口能源到欧洲并不现实，而释放战略储备应对国内需求亦非长策。实际上如何增产短期内都不可能填补制裁俄罗斯造成的缺口，同时面对由能源及食品成本上涨刺激 CPI 触及 40 年来高位，影响经济增长。面对目前的经济状况，拜登政府开始寻求受制裁影响的舒缓方案，包括美国财政部宣布延长与俄罗斯开展业务的许可证直到今年 12 月 5 日¹¹，及在 7 月中出访中东希望得到沙特在区内或石油输出国组织（OPEC）增产的支持¹²，甚至彭博引述拜登政府高层消息指，白宫有意限制汽油及柴油出口，以遏止美国燃油价格上升¹³。

冲突的影响：全球化进程遭遇挑战

俄乌冲突除影响短期的投资及经济环境，更深远的影响或是对全球化进程带来挑战。全球经济秩序和营运模式的重塑，亦将为投资市场带来中长期风险与机遇。

OECD 预测俄乌冲突后，国际贸易量将明显减少。全球贸易增长由 2021 年约 10% 降至今年预测 4.9%，明年更跌至 3.9%。去全球化（De-globalization）初露端倪。

国际贸易增长数据及预测 (%)



注：1) 北美：美国和加拿大；2) 欧洲：经合组织欧洲国家；3) 其他亚洲：日本、韩国、中国香港、马来西亚、中华台北、菲律宾、新加坡、泰国、越南、印度和印度尼西亚
数据来源：OECD，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 15 日

¹⁰ 见 EIA 网站，<https://www.eia.gov/todayinenergy/detail.php?id=52659>

¹¹ 见美国财政部网站，<https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-sanctions/faqs/updated/2022-06-14>

¹² 见 CNN 网站，<https://edition.cnn.com/2022/06/14/politics/biden-trip-to-saudi-arabia-and-israel/index.html>

¹³ 见彭博网站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-06-16/white-house-mulls-fuel-export-limits-as-pump-prices-surge>

| 宏观策略

从经济层面预测，去全球化导致供应面紧张外，全球缺乏竞争和长期缩减国际贸易将增加通胀压力。去专门化（De-specialization）延长创新周期及增加生产成本，商业周期和长期经济增长预测脱钩，或冲击商业和投资市场意愿，使得全球经济增长放缓。国际贸易以区域化主导，依靠国际供货商提供低成本商品以赚取较高利润的企业将受打击，反而本土经济对外围冲击更具防守性。国内企业和行业将获得更大的权力和特殊保护，增加国有化诱因，导致营运效率及回报下降。

未来利率和通胀处于高水平，或高通胀导致利率偏高。当资金成本上升时，银行去杠杆（De-leveraging）和对贷款可持续性的考虑将令流动性进一步收紧，杠杆率较高的企业将面临逆风。

去美元化（De-dollarization）执行层面将更大更广。以欧美金融制裁俄罗斯为范例，料各国将积极降低美元作为外汇储备的比重，此举有利包括人民币在内的其他主要贸易货币及黄金。国际交易上由SWIFT转至其他结算系统，甚至加快建立中央数码货币（Central Bank Digital Currency, CBDC），有利金融去中心化（De-centralization）发展。

投资角度预测，未来整体回报率下降及波动性增加，各资产或地区相关性降低或分散性愈来愈大，本土偏好（Home bias）比例上升。我们认为，投资多样性将更加重要，投资组合中风险与回报的平衡变得更加吸引。|

OECD 最新经济展望中提出俄乌冲突对世界影响的预测¹⁴，整理如下：

项目	反制内容
加强能源安全性： 寻找新的供应源头 和推动低碳能源	<ul style="list-style-type: none">· 提升世界能源系统互联性以解决能源系统中断、电力市场供需平衡、监管失灵及化石燃料生产商供应可靠性威胁· 2050年前加快过度至净零碳排放的必要性，尤其是解决现有新能源相关基础设施，例如改善电网之间的互联性及提高存储能力和多样性· 有效的碳定价、标准和法规（公众政策）及结构性改革以降低低碳活动成本
重组全球价值链 （Global Value Chain）	<ul style="list-style-type: none">· 国际碎片化和实时物流生产模式迫使放弃使用偏远的海外供货商以平衡供应安全和生产效率，尤其依赖少数国家采购原料或零部件的风险· 供应链多样化和经济分散将削弱全球化、专业化和规模经济带来的经济效益· 数码及科技基础设施现代化将改善贸易物流并减少生产链瓶颈
金融制裁加快替代 支付系统发展	<ul style="list-style-type: none">· 跨境支付和支付系统碎片化将会加快，尤其面对美国向第三国银行实施二级制裁风险· 降低单一体系带来的效益，并削弱美元在金融市场的主导作用· 当技术和政治限制存在，新系统范围和规模将不足以替代现今体系

数据来源：OECD，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月15日

¹⁴ 见 OECD 网站，<https://www.oecd.org/economic-outlook/>

不可忽视的滞胀风险

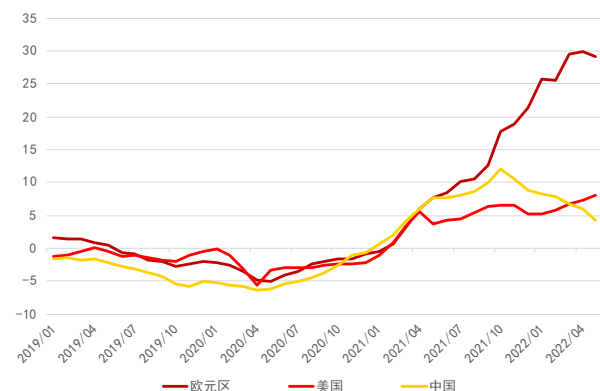
自 2020 年全球以来，新冠疫情持续蔓延，打乱各国经济增长节奏。俄乌冲突更为高通胀火上浇油，令未来经济复苏平添不确定性。全球面临高通胀同时低增长环境，冰火交融之际，投资者无法忽视全球经济陷入滞胀风险的可能性。

■ 多维度聚焦通货膨胀

如今滞胀风险主要来源于不断攀升的通胀水平，并非经济主导性衰退。分析高通胀成因才能对症下药，更好地化解风险。

首先，当今通胀水平急升是供给侧而非需求侧驱动的通胀。疫情期间全球供应链紧张比俄乌冲突更早刺激商品价格上涨，生产者物价指数 (PPI) 与消费者物价指数 (CPI) “剪刀差”持续扩大，以往由生产商吸收的通胀压力最终都会传导至消费者。因此抑制 PPI 走势才是解决 CPI 的核心关键。例如如今美国 CPI 创下 40 年来新高，而 PPI 形势更为严峻，已是自 1974 年 12 月之后最高水平，即创下 48 年新高。世界前 3 大经济体，美国、中国和欧元区的 PPI 与 CPI “剪刀差”自疫情以来持续强势。但程度上欧元区仍然风险较高，尤其在俄乌冲突后能源及食品短缺看似 CPI 急升，但分析显示 PPI 问题远比 CPI 严重。相反，俄乌冲突爆发至今，经济上对中国影响偏低，尤其作为资源大国，自给自足经济氛围下“剪刀差”收窄源于 PPI 跌幅比 CPI 较大而非 CPI 上升，为下半年中国经济解除了部分风险。

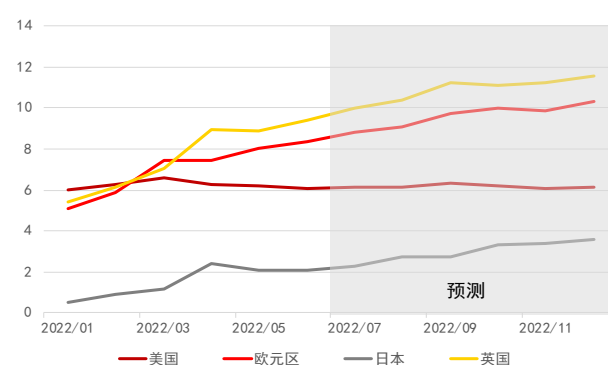
各国及地区 PPI 与 CPI 差距 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 17 日

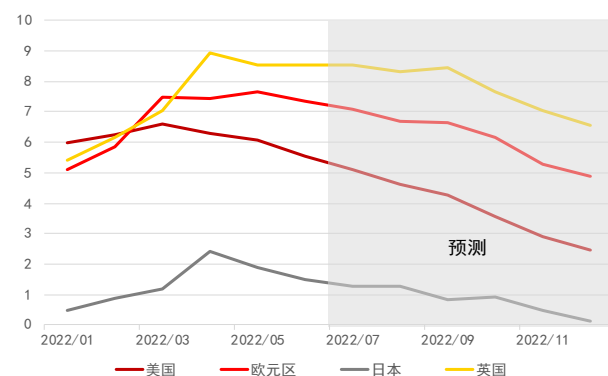
OECD 在 6 月亦为 PPI 变化如何影响欧、美、日、英等国 CPI 作情景分析 (Scenario analysis)，结果显示，当高 PPI 持续时下半年各国的通胀将继续递增，反之则反是。简单而言，未来决策者或会将政策目标更多聚焦在生产 (供给侧) 而非消费范围 (需求侧) (例如供应链或平息冲突)。

情景分析：高 PPI 下各国通胀走势 (%)



数据来源：OECD，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 17 日

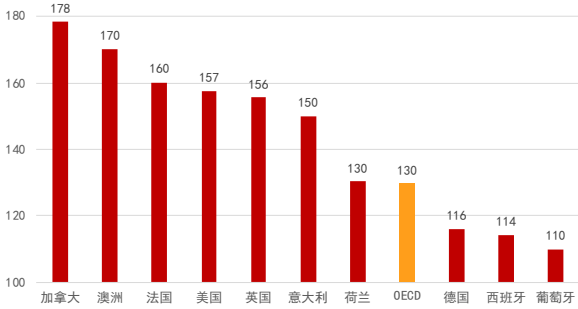
情景分析：低 PPI 下各国通胀走势 (%)



数据来源：OECD，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 15 日

高 PPI 除了受制商品价格上升外，劳动成本趋升亦成为另一大因素。2022 年第一季度 OECD 主要经济体劳动力仍未恢复至 2019 年第四季度 (疫前) 水平，职位空缺比例全部高于 100%，当中前 3 位分别是加拿大 (178%)、澳洲 (170%) 及法国 (160%)。

各国职位空缺比例

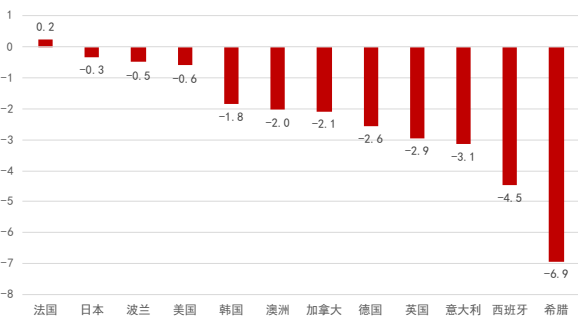


注：2019 年第四季度为 100
数据来源：OECD，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 17 日

是否需求强劲导致招聘困难？或许并不是，其中原因是劳动参与率仍未恢复至疫前水平。截至 5 月 31 日，美国整体劳动参与率只有 62.3%，比 2020 年 3 月少 1%，即约 400 万劳动力仍未回归岗位，相比非农就业及 ADP 新增职位最新数据分别是 39 万及 13 万，显示“有工无人返”问题普遍存在。

欧洲及北美地区劳动失去动力原因很多，除了结构性失业外，首先是老年人对感染新冠病毒的恐惧打消受聘意愿（美国 54 岁以上参与率持续处于低位），其次是扣除通胀后实际工资增长为负值，因为领取政府福利（食物银行或生活补贴）比上班的实际回报更丰厚，迫使雇主提高加薪幅度才能正常运营，造成恶性循环，亦是欧美通胀持续居高不下的原因之一。

实际时薪变化（%）



注：数据相比 2021 年
数据来源：OECD，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 17 日

宏观经济环境外，拆解 CPI 成份亦可反映问题所在。

美国 CPI 成份比例如下：

成份 (第一层)	%	成份 (第二层)	%	成份 (第三层, 依最大比例排列)	%
食品	13.42	家庭用餐	8.30	其他食品	2.20
				肉类、家禽、鱼及蛋	1.90
				水果及蔬菜	1.43
		外出用餐	5.11	有限服务用餐及小食	2.48
				全套服务用餐及小食	2.39
				在校或工地用餐	0.04
能源	8.3	商品	4.86	汽车燃料	4.62
				燃料及其他	0.24
		服务	3.39	电力	2.52
				公用 (管道) 天然气	0.87
食品及能源以外消费	78.32	商品	21.40	运输 (除汽车燃油)	8.54
				家用家具及供应	3.97
				服饰	2.49
		服务	56.92	住房	32.44
				医疗	6.87
				运输	5.83

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 17 日

拆解后不难发现前 5 大项目已占 58.3%。其中“住房”更占 32.44%，运输出行有关的 3 个项目合计占 18.99%，两大类已占超过一半（51.43%），走势举足轻重。再集中观察这 5 个项目近 3 个月环比升幅，并找出比 CPI 升幅更高项目，结果如下：

项目	5 月 (%)	4 月 (%)	3 月 (%)
汽车燃料	4.1	-5.8	18.3
运输 (除汽车燃油)	1.4	0.4	-1.7
住房	0.6	0.5	0.5
医疗	0.4	0.5	0.6
运输	1.3	3.1	2.0
CPI	1.0	0.3	1.2

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 17 日

寻找过去 3 个月有任何 2 个月升幅比当月 CPI 更高的项目只有 3 个，全部皆与运输出行有关，当中汽车燃料单在 5 月升幅高见 4.1%。另外，寻找第三层全部项目中 5 月最高升幅是“燃料及其他”（13.1%）。简单而言，造成通胀的原因集中在燃料有关项目，而且开始由运输蔓延到其他民生层面。



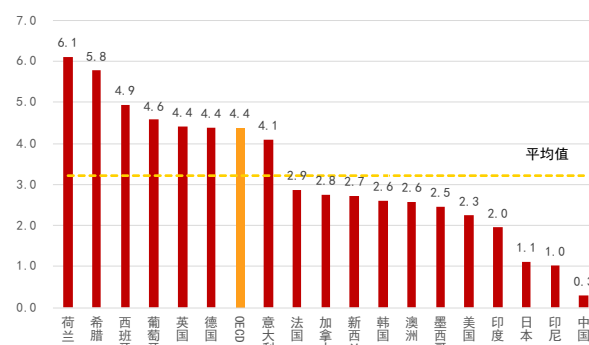
我们从消费者观点、劳动层面、消费主导及投资市场等多维度归纳出美国核心通胀应该约 5.3%，比市场关注的 CPI（8.6%）为低。两者相差主要来源于能源及食品有关支出，正是俄乌冲突及供应链紧张等因素导致商品价格上涨所造成之差距，是货币政策无法解决而是需要财政政策解决的问题。另外，无论疫情变化或是俄乌冲突爆发，全部指标走势反复向上，反映通胀问题已蔓延至不同层面。

综合分析，美国 CPI 升幅可分开两个层次：深层动力源于劳动力疲弱及供应链紧张，走势偏向坚定但升势温和，可通过财政政策把资源由疫情或生活资助转到燃料或供应侧补贴，精准到位，松紧有序。浅层动力源于能源价格急升，走势偏向颠簸但极具不确定性，各方或应尽快平息俄乌冲突及通过谈判或外交手段舒缓互相制裁造成影响全球经济的负面影响。两个层次问题并非单单通过不断加息或缩减流动性就可以全面解决。

总而言之，未来通胀走势取决于劳动市场紧张和供应链瓶颈与政府应变能力的互动，俄乌冲突持续时间及对能源和食品价格影响。另外，加息以对抗通胀效果有限，尤其是通胀部分源于财政政策，即一边货币收紧（例如加息缩表），另一边财政宽松（例如疫情援助）。

OECD 就冲突爆发后修正今年全球通胀预测。在 2021 年 12 月的基础上，OECD 上调 1.2%，整体平均升幅为 3.2%。升幅最高前 5 个国家分别是荷兰（6.1%）、希腊（5.8%）、西班牙（4.9%）、葡萄牙（4.6%）及英国（4.4%），反映欧洲仍然是全球通胀风险的震中。

部份 OECD 成员国通胀预测之修正百分比 (%)



注：数据相比 2021 年 12 月
数据来源：OECD，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 10 日

相反，G7 政府普遍预期各自通胀在下半年见顶回落。

国家	最新 (月份)	第三季预测 (%)	第四季预测 (%)	全年预测 (%)
美国	8.6% (5月)	7.6	6.3	7.5
加拿大	6.8% (4月)	6.6	6.1	6.2
英国	9.0% (4月)	8.6	8.6	8.0
法国	5.2% (5月)	5.5	4.7	4.9
德国	7.9% (5月)	8.0	7.3	7.0
意大利	6.9% (5月)	6.7	5.8	6.3
日本	2.5% (4月)	2.1	2.2	1.8

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 15 日

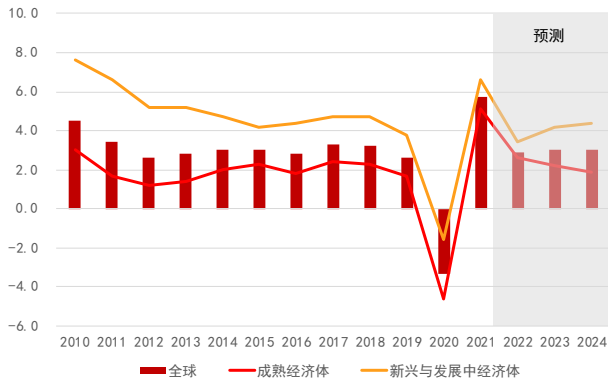
■ 经济增长不确定性忧虑有所升温

根据世界银行 (World Bank) 最新预测¹⁵，今年全球经济增长只有 2.9%，比去年 5.7% 明显下跌。成熟经济体及新兴与发展中经济体今年增长分别是 2.6% 及 3.4%，比去年 5.1% 及 6.6% 亦有所下调。而 2023 及 2024 年全球增长预测维持在 3%，成熟经济体及新兴与发展中经济体分别为约 2% 及 4%。数据反映直到 2024 年，各经济体将徘徊在低增长水平。

¹⁵ 见 CNBC 网站，<https://www.cnbc.com/2022/06/07/world-bank-cuts-global-growth-outlook-and-warns-of-70s-stagflation.html>

| 宏观策略

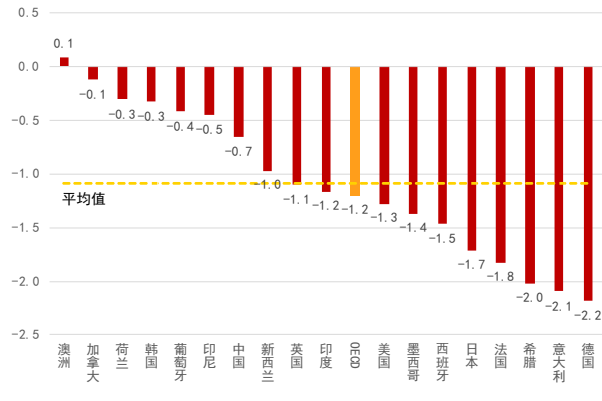
全球经济增长预测 (%)



数据来源：世界银行，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 10 日

OECD 亦就俄乌冲突为今年全球经济增长预测作出修正。在 2021 年 12 月的基础上，OECD 下调 1.2%，整体平均降幅为 1.1%。除了澳洲上调 0.1% 外，其他成员国皆被下调，下调幅度前 5 大国家分别是德国 (2.2%)、意大利 (2.1%)、希腊 (2.0%)、法国 (1.8%) 及日本 (1.7%)，反映欧洲及日本经济前景较其他地区悲观。

部份 OECD 成员国经济增长预测之修正百分比 (%)



注：数据相比于 2021 年 12 月

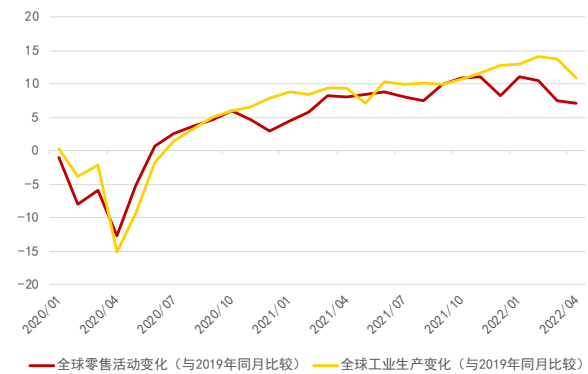
数据来源：OECD，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 10 日

环球主要经济组织对下半年全球经济前景趋向保守，但细节中并非所有部门都是弱势，通过前瞻性指标可略见一斑。GDP 结构可分解为消费 (Consumption)、投资 (Investment)、政府支出 (Government spending) 及净出口 (Net export)。净出口可间接通过 PMI 预示未来走势，上文已分析欧美走势虽然下跌但仍处于 50 以上 (扩张水平)，OECD 数据显示全球工业生产变化仍在疫后高位徘徊；年内政府支出预期偏高，受疫情及俄乌战事影响，

最容易当然由政府牵头，例如增加基建或生活资助，主动为经济注入动力；余下消费及投资才是经济增长不确定性的主要来源。

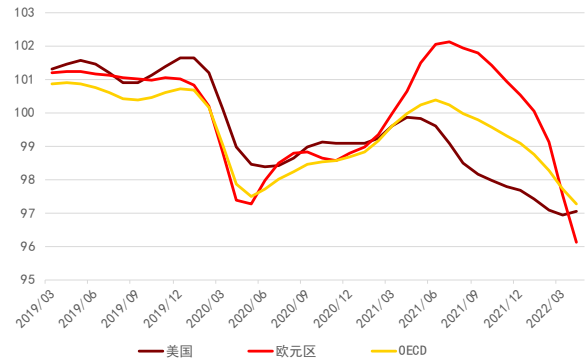
消费方面，OECD 数据显示全球零售活动由今年第一季度开始转弱，相比工业生产差距逐渐扩大。消费者信心在 OECD、美国及欧元区出现明显下跌，3 个指数全部处于收缩水平 (低过 100)。

全球零售、工业生产及休闲活动变化 (%)



数据来源：OECD，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 17 日

消费者信心指数

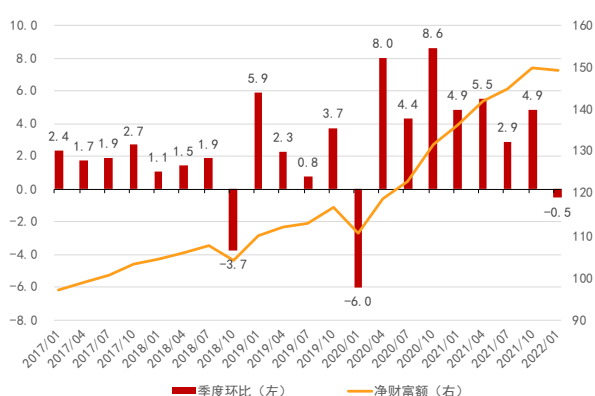


数据来源：OECD，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 17 日

投资方面，美联储最新公布家庭及非盈利机构净财富额及季度变化显示，今年第一季度跌至 149.3 万亿 (美元，下同)，减少 0.5 万亿或 0.36%，是 2020 年以来首度下跌。同期持有股票减值 3 万亿，未偿还债务却同比上升 8.3% 至 183 万亿。数据反映美国民间净财富正在萎缩，加之上半年在加息阴霾下投资者偏向保守，其他商业投资亦受资金成本上升拖累。



美国家庭及非盈利机构净财富额及季度变化 (万亿美元)



数据来源: 美联储, 东亚中国财富管理, 数据截至 2022 年 6 月 17 日

提及投资者更为关心的经济衰退, 其实在投资市场中并没有一致定义, 一般而言连续两个季度 GDP 并且出现全年增长零值或负值即为衰退。同时吻合这两项条件, 美国在过去 50 年出现过 6 次衰退, 比较持久的发生在 1974 年石油危机 (持续 3 个季度) 及 2008 年次贷危机 (持续 4 个季度) 期间, 其余都是维持两个季度后便恢复正值。另外, 当出现持续两个季度负值时, 全部 6 次案例同比增长都在当季或下一季度出现负值, 反映上述定义结果实际上并存。

今年第一季度美国 GDP 增长负 1.5%, 预计七月份便会公布第二季度数据。如若结果出现正值, 配合上文各个国际组织预测, 美国最快将在明年第一季度或第二季度才会出现 GDP 负值。衰退仍然并非不可避免。

过去 50 年美国连续两季 GDP 增长出现零或负值与当时年度同比增长数据

季度	季度环比 (%)	年度同比 (%)
30/09/1974	-3.7	-0.6
31/12/1974	-1.5	-1.9
31/03/1975	-4.8	-2.3
30/06/1975	2.9	-1.8
30/06/1980	-8.0	-0.8
30/09/1980	-0.5	-1.6
31/12/1980	7.7	0.0
31/12/1981	-4.3	1.3
31/03/1982	-6.1	-2.2
30/06/1982	1.8	-1.0
31/12/1990	-3.6	0.6
31/03/1991	-1.9	-0.9
30/06/1991	3.2	-0.5
30/09/2008	-2.1	0.2
31/12/2008	-8.5	-2.5
31/03/2009	-4.6	-3.3
30/06/2009	-0.7	-4.0
30/09/2009	1.5	-3.1
31/03/2020	-5.1	0.6
30/06/2020	-31.2	-9.1
30/09/2020	33.8	-2.9

数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2022 年 6 月 17 日

■ 谈古论今：1973 年石油危机

1973 年 10 月沙特阿拉伯为首的阿拉伯石油输出国组织（OPEC）宣布，对中东战争期间支持以色列的国家实施石油禁运，包括美国、加拿大、英国和日本等，直到 1974 年 3 月正式结束。禁运期间全球油价上涨近 300%，从每桶 3 美元升至约 12 美元。最终高通胀及经济衰退造成全球性滞胀。

其实滞胀没有单一定义，通常被理解为是经济缓慢或零增长与高通胀同时出现。尽管目前情况与 70 年代初有些相似之处，但全球经济已截然不同：

- 全球经济结构：与 1970 年代相比，新兴经济体崛起对全球经济活动日益重要，减轻全球依赖能源发展风险，例如能源及劳动力供应分散；
- 全球经济总量：全球 GDP 由 1974 年约 5.4 万亿升至 2020 年 8.5 万亿美元，以中国为首的新兴经济体占比日渐增长，个别经济体比 70 年代权重下降；
- 全球政策框架：与 1970 年代相比，中央银行货币政策框架变得更加敏感且稳健，更加关注和理解维持通胀稳定的重要性。

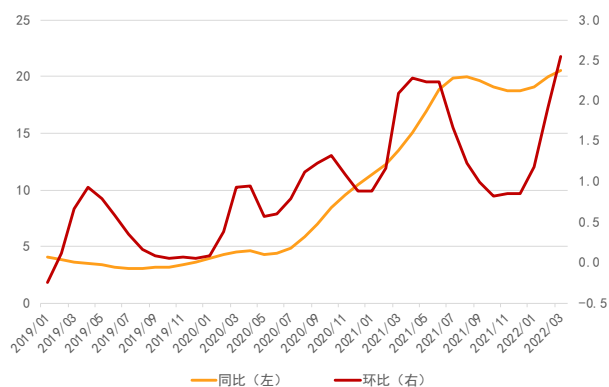
参考上文分析，美国通胀结构性变化降低了商品价格冲击对经济活动和工资增长，例如电动车和智能制造诞生，由此引发供应链冲击所产生的风险亦远小于 70 年代。因此预计即使最终真的出现滞胀，对全球经济冲击料比 70 年代低，而且所需的复苏时间亦较短。

当然最重要是俄乌冲突爆发后打击全球食品及能源供应，推升全球商品价格后造成通货膨胀。从这点意义上与 70 年代石油危机相似，但两者有本质上不同。70 年代是中东国家禁运而成熟经济体被动衰退，但今天反而是欧美国家主动制裁俄罗斯能源出口后俄罗斯作出反制。撇开地缘政治因素，如能通过外交手段敦促各方尽快平息冲突，不论商品价格或供应链问题产生供的负面影响将自然得到正本清源。

目前，决策者及市场大多关注如何利用货币政策解决当前问题，甚至近日多位知名人士提出参考 80 年代时任美联储主席沃尔克推行的不断强烈加息及收紧流动性的方式。然而，如今 CPI 内一篮子商品及服务与 80 年代相比早已大相径庭。参考上文 CPI 成份表内最大权重是占近三分之

一的“住房”类别。Case-Shiller 美国房价指数显示自 2020 年初疫情爆发后，美联储大量增加市场流动性，刺激美国房价无论同比或环比皆持续走高，财富效应间接推升 CPI。

Case-Shiller 美国房价指数变化 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 17 日

以此角度预测，虽然如今加息对食品及能源影响轻微，但美联储通过收紧流动性冷却房价及租金，通过房市而非能源类别亦可减轻 CPI 三分之一压力，美联储要在政策紧缩见效和同时不打击消费意愿之间取得平衡。美国按揭银行家协会数据显示，在美联储积极加息后，30 年期固定抵押贷款的平均利率由 5 月中约 5.33% 上升至 5.98%（6 月 17 日），亦是自 2008 年 11 月以来最高水平¹⁶。

其次，有时候从另一角度看，财政比货币政策更显成效。疫情期间各地政府迫不得已派发生活补贴或救济金以保民生和经济，经济学上生产力下降但不断注入流动性，结果便是引发通货膨胀多年来量化宽松埋下伏笔，过剩游资在金融世界中空转可以通过货币政策及逆向财富效应尽量还原，但已流入实体经济并支持增长的流动性很难归零，强行抽走或打击经济增长。面对今天高通胀和低增长并存，财政政策目标是精准投放而非公平分配。

其实高通胀并不可怕，历史上高通胀配合高增长亦非罕见。甚至经济增长更胜通胀率时，高低与否都只是相对概念。通胀不会顿时消失，刺激经济增长可能更易解决当下全球经济问题。

因果循环，万物有时。对于我们投资者而言，因时而动，顺势而为，才是上策。|

¹⁶ 见美国按揭银行家协会网站，<https://www.mba.org/news-and-research/newsroom/news/2022/06/16/mortgage-applications-for-new-home-purchases-decreased-5-percent-in-may>

第二部分：
宏观经济展望

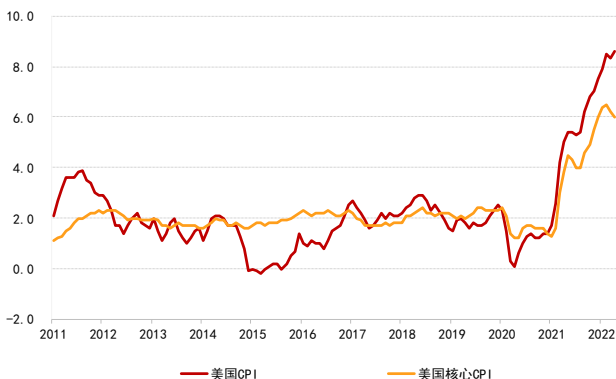


美国经济展望

■ 美国通胀再创 40 年新高

5 月份，美国通胀未见缓和，整体消费物价指数（CPI）同比升幅从上月的 8.3% 扩大至 8.6%，与能源和食物价格居高不下、供应链瓶颈增加运输等成本，加上就业和房地产市场向好有关，推动美国通胀升至 1981 年 12 月以来新高。剔除食品和能源价格的核心 CPI，同比升幅仍达 6%，仅较上月回落 0.2 个百分点。各消费物价类别均录得升幅，燃油价格的同比升幅高达 106.7%，再创历史新高；食品价格升幅亦达到 1981 年 3 月以来的高位，同比升 10.1%；住房成本同比上升 5.5%，较上月 5.1% 加快。同时，通胀升温继续打击消费者信心，密歇根大学消费者信心指数从 5 月 58.4 降至 6 月终值 50 的历史低位。当前经济状况指标从 5 月份 63.3 跌至 6 月份 53.8，消费者对未来一年的通胀预期为 5.3%，而 5 年的通胀预期则从 5 月份回升 0.1 个百分点至 3.1%，通胀预期加剧了市场对美联储加快加息步伐的预期。

