

年中展望： 通胀降温抑或增长停滞？

2022年6月

本文只供予在中国大陆有关监管机构认可投资海外的金融机构使用。

通胀能否在不影响增长的情况下降温？在投资者展望今年余下时间及以后之际，各国央行正尝试平衡通胀及增长。我们认为经济或会显著放缓，美国可能出现衰退。查看安联全球投资总监对2022年余下时间各资产类别走势的看法。

要点

- 通胀、加息、地缘政治冲突及新冠疫情是对全球经济造成不利影响的众多因素之一
- 「地球村」持续分裂亦拖慢增长，但同时创造了新的伙伴同盟关系
- 对于全球经济，我们认为2023-2024年「硬着陆」的可能性大于衰退，但在美国，衰退风险明显较高
- 由于市场广泛的不确定性，投资者或希望作好准备，以减低投资组合的波动性，并在投资机会出现时抓紧这些机会
- 安联全球投资总监分享了他们在股票、定息收益和多元资产领域的主要投资意念

宏观观点：多种因素助长了经济放缓

在今年年初，很少人精确地预测到影响全球经济和金融市场的多个因素。疫情后经济强劲反弹、流动性过剩及供应链持续中断导致通胀按年飙升。俄罗斯入侵乌克兰及全球各国对此的响应推高商品价格。股票及债券遭到广泛抛售，金融市场下跌。消费者信心和支出均减弱，企业收入和盈利受到影响。主要央行——即美国联储局——努力令经济「软着陆」，其非常清楚之前的大多数紧缩周期都以衰退告终，故希望在不影响增长的情况下令通胀降温。

投资者下一步应怎样做？我们认为投资于更广泛的投资工具，并重新部署投资组合十分重要。投资者或可考虑以下策略：

- 股票配置方面，优质价值股、部分高科技创新公司及中国股票看来吸引。能源和粮食安全亦是值得考虑的主题投资。
- 定息收益配置方面，部分已发展市场的较长存续期主权债券较之前吸引——欧元区外围国家及半核心债券市场较不利好。投资者亦可考虑在息差进一步扩大时增加部分美国高收益债券投资。
- 多元资产投资组合方面，商品投资或有助应对通胀上升，特别是黄金可能较政府债券更能为股票投资带来多元化好处。

去全球化导致增长放缓和通胀上升

通胀、利率上升及增长放缓是现时影响投资组合的主要经济因素，另一个与经济息息相关的因素是：去全球化加剧，以及随之而来的「环球经济趋缓」及「各国回归本土」。

自2007-2009年环球金融危机以来，国际贸易占国内生产总值的比例减少，中美贸易战和英国脱欧加速了这一趋势。最近，由新冠疫情引发的供应链中断使情况更加恶化，尤其是在中国，严格的封锁措施减慢了病毒传播，但同时亦拖慢经济增长。从过去两年的经验，我们知道新冠疫情不单对经济造成损害，随之而来的生产阻碍亦加剧通胀。乌克兰局势令供应链中断问题更加严重，许多企业现时对海外销售和生产的可靠性存有疑问，倾向专注「本土」而非「外地」。

所有这些因素均可能导致经济体系更加分化，一方面是美国和盟国，另一方面是中国和俄罗斯。「地球村」分裂的影响十分重要，其中有多原因，特别是导致贸易占国内生产总值的比例减少、增长放缓和通胀上升。然而，我们并不认为全球化已经完结，相反可能会以不同的形式重现。例如，气候变化带来的挑战在本质上是全球性的，迫切需要各国紧密合作，而非各国能单独应对。

我们的年中展望基本情境

- 我们认为在未来两年，全球经济可能会迎来「硬着陆」——意味着低于潜力、非常缓慢的增长。我们亦预期美国可能会于2023-2024年出现衰退。
- 虽然我们预期不会出现1970年代的「滞胀」，即增长缓慢及衰退与双位数通胀同时出现——但我们认为通胀或将持续高企。若我们能避免另一次能源价格冲击，按年通胀率或有望在年底见顶，但将需要一段长时间（在我们的资深投资者看来，至少3-5年）才能回落至央行的目标水平（已发展市场的目标通常为2%）。
- 我们预期各国央行，特别是美国联储局，不会放慢或中断已宣布的货币政策正常化。相反，我们相信他们将继续加息并缩减资产负债表。经济降温会促使央行改变方向并较预期早停止加息吗？这是可能的，但更有可能的是高通胀将限制央行，迫使它们采取行动。因此，若市场就进一步货币紧缩而重新定价，投资者应该不会感到惊讶（见图1）。

