

2022 年投資展望系列：多元資產及資產配置



Luke Browne
亞洲資產配置主管

風險資產在 2021 年表現領先，但股票行業之間的表現分歧。全球各地似乎已適應新常態，把 2019 新型冠狀病毒疫情視為風土病。經歷嚴峻疫情及通脹較預期持久的環境，環球多個經濟體已汲取一定的教訓。展望 2022 年，市場將觀望各國應對疫情和變種病毒的貨幣和財政政策訊號。亞洲多元資產方案團隊資產配置主管 Luke Browne 相信，任何新變種病毒引發的疫情均可能衝擊資產價格，但波動的市況亦可帶來新的投資機遇。他致力發掘收益、孳息率和增長的戰術性機會，並闡述新興市場和亞洲的結構性投資理據。

重塑投資組合，迎接投資環境變局

回顧 2021 年底，部份投資者仍揣測疫情將拖沓至何時。考慮到新的變種病毒出現，觸發政府重推防疫限制措施，投資者感到憂慮亦是人之常情。我相信，我們正邁向新常態，政府將逐步視 2019 新型冠狀病毒為風土病而非全球大流行，並會相應調整政策。隨著政策方針轉變，旅遊限制最終將會放寬，供應鏈中斷情況亦會紓緩，但這些趨勢很可能會有所滯後。此外，全球似乎已適應較原先預期更持久的高通脹環境。

即使 2022 年上半年出現利淡因素，而且往後疫情和其他變種病毒發展亦可能構成影響，但某些原因令我們對 2022 年審慎樂觀。鑑於政府的應對方案已經歷考驗，並已採取抗疫措施，疫情造成的經濟風險有望隨著環球疫苗接種率上升而消退。考慮到疫情的近期發展，市場的反應日漸溫和，並可能逐步視 2019 新型冠狀病毒為風土病，而非全球大流行。

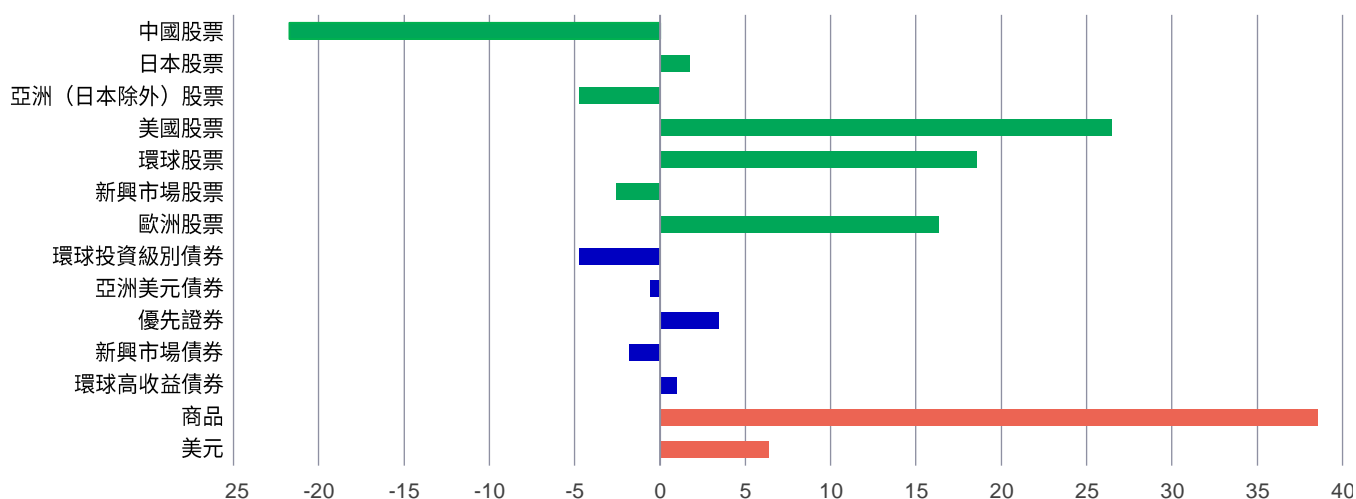
另一個關注重點，是貨幣政策環境急速轉變。儘管政策正常化勢在必行，但市場觀點改變之快，令調整大