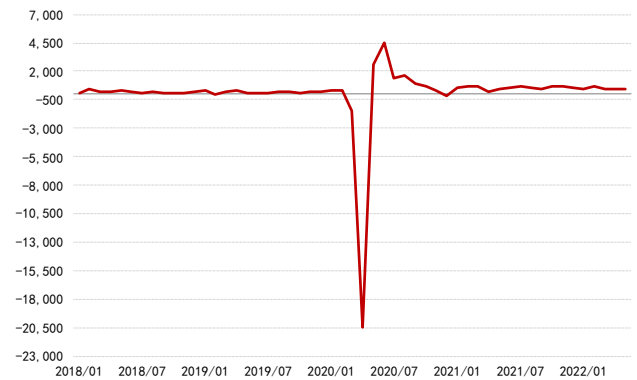
美国通胀率同比变化（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 15 日

5 月美国就业市场继续处于相对饱和状态，失业率维持于 3.6%，接近疫情前 3.5% 的低位。新增非农职位数达到 390,000 个，且薪资收入保持较快升幅，5 月份平均时薪同比上升 5.2%，市场忧虑工资上涨将为通胀带来新一轮的上升动力。

美国非农就业职位月度新增（千人）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 15 日

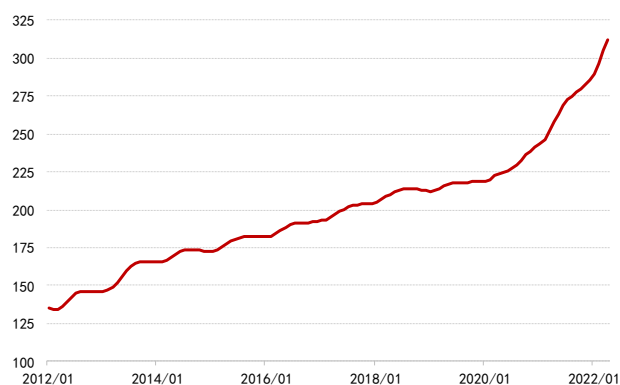
■ 料美联储加快货币政策正常化进程，加深市场对美国经济前景的忧虑

面对通胀远高于美联储的政策目标，且见顶及回落的速度远较预期为慢，就业市场处于相对饱和状态。6 月份联储局会议上调联邦基金利率 75 个基点至 1.5%–1.75%。美联储公开市场委员会（FOMC）对今明两年联邦基金利率的中位数预测分别为 3.4% 及 3.8%，高于中性利率水平，达到紧缩的效果。美联储主席鲍威尔同时表示 7 月份会议有机会再加息 75 或 50 个基点。

展望未来，随着美国等主要经济体陆续重开边境，旅游相关的服务需求将进一步上升，加上俄乌冲突对国际能源和食品供应和价格的冲击，以至疫情和地缘政治对供应链、运输和生产等成本的影响料将维持一段时间，预计整体通胀在 2022 年下半年将维持较高水平。彭博 6 月份调查显示，整体 CPI 同比升幅在 2022 年第三季及第四季平均值分别为 7.6% 及 6.5%，较 5 月份调查分别上升 0.4% 及 0.6%。

鉴于市场预期美联储或会加快货币政策正常化进程，加深其对美国经济前景的忧虑，金融市场波动幅度仍将维持高位。2022 年第一季美国家庭净资产下跌 5,440 亿美元至 149.3 万亿美元。另外，4 月份标普 20 大城市房价指数同比上升 21.2%，然而在预期房贷利率持续上升背景下，美国房地产价格回落的可能性增加，未来数季美国家庭净资产将继续承压，拖累美国消费和经济表现。彭博 6 月份调查显示 2022 年美国经济增长率预期达到 2.6%，较 5 月低 0.1 个百分点。|

标普 CoreLogic Case-Shiller 20 城综合房价指数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 28 日

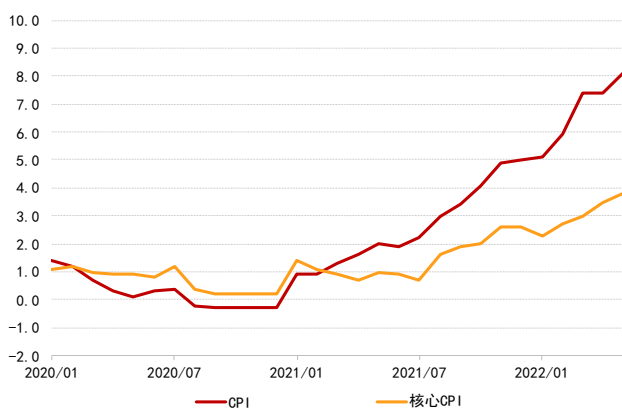


欧元区经济展望

■ 欧洲央行预示即将开展货币政策正常化

5月份欧元区通胀率进一步加快，同比升至8.1%，高于4月份7.4%，创历史新高。其中能源价格连续14个月录得双位数升幅，同比上升39.1%，食物及烟酒类价格亦进一步上升，从4月份6.3%加快至7.5%，部分反映俄乌冲突对主要农产品供应的影响。

欧元区通胀率 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月17日

考虑到通胀屡创新高，并预计未来一段时间将超出欧洲央行通胀目标，故欧洲央行于其6月货币政策会议指出，将于7月1日起正式结束其资产购买计划（APP），并将于7月份开启11年来首次加息0.25%。若通胀情况未有改善，9月份更有机会加息0.5%，随后才返回有序加息的步伐，预期欧洲央行最快将于第三季末结束负利率政策。

欧洲央行即将开启货币政策正常化的进程，将适度降低正受经济重启带动的各种需求，缓和通胀压力。然而，欧洲央行停止净资产购买及准备调升政策利率，加上近日环球金融市场波动，或会增加部分高负债成员国借贷成本上升的压力。我们预计欧洲央行将更有弹性地再投资于紧急疫情资产购买计划（PEPP）下到期的投资组合，以减轻高负债成员国借贷成本急升的压力，保持货币政策传导机制的功能。

■ 欧元区经济渐见弱势

近月，欧元区经济指标转趋于疲弱，反映俄乌冲突、能源和食品价格急升，以及供应链受阻等对该区经济的冲击渐现，尤其是德国在工业及零售表现较弱。

欧元区工业生产表现仍然受压，4月份环比微升0.4%，较市场预期略低；与去年底相比，工业生产下跌1.3%。虽然4月份德国工业生产环比上升1.3%，但仍未完全抵销3月份4.5%的环比跌幅，与去年底比较仍录得2.3%跌幅。另外，6月份欧元区制造业采购经理指数初值录得52.0，较5月份的54.6进一步下跌。

欧元区工业生产同比变化 (%)

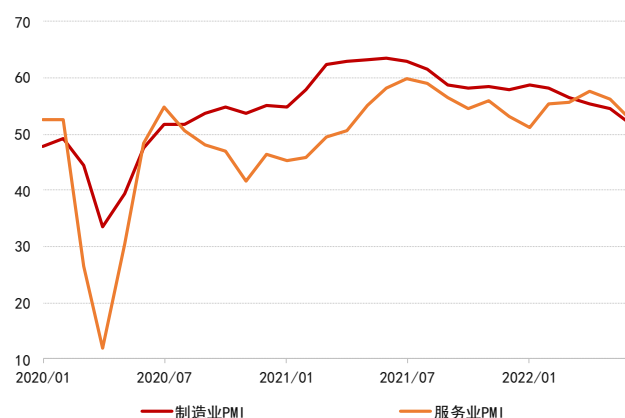


数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 15 日

外贸方面，欧元区连续 7 个月录得贸易逆差，4 月份更是录得创纪录的 317 亿欧元。相比之下，3 月份则录得贸易逆差 178 亿欧元。能源进口成本持续高企，并推高进口额。4 月份进口环比上升 7.1%，显著高于 3 月份 3.2% 增幅，4 月出口则增长 1.5%。

4 月欧元区零售销售环比下跌 1.3%，结束连续 3 个月的升幅。其中食品、饮料及烟草销售跌幅明显，环比下跌 2.6%。同时，德国零售活动表现疲弱，4 月份零售销售跌幅居前，环比下降 5.4%。

欧元区采购经理指数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 24 日

■ 地缘政治升温或进一步加剧能源供应紧张

欧洲能源紧张问题日益加深，俄罗斯天然气国营企业 Gazprom 于 6 月中宣布经北溪管道对欧洲国家的天然气吞吐量，将进一步削减三分之一。俄罗斯天然气供应减少，将导致欧洲天然气价格进一步上升，打击欧元区如化工、钢铁等工业行业。另外，欧盟逐步扩大对俄罗斯能源的制裁范围至石油进口，故在能源供应持续紧张下，未来通胀压力持续高企。

展望第三季，随着经济重启，疫情对经济的影响有所缓和，然而俄乌冲突、能源、食品和主要原材料供应，以至全球央行加快收紧货币政策和金融市场大幅波动等不确定性，将持续困扰欧元区经济表现。面对宏观经济挑战增加，或会提升家庭储蓄意愿，减少消费支出，削弱消费复苏的动力。

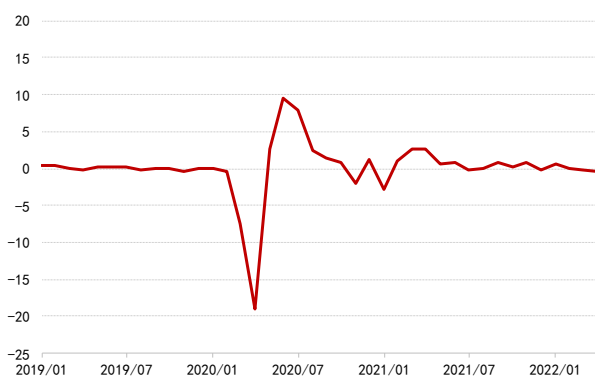


英国经济展望

■ 4 月份英国经济增长率环比跌幅扩大，就业市场持续紧张

4 月份英国经济增长率（GDP）环比下跌 0.3%，较 3 月 0.1% 跌幅扩大，并连续两个月出现负增长。其中服务业环比收缩 0.3%，主要反映英国政府防疫政策调整，令检测和追踪新冠疫情的开支减少。同时，在能源价格高企及供应链瓶颈持续困扰下，制造业环比跌幅更达 1%，较 3 月 0.2% 跌幅扩大。建筑业在连续 5 个月增长后，4 月环比收缩 0.4%。

英国 GDP 月环比变化（%）

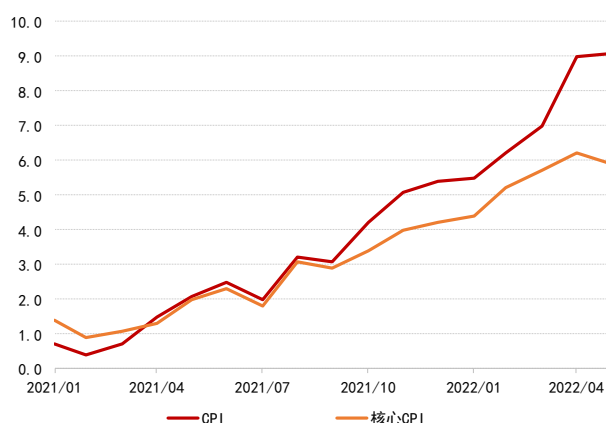


数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 15 日

英国就业市场持续趋紧，2 至 4 月份失业率较 1 至 3 月份略微上升 0.1% 至 3.8%，与缺勤率下降有关。工资则继续强劲增长，包含分红在内的平均周薪于 1 至 3 月环比上升 7% 后，2 至 4 月份同比升幅亦达到 6.8%。与此同时，英国通胀压力屡创新高，5 月消费者物价指数（CPI）同比上升 9.1%，高于 4 月的 9%，再创 40 年来的最高水平。整

体通胀率上升主要反映了能源及食品价格攀升。核心 CPI 同比亦达到 5.9% 升幅。鉴于能源价格上限料于 10 月份再次大幅提高，未来数月英国通胀率将居高不下，令民众更担心英国或会因为实际家庭收入承压而迈向衰退。消费者信心持续低迷，6 月份 GfK 消费者信心指数进一步跌至负 41，创 1974 年有纪录以来的最低水平。为减轻能源价格和整体通胀对家庭部门的影响，英国前财政大臣里希·苏纳克（Rishi Sunak）已于 5 月公布了一项 150 亿英镑的补贴支持计划，料有助缓和英国家庭（特别是低收入家庭）的通胀压力，减轻对经济和消费的负面影响。

英国 CPI 同比变化（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 24 日

货币政策方面，6 月英国央行如预期将银行利率上调 25 个基点至 1.25%。9 位货币政策委员会成员中有 3 位投票赞成将利率提高 50 个基点。英国央行预测未来数月通胀率或会升至 9% 以上，至 10 月份再次上调能源价格上限时，通

胀率更有可能高于 11%。另外，英国央行预计第二季英国经济将收缩 0.3%，显著低于先前增长 0.1% 的预测。英国央行指出将采取必要行动将中期通胀率恢复至 2% 目标，而未来调整利率的规模、速度和时机将取决于该行对经济和通胀前景的评估。彭博 6 月份调查显示，市场预期英国央行政策利率将于 2022 年第四季升至 1.75%，较 5 月份高 25 个基点。

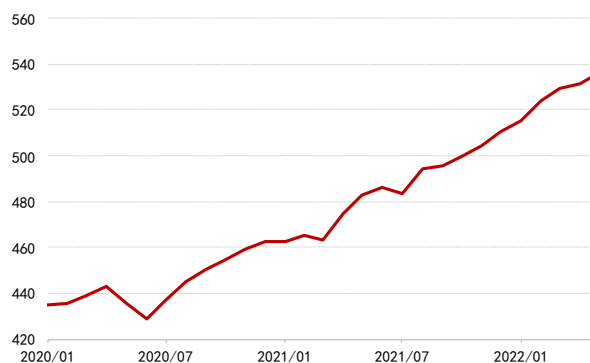
英国央行至今加息幅度达到 1.15%，令英国房地产市场有所降温，然而仍录得双位数字的同比升幅。5 月份全英房屋抵押贷款协会房价指数按年上升 11.2%，较 4 月份 12.1% 回落 0.9 个百分点。然而，在经济前景不明朗及货币政策持续趋紧下，英国房地产价格的升幅将进一步放缓，甚或出现调整的风险。

■ 脱欧问题增加英国经济前景不明朗因素

除了俄乌冲突对能源、食品及全球供应链构成影响外，英国还面临脱欧后《北爱尔兰议定书》长期争议的风险。2021 年 10 月，欧盟就该议定书提出多项建议，如将输往北爱尔兰的食品检查减少 80%。可是，英国外交大臣特拉斯于 2022 年 5 月发表声明拒绝有关提议，认为将不利于

当前的贸易安排。英国政府更在 6 月公布计划修改《北爱尔兰议定书》的相关法案，以便部分商品可更容易从大不列颠岛流向北爱尔兰。据彭博 6 月份调查显示，市场预期 2022 年英国经济增长率仍达 3.7%，较 5 月减慢 0.1 个百分点，通胀率预测则为 8.1%，较 5 月加快 0.6 个百分点。如果英国与欧盟之间的贸易紧张局势加剧，英国或面临额外不确定性，甚至进一步对供应链和通胀构成影响。与此同时，英国央行持续收紧货币政策以压抑通胀，英国的经济前景并不乐观。|

全英房屋抵押贷款协会房价指数



数据来源：全英房屋抵押贷款协会，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 24 日



中国经济展望

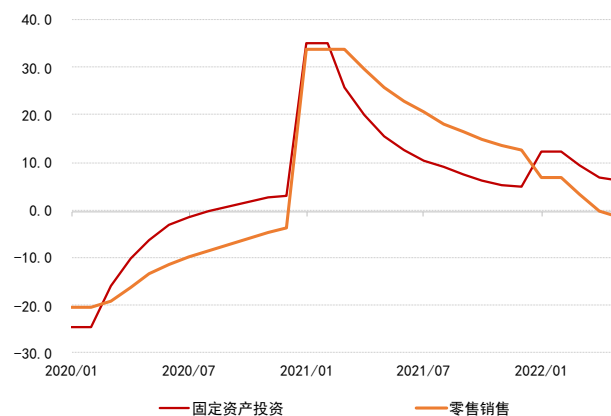
■ 疫情缓和，曙光渐现

即使 4、5 月份中国经济数据受到疫情和社交距离措施的影响，但随着疫情缓和，主要城市如上海及北京于 6 月初起放宽防疫及社交距离限制，包括放宽民众进出公共场所的检测要求及逐步重开堂食，支持更多企业恢复正常运作，经济曙光渐现。

受疫情拖累，5 月份消费和服务业表现持续受到冲击。社会消费品零售总额连续 3 个月录得同比收缩，5 月份下跌 6.7%。其中汽车销售同比下跌 16%，餐饮业收入亦录得 21.1% 跌幅。5 月份居民消费价格指数同比上升 2.1%，与 4 月份持平。此外，房地产市场持续疲弱，5 月份 70 个大中城市商品住宅销售价格回落，1 至 5 月房地产投资同比下跌 4%，弱于 1 至 4 月份 2.7% 跌幅。

不过，随着复工复产有序推进，生产面呈改善迹象。工业生产在 4 月份录得 2.9% 同比跌幅后，5 月份出现回升，上升 0.7%。就业市场亦见改善，5 月份城镇调查失业率较上月下跌 0.2 个百分点至 5.9%，终止连续 6 个月上升趋势。固定资产投资同比增速大致稳定，1 至 5 月上升 6.2%，略低于 1 至 4 月份的 6.8%，其中制造业表现较佳，基建投资加快，1 至 5 月份同比上升 6.7%，较 1 至 4 月份的 6.5% 轻微加速。

累计固定资产投资及零售销售同比变化 (%)

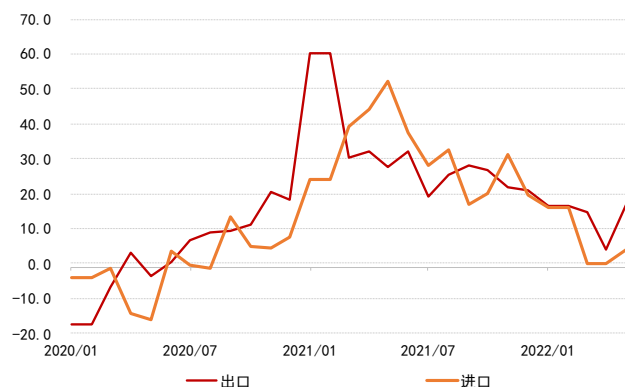


数据来源：国家统计局，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 15 日

外贸方面，中国商品出口同比增速重回两位数增长，从 4 月份 3.9% 显著加快至 5 月 16.9%，反映生产及物流运输供应链的运作逐渐恢复正常。进口则同比上升 4.1%，两者均较市场预期为佳。

为应对疫情对经济带来的影响，国务院宣布一篮子政策措施以加强对经济的支持，包括约 1,400 亿元人民币的额外退税、阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元、以及支持发行 3,000 亿元铁路建设债券等。我们预计有关措施将有助纾缓企业的财务压力，特别是受疫情困扰的行业如住宿及餐饮业，并提振民众消费意愿。另外，基建投资亦有望加快，支持经济增长。

中国进出口同比变化 (%)



注：1 和 2 月数据为两个月的平均升幅
数据来源：海关总署，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 9 日

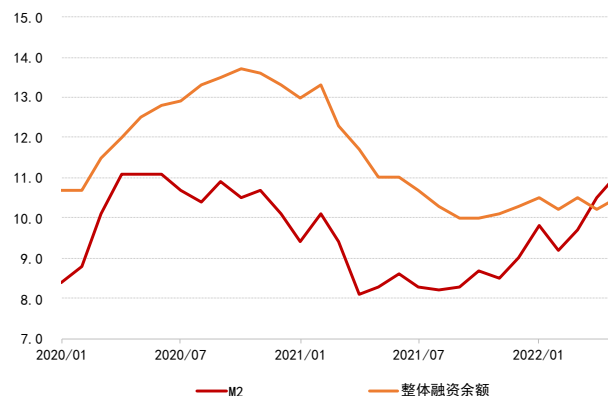
展望第三季，中国经济将随疫情放缓及限制措施放宽而逐步恢复常态，然而复苏步伐仍取决于疫情、防疫措施，以至市场信心等因素。展望未来，消费、服务业及房地产行业复苏料将滞后，而工业生产及基建投资将会担当较大角色，支持经济增长。政策方面，我们预计将继续从财政和货币政策等多方面推出支持政策，以抵御冲击，加快复苏步伐，预期 2022 年中国经济增长将达到 5% 左右，通胀则维持温和于大约 2%。

■ 货币及信贷增长双双加快

随着疫情影响减退，信贷需求有所回升，加上货币及信贷环境转趋宽松。5 月份 M2 货币供应量同比上升 11.1%，高于 4 月份 10.5% 增速，并创 2020 年 7 月以来新高。另一方面，5 月份社会融资规模存量（经济整体信贷规模的指针）同比增长 10.5%，同样较 4 月份 10.2% 有所加快。

然而，5 月贷款结构仍集中于短期贷款及票据融资，反映金融机构态度审慎。与其他主要经济体相比，中国通胀压力温和，料不会对实施宽松货币政策构成制约，有助于维持合理充裕流动性，并进一步引导借贷成本下降。

中国信贷增长同比变化 (%)



数据来源：中国人民银行，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 9 日

■ 房价持续下行，政策效果有待浮现

70 个大中城市新建商品住宅销售价格连续两个月录得环比下跌，4、5 月份分别下跌 0.2 及 0.1%。一线城市房价表现较佳，广州及深圳新建商品住宅价格环比上升 0.5%，二、三线城市则持续承压，分别环比下跌 0.1 及 0.3%。

随着疫情影响减退，央行下调首套个人住宅贷款利率下限和 5 年期贷款市场报价利率（LPR），以及部分城市如杭州、宁波等放宽限购措施，预期政策效果将逐步浮现，一线城市料持续优于二、三线城市的表现。



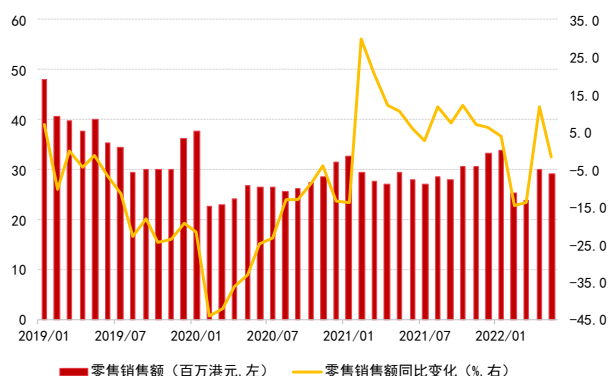
中国香港经济展望

■ 下半年料消费可带动中国香港经济

第一季中国香港经济同比收缩 4%，主要受政府大幅收紧防疫措施拖累，私人消费、投资、甚至出口等均见明显下跌。进入第二季，香港疫情渐趋稳定，政府已先后分两个阶段放宽防疫措施，经济活动渐见回暖。其中，采购经理人指数 (PMI) 重返扩张水平，并创 2011 年以来最快扩张速度。若疫情持续受控，且政府无需再大幅收紧防疫措施及入境限制，下半年香港经济增长有望逐渐回升，然而难以预测何时将可全面放开入境限制，2022 年香港实际经济率料将达到约 1.6%，略高于政府 1 至 2% 预测的中值。

4 月政府派发首轮消费券，有利支持疫情回稳后的零售业表现。4 至 5 月份零售销售合计同比升 4.7%，扭转第一季度 7.6% 跌幅。第二轮消费券将于 8 月发放，进一步支持下半年的消费表现。但是，本地零售市场全面复苏之路依然漫长，将取决于疫情及跨境旅游重启的步伐。

中国香港零售额变化

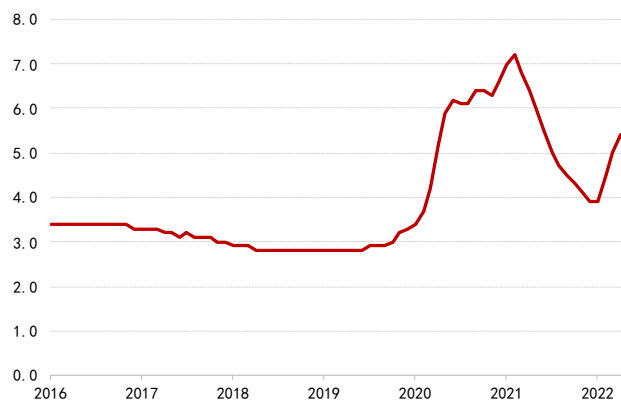


数据来源：中国香港政府统计处，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 5 月 31 日

■ 失业率料随疫情稳定“见顶”，通胀压力依然温和

随着疫情回稳，3 月至 5 月失业率已从早前高位 5.4% 回落至 5.1%。就业市场改善主要集中于受疫情打击最深的行业，包括零售、住宿和餐饮服务业等。展望第三季，劳动市场有望进一步改善，然而零售、旅游等行业或不时受疫情困扰，预期 2022 年香港失业率将回落至 4.5% 左右。

中国香港失业率 (%)



数据来源：中国香港政府统计处，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 5 月 31 日

通胀压力依然温和，受电费补贴影响，5 月通胀率降至 1.2%，低于 4 月 1.3% 升幅。私人住宅租金大致平稳，并未有明显升温，加上食品价格升势放缓，限制了上半年整体物价的升幅。不过，全球物价普遍上升，势将推高本地进口价格，经济逐步走向复苏料可减轻住宅租金下行压力，预期 2022 年香港通胀率从 2021 年 1.6% 略微加快至 1.7%。

■ 中国放宽防控措施有利中国香港贸易

中国多个城市相继放宽防控措施，生产陆续重启，令香港贸易活动保持平稳。4 及 5 月香港商品出口分别同比上升 1.1% 及下跌 1.4%，2022 年前 5 个月累计同比上升 1.9%。

物价高企，导致主要央行加快收紧货币政策的步伐，加上俄乌冲突持续，令全球经济大幅放缓、甚至衰退的风险增加，并为第三季香港外贸表现带来不确定性。然而，香港疫情大致受控，跨境运输陆续恢复正常，预期 2022 年香港出口将维持温和增长。

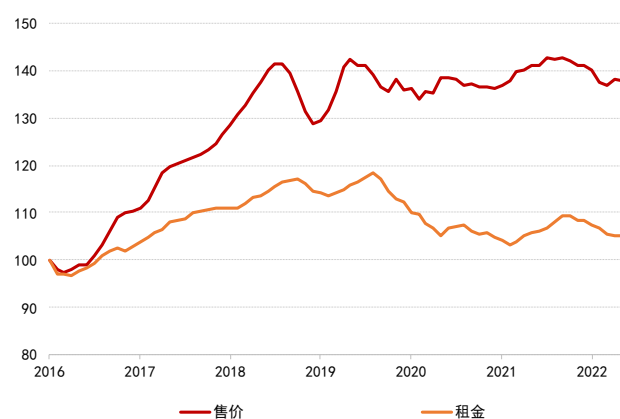
■ 年内住宅房价料大致平稳

美联储加快加息步伐，港美息差走阔，第三季港元汇率预计将徘徊于弱方兑换保证水平 7.85。自 5 月起，香港金管局累计承接了 1,042 亿港元，银行体系总结余由年初 3,775 亿，缩减至 2,335 亿港元（截至 6 月 30 日）。随着美联储进一步加息，美元拆息将同步上升，预期港元同业拆息稍后亦将跟随，港元最优惠利率有机会于第三季开始上调。

随着加息预期升温，及先前香港经济受到疫情困扰，拖累楼市走势。据差饷物业估价署的数据显示，第一季香港私人住宅楼价下跌 3.1%，连续两季向下。随着疫情转趋稳定，住宅房价于 4 月反弹 1%，5 月稍微回落 0.3%。第一季私人住宅租金则回落约 2.6%，4 月稍为回落 0.4% 后，5 月则持平。

另据差饷物业估价署推算，2022 及 2023 年私人住宅落成量分别为 22,851 及 21,848 个，高于 2021 年的 14,386 个单位，部分与疫情导致延迟交付有关。面对经济前景众多不确定因素，特别是疫情、地缘政治，以至货币政策走向等，预计 2022 年中国香港私人住宅楼价将轻微承压，租房市场则随本地经济复苏而有所回暖。

中国香港住宅售价及租金指数



注：以 2016 年 1 月指数为 100 基准

数据来源：差饷物业估价署，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 5 月 31 日

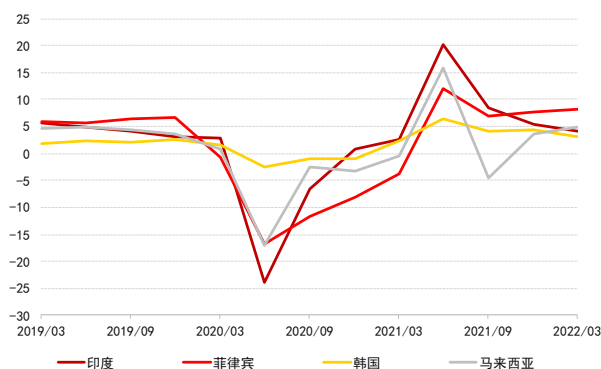


亚洲经济展望

■ 国际边境逐步重开，区域内经济大致稳定

经过去年亚洲地区受到新冠疫情严重打击后，2022 年第一季大部分亚洲主要经济体保持稳健增长。马来西亚和菲律宾经济增长较 2021 年第四季有所加快，分别由同比 3.6% 及 7.8% 加速至 5% 及 8.3%，韩国经济增长则温和放缓，从 2021 年第四季同比增长 4.4% 回落至 3%。

亚洲个别经济体的国内生产总值同比变化 (%)



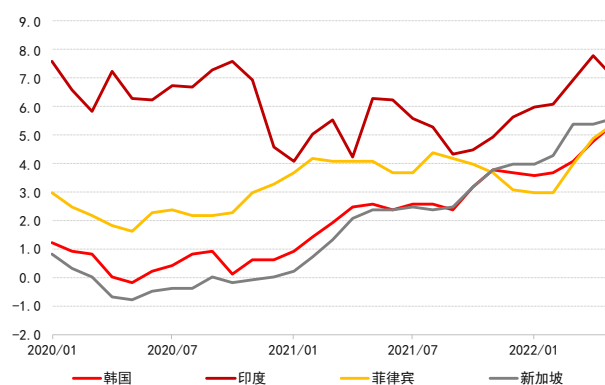
数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 24 日

新冠疫情威胁逐渐减退，亚洲主要经济体逐步放宽防疫限制，并重开国际边境。马来西亚政府于 4 月 1 日起允许检测阴性及已接种疫苗旅客免隔离入境，5 月 1 日起更进一步豁免有关旅客的检测要求，并放宽民众在户外活动戴口罩及保持安全社交距离的规定。除了马来西亚外，韩国、新加坡及泰国等地亦陆续允许旅客于满足特定疫苗接种及检疫要求下入境当地。

国际边境重开，料可推动亚洲区内商务及旅游活动复苏，并对过往饱受疫情困扰的服务业及旅游业带来支持，推动经济逐步回复常态。

受俄乌冲突、国际大宗商品及食物价格，以至供应链瓶颈影响，大部分亚洲经济体的通胀压力日益上升，韩国通胀率从 1 月份 3.6% 上升至 5 月 5.4%；新加坡通胀率则从 1 月份 4% 上升至 5 月 5.6%。在亚洲各国中，印度通胀压力较大，5 月份升至 7% 水平。

亚洲个别经济体的通胀同比变化 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 24 日

■ 亚洲各央行料将加快货币政策正常化

与上一季相比，第二季有多家亚洲央行宣布上调政策利率。其中韩国央行延续其自 2021 年 8 月以来的加息行动，于 4、5 月份宣布上调政策利率共 50 个基点至 1.75%。另外，马来西亚、菲律宾及印度央行于第二季亦开始加息，马来西亚央行将其政策利率从 1.75% 调升至 2%，菲律宾及印度央行则在 5、6 月份接连调升利率，菲律宾央行从 3 月底 2% 调升至 2.5%，印度央行则从 4% 上调至 4.9%。

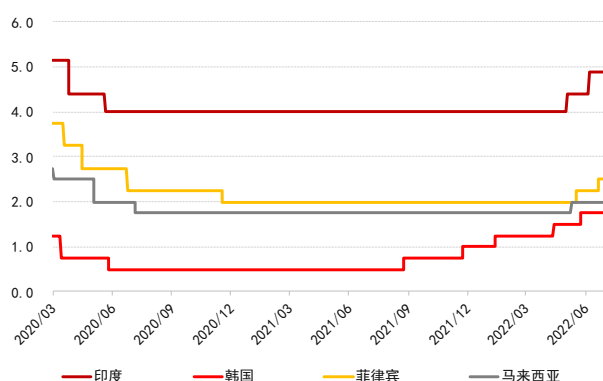
除了加息外，印度尼西亚央行亦按其计划宣布，于 6 月 1 日起将商业银行存款准备金率（RRR）调升至 6%，2022 年上半年合共上调 RRR 250 个基点。另外，印度尼西亚央行于 5 月底宣布将加快调升 RRR，由原来其 9 月份的目标 6.5% 上调至 9%。

在通胀压力高企和主要央行加息下，亚洲区域内央行将通过加快调升政策利率及 RRR 来实现货币政策正常化，对区域内的融资环境构成制约，加重制造业的成本，抑制投资需求，料将拖累从疫情中复苏的步伐。

■ 外部挑战持续，削弱经济增长

展望第三季，我们预计俄乌冲突、通胀高企、环球主要央行加快收紧货币政策，以至美元强势带动新一轮金融市场波动等，均是亚洲经济体的主要风险。一方面，俄乌冲突持续，既会削弱以欧美为主的发达经济体需求，不利亚洲经济体制造业订单及出口表现；另一方面，若供应链受到严重干扰，能源、大宗商品和食品价格等持续上涨，将增添民众生活及企业生产成本。此外，环球主要央行加快收紧货币政策，以及美元强势，均会增加亚洲经济体资本外流的压力，促使区内央行上调政策利率，令借贷成本逐步上升。虽然国际边境重开对区内消费及服务业带来支持，但面对外部众多不确定性，预计 2022 年亚洲经济增长率将逐步放缓。

亚洲部分经济体的政策利率（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 29 日

The image features a vast mountain range under a clear sky, with mist or low clouds filling the valleys. The mountains are covered in dense vegetation. A large, solid red rectangular area is overlaid on the right side of the image, containing white text. The text is arranged in two lines: the first line reads '第三部分:' and the second line, in a larger font, reads '全球股市展望'.

