



週期展望  
2022年3月

# 既冷又熱的 經濟環境

主動管理及防範風險有助投資者  
駕馭通脹「過熱」和增長「過冷」的  
環球經濟狀況。





**作者：****Joachim Fels**  
環球經濟顧問**Andrew Balls**  
投資總監  
環球固定收益**摘要**

- 環球經濟正面對不利增長及可能進一步推高通脹的衝擊，重大的不確定性為前景蒙上陰影。根據我們的基線預測，增長應會繼續受到疫後經濟重啟及積壓儲蓄推動需求的支持，而通脹可望在未來數月見頂，然後逐步回落。然而，這個展望顯然存在風險，特別是如果俄烏戰爭進一步升級，而當中的風險包括在週期展望期間出現經濟衰退。
- 俄烏戰爭和相關制裁行動可能加劇不同國家及地區之間的增長和通脹差距。大部份央行似乎決意對抗通脹多於支持增長，而政府在週期展望期間推行的財政支持政策亦預期會相對溫和。
- 在這種不明朗的環境下，我們的投資策略傾向保持投資組合的靈活性和流動性，以便應對突發事件，並把握潛在機會。我們預期會作出存續期適度偏短的部署，並降低曲線配置的重要性。
- 面對脆弱的市場，我們並不打算持有大量風險資產，但可能會在違約風險較低的個別投資領域，靈活機動地增加息差風險。
- 我們仍認為美國國庫抗通脹債券是價格合理的工具，有助減輕美國通脹上行的風險。隨著買家希望減少對俄羅斯出口貨品的依賴，商品價格或會大幅上漲。商品投資也可發揮緩解通脹上行風險的作用。
- 股市方面，我們認為當前環境利好優質和週期性較低的公司。我們傾向保留可動用的資金，以便在股市出現錯位時把握機會。



在最近舉行的季度週期展望論壇上(主要透過視像進行),品浩的投資專家迅速達成以下一致觀點:俄羅斯入侵烏克蘭、相關制裁行動及商品市場的反覆波動,為早在戰爭爆發前已不明朗的經濟和金融市場前景更添陰霾。

論壇開始時,我們曾提及極端不確定性(又稱「奈特氏不確定性」)的概念。這是多年來品浩經常討論的主題(例如請參閱《三大經濟學家對經濟不確定性的觀點》,2016年7月)。有別於可以透過經驗或統計分析估計機會率來量化的風險,不確定性基本上無法量度,也代表不可知的未知因素。在極端不確定的環境下,詳細的點值預測對制定投資策略並無特別助益。因此,我們繼續從更概括的層次討論宏觀前景,同時留意到有多種可能出現的不同情境,以及經濟和金融市場呈現非線性發展和格局突變的風險。

儘管存在眾多未知因素,對於未來6至12個月的週期展望,我們認為以下五大結論在現階段與投資者最密切相關。我們將在5月份的長期展望論壇,從長線角度討論當前情況帶來的長期影響。