於預期的可能性增加，因而可能削弱市場氣氛，加劇市況波動。若出現市場事件，例如矚目的違約事件，則可能形成另一個衝擊市場的源頭。

與此同時，多項宏觀因素迅速成為焦點，ESG 相關主題亦對我們的投資決策流程越來越重要，包括氣候變化；潔淨能源轉型；以及區內老人數目和人口老化導致人口結構轉變。職場流動結構改變、數碼化和電子商貿加速普及，以及地緣政治考慮因素等趨勢同樣不容忽視。上述長期趨勢結合結構性增長因素，將會影響一些值得關注的投資理據，我們將在 2022 年展望中作出調整。

貨幣和財政政策決定的變化及防疫限制已動搖市場參與者的信心。鑑於前景持續未明，我們認為投資者應保持靈活，把握有望取得佳績的個別行業、資產走勢及經濟環節的機遇。

圖一：2021 年主要資產類別表現 (%)



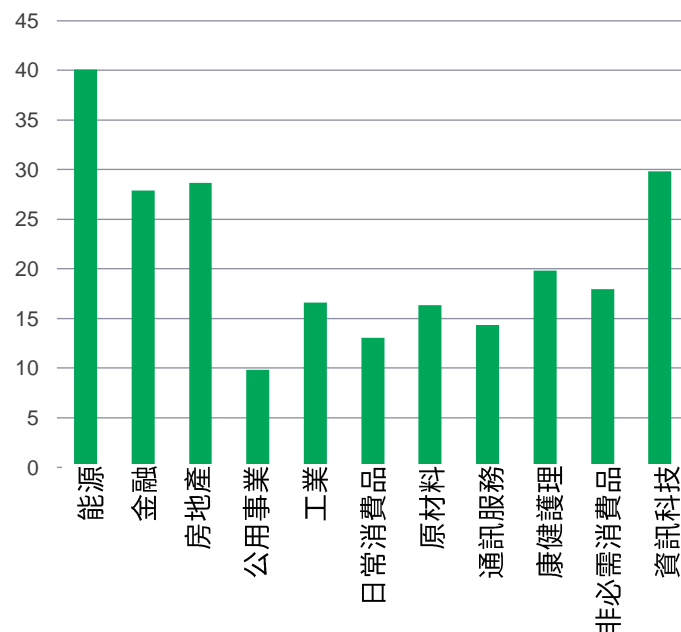
資料來源：彭博資訊、FactSet，數據截至 2021 年 12 月 31 日。表現以美元計，並以總回報列示。股票指數以 MSCI 明晟指數代表。優先證券 = 洲際交易所美銀美林美國所有市值證券指數；新興市場債券 = 摩根大通新興市場債券指數。亞洲美元債券以 Markit iBoxx 指數代表。環球高收益債券 = 彭博巴克萊環球高收益債券總回報美元指數。環球投資級別/政府債券以富時指數代表。商品 = 湯森路透美國商品研究局指數。過往表現並非日後表現的指標。

回顧：市場觀點分歧的一年

2021 年，環球資產市場的回報主要來自風險資產。綜觀環球股票，美國市場的表現領先，歐洲亦已開始展現復甦跡象。部份區域性市場在過去一年備受考驗，中國的情況尤甚。另一方面，投資級別信貸範疇錄得負回報，但 2021 年下半年經濟重啟，刺激製造業需求，帶動期內商品範疇走勢特別凌厲 (圖 1)。

行業方面，同樣受惠於環球和地區經濟重啟，加上去年初多國央行採取前所未有的政策支持，能源、金融和房地產業走強，並帶動股市表現 (圖 2)。

圖二：2021 年環球股票範疇表現 (%)