第三部分：
全球股市展望

二季度展望中，我们提到，面对高波动环境更需冷静思维，突破盲点，在平衡后寻找中长线投资机会。当时预计俄乌冲突以及随之而来的西方国家与俄罗斯的制裁与反制裁或刺激商品价格上升。制裁有利于其他商品出口国夺取俄罗斯在全球份额，加之供应链紧张，支持上游业务及拥有全线（上/中/下游）业务企业的未来盈利。美国中期选举临近，或对中美两地同步上市的企业产生负面影响。疫情进入瓶颈阶段，疫后复苏或提振休闲娱乐及国际旅游板块。历史上美股将在第3次加息后见底反弹，升势持续至周期末段，支撑金融板块、高派息股票及房地产信托（REITs）等资产走势。

第三季度，美国中期选举日益临近，结果对未来全球经济走向至关重要。疫情及俄乌冲突对全球经济均产生负面影响，预计各国领导人将回归内政，推出更多利民与刺激措施，扭转经济增长下滑以及刺激全球投资氛围。地缘局势紧张或为亚洲国家发展提供弯道超车机会，争取更多经济及国际话语权。总体而言，我们预计股市将出现“跌幅可控，升势可期”迹象。大幅波动状态下板块投资更要攻守兼备。

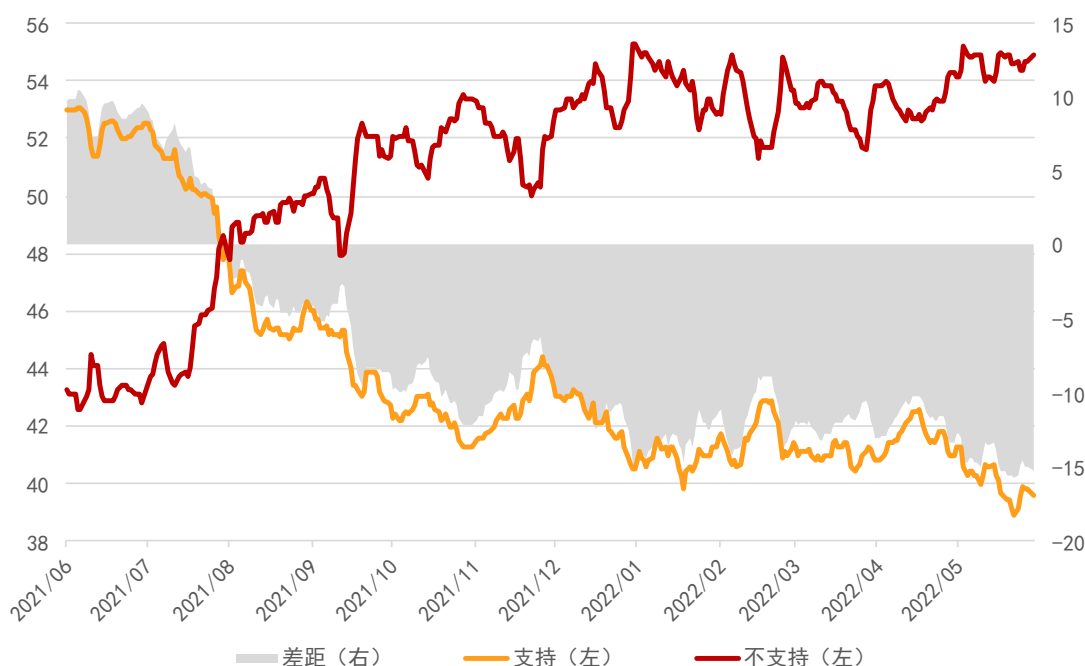
发达市场股市：重拾升势

■ 美国中期选举：重新聚焦内政

美国中期大选将在今年11月8日举行。参考 Real Clear Politics 编制对总统拜登支持度民调，截至6月20日，结果显示支持与不支持分别是39.6%及54.9%，差距由3月20日负13.3%扩大至负15.3%。形势对拜登政府不利。

上一季度我们预计外交操作将成为执政党选举工程的前期重心。参考过去10次中期选举年，国际冲突时有发生，例如特朗普时代空袭叙利亚（2018年）、奥巴马时代轰炸伊拉克（2014年）、老布什时代海湾战争（1990至1991年）等。但过去10次中期选举中只有1次同一政党能横扫

Real Clear Politics 民调：美国总统拜登支持度及差距（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月20日

| 全球股市展望

总统及两院控制权，是 2002 年共和党的小布什，当时正值 2001 年“911 事件”后的中期大选。虽然地缘政治紧张局势有利团结国民并支持执政党，但历史反映对选举结果帮助不大。

我们预计，选举前期重心放在外交操作，而随着选举临近，政策或顺应民意回归本土议题。

美国蒙莫斯大学（Monmouth University）在 5 月 12 日公布对美国总统拜登及当前政府表现的民调显示¹，清晰表示支持共和党（36%）或民主党（34%）的受访者数量不相伯仲，但以往认为各政党间游离者中，最新民调显示有 12% 支持共和党及 10% 支持民主党。两项数字合共有 48% 支持共和党及 44% 支持民主党，结果仍然旗鼓相当。约 60% 受访者表示让心仪政党控制国会是非常重要的，但只有 15% 认同今天国会表现，低于 3 月份 21%，另有 77% 不认同表现。

值得注意的是，58% 受访者表示难以支付汽油价格，难以支付杂货账单及税单分别有 52% 及 51%，难以支付抵押贷款或租金只有 37%。

家庭开支关注度上升，尤其大多数受访者表示很难支付汽油费。这导致了认同总统拜登工作表现过去 6 个月持续下跌。

此外，经济政策取代医疗保健成为选举首要议题，势将成为民主共和两党兵家必争之地，其中成败将左右最终选举结果。经济政策，尤其与食品及能源有关问题已直接影响民生，对中间游离选民最为重要。目前拥有“蓝色浪潮”

优势的拜登政府预期短期内将推出惠民政策，主动出击赢取民心。

总统拜登近期多次在民生议题上发言，“回归内政”可见一斑：

- 与美联储主席鲍威尔及财长耶伦会面²，讨论如何压抑通胀；
- 提出减免汽油税 3 个月³；
- 计划 7 月出访中东并与沙特讨论原油供应问题⁴；
- 指示商务部研究撤销部份不利美国经济的对华关税⁵，支持国内营商环境；
- 提出两党合作的长期基建法案⁶，创造就业及改善民生。

虽然最终能否落实议案仍有较多不确定因素但相关政策料对股市有所提振，有利美股后市走势，尤其民生相关板块。

我们回顾从里根（Ronald Reagan）到特朗普（Donald Trump）时代，过去 10 次中期大选年内标普 500 指数季度表现，显示第一及第二季平均回报大多下跌，在第三季见底后有所反弹，第四季走势通常上升。其中，第三及第四季上涨次数比例分别为 60% 及 80%，反映 11 月选举前标普 500 指数表现普遍向好，亦比上半年表现更佳。但值得注意的是第三（10.4%）及第四季（9.5%）平均标准偏差比第一（7.2%）及第二季（6.8%）较高，反映当时波动加大，指数震荡走高。截至 6 月 23 日，今年第一及第二季表现分别下跌约 5% 及 16%，走势与历史表现相吻合，而今年下半年走势亦有望出现向上反弹。

¹ 见美国蒙莫斯大学网站，https://www.monmouth.edu/polling-institute/reports/monmouthpoll_us_051222/

² 见美国白宫网站，<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/speeches-remarks/2022/05/31/remarks-by-president-biden-before-meeting-with-treasury-secretary-janet-yellen-and-federal-reserve-chair-jerome-powell/>

³ 见 CNBC 网站，<https://www.cnbc.com/2022/06/22/biden-calls-on-congress-to-suspend-gas-tax-what-that-means-for-prices.html>

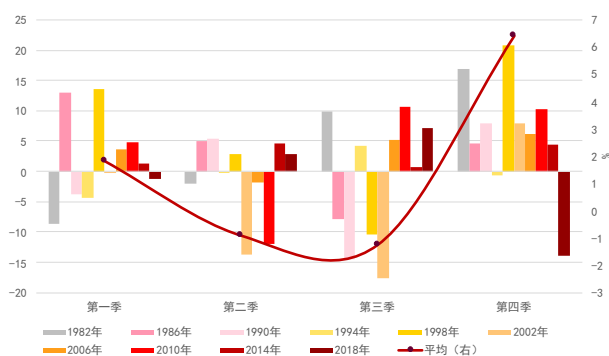
⁴ 见 CNN 网站，<https://edition.cnn.com/2022/06/14/politics/biden-trip-to-saudi-arabia-and-israel/index.html>

⁵ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/all-options-table-china-tariff-review-ustr-official-says-2022-06-02/>

⁶ 见美国白宫网站，<https://www.whitehouse.gov/bipartisan-infrastructure-law/>

⁷ 见彭博网站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-06-08/nobel-laureate-shiller-sees-good-chance-of-a-us-recession>

过去 10 次中期大选年内标普 500 指数季度表现 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 23 日

■ 以史为鉴：沃尔克 2.0

上文已分析当今美国经济数据除了消费数据表现相对较弱外，相比以往衰退历史，其他领域未至颓势。诺贝尔经济学奖得主、耶鲁大学教授席勒（Robert Shiller）最近接受彭博访问时表示⁷，美国经济陷入衰退，很有可能是因为愈来愈多投资者、企业和消费者担忧前景，将恐惧转化为现实，最后变成自我实现预言（Self-fulfilling prophecy）。

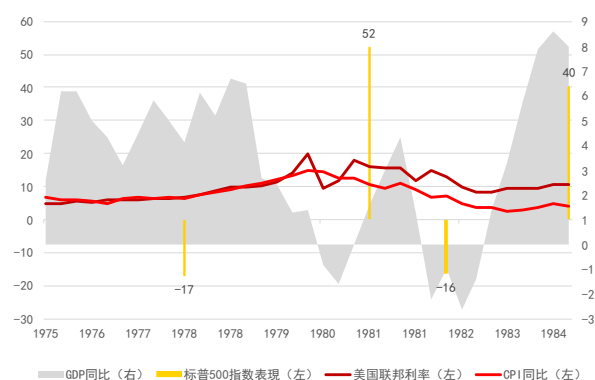
我们回顾上次出现大规模滞胀的上世纪 70 年代。1974 年全球出现石油危机，刺激美国通胀拾级而上。按季度计算，美国 CPI 升势由 6.9%（1975 年 12 月 31 日）升至 14.8%（1980 年 3 月 31 日）才见顶。时任美联储主席米勒（G. William Miller）启动加息程序以遏抑 CPI，但幅度只是与 CPI 亦步亦趋，被质疑落后于形势（Behind the curve）。1979 年 8 月 6 日沃尔克（Paul Volcker）接任美联储主席一职，实行雷厉风行的加息策略。按季度计算，美国联邦利率由其上任前约 10%，7 个月内升至 20% 的历史高位才停止（1980 年 3 月 31 日）。其后 CPI 终于由 14.8% 逆势下跌，但同时 GDP 出现连续 3 季同比为负或零值（0 至负 1.6%），正式跌入衰退。之后两年 CPI 与利率走势持续胶着，然而受制于高利率环境，GDP 在 1982 年 4 个季度内全数负值，跌幅比 1980 年时更大（负 1.0 至负 2.6%）。直到 1983 年，GDP 才重拾升势，CPI 回

落至约 3% 区间，但利率仍维持在约 9% 水平。美联储在与通胀此役中，市场普遍形容为以“休克疗法”短时间内不断大幅度加息抑制国内需求及投资意愿，最终战胜通胀，沃尔克也“一战成名”。

回顾标普 500 指数同期季度表现，显示指数其实早在加息初期已出现下跌势头，更在利率峰值前两年，跌约 17% 后见底反弹，直到经济衰退最严重时指数却升至期内峰值，上升幅度高达 52%。其后大幅加息的延伸影响再次打击经济，指数再由高位下跌 16% 后反弹，直至 GDP 及 CPI 正常化，期间再次录得 40% 升幅。以上一役除了令沃尔克声名大噪，亦反映股市走势往往领先经济，而且强硬手段往往带来股市大幅波动的结果。

如今市场普遍以上述历史作为分析基础⁸，预期本届主席鲍威尔正跟随沃尔克的手段打击通胀，代价可能是亦将美国经济推向衰退。而标普 500 指数仿如复制当时走势。由去年 11 月讨论启动加息直到今年 6 月中，美股已自行跌入技术性熊市。即使一如预期美国经济最快在明年中出现衰退，配合过去 4 次加息周期分析，标普 500 指数皆在第 3 次加息后出现见底反弹。综合以上结果，我们预计今年下半年标普 500 指数将重拾升势，直到衰退真正出现为止。

70 至 80 年代美国经济数据及标普 500 指数表现 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 23 日

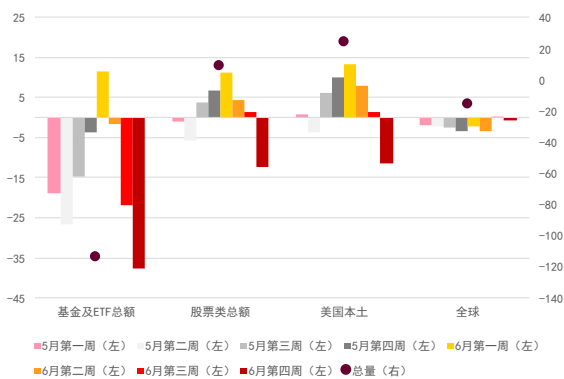
⁸ 见美国公共电视台网站，<https://www.pbs.org/newshour/show/federal-reserve-implements-highest-interest-rate-hike-in-decades-to-combat-inflation>

| 全球股市展望

■ 投资策略：跌幅可控，升势可期

短期投资策略可以参考资金流向。截至 6 月 23 日，美国投资公司协会报告显示，美国注册基金及 ETF 资金净流量在过去 8 周中除了 6 月第一周外，其余全部录得净流出，8 周总流出高达约 1,139 亿（美元，下同）。股票类别情况好坏参半，虽然 8 周中有 5 周流入，总计净流入约 85 亿。但细分投资于美国本土及全球股市的基金及 ETF，总额分别是净流入 244 亿及净流出 159 亿，结果非常两极化。另外，当美联储 5 月加息符合市场预期 50 个基点时，市场风险偏好较高而流入股市。反之美联储在 6 月加息前两天改口并超预期确定加息 75 个基点后，6 月 22 日当周所有分类皆出现大量净流出，反映投资者对利率变化十分敏感外，美联储政策的不确定性造成了股市的大幅波动。综合数据，美国本土股票类基金及 ETF 在加息及衰退阴霾中仍然表现突出。在铺天盖地的负面消息里，机构投资者正逢低频建仓，静待短期反弹之时。

美国注册基金及 ETF 资金净流量（10 亿美元）



数据来源：美国投资公司协会，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 23 日

考虑到加息及缩表政策同时推行，可以参考高盛美国金融状态指数以预测美股走势。指数综合了利率（短期和长期）、企业信贷息差、股市估值（市盈率）和汇率（贸易和债务加权）变化对金融市场的影响，指数上升代表市场流动性收缩。

走势上金融状态指数与标普 500 指数明显背驰，反映流动性收紧对股市带来负面影响。截至 6 月 23 日，金融状态指数为 99.66，比 2015 年加息（101.1）及 2019 年缩表（100.5）当时水平仍然较低。美联储在 6 月启动每月 475 亿（美元，下同）缩表，按月提升至 9 月时每月缩减 950 亿，与 2017 年比较快近 1 倍。纵然迅速减少流动性

对美股造成压力，但今天金融状态指数已与当时水平相当，即使未来指数上升，料美股因流动性减少而再度大幅下跌的机会不大。

高盛美国金融状态指数及标普 500 指数

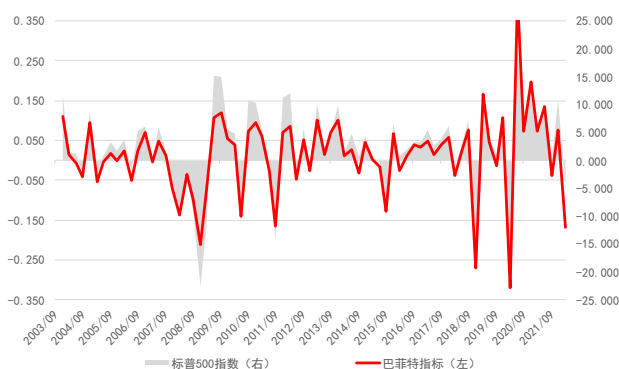


数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 23 日

中期投资策略可以参考“巴菲特指标”，即把美国股市总市值除以美国季度 GDP 名义总值，以衡量美股是否过热。指标由去年第四季约 2.2 倍下降至今年第一季约 2 倍，反映股市已开始为预期经济不景气降温，但在多次量化宽松影响下仍明显高过 20 年均值约 1.3 倍。

如再以指标的季度变化与标普 500 同期变化来预测美股季度走向，发现过去 20 年，该指标季度环比变化出现过 28 次负值，其中标普 500 指数同时录得季度环比负值有 20 次（或 71%），反映两者走势接近。7 月 28 日公布的美国第二季度 GDP 增长将成标普 500 指数第三季度表现的关键。

巴菲特指标与标普 500 指数季度环比变化（%）

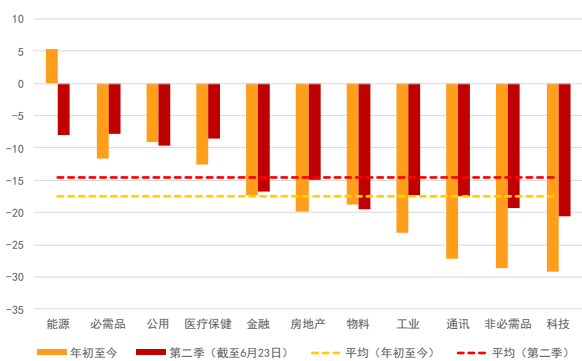


数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 23 日

■ 板块攻略：攻守兼备

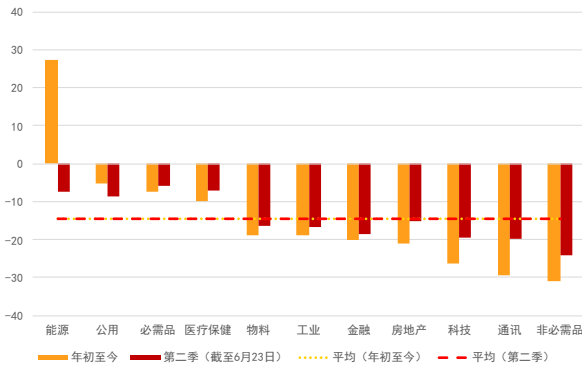
年内欧美股市显著下跌，截至6月23日，标普500及欧洲STOXX 50指数跌幅约为20%，纳指更下跌近30%，但各板块表现并非全军覆没。参考彭博世界指数及标普500指数内11项分类指数表现，无论年内或第二季表现均好过平均值，在两项分类指数中无独有偶都是能源、必需品、公用和医疗，其中能源表现傲视同侪，当然4大板块均受惠高商品价格、高通胀及防守性策略。

彭博全球股票分类指数表现 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月23日

标普500分类指数表现 (%)

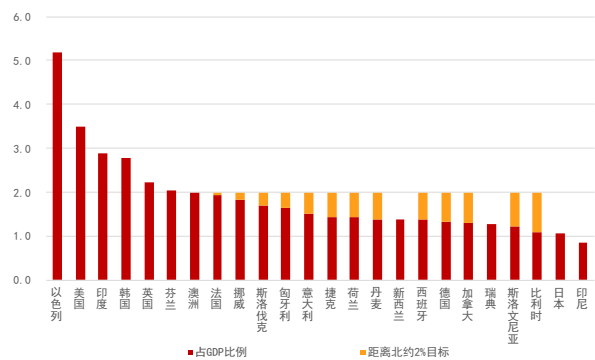


数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月23日

进入第三季度，哪些板块潜力较高？哪些板块应该避而远之？

首先是看好军工相关板块。即便俄乌冲突平息，预计各国国防与军工支出都将大幅增加。OECD数据显示，未来个别北约成员国将增购军备以达到军费占GDP比例2%目标，其他如新西兰、瑞典、日本及印度尼西亚比例都低过2%，预计亦将加入增购行列。

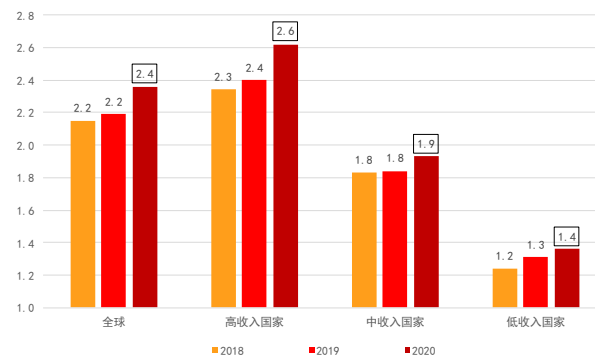
各国军费占GDP比例及与北约目标距离 (%)



数据来源：OECD，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月23日

如以收入划分国家军费比例，2020年高收入国家比例(2.6%)高过全球指标(2.4%)，同期低收入国家只有1.4%。反映国际上收入愈强，防卫意识愈高，对军备需求愈殷切。

全球及不同收入水平国家军费占GDP比例 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月23日

国际地缘局势紧张有利军工企业中长期盈利前景，过去3年在中美两地交易所上市的军工分类指数表现更胜MSCI世界指数，尤其2020年起中国军工股涨幅较高。随着中美关系起伏，南海及台海问题愈趋复杂化，有利于区域内军工需求。同时也需注意该板块对国际事件敏感度偏高，波动性较大，中长期策略比短期炒作更配合当前局势。



中美军工分类指数及 MSCI 世界指数表现 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 23 日

第二是避开欧洲能源供货商。俄罗斯反制欧洲能源措施渐见成效，上文分析法国、德国及意大利的 PPI 已升至 28%、34% 及 44% 水平，但需求疲弱下成本未能转嫁消费者。

世界气象组织宣布欧洲正受异常热浪吹袭⁹，德国政府在 6 月 23 日提升天然气风险至第二阶段“警戒”级别¹⁰，意味着将加强市场监控，重开燃煤发电厂，甚至立法允许能源企业将成本转嫁给消费者。若进入第三阶段“紧急”级别（例如今年冬季），政府有权实施配给。情况恶化将迫使中至下游企业离开欧洲，另寻其他地方营运。加上北溪一号输气管道在 7 月 11 日起进行年度维修¹¹，短期内欧洲能源危机恶化。如俄罗斯借口收紧供应，欧洲能源企业将被迫在全球以高价采购来弥补缺口（例如美国或印度）。边际利润只会不断下降，亏损日益增加。

我们预计其他成熟市场的能源供货商第三季股价表现也将停滞不前。成熟市场步入衰退的忧虑甚嚣尘上，全球需求将逐步下降。俄乌冲突之影响已大部份计入能源价格内，6 月初由期货市场引发的商品套利活动令纽约原油价格由高位 122 美元（6 月 8 日）下跌至约 104 美元（6 月 23 日），跌幅在 15 日内达 15%。除非冲突有突破性发展，虽然并非逆转急挫，但现价再上升空间及机会不大。预计能源板块第三季度表现不及上半年。

第三是看好新能源车板块。欧美与俄罗斯互相制裁料比冲突本身更持久，撇除 2020 年疫情期间，短期内原油价格将不会回落至去年及 2019 年平均 68 及 57 美元水平。木已成舟，高油价背景下相信更多资源将投放至研发新能源普及和执行全球碳排放目标，其中新能源车（EV）将是受惠行业之一。

全球科技市场分析公司 Canalsys 发布最新有关全球新能源车研究报告¹²，2021 年全球售出 650 万辆 EV，比 2020 年增长 109%。全球销售中有 85% 交付给中国和欧洲。2021 年中国及欧洲 EV 销量 320 万及 230 万辆，分别占新车销量的 15% 及 19%。需求引导下传统欧洲汽车制造商更乐意趋向电动化，预计汽油价格高企将加快行业改革及市场对 EV 需求。

除了刚性需求，各地政府支持 EV 发展并加快淘汰汽车数量¹³，例如：

- 中国：新能源汽车产业规划（2021 至 2035 年）目标是到 2025 至 2027 年实现 20% 汽车销量为“零碳排放车”（ZEV），中国汽车工程学会亦制定 2035 年 EV 销量超过 50% 目标。目标与中国在 2060 年前实现经济碳中和目标互相吻合；
- 欧洲：修订指令和法规要求，包括收紧车辆二氧化碳排放标准、替代燃料基础设施指令、建筑能源效益指令。除了政策和指令，欧盟将持续推行补贴和鼓励措施，包括购置补贴和旧车换现金计划；
- 加拿大：目标 2025 年 ZEV 占轻型车辆销售量 10%，2030 年达 30%，2040 年至 100%。向低碳和零排放燃料基金投资 15 亿加元，以增加低碳燃料生产和使用，同时为主要基础设施和联邦购置鼓励计划获得额外资金。

⁹ 见世界气象组织网站，<https://public.wmo.int/en/media/news/temperature-records-tumble-early-intense-heatwave>

¹⁰ 见标普全球网站，<https://www.spglobal.com/commodityinsights/en/market-insights/latest-news/natural-gas/062322-germany-moves-to-second-level-of-emergency-gas-plan-ministry>

¹¹ 见北溪管道网站，<https://www.nord-stream.com/press-info/press-releases/annual-maintenance-works-of-nord-stream-pipeline-will-be-performed-in-july-2022-524/>

¹² 见Canalsys网站，<https://www.canalsys.com/newsroom/global-electric-vehicle-market-2021>

¹³ 见国际能源署网站，<https://www.iea.org/reports/global-ev-outlook-2021/policies-to-promote-electric-vehicle-deployment>

第四是看好医疗护理板块，尤其服务欧美市场为主的企业。虽然病毒继续变种，但其引发重症比例明显下降，全球主要经济体中死亡率持续在1%以下¹⁴。疫情最严重时期过去，接下来疫后护理需求料将逐步上升。

世界卫生组织（WHO）在2021年10月订立“新冠后遗症”（Long COVID）的临床病例定义，在确诊新冠病毒后3个月内出现并维持至少2个月，无法由其他诊断解释的症状。其中10项最常见症状包括疲劳、呼吸急促或困难、记忆力、注意力或睡眠问题、持续咳嗽、胸痛、说话问题、肌肉疼痛、嗅觉或味觉丧失、抑郁或焦虑和发烧¹⁵。世卫推算约有10%至20%新冠病毒患者将出现“新冠后遗症”¹⁶，截止6月23日，全球累积感染人数约5.4亿人作基础，即全球约有1.08亿人正在经历“新冠后遗症”。

医学界暂时没有专门针对“新冠后遗症”药物，只有通过康复治疗或改变生活习惯来舒缓症状。各国官方机构加大投入资源应对。例如英国国民保健署计划动用7,000万英镑加强本地医疗设施¹⁷，包括诊断、治疗、康复治疗、儿童及精神健康服务。亦会投资3,000万英镑强化基层健康服务支持。美国政府将在2023年度财政预算中预留2,000万美元，研究如何有效组织医疗系统、发展遥距设施应对“新冠后遗症”，并致力将治疗“新冠后遗症”纳入保险赔偿项目¹⁸。除了政府支持，民间对保健需求预期因此提升。虽然还没有大型临床证据支持，但欧洲医药科学评论研究提出一些补充剂（如维他命B、C、D）能有效减轻“新冠后遗症”症状¹⁹。此外，近日欧美各地传出“猴痘”（Monkeypox）感染数字急升，亦引发世卫及当地政府关注及应对²⁰。

由此可见，未来公私营部门对治疗及预防以至个人保健的支出将递增，加上在投资市场上该板块较具防守性，大幅波动市况都有利于医疗保健板块向好。

第五是谨慎选择高派息股。加息初期机构投资者除了偏向避险外，亦会逐步将高估值或投机性持仓转向防守性及现金流较强股票，高派息股票当然是其中之一。

然而当美联储逐步加息，国债收益率跟随官方利率上升，而经济因加息影响放缓，影响企业预测盈利及派息比率之后，此消彼长。两项收益率差距反映投资股票的风险溢价，如差距收窄至一定水平，持仓自然由股转债，反之亦然。加之加息初期该类别股份已有一定升幅，部分派息相对偏低或固定的股票首先被卖出，转而买入其他派息更高（股息收入）或受惠加息（股价收入）的股票。

截至6月23日，标普500股票收益率及美国10年期国债收益率分别是5.3%及3.1%，差距约2.2%，比3月初高点约2.9%明显下跌。过去1年，差距与MSCI美国高息股指数走势相若，在今年3月美联储启动加息后，差距及高息股指数开始转弱。假设美联储加息步伐不变至2023年，未来美债10年期收益率将持续上升，高息股压力递增。

短期内加息阴霾及俄乌冲突令资金仍偏向保守，然而在债券收益率递升时选择高息股须更谨慎。以美债10年期收益率作基础并以美元企债信贷息差作为股票风险溢价的替代指标，截至6月23日，两者分别是3.1%及4.3%。意味着股票收益率（预期股息及股价收入）至少达7.4%，与投资企业债券收益率看齐才算合理。

除了收益率，受惠加息的股票亦是选择之列，如金融板块（尤其银行）。美联储6月公布2022年全美注册银行压力测试结果²¹，在比以往更严峻的模拟环境下全数银行过关。憧憬银行维持或提高派息比率及回购股份增添信心，有利金融板块后市走势。

¹⁴ 见Our World in Data网站，<https://ourworldindata.org/covid-cases>

¹⁵ 见世卫网站，[https://www.who.int/news-room/questions-and-answers/item/coronavirus-disease-\(covid-19\)-post-covid-19-condition](https://www.who.int/news-room/questions-and-answers/item/coronavirus-disease-(covid-19)-post-covid-19-condition)

¹⁷ 见英国国民保健署网站，<https://www.england.nhs.uk/coronavirus/documents/long-covid-the-nhs-plan-for-2021-22/#action-summary>