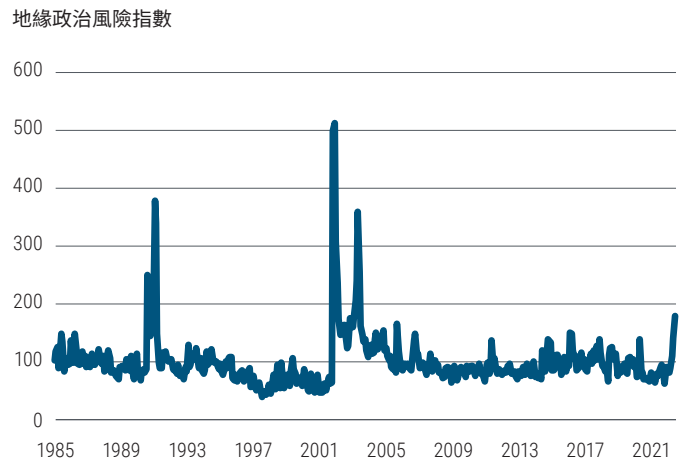
## 1. 「既冷又熱」的經濟環境

首先,全球經濟及政策官員正面對可能造成滯脹的供應衝擊,既不利經濟增長,也可能進一步推高通脹。現時的四大傳導途徑包括:1) 能源及食品價格上漲;2) 供應鏈及貿易流中斷;3) 金融狀況趨緊;以及4) 由於不確定性升溫,企業及消費者信心下降。上述因素結合起來,將隨時可能形成其中一位論壇參與者所說「既冷又熱」的經濟環境,即通脹過熱、增長過冷的經濟狀態。

可以肯定的是,我們的初步基線預測仍認為已發展經濟體的整體增長將高於趨勢水平,但我們已將2022年的預測數字從發生烏克蘭戰爭前的水平下調約一個百分點至3%。疫後經濟重啟和積壓儲蓄推動需求,將可繼續支持整體增長。

此外,根據實際商品價格將跟隨期貨價格向下運行(截至撰文之時)的技術性假設,我們預測整體及核心通脹將於未來數月在已向上修訂的水平見頂,然後逐步放緩。應留意的是,自12月的論壇以來,我們已將2022年已發展市場的平均通脹預測上調兩個百分點至5%。然而,上述增長基線預測存在明顯和重大的下行風險,而通脹展望則面對上行風險,若俄烏戰爭或制裁行動進一步升級,則有關風險將更加顯著。我們注意到由聯儲局研究人員發表的地緣政治風險指數已顯著上升(見圖1)。可以說,這些局勢發展似乎都在印證我們預見的長期主題:經濟增長和通脹週期縮短,但幅度擴大。

圖1:地緣政治風險處於接近20年來的最高水平



資料來源: Dario Caldara及Matteo Iacoviello (2021),《衡量地緣政治風險》工作報告,聯邦儲備委員會,2021年11月;數據截至2022年2月28日。

原已脆弱的初始狀況,  
令增長和通脹前景都蒙上陰霾

## 2. 出現非線性增長及通脹反應的可能性增加

第二個值得指出的觀點是,原已脆弱的初始狀況可能出現非線性發展,令增長和通脹前景都蒙上陰霾。具體來說,疫情已經令供應鏈廣泛中斷,多個行業的產出受壓,而成本和價格則升高。正當疫情帶來的瓶頸問題開始有所緩和,俄羅斯發動烏克蘭戰爭,加上其他國家的制裁行動,都進一步擾亂供應鏈的情況。雖然俄羅斯只佔全球貿易的1.5%,但在多種能源及非能源商品市場佔明顯較大的比重。烏克蘭不僅是主要的穀物生產國,也是歐洲汽車業零部件及晶片生產投入品(例如:氬氣)的重要供應國家。鑑於全球供應鏈相當複雜,個別原材料及零部件出現看似微不足道的短缺情況,都可能對產出和價格造成重大影響。

此外,中國部份地區最近實施控疫封鎖措施,也可能令全球供應鏈出現新的瓶頸,而這些情況與俄烏局勢的發展無關。即使俄烏速戰速決,而且商品價格回落,我們也不會過早斷定一切已回復正常。事實上,就算是在烏克蘭戰爭結束之後,制裁亦可能長時間持續,妨礙貿易及資本流動,並加劇供應鏈問題。

通脹過程亦可能出現非線性發展：早在烏克蘭戰爭之前，多個國家的通脹率已升至數十年高位，長期通脹預期亦持續升高（美國數據見圖2）。事件為物價帶來額外的短期上行壓力，已令中長期通脹預期失控及工資與物價呈現螺旋式上漲的風險升溫。美國出現這個情況的風險較高，因為當地勞動市場已經相當緊張，而考慮到通脹衝擊的規模，歐洲在這方面亦面對重大風險。最終結果如何，很大程度上將取決於貨幣及財政決策官員的反應，我們將在下文討論。

