



2022年下半年 市场展望

在波动市况里发现曙光

2022年7月

目录

市场观点 4

- 投资者的首要忧虑是通胀
- 亚洲市场的主要忧虑
- 不明朗市况下的投资机遇

2022年下半年各资产类别及配置观点 8

- 已发展市场股票
- 亚洲（日本除外）股票
- 固定收益及另类投资

股票焦点行业 13

- 亚洲科技龙头企业 - 受惠长期数字化趋势的公司
- 消费升级主题未受影响
- 金融股 - 把握财富管理增长趋势
- 新能源 - 长远发展前景稳健，生态系统更健全

固定收益观点 22

- 通胀超标及联储局鹰派立场为市场带来波幅
- 中国经济增长转弱造就更多及时的政策放宽
- 信贷策略
- 行业观点



市场观点

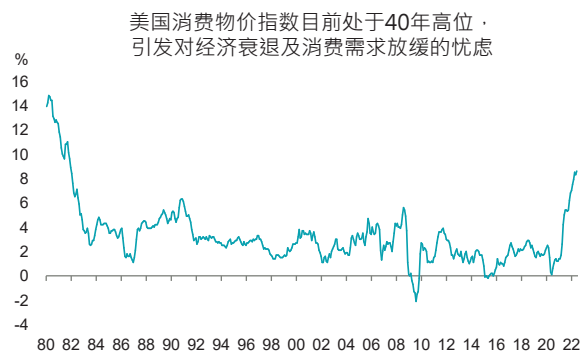
投资者的首要忧虑是通胀

大市波幅由去年延续至今年上半年，期内亚洲区市场普遍受压。各种风险陆续出现，包括地缘政治事件出乎意料升温，尤其俄乌紧张局势，及大宗商品价格急升，彻底影响全球的通胀预期。我们于今年年初预期2022年的主要风险因素之一是通胀为宏观经济带来的忧虑，而我们现在更担心通胀预期升温，将导致全球经济进一步疲弱。

为了对抗通胀，美国联储局及各国央行已经开始比预期更快的加息步伐，各国央行发现自己大幅落后于形势，尤其是已发展市场的消费物价指数持续攀升。投资者逐渐将注意力从进取的加息周期及量化紧缩展开，转至经济衰退及滞胀风险。市场目前预计美国联储局将于年内共加息350个基点，欧洲央行则会加息175个基点。

随着通胀上升，当局必然以更进取的步伐加息。我们认为，各国央行目前采取更鹰派的立场，并在通胀失控前行动会是较好的做法。美国通胀数字上升（图1）已削弱美国人的购买力，引发对各种商品的消费需求的更大忧虑，其中包括电子产品及必需品。

图1：美国通胀数字上升



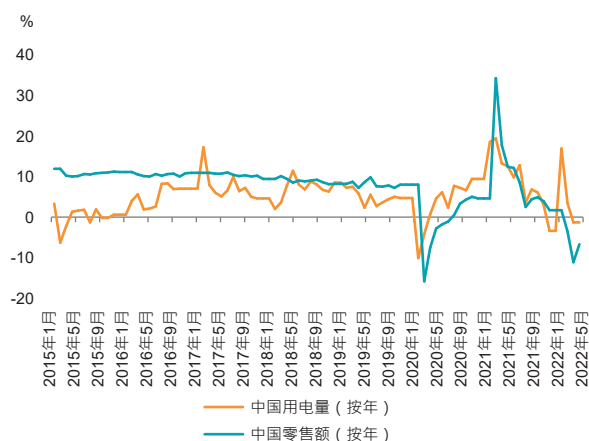
资料来源：彭博，截至2022年5月31日

亚洲市场的主要忧虑

此外，之前中国新冠病毒感染个案数目突然上升，尤其在上海及北京，令投资者感到意外。随后的封锁措施进一步拖累经济活动，并令供应链中断，后者更令市场进一步忧虑通胀压力（图2）。

总括而言，今年上半年MSCI亚洲（日本除外）指数下跌17%，亚洲区内市场的表现参差。和中国情况相同的是，市场对科技业终端需求疲弱的忧虑，拖累台湾及韩国等北亚市场表现。另一方面，受惠大宗商品价格上涨，由大宗商品主导经济的地区表现出色，尤其是印尼。

