



回顧 2021 年首數月，資產價格受惠於環球經濟復甦的憧憬、疫苗接種率上升及已發展市場重啟經濟。然而，亞洲疫情再度升溫，加上 Omicron 新冠變種病毒出現，以及疫苗接種步伐較預期緩慢，尤其是新興市場，窒礙區內經濟增長。此外，中國內地展開大規模監管收緊周期、財力較弱的內房發展商出現融資問題，加上電力短缺，均進一步削弱市場氣氛。在本 2022 年前景展望中，亞洲區（日本除外）股票投資部首席投資總監陳致洲探討上述事態發展，評估對區內及全球經濟格局未來一年的潛在影響。

亞洲股票展望：市場走勢分歧下的機遇

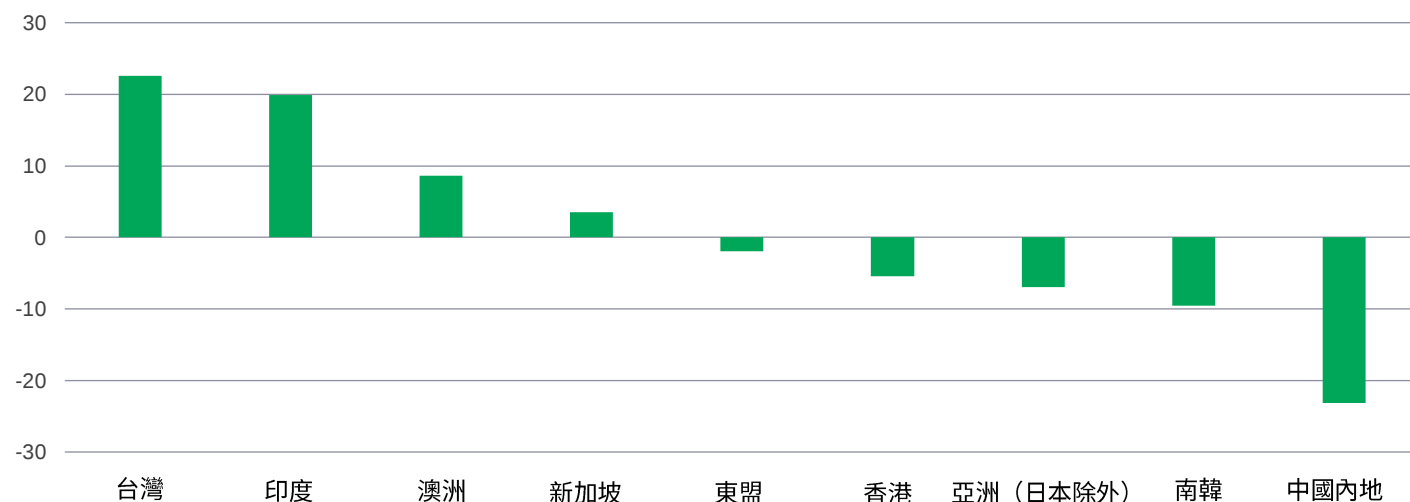
自 2020 年疫情爆發至 2021 年疫情蔓延期間，我們已預期亞洲股市表現分歧。於 2020 年，防疫措施更佳和接種率相對較高的東北亞市場在區內表現領先，東

盟國家則由於城市人口集中、疫苗供應受限和醫療基建相對落後而表現遜色。

從 2021 年初至 2021 年 12 月 21 日的地區表現來看，上述動態出現一些變化（見圖 1）。台灣等部份北亞市場的科技相關出口強勁，繼續支持其出色表現，但南韓和中國內地面臨更大挑戰，中國內地因多項備受關注的監管舉措而面對非系統性挑戰。此外，印度在首季經歷嚴峻的新冠肺炎疫情後，經濟展現強勢，帶