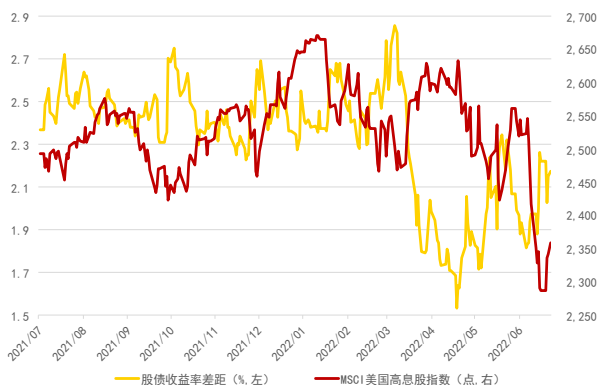
¹⁸ 见美国白宫网站，<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/04/05/fact-sheet-the-biden-administration-accelerates-whole-of-government-effort-to-prevent-detect-and-treat-long-covid/>

¹⁹ 见欧洲医药科学评论网站，<https://www.europeanreview.org/wp/wp-content/uploads/67-73.pdf>

²⁰ 见世卫网站，https://www.who.int/news-room/questions-and-answers/item/monkeypox?gclid=EAlaIqobChMl5621rpvZ-AIVzhmAh3XJAdfEAAYASAAEgKD5_D_BwE

²¹ 见美联储网站，<https://www.federalreserve.gov/publications/files/2022-dfast-results-20220623.pdf>

美国股债收益率差距与 MSCI 美国高息股指数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 23 日

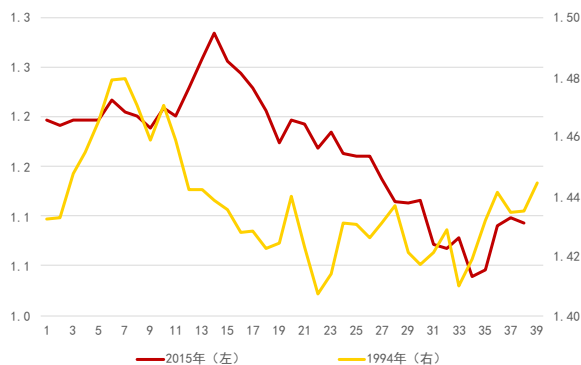
最后，注意价值与成长型股票走势互换。承接上文，加息初期具防守性的价值型股票偏强及估值偏高的成长型股份偏弱，属意料之内。但迈向加息中段，价值与成长型股票本质差异跟随股价走势背驰而收窄，回报最大化推动下资金再平衡（Rebalancing）便自然出现，令两者股价走势互换。

过去 4 次加息周期中，虽然整体升跌次数比例与价值型相同，但全周期平均回报中增长型（14.2%）却比价值型（9.5%）高。反映环球资金配合利率走势而调动仓位后，焦点仍是宏观经济下行业发展方向及盈利增长潜力。

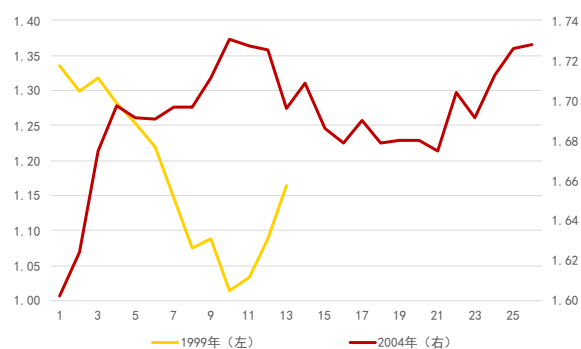
同期以 MSCI 全球价值型除以成长型指数比例分析，显示除了 1999 年，其余 3 次皆在加息周期中约三分之一时候（总月数平均约 31%），两者优劣势头开始逆转，之后成长型持续优胜于价值型股票，直到周期末段（总月数平均约 83%）。市场普遍预测明年中美国出现衰退前美联储不会改变加息策略，即在今年 3 月起计共约 15 个月。以数据上三分之一时间作分水岭，最快将在今年 9 月加息后（8 月没有议息会议），成长型股票有望发力追上。

疫情及地缘政治改变了全球供需环境。例如在线交互式消费、视像会议及居家办公比例、资源缺乏衍生共享模式、生活平衡及“躺平”概念加速自动化发展；大规模疫情刺激生命科学投资等，流动性改变只会阻碍而非扭转经济发展巨轮。|

MSCI 全球价值型除以成长型指数比例：1994 及 2015 年



MSCI 全球价值型除以成长型指数比例：1999 及 2004 年



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 23 日

新兴市场股市：亚洲股市迎来配置良机

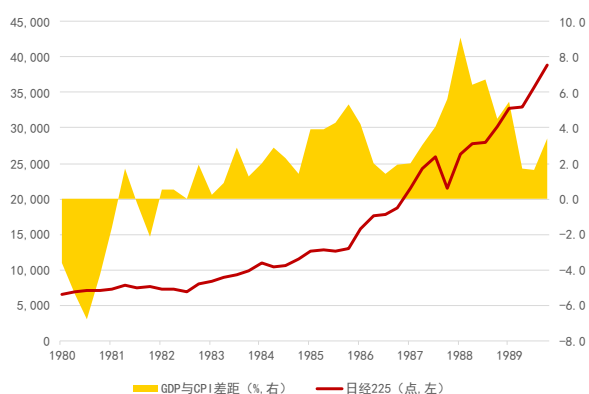


■ 亚洲股市：黄金机遇

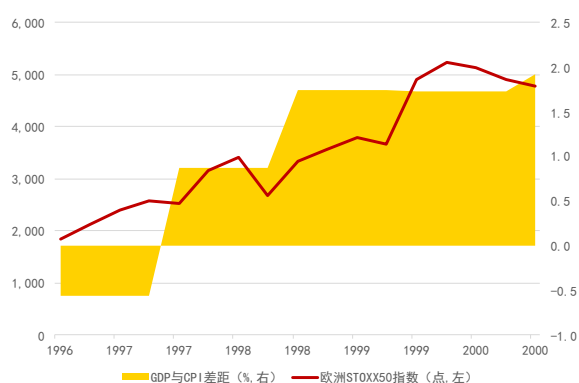
正当欧美主要经济体陷入滞胀的泥沼时，以中国为首的亚洲经济体则刚好相反，正进入经济学中“金发女孩经济”（Goldilocks economy）阶段，即高增长下通胀和利率较低。亚洲宏观经济底气有利于支持当地投资市场。

当今世界主要经济体都曾经经历过高增长时代。例如 80 年代日本、90 年代欧盟及 2010 年代美国。当时股市受惠当地经济起飞而持续走高，藉此建立在全球股市的领导地位及声誉，为日后进一步经济及资本市场发展奠定良好基石。

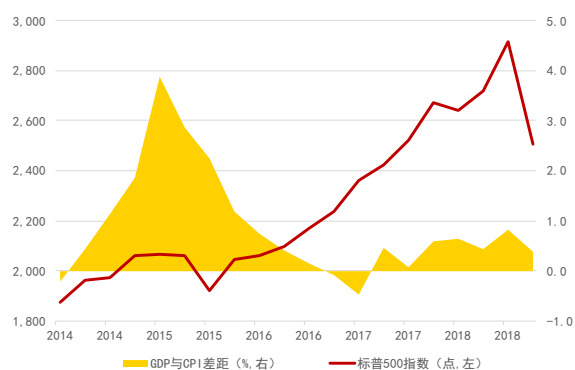
80 年代日本 GDP 与 CPI 差距及日经 225 指数



90 年代欧盟 GDP 与 CPI 差距及欧洲 STOXX50 指数



2010 年代美国 GDP 与 CPI 差距及标普 500 指数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 23 日

| 全球股市展望

时移世易，2000年后以中国为首的亚洲经济迈步向前。截至2020年，亚洲前10大GDP总量(下文简称“亚洲十国”)占比全球超过30%，比美国高约30%，高出欧元区超过1倍。亚洲整体外汇储备丰厚，抵御外围冲击能力及韧性比2000年前更强。

即使今天疫情叠加俄乌冲突显著影响G7国家经济，GDP增长下降同时消费者物价指数(CPI)上升，滞胀风险挥之不去。但对冲突保持相对中立态度及拥有丰厚资源的中国及个别南亚国家，未受高商品价格或流动性阴霾影响，GDP增长高于通胀，即实际经济及国内可支配资源增长平稳，吸引长线资金投资，有利于当地股市。

集中分析通胀差异，当前风险源于商品推升生产者物价，再传导至消费者物价。其中的传导性可观察各国生产者物价指数(PPI)与消费者物价指数(CPI)差距。数据显示

G7国家PPI高企问题其实比CPI更加严峻，受俄罗斯反制影响下欧洲国家的差距更高见两位数增长，反映欧洲股市风险比G7其他国家更高。反观中国，国家粮食和物资储备局早在去年11月时公开表示“确保口粮绝对安全”²²，多年前领导层担心的猪肉和菜价问题早已销声匿迹。其他亚洲国家领导层亦对商品价格急升迅速采取行动，例如印度尼西亚在5月初禁止棕榈油出口²³及马来西亚宣布从6月开始削减肉鸡出口²⁴。

根据最新PPI及CPI数据显示，两者差距在亚洲7个国家中有4个低过5%，印度尼西亚及菲律宾甚至低过1%。虽然马来西亚及越南未有提供数据，但作为资源及农产品出口大国，预期差距应与其他南亚国家相似(或低过5%)。俄乌冲突及供应链紧张短期内未能解决的前提下，亚洲较欧美股市的极端风险相对较低。

亚洲十国及G7国家最新GDP及CPI同比数据：

亚洲十国			G7国家		
国家	GDP%(3月)	CPI%(5月)	国家	GDP%(3月)	CPI%(5月)
中国	4.8	2.1	美国	3.5	8.6
日本	0.4	2.4	加拿大	3.5	7.7
印度	4.1	7.0	英国	8.7	9.1
韩国	3.0	5.4	法国	4.5	5.2
印度尼西亚	5.0	3.6	德国	3.8	7.9
泰国	2.2	7.1	意大利	6.2	6.8
菲律宾	8.3	5.4	日本	0.4	2.4
新加坡	3.7	5.6			
马来西亚	5.0	2.8			
越南	5.0	2.9			

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月23日

亚洲十国及G7国家最新PPI、CPI同比及其差距数据：

亚洲十国				G7国家			
国家	PPI(%)	CPI%(5月)	差距(%)	国家	PPI(%)	CPI%(5月)	差距(%)
中国	6.4(5月)	2.1	4.3	美国	16.7(5月)	8.6	8.1
日本	9.1(5月)	2.4	6.7	加拿大	15.0(5月)	7.7	7.3
印度	15.9(5月)	7.0	8.9	英国	14.8(5月)	9.1	5.7
韩国	9.7(5月)	5.4	4.3	法国	27.8(4月)	5.2	22.6
印度尼西亚	4.2(4月)	3.6	0.6	德国	33.6(5月)	7.9	25.7
泰国	13.3(5月)	7.1	6.2	意大利	44.1(4月)	6.8	37.3
菲律宾	6.1(4月)	5.4	0.7	日本	9.1(5月)	2.4	6.7
新加坡	N/A	5.6	N/A				
马来西亚	N/A	2.8	N/A				
越南	N/A	2.9	N/A				

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月23日

²² 见人民网网站，<http://finance.people.com.cn/BIG5/n1/2021/1104/c1004-32273257.html>

²³ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/commodities/indonesias-stop-start-controls-palm-oil-exports-2022-05-24/>

²⁴ 见BBC网站，<https://www.bbc.com/zhongwen/trad/business-61589460>

集中分析经济增长，根据世界银行为不同新兴市场地区预测今明两年的经济增长显示，6个地区中亚洲占据首次两席，预期东亚太平洋地区今明两年分别增长 4.4% 及 5.2%。南亚地区表现更加出众，今明两年增长 6.8% 及 5.8%。数据中只有欧洲中亚地区预测今年下跌 2.9%，明年则反弹至 1.5%。

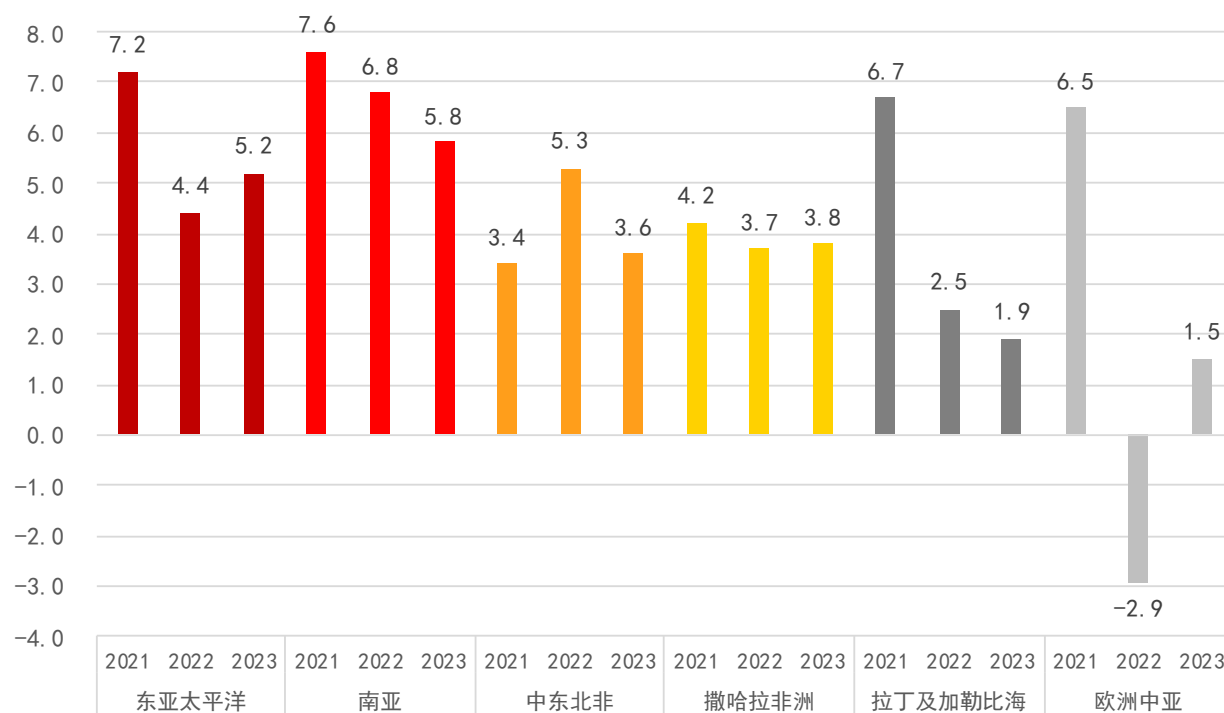
除了经济基调向好，短期战略性条件 (Tactical condition) 亦有利亚洲 (尤其南亚) 股市。

南亚地区将受惠地缘政治紧张的红利。俄乌冲突爆发后，去全球化及去中心化日趋严重。世界各主要政治经济体通过新的组织或联盟试图建立全新秩序，并扩大在其中的话语权及影响力。

2017 年美国退出《跨太平洋伙伴关系协议》(TPP)，第二年该组织成员国在日本带领下继续推进《跨太平洋伙伴关系全面进步协议》(CPTPP)²⁵，中国在 2021 年申请加入并成为成员国。中国也是由东盟十国发起《区域全面经济伙伴关系协议》(RCEP)²⁶ 成员，该组织今年正式生效后已超越欧盟成为世界最大自由贸易经济体系美国总统拜登在 5 月 23 日正式推出《印太经济框架》(IPEF)²⁷，试图加强美国盟友在印太地区经济影响力。

观察以上 3 个亚洲区内贸易相关组织，不难发现成员国重迭比例颇高，个别南亚国家横跨两个甚至 3 个组织。反映中美摩擦持续的背景下，部分南亚地区反而受惠于地缘政治带来的红利，有利当地投资市场。

全球各地区经济增长及预测 (%)



数据来源：世界银行，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 23 日

²⁵ 见加拿大政府网站，<https://www.international.gc.ca/trade-commerce/trade-agreements-accords-commerciaux/agr-acc/cptpp-ptpgp/countries-pays/japan-japon.aspx?lang=eng>

²⁶ 见RCEP网站，<https://rcepsec.org/about/>

²⁷ 见美国白宫网站，<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/05/23/fact-sheet-in-asia-president-biden-and-a-dozen-indo-pacific-partners-launch-the-indo-pacific-economic-framework-for-prosperity/>

各组织成员国名单

各组织成员国名单		
CPTPP	RCEP	IPEF
日本	日本	日本
澳洲	澳洲	澳洲
新西兰	新西兰	新西兰
马来西亚	马来西亚	马来西亚
文莱	文莱	文莱
新加坡	新加坡	新加坡
越南	越南	越南
加拿大	菲律宾	菲律宾
智利	泰国	泰国
秘鲁	韩国	韩国
墨西哥	印度尼西亚	印度尼西亚
	中国	美国
	柬埔寨	印度
	缅甸	
	老挝	

数据来源：各官方网站，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 23 日

旅游业的兴衰对南亚地区经济举足轻重，开放入境限制有利于当地各行各业见底反弹。泰国旅游入境人次由 4 月不足 30 万升至 5 月 52 万人（上升幅度高达 78%），同期新加坡及马来西亚更上升约 1.5 倍。全球抗疫措施逐步放松，国际出行需求升温，有利亚洲各地旅游相关非必需品板块，包括酒店、餐饮、出行及休闲娱乐等服务行业，未来盈利反弹潜力可观。



最新修订国内及国际性交流政策及措施

最新修订国内及国际性交流政策及措施		
国家	日期	内容
新加坡	4 月 1 日	豁免已接种入境人士的隔离要求 ²⁸
马来西亚	5 月 1 日	移除入境隔离要求；解除大部分防疫限制措施（如社交距离、强制佩戴口罩） ²⁹
菲律宾	5 月 30 日	解除对已接种疫苗入境人士出示检测证明的要求 ³⁰
泰国	6 月 1 日	容许所有旅客以免隔离方式入境；重开酒吧、夜店等娱乐场所 ³¹
韩国	6 月 8 日	移除对未接种疫苗人士的入境隔离要求，并取消对国际航班已实施的规定 ³²
日本	6 月 10 日	移除对 98 个指定低风险国家旅客的隔离要求，允许以团体旅游形式入境观光 ³³

数据来源：综合各方网站，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 10 日

胡润百富公布 2021 年全球独角兽榜³⁴，以数量计算，美国位列第一（487 家），第二及第三位分别是中国（301 家）及印度（54 家），中美两国总共占到总数 1,058 家中的 74%。全球最大以及第二大独角兽公司均为中国企业，而中国有 3 家独角兽位列全球前十名，51 家独角兽（占全中国 17%）总部设在粤港澳大湾区，其中广州有 10 家。高风险投资者寻找高增长企业，中国（尤其大湾区）独角兽不容忽视。

综合而言，预测及分析显示，亚洲地区（尤其中国及南亚）正受惠不温不火的“金发女孩经济”，相比 G7 国家困于滞胀泥潭，形势此消彼长。亚洲若能趁机抓紧此黄金机遇，在经济上弯道超车，拉近与发达市场差距，未来有望在世界舞台上发挥更大影响力。

²⁸ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/singapore-relax-more-covid-curbs-including-overseas-arrivals-2022-03-24/>

²⁹ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/malaysia-lift-more-covid-curbs-eases-mask-mandate-2022-04-27/>

³⁰ 见菲律宾官方网站，<https://www.pna.gov.ph/articles/1175295>

³¹ 见泰国大使馆网站，<https://www.thaibass.com/weekly-updates/thailand-entry-requirements-for-june-2022-best-covid-insurance-for-thailand-pass-recommended-hotels>

³² 见CNBC网站，<https://www.cnbc.com/2022/06/03/south-korea-to-lift-quarantine-requirement-for-non-vaccinated-foreign-arrivals.html>

³³ 见日本外务省网站，https://www.mofa.go.jp/ca/fna/page4e_001053.html

³⁴ 见胡润百富网站，<https://www.hurun.net/zh-CN/Rank/HsRankDetails?pagetype=unicorn>

■ 中港股市：稳中求进

过去几个月，疫情在中国多个城市迅速蔓延，对经济负面影响显著。中国经济主要指标普遍在今年 2 月开始走弱，其中社会消费品零售影响最大。

鉴于此，决策层自 3 月开始便不断出台经济刺激措施，试图“稳住经济大盘”；6 月 1 日召开的国务院常务会议中指出，要进一步部署稳定经济措施，推动经济回归正常轨道。其后，国务院公布并将实施共 33 项刺激经济措施³⁵，摘录主要政策如下：

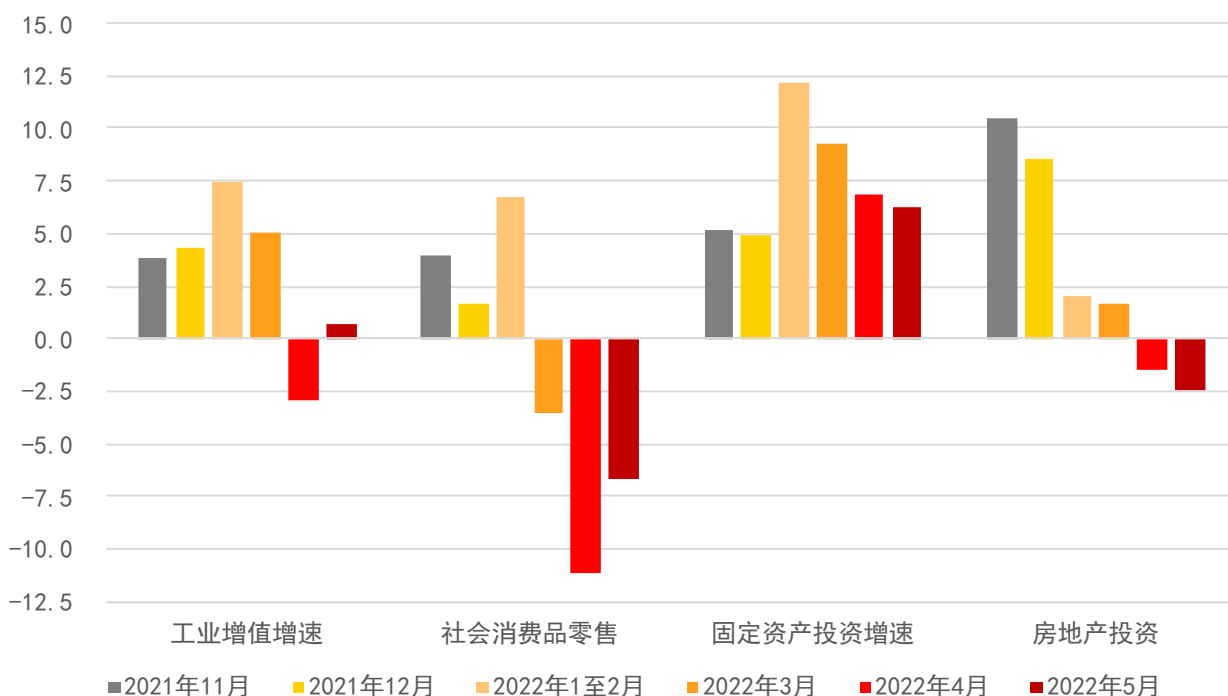
- 实施存量和增量全额留抵退税，增加退税 1,400 亿元(人民币,下同),全年退及减税目标 2.64 万亿元;
- 中小微企业个体工商户和特别困难行业缓缴养老等社保费用政策延至年底,预计缓缴额度 3,200 亿元,

国家融资担保基金再担保合作业务新增 1 万亿元以上;

- 普惠小微企贷款支持工具额度和支持比例增加 1 倍。对中小微企业个体工商户贷款、货车贷款、个人房贷、消费贷款,支持银行年内延期还本付息;
- 阶段性减低部分用车购置税 600 亿元,并视乎当地情况支持刚性和改善性住房需求;
- 优化复工达产政策,保障货运通畅,取消来自低风险疫区通行限制,一律取消不合理规定和收费,并有序增加国内国际客运航班。

根据国家统计局在 6 月 15 日报告中显示³⁶,经过各方统筹疫情防控后经济形势总体向好,生产需求逐步恢复,就业物价总体稳定,主要指标边际改善,经济呈现恢复势头。

中国主要经济指标过去 6 个月表现 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 23 日

³⁵ 见中国政府官方网站, http://www.gov.cn/zhengce/2022-05/24/content_5692037.htm

³⁶ 见国家统计局网站, http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/202206/t20220615_1858258.html

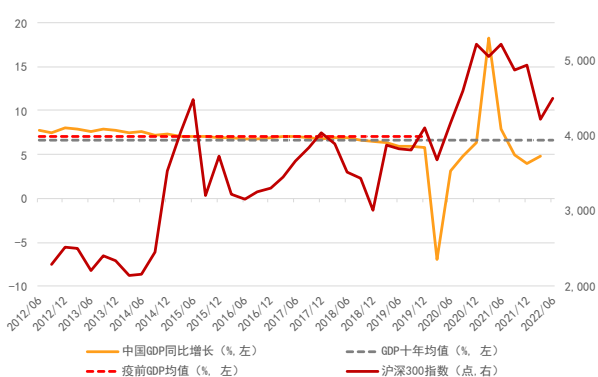
| 全球股市展望

回顾过去 10 年，中国经济平稳发展，每年 GDP 增长走势与疫前平均增长率约 7% 差距甚微。自 2012 年至疫前，期间沪深 300 指数反复走高，以年化率约 8% 增长，升幅与 GDP 增长相若。反映资本市场服务实体经济的概念外，只要 GDP 增长维持稳定，即使不追求高速增长，内地股市也自然稳步发展。即使计算疫情影响，GDP 增长的 10 年均值都有约 6.6%，反映中国经济高韧性的特质。因此，上半年受疫情肆虐及外围因素影响，第一季 GDP 增长约 4.8%，第二季表现预期并不理想，沪深 300 指数已由高位最多下跌约 20%。正如国家统计局预测，第三季各分类指标重拾动力，下半年 GDP 增长或能追回早前失地。国内政策将继续从财政和货币政策等方面推动，以抵御内外对经济冲击，加快复苏步伐。预期今年内地经济增长达到 5% 左右，通胀则维持温和于大约 2%。相信沪深 300 指数反弹可期，下半年表现将比上半年佳。

而在中国香港市场方面，受外围因素影响，短期市况难免有波动。中国香港经济在今年第一季明显下滑。实质本地生产总值按年收缩 4%，跨境金融活动较为疲弱。我们相信香港股市经历了上半年的调整之后，已相当程度地反映各种不利因素，但以目前的市场估值，预计会为后市提供支持。而且，现时香港股市市盈率相对偏低，对长期投资者来说有一定吸引力。当内地推出有利经济的措施而通关条件亦渐渐成熟，香港市场气氛应可回暖。

总体而言，新冠疫情反复、环球供应链危机以及俄乌冲突持续，均令通胀压力飙升。纵然各种因素都为市场带来不确定性，令投资气氛受压，但市场不无投资机会，尤其亚洲区估值偏低，悉心挑选可受惠新格局的板块，仍可为长线投资作好部署。|

中国 GDP 同比与沪深 300 指数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 23 日





第四部分：
全球债市展望

| 全球债市展望

我们在上一季度中预计，美联储的进一步紧缩行为将成为全球焦点，在地缘紧张及高通胀的环境下，任何决定都对全球债市产生重要影响。整体上不论衍生工具、基金 / ETF 及实体债市都显示出投资者对后市仍然相对谨慎，全球主要央行逐步收紧流动性已是大势所趋。而俄乌问题或更多集中在两国债市，对其他新兴债市影响有限。亚太债市或将成市场新贵，利率变化及制裁影响较其他地区温和，在过去加息周期中亦属于“性价比”较高的地区选择，值得投资者留意。

转眼到了第三季度，我们认为整体债市或从“单边下跌”转为“双向波动”。一方面，对通胀预期的回落以及对经济增长不确定性的增加或带动美国 10 年期国债收益率自高点下滑；而各类债券在经历上半年的大幅下挫后收益率已开始具备吸引力。另一方面，投资者对全球主要央行收紧货币政策的悲观情绪仍将延续；而伴随发债成本的提高，部分经济体违约概率亦可能出现大幅上升。在整体通胀见顶尚未明确前，债市也很难持续上涨。我们预计第三季度整体债市将演绎“上有顶，下有底”的波动格局。地域上依然更加看好亚洲的债市表现。

整体债市：短期谨慎，关注长期机会

俄乌冲突爆发本应对具避险功能的债市有所支撑，但美联储及各央行超预期的加息节奏对债市的影响更为直接，第二季度全球债市表现令人失望，但总体符合市场预期。

除非俄乌冲突有突破性进展，否则高通胀压力下成熟市场央行在第三季度仍将持续加息，预计亚洲债市表现仍优于同侪。

■ 不同市场表现不一

彭博全球债券指数共 20 项分类中，年内表现只有中国累计及亚洲累计指数出现正回报，其余 18 项全部下跌。其中跌幅前 5 位分别是全球通胀挂钩（-18.2%）、新兴美元累计（-17%）、全球信贷（-16%）、全球高息（-15.8%）及全球国债（-15.5%），表现反映通胀上升比加息对相关债券影响更大。其后 3 项指数走势符合它们“类股票资产（Equity-like）”的特性，但跌幅稍微低过标普 500 指数（约 20%）。事实上在全球各主要央行连续加息的背景下，全球国债指数如此表现实属正常。归根究底是商品价格飙升带来高通胀环境，迫使央行加息的涟漪效应。

反观亚洲区内，不论中国（1.7%）或亚洲累计（3.2%）指数表现突出。地缘中立及资源丰富条件下通胀平稳且明显低过欧美成熟市场。区域内央行仍没有加息的迫切性，而且政府财政实力远比其他新兴市场强，年内表现印证我们在上季度分析亚洲债券“性价比”较欧美市场更具吸引力的预测。

彭博全球债券分类指数 6 月及年内表现

彭博全球债券指数	6 月回报 (%)	年内回报 (%)
全球通胀挂钩	-5.8	-18.2
新兴美元累计	-4.4	-17.0
全球信贷	-4.0	-16.0
全球高息	-6.4	-15.8
全球国债	-4.3	-15.5
美国企业	-3.5	-15.0
全球累计	-3.9	-14.5
泛欧洲累计	-3.9	-14.4
欧元累计	-3.7	-13.4
美国高息企债	-5.7	-13.2
泛欧高息	-5.4	-13.1
加拿大累计	-3.0	-12.7
美国政府 / 信贷	-2.5	-11.8
美国综合	-2.8	-11.6
美国累计	-2.5	-11.2
美国国债	-1.9	-10.1
美国 MBS	-2.8	-9.9
政府相关机构	-2.0	-9.9
中国累计	-0.1	1.7
亚太累计	1.3	3.2
平均	-3.4	-11.9

资料来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 28 日

■ 债券衍生品市场显示个别市场风险较高

发达市场央行的加息举动使得部分新兴市场亦不得不跟随，以防资金快速外流并压制通胀攀升，但可能得后果是引发本币贬值，甚至导致债务违约。

今年上半年已出现多个新兴经济体债务违约事件，包括：

- 最新通胀率高达 54% 的斯里兰卡历史上首次违约¹；
- 受西非集团制裁的非洲国家马里未能偿还约 4,000 万美元国债²；
- 因债券持有人拒绝接收以卢布结算支付利息，自 1998 年后俄罗斯国债首次出现（技术性）违约³。

个别国家违约虽然对全球债市影响较轻微及较集中，但对全球市场也是一个警示。参考 1 年期国债信贷违约互换溢价（CDS premium）前 10 名变化，新兴市场中乌克兰明显高于其他国家，年内升幅超过 2,000 个基点，但对冲突另一方俄罗斯影响则甚微。其余超过 1,000 个基点升幅而影响全球较大的国家，分别有 5 月消费物价指数（CPI）升至约 59% 的阿根廷，及世界首个把虚拟货币列为法定货币的国家萨尔瓦多。发达市场升幅并不明显，但前两位都有两位数上升，分别是欧元区成员国希腊及意大利。6 月起两国与德国 10 年期国债收益率差距走阔，引起市场关注。

1 年期国债信贷违约掉期权金年内变化

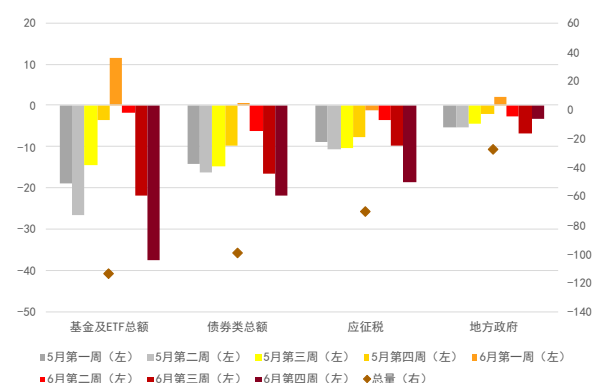
国家	年内变化 (点子)	国家	年内变化 (点子)
乌克兰	20,851.5	希腊	20.3
斯里兰卡	13,953.3	意大利	12.3
萨尔瓦多	1,382.4	以色列	10.4
巴基斯坦	1,113.0	新西兰	9.2
加纳	1,090.7	加拿大	6.3
阿根廷	1,019.7	芬兰	5.7
埃塞俄比亚	944.3	西班牙	5.5
肯尼亚	935.8	葡萄牙	5.0
埃及	676.1	美国	3.0
加蓬	407.1	澳大利亚	2.8

