

每月市場回顧

2022年6月

作者



許長泰
亞太首席市場策略師

三個指標觸頂，如何應對？

概覽

- 中國的新冠疫情正得到控制，來到2022年第三季，經濟在政府強力的刺激措施下有望反彈
- 美國的通脹或接近觸頂，但下降路徑可能較聯儲局預期的更長
- 經歷2022年上半年的重重挑戰後，股票及固定收益市場均可望反彈。市況表現波動而且美國處於經濟週期後段，這意味著投資者應關注企業質素

過去幾個月，市場表現相當疲弱，我們一直靜待可紓緩投資者悲觀情緒的跡象。這些因素可簡單歸類為三個觸頂，包括美國通脹觸頂、中國（尤其是上海）新冠感染個案數字觸頂，以及環球能源及食品價格觸頂。

好消息是，目前已出現了兩個觸頂。儘管這情況並不保證能即時令投資者感到欣慰，但市場情緒於5月下半月確實有所改善。

中國：亟需重振經濟

新冠肺炎每日新增感染人數已大幅下降。上海市於6月1日解除封鎖並重新開放。隨著各個城市放寬封鎖措施，當局正加大宏觀經濟刺激措施的力度。目前，當局急需對在解決就業方面發揮關鍵作用的中小企提供保障。減稅、貸款融通及延期繳納社保供款等措施有望提供部分支持。此外，包括運輸及可再生能源在內的基建公共開支有望為經濟提供額外助力。我們仍相信，中國在2022年難以實現5.5%的經濟增長目標。儘管如此，5月採購經理指數數據顯示，經濟衰退的低谷已成過去。倘若經濟在2022年下半年穩健復甦，便可望在臨近11月召開中共第二十次全國代表大會時奠定樂觀情緒。

除財政及貨幣刺激措施外，當局亦需提振消費者及企業信心。為此，當局在維持清零策略的同時，日後可考慮較為務實的防疫封鎖措施。疫苗接種率的提高令人民的健康保護得以增強，同時新冠肺炎治療亦取得進展，這讓中國政府在遏止疫情的力度上可稍為放寬。

美國：亟需降溫（但勿過度）

聯儲局理應關注通脹，當務之急是要紓緩物價壓力。這既是好消息，又是壞消息。

好消息是，通脹按年升幅很有機會已經觸頂。通脹已由3月的8.5%，降至4月的8.3%。考慮到2021年的基數屬高水平，這大致符合預期。然而，壞消息是物價按月上升動力仍然強勁，4月為0.6%，遠高於0.2%的10年平均值。

從通脹的驅動因素來看，好消息是石油及食品價格上漲的影響，應在未來數月消退。不過，壞消息是，其他領域的通脹可能更難以回落。住房成本通常具有黏性，尤其是房租。美國的就業市場亦暢旺，服務業的勞工需求頗為殷切。僱主需要提高工資，以期吸引新員工或挽留現有員工。這些企業可能需要將增加的成本轉嫁至客戶，從而有可能推高通脹。

儘管聯儲局難以干預食品及能源價格，但利率上升可令房地產市場及經濟的整體需求降溫。環球投資者普遍預計，聯儲局將在6月和7月的議息會議上加息50個基點，然後在今年餘下時間及2023年初會較為溫和，每次加息25個基點。即使聯儲局目前全力控制通脹，我們仍認為其政策將避免經濟步入衰退。倘若聯儲局採取的措施並沒有比市場預期急進得多，2022年下半年市場可望較為平靜。

食品及能源價格：低收入家庭面臨的挑戰

我們尚未看到明顯觸頂的領域是食品及能源價格。在俄烏衝突初期，布蘭特原油價格升穿每桶125美元，其後回落至100美元。再之後由於歐洲收緊針對俄羅斯石油出口的制裁，布蘭特原油價格再度於整個5月穩步回升。石油輸出國組織的增產承諾尚未在穩定市場方面產生明顯影響。亞洲的經濟復甦或會進一步推高需求，並令物價壓力持續高企。

最近幾個月，食品價格亦大幅上漲。食品價格通常與能源價格息息相關，這是由於食品生產及分銷包含運輸及化肥成本。俄烏衝突亦影響穀物及植物油的供應，穀物及植物油價格相比一年前錄得最大升幅。聯合國糧食及農業組織編製的價格指數於5月時較3月及4月略為下降，但仍較去年高出23%。同時，印尼及印度等部分國家限制部分農產品出口，從而保障國內供應，這或會擾亂全球供應並加劇價格波動性。

上述情況正對全球各地的消費者帶來打擊，尤其是將較高比例的家庭收入用於購買食品及燃料的較低收入階層。各國政府料將部署財政政策，以抵銷食品及燃料漲價的部分影響。然而，對於非必需消費品以及依靠投入食品和燃料進行生產的企業的盈利能力，漲價仍會形成威脅。