圖 1：亞洲股市表現，2021 年初至今¹

MSCI 明晟指數表現（%，美元）



¹ 資料來源：彭博資訊，截至 2021 年 12 月 21 日。

動當地市場在 2021 年表現亮麗。最後，大部份東盟市場（新加坡除外）均實施出行限制，加上疫情反覆窒礙經濟強勁反彈，因此在 2021 年表現落後整體。

亞洲 2022 年宏觀環境

COVID-19 新型冠狀病毒疫情

在 Delta 變種病毒疫情蔓延下，越來越多亞洲經濟體的疫苗接種計劃到達臨界點，以東南亞尤其明顯。此外，隨著東南亞採取「與病毒共存」策略，區內國家或會落實重啟經濟策略。若當地政府把握機會，能夠在毋須封城的情況下控制疫情，有望提振服務業和消費增長。然而，中國內地和香港的情況例外，因兩地仍維持「清零」政策。

雖然如此，大部份國家的疫苗接種率料將在 2021 年底達到約 80%，因此爆發新一波疫情的風險應會減

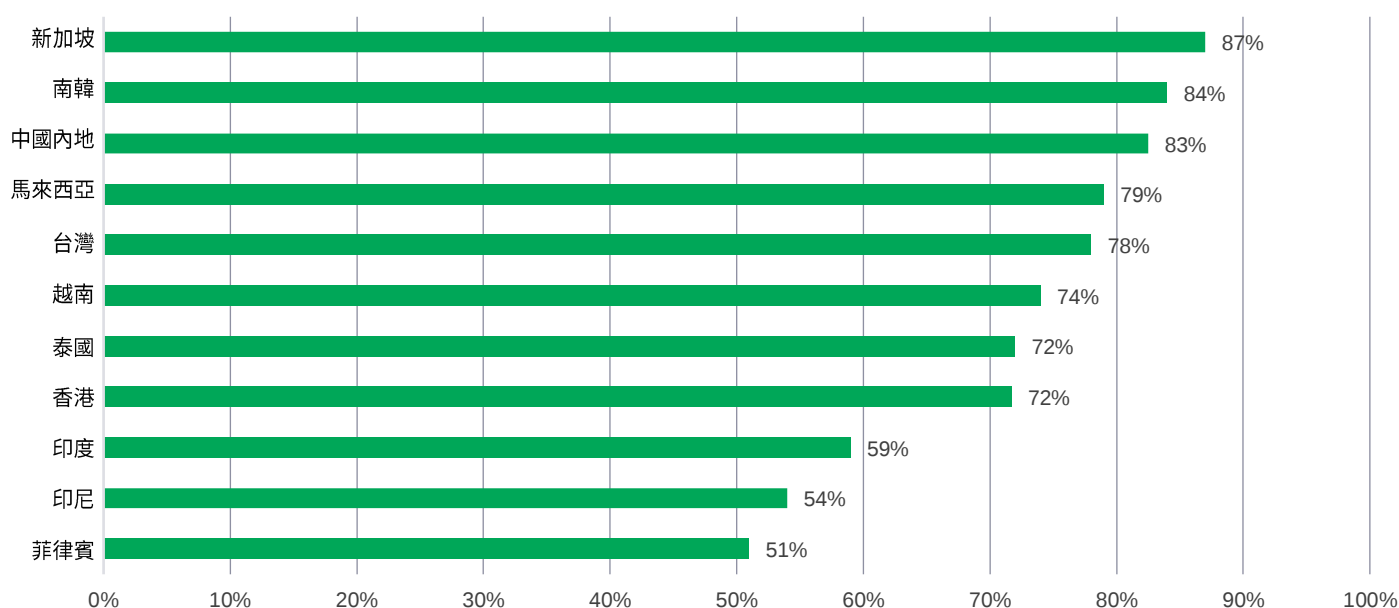
退（見圖 2）。經歷兩年的應對和防疫措施後，亞洲各國政府更深入了解如何及何時推行邊境限制、社區控制和封鎖措施，並陸續進行疫苗加強劑接種計劃，以提高整體群體免疫水平，雖然 Omicron 變種病毒具傳染性，但相信帶來重症的影響較輕微。我們寄望疫情帶來的影響將在 2022 年減退，在未來數年有可能從全球大流行演變為流行病。

美國減少買債

此外，美國聯儲局即將收緊政策，在 2021 年底開始減少買債，並將於 2022 年夏季結束。其後，當局可能在 2022 年底或 2023 年加息。貨幣和財政政策正常化的進程值得注視，但現階段毋須憂慮。從實質利率、實質利率差距、通脹、經常帳結餘及外匯儲備等宏觀經濟穩定性指標來看，若政策在短期內顯著收