图2：中国经济活动因新冠疫情再度升温而大幅减少（按年）



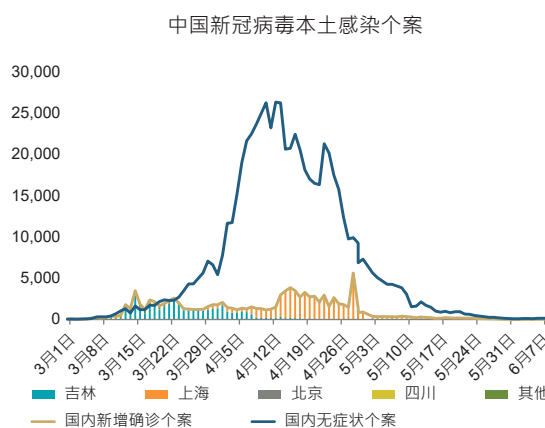
资料来源：彭博，截至2022年5月31日

不明朗市况下的投资机遇

尽管宏观经济疲弱，我们认为市场仍然有投资机遇。比起世界其他地区，我们仍然认为中国的逆周期及利好经济增长的政策，及微调后的监管措施将有效支持中国2022年的稳定增长目标：

- 中国政府将进一步刺激经济。总理李克强在5月举行的全国人大会议上敦促各省政府加强执行政策，并宣布一系列稳定经济的措施。
- 预计当局将微调监管措施，特别是去年遭受重创的互联网及房地产行业的相关措施。中国高层决策官员在5月会见数十名高级管理人员及行业专家，并承诺支持科技行业稳定发展。
- 虽然我们仍然审慎看待和密切关注中国的「清零政策」，但是中国最新公布的新冠病毒感染个案数字持续下降（图3）。与此同时，中国正采取更多措施，以确保物流畅顺及恢复生产，其中，上海在6月初取消了复工复产的白名单制度。

图3：中国疫情逐步好转



资料来源：国家卫生健康委员会，截至2022年6月7日



我们认为中国的逆周期及利好增长的政策，及微调后的监管措施将有效支持中国今年的稳定增长目标。

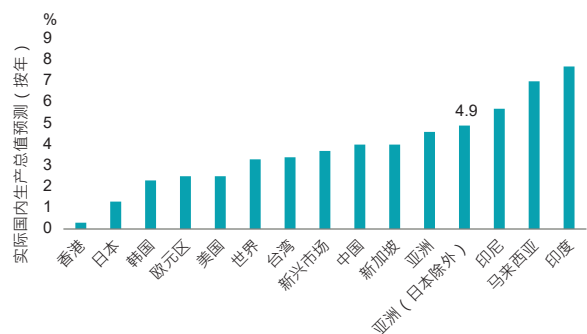
由于中国在亚洲区占庞大规模及具重要性，中国的稳定表现不但支持本地市场表现，亦可以令其他亚洲市场受惠，因为中国是多个东盟国家的主要贸易夥伴，亦是海外直接投资 (FDI) 的主要来源。

在亚洲，通胀将令区内各个市场个别发展。不过，随着供应链中断的情况减少，及区内紧张局势缓和，或有助减轻亚洲区通胀压力，并带动投资气氛。

总括而言，我们对中国及亚洲市场保持审慎乐观，但我们相信随着美国联储局进一步加息，及量化紧缩的步伐开始加快，市场将会持续波动。

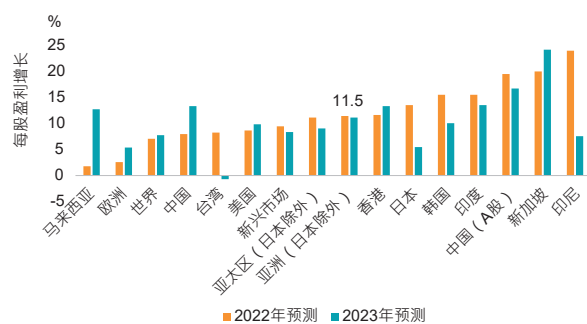
虽然我们预计国内生产总值及盈利持续下调 (图4及图5)，但由于个别股份的估值将带来吸引的投资机会，我们相信以审慎、由下而上并专注于优质基本因素的投资策略，可以为长线投资者带来回报。我们将在本报告进一步说明相关投资机会。