资料来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 28 日

■ 基金及 ETF 市场资金仍以流出为主

除了指数表现及衍生工具市场，资金数据亦反映投资者对债市情绪依然观望。截至 6 月 23 日，美国投资公司协会报告显示，美国注册基金及 ETF 资金净流量在过去 8 周中除了 6 月第一周外，其余全部录得净流出，8 周总流出高达约 1,139 亿（美元，下同）。其中债券类基金同样除了 6 月第一周录得 6 亿净流入外，其余全部录得净流出，全期净流出 996 亿，占总流出量 87%。偏向地方债或与政府机构有关的地方政府类全期亦录得共 285 亿净流出。

美国注册基金及 ETF 资金净流量（10 亿美元）



数据来源：美国投资公司协会，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 23 日

综合以上数据，在美联储大幅加息及明显向上修订点阵图后，资金持续撤出基金或 ETF 市场，反映投资者对债市的悲观情绪短期内依然持续。回溯历史，最近 4 次加息周期中债券指数表现，大部分在加息后第 6 方才真正探底回升。如以 3 月为本次加息周期开端，我们预计债市底部最快或在第四季度出现，而三季度仍将维持波动探底格局。

■ 预测美联储行动：坚定抗通胀

不难发现在目前的高通胀环境下，债市下跌源于各央行同步收紧流动性，美联储任何决定都对全球其他央行的决策影响很大。观测美联储的加息节奏对整体债市也至关重要。最近美联储主席鲍威尔在利率声明中表示将“不顾一切”（Whatever-it-take）抑制通胀⁴，并将明年联邦基金利

¹ 见 BBC 网站，<https://www.bbc.com/news/business-61505842>

² 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/africa/mali-debt-defaults-due-sanctions-reach-180-million-2022-03-01/>

³ 见 CNBC 网站，<https://www.cnbc.com/2022/06/27/russia-on-the-brink-of-historic-debt-default-as-payment-period-expires.html>

⁴ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/us/feds-bullard-says-soft-landing-feasible-us-europe-2022-06-17/>

⁵ 见 CNBC 网站，<https://www.cnbc.com/2022/06/15/real-time-updates-of-the-feds-big-rate-decision-and-powells-press-conference.html>

| 全球债市展望

率的中位数设定在 3.75%。虽然鲍威尔本人其后多次在公开演说中表示一次加息 75 个基点并非常态，试图缓解加息对债市的实际影响及对投资者心理上的打击。其他美联储票委强调今天利率仍然极低，考虑到通胀状况，持续加息依然是可行选择。至少从三季度而言，美联储迅速提高基准利率的决定不会轻易改变。

那么，作为债券投资者，除美联储点阵图及各委员的言论外，市场还有什么需要进一步关注的？

■ 通胀数据：利率走向的依据

6 月加息前美联储多次表示 50 个基点比较合适，债市亦按部就班等待结果。但当 5 月 CPI 由 8.3% 升至 8.6% 时，美联储迅速修正预期并公布加息 75 个基点。由于 CPI 与议息日相差只有 2 至 3 个交易日，时间太短令市场措手不及，引发债市大幅波动。可见，CPI 数据对于美联储而言至关重要。同样去推测未来，7 月 13 日公布 6 月 CPI 数据前，美联储言论参考性相对偏低，直到公布数据后至 7 月 27 日议息日之间共约两周，这时利率变化预测的可信性才较高。

下半年 CPI 公布日及美联储议息日

CPI 公布日	美联储议息日
7 月 13 日	7 月 27 日
8 月 10 日	不适用
9 月 13 日	9 月 21 日
10 月 13 日	不适用
11 月 10 日	11 月 2 日
12 月 13 日	12 月 14 日

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 28 日

■ 次数分析：非常手段

截至 6 月 26 日，由芝加哥商品交易所（CME Group）提供联邦目标利率变化的机会率（FedWatch）显示，7 月加息 75 个基点机率约 84%，50 个基点约 16%，可见加息 25 或 100 个基点的可能性几乎不存在。6 月单次加息 75 个基点实属罕见，7 月是否会再度加息 75 个基点，备受债券投资者关注。

回顾过去 50 年数据，连续两次以上加息超过 75 点子只出现过 3 次，分别在 1974 年发生过 1 次，1980 年发生过 2 次，

在 1980 年后再未出现。而按加息次数而言，最多都是维持 3 次。

面对二次大战后第 3 高的通胀率，非常时期美联储采取非常手法应对，即使 7 月再次加息 75 个基点也符合预期。

过去 50 年美联储连续两次以上加息超过 75 点子案例

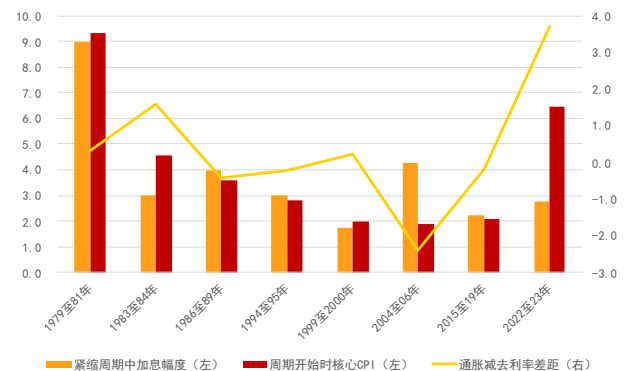
次序	日期	利率 (%)	按月变化 (%)
1	29/03/1974	10	1
	30/04/1974	10.75	0.75
	31/05/1974	13	2.25
2	29/02/1980	15	1
	31/03/1980	20	5
3	30/09/1980	12	2
	31/10/1980	13.75	1.75
	28/11/1980	18	4.25

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 28 日

■ 幅度分析：仍有空间

除了比较次数，CPI 与利率上相比历代案例，反映当今目标利率亦有上调空间。自 70 年代至今美联储收紧流动性共 8 次，以首次启动方案时的核心 CPI 水平比较，最高核心 CPI 排名中今年水平为历来第二，仅次于 1979 年。然而以 2023 年预期利率中位数与 1979 年比较时，现水平不足当年的三分之一，反映此次上调利率中位数空间仍然很大。其次，通胀与利率理论上互相呼应，以同样数据分析，核心 CPI 减去目标利率差距显示，如今水平是历来最高，反映加息步伐未跟上通胀速度。除非俄乌冲突有突破性进展令核心 CPI 明显下降，否则美联储加息步伐势在必行。

过去紧缩流动性周期中美联储加息幅度和核心 CPI (%)



数据来源：世界银行，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 23 日

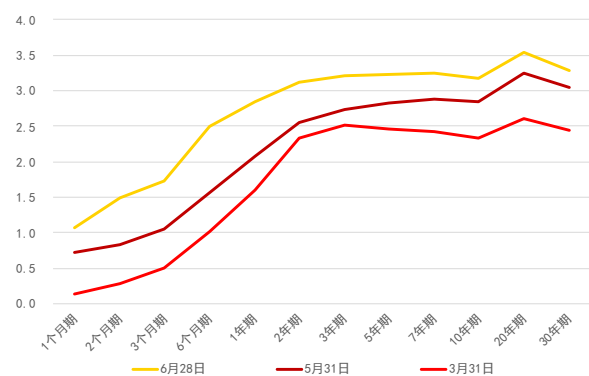


■ 美债收益率曲线：正常化而非倒挂

市场忧虑过快的加息节奏将令收益率曲线短期比长期上升更快，出现收益率倒挂，导致经济出现技术性衰退。截至 6 月 28 日，即使年内加息 3 次共 1.5%，美债收益率曲线整体转移向上 (Upward Shift) 而非不平均地扭曲 (Twist) 或倒挂 (Inversion)，而且凹度逐渐抬升有利曲线形态“正常化” (Normalization)。其中 7 年至 10 年期部分出现轻微倒挂，但对市场影响甚微。20 年至 30 年期全季出现约 20 个基点倒挂，反映投资者对长期经济仍存疑虑，在俄乌冲突及疫情阴霾未散前也属正常，从曲线形态及变化预测，短期美国出现失速式衰退的机率不大。

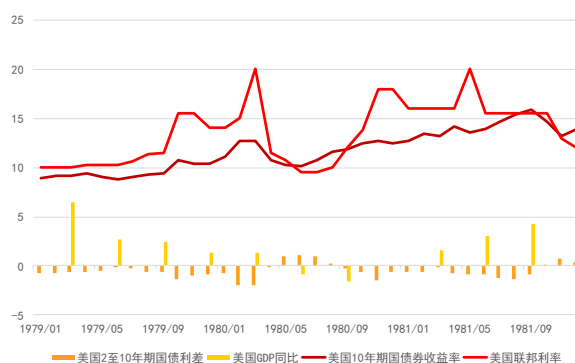
债券收益率倒挂常常被认为是经济衰退先兆，但历史上真实出现的机率不高。以 2 年与 10 年期及 2 年与 30 年期美国国债利率差为基准，其中 1 项连续两个月出现负值，在过去 30 年共出现了 7 次，其中只有 2 次出现衰退 (机率不足 3 成)，分别在开始倒挂后 20 个月 (2008 年) 及 10 个月 (2020 年) 出现。今年 3 月起开始加息周期，并以平均等待 15 个月计算，美国最快在明年下半年出现衰退。

美国国债收益率曲线 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 28 日

美国国债收益率、2 至 10 年期息差、联邦利率及 GDP 同比 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 28 日

其他主要经济体央行：关注亚洲机遇



全球经济前景不明朗，G20 央行严阵以待，多次修正货币政策，部分比美国更早部署以遏止国内通胀升势。俄乌冲突令全球资金趋向避险，美元偏强。加上美联储执意加息，迫使各央行追赶步伐以稳定与美国利率差距，防止资金外流，对当地债市形成冲击。

分析 G20 成员国去年至今利率变化次数及总幅度，并以美国加息 3 次共 150 个基点为基准，其中可分为以下 3 类：

- 紧跟步伐，顺利过渡：偏离美国利率 25 个基点的国家有 4 个，包括加拿大、韩国、南非及沙特阿拉伯。它们在贸易上与美国关系密切，另外部分在外交上亦属盟友，货币政策配合在预期之内。虽然当地债市普遍承压，但波动幅度与美国或美元定价债券相似；
- 高通胀下被动式管理：南美及中亚国家通胀普遍严重，央行被动地根据通胀状况调整政策。除俄罗斯和土耳其策外，其他国家无论在次数及总幅度上变化都明显比成熟市场大，导致当地债市波动亦较大，违约风险亦较高；
- “以我为主”：近三分之一国家自去年至今是维持利率不变或是因为政策取向“以我为主”（例如中国和印度），也有部分因为国内经济复苏基础依然薄弱。比如日本与欧元区，通胀高企消耗经济动力，本币贬值削弱财富动力，与俄罗斯互相制裁后生产资源供应大幅减少。在严峻环境下加息，有可能进一步打击经济增长，但坚持低利率政策同样面临政策风险。进退失据，举步维艰，两地债券风险及对全球影响比其余 G20 国家要高。

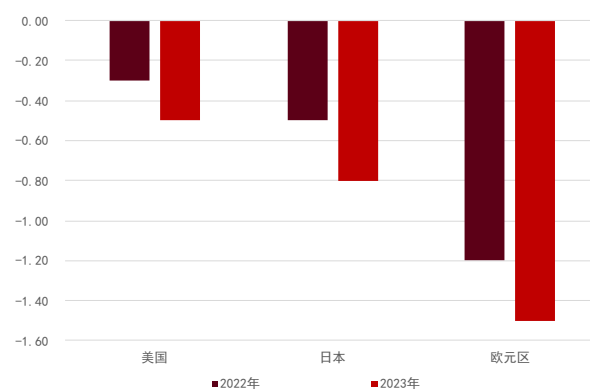
G20 央行去年至今利率变化次数及总幅度

国家	次数	总幅度 (%)	国家	次数	总幅度 (%)
美国	3	1.50	澳洲	2	0.75
加拿大	3	1.25	韩国	5	1.25
英国	5	1.15	印尼	1	-0.25
法国	0	0	阿根廷	6	14
德国	0	0	巴西	11	11.25
意大利	0	0	墨西哥	10	3.5
欧元区	0	0	土耳其	5	-3
日本	0	0	南非	4	1.25
中国	0	0	俄罗斯	11	5.25
印度	0	0	沙特阿拉伯	3	1.25

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 28 日

世界银行（World Bank）使用牛津经济学院全球经济模型进行分析，假设供给侧因素刺激布伦特原油及天然气价格平均比冲突前高 40% 及 70%，今明两年对各国生产力的影响结果显示美国只下调约 0.5%，日本及欧元区受影响较大，尤其欧元区明年下调幅度约 1.5%，是美国 3 倍。反映即使两地央行维持现状不变，经济可能亦将自然收缩。

模拟能源价格高企对生产力影响 (%)



数据来源：世界银行，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 17 日

■ 欧洲央行：艰难的收缩决定

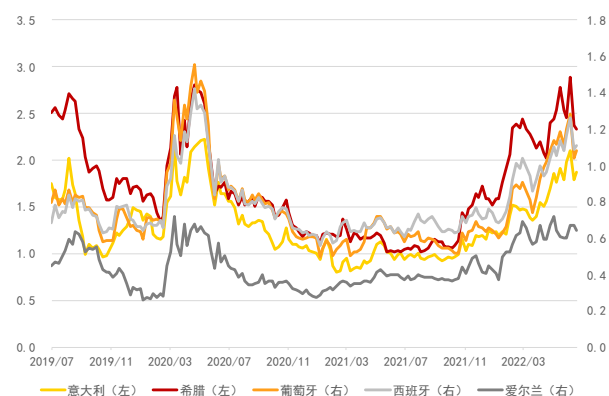
无论从任何角度分析，俄乌冲突影响经济最深的地方都是欧洲。通胀不断攀升，生产者物价指数（PPI）与 CPI 差距高达两位数，今明两年 GDP 增长预测也被大幅下调。

归根到底此次风暴源于与俄方互相制裁，但在资源上与俄方实力悬殊，依赖他国亦非长策除此之外，宽松流动性政策亦是造成高通胀原因之一。眼看通胀愈演愈烈，欧洲央行行长拉加德终于面对现实，放下坚持及淡化衰退风险，称如有数据支持，欧央行可随时“加快”加息步伐⁶。先不论如何缓解加息对尚不稳固的经济增长形成冲击，债券投资者更加关心的是欧元区成员国国情与财力差异颇大，葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊及西班牙能否承受收紧流动性带来的冲击？

欧洲央行在 2015 年 1 月及 2021 年 3 月分别推行资产购买计划（APP）及紧急抗疫购债计划（PEPP），分别增加 3.2 万亿及 1.7 万亿（欧元，下同）流动性，当时资金主要购买多国主权债，以防违约。截至今年 6 月，欧洲央行资产负债表升至约 8.8 万亿历史新高。

随着宣布今年 3 月结束 PEPP 计划，欧洲各国 10 年期国债普遍上升。虽然 6 月各国 10 年期国债收益率徘徊在 2% 至 3%，相较欧债危机时 7% 魔咒（债券收益率达到 7% 后便违约）依然相距甚远。但它们与德国息差自 3 月起递升，例如意大利由年初约 1.2% 升至 6 月中超过 2%。其他 4 国境况相似，反映欧债风险正在酝酿中。

德国与欧洲部分国家 10 年期国债利差

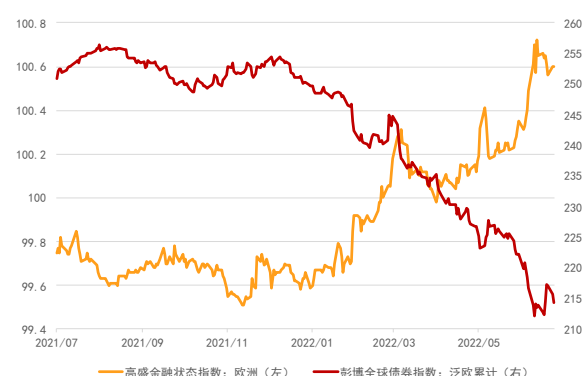


数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 28 日

欧洲央行行长拉加德同时表示将在紧缩流动性的状态下继续关注各成员国的高债务问题，并设计和部署新工具，以确保政策能以平等的方式惠及所有成员国。

高盛欧洲金融状态指数走势持续上升，反映欧洲央行 3 月结束 PEPP 后，欧洲流动性明显收紧。代表泛欧整体债市表现的彭博泛欧累计债券指数走势传统上与流动性背驰，跌势其实由 1 月起开始，当时市场开始讨论及要求欧央行尽快加息，反映市场领先数据的普遍认知。按计划 APP 将在 7 月结束，配合市场预期欧央行大概率 7 月加息 20 个基点，预料当时流动性将比 3 月时更紧，欧债也将再度面临承压，但目前看距离出现违约或十年前债务危机的状况依然还较为遥远。

欧洲金融状态及泛欧累计债券指数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 28 日

■ 密切注意日本央行未来动向

日本央行最近公布 4 月会议纪要⁷，表示将坚持其超低利率政策，继续利用无限量购债计划以捍卫 10 年期债券收益率走势，并预期现有政策框架将成为未来数年超宽松政策的基本指引，因为日本面对的首要挑战不似美国和欧洲面临的高通胀，反而仍然是克服长期通货紧缩。

也有委员忧虑超长期债券收益率跌势过度，长远可能损害经济，但在会议上并未受重视。而且日元急跌可能会扰乱企业发展计划或推高持续上升的进口成本，压抑投资及消费意愿。但会中强调货币政策的目标是实现物价稳定，而非控制汇率波动，认为没有必要通过加息来阻止日元下跌。

⁶ 见欧央行网站，<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220628-754ac25107.en.html>

⁷ 见日本央行网站，https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche_minu/2022/g220428.pdf

| 全球债市展望

日本经济在迷失数十年后仍然振兴乏力，源于劳动力老化，劳动力结构欠缺多样性及结构性通缩，迫使日本央行维持超低利率政策。高盛日本金融状态指数走势持续下跌，反映超宽松流动性符合日央行心意，但代表日本整体债市表现的彭博日本累计债券指数，却没有如其他地区指数与流动性背驰。过去1年债券指数在宽松流动性下不断下跌，除了在冲突中失去宏观避险功能外，资金对日央行能否坚持与各主要央行逆向而行的策略心存疑虑。

另外，日本央行任何转变都可能给美国国债市场带来冲击。因美国国债最大海外持有国就是日本，如日本央行允许推高当地国债收益率，日本政府或投资者有可能大量抛售美债以抵御对经济及投资组合的影响。市场预测如日本央行将收益率上限从0.25%上调至0.5%可能会推升美国10年期国债收益率50个基点⁹。全球金融市场互相关联下，美债投资者亦需注意日本央行的动向。|

日本金融状态及债券指数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月28日

如今，日本央行坚持宽松的代价便是受到全球交易员挑战⁸，部分对冲基金开始大量沽空日债，直到日本央行放宽收益率曲线操控，甚至被取消。投资者与日本央行博弈，或增添日本债市风险。



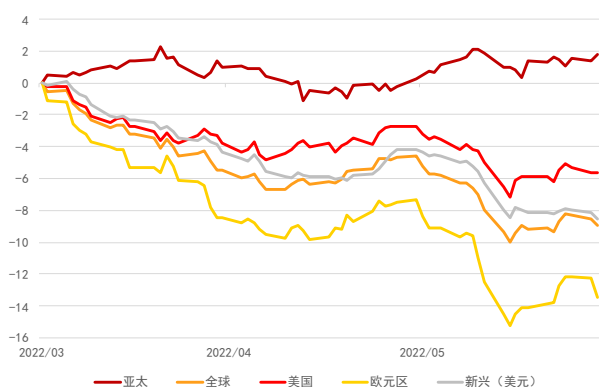
⁸ 见彭博网站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-06-27/why-hedge-funds-are-shorting-the-japanese-yen#xj4y7vzkg>

⁹ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/bank-japan-vows-limitless-defence-yield-target-2022-04-28/>

亚洲债市：全球债市的避风港

上一季度我们预计亚洲债市表现或一支独秀，结果符合预期。截至6月28日，第二季度彭博亚太累计债券指数表现明显好于全球、美国、欧元区及新兴（美元）同类指数，最大差距曾高达超过16%（6月14日与欧元区表现）。除了回报，震幅亦是相关指数中倒数第二。同期最低年化标准差是新兴（美元）5.97%，之后依次是亚太（6.47%）、全球（7.05%）、美国（7.49%）及欧元区（11.10%）。综合风险与回报，亚太债市仍是“性价比”最高地区。到了第三季度，除非俄乌冲突有突破性进展，否则我们预计亚太债市表现将继续优于其他地区。

彭博全球债券累计指数第二季度表现



注：以3月31日为基点

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月28日

当今全球债市核心风险在于发达市场须不断通过加息以抑制通胀，反观亚洲地区GDP最高前10个国家（简称“亚洲十国”）5月CPI较G7国家为低，反映俄乌冲突偏向中立及资源丰富的亚太地区受影响不大，亦无迫切性改变利率，有利于区域内债市表现。

数据显示年内亚洲十国共改变利率5次，总幅度0.75%，同期G7共10次及3.75%。反映存续期风险亚太区比欧美债市更低，年化标准差亦较低。集中分析美国与亚太区，过去两次加息周期中美联储总加息次数为26次（2004年17次及2015年9次），同期亚洲地区共42次，比例约1.6倍。截至6月28日，美国及亚洲十国改变利率的次数分别是3及5次，比例约1.7倍，结果相似。我们预计未来美国即使加息节奏提速，只要亚洲地区加息总次数比例维持稳定，亚太债市表现将继续优于欧美债市。

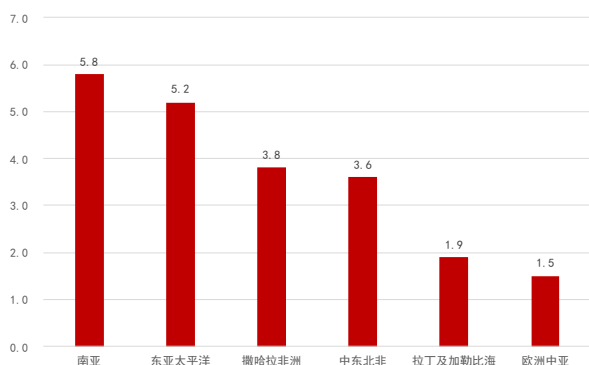
即使年内俄乌冲突持续，预计亚太地区明年经济增长仍可维持在5%以上。根据世界银行对明年新兴市场各地区经济增长预测，亚太地区表现明显优于其他地区，南亚及东亚太平洋分别预测为5.8%及5.2%，数字亦高于整体发达市场。

亚洲十国和G7央行最新CPI与官方利率数据，年内利率变化次数和总幅度

亚洲十国	CPI(%) (5月)	官方利率 (%)	次数	总幅度 (%)	G7 国家	CPI(%) (5月)	次数	总幅度 (%)
中国	2.1	4.35	0	0	美国	8.6	3	1.5
日本	2.4	-0.10	0	0	加拿大	7.7	3	1.25
印度	7	3.35	0	0	英国	9.1	4	1
韩国	5.4	1.75	2	0.5	法国	5.2	0	0
印尼	3.6	3.50	1	-0.25	德国	7.9	0	0
泰国	7.1	0.50	0	0	意大利	6.8	0	0
菲律宾	5.4	2.50	1	0.25	日本	2.4	0	0
新加坡	5.6	5.25	0	0	总计		10	3.75
马来西亚	2.8	2.00	1	0.25				
越南	2.9	4.00	0	0				
总计			5	0.75				

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月28日

2023 年各地区经济增长预测 (%)



数据来源：世界银行，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 17 日

截至 6 月 28 日，美国 10 年期债券收益率约 3.17%，亚洲十国中：

- 绝对值高于此水平有印度(7.47%)、印尼(7.31%)、菲律宾 (7.09%)、马来西亚 (4.24%) 及韩国 (3.69%) ；
- 同期亚洲十国平均债券收益率约 4.14%，与美国利差为 0.97%，利差高于平均值有印度 (4.29%)、印尼 (4.14%)、菲律宾 (3.92%) 及马来西亚 (1.06%) ；
- 以彭博亚洲 (美元) 高等级企业债券信贷利差作为风险溢价指标 (1.53%) ，再以美国国债收益率作为无风险债券回报指标 (3.17%) ，高等级企业债券总 (应有) 回报为 4.7% 。亚洲十国中只有印度 (7.47%) 、印尼 (7.31%) 及菲律宾 (7.09%) 高于此水平。反映投资此国债与亚洲高等级企业债券无异，但违约风险理论上比企业债低。

衡量风险与回报后，结果南亚比北亚国债对投资者更为吸引。

亚洲十国和美国 10 年期国债收益率及两者息差		
国家	10 年期国债收益率 (%)	与美国利差 (%)
印度	7.47	4.30
印尼	7.31	4.14
菲律宾	7.09	3.92
马来西亚	4.24	1.07
韩国	3.69	0.52
新加坡	3.04	-0.13
泰国	3.02	-0.15
中国	2.85	-0.32
越南	2.48	-0.69
日本	0.24	-2.93
10 国平均	4.14	0.97
美国	3.17	

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 28 日

综合所述，即使撇开上升机率，我们预计亚洲债市在经济增长与通胀温和的“金发女孩经济” (Goldilocks economy) 宏观背景下，亚洲债市下行风险比其他地区低，或成为全球债市资金的避风港。|





第五部分：
外汇市场展望

美元

外汇 美元

美国单个经济体衰退概率较低，美元成为最佳避险资产

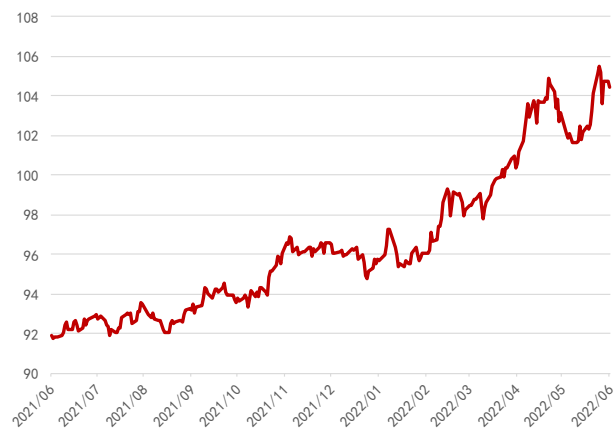
美元指数第三季度预计波动范围

105.00-110.00

概述：

各大央行纷纷加息，目的是抑制还在上升的通胀，而美联储的货币政策立场在主要央行中表现较为鹰派，显示出以进取的加息步伐控制通胀的决心。预期美国通胀短期较难明显回落，美国国债收益率或进一步上升，支持美元继续保持强势地位。加息的同时往往会为经济带来风险，市场担心美国或因美联储持续加息的决定而陷入衰退。以美国经济表现来看，有关结论仍待更多的经济数据证实。同时，由于美元拥有避险地位，因此市场对经济担忧而生的避险情绪亦会成为支撑美元的因素。最后，欧洲央行的加息之路面临两难，加上能源价格高企，或进一步打压目前仍疲弱的经济，令欧元中长线走势较弱，而美元则因此而走高。

美元指数一年以来走势图



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

■ 美联储在各大央行中表现较为鹰派

为了抵抗通胀，美联储于 6 月的议息会议中将利率提高了 75 个基点，为自 1994 年以来幅度最大的一次，官员还表示未来的借贷成本将以更快的路径上升。美联储除了承诺将通胀率回复至 2% 的目标水平外，亦高度关注通胀风险，称预期持续加息是适当做法。联邦基金利率掉期价格表明市场预期美联储于 7 月再次加息 75 个基点的机会仍然很高。该行于会上除了大幅加息外，还调降经济前景展望，意味已为加息或令经济带来的风险作准备，可见其打击通胀的决心。预期美国通胀短期较难见大幅回落，因此美联储很有可能成为各大央行中表现最突出的鹰派代表，支持美元走势。

■ 美国单独陷入衰退的风险有限

面对疫情反复、供应链瓶颈及俄乌冲突的冲击，各国通胀上升，各大央行纷纷以加息作为解决方案。但是加息或为经济带来沉重压力，形成导致衰退或滞胀的风险。经济合作暨发展组织（OECD）下调全球经济增长预测，将今年

美国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	第一季	-1.6 (同比)
失业率	6 月	3.6
零售销售	5 月	8.1 (同比)
消费者物价指数 (CPI)	6 月	9.1 (同比)

全球经济增长由之前预估的 4.5% 下调至 3%，并同时上调通胀预估。而美联储于 6 月的议息会议中也同样将美国今年的经济增长从之前预计的 2.8% 下调至 1.7%。因此，市场对全球经济陷入衰退的担忧与日俱增，也同时担心美国经济或受美联储持续加息拖累。考虑到美国最近的经济表现，有关风险仍待观察。整体来说，美国目前的经济状况比很多国家更有韧性，因此美国单独陷入衰退的机率较低。

美国 GDP 季度环比折年率 (%)



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

持续加息未必能令通胀短期见顶回落

全球通胀高企，控制通胀成为各大央行的首要任务。美国财长耶伦多次提到美国正面临不可接受的通胀水平，须尽快缓解情况。另一方面，美联储主席鲍威尔也多次重申即使可能令经济增长放缓，抑制通胀压力也是合适的，可见

美联储以货币政策抑制通胀的决心坚定。其实通胀不断上升的成因主要是疫情期间供应链严重受扰，而俄乌冲突亦造成能源和食品价格进一步上升，最终推高通胀。因此，预期央行持续加息也未必能令通胀短期见顶回落。

美元走势料将远胜欧元

美元指数与欧元汇价的关系密切，因此要知道美元指数的走势亦要先了解欧元表现。欧洲央行虽然决定于 7 月将开启新一轮加息，但加息前需解决区域内各经济体发展不平衡问题，而有关问题目前仍未见相应的方案。另外，欧盟决定对俄罗斯展开制裁，将影响能源供应，令能源价格大升而推高区内生产成本及冲击经济。预期欧元汇价短期走势较美元弱，这预期将提振美元指数进一步上行。

美元与欧元走势关系



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

人民币

外汇 美元兑离岸人民币

人民币待疫情过后才能突破区间走势

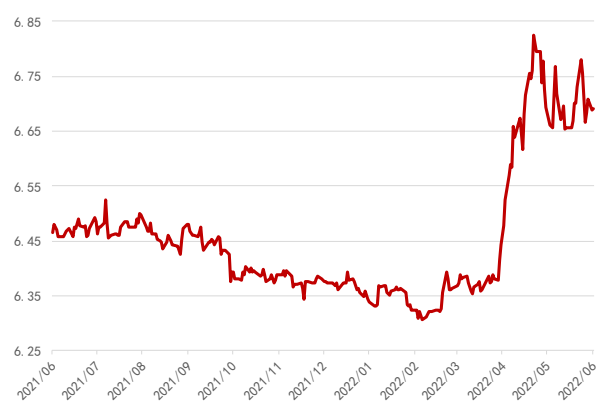
美元兑离岸人民币第三季度预计波幅范围

6.6500-6.8000

概述：

中国疫情逐渐改善，各地陆续恢复正常秩序及经济活动，令市场对中国经济复苏的预期回升。但是，国内整体疫情仍较反复，令疫情对经济的影响或持续一段时间，所以人民币于疫情完结前短期较难改变目前区间波动的走势。假若疫情逐步改善，及政府努力推行刺激方案，预期中国经济于下半年将明显回升。除此之外，人民币汇价走势需观察美国的通胀走向，若有关通胀放缓将降低美联储持续加息的预期，令中美息差收窄，有助加强人民币上升动能。短期拜登政府或调降部分对华关税，加上市场对中国经济复苏的预期，将为人民币提供一定支撑，有助汇价中长线突破短期的区间走势。