圖 2：亞洲疫苗接種率²

已接種至少一劑疫苗的總人數除以總人口（%）



² 資料來源：政府網站、「Our world in data」，數據截至 2021 年 12 月 21 日。資料僅供參考用途。

圖 3：亞洲宏觀指標表現優於 2013 年³

	中國內地	香港	印度	印尼	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	台灣	泰國
整體消費物價指數	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✗	✗	✗	✓
經常帳結餘	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✓
整體外債佔外匯儲備比率	—	✗	✓	✗	✗	✗	✗	✓	✗	✓
短期外債佔外匯儲備比率	—	✗	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✗	✓
短期外債加經常帳赤字佔外匯儲備比率	—	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✓
外匯儲備佔每月進口比率	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✓
實質政策利率	✗	✓	✓	✓	✗	✗	✗	✗	✗	✓
相對美國的實質政策利率差距	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
相對美國的 10 年期債券實質孳息率差距	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

緊，大部份亞洲經濟體在現水平不會面臨即時風險。簡言之，大部份亞洲國家的經濟狀況較 2013 年聯儲局宣布退出量寬時為佳。除非美國加快減少買債的步伐，亞洲應已為這個正常化進程作好充分準備。

中國增長轉型的影響

值得注意的是，隨著中國內地經濟放緩，加上已發展市場的需求逐步由貨品轉向服務，區內較受中國內地增長轉型影響的經濟體（例如台灣和南韓）料將承受更大衝擊。儘管如此，經濟在 2021 年重啟之後，已發展市場經濟體的消費開支由貨品逐步重返服務業，標誌著環球貿易增長開始回復常態。隨著中國開始放寬政策以減輕經濟放緩的影響，我們將密切注視有關發展。

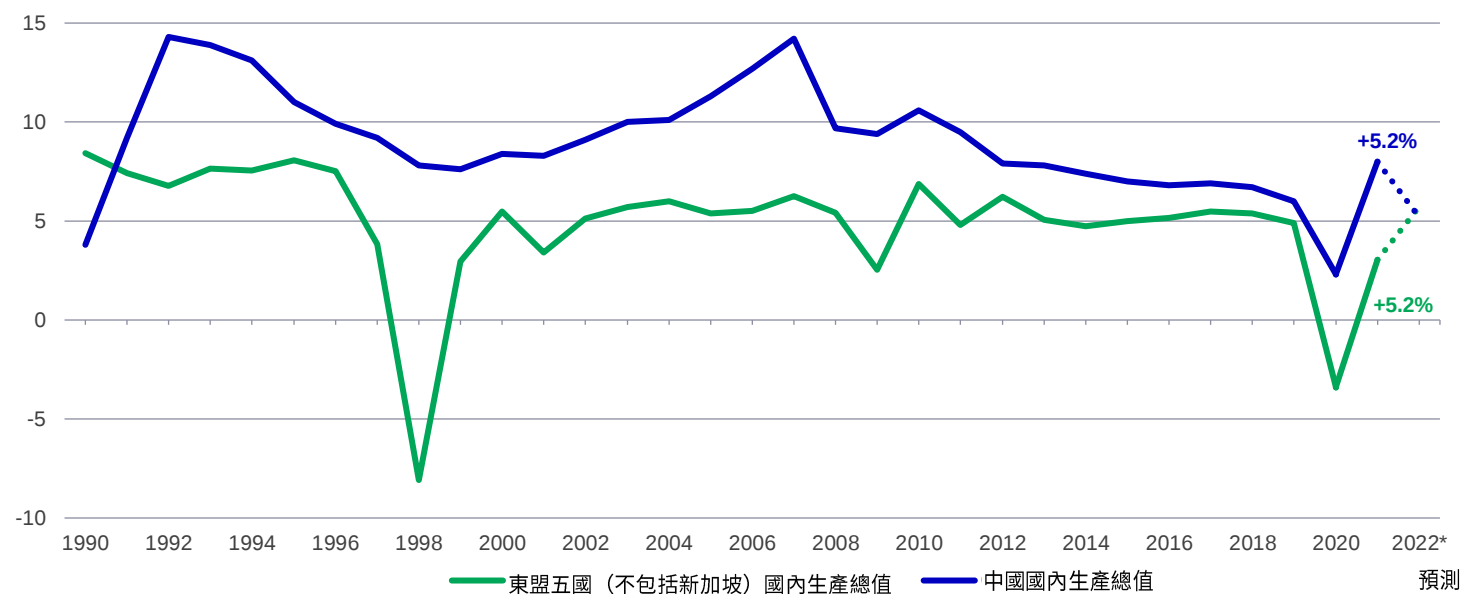
中國的減碳政策及惡劣天氣推動能源價格上升，帶來通脹升溫的風險。此外，供應鏈問題歷時較預期長，對貨品供應和成本均構成壓力。部份央行的應對立場轉趨鷹派，但我們認為目前並非面對滯脹環境。另外，由於東南亞面臨通脹失控的風險相對較低，因此仍有能力承受需求拉動型通脹。