資料來源：彭博資訊、FactSet，數據截至 2021 年 12 月 31 日。表現以美元計，並以總回報列示。股票指數以 MSCI 明晟指數代表。過往表現並非日後表現的指標。

整體而言，市場環境相當有利於「承險」投資者。

踏入 2022 年，我們關注幾個因素的發展，當中包括：

- 2019 新型冠狀病毒和變種病毒的傳播程度及其對旅遊業和服務業復甦的影響；以及政府如何應對不同的地方防疫封鎖政策。
- 隨著央行開始縮減資產購買計劃規模，並逐漸轉向常規貨幣政策緊縮，美國聯儲局貨幣政策會有何轉變。
- 中國政策調整及整體增長前景，其將對環球供應鏈造成漣漪效應。

防疫政策

環球首席經濟師 Frances Donald 認為，從疫情和新變種病毒的發展可見，經濟師不應視疫情為單一經濟衝擊，應視之為一個半永久的遏抑增長因素。疫情削弱環球增長潛力，廣泛地改變投資格局，導致通脹略為升溫，需要較長期維持刺激經濟措施。

疫情從兩個主要方面影響經濟：

- 需求 — 家庭和企業行為轉變，例如若干貨品或服務的供求出現變化。
- 供應 — 政府採取的防疫措施限制經濟活動、社會流動和貿易等，對供應鏈造成衝擊。

某些地區的家庭和企業對每一波疫情的反應越來越溫和。然而，我們較難預測政府會採取甚麼對策。鑑於我們難以準確預測政府對策，我們需要密切注視封鎖措施和其他限制，以便評估變種病毒疫情對環球經濟的衝擊程度。

隨著投資者重新評估經濟何時正常化，我們相信任何新變種病毒疫情都很可能會衝擊資產價格。這類價格走勢和波動亦可帶來新的投資機遇。

貨幣政策 — 已發展市場央行轉趨強硬？

自去年夏季末以來，貨幣政策迅速轉變：當局對物價壓力和供應鏈中斷的情況不再保持耐性，面對通脹居高不下不下的環境感到要急需採取行動。政策正常化的路徑亦見調整：由逐步縮減資產購買規模及 2022 年可能作數次加息，轉為可能在今年夏季前結束量化寬鬆政策並作首次加息。央行甚至討論推行量化緊縮措施。

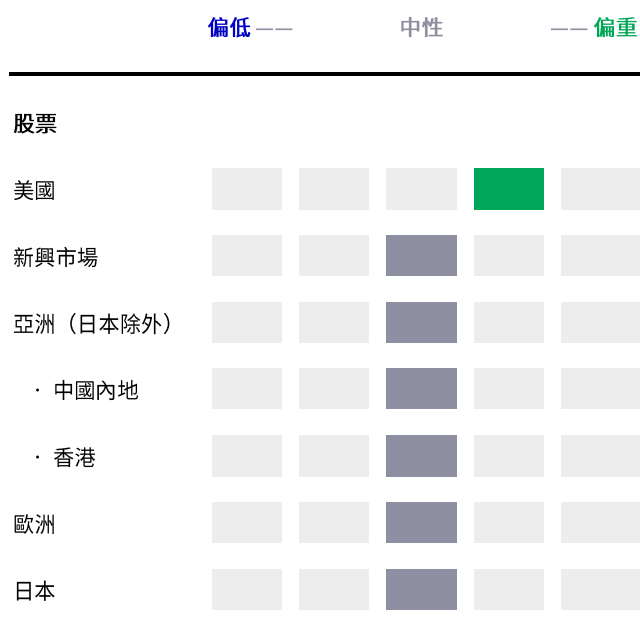
全球大部份主要央行日漸採取偏向強硬的立場。英倫銀行已在去年 12 月展開加息，歐洲央行則需要較長時間才開始正常化，但當局的措辭亦已明顯轉變。日本央行的立場日益強硬；中國人民銀行的取態則相反，在近期輕微放寬銀根。種種跡象顯示，央行提供的流動性高峰已經過去，這情況應會令環球經濟增長和資本市場受壓。