美元兑人民币一年走势图



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

■ 疫情稳定前人民币仍将区间震荡

内地疫情于 6 月进入稳定阶段，上海于 6 月初逐步取消了严格的防疫措施，而北京疫情亦得到有效控制，开始恢复经济活动；全面复工复产推高了经济复苏的预期，对人民币汇价起了支持作用。但是，多地疫情仍出现反复，令市场担心或再度影响经济表现，加上美元表现强势，令人民币再度小幅下行。因此内地疫情若持续反复，将为国内短期经济复苏带来更多的不确定性，影响人民币表现。预期于内地疫情最终稳定下来前，人民币将较难脱离目前的区间震荡形态。

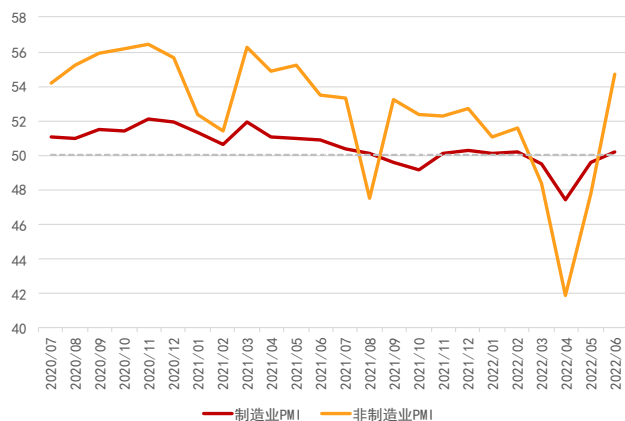
■ 预期下半年经济重回正轨

中国财新服务业采购经理人指数 (PMI) 于 5 月从上月的 26 个月低点回升至 41.4。另外，中国 5 月官方制造业和非制造业 PMI 亦分别从 4 月的低点回升至 48.6 及 47.8。六月份，这两个数字全部回到 50 的荣枯分界线上。虽然数据改善反映市场已逐步消化经济增长的下行风险，但疫情对经济影响仍未完结。官方 6 月制造业及非制造业 PMI

中国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	上半年	2.5 (同比)
失业率	6 月	5.7
零售销售	6 月	3.1 (同比)
消费物价指数 (CPI)	6 月	2.5 (同比)

双双返回扩张区域，预期复工复产的情况将有助短期经济数据于下半年重回正轨。人民币于疫情过后，将受益经济复苏的预期。

中国官方制造业与非制造业 PMI



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

■ 人民币短期利差动态正转弱

中国货币政策的目的是稳定经济，人民银行近期推行各种货币政策继续从总量上发力以支持经济复苏。相关政策与其他地区，尤其是正在加息的美国出现背离，使短期利差动态转弱。中国对比起美国的利差已于 4 月时因美联储持续加息而变为负值，人民银行短期继续推行相对宽松货币政策的立场下，人民币难见明显升势。

中国与美国十年期国债收益率走势 (%)



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

■ 若美国调降对华关税将有利人民币

全球各国正面对急升的通胀，而美国亦一样努力为压抑通胀筹谋。美国财长耶伦多次重申，减低部分对华关税有助解决通胀高企的问题。事实看，拜登政府于 3 月公布重新豁免 352 项中国进口商品的关税，美国 4 月份同比通胀水平随之稍微回落至 8.3%水平。因此，若拜登政府继续调降或取消对华关税，有助美国舒缓通胀压力，有助于稳定投资者情绪及加大对中国经济的信心，为人民币提供一定支撑。|

欧元

外汇 欧元兑美元

若持续加息，必先解决区域内发展不平衡问题

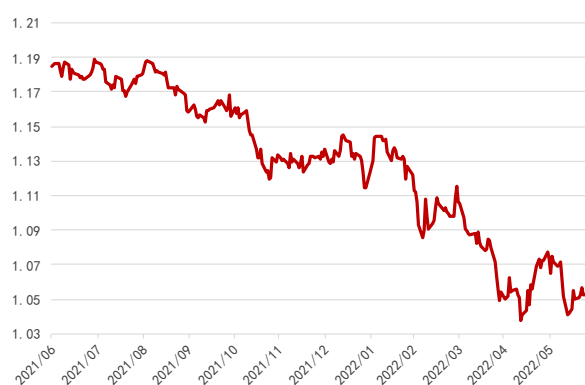
欧元兑美元第三季度预计波幅范围

1.0300-1.0800

概述：

全球通胀持续升温，加上俄乌冲突令能源及食品价格上涨，欧元区内承受高通胀压力，令欧洲央行计划启动加息。欧洲央行计划于7月份结束购债，并于同月及9月加息，以抵御仍在升温的通胀。央行加息决心虽然坚定，但加息前必先解决区域内发展不平衡以及政策分歧的问题，央行的加息之路仍是困难重重。另一方面，欧盟决定对俄罗斯展开制裁，逐步对俄罗斯海运石油实施禁运，这或令欧洲各国要承受供应量不足而价格大涨的风险。如果俄罗斯决定停止对欧洲提供天然气，亦会令该区生产成本上升，冲击欧元区经济。总括来说，欧元区的整体经济表现仍然相对疲弱，央行加息步伐较难与其他央行同步，令欧元受压。

欧元兑美元一年走势



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月

欧元区主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	第一季	5.4 (同比)
失业率	4月	6.8
零售销售	4月	3.9 (同比)
调和消费物价指数 (HICP)	5月	8.1 (按年)

■ 市场关注欧洲央行能否落实持续加息计划

欧洲央行多次表示将于7月1日结束购债，并于同月加息25个基点，除非通胀前景改善，9月时则会再次加息，且幅度将更大。欧洲央行对收紧货币政策的决心坚定，亦表示担心物价持续上涨的情况。但是，欧元区的整体经济表现相对疲弱，区域内国家的经济目前亦未能同步，加上通胀高企，料欧洲央行短期较难以进取的步伐加息，收紧政策将落后于其他央行。

■ 各国政策分歧令欧央行加息之路困难重重

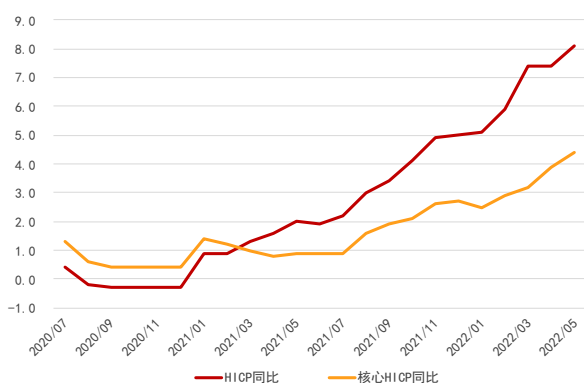
央行宣布有关加息计划后，欧元不升反跌，因市场认为加息步伐仍较其他央行落后，且对欧央行能否顺利加息表示怀疑。欧元区内的货币政策统一，但各国财政政策自主且财政状况参差，所以欧洲央行的货币政策行动会以不同的方式影响区内各国。一些国家的债券收益率或会大幅上升，并与经济基本面脱节，最终形成碎片化的问题。因此，欧洲央行在实行较进取的加息布署前，必须先解决区域内发

展不平衡以及政策分歧问题，而方案内容目前仍未有太多细节。

■ 通胀创新高迫使央行采取加息行动

在全球通胀高企的环境下，欧元区的状况也不例外，通胀创下纪录新高。该区域 5 月份的消费者物价调和指数（HICP）初值同比上升 8.1%，而不包括食品和能源价格的核心通胀率也加速升至 4.4%。在通胀攀升之际，央行总裁拉加德在议息会议中提出计划于 7 和 9 月加息，把目前为负 0.5% 的存款利率提升至正数以抑制通胀。因此，预期欧元区年底前将脱离负利率，但因受制于较弱的经济状况，料有关收紧政策将较其他央行落后。

欧元区通胀率变化 (%)



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

■ 对俄制裁冲击疲弱经济

欧盟领导人在峰会上通过对俄罗斯第六轮制裁计划，逐步对俄罗斯海运石油实施禁运，于年底时将减少俄罗斯 92% 的原油进口。海运石油占俄罗斯对欧洲石油出口总量的三分之二，因此在未找到足够的替代进口石油前，欧洲各国可能要承受供应量不足或石油价格大升的风险。而天然气的情况也一样，欧洲区内所用的天然气中来自俄罗斯的占半数。因此，若俄罗斯停止对欧盟的供应，将令生产成本大大提升，冲击欧元区经济。

欧元区 GDP 季度环比 (%)



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

英镑

外汇 英镑兑美元

通胀料再上升，经济负增长令加息之路更难行

英镑兑美元第三季度预计波幅范围

1.1900 至 1.2400

概述：

英国央行持续加息令英国经济受累，英镑兑美元于上季度一度跌至 2020 年 3 月以来的最低水平。英国 5 月份通胀率高达 9.1%，预期当地物价短期难见回落，令英伦银行须采取加息措施压低通胀。但是，经济于加息之际出现萎缩现象，市场担心太快的加息步伐或对经济造成打击。因此，未来英国央行的加息之路可说是寸步难行，而加息步伐可能会受较弱的经济条件限制。英国现正面临高通胀和零增长或衰退的双重压力，加上可能与欧盟发生贸易冲突，均增加经济放缓的危机，并对英镑汇价构成相当压力。而英国与美国两大经济体于经济条件及货币政策的差距越来越大，因此英镑兑美元的表现预计将较弱。

英镑兑美元一年走势图



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

■ 央行货币政策趋谨慎以降低对经济打击

英国央行为新冠疫情之后第一个收紧货币政策的主要央行，该行已连续五次加息，并于 6 月份的议息会议中将银行利率再次提高 25 个基点，同时表示准备在必要时采取更有力的行动，以消除该行预计将高达 11% 的通胀对经济带来的负面影响。央行的目标是致力控制物价上涨之余，不希望因加息太快而陷入经济困境。英国经济环比出现萎缩，令市场担心英国央行加息将增加经济放缓的风险，因此预期短期的加息步伐将慢于各大央行。总体来说，英国加息之路可能愈发艰难，加息步伐将变得谨慎。

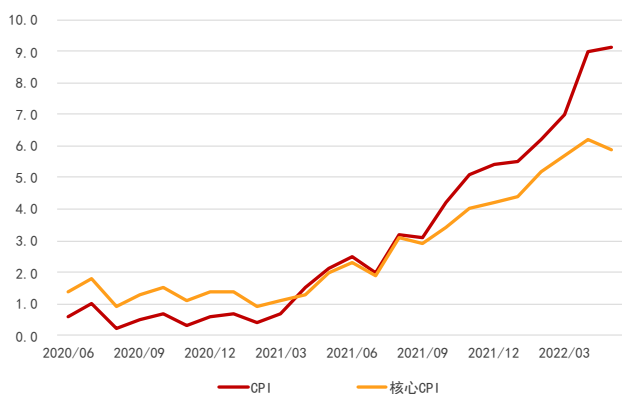
■ 英国通胀暂未见顶，年底涨幅或见两位数

英国 4 月份的通胀率高达 9%，5 月份更进一步上升至 9.1%，创下 40 年新高。食品和非酒精饮料价格上涨，是推升通胀最主要因素。同时，英国央行预期第四季度将出现高达 11% 的通胀，再创新高。但因俄乌局势及中国疫情困扰令供应链问题持续，料通胀短期难见回落，整体物价

英国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	第一季	8.7 (同比)
失业率	4 月	3.8
零售销售	5 月	-4.7 (同比)
消费物价指数 (CPI)	5 月	9.1 (同比)

亦因此难见明显回落。加上英国政府计划于今年十月再次增加煤气费及电费，料进一步推升当地物价水平。通胀高企的环境下央行不得不持续加息，但亦须注意加息速度会否为经济带来太大负担。

英国通胀率变化 (%)

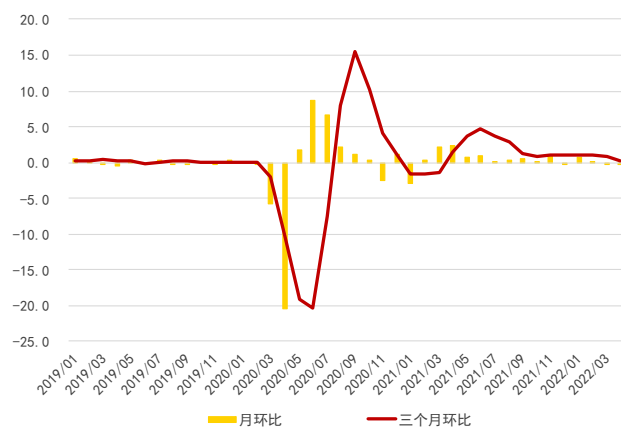


数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

■ 市场对英国经济放缓的疑虑渐增

通胀高企促使英国央行持续加息应对，但方案引起经济衰退的压力。国际货币基金组织 (IMF) 和经济合作与发展组织 (OECD) 早前预测，英国经济已见放缓迹象，明年更可能成为全球发达国家中经济表现最差的国家。数据上看，英国 4 月 GDP 已出现连续两个月下滑，因此预期经济短期仍面临零增长和衰退的双重风险。

英国 GDP 表现 (%)



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

日元

外汇 美元兑日元

美日息差料继续走阔，央行干预汇率可能性低

美元兑日元第三季度预计波幅范围

133.00-139.00

概述：

全球央行纷纷加息以压抑高企的通胀，但日本央行却坚持维持超宽松货币政策，行长更表示弱势日元有利经济发展，这令日元近期不断创下新低点。另外，日本央行多次重申目标是稳定通胀率，而不是汇率，所以预期央行不会轻易出手干预日元汇价。至于通胀方面，日本通胀率为7年来首次超过央行2%的目标水平，但有关通胀为输入型通胀，而并非由需求带动，所以央行也认为目前的通胀率并不会长期持续，预期短期的货币政策将与其他央行出现背离。其中，美联储的加息步伐与日本央行的宽松政策形成强烈对比，利差料进一步扩大，成为日元汇价继续走弱的重要原因。

美元兑日元一年走势图



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月

日本央行短期未有干预汇价的意向

通过日本央行4月的议息会议纪录可见，决策层认为目前日本货币政策目标更重要是实现物价稳定，而不是控制汇率走势。同时重申将继续保持超低利率，及加大购债力度来捍卫10年期国债收益率目标于0.25%隐性上限之下。行长黑田东彦多次提到，只要日元波动性不太剧烈，日元弱势有利日本经济发展。由此可见，日本央行的货币政策目标是倾向捍卫收益率曲线的控制，而不是应对日元汇价的贬值，所以央行短期出手干预汇价的概率将不会太高，而央行上一次直接干预日元汇价为1997年亚洲金融危机。

央行乐见日元弱势有利经济复苏

日本央行于最新的议息会议中，维持利率目标在负0.1%不变，并承诺致力将10年期国债的收益率保持在0%左右，并以0.25%收益率的价格无限量购买10年期日本国债。央行重申将维持大规模刺激措施以及将借贷成本维持在目前或更低水平，可见央行利用日元汇价弱势以支持经济从

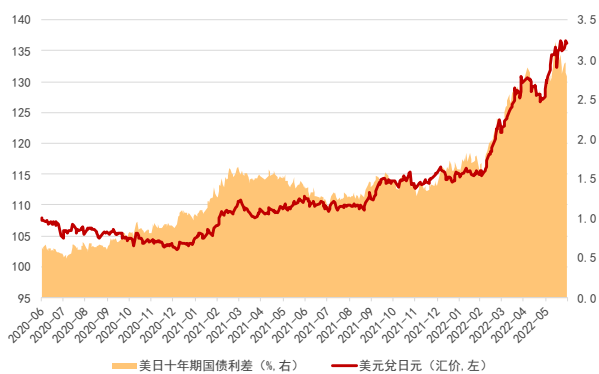
日本主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	第一季	-0.5 (季度折年率)
失业率	4月	2.5
零售销售	5月	3.5 (同比)
消费物价指数 (CPI)	5月	2.5 (同比)

疫情中复苏的决心。全球各地加息之际，日本央行仍坚决维持高度宽松的货币政策，预期差异将令日元持续承压。

■ 美日央行货币政策分歧大，利差料持续扩大

日元最近的贬值除了反映基本面较弱，亦反映市场目前及对未来美国和日本之间不同货币政策的路径的预期。美联储已展开加息周期，相反日本央行坚持短期内维持超宽松的货币政策。由于日本央行的鸽派政策立场与美联储的鹰派加息立场背离，预期美日利差将进一步扩大，日元汇价亦因此进一步走弱。

日元汇率以及美日十年期利差走势

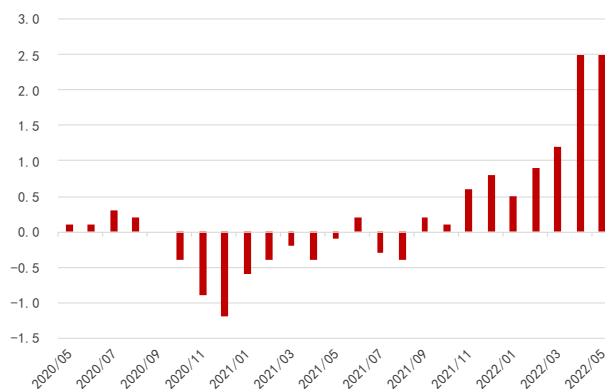


数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

■ 通胀重上央行 2% 目标但并非常态

能源价格于俄乌紧张局势后大涨，令严重依赖燃料和原材料进口的日本不得不忍受通胀。4 月日本全国核心消费通胀率 7 年来首次超过央行 2% 的目标水平，主要是由燃料和食品进口成本上升推动。日本央行多次重申其货币政策的目标是实现物价稳定，而当地的消费需求仍然相对疲软，所以央行认为目前的通胀水平不大可能变成常态。预期日本央行短期不须像其他央行一样，为了要打击通胀而推行紧缩货币政策。

日本 CPI 同比变化 (%)



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

加元

外汇 美元兑加元

经济稳定及贸易条件理想主导加元表现

美元兑加元第三季度预计波幅范围

1.2700 – 1.3200

概述：

俄乌紧张局势打乱全球供应链，令大宗商品价格持续上升，多国均面对通胀高企的问题。为了应对突如其来的通胀压力，大部分央行纷纷加息，甚至有加速紧缩的现象。加拿大央行亦不例外，于6月将政策利率上调至1.5%水平，令加元利率于G10货币中仅次于美元。预期短期通胀较难下跌，加拿大央行将紧随美联储往后的加息步伐，拉近两国长债利差，有利加元走势。另外，加拿大本身是能源和粮食的重要出口国，而预期油价短期稳步上扬，因此令该国在面对由能源和食品价格拉升的通胀时有较大弹性。加拿大经济相对稳定，加上拥有理想的贸易条件，有助加元整体走势及在美元强势时更具抗跌力。

美元兑加元一年走势图



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月

■ 通胀水平主导加息步伐

加拿大央行继4月加息50个基点后再次于6月加息50个基点，将政策利率上调至1.5%水平。这是自1990年代初制定通胀目标以来首次连续两次加息50个基点。央行行长麦克勒姆表示通胀将决定未来利率上升的速度，必要时将采取更有力的货币政策以抑制通胀。预期能源及食品价格高企将带动整体通胀维持于较高水平一段时间，而加央行料将跟随美联储往后的加息步伐。

■ 贴近美国长债收益率，利差利好加元

美国是加拿大最大的贸易伙伴，同时两国的加息步伐亦近似。加元目前的利率水平为1.5%，是G10货币中利率仅次于美元、新西兰元的货币，而两国的长期债券收益率走势亦相近，利差不大。两国10年期国债收益率差距去年大部份时间处于20至50个基点之间，这表示于强美元的环境下，加元将较其他非美货币表现较有抗跌力。若随后加拿大国债收益率有较大溢价，将进一步支持加元。

加拿大主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	第一季	3.1 (季度环比折年率)
失业率	5月	5.1
零售销售	3月	0 (环比)
消费物价指数 (CPI)	4月	6.8 (同比)

加拿大与美国十年期国债利差走势 (%)



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

预期央行持续加息打击通胀

加拿大 4 月份的通胀率同比升至 6.8%，为 31 年来的最高水平，生活成本迅速攀升主要是由于食品和住房成本增加。早前俄乌冲突令各大商品价格大涨，食品及能源价格上升变成全球性问题。预期加拿大央行将视打击通胀为首要任务，将持续加息为通胀降温，而另一方面，加拿大是出口大国，因此通胀高企对国内经济的打击相比较其他国家较轻。

料油价反复走高有助加元整体走势

尽管全球各大经济体都面对高通胀问题，但作为大宗商品出口大国，加拿大的经济结构比其他国家有较大优势。加拿大本身是能源与粮食的重要出口国，因此在应对由能源和食品价格拉升的通胀时弹性相对较大。另外，虽然欧盟对俄罗斯海运石油实施制裁，但随后 OPEC+ 宣布将增加石油产量以弥补供应缺口，所以预期有关制裁措施暂未有对油价造成太大影响。再者，市场对疫情的接受程度已有所提升，各国的封城措施料将大减，市场将重拾原油需求，令油价稳步上扬，支持加元整体表现。

澳元

外汇 澳元兑美元

国内经济稳健将为央行提供充裕加息环境

澳元兑美元第三季度预计波幅范围 **0.6700-0.7200**

概述：

随着美联储及各大央行已开始加息，澳洲央行于今年 5 月跟随，并于 6 月加快加息步伐，并预期当地通胀短期上升，因此会进一步推行紧缩政策，以防通胀高企为经济带来风险。市场期货价格反映澳洲央行将于短期内多次加息 50 个基点，并于年底将利率提高至 3.75% 水平。澳洲经济表现理想，尤其当地就业情况稳定，料为澳洲央行提供充裕的加息环境。除此之外，俄乌紧张局势，加上中国疫情反复，高企的商品价格将有利澳洲的出口及经济，为澳元带来持续的上升动力。

澳元兑美元一年走势图



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

澳洲主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	第一季	3.3 (同比)
失业率	5 月	3.9
零售销售	4 月	0.9 (环比)
消费物价指数 (CPI)	第一季	3.5 (同比)

■ 料澳洲央行将加快加息步伐

澳洲央行于 5 月初首度加息 25 个基点，为 10 年来的首次加息，之后于 6 月的议息会议中进一步以 22 年来最大的幅度加息，将利率调高 50 个基点至 0.85%。央行总裁洛威在声明中表示，预计未来几个月内将进一步推行紧缩政策，以抑制急剧上升的通胀。由此可见，澳洲央行对打击通胀的决心非常坚定，加上在澳洲本身经济较稳健的条件下，央行有能力追随美联储短期采取较进取的加息步伐。

澳洲现金利率 (%)

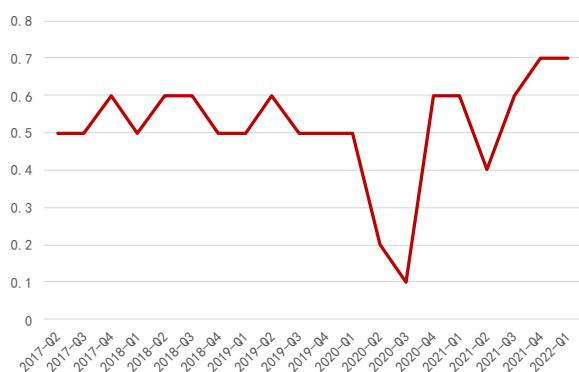


数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

■ 就业情况及整体经济基础较好

澳洲的整体经济基础强健，尤其是就业的情况表现理想。当地的失业率目前维持在 50 年最低的 3.9%，早已重回疫情爆发前的水平。而当地薪资水平亦稳定增长，对澳洲经济构成强大支撑，并对澳洲央行提供理想的环境以作加快加息的准备。

澳洲薪资价格指数 (%)



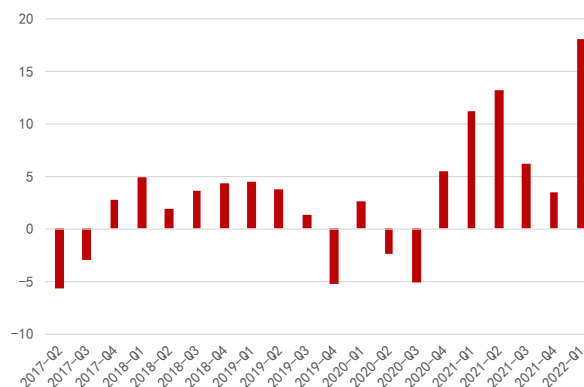
数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

■ 大宗商品价格料持续上升

俄乌冲突短期内仍无缓和迹象，令大宗商品价格持续上升。澳洲作为能源，尤其是液化天然气及煤炭净出口国，当地经济将有所受惠。而食品价格方面，地缘局势亦加剧市场对全球粮食危机的忧虑，加上一些国家推出禁止出口的措

施，令情况变得更差，所以预期短期农产品的价格仍会在高位徘徊。澳洲除了是全球最大的铁矿石出口国外，同时亦出口小麦、玉米等农产品，所以澳洲丰富资源的出口价格短期将继续获得提振，带动经济。

澳洲出口物价 (%)



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

■ 中国疫情进展将影响澳洲经济表现

澳洲经济与中国经济的关系性颇大，若中国疫情持续反复，将影响澳洲短期的经济表现。同时有关情况将令全球供应链的问题短期较难有明显改善，或令商品价格稍为延后才能由高位回落。高企的商品价格有利澳洲的出口及经济，亦为澳元带来持续的上升动力。|

新西兰元

外汇 新西兰元兑美元

经济初现放缓但料不影响央行加息计划

新西兰元兑美元第三季度预计波幅范围

0.6100 – 0.6600

概述：

新西兰央行从去年 10 月开始加息，目前仍为 G10 国最高利率的国家，其货币政策领先其他主要国家。但是最新的经济数据表示第一季度的经济初见萎缩，令市场担心央行短期的加息计划会否放慢脚步。在通胀可能进一步升温的预期下，加上经济持续放缓的可能性不高，料新西兰央行将持续加息以抑制通胀。而新西兰的最大出口商品奶制品近期价格回升，有助带动该国出口，利好新西兰元表现。另外，新西兰早前宣布提早于 7 月底开放边境以纾缓紧张的劳动力短缺并重振旅游业，亦有助推动经济及新西兰元表现。

新西兰元兑美元一年走势图



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

新西兰主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	第一季	1.2 (同比)
失业率	第一季	3.2
零售销售	第一季	-0.5 (环比)
消费物价指数 (CPI)	第一季	6.9 (同比)

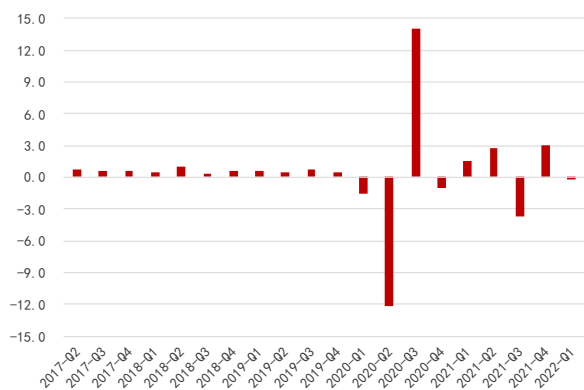
■ 料通胀持续上升令央行继续加息

新西兰央行 5 月意外大举加息 50 个基点，把官方现金利率调升至 2%，是自 2016 年 11 月来最高利率水平。央行同时表示将更积极加息，预计今年底利率将达至 3.4%。央行今年余下的政策会议只有四次，即暗示年内至少还有两次加息 50 个基点。全球通胀持续上升，新西兰央行短期内将持续加息。

■ 萎缩初现但不改央行收紧政策

虽然新西兰的货币政策领先其他主要国家，但数据表示当地第一季经济季度萎缩 0.2%，主要受出口下滑影响。央行副行长霍克斯表示，目前全球和国内所面临的风险或令经济出现衰退，但他仍支持继续推行加息计划。预期当地的通胀可能进一步升温，且经济放缓亦只属短暂性质，料不太可能阻止央行继续加息，当然，经济衰退的警号已响起，加上当地房价下跌且全球不确定性增加，令投资者关注当地经济的情况，或影响新西兰元的短期表现。

新西兰 GDP 环比变化 (%)



数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

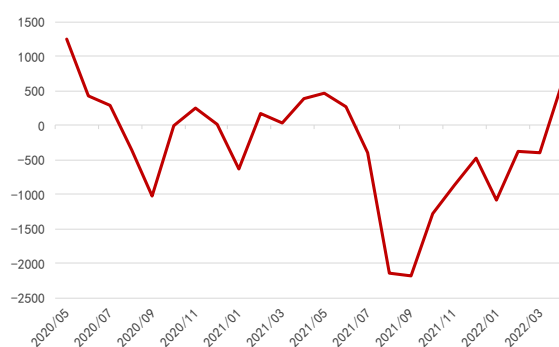
■ 乳制品价格正稳定回升

乳制品为新西兰最大的出口商品，有关价格表现较其他商品稳定，受新冠肺炎的打击较少。乳制品平均拍卖价格于 3 月份出现回吐，并于 6 月初重拾升势且出现正数增长。预期商品价格短期将在高位停留一段时间，乳制品价格更有望持续增长，并成为推动新西兰经济的重要动力，有助新西兰元汇价表现。

■ 新西兰出口回暖初现贸易盈余

俄乌紧张局势目前仍未缓和，令两国商品供应中断，亦打乱了全球商品供应链。新西兰作为商品出口国，主要出口乳类制品及肉类，而俄乌局势令全球食品价格高企，同时亦带动当地的贸易及经济表现。该国贸易帐从去年 9 月见底回升，并于今年 4 月升至 5.84 亿新西兰元，且出现贸易盈余。预期整体通胀短期较难下跌，因此较高的出口价格将主导新西兰的经济增长。|

新西兰贸易差额 (百万纽元)

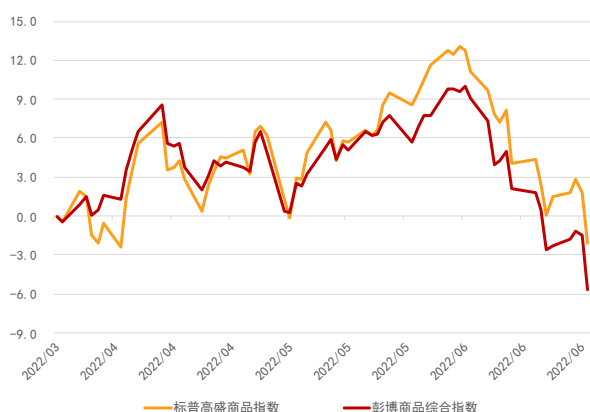


数据来源：路透社，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月

第六部分：
商品市场展望

我们在上一季度预计，油价或持续大幅波动，但若回归基本面分析，供过于求情况预期在今后连续多季出现，反映波动过后油价进一步上涨空间有限。黄金受全球利率及收益率变化、俄乌冲突下的避险情绪、全球高通胀环境及实物黄金供需变化多重因素影响，仍然将呈现胶着状态，预计金价仍将在相对高位窄幅波动。总体看，二季度商品市场能源与黄金两大类资产表现基本符合预期。

标普高盛商品及彭博商品综合指数表现 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 30 日

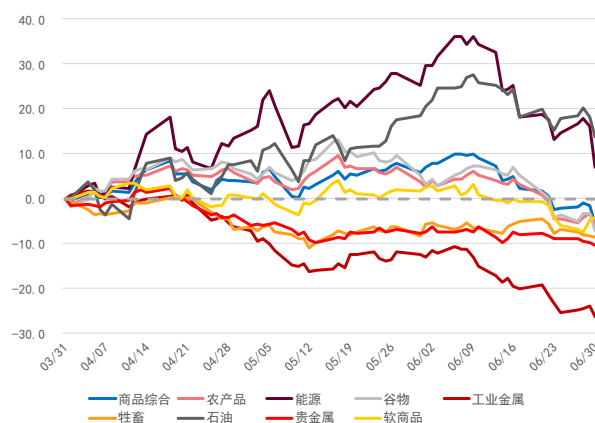
分类指数方面，根据彭博商品分类指数显示，上半年整体表现差异很大。最高涨幅 63.5%，而最低为 -9.6%，标准差同样高达 28.4%。反映商品市场走强并非惠及所有品类，而是更多集中在两个市场：农产品及石油。这一结果也符合俄乌冲突对市场影响的普遍预期，亦反映上半年全球高通胀的源头。观察第二季度表现，8 项分类中有 6 项出现负值，比上半年数据（3 项）高出 1 倍，而且上半年与第二季分类表现差距颇大，部分品种录得超过 40%（石油 44.6% 及工业金属 42.5%），反映第二季度商品市场急转直下，基本抹去了上半年大部分升幅，同时第二季度波动幅度相对下降（标准差约 11.9%）。