金融市场充满挑战

这一切对金融市场意味着什么？各资产类别将对经济趋缓及美国经济可能衰退、通胀持续、利率上升及央行缩减资产负债表有何反应？在以下部分，我们的全球投资总监将分享他们对今年余下时间市场的看法。

图 1：现时市场价格反映全球政策利率显著上升

2022年6月，市场预期全球政策利率将在未来两年内上调约150点子——较六个月前的预期显著上升。我们认为，投资者应该为市场进一步就货币紧缩重新定价作好准备。



资料来源：彭博，数据截至2022年6月1日。

观点

股票策略：应对货币政策正常化及全球经济同步放缓



Virginie Maisonneuve
全球股票投资总监

应对利率「大幅追回进度」

当我们审视影响全球经济的各种力量时，我们似乎正处于紧缩政策及利率快速「大幅追回进度」的时期，这是历史上最重要的货币紧缩时刻之一，而且发生在经济放缓的环境下，这是一个非常不寻常的组合。想想最近数月发生的事情：

- 主要央行开始透过加息及缩减资产购买计划（量化宽松）来削减流动性。
- 通胀在数十年维持于低位后飙升，特别是能源及食品价格，央行专注压抑通胀。
- 过去数十年的全球地缘政治「秩序」

开始崩塌，进一步分裂「地球村」。乌克兰遭到俄罗斯入侵及与新冠疫情相关的供应链问题促使更多国家及企业「回归本土」并重新思考其全球供应链——不仅为节省成本，同时为建立新的合作伙伴关系。

- 随着市场消化这些讯息，基准债券的收益率上升，主要股市指数大幅下跌，结束了长期以来的强劲表现。

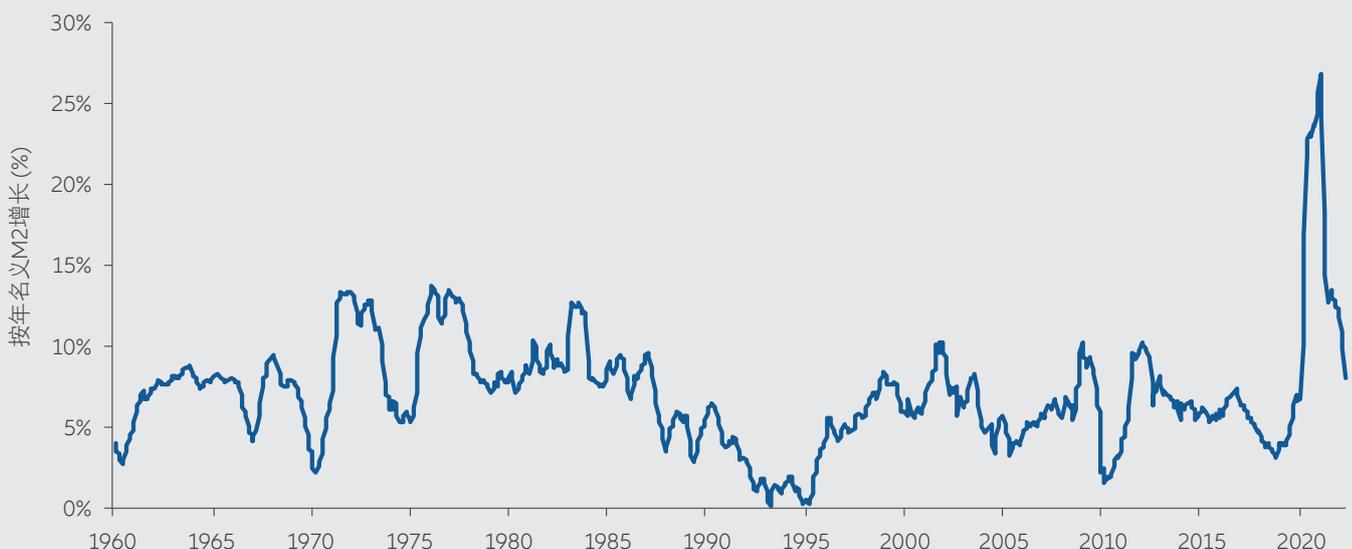
现时正是年中的时候，我们密切监察撤出量化宽松和加息对正在放缓而非增长的全球经济的影响——这与寻常情境非常不同。在现时的环境下，投资者面临的问题是：这种情况将何去何从？美元强势加上货品难以采购，全球贸易占国内生产总值比例可能进一步受压

下滑。有趣的是，消费者减低开支，令许多成功解决供应链问题的美国企业现时要努力应对库存水平增加，这可能显示需求放缓。

通胀会很快见顶吗？M2（量度美国的货币供应量，过往一直是衡量12-18个月滞后通胀及增长的理想指标）在2021年2月见顶（见图2），这代表通胀可能会在未来六个月达到顶峰。M2数据和其他指针（包括石油价格高企、制造业指数下跌、利率上升及疫情高峰期实施的经济支持措施逆转）均显示全球经济可能会同步大幅放缓。增长放缓对企业利润及盈利的影响尚未见于许多公司，虽然估值已经大幅调整，但「盈利衰退」可能即将到来。