經濟增長

進行分析前，我們先要綜觀全局。上文所述的三項宏觀因素無疑為亞洲經濟增長帶來阻力。然而，預期這些因素對北亞的影響與東南亞不盡相同。在這個環境下，我們預料中國國內生產總值增長將由 2021 年的 8%，放緩至 2022 年的 5% 左右，低於東南亞的增長

圖 4：東盟經濟增長料將在 2022 年超越中國

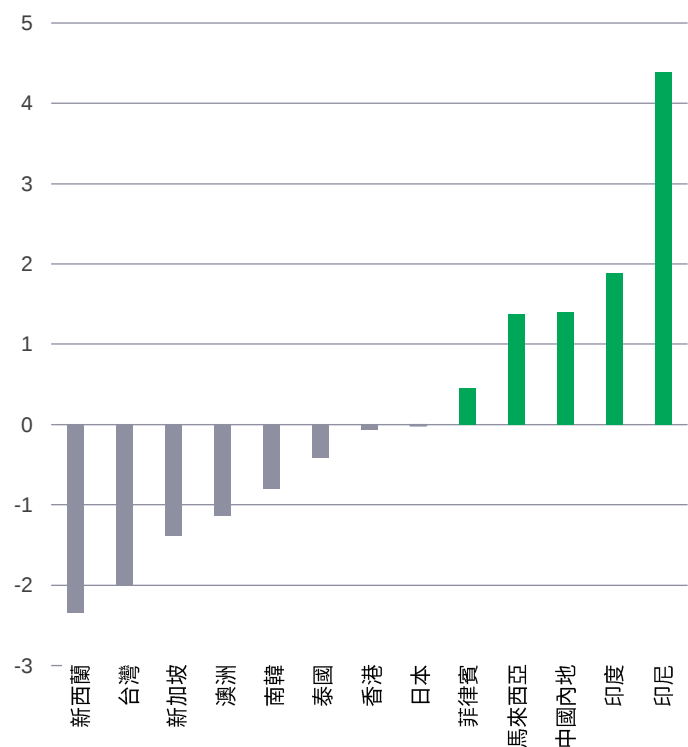
按年變動 (%)



預測（圖 4）。預期印度的經濟增長介乎 6%至 7%，進一步支持我們對東南亞前景持樂觀展望。

印尼和印度這兩個東南亞主要經濟體的實質孳息率較高（圖 5），吸引資金流入，進一步加強我們看好東南亞市場的觀點。

圖 5：亞洲實質孳息率 (%)



³ 資料來源：彭博資訊，截至 2021 年 12 月 18 日。東盟五國包括印尼、馬來西亞、菲律賓、泰國和越南。東盟的官方名稱為東南亞國家聯盟，

是由東南亞 10 個成員國組成的經濟聯盟，2021 年和 2022 年數據為彭博資訊綜合估計。

東南亞的策略性角色和 2022 年前景

鑑於中美兩國關係早前多次轉趨緊張，我們相信至少在中期內，東南亞將成為策略性受惠者，因個別行業有望獲得外國直接投資，其中包括印尼的電池供應商、泰國的汽車企業及馬來西亞的資訊科技供應鏈。