可惜的是，我們較難確定收緊貨幣政策會否對通脹產生傳統影響。晶片短缺等供應問題、或能源價格壓力屬於「暫時性」多於「結構性」，因此應不會因加息而有所紓緩。展望 2022 年，我們的基本預測維持不變：通脹壓力將隨著供應鏈瓶頸逐漸改善而減弱，但亦有可能居高不下，尤其是在第一季。

隨著環球經濟重返較穩定狀態，加息即將來臨。儘管如此，相對於市場預期美國在 2022 年多次加息，我們的看法較為審慎，原因是未來六個月的增長和通脹數據可能放緩，令央行較難進一步收緊貨幣政策。現時的市場價格已大致反映聯儲局在 2022 年的加息預

戰術性層面

三個月資產配置觀點



策略性層面

五年資產配置觀點



期，市場預料聯儲局將加息二至三次，到 2024 年底時聯邦基金利率升至 2.4%。我們宏觀經濟策略團隊的預測仍偏向溫和，即使已把預期加息時間提前：我們認為 2022 年將加息兩次。長遠而言，我們認為聯邦基金利率到 2026 年只會升至 2.5%，並以此為終端利率。

因此，我們預期聯儲局的加息步伐將比歐洲央行和日本央行為快，但會較大部份其他已發展市場和新興市

場央行緩慢。這情況有助美元兌四國集團貨幣轉強，以及美債孳息率輕微走高。

我們的資產配置觀點：把握收益、孳息率 and 增長的戰術性機遇

我們繼續偏重個別股票，至少是按目前而言。然而，經濟增長見頂的憂慮、各國央行縮減資產購買規模的前景、中國監管隱憂、變種病毒疫情蔓延及通脹升溫，仍然為經濟增長帶來阻力。儘管近期市場出現波動，但我們在短期內仍然適度看好美國股市，並對整體歐

洲股市保持中性觀點。消費及製造業活動穩健，持續推動美國經濟，但估值偏高令我們的信心略為減弱。

固定收益方面，我們對美國高收益債券、投資級別債券和新興市場債券維持正面觀點。我們仍然看好美國高收益債券，主要由於這類資產能夠在現時低息環境下提供票息收益。雖然美國高收益債券相對美國國庫債券的息差偏窄，但我們相信目前的經濟環境應可繼續支持孳息率維持或接近當前水平，從而提高美國高收益債券的風險回報水平。美國投資級別債券提供的正票息收益，將有望蓋過利率上升帶來的任何不利影響，尤其是相對政府債券而言。雖然我們認為高收益債券的回報水平較投資級別信貸更吸引，但值得注意的是，投資者可利用投資級別信貸作為延長投資組合

存續期的工具。綜觀這個領域，我們偏好較低評級信貸，但亦認為關注跨國投資機會至關重要。

策略性觀點：新興市場和亞洲存在結構性投資理據

長遠而言，我們將致力減持表現顯著領先的市場持倉。即使市況近期波動，但由於經濟活動強勁，我們預期美國股市應可在短期內繼續造好。儘管如此，估值偏高仍然令人憂慮。舉例來說，我們認為新興市場和亞洲（日本除外）股市存在較佳機遇，有關市場只是受中國個別行業的負面消息所影響。