## 圖2：美國通脹預期指標自疫情以來大幅走高，但現時與長期平均值一致

品浩整理的聯儲局共同通脹預期指數 (CIE)



資料來源：品浩、Haver Analytics、Hie Joo Ahn及Chad Fulton（2021年），《研究數據系列：共同通脹預期指數》聯儲局筆記，華盛頓：聯邦儲備委員會，2021年3月5日；數據截至2022年3月11日。個人消費開支 (PCE) 是用作衡量美國通脹的指標。

### 3. 不對稱的衝擊使分歧加劇

俄烏戰爭的第三個影響，是可能會導致不同國家及地區之間的增長和通脹差異在週期展望期間加劇。換言之，這些事態發展可能會加強我們的另一項長期主題：各國之間的增長及通脹出現更大分歧。

不同地區的通脹和增長  
可能出現更大差異

由於歐洲在地理上接近衝突地區，加上其貿易、供應鏈和金融與俄羅斯及烏克蘭關係密切，而且相當依賴俄羅斯進口油氣，並面對戰爭難民湧入，因此可能首當其衝。歐洲經濟在今年陷入衰退而通脹同時顯著上升的風險已大幅增加，特別是如果俄羅斯的天然氣供應中斷。

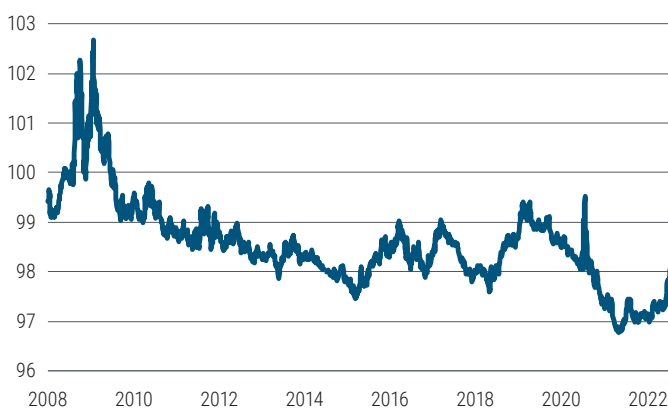
雖然中國及大部份其他亞洲經濟體與俄羅斯的直接貿易聯繫規模較小，但仍可能受到能源價格上升、來自俄羅斯的旅遊收入下降及歐洲增長放緩的負面影響。此外，如果衝突進一步升級，而中國決定加強與俄羅斯結盟，中國將面對不可忽視的二級制裁風險，以致損害當地經濟。

新興市場方面，石油、鐵礦、銅、金屬、小麥及玉米等商品出口國將受惠於更有利的貿易條件。與此同時，商品價格上漲可能會加劇大部份新興市場經濟體已經偏高的通脹壓力，特別是在通脹預期並未穩定受控的情況下。我們預計部份北非及中東國家將會因為小麥價格上漲和旅遊收入減少，而遭受尤其沉重的打擊。經濟困境亦可能加劇區內政局不穩的情況，令人聯想起十多年前的「阿拉伯之春」，當時正是由於食品價格急漲，繼而引發政治動盪。

另一方面，美國經濟似乎相對不受烏克蘭戰爭的直接影響，因為美國與該區的直接貿易聯繫不多，能源上亦較獨立。可是，我們認為全球其他地區增長放緩、汽油價格急升、全球供應鏈受到更多干擾，以及自從開戰以來金融狀況顯著趨緊（見圖3），仍可能會拖累今年的增長及推高通脹。

## 圖3：美國金融狀況自烏克蘭被入侵以來迅速收緊

品浩美國金融狀況指數



資料來源：品浩、聯儲局及彭博，截至2022年3月15日。品浩美國金融狀況指數 (FCI) 是一項專有指數，總結一系列廣泛金融變數所反映的未來經濟情況，這些變數包括聯邦基金利率、債券孳息、信貸息差、股票價格、油價及廣義貿易加權美元。這些變數的權重由聯儲局的FRB/US模型模擬計算結果決定。FCI上升(下跌)代表金融狀況收緊(放鬆)。