雖然東盟實體經濟融合的進度使人失望，但成員國之間的數碼融合較令人鼓舞。目前，區內有超過 30 家大型科技獨角獸企業即將上市，預料這股上市趨勢將蔓延至金融科技、物流供應商和電子商貿企業。

這類企業擁有若干共同特點：

1. 不少獨角獸企業的業務更輕易適應地區化趨勢
2. 有別於傳統產業，電子商貿、互聯網和電子競技的監管較寬鬆
3. 東盟政府對大型科技公司的監管憂慮較少

隨著東盟大部份國家逐步放寬出行和旅遊限制，區內經濟陸續重啟，東盟的短期前景有望轉佳。從策略上看，東南亞有望在疫情過後，對亞洲經濟走勢發揮重要作用。「中國+1」（China Plus One）倡議鼓勵跨國公司把業務和生產基地分散於區內市場。

印尼的本土消費趨於穩健，為商品價格上升（煤和棕櫚油）帶來支持。作為全球第四大鎳供應商，印尼亦於電動車供應鏈穩佔優勢。此外，隨著市場對金融科技供應商、物流倉儲和相關服務的需求不斷上升，數碼經濟正錄得強勁的自然增長。

馬來西亞經濟亦陸續重啟，提振當地科技業。雖然工資上漲削弱企業盈利，但同時亦有助推動內需。另

外，泰國的感染率和住院率持續回落。政府公布免檢疫入境旅遊安排，反映恢復旅遊業活動對泰國經濟舉足輕重，目前當地經濟依賴出口行業支撐。

印度仍然是一個「由下而上」的本土投資主題，當地的監管環境穩定。我們預期隨著疫苗接種率上升，經濟活動將持續改善。多項結構性改革措施有助支持當地經濟復甦，包括降低企業徵稅、間接稅改革及訂立破產法。這些發展配合政府牽頭的正規化、數碼化和製造業復興政策，有望推動長遠經濟增長。展望 2022 年，進口替代措施將對「印度製造」政策發揮重大作用，因此能帶來投資機遇。此外，相關企業亦有望受惠於經濟持續復甦和生產線遷離中國的趨勢。

北亞結構性增長動力在 2022 年進一步加強

亞洲的結構性增長動力將圍繞以下數個關鍵主題而演變：

- **消費升級和中國減碳計劃**

如上文所述，我們認為隨著中國政府銳意實現共同富裕，企業將調整業務模式配合，因此短期經濟增長將會放緩。整體而言，對比僅依賴內需的公司，我們預期從事出口行業，而且品牌和定價能力穩健的公司將取得較可觀盈利。聚焦消費升級方面，可迅速迎合本土品味的企業應可成為贏家。事實上，曾有不少本土品牌成功從外資品牌搶佔市場份額，例如運動服裝、護膚和化妝品等範疇。數家互聯網龍頭的價值逐漸浮現，而且目前市場已顯著消化相關行業的監管風險。此外，我們繼續看好受惠於中國減碳計劃的企業。我們在可再生能源業察見龐大投資機遇，該行業擁有策略性優先地位，可受惠於政府資金支持。在政府債券發行量維持高水平和利好政策支持下，風能和太陽能光伏基地的建設步伐已經加快。然而，隨著替代能源的原材料價格上漲，或會減慢替代能源的投資步伐，因此我們將在未來對這領域更嚴選投資。

- **資訊科技引領的需求增加帶動先進晶片升級**

南韓和台灣將繼續在科技供應鏈展現價值。隨著 5G 技術推出和數碼化汽車普及，晶片將需要更高處理能力、速度和耐熱性。因此，我們預期相關需求將會演變，並將由 DDR4 升級至 DDR5 記憶體晶片。台灣方面，當地製造的晶片在規格升級

方式、新材料使用，以及先進包裝方面均各有發展。此外，市場對高效能運算記憶體和處理能力存在長期結構性需求，加上逐漸採用電動車電池和金融科技服務的結構性轉型趨勢，均有利南韓科技公司的增長。

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。