图4：2022年国内生产总值增长预测



资料来源：FactSet · I/B/E/S · MSCI · 高盛环球投资研究，截至2022年6月3日

图5：2022/2023年预测每股盈利增长



资料来源：FactSet · I/B/E/S · MSCI · 高盛环球投资研究，截至2022年6月3日

2022年下半年资产配置观点

图6：未来12个月的资产配置观点

股票		债券		另类投资	
美国	↓	美国国库债券	↓	房地产	↓
欧洲	↓	其他已发展市场政府债券	↓	黄金	→
日本	→	欧美投资级别	↓	基本金属	↓
北亚（日本除外）	↑	亚洲投资级别	→	石油	↑
南亚	→	欧美高收益债券	↓	现金	→
其他新兴市场	↓	亚洲高收益债券	↑		
		新兴市场债券	→		

↑ 增加持仓
 → 维持不变
 ↓ 降低持仓

资料来源：惠理基金，截至2022年6月7日

由于预计市场波幅将会上升，我们短期内会维持防守性部署。然而，我们认为亚洲的处境较西方市场为佳，因为亚洲的通胀控制得宜，并且有更多刺激经济政策。此外，亚洲的估值已经达至吸引水平。相反，由于股票风险溢价仍然低于平均水平，西方市场的盈利及估值需要进一步下调。

已发展市场股票

美国

虽然美国股市年初至今从高位调整超过20%后，并已步入熊市，但目前为止，相关调整仅反映债券收益率上升的因素。由于股票风险溢价仍然偏低，我们认为美国股市将进一步下滑。今年下半年企业盈利数字将继续向下调，因大部分盈利预测并不以经济衰退作为基本假设。由于消费气氛已创纪录新低，而租金、食品及能源价格则继续高企，故消费者支出前景依然黯淡。我们认为美国股市存在重大下行风险，第三季市场波幅或进一步急升。

欧洲

滞胀逐渐在欧洲形成。天然气价格大幅上扬正对欧洲经济构成重大影响。英格兰银行预测今年第四季通胀率将达至10%，2023年国内生产总值将出现负增长。在维持一段长时间的负利率政策后，欧洲央行（ECB）在今年下半年将利率上调至正数，为经济带来更多不确定性。此外，随着俄乌局势越见紧张，地缘政治风险显着增加，欧洲需要额外资金，以应付不断增加的国防开支及推动可再生能源的计划。

日本

由于日本较容易受全球贸易影响，随着经济衰退风险出现，日本股市亦会备受影响。不过，我们相信日本的表现将优于美国，因为日本维持宽松政策，而疲弱的货币亦利好当地出口业。然而，随着日本通胀率最终突破2%的目标水平，市场担心一旦日圆继续下试20年低位，日本央行可能会改变其控制收益率曲线的政策取向。此外，由于长期收益率持续上升，日本央行将无法继续以目前的规模及步伐购买日本政府债券。然而，随着日本逐步重新开放及其财政刺激方案，应利好当地消费增长。



亚洲（日本除外）股票


中国

相比西方市场，自新冠疫情爆发以来，中国的经济周期一直领先，并继续推行高度逆周期的经济政策。中国控制通胀得宜，预计今年消费物价指数将达2%至2.5%。因此，中国有空间实施更进取的财政政策，以抵销其清零政策的影响，并推动经济复苏。政府自5月起承诺将实施更多宽松政策，包括减税、刺激消费、增加信贷供应、推动可再生能源发展等，预计将在下半年推出更多政策。

即使中国在4月及5月实施封锁措施，期内经济数据仍然优于最初预期，对互联网行业的投资气氛亦有所改善。互联网公司第一季度盈利优于预期，而中国政府亦向互联网行业释出正面信号，并淡化监管问题以稳定增长。

此外，中国是唯一一个已经历盈利预测及估值同时下调的市场。因此，我们预计中国股市将从低位逐渐回升，由于其估值吸引，投资者将进一步重新估值，资金亦会持续流入。

我们认为，中国A股将更受惠于中国的经济复苏，并较少受全球股市影响。另外，人民币已经靠稳，而即使美元兑大部分其他货币走强，我们预期人民币亦不会大幅贬值。我们认为离岸上市中国股票的估值吸引，并将获得支持。



