

专家分析： (停滞性?)通胀恐慌: 评估当前的市场抛售



Vincent
MORTIER
集团首席投资总监



Monica
DEFEND
东方汇理资产管理
研究院主管

- 随着有关经济增长的风险进一步加剧现时严峻的通胀，市场正在步入大规模转变的艰难时期。滞胀忧虑将会继续主导市场，而风险资产应会维持极为波动，特别是负债最多和估值仍然过高的企业。
- 各国央行目前承认通胀问题和改变论调，至少暂时而言，央行似乎已准备采取行动捍卫信誉。不过，他们可能不会大刀阔斧行事，而市场也消化了央行的强硬立场。欧洲央行举行的特别会议正好显示央行无法在大规模转变的情况下，为市场提供清晰的货币政策指引和框架。因此，在固定收益方面，投资者应该保持中性的久期立场，并留意**优质信贷和流动性**。
- 我们认为市场对盈利前景仍然过于乐观，而且风险倾向下行，因此对发达市场股票保持**审慎**。目前的重新定价大致消除了市场估值过高的情况，但目前水平容易受企业基本面转差影响。企业盈利的稳定性和定价能力将会成为导致股市出现重大分歧的主要动力。鉴于我们预测欧盟可能出现盈利衰退，我们对欧洲更加**审慎**，也继续偏好美国股票多于欧洲股票。
- 在亚洲区，由于中国股票较不受发达市场目前的波动影响，因此较具吸引力。此外，中国股票也能受惠于内地经济重启、通胀压力还未出现和目前的支持性政策。

于6月初美国公布通胀率按年飙升8.6%，创下40年新高，通胀升温的速度亦让人意外，使市场价格在上周极为波动。

美国股市由月初至今下跌接近7%，导致标普500指数由年初至今的总体表现下挫21%，正式进入熊市阶段。债券也同样受创，10年期美国国库债券收息率上升至3.3%以上，为2011年以来的新高。

在欧洲，欧洲央行在上一次会议上展示强硬立场后，债券收益率急升，使欧洲股票急挫至2021年3月以来的新低，而意大利政府债券收益率则自2013年底以来首次超越4%。此情况促使欧洲央行宣布举行紧急会议，以应对市场抛售潮，并避免金融市场出现任何碎片化风险。

近期的事件提醒我们正在出现大规模转变，随着市场继续向上修订预测通胀率和向下修订增长率，**滞胀风险逐渐增加**。年初时，通胀主导金融市场。由于通胀因素占据主导地位，重新定价初期主要集中于债券，而股票则较为稳定。当时，股票和信贷等较受经济增长影响的资产类别表现仍然领先债券。

最近，我们已进入新的阶段：滞胀风险再次出现和其对增长预期的影响正在左右市场。因此，股票和信贷等增长型资产现在面对更严重的重新定价，而债券则仍然受压。

在这个新阶段，**显著分歧正广泛出现**。盈利增长在通胀升温之际下降，加上债务成本上升，均使违约风险成为焦点所在。在股票市场，违约风险较高的企业股票由于流动性减少，其经历的波动几乎为最安全信贷资产的三倍。

「随着经济增长风险增加，风险资产持续受压。由于央行试图保持信誉，债券可能继续面对更有限的上行压力。」

债券收益率于 6 月上升，股票被抛售



资料来源：东方汇理资产管理研究院、彭博。数据截至 2022 年 6 月 15 日。

这个股票与债券带有正向相关性的阶段应该会持续，因为任何滞胀风险上升的迹象也会使股票和债券同时被重新定价，而任何缓和的迹象则会惠及这两个资产类别。

面对近期忧虑时，必须留意主题为：

- 1. 通胀炽热。**新的通胀数据清楚表明，预测通胀走势并不容易，而通胀尚未到达峰值。虽然供应瓶颈有所缓和，但通胀持续的迹象仍然存在。食品和能源价格仍然高企，乌克兰冲突持续将会造成大宗商品价格压力。住房通胀上升至 30 年高位，服务通胀和衡量黏性通胀的数据也持续上升。只要通胀尚未到达高峰，任何反映更进取货币政策回应的数据将会使市场持续波动。
- 2. 增长忧虑。**由于通胀对较低收入的消费者而言具有类似累减税的效果，因此经济增长势必放缓。同时，中国仍然处于经济重启阶段，应该会先经历艰难的第二季，才会在下半年回升。这些也意味着欧元区经济增长将会在 2022 年停滞（使滞胀的“停滞”部分成真），而美国经济则会放慢至危机前的水平以下，但根据我们的主要预测情况，美国应该能避免增长停滞。在现阶段，随着股市处于熊市，评估经济增长成为关键，因为经济朝着衰退进一步减慢可能会触发进一步的下行，而实现经济软着陆（仍然是我们的主要预测）则可能使经济在通胀到达峰值后，在今年稍后回升。
- 3. 企业利润发出警号。**欧洲可能会出现衰退，但盈利衰退比经济衰退的机会更大。通胀开始蚕食利润，主要以增长为本的企业受重新定价的影响最大。
- 4. 央行政策失误的风险增加。**最终，央行在遏抑通胀方面担当主要角色，而近期通胀升温使央行更加进取。市场正在正确地货币政策走势重新定价，我们认为现阶段美联储必须维持信誉，进一步跟贴形势，而之前上调利率 75 个基点的决定便是最佳证明。随着意大利政府债券的近期市场走势转趋清晰，遏抑通胀的计划也会使欧元区更加分裂，因此欧洲央行面对更大的考验。欧洲央行愿意设计一项新的反分裂工具，以及灵活使用抗疫紧急买债计划（Pandemic Emergency Purchase Programme）的再投资款项，反映欧洲央行将会尝试顾及上述两个领域。