#### 4. 央行：對抗通脹與支持增長之間的角力

目前大部份央行似乎決意選擇對抗通脹多於支持增長。在正常時期，央行尚可容忍供應面衝擊帶來的通脹後果，但現時並非正常時期，在當前衝擊出現之際，通脹早已因疫情和供應鏈持續受阻而處於高水平。因此，貨幣政策官員似乎都主要聚焦於避免整體通脹上升的次輪效應，以及本已偏高的通脹預期進一步上升。這種取態無疑亦增加了未來經濟硬著陸的風險，並意味著經濟在今年較後期間或2023年陷入衰退的風險加劇；這並非我們的基線預測，但有關風險需要注視。

從國內生產總值風險來看，歐洲是最受俄烏戰爭衝擊的地區，而且區內的基本通脹動能（跟日本同樣）最弱，但歐洲央行在3月份的會議上已表明其無意讓撤回寬鬆措施的進程受阻。

美國聯儲局已在3月份會議上啟動新一輪緊縮政策週期：把聯邦基金利率從零水平上調，並暗示今年將實施一連串加息，同時可能在未來兩次會議內開始縮表。（請參閱品浩關於3月份聯儲局會議的[博客文章](#)）

英倫銀行也在3月調高利率，是三個月內第三度加息，並暗示可能進一步收緊銀根。面對重大通脹壓力，其他多家已發展及新興市場央行均正在收緊貨幣政策。中國是主要的例外，當地通脹低於目標水平，加上貨幣走強，以及面對增長憂慮，促使人民銀行在近月適度放寬貨幣政策，而且不大可能會在年內收緊政策。

---

### 大部份央行選擇 對抗通脹多於支持增長

---

由於現時的負面增長衝擊是伴隨著通脹衝擊一起出現，以聯儲局為首的主要西方國家央行可能不再出手救市，而這是自1970及80年代初滯脹時期以來的首次。這情況將導致已發展國家增長放緩甚至陷入衰退的風險增加，不利金融市場。

我們在長期展望《[轉型時代](#)》中已強調，品浩的基線預測仍然認為中性實質政策利率將保持偏低，部份原因包括長期驅動因素持續及金融市場對利率上升表現敏感。然而，通脹升溫可能令央行難以抉擇，而假如央行持續收緊貨幣政策導致金融市場錯位，將可為主動型投資者帶來機遇。





## 5. 財政政策：應對措施溫和

各地政府已動用所有可用的工具應對疫情，並獲貨幣政策支持，然而，由於赤字及負債水平已大幅上升，加上央行結束量寬並陸續加息，應對當前衝擊的財政政策將可能大幅減少。

我們深信歐洲仍會進一步放寬財政政策，包括增加國防開支（但需要時間才有成效），以及透過現金津貼和稅務補貼紓緩能源價格上漲對可動用收入的影響。然而，隨著疫情期間推行的暫時性紓困措施到期，上述政策或只能局部抵銷其對增長的影響。此外，區內國家亦可能會透過歐盟預算進一步建立共同財政能力，目前看來似乎會集中在國防方面，以及增加可再生能源投資。儘管如此，這是一個漫長的過程，對經濟產生作用的時間將超出我們的週期展望範圍。

美國方面，由於國會近乎陷入政治僵局，相信短期內最多只會略為加推財政支持措施。到11月的中期選舉之後，假設共和黨取得眾議院甚至參議院的多數席位，屆時的僵局也將導致未來數年難以進一步放寬財政政策。雖然這情況不利於週期性增長，但應有助紓緩通脹壓力，就如疫情期間反映，通脹不僅是貨幣而且也是財政因素引起的現象，兩者缺一不可。