中国是唯一一个已经历盈利预测及估值同时下调的市场。因此，我们预计中国股市将从低位逐渐回升，由于其估值吸引，投资者将进一步重新估值，资金亦会持续流入。

香港

香港经济逐渐改善，但复苏步伐将取决于边境何时重新开放。本地行业的估值吸引，并很可能受惠于香港逐步重新开放。我们认为最坏的时间已经过去，投资气氛因中国推出刺激措施因而见底。然而，由于香港较易受外围需求减弱及美国加息影响，我们预计市场可能持续波动。

台湾

虽然与2021年比较，台湾今年上半年出口及新增订单增长放缓，但市场对上游科技硬件部件的需求仍然殷切。由于半导体行业供应瓶颈出现缓解的迹象，我们预计过去两年的半导体价格大幅上升的趋势将会结束。不过，随着全球经济衰退风险出现，我们目前仍难以预测明年需求放缓的幅度。尽管如此，由于估值低于平均水平，加上当地公司的股息率高，我们对台湾股票持中性态度。

韩国

针对通胀的忧虑，韩国跟随美国持续推行进行的加息周期。随着外部需求放缓，我们预计当地企业盈利增长将维持温和。此外，记忆体周期的不确定性，增加市场负面情绪。韩国货币亦可能受美元走强的影响。

东南亚地区

东南亚地区在重新开放后，经济持续复苏，经济活动超越疫情前的水平。然而，这些地区的货币或会被美元走强拖累，而全球流动性收紧及通胀，亦已开始影响部分地区。东南亚地区中，印尼表现将继续出色，因为当地大宗商品出口价格高企，并有足够资源满足国内需要。新加坡方面，由于其对全球贸易及高利率的敏感度高，我们预期该市场将继续调整。



印度

受惠新经济范围扩大及当地企业持续向上的盈利周期，印度股市仍然处于长期牛市循环。然而，相比亚洲其他地区，印度的估值处于极高水平。另外，印度亦受食品及能源通胀高企的困扰，令当地消费者支出放缓。

其他新兴市场

美元走强及全球经济衰退风险均利空新兴市场股票表现。食物价格上涨已为部分新兴市场带来问题，社会不稳成为当地主要忧虑。虽然经济衰退风险令工业大宗商品价格下调，但由于供应紧张及库存减少，石油成为唯一价格上涨的大宗商品，故个别生产石油的新兴市场表现仍然靠稳。

固定收益及另类投资

已发展市场债券

美国及欧洲可能要应付持续的高通胀，及经济可能衰退的风险。这些地区的收益率曲线将继续上移，因为市场预计，为了对抗通胀，联储局今年内共加息350个基点，而欧洲央行将加息175个基点。面对经济增长忧虑，「熊市趋平」的情况会持续，令较长期的实际收益率持续低企。我们预计政府债券将持续波动。与此同时，随着日本央行控制收益率曲线的成本越来越高，日本政府债券的风险亦显著上升。假如日本央行放弃控制收益率曲线的政策，全球流动性将进一步收紧。投资级别及高收益债券的信贷息差目前仍然偏窄，但随着经济衰退风险出现及盈利下调，信贷息差或会扩阔。

亚洲投资级别债券

由于中国经济前景向好，中国投资级别债券的信贷息差靠稳。部分优质亚洲投资级别债券收益率约为5%至6%，亦显得吸引。然而，由于利率风险可能会继续上升，因此我们看好存续期较短的债券。

亚洲高收益债券

与亚洲其余地区相比，中国高收益债券的估值处于非常吸引的水平。随着中国市场气氛改善，个别高收益债券带来投资机会。然而，由于部分中国房地产债券仍然面临评级下调及负面投资展望，中国房地产行业持续疲弱。尽管如此，随着更多扶持政策出台，房地产行业前景正逐步改善，我们认为最坏情况可能已经过去。与此同时，面对高通胀及加息忧虑，印度的信贷息差将可能继续扩阔。

另类投资

由于需求减少及供应增加，预计石油以外的周期大宗商品的价格将会下跌。另一方面，石油输出国组织及其盟友（OPEC+）将利用供应量紧张，积极将油价维持高位，所以石油价格将备受支持。由于过去数年用于石油开采的资本支出偏低，供应将难以大幅反弹。因此，石油在2022年将继续供不应求。黄金方面，虽然利率上升将限制黄金表现，但该资产类别依然是对冲地缘政治带来的不确定性及滞胀的理想工具。