5. **其他领域（例如加密货币）的波动为市场雪上加霜。**比特币和加密货币的熊市正步入暴跌的阶段，其中比特币由月初至今大跌 30%，加密货币市场的总体市值在上两周急跌近 3,700 亿美元¹，而避险环境和与加密货币相关的主题则继续影响投资者情绪。

投资启示

「目前的重新定价逐渐消除部分估值过高的情况，使表现出显著分歧。宜着眼于优质信贷和盈利稳定性，并通过中国股票和石油进一步分散风险。」

我们保持平衡和分散风险的方针，总体保持审慎立场，也非常重视流动性。股票方面，过去几周的调整深度有助消除过高的估值，使估值更符合基本面。不过，我们并不认为这是可以随便买进的时机，又或进一步减持风险的时刻，除非股市价格尚未完全反映企业基本面转差的情况。

相反，目前的重新定价带来个别投资机会，并肯定我们现在的观点，特别是：

- 由于市场价格现在已经反映央行的强硬态度，加上在某个时刻，央行将会不得不减少行动，以避免衰退或欧元区进一步分化，因此近期的债券沽压使部分债券变得更具吸引力。例如，欧洲央行举行的特别会议正好显示央行无法避免重大后果的情况下采取过度进取的行动。鉴于周边国家债券极为波动，我们维持中性立场，并继续留意欧洲央行的行动。我们现在明白 10 年期德国国债利差达到 250 个基点，对欧洲央行而言可能是痛苦的门槛，但我们无法确定欧洲央行目前是否愿意和 / 或有能力捍卫此水平，因此市场参与者可能会再次测试欧洲央行的底线。
- 我们认为美联储对供求走势的影响不及欧洲央行，因此略为偏好美国投资级别信贷。
- 由于我们认为盈利展望仍然过于乐观，而风险倾向下行，因此我们对发达市场股票保持审慎立场。企业盈利稳定性和定价能力将会成为股市和信贷出现重大分歧的主要动力，而在信贷领域，投资者仍然主要着眼于质量。我们预测欧盟可能出现盈利衰退，因此对欧洲更加审慎，并继续偏好美国股票多于欧洲股票。
- 由于中国 A 股似乎较不受滞胀风险急升的发达市场影响，我们对中国 A 股的观点变得略为更加正面，同时也预计此资产类别能受惠于中国经济重启和现行的刺激措施。
- 为分散风险，我们也对石油持略为正面的观点，因为石油库存和闲置产能极低。此外，中国部分地区重开使我们相信全球石油需求在短期内骤减的机会极微。货币方面，我们仍然偏好美元多于欧元，同时略为看多日圆。

¹资料来源：CoinMarketCap 数据，指 2022 年 6 月 8 至 15 日。

重要资料

本文乃由东方汇理资产管理香港有限公司编制。本文不拟被视为要约或招揽购买或出售证券，当中包括基金股份。本文所载的观点及/或所提及的公司不应被视为东方汇理资产管理的建议。所有意见及估计可以随时作出更改而毋须事先通知。在适用之法律、规则、守则及指引允许的范围内，东方汇理资产管理及其相关公司对任何因使用本文所载之资料而引致的直接或间接损失概不负责。本文只能分发予获准接受之人仕，及任何可能接受本文而没有违反适用法例及条例之人士。本文及所提及之网站并未得到香港证券及期货事务监察委员会（「证监会」）的审阅。本文撰写的目的只为提供资讯，并不代表已参考个别可能接收到本文人士的个别投资目标，财务情况及个别需求。有意投资者应就个别投资项目的适合程度或其他因素寻求独立的意见。投资者不可单靠本文而作出投资决定。投资涉及风险。市场、基金经理以及投资的过往表现及经济市场、股市、债市或经济趋势预测并非将来表现依据。投资回报以非港元或美元为单位可能因汇率波动而令投资总值下跌或上升。投资可跌可升。本文不拟提供于美国公民、美国居民或任何根据美国 1933 年证券法下的规则 S 所定义的「美国人士」。