# 投資啟示

在這種艱難和不明朗的環境下，我們的投資策略會特別重視投資組合的靈活性和流動性。我們認為現時保留風險預算空間和流動性可體現重大的選擇價值，有助我們應對突發事件，並把握潛在機會。我們對於宏觀風險因素的配置會盡量保持接近中性，而且在動用現金時會十分審慎。

## 存續期

存續期方面，基於當前的市場水平、通脹上行風險，加上央行因為重視對抗通脹多於應對短期增長憂慮而收緊政策的前景，我們預期會作出適度偏短的存續期配置。

---

## 投資組合的信貸配置應聚焦於 抗禦力、流動性及本金保值

---

然而，由於現時的增長憂慮可能演變成未來增長放緩，加上股市可能受制於緊縮措施將較市場價格所反映持續更久的預期，因此我們並不打算採取大型風險配置。鑑於現時全球整體上處於緊縮政策週期，我們預期會降低曲線配置的重要性。我們仍認為美國國庫抗通脹債券是價格合理的工具，有助減輕美國通脹的上行風險。

## 信貸

整體而言，息差資產已見回落。我們的投資組合會伺機增加息差風險，但會特別聚焦於違約風險較低的結構性信貸和企業信貸投資。信貸市場面對進一步走弱的風險，威脅來自俄烏衝突可能升級，或主要央行可能需要採取更強硬手段應對更嚴重的通脹壓力。為了應對多種可能出現的不同情境，投資組合的信貸配置應聚焦於抗禦力、流動性及本金保值。

我們會對一般企業信貸持偏低比重。首先，與企業信貸比較，我們認為證券化產品市場有多個領域可提供較佳信貸質素或較低違約風險的替代選擇，例如美國住宅按揭抵押證券、資產抵押證券及商業按揭抵押證券市場，並聚焦於美國、英國和個別優質歐洲抵押資產。其次，在企業信貸範疇中，我們會繼續看好優先金融債券：近期的弱勢已造就審慎增持大型環球銀行的機會，即使在市況更大幅波動的環境下，這類債券的違約風險仍較低。各地信貸市場中，我們應會繼續偏重美國多於歐洲和新興市場，主要由於美國市場與近期俄烏事件的關連及所受影響較少。另外，我們在體現信貸其他值觀點時會繼續著重流動性，並集中於由品浩環球信貸團隊所識別最具信心及最穩健的企業現貨債券。

## 貨幣及新興市場

貨幣方面，在相關風險配置符合客戶指引及預期的投資組合中，我們會對個別十國集團及新興市場貨幣持偏高比重，並聚焦於把握商品貝他值和便宜估值。在現時不明朗的環境下，我們應會維持這些持倉於較小規模。對於新興市場，整體上我們只會作出有限度投資，但會繼續於困難的環境下物色具吸引力的機會。

## 商品

就債券投資組合以外的資產配置而言，在發生近期的烏克蘭事件前，商品市場已開始展現週期後段的典型特質：需求開始超出供應。因此，在相同的價格水平下，我們預期產出增長將低於僅數年之前。由於能源對其他商品的生產成本舉足輕重，對整體通脹的影響也會相當顯著。在這環境下，烏克蘭事件的發展難以逆料，也可能促使價格大幅上漲，因商品買家普遍會尋求減少對俄羅斯多種商品出口的依賴。隨著商品指數展現罕見的正息差收益水平，我們認為商品投資亦可發揮緩解通脹上行風險的作用。

## 股票

我們預期資產配置組合的整體股票貝他值風險大致為中性。我們認為現時確實處於週期後段，基本增長動能仍然強勁，但更易受到下行風險影響。市場價格已反映央行收緊貨幣政策的因素，股票估值相應下跌，因此企業盈利將是未來的主要回報動力。我們認為當前環境利好優質和週期性較低的公司。我們的資產配置組合及固定收益組合將傾向保留可動用的資金，以便在股市出現錯位時把握機會。