彭博商品及其分类指数上半年及第二季表现		
指数	上半年 (%)	第二季度 (%)
农产品	63.5	-5.7
石油	58.3	13.7
工业金属	16.1	-26.4
能源	13.0	7.0
软商品	3.3	-4.3
贵金属	-3.4	-10.5
谷物	-4.4	-7.1
牲畜	-9.6	-8.7

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 30 日

再分析各分类指数走势状态，普遍集中在 5 月 17 日（农产品、谷物及软商品）和 6 月 9 日（综合、石油及能源）见顶回落，我们认为这或许与资金成本上升有关。美国劳工部公布 3 月消费者物价指数（CPI）首次突破 8% 后，美联储在 5 月 4 日加息 50 个基点；之后 5 月 CPI 升至 8.6%，美联储在 6 月 15 日再度加息 75 个基点。两组日期与分类指数转势时间相近，反映上半年商品市场强势部份源于冲突所引发的资金投机，转势是套利行为而非完全供需平衡问题，尤其部分分类指数半年内急升约 60%，比其他资产同期表现天壤之别。加之 6 月最后两周市场对经济衰退的忧虑升温，从而担心商品市场需求下降，令商品价格跌势加剧。最终二季度商品价格先扬后抑，最终综合及分类指数呈现下跌。

彭博商品综合及分类指数第二季度表现 (%)

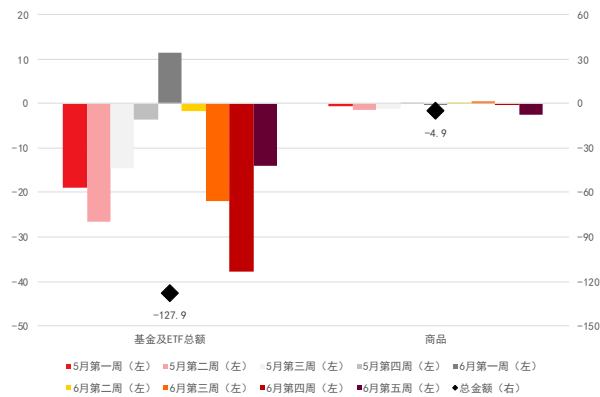


数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 30 日

除指数走势，资金亦开始从相关基金及 ETF 市场撤资。5 月起至季末共 9 周数据，商品类录得净流出约 49 亿（美元，下同），虽占总额 1,280 亿约 4%，但 9 周内 6 周录得净流出，占三分之二，尤其 6 月最后一周单次流出 25 亿，占全部总流出约 50%，反映投资者开始逐步套现离场。



美国注册基金及 ETF 资金净流量 (%)



数据来源：美国投资公司协会，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 30 日

展望第三季度，我们认为商品市场或难以重现第一季度的辉煌。部分商品价格走势疲态已现，自高点以来已进入技术性熊市阶段，能源价格亦有进一步整固的需求。就黄金而言，美联储持续加息以及美元创出 20 年新高的背景下，仍然很难走出牛市行情，中枢或进一步下移。然若全球经济衰退成真，俄乌僵局依旧，黄金的配置价值则将有所凸显。

能源：是非成败转头空

从今年上半年原油价格走势看，仅以供需数据预测能源价格走势是不足的。除了公开信息不足或过时，俄乌冲突爆发情绪溢价以及资金炒作等因素令预测结果可靠性偏低。事实上，流动性充裕刺激资金大量流入商品期货市场，往期货合约隐含的持仓量比真实需求多出数倍，投资操作（例如平仓或转仓）比供需影响更甚，成为商品市场近年来大幅波动的主要原因。

■ 供需因素：需求与产能之间的博弈

参考国际能源署（IEA）发表 6 月份全球能源报告¹，全球有可能步入经济衰退而打击需求增长，反之年内余下时间预期全球石油供应有望反弹，两股力量有助全球供需重新平衡。但隐忧仍然存在：

- 对俄罗斯实施更严厉制裁下打击供应；
- 中国疫后复苏对石油需求恢复程度；
- 中东地区地缘政治紧张；
- OPEC+ 闲置产能不断递减。

需求方面，虽然油价上涨和经济前景疲弱抑制全球需求，但预期明年中国经济复苏将带领非经济合作暨发展组织（OECD）需求反弹，抵销 OECD 放缓的影响。继今年增长 180 万（桶/天，下同）后，预计明年全球石油需

求将增长 220 万并达到 1.02 亿，超过疫前水平。其中非 OECD 占约 80%，与 OECD 表现形成了鲜明对比。

供应方面，明年全球供应可能跟不上需求，主要因为欧美进一步制裁，例如年底前欧盟将禁止俄国进口石油产品提升至 90%，迫使俄罗斯关闭更多油井，而其他地区生产商亦达到产能上限。虽然 OPEC+ 适度增产可抵销部分缺口，但非 OPEC+ 才是今年全球供应的主力。即使明年全球总产量可能下降，但预期以美国为首的 OPEC+ 今明两年分别增产 190 万及 180 万。为了防止全球供不应求的潜在风险，预期 OPEC+ 须进一步利用递减的闲置产能，直到降至仅 150 万的历史低点。

库存方面，经历近两年下降，全球石油库存正在回升。IEA 战略石油储备的初步数据显示，4 月份全球石油库存增加了 7,700 万桶，5 月初步数据显示，OECD 库存总量增加 600 万桶。但夏季来临，石油产品价格和供需缺口上升，预期库存量将再次下降。伴随欧美及亚洲炼油厂复工，中国航运力疫后反弹，全球炼油量将稳步复苏。预期全球炼油产能在今明两年分别上升 100 万及 160 万桶/天，航运力分别提高 230 万和 190 万桶/天。虽然增产量有限，但可部分纾缓屡创新高的油价。

¹ 见国际能源署网站，<https://www.iea.org/reports/oil-market-report-june-2022?mode=overview>

尽管经济增长存在不确定性，全球供需及库存重新平衡，但需求季节性回升（例如航空燃料和汽油市场），相对于俄乌冲突对供应带来的不稳定性，短期内油价将在高位徘徊。

美国能源信息管理局（EIA）在 6 月公布最新能源市场预测报告²，表示短期内市场受到多项不确定性因素影响：

- 宏观经济预测结果；
- 欧美与俄罗斯互相制裁；
- OPEC+ 产能策略及美国生产商提升钻探速度。

预计下半年布伦特原油价格平均为 108 美元（每桶，下同），明年将跌至 97 美元，石油库存水平增加油价波动性。实际价格结果很大程度取决于对俄罗斯已实施及潜在制裁，及私人机构在生产及销售上受影响程度。

预计俄罗斯总产量将从今年第一季度 1,130 万下降到明年第四季 930 万，跌幅约 200 万。同时预计 OPEC+ 下半年产量平均为 2,920 万，比上半年增加 80 万，产量上看未能完全填补缺口。任何因素令俄罗斯产量减少超过预期都会刺激油价上行，并有可能超出预测水平。

另外，预测今年第三季美国炼油厂平均使用率约 94%。尽管将达到或接近过去 5 年最高水平，但可营运产能比 2019 年底仍减少约 90 万，预期再推升使用率的可能性不大。

综合两大机构预测，短期内不稳定因素持续将影响预测准确性。除非俄乌冲突有突破性进展，否则预测价格可靠性仍然偏低，或以预测中轴配合大幅波动格局机会较大。

■ 金融因素放大能源价格波动

油价大幅波动的连锁反应已开始蔓延至金融市场。上季度多家全球能源巨头被追缴数十亿美元保证金，原因是持有的期货或期权合约价值在俄乌冲突后大幅波动并触及警戒线。欧洲能源交易商联盟（EFET）表示，目前成员的流动性严重下降，即使整体健康的能源企业都无法得到足够现金，呼吁欧洲政府和央行提供紧急援助，确保批发能源市场稳定³。

目前油价的波动源于供应短缺及衰退风险，市场情绪、讯息紊乱等增加市场不稳定性：

- 预期美国总统拜登 7 月将出访中东，成功说服 OPEC+ 增加产量机会不大⁴；
- 多项因素下，短期提升美国页岩油产量以填补俄国缺口可能性不大⁵；
- 虽然拜登有意实施石油出口禁令，但市场预期可能无济于事⁶；
- 衰退阴霾笼罩全球，能源需求或不及预期，触发油价由 6 月中起反复下跌⁷。

衍生品市场角度而言，以上因素最终结果如何并非重点。因合约价格根本来源于基础资产的不稳定性（波幅），市场愈多分歧或宏观极端事件，则衍生品价值愈高，更有利游资在衍生品市场操作，例如疫情期间纽约原油曾跌至近负 40 美元 / 桶后，急速反弹至正值便可见一斑。

全球过于充裕的流动性更是推波助澜。量化宽松政策（QE）源自 2000 年日本，其后为应对国内金融危机，2008 年美国及 2015 年欧洲皆实施多轮 QE。历年经济数据显示 QE

² 见美国能源信息管理局网站，<https://www.eia.gov/outlooks/steo/>

³ 见 Refinitiv 网站，<https://www.ifre.com/story/3338439/commodity-traders-seek-to-ride-out-liquidity-squeeze-hfj3wjmxw>

⁴ 见 CNN 网站，<https://edition.cnn.com/2022/06/14/politics/biden-trip-to-saudi-arabia-and-israel/index.html>

⁵ 见 Kpler 网站，<https://www.kpler.com/blog/us-shale-oil-cant-replace-russian-oil-in-the-short-term>

⁶ 见福布斯网站，<https://www.forbes.com/sites/daneberhart/2022/06/07/banning-us-exports-would-be-bidens-ultimate-energy-fooly/?sh=1a2f9ec3b92a>

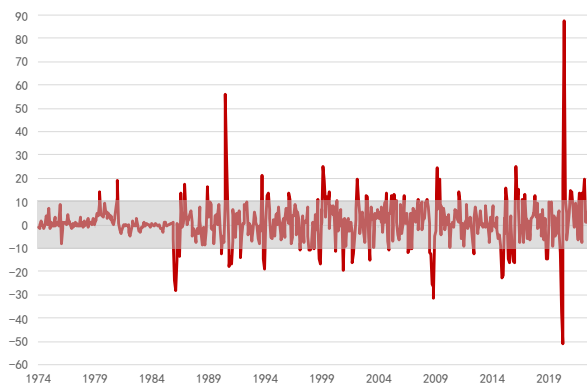
⁷ 见 Investing.com 网站，<https://www.investing.com/news/commodities-news/oil-below-110-as-us-recession-fear-strikes-at-energy-rally-2838414>

| 商品市场展望

能抵御金融极端风险，但后果是大量资金沉淀于金融市场。期间资产价格大幅波动，衍生工具提供对冲风险功能，需求刺激市场发展，但同时放大现货价格波动。

参考美国原油现价过去 50 年月度变化数据，并以月度上升及下跌超过 10% 为“大幅波动”指标，显示全部次数共有 99 次，占总数 17%。如以 2000 年为分水岭，2000 年前后分别出现 37 次及 62 次，占比约 6% 及 11%。结果显示 2000 年前后大幅波动占比相差约两倍，出现次数前后上升近 7 成。虽然不能完全表达两者因果关系，但在数据上可以反映出 QE 对油价波动的内在联系。

美国原油现价月环比变化 (%)

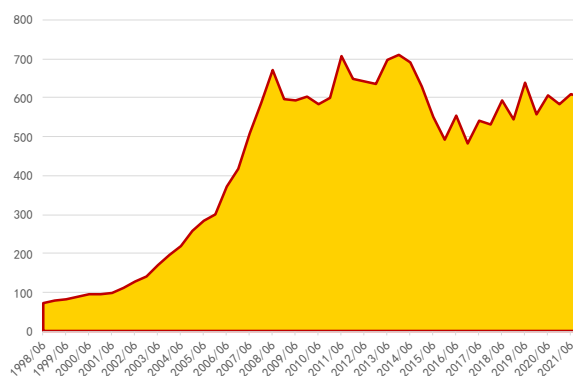


数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 30 日

2000 年以来，衍生品工具发展仿佛雨后春笋，涵盖种类和交易期限更加丰富，商品期货市场体量急剧扩大。由国际结算银行（BIS）提供的数据显示，截至 2021 年，全球场外衍生工具名义金额总值 600 万亿美元，相比全球股市总市值约 121 万亿美元高出约 5 倍。



全球场外衍生工具名义总金额 (万亿美元)



数据来源：国际结算银行，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 12 月 31 日

根据芝加哥商品交易所（CME）提供原油期货及期权每日总成交量显示⁸，单是 6 月 30 日共交易近 85 万份合约，以每份合约目标为 1,000 桶原油计，即相等于 8.5 亿桶原油。比较 IEA 预计 6 月全球每日共消耗约 1 亿桶计算⁹，原油期货及期权当日交易量已是全球需求的 8.5 倍。比例之大由衍生工具导引现货价格的力量可想而知。

分析由纽约商品期货交易所（NYMEX）提供布伦特原油期货的非商业（或金融类）未平仓合约量显示，过去 10 年长仓减去短仓合约量的差额与原油期货走势相似。但年初俄乌冲突爆发后，油价升至 10 年最高约 123 美元/桶时，差额却持续下跌，走势背离。暗示当市场回归理性或俄乌局势出现突破性进展时，原油期货价格可能出现回归。再仔细观察长短仓各自合约量走势，过去 10 年两者合约量皆持续上升，期内最大升幅约 25 倍及 20 倍，佐证了 QE 对衍生品市场发展的重要性。而年内长仓减去短仓之合约量差额下跌，是源于上半年长仓由约 4 万（合约量，下同）跌至 2.5 万，跌幅约 36%，而短仓却由 6.5 万升至 6.8 万，升幅只有 4%。反映多头可能正逐步获利了结，而非空头加仓所致。

8 见芝加哥商品交易所网站，https://www.cmegroup.com/cn-t/trading/energy/crude-oil/light-sweet-crude_quotes_volume_voi.html?amp%3BsortAsc=false#tradeDate=20220630

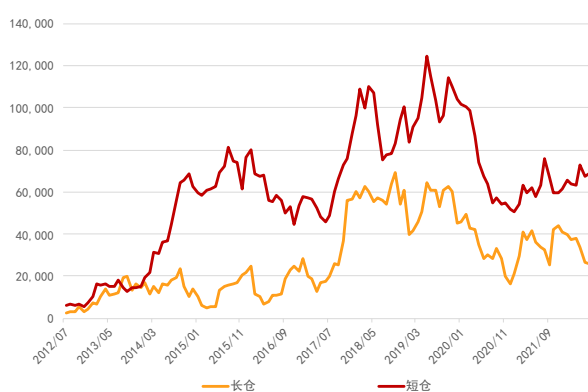
9 见国际能源署网站，<https://www.iea.org/reports/oil-market-report-june-2022>

纽交所非商业未平仓布伦特原油期货合约量

月份	长仓 (张数)	短仓 (张数)
1月	39,888	65,824
2月	37,283	63,638
3月	38,169	63,389
4月	34,005	72,536
5月	26,712	67,584
6月	25,712	68,389

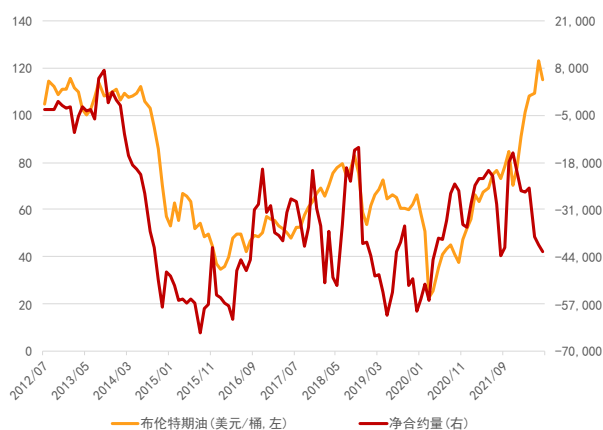
数据源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 30 日

纽交所非商业未平仓合约量：长仓、短仓 (合约量)



数据源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 30 日

纽交所非商业未平仓净合约量及布伦特原油期货



数据源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 30 日

综合分析，年内油价波动部分源于资金过剩及衍生品市场推波助澜，实际供需变化贡献有限。我们认为，如今各央行有意迅速而果断地收紧流动性，部分资金因为成本提升而将撤退，从而削弱期货及期权市场导引商品现货走势的力量。水能载舟，亦能覆舟，短期内投机炒作或将有所收敛，6 月中商品市场已出现转势迹象。 |

黄金：大浪淘沙始见金

截至 6 月 30 日，金价收报约 1,807 美元（每盎司，下同），已跌穿年初约 1,830 美元水平。年内最高见 2,050 美元（3 月 8 日）在俄乌冲突爆发后 12 日出现，反映传统避险资金需求。但其后走势逆转，美联储连续加息后阻止了升势，6 月中跌势进一步加剧。

黄金是商品同时也是金融工具，其价格的影响因素众多而广泛，包括金融元素及实际供需。与油价一样，地缘政治及人为因素主导下预测金价亦殊为不易。但投资者可筛选以下因素及分析，调整个人投资组合及大类资产配置。

■ 美国联邦基金利率的影响

虽然“金本位”制度早已终结，但黄金与美元的关系依然紧密，黄金走势往往也受到美国联邦基金利率的影响。年内美联储启动加息步伐，黄金受压。但过去 40 年，美国联邦基金利率持续下跌，前 20 年对黄金影响尚不明显，金价只是在 350 美元（每盎司，下同）以下徘徊。转折点出现在 2000 年，日本启动量化宽松，其后次贷风暴以及欧债危机把欧美央行卷入其中，全球主要央行基准利率跌至近零甚至负水平。虽然影响相关系数计算（只有约 60%），但仍然促使全球资金重投黄金怀抱，金价走势在后 20 年持续攀升。

| 商品市场展望

截至今年6月30日，金价约1,800美元。纯粹以历史利率作比较，上一个利率高位在2019年6月（2.5%），当时金价约1,410美元。如美联储7月加息75个基点，届时联邦利率便是2.5%。根据6月份美联储位图预示明年中位数为3.75%，最接近此水平是在2008年1月（3%），当时金价约930美元。再观察下一个利率高位在2007年8月（5.25%），当时金价约680美元。以上数据反映以利率作分析目标，虽然不能以线性比较，但反映出在利率急升背景下，金价仍有下行空间。但观察2000年后两次加息周期，金价其实早在加息启动前下跌（例如2011至2015年下跌42%），反而期间实是上升：

- 2004年5月（约400美元）至2007年8月（约680美元）升幅近70%
- 2015年11月（约1,065美元）至2019年6月（约1,410美元）升幅近32%

美国联邦利率及黄金价格



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月30日

■ 美国国债收益率、同业拆息利率的影响

过去40年，国债收益率与同业拆息两项利率持续下跌，在美联储决定“负利率并非选项”前提下10，年初近零水平后反弹，可算是“金本位”后一个时代的终结。

在利率套利机制下两项利率长线走势将贴近联邦利率走势，驱使它们走势十分相似，只是幅度上差异，而且与金价负相关性较官方利率更明显。

截至今年6月30日，3个月LIBOR及美国10年期收益率分别是3%及2.3%，金价约1,800美元。以上文分析以历史维度作比对，两项利率及当时金价分别如下：

日期	美国10年期收益率 (%)	3个月LIBOR (%)	黄金 (美元/盎司)
31/12/2009	3.8	0.3	1,097
31/03/2010	3.8	0.3	1,113
31/03/2011	3.5	0.3	1,432
31/07/2018	3.0	2.3	1,224

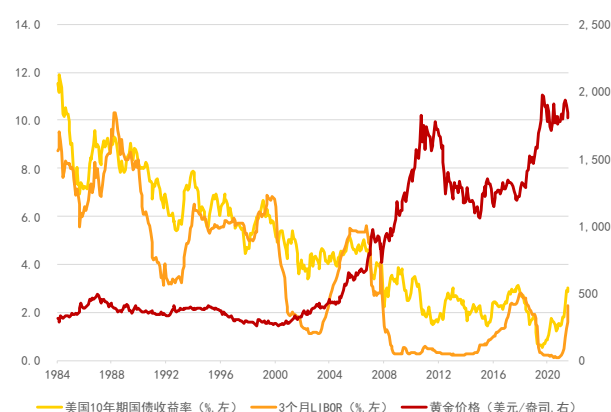
数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月30日

如美联储7月加息75个基点及9月再加息50个基点，届时收益率或将升至3.5%以上。比较当时LIBOR只有0.3%，因为联邦基金利率只有0.25%。反映同期收益率对金价的主导性较LIBOR强，或因收益率夹杂其他风险因素（如地缘政治局势），而LIBOR纯粹与无风险回报有关。

再分析收益率“倒挂”现象。以2至10年期息差为目标，过去30年曾出现过7次连续两个月或以上低过10个基点或负值，期间金价表现却令人失望，而且波动率偏高，反映在曲线平坦或倒挂时投资黄金风险较高。

因此，短期内投资者作投资决定前宜参考收益率走势。

美国10年期国债收益率、3个月LIBOR及黄金价格



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月30日

¹⁰ 见CNBC网站，<https://www.cnbc.com/2020/06/10/heres-what-negative-interest-rates-from-fed-would-mean-for-you.html>

■ 美联储资产负债表规模的影响

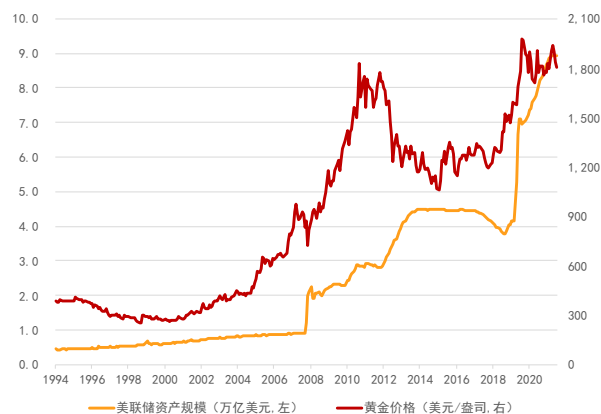
由时任美联储主席伯南克到耶伦再到如今的鲍威尔，不约而同地把缩减美联储资产规模，所谓“缩表”（QT），作为任内目标之一。美联储已确定在6月起每月递增QT规模至950亿（美元，下同），速度比伯南克时代快近1倍。

截至今年6月30日，资产规模约8.9万亿。回顾过去30年，次贷风暴发生前只有不足1万亿，多次量宽后推高至2015年近4.5万亿，之后伯南克2013年12月推行QT，资产规模曾下跌至3.8万亿，但在特朗普执政及全球疫情爆发后，资产规模反弹至如今创纪录的8.9万亿。

如通过以上时代分析今天QT目标，首要是疫情期间的增长，即由4.2升至8.9万亿的部分。以今天最高QT幅度（每月950亿）推算，需要约50个月完成，当时金价约1,520美元（每盎司，下同）。假设条件不变，若再缩减至量宽初期约2万亿规模，便额外需要约24个月，当时金价约730美元。

因QT是长线货币政策，而且料跨越多届总统任期，政策及执政风格可能都将给未来走向带来重大不确定性。虽然通过QT预测短期金价走势的参考性偏低，但分析结果反映两者长线走势同步的重要性。

美联储资产规模及黄金价格



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月30日

■ 美国金融状态指数的影响

传统概念中经济向好时加息是理所当然。但近期市场担忧短期内全球经济有可能陷入衰退，同时通胀上升不得不加息，两难局面中投资者是否增持黄金？我们可以通过“金融状态指数”来进行分析判断。“金融状态”指数是综合无风险利率、汇率、股票估值和信贷息差的加权平均值，指数向上反映金融流动性收紧，反之则亦然。

与上文分析相似，2000年前两者相关性不大，其后才呈现背离走势。年内指数稳步上升，而金价在1,700至1,900美元徘徊。我们就指数内最近3个阻力位及观察当时金价，数据分别如下：

日期	高盛美国金融状态指数	黄金（美元/盎司）
27/02/2009	104.0	942
31/05/2016	100.1	1,215
31/03/2020	100.4	1,577

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月30日

结果反映如果未来流动性收紧至疫情爆发一刻（2020年3月），当时金价约1,577美元，比6月30日约1,800美元，跌幅约12%。当然，当时各央行急速释放流动性以稳住经济下行压力，但如今是否会因衰退而再度宽松，令指数掉头下跌？无论是再以流动性解决衰退的效果成疑以及各国共识上，我们认为可能性不大。预期即使衰退出现，流动性短期也将趋紧而非放松，对未来金价走势造成压力。

高盛美国金融状态指数及黄金价格



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月30日



■ 全球黄金 ETF 资金流向的影响

近年来投资市场流行以黄金 ETF 作风险对冲工具，除了有实物黄金作抵押品外，其资金流向亦是市场对实物黄金需求的写照。

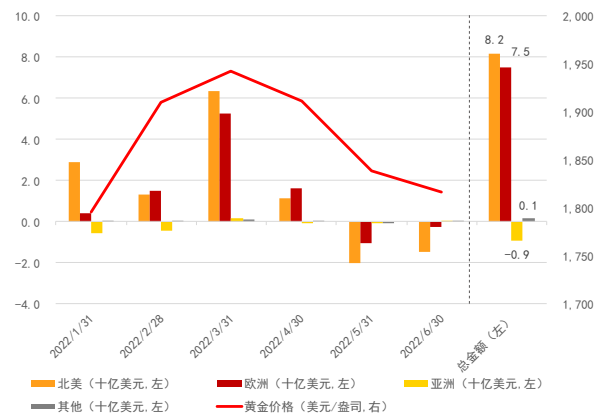
根据世界黄金协会提供数据显示，年内流入总金额约 149 亿(美元，下同)，其中地区占比分别是北美 55%(82 亿)、欧洲 50%(75 亿)、亚洲 -6%(流出 9 亿)及其他地区 1%(1 亿)。看似环球资金正支持黄金，但月度数据变化却更能反映其中的具体情况。

各地区中全期最高流入量是 3 月，其中欧美共流入 116 亿，亚洲及其他地区只有 3 亿，相信与俄乌冲突爆发后避险需求急升有关。4 月流入总金额明显骤降至 28 亿，5 月及 6 月更是出现净流出 31 亿及 17 亿，走势明显与美联储加息步伐有关，3、5 及 6 月分别加息 25、50 及 75 个基点，递增的幅度导致资金加速从 ETF 流出。

另外，欧美与亚洲表现出明显分歧。高通胀的影响迫使欧美央行马不停蹄地加息，相反亚洲地区通胀率普遍温和，加息压力不大，ETF 内资金变化轻微。即使叠加地缘政治影响，亚洲地区国家普遍抱持中立态度，受制裁或其他经济影响亦较欧美地区轻，避险需求不高。

年内金价走势与总资金变化十分接近，未来发达市场主要央行料跟随美联储收紧货币政策，预期即使地缘冲突、通胀及衰退等因素都将不敌货币政策收紧的影响。

各地区注册黄金 ETF 资金流变化 (十亿美元)



数据来源：世界黄金协会，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 30 日

■ 各国黄金储备的影响

俄乌冲突爆发后市场普遍预期实物黄金需求将会上升，有利金价走势。除了地缘政治极端事件刺激需求，欧美把俄罗斯金融剔除出 SWIFT 系统后引发其他国家担忧，并以自身及国家利益考虑而增持黄金。加上全球“去美元化”声势渐起，黄金确实是可行的代替品。

根据世界黄金协会提供全球主要央行年内黄金储备持有量变化数据显示，增持总数约 75 吨，比去年下半年增持约 24 吨，上升近 3.1 倍，反映全球外汇储备增持黄金比例急升。161 个国家中只有 23 个国家(占 14%)年内录得变化，显示走势并未全球性普及。其中最大变化的前 5 个国家分别是土耳其(+56 吨)、埃及(+44 吨)、哈萨克斯坦(-23 吨)、印度(+11 吨)及阿根廷(+7 吨)，共约 95 吨，变化比总数更高。

另外，23 个国家中印度及土耳其连续 5 个月录得净增持，而且幅度偏高，反映当地央行及政府非常重视俄乌冲突后欧美制裁等因素。只有墨西哥录得连续净减持。

俄乌冲突仍未平息，互相制裁程度及方向仍存不确定性。预期未来将有更多国家因时制宜，调整黄金储备持有量以保持有备无患。虽然增持量未能很快明显影响到各国央行持金量的总和，但预计长线对金价有利。

综合分析，我们认为短线黄金下跌比上升空间及机率更大，但长线而言，ETF 的对冲功能及“去美元化”支撑中长线刚性需求，金价走势或符合那句诗词：大浪淘沙始见金。预计第三季度金价可能反复震荡筑底，投资者可逢低逐步配置以稳定整体资产组合风险。|

年内黄金储备录得变化的国家及其数量

地区	国家	1月	2月	3月	4月	5月	总数(吨)
中亚	白俄罗斯	0.02	0.08	-0.02	0.11	0.00	0.19
	哈萨克斯坦	-17.06	-5.12	-12.09	5.29	6.27	-22.70
	蒙古	-1.34	-1.06	0.37	0.18	0.00	-1.85
	俄罗斯	-3.11	0.00	0.00	0.00	0.00	-3.11
	乌兹别克	-1.24	-22.08	-1.24	8.71	9.02	-6.84
中东	卡塔尔	0.68	-6.12	0.00	0.78	4.67	0.01
	阿联酋	-0.08	-0.02	0.72	-1.01	0.00	-0.40
南亚	印度	1.32	2.54	2.46	0.93	3.75	11.00
	菲律宾	-0.15	-2.37	-5.01	0.85	0.00	-6.68
南太平洋	所罗门群岛	-0.06	-0.05	0.18	0.05	0.02	0.14
南美	阿根廷	6.97	0.00	0.00	0.00	0.00	6.97
	厄瓜多尔	0.00	0.00	2.51	0.00	0.00	2.51
	墨西哥	-0.08	-0.03	-0.01	-0.10	-0.03	-0.25
东欧	阿尔巴尼亚	0.00	0.00	0.00	0.31	0.00	0.31
	捷克	0.00	0.00	0.34	-0.06	-0.03	0.25
	波兰	-2.18	0.00	0.00	0.00	0.00	-2.17
	塞尔维亚	0.15	0.13	0.16	0.12	0.00	0.56
欧洲	土耳其	10.40	21.70	4.80	5.60	13.30	55.80
	欧元区	0.47	0.65	0.87	-0.81	-2.43	-1.24
	法国	0.00	0.00	0.03	0.09	0.00	0.12
	德国	0.00	-0.59	0.00	-0.93	-2.43	-3.95
	爱尔兰	0.50	1.24	0.78	0.00	0.00	2.52
非洲	埃及	0.03	44.04	0.05	0.10	0.00	44.21
总数(吨)		-4.78	32.94	-5.08	20.22	32.11	75.41

数据来源：世界黄金协会，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 6 月 30 日

第七部分：
元宇宙
| 特刊

什么是元宇宙？定义及演变过程



■ 定义和应用

“元宇宙 (Metaverse)” 一词最早于 1992 年美国科幻小说《雪崩 (Snow Crash)》出现，书中描绘了一个平行于现实世界的 3D 虚拟世界，并探讨一个持久的、没有中央监管机构的去中心化概念。元宇宙的最大特征是人们可以在这个世界建立自己的“数字化身 (Avatar)”，并将现实世界的生活带入这个虚拟场景，创立第二人生。简单来说，元宇宙就是一个与现实有联系的模拟人生。

其实元宇宙已在我们身边出现多年，只是程度和用词不同。数十年来，网络上的多人在线游戏屡见不鲜，它们让玩家制定个性化身份及与其他玩家互动的功能，已经算是元宇宙的一种。不过网络游戏只是元宇宙的入口，未来它会跨越游戏的界限，带领我们进入沉浸式体验的新时代。这个虚拟空间，用户不但可以如现实一样上班工作，与其他人建立社交圈子，更可以购物和创造财富，丰富自己的虚拟生活。