图2：美国货币供应量下跌显示通胀亦有可能下降

M2指标是量度一个经济体的货币供应量，包括现金和支票存款，一直是反映未来12-18个月通胀水平的指标。在美国，M2自2021年2月的高位后便显著下跌，这显示通胀有可能很快就会下降。



资料来源：圣路易斯联邦储备银行，数据截至2022年4月1日。

股票策略

(续)

现时环境下的股票投资组合部署

当美国的加息预期从50点子转变为25点子或零时，股市或会出现转折点，这可能对市场来说是「坏消息变好消息」的时候。虽然届时经济环境或会较现时更具挑战性，但市场将可预见紧缩周期结束，这一切都将发生在一个更难找到增长且利率比多年来更高的环境中。考虑到这一点，我们相信投资者可受惠于数个高确信度策略的多元化投资组合：

- 股息稳健的优质价值股：在利率上升的环境下，投资者或愿意为这些股票支付溢价。

- 资产负债表在大幅贬值后表现稳健的优质增长股：这些股票可能具吸引力，因为其增长潜力有助这些公司在全球增长乏力和经济放缓之下脱颖而出。
- 能源及粮食安全：由于地缘政治的不确定性威胁能源及粮食安全，这些切实的投资主题有助投资者重新定位投资组合。
- 「具创新影响力」的股票，包括人工智能、网络安全及解决/适应气候问题相关的企业：这一类别应被视为投资组合的重要部分。
- 中国股票：虽然波动市况可能持续，但中国股票或会越来越具吸引力。中国4%-5%的国内生产总值增长显

著高于世界其他主要经济体。与多个新兴经济体相比，中国的经济增长亦较高。此外，中国受美元强势的负面影响较小，而且该国央行现时正放宽而非收紧货币政策。

观点

定息收益策略：在增长和通胀到达转折点时投资

衰退风险日渐上升，或有助在一定程度上降低通胀

今年年初，我们预期2022年的主要市场风险将是各大央行能否在避免全球经济下滑程度超出预期的情况下控制处于历史高位的通胀。至目前为止，核心政府债券的收益率曲线一直是平的，这代表虽然我们或不会陷入衰退，但市场认为这是一个非常短的经济周期的末段。踏入下半年，定息收益投资者或希望密切关注以下因素的走向：

- **增长**：由于金融环境收紧及家庭实际收入受压，不利因素增多，全球

经济增长前景笼罩阴霾。俄罗斯入侵乌克兰的地缘政治局势和供应方面的影响加剧了经济下行风险。

- **通胀**：衰退风险上升，我们预期全球通胀压力可在年底和2023年缓和。然而，在缓和之前，由于供需持续失衡及商品价格高企，通胀在短期内可能维持在高位。
- **货币政策**：通胀数据处于历史高位，主要已发展市场央行仍倾向维持其鹰派政策立场。在看到明确的证据显示通胀朝着目标下降之前，美国联储局不太可能改变路线。与此同时，欧洲央行倾向在短期利



Franck Dixmier
全球定息收益投资总监

率方面更大幅度（及更快）地加息。我们认为，至少在短期内，联储局希望按照市场的预期行事——这意味着至2022年底，联邦基金利率或会接近2.75%（见图3）。然而，我们认为，随着增长下行风险变得更加明显，在2023年进一步收紧政策的意图可能会减弱。

现时环境下的定息收益投资组合部署

由于今年余下时间的前景仍不明朗，我们预期债券收益率在近期会出现一

定息收益策略：

(续)

些波动。然而，我们认为现时正处于增长和通胀的转折点，主要已发展国家央行可能尚未准备好改变其鹰派政策立场，尤其是在当前通胀仍处于历史高位的情况下。但我们认为，随着增长下行风险在今年年底和明年上升，债券市场可能会开始重新评估今个周期的加息幅度。以下是定息收益投资者可考虑采取的一些策略：

– 我们或许会开始看到部分市场的长存续期主权债券吸引，因为价格基本已反映加息，而且未来数月增长下行风

险将变得更加明显。这些市场包括美国、澳洲、新西兰及加拿大。

- 欧元区外围和半核心债券市场似乎较不利好。在欧元区主权债券市场，财政指标恶化，加上欧洲央行收紧货币政策，外围市场的息差或会进一步扩大，尤其是意大利。
- 在新兴市场，选择性是关键。地缘政治及供应压力令通胀高企，尤其是食品价格，这在新兴市场消费者的通胀篮子占比较大。在新兴市场硬货币债券中，高收益债券息差较阔。随着价格上升，息差或会开始收窄，这对于已持有这些债券的投资者来说或会是一项理想的总回报投资。