**所有投資**均附帶風險，或會損失價值。投資於**債券市場**須承受若干風險，包括市場、利率、發行人、信貸、通脹及流動性風險。大部份債券及債券策略的價值均受利率變動影響。存續期較長的債券及債券策略的敏感度和波動性一般高於存續期較短的債券及債券策略；當利率上升時，債券的價格普遍下跌，而低息環境令有關風險增加。債券交易對手的投資額度減少，可能導致市場流動性下降，以及價格加劇波動。債券投資在贖回時的價值可能高於或低於原本成本。**商品**涉及較高的風險，包括市場、政治、監管及自然條件，可能並不適合所有投資者。**股票**價值可能因實質或所理解的整體市場、經濟及行業情況而下。投資於**以外幣計價及／或在海外註冊的證券**可能因匯率波動而涉及較大風險，亦可能涉及經濟和政治風險。若投資於新興市場，有關風險可能更高。**匯率**可能在短期內大幅波動及令投資組合的回報下跌。**按揭及資產抵押證券**可能對利率變動表現敏感，或須承受提早還款風險。儘管有關證券一般獲政府、政府機構或私人擔保人提供支持，但並不保證擔保人將履行其責任。**政府發行的通脹掛鈎債券 (ILB)**是固定收益證券，其本金價值根據通脹率定期調整。當實質利率上升時，ILB的價值下跌。**美國國庫抗通脹債券**是由美國政府發行的ILB。**管理風險**是指投資經理所使用的投資技巧及風險分析未能達致預期結果，以及若干政策或發展可能影響投資經理在管理策略方面可使用的投資技巧的風險。**多元化投資**不確保沒有損失。

**貝他值 (Beta)**用以量度價格對市場變動的敏感度。市場貝他值為1。個別證券或證券類別的**信貸質素**並不保證整體投資組合的穩定性或安全性。

本文使用的「便宜」和「昂貴」字眼，一般指一項證券或資產類別的價格被視為顯著低於或高於歷史平均及投資經理對未來的預期。概不保證未來業績，亦不保證一項證券的估值可締造利潤或保障免受虧損。

本文所載的預測、估計及若干資料建基於專有研究，不應詮釋為投資意見，或對買賣任何金融工具的要約或游說。預測及估計附有若干內在限制，有別於實際的表現紀錄，並不反映實際交易情況、流動性限制、費用及／或其他成本。此外，有關未來業績的提述亦不應詮釋為客戶投資組合預期或承諾可取得的表現。

有關金融市場趨勢或投資組合策略的陳述乃基於當前的市況，而市場狀況會波動不定。概不保證這些投資策略將適用於任何市況或適合所有投資者，而各投資者應評估其個人的長線投資能力，尤其是在市況低迷期間。投資者在作出投資決定前，應諮詢其投資專家。展望及策略可予更改，毋須另行通知。

本資料載有基金經理的意見。有關意見可予更改，毋須另行通知。本資料僅分發作為參考用途，並不應視為投資建議或任何特定證券、策略或投資產品的推薦。本資料包括的資訊來自品浩認為可靠的來源，惟並不保證如此。

品浩一般向合資格機構、金融中介和機構投資者提供服務。個人投資者應聯絡其金融專業人員，以根據個人的財務狀況確定最合適的投資選項。如屬違法或未獲授權，則不會向有關司法管轄區任何人士提出要約。| **品浩投資管理(亞洲)有限公司** (地址為香港中環金融街八號國際金融中心二期22樓2201室) 獲香港證券及期貨事務監察委員會發牌，可根據《證券及期貨條例》從事第一、第四和第九類受監管活動。資產管理服務及投資產品不會向未經許可獲提供有關服務及產品的人士發售。未經明文書面同意，不得以任何形式複製或在任何其他刊物引述本資料的任何內容。PIMCO是Allianz Asset Management of America L.P.在美國和全球各地的商標。品浩是Allianz Asset Management of America L.P.在亞洲各地的註冊商標。©2022年，品浩。