元宇宙发展的重要里程碑

年份	里程碑
1992	科幻小说作者尼尔斯蒂芬森在个人作品《雪崩 (Snow Crash)》中创造元宇宙一词，以此代表小说中的人使用数字化身来探索网络世界，以逃避反乌托邦的现实生活 ¹
2003	网络游戏《第二人生》诞生，玩家能在游戏中建构生活、社交，被誉为实现元宇宙的先驱 ²
2009	比特币成为世界首个去中心化的加密货币，为加密货币开启大门 ³
2014	美国媒体艺术家 Kevin McCoy 制造了人类史上首件非同质化代币 (NFT) 加密艺术作品，为 NFT 往后的发展奠定基础 ⁴
2021	美国多间大型科技企业先后公布发展元宇宙的计划，并进行多项相关的企业行动，掀起元宇宙投资热潮

互联网的演变框架⁵

	Web 1.0	Web 2.0	Web 3.0
时段	1996 至 2004 年	2004 至 2016 年	2016 年后
内容	集合在单一数据库的已知信息	个人用户能在全球数据库建构内容	个人在家能将数据转化成具价值的“数字资产”
信息形式	大多只供读取	读取和编辑	便携与个性化
互动方式	网站表格	应用程序	去中心化的应用程序
广告形式	横幅	互动	行为
连接途径	桌面计算机浏览器	通常以电话优先	可穿戴 VR/AR、语音和物联网设备
技术	HTML、FTP	Flash、Java、XML	RDF、RDFS、OWL

¹ 见 CNBC 网站，<https://www.cnbc.com/2021/11/03/how-the-1992-sci-fi-novel-snow-crash-predicted-facebooks-metaverse.html>

² 见时代杂志网站，<https://time.com/6123333/metaverse-second-life-lessons/>

³ 见卫报网站，<https://guardian.ng/technology/tech/the-idea-and-a-brief-history-of-cryptocurrencies/>

⁴ 见纽约时报网站，<https://www.nytimes.com/2022/03/03/arts/design/nft-art-beeple.html>

⁵ 见花旗网站，<https://ir.citi.com/gps/x5%2BFQJT3BoHXVv9MsqVRoMdiws3RhL4yhF6Fr8us8oHaOe1W9smOy1%2B8aaAgT3SPuQVtwC5B2%2Fc%3D>

| 元宇宙

■ 元宇宙与 Web3.0

网络发展日新月异，过去发展可分为 3 个阶段。Web1.0 指 1991 至 2004 年间，大多数网站属静态网页，用户是内容消费者，而非生产者。而 Web2.0 是 2004 年后基于“网络作为平台”的理念，以用户创建内容为中心的社交平台。至于 Web3.0 是未来互联网愿景，关键前提是“去中心化”，将 Web2.0 中的建构平台去除，并建立包括区块链的技术。Web3.0 则是元宇宙持续运行的基础，因此两者概念并不完全相同。

元宇宙在未来应用能涵盖多个游戏以外的范畴。在工作层面，人们可以安坐家中，戴上 VR 眼镜，在虚拟办公室与工作伙伴的个人数字化身进行“面对面”会议，足不出户便达到与现实近乎相同的工作体验。就如比尔盖茨预测⁶，在未来两三年内，大多数网上会议将被转移到带有数字化身的 3D 元宇宙虚拟世界进行。在教育层面，元宇宙世界可作为历史教室，通过虚拟实景让学生置身于古迹遗址，实现体验式学习，提高教学成效。有医疗期刊亦发表文章指出⁷，学术界对元宇宙应用于医疗服务（包括疾病诊治）的共识。元宇宙更可成为举办集体活动如演唱会、投资讲

座、拍卖会的场地，打破各类活动的地域和空间界限。麦肯锡（Mckinsey & Company）预测⁸，未来人类在元宇宙的活动将围绕 5 个核心，包括游戏、社交、健身、零售贸易和遥距学习。虽然元宇宙是虚构的场境，但当通过软、硬件来建立与现实生活的联系时，科幻小说中的桥段将逐渐在我们的生活成为真实，甚至超越现实界限。


今天，很多企业开始将元宇宙元素以各种方式带入企业。麦肯锡在 2022 年 4 月进行一项调查⁹，发现大部分已经将元宇宙纳入商业模式的公司，多数用于市场推广、员工培训、会议、活动、产品设计和数字孪生。他们预计到 2030 年，全球有超过一半的现场活动会以元宇宙方式进行，而且超过 80% 的商业活动将会被消费者在元宇宙的行为影响。

■ 虚拟世界的经济体

元宇宙的虚拟世界是个独立经济体，用户可以拥有自己的数字资产（例如虚拟房屋），亦可以与其他用户进行资产交易，理念与真实世界大同小异，但关键在于“拥有权”和“去中心化”。

元宇宙计划的实行率（各行业高级高级管理人员的百分比）

行业	市场推广	员工发展	元宇宙会议	活动或论坛	产品涉及或数位孪生	招聘和入职	顾客能以加密货币支付
科技	68	64	54	64	54	39	23
媒体和通讯	82	36	36	43	54	18	25
先进产业	64	55	36	64	64	36	9
金融及保险	67	63	56	49	56	25	31
消费、零售、服装、时尚和奢侈品	95	56	59	41	50	41	14
能源与材料	54	85	69	46	69	31	8
医疗保健和公共部门	10	59	79	72	59	38	34
旅游、交通和物流	56	78	56	78	56	44	22
总和	67	63	53	52	52	31	22

采用水平 
高 (>70%) 中 (40至70%) 低 (<40%)

数据来源：麦肯锡，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 4 月

⁶ 见 CNBC 网站，<https://www.cnbc.com/2021/12/09/bill-gates-metaverse-will-host-most-virtual-meetings-in-a-few-years.html>

⁷ 见 ScienceDirect 网站，<https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S2588914122000016?token=1388954F9E15E0D68E5251FF51CE6108DCAEB304B5F1E60B626F1BBD58A20B09A5F958836B6687B327149A584107D099&originRegion=us-east-1&originCreation=20220620070224>

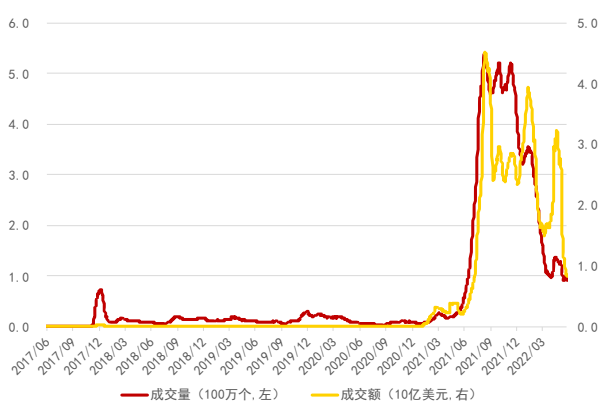
^{8,9} 见麦肯锡网站，<https://www.mckinsey.com/-/media/mckinsey/business%20functions/marketing%20and%20sales/our%20insights/value%20creation%20in%20the%20metaverse/Value-creation-in-the-metaverse.pdf>

网络世界的资产，不论合法或非法，素来容易被复制和滥用。简单的一张网络图片，只需按下复制键，便可以任意被传送或粘贴到其他地方，而使用图片的人更可声称自己“拥有”该图片。由于缺乏便于追溯来源技术，现时网络世界缺乏对拥有权的履行，严重打击知识和私有产权，令网络世界的产权保护似是而非。为了打破这局限，元宇宙中数字资产会以非同质化代币（NFT）形式出现。

在虚拟世界中，任何形式的对象都可被制成 NFT，可以是一幅图片、一首歌、一短影片、一个游戏，甚至一套动画，而每一个 NFT 都是个独一无二、不可替代的数字资产。虽然仍可被无限复制，但由于 NFT 拥有权必须由区块链技术确认，我们可透过区块链确认 NFT 实际拥有人。NFT 买卖须透过加密货币达成，而所有 NFT 的发明和交易都在区块链上留下纪录，这纪录公开可见之余，亦不可以被更改，因此每件 NFT 诞生一刻的拥有权便一目了然，亦不能被冒充，令元宇宙的数字资产同样实现了“拥有权”。

厘定拥有权能为资产赋予价值，NFT 的出现让虚拟世界里所有数字资产都变得有价有市，衍生出数字资产交易。据统计¹⁰，现时每年数字资产的交易额达 540 亿美元，而单日 NFT 交易额的高峰可达 2.5 亿美元¹¹。分析预计 2022 年虚拟世界房地产销量将超过 10 亿美元，比 2021 年上升 1 倍¹²。有科技公司更在年初成功完成史上首例元宇宙按揭合约¹³，向客户借出资金购买虚拟世界的土地所有权。

NFT 成交量与成交额



数据来源：NonFungible, 东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 4 月

数字资产的另外一个特点是去中心化，即不存在特定的“权威（Authority）”。现实生活中中心化的例子比比皆是，例如统一管控货币的政府、做出企业决策的公司管理层、中央处理证券交易的交易所、提供让人交流的社交平台等，都是以一个中央机构的角色，管理和处理一个网络。他们对自身的网络有完全的控制权（如政府推出政策），掌握一切网络中的数据（如社交平台拥有所有用户的登记数据），而且若中央机构出现错误，将影响整个网络（如若交易所出现系统错误，所有交易将不能进行）。

而去中心化，是指不受任何中央机构管控的网络。这个网络不属于任何人或组织，而是 100% 由用户掌控，而每个用户都享有同等的权利。去中心化网络的数据透明度极高，所有交易均无须经过中央系统处理，每一个交易活动都完全透明且不能被篡改，让所有用户任意查阅和核实，因此没有一个人拥有所有数据，而是所有用户都拥有同样的数据。有了去中心化的系统，用户无须依赖第三方的中央机构，能自主控制交易，并能以点对点的方式，达到高效及低成本的操作。由于网络没有中央机构，即使其中一个节点出现错误，亦不会影响整个网络。更重要的是，高透明度和集体控制权令黑客更难入侵网络，让系统更安全可靠。由于数字资产建立在去中心化的区块链技术上，因此数字资产亦拥有去中心化的特征。

数字资产的拥有权防止虚拟世界内滥用知识产权的行为，去中心化提升交易活动的效益及建立安全保障，两者均为元宇宙建立公平公开且安全可靠的经济体。未来元宇宙中的货币系统将不止于过往电玩中的游戏金币，因为虚拟世界内的资产也可以带有现实世界中的价值，若技术应用渐趋普及，为我们带来的影响将不容忽视。

¹⁰ 见摩根大通网站，<https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpm/treasury-services/documents/opportunities-in-the-metaverse.pdf>

¹¹ 见麦肯锡网站，<https://www.mckinsey.com/-/media/mckinsey/business%20functions/marketing%20and%20sales/our%20insights/value%20creation%20in%20the%20metaverse/Value-creation-in-the-metaverse.pdf>

¹² 见 CNBC 网站，<https://www.cnbc.com/2022/02/01/metaverse-real-estate-sales-top-500-million-metametric-solutions-says.html>

¹³ 见彭博网站，<https://www.bloomberg.com/news/videos/2022-02-03/the-risks-and-rewards-of-metaverse-mortgages-video>

元宇宙概念炙手可热 各界争相入局

■ 发展的核心

元宇宙成为热议，转折点在去年 10 月美国有大型社交平台将其公司改名为“元宇宙”之后，自此全球网络上与元宇宙相关的关键词搜寻量不断上升，延伸出来的概念词例如 NFT 等商标注册亦大增。根据科睿唯安报告¹⁴，今年 2 月以“Meta”、“NFT”和“虚拟产品或服务”为商标的美国企业，由 2021 年 1 月几乎没有，至今年 2 月攀升至分别超过 1,100 家和 600 家。可见，企业对元宇宙相关概念的兴趣正不断提升。



注：以 100 作基准，100 代表该字词的热门程度在该时间点达到最高峰。
数据来源：Google Trend, 东亚中国财富管理, 数据由 2020 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日

科技企业是支撑元宇宙的核心，不论是用户所需要的硬件、场景应用、互动体验，都需要以数字内容及区块链技术作为基础。科技企业有了先进的技术，用户便可以在元宇宙中得到更真实的体验，加快元宇宙发展。现时，内地至少有 3 家科技巨擘都在元宇宙领域中布局及大量招聘人才，包括大量招聘虚拟场景搭建的建造师、虚拟角色，亦有企业与美国芯片公司合作发布元宇宙产品。预期未来不仅是科技企业，不同行业公司都会加大元宇宙领域的研发开支，投放更多资金发掘商机。

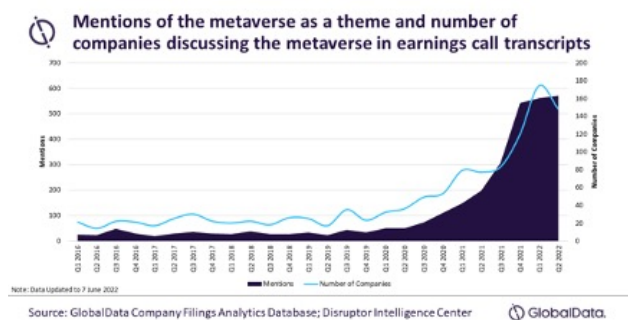
■ 非局外人

虽然信息技术业是元宇宙扩张核心，但自此这概念兴起，全球不论任何行业都开始在某种形式上跟元宇宙攀上关系。他们在虚拟世界购买土地、开设分店、举办品牌活动、创建自家的加密货币、制作 NFT 等等。

根据美国数据公司档案数据库显示¹⁵，截至 2022 年 6 月 7 日，在全球上市公司业绩电话会中曾提及“元宇宙”一词的次数和企业数量不断创新高。该报告亦指出“虚拟资产”和“数字孪生”为在第二季度综合所有业绩电话会最常提到的关键词。报告反映不同企业高管均在巨大发展潜力和同业影响下，纷纷关注元宇宙与他们的关系，并积极将其加入企业未来发展方针。

目前已公开表明进入元宇宙市场的企业除了来自科技行业外，还包括服装零售、体育用品、百货公司、奢侈品、汽车、金融、影视娱乐、旅游、专业服务、通讯、公共事务、医疗服务、房地产等，几乎涵盖所有主要行业。各大企业宁愿损失投资，也不想落后于市场变化，抢先到虚拟世界分一杯羹。

全球上市公司业绩电话会提及「元宇宙」的企业数量和提及次数



数据来源：GlobalData, 东亚中国财富管理, 数据截至 2022 年 6 月 7 日

¹⁴ 见科睿唯安网站, https://clarivate.com/wp-content/uploads/dlm_uploads/2022/06/CM872104775-2022-Trademark-Trend-Whitepaper-v2.pdf
¹⁵ 见 GlobalData 网站, <https://www.globaldata.com/media/business-fundamentals/metaverse-wave-continues-rise-among-corporates-b2b-use-cases-discussed-q2-2022-earnings-calls-says-globaldata/>



除了商业范畴，官方组织亦在元宇宙有所动作¹⁶。例子如下：

- 加勒比海岛国巴巴多斯去年宣布在元宇宙建立世上首个官方的虚拟领事馆，该国官员形容此举提供无需增加实体大使馆下扩大外交足迹。
- 韩国首尔市政府计划投资 39 亿韩元打造“元宇宙首尔”，将公共服务引入虚拟世界，主题涵盖经济、教育、旅游、通讯、城市发展、行政和基础设施。第一阶段计划在 2023 年设立虚拟市政厅。届时只需戴上虚拟现实眼镜，登入虚拟世界，便能通过数字化身会见政府官员和提交投诉。
- 中国多个城市包括北京、上海、浙江等亦陆续展开元宇宙发展工作¹⁷。其中，上海将元宇宙纳入当地“十四五规划”，以加强城市数字化转型；北京亦将积极支持元宇宙产业，推动相关科创项目发展。

提升元宇宙与真实世界联系，及让它发挥现实生活功能，单凭科技界参与并不足够。科技企业为虚拟世界建立完善基础建设，并推出各类硬件产品配合，但若缺少社会上其他行业共同付出，元宇宙只会是华丽的空壳。随着更多市场参与者，今天元宇宙已不再局限于科技领域，虚拟与现实世界联系将愈来愈紧密。虽然大多数企业参与计划仍停留在概念层面，但今天对元宇宙的可预见度已大大提升，相信当更多公司将元宇宙战略推至运行时间时，我们便能更清楚看见元宇宙的潜力。|

¹⁶ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/currencies/seoul-barbados-check-into-metaverse-governments-eye-virtual-presence-2021-11-25/>

¹⁷ 见新浪财经网站，<https://finance.sina.com.cn/tech/2022-03-07/doc-imcwipih7002236.shtml>

潜在投资机会

■ 市场规模不断壮大视为新蓝海

能够吸引大型企业争相入局，元宇宙经济潜力当然不容忽视。今年1月中国国务院发布《“十四五”数字经济发展规划》¹⁸，提出数字经济核心产业占国内生产总值（GDP）增加值由2020年的7.8%增长到2025年10%。虽然没有明确提到元宇宙对GDP影响，但其中提及发展数字经济，需要推进产业如信息技术、大数据、物联网、人工智能、区块链等，亦正是创建元宇宙不可缺少的一部分。相信未来有关产业将成为推动经济的重要载体和场景之一。

元宇宙接受度提升亦有利扩大市占率。花旗银行《元宇宙与金钱：解密未来》报告中¹⁹，预计2030年元宇宙用户数量将多达50亿，相等于当今全球人口6成半。现时使用智能设备已成为主流，同时使用虚拟现实（VR）和增强现实（AR）的渗透率也逐渐提升，未来进一步将娱乐、社交、教育、零售等融入元宇宙普及化。报告预计，2030年元宇宙经济潜在总市场规模可达8至13万亿美元，届时元宇宙将会对全球经济举足轻重。

企业对元宇宙领域投资日益增加。据麦肯锡报告指出²⁰，企业、风险投资和私募股权在2022年前5个月对元宇宙投资已经超过1,200亿，比2021年全年570亿高出1倍，其中大部分投资都与科技、媒体、游戏公司相关，反映企业对元宇宙发展的决心。随着社会认可度提升，未来元宇宙可投资范畴将愈趋广泛，仍未涉足行业例如基建、物流等投资发展空间仍然很大。

■ 围绕元宇宙生态系统的投资策略

富时全球元宇宙指数追踪全球过百家与元宇宙概念相关的股份表现，可作为元宇宙市场表现的指标。以富时全球全市场指数做比较，并以2017年6月作基础，两项指数变化在2020年前大致持平，但自2020年初开始，富时全球元宇宙指数明显跑赢大市，而且两项指数表现差距持续扩大，反映市场资金在2020至2021年间热烈追捧元宇

宙概念。直至2021年底出现变种病毒、地缘冲突及美联储加息等，两项指数同步下跌，而且表现差距逐步收窄，反映恐慌情绪上升和流动性缩减，估值偏高的元宇宙股份卖压较大。尽管如此，引述彭博数据²¹，2022年前2个月仍有2.47亿美元资金流入元宇宙ETF，比去年同期多24%，反映虽然市场环境波动，但投资者对元宇宙概念的热衷程度未曾降低。

富时全球元宇宙指数与富时全球全市场指数变化



注：2017年6月为基点
数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2022年6月20日

宙元宇宙生态系统涉猎广泛。细观富时全球元宇宙指数的行业成分，其中中包含科技（如计算机软件及硬件公司）、非必需消费品（如零售）、工业（如芯片制造商）、电讯、金融（如支付服务公司）、医疗和能源，横跨以美国、中国大陆和中国台湾为主的13个市场。概念上，元宇宙与现实世界无异，与任何行业都能有所联系，但元宇宙仍在发展初段，投资部署主要在固有元宇宙产业（如电玩游戏）、硬件制造商及处于供应链上游的企业会较为可取。

1. 软件及用户产品体验

由于元宇宙其中一个关键元素是沉浸式和多人空间体验，要进入元宇宙场景，初期利用游戏和社交平台便是能够直接体现的方式。“去中心化”为元宇宙中另一个重要元素，意思是所有服务、小区发展都由元宇宙中玩家自设并各做

¹⁸ 见国务院网站，http://www.gov.cn/zhengce/content/2022-01/12/content_5667817.htm

¹⁹ 见花旗网站，<https://ir.citi.com/gps/x5%2BFQJT3BoHXVu9MsqVRoMdiws3RhL4yhF6Fr8us8oHaOe1W9smOy1%2B8aaAgT3SPuQVtwC5B2%2Fc%3D>

²⁰ 见麦肯锡网站，<https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/business%20functions/marketing%20and%20sales/our%20insights/value%20creation%20in%20the%20metaverse/Value-creation-in-the-metaverse.pdf>

²¹ 见彭博网站，<https://www.bloomberg.com/professional/blog/metaverses-80-billion-etf-assets-by-2024-virtually-a-reality/>

出贡献，而游戏和社交平台正符合这一点。构建一个虚拟世界，玩家需要在游戏或平台中交流、购买各式各样商品、角色、权限等，所使用到代币、虚拟道具，正是构建出真实感。全球各大游戏开发商已积极进行并购，并掌握区块链、知识产权（IP）、NFT 等与元宇宙相关概念。根据 Drake Star Partners 报告²²，今年 1 至 3 月全球游戏产业融资交易额已达到 987 亿美元，超过 2021 年全年的数据，可见各游戏商均通过收购合并来扩大市场占有率。

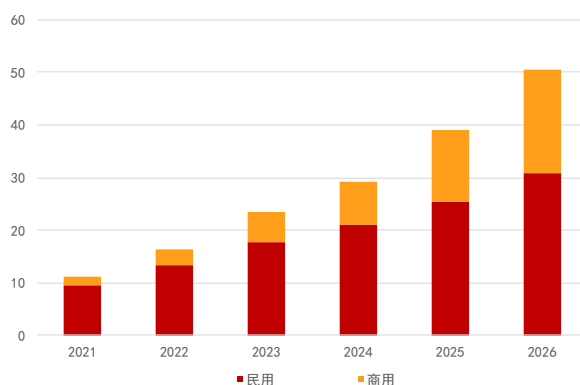
2. 硬件配套

在元宇宙中呈现一个动画丰富、栩栩如生的 3D 模拟环境，软件和硬件配合缺一不可，当元宇宙完全融入生活，或许每人须要拥有扩展现实（XR）装置。XR 泛指结合虚拟和实际环境，让用户互动，当中主要包括 VR 和 AR。VR 是计算机制成的 3D 仿真影像，该视觉体验效果让戴上 VR 眼镜后仿佛身临其境。而 AR 则令现实和虚拟空间互相交叠，打破现实场景限制，令虚拟与真实对象无异。

VR / AR 影像会随着用户移动实时变化，亦可配合其他硬件如触感手套和耳机，全方位通过各类感官为用户提供强烈真实效果。除提升用户体验外，XR 亦多方面应用，例如呈现产品设计概念、透过感官数据分析健康状况等。升级设备让用户体验到沉浸式互联网所需要的系统与设备，当中便须要强大的组件。XR 市场酝酿巨大潜力，有利推出 VR / AR 产品的龙头企业，但由于现阶段 VR / AR 的市场渗透率不及传统电子产品，因此相信以投资角度，将更有利于制造这些装置的供应链上游企业。预计芯片、半导体、传感器、显示屏、装置外壳及镜片的制造商将首先受惠。由于配合元宇宙的硬件亦包括智能手机、计算机等传统硬件，若上游供货商业务涉及两者，将可看高一线。

根据国际数据信息（IDC）全球季度 VR / AR 头戴式装置追踪数据显示²³，2021 年全球 VR / AR 市场增长 92.1%，出货量达 1,120 万件。IDC 预期出货量将在 2026 年突破 5,000 万件，估计在 2021 至 2026 年间，整体市场年均复合增长率（CAGR）达 35.1%，当中商用比民用出货增长高出逾两倍，达 63.2%。

全球 VR / AR 装置出货量预测（百万）



数据来源：国际数据信息，东亚中国财富管理，数据截至 2022 年 3 月 22 日

高质网络支持服务才能实践元宇宙，让现实和虚拟世界实时、流畅中同步。除了网络速度需要提升，电讯运营商采用的基础建设亦须升级。5G，甚至 6G 需求应运而生，抢先加入元宇宙的通讯商更能夺取市场份额，长远具投资价值。

总体而言，元宇宙发展有利以下板块：

行业	业务
软件应用	游戏开发商、社交平台
硬件应用	智能手机、计算机、显示屏、数据中心
硬件供应链上游	半导体、芯片、传感器、装置外壳及镜片制造商

²² 见 Drake Star Partners 网站，<https://www.drakestar.com/news/global-gaming-report-q1-2022>

²³ 见 IDC 网站，<https://www.idc.com/promo/arvr>

潜在挑战

■ 元宇宙尚未成形，重演 2000 年科网股泡沫？

元宇宙火热程度与无限幻想空间有着密不可分关系，令市场担忧“未成形、先兴奋”现象会否重演 2000 年科网股泡沫（Dot-com 泡沫）。1995 至 2001 年间，欧美及亚洲等地将公司营运与信息科技或互联网嫁接，企业如雨后春笋，掀起资本市场热潮。当时大批科网相关股票受追捧，热烈程度与今天打着“元宇宙”概念股表现相似。

不过，元宇宙讲求创造者及用家参与度和体验，目前核心技术（如软件、硬件设备）、“去中心化”生态系统日益成熟，与 2000 年市场盲目跟风投资情况不可同日而语。

此外，泡沫与否在于供求关系。当年不少信息科技公司在科网泡沫破灭后宣告破产，源于市场需求根本性不足。目前各方在元宇宙投资庞大，但用户接受程度和需求量成疑。部分虚拟资产年初出现跟风炒作，投资者需留意相关风险。

相反，以现时元宇宙相关投资规模，“元宇宙热”反而与 2016 年人工智能（AI）热潮类似，亦属 AI 热的延伸。AI 技术是通过物联网、大数据等深度学习技术，将机器学习应用在日常生活中，各行各业积极引进和融合 AI 的生活应用。不过至今 AI 发展仍未成熟，目前普遍应用在处理客户服务、农业、医疗等领域，与元宇宙发展阶段相似。根据麦肯锡数据²⁴，今年元宇宙相关的创业投资与私人股权投资总额达 60 至 90 亿美元，与 2016 年 AI 投资额（60 至 80 亿美元）相近。

■ 国关注安全隐患

元宇宙热潮开始后，市场同时关注安全性的问题，包括数据安全、滥用行为和未来对数字资产监管，这些考虑直接影响元宇宙发展速度，值得投资者注意：

· 数据安全

元宇宙与现实世界联系越紧密，虚拟平台便掌握更多数据，包括个人资料、行为模式、消费喜好、人际网络、生物识别等。若发展日益成熟，涉及资料更敏感，例如病历和财政状况。平台彻底掌握用户私隐，或会造成“无私隐世界”。平台掌握数据、黑客入侵、国家和商业资料保障（如官方机构或企业的虚拟会议），资料泄漏风险随之上升。以往元宇宙停留在游戏层面，涉及敏感数据较少，应用在更多不同层面时，监管机构将高度关注虚拟世界的数据安全。

· 滥用行为

说到底，元宇宙中彼此都是数字化身，用户不但不一定要使用真实姓名、性别、年龄、肤色和个人资料，甚至可以同时拥有多个数字化身。匿名、不受责任限制环境，往往酿成非法行为。英国卫报最近发布一套纪录片 25，记述一名记者以一个 13 岁儿童身份进入虚拟世界，探索元宇宙生活。在仅仅 10 分钟，记者已遇上关于种族歧视、暴力和性骚扰言论，包括一些极端主义用家，在虚拟世界内公开讨论有关极端种族主义和仇恨内容。虽然在虚拟世界，但戴上 VR 眼镜的真实感足以令她感到极度恐惧。如今元宇宙是缺乏法律、行为不受限制的世界，革命性体验同时隐藏风险。用户言论和内容都不受过滤，沉浸式体验令威胁格外真实。元宇宙让用户不须负上责任，任意投射现实生活中被限制的行为。这个缺乏国家与法律的空间将如何限制，是元宇宙普及化的一大挑战。

²⁴ 见麦肯锡网站，<https://www.mckinsey.com/~/media/mckinsey/business%20functions/marketing%20and%20sales/our%20insights/value%20creation%20in%20the%20metaverse/Value-creation-in-the-metaverse.pdf>

²⁵ 见卫报网站，<https://www.theguardian.com/tv-and-radio/2022/apr/25/a-barrage-of-assault-racism-and-jokes-my-nightmare-trip-into-the-metaverse>

· 未来对数字资产的监管

现时大部分国家仍未对数字资产发展做出明确监管。每年 540 亿美元数字资产交易额²⁶，等同于香港 GDP 的约 15%，庞大而不受规管的市场很容易吸引犯罪活动。由超过 39 个国家及地区组成，集合超过 200 个财务行动特别组织（FATF）表示²⁷，数字资产引发洗黑钱、恐怖分子融资及其他犯罪活动，不法之徒或绕过素来受监管的金融系统获取、转移和窝藏犯罪资金，对社会及全球金融系统构成极大威胁。因此组织呼吁各国尽快采取行动，对数字资产，尤其对交易内容及模式、双方身份、资金来源及地区风险做出监察。事实上，现时各官方机构已陆续开展监管工作，虚拟世界将受到更多限制，在各方利益平衡前，以数字资产为发展主轴之一的元宇宙亦会受到影响。

元宇宙概念吸引全球目光，对社会、个人、商家而言都会产生重大影响。终究元宇宙、NFT、加密货币等都是一种工具，会否成为投资泡沫还将视供需及执行情况而定。任何新技术都需要时间建立和发展，技术发展亦带来无限投资机会，但崭新投资领域往往需要经历大幅波动的洗礼，投资前应先考量个人风险承受能力。|

各地政府及官方组织对数字资产监管工作

政府及官方组织	时间	监管工作
英国	2020 年 1 月	要求从事加密资产活动的公司遵守《洗钱、恐怖主义融资和资金转移条例》 ²⁸
财务行动特别组织 (FATF)	2021 年 10 月	发布虚拟资产与服务商之风险基础指引，指导各国对透过数字资产进行洗黑钱等活动进行监管 ²⁹
新加坡	2022 年 2 月	新加坡金融管理局发布《2022 年金融服务和市场法案纲要》，加强对虚拟资产服务提供商在洗黑钱和恐怖融资风险方面的监管 ³⁰
中国	2022 年 2 月	银保监会发布《关于防范以“元宇宙”名义进行非法集资的风险提示》 ³¹
经济合作暨发展组织 (OECD)	2022 年 3 月	发布公开指引，提出将数字资产纳入须进行信息交换及税项申报之框架 ³²
日本	2022 年 3 月	计划修改外汇法，将加密货币交易所包括在内，以填补国际资金绕过金融制裁的漏洞 ³³
美国	2022 年 3 月	总统拜登签署名为《确保数字资产负责任发展》行政命令，包括要求财政部在 120 天内制定一项行动计划，以减轻与数字资产相关国家安全和非法金融风险 ³⁴
香港	2022 年 6 月	计划通过修订《打击洗钱及恐怖分子资金筹集条例》，向虚拟资产交易所实施发牌制度，并要求企业须履行打击洗钱及恐怖分子资金筹集责任 ³⁵
欧盟	2022 年 6 月	欧盟达成协议，首次将加密资产、加密资产发行人和加密资产服务提供商纳入监管框架 ³⁶

²⁶ 见摩根大通网站，<https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpm/treasury-services/documents/opportunities-in-the-metaverse.pdf>

²⁷ 见 FATF 网站，<https://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/Virtual-Assets-Red-Flag-Indicators.pdf>

²⁸ 见英国金融行为监管局网站，<https://www.fca.org.uk/firms/financial-crime/cryptoassets-aml-ctf-regime>

²⁹ 见 FATF 网站，<https://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/Updated-Guidance-VA-VASP.pdf>

³⁰ 见新加坡金融管理局网站，<https://www.mas.gov.sg/news/speeches/2022/explanatory-brief-for-financial-services-and-markets-bill-2022>

³¹ 见银保监会网站，<https://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=1038723&itemId=915&generalType=0>

³² 见 OECD 网站，<https://www.oecd.org/ctp/exchange-of-tax-information/oecd-seeks-input-on-new-tax-transparency-framework-for-crypto-assets-and-amendments-to-the-common-reporting-standard.htm>

³³ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/japan-revise-foreign-exchange-law-end-crypto-loophole-sanctions-russia-2022-03-28/>

³⁴ 见白宫网站，<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/presidential-actions/2022/03/09/executive-order-on-ensuring-responsible-development-of-digital-assets/>

³⁵ 见香港政府新闻公报网站，<https://www.info.gov.hk/gia/general/202206/24/P2022062300502.htm>

³⁶ 见欧洲理事会网站，<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/06/30/digital-finance-agreement-reached-on-european-crypto-assets-regulation-mica/>



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。