– 投资级别债券方面，企业基本面仍然令人放心，但增长下行风险支持采取防守性立场。然而，由于上述原因，若息差进一步扩大，增持部分美国高收益债券或可带来机会。相对欧元，我们偏好美元债券的息差，看好具强大定价能力的企业，例如环球金融和美国公用事业公司。

图3：在本经济周期，债券收益率已反映多个因素

过去十年，美国5年/5年远期利率为10年期债券收益率提供软上限。截至2022年6月中旬，该利率约为3.30%，远高于联储局长期「位图」预测的中位数2.5%。



资料来源：彭博、安联投资，数据截至2022年6月15日。

观点

多元资产策略：市场急剧变化促使谨慎投资



Gregor MA Hirt
全球多元资产投资总监

利率上升、成本增加及供应冲击加大了企业的压力

若果美国经济持续放缓，联储局遏制通胀的行动似乎很可能是主因。但更广泛的全球经济也处于脆弱点，主要是由于高通胀、供应链困境及乌克兰遭到入侵带来的不确定性。此外，世界第二大经济体——中国——一直努力应对增长放缓和新冠疫情爆发，在其他主要经济体开始加息时调低利率。

在这种不明朗的环境下，投资者终于开始质疑股票和多项债券的高价格，以及许多企业的高盈利预期。更具体而言，投资者想知道在投入成本（不论是工资或能源价格）上升的情况下，企业是否对其利润过度乐观。这种对经济形势重新评估的趋势也开始蔓延至信贷市场——虽然趋势蔓延的程度不算高，但可能会导致再融资成本增加，令

企业利润进一步受压。

在我们的多元资产专家中，考虑到乌克兰事件对欧洲的影响较大，我们在今年大部分时间一直对股票持谨慎态度，尤其是欧洲和新兴市场股票。我们对英国和日本股市的看法较为正面，然而我们仍然减少了在这些市场的投资。普遍而言，我们对定息收益市场采取了防守性部署。

总而言之，我们正迈向一个艰难时期，通胀仍然令人忧虑，即使收益率上升、投入成本增加及持续的供应冲击影响企业利润，大部分主要央行仍需要削减整体流动性。

尽管市场出现抛售潮，但仍可找到长期投资机会

面对这些挑战，估值已开始从过高的水平回落，或可为投资者创造机会以

更吸引的价格重新进入市场。我们认为，持有一些现金以准备投资于价值被低估的证券及合适的策略或会明智的选择。

- 商品投资或有助应对通胀上升。此外，如图4所示，黄金可能较政府债券更能为股票投资带来多元化好处——至少短期而言。商品交易顾问亦受惠于现时环境，因为他们可以做空市场。
- 英国股市具有潜力，主要由于其能源和健康护理行业，以及其防守型倾向。
- 另类贝他策略（包括长/短仓策略）今年再度复兴。

图4：美国国库券现时能为美国股票带来的多元化程度下降，黄金或可成为潜在替代品

虽然投资者因担心通胀上升而退出国库券市场，但美国国库券与美国股市的相关性仍然上升。因此，美国国库券或已变成不太有效的多元化工具，尤其是与黄金相比。在现时环境下，商品普遍——尤其是黄金——可能提供较佳的多元化。



资料来源：彭博，数据截至2022年6月30日。上图展示每日滚动相关性的每月平均值，根据利用美国股票（标普500指数期货）、美国国库券（美国10年期国库券期货）、黄金（黄金期货）每日回报的260天滚动窗口。

年中展望: 通胀降温抑或增长停滞?

Active is : 安联投资

与我们联系 | hk.allianzgi.com | 搜索  安联投资



联系LinkedIn帐户Allianz Global Investors

多元化并不能保证利润或防止损失。

本文内所载的资料于刊载时均取材自本公司相信是准确及可靠的来源。本公司保留权利于任何时间更改任何数据，无须另行通知。本文并非就内文提及的任何证券提供建议、邀请或招揽买卖该等证券。阁下不应仅就此文件提供的数据而作出投资决定，并向财务顾问咨询独立意见。但阁下若选择不寻求专业咨询，即应考虑是否适合您投资。投资涉及风险，尤其是投资于新兴及发展中国场所附带之风险。过往表现，或任何预期、推测或预测并非未来表现的指引。本文件及网站并未经香港证券及期货事务监察委员会审核。发行人为安联环球投资亚太有限公司。

Admaster: 2252782