投資啟示

儘管通脹及中國經濟放緩帶來的挑戰尚未完全消退，但某些方面已有所改善，這有望紓緩投資者的悲觀情緒。在未來幾個季度，美國經濟可能會由週期中段過渡至後段。過往分析表明，股票及企業信貸等風險資產在週期後段，仍可為投資者帶來回報。加上股票及企業債券的估值更具吸引力，我們認為，步入2022年下半年，投資者毋須採取過度防守性的策略。投資者維持均衡的股票及債券投資組合，仍然是明智的做法。與此同時，為未雨綢繆，投資者亦應更注重企業基本因素的質素，以應對持續大幅波動的市況。

美國方面，持續的貨幣緊縮政策表明股票回報可能來自盈利增長而非估值上調。經濟增長及首個季度盈利業績意味著這種情況仍然極為明顯，但利潤率出現一定程度的下降壓力。經濟復甦之出現及經濟刺激措施的實施有望進一步提振中國市場情緒。亞洲方面，國內需求及服務業好轉等新出現的增長引擎，預料亦可構成利好因素。

至於固定收益，無風險利率飆升及信貸息差擴闊，再次提升固定收益的吸引力，有助創造回報及提供分散投資的裨益。在實現這兩個目標方面，投資級別企業債券可達到較好的平衡。當美元升勢開始企穩時，新興市場固定收益亦是可取之選。

環球經濟：

- 美國方面，4月通脹略見放緩，按年升幅為8.3%，低於3月的8.5%。按連續基準計算，隨著能源及食品價格升勢減弱，消費物價指數按月放緩至0.3%。儘管勞工市場持續緊絀，但美國於5月的就業增長穩固，新增職位達390,000個。失業率維持在3.6%的穩定水平。工資增長略有放緩，5月年化增長為5.2%，低於4月的5.5%。失業人數與職位空缺的比例仍大致為1比1.9。
(《環球市場縱覽—亞洲版》第25及26頁)
- 由於疫情令消費及製造業活動受壓，中國4月的經濟數據表現疲弱。工業生產按月下降7.0%，而零售銷售則按月下降9.9%。不過，臨近5月底，由於新冠肺炎感染個案減少以及上海市解除封鎖，製造業及服務業採購經理指數分別穩步回升至48.1和41.4。我們亦發現，有更多跡象顯示中國政府為提振下一季的經濟增長，將進一步放寬相關政策。
(《環球市場縱覽—亞洲版》第6及7頁)
- 環球各國央行於5月紛紛收緊貨幣政策。在5月的聯邦公開市場委員會(FOMC)會議上，聯儲局宣佈加息50個基點。澳洲儲備銀行則加息25個基點。英倫銀行將銀行基準利率上調50個基點。另一邊廂，人民銀行把5年期貸款基礎利率調低15個基點。
(《環球市場縱覽—亞洲版》第18頁)

股票：

- 5月，股票回報率相對平穩。從地區來看，亞洲股市表現領先，MSCI日本指數回報率為1.9%，中國的上證綜合指數則在連續兩個月下跌後回升4.6%，原因是國內有關疫情的氣氛改善及當局發出放寬貨幣政策的訊號。東協股市於5月回落，新加坡的富時海峽時報指數下跌3.7%，而馬來西亞的富時大馬吉隆坡綜合指數下跌1.9%。成熟市場股票於5月表現持平，MSCI美國指數升0.4%，而MSCI歐洲指數的回報率為0.05%。行業方面，能源股於5月延續領先表現，MSCI世界指數當中的能源行業於5月的回報率為10.8%。公用事業等防守型行業的表現亦相對較為理想，升1.9%。非必需消費品、必需消費品及房地產等行業的表現同告落後，跌幅超過3.0%。

固定收益：

- 在5月的公開市場委員會會議之後，美國國庫券孳息率曲線略微變斜，10年期與2年期國庫券孳息率的息差，由19個基點擴闊至30個基點。10年期美國國庫券孳息率回落至3%以下，在本月收報2.84%。
(《環球市場縱覽—亞洲版》第29頁)
- 由於美國國庫券孳息率於5月輕微回落，固定收益表現較前幾個月理想。美國國庫券及高收益債券均錄得0.2%的回報率。美國投資級別債券表現不俗，回報率為0.9%。新興市場高收益債券則表現落後。5月，亞洲高收益債券孳息率下降2.8%。
(《環球市場縱覽—亞洲版》第51頁)

其他資產：

- 由於與美國國庫券孳息率相比的息差擴闊，成熟市場貨幣兌美元普遍走強。具體而言，歐元和澳元兌美元於5月分別上升1.8%和1.6%。若干新興市場貨幣繼續升值，原因是當地央行收緊貨幣政策。最值得一提的是，墨西哥披索和巴西雷亞爾兌美元分別上升3.9%及5.0%。人民幣跌1.0%，日圓升0.7%。
(《環球市場縱覽—亞洲版》第69頁)
- 5月，商品價格繼續輕微上漲，彭博商品價格指數升1.4%。5月，西德州輕質原油價格升9.4%。小麥價格放緩，升3.0%。黃金價格跌3.6%。
(《環球市場縱覽—亞洲版》第71至73頁)