新興市場和亞洲市場仍是少數可讓我們進行資本配置的地區，以爭取符合投資者期望的回報。我們認為，亞洲新興市場的股票和固定收益將獲寬鬆貨幣政策支

圖 3：亞洲通脹與其他新興市場脫鉤

亞洲和其他新興市場的消費物價指數按年變動（%）



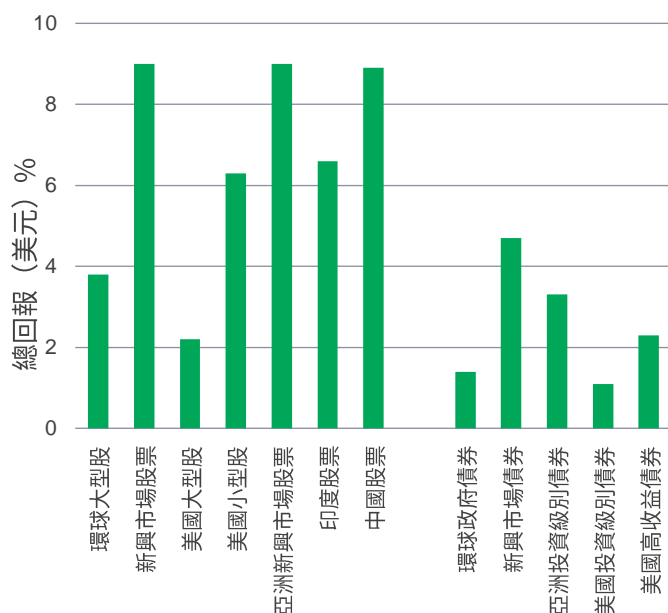
資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至 2021 年 12 月 3 日。

持，總體而言，它們更能抵禦聯儲局減少買債的風險，主要受惠於對外收支狀況改善，而且對外部資金的依賴減少。隨著 2019 新型冠狀病毒疫情的憂慮減退，我們認為個別東南亞市場存在經濟增長空間。事實上，由於全球各國推出防疫限制措施，刺激消費耐用品需求增加，令亞洲出口保持強勁表現。

全球商品的需求有機會再度飆升，可能再次擾亂供應鏈，但亞洲供應過剩，因此未受通脹升溫影響，令區內央行有空間維持寬鬆貨幣環境（圖 3）。

策略性地偏重新興市場債券仍然是我們的高確信度觀點之一。由於新興市場債券提供相對較高的孳息率，加上美元走弱帶來進一步支持、投資者尋求分散投資，以及增長復甦帶動商品需求上升，我們認為這個資產類別有望在短期和長期締造較吸引的總回報（圖 4）。

圖四：股票和固定收益 — 預期總回報 (%) *



資料來源：宏利投資管理資產配置團隊，截至 2021 年 10 月。*基於五年預測 (%)。

固定收益市場方面，追求收益的主題在未來數年依然重要。儘管我們認為利率將逐步上升，但很可能仍維持在接近歷史低位，令可提供額外孳息率或收益的資產類別更顯吸引。鑑於政府債券的預期回報極低，我們認為投資者應調整投資組合，以便適應利率周期的變化。

在市況欠明朗時期主動進行資產配置的重要性

市場波動為投資者和資產配置者提供吸引機遇。在此環境下，我們認為投資者應積極而靈活地進行資產配置和挑選證券，並充分了解帶動投資組合風險與回報潛力的因素。

例如，從分散投資的角度來看，投資組合持有多種資產類別實屬合理，但如果有關資產類別均圍繞某項特定因素或風格，投資組合仍可能面臨集中風險。我們將投資組合按資產類別、行業及分類行業進行劃分，同時考慮因子風格、風險和回報動力等範疇。

總結

我們預期，各國政府對病毒或其變種的應對政策、通脹壓力及中國增長前景將在 2022 年主導資產回報。長遠而言，我們認為亞洲市場仍然吸引，而美國股市在短期內繼續受穩健的經濟環境所支持。隨著投資者持續追求收益，預料新興市場債券可帶來吸引機遇。在市況持續欠明朗的情況下，投資者應乘勢採取主動管理來調整投資組合，以適應不斷轉變的投資環境。

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场況作出，有關市場會出現變化，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。

547493