股票焦点行业

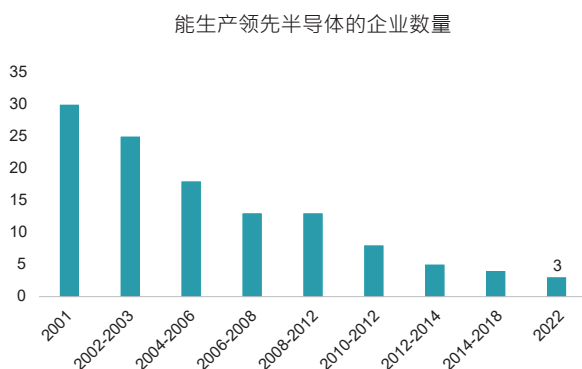
亚洲科技龙头企业 – 受惠长期数字化趋势的公司

虽然市场担心更广泛科技范畴的终端需求受压，令相关公司表现近日受挫，但随着科技消费需求因科技技术进步而提升，亚洲科技龙头企业长远发展仍然稳健。受惠长期数字化趋势，加上其在行业的优势，亚洲科技龙头企业的前景持续向好。

延时缩短及更强大的运算能力创造更多以科技驱动的选项，尤其是虚拟现实/增强现实、人工智能及云端运算，带动对更高效的技术解决方案，及硬件及软件组件等信息技术基建的需求。人工智能半导体市场估计由2021年的350亿美元增加至在2026年¹以前的860亿美元，复合增长率为20%，随着相关技术更见普及，预计云端支出在2021年增至在2026年²的每年增长率达13%。

随着科技技术进步，预计亚洲龙头企业将凭借其技术优势，保持增占市场份额的动力。例如，亚洲区晶圆代工龙头公司凭藉其卓越的制造技术，多年以来不断提高市场份额（图7）。这些公司领先生产技术预计将协助它们，占据大部分半导体先进制程的市场份额。我们在其他新一代技术设备的供应链亦发现类似趋势。

图7：目前具备领先半导体生产能力的企业数目下降至只有三家



资料来源：SIA，英特尔，截至2022年5月31日

¹ 高德纳，截至2021年12月31日

² 国际数据资讯，截至2021年12月31日

图8：中国国产替代的可实现市场规模

科技范畴	市场规模 (人民币·十亿)	进口替代率	替代市场 (人民币·亿元)
中央处理器(2021年)	187.5	2%	183.5
伺服器(2021年)	25.1	74%	6.5
操作系统(2021年)	35.4	5%	33.5
储存(2020年)	31.7	73%	10.5
办公室软件(2020年)	11.8	28%	8.5
数据库(2021年)	30.9	4%	29.9
中介软件(2020年)	15	8%	13.7
企业资源计划(ERP·2020年)	34.6	71%	9.9
总计	372.0		296.0

资料来源：万得，国际数据资讯，Urtrust ThinkTank，公司网站，华经情报网，中国信息通信研究院，东吴证券，截至2022年4月30日

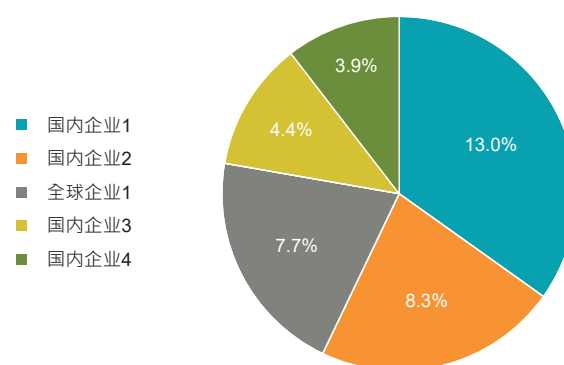
与此同时，在地缘政治紧张局势加剧的情况下，中国正致力提升硬件及软件的科技及产能，以迈向科技自主。中国目前极度依赖其他国家 - 中国90%以上的先进晶片及操作系统均来自美国公司。随着地缘政治风险不断升温，中国正在加强国产替代，而一旦所有技术范畴均采用本地开发的产品，其市场规模将高达2,960亿元人民币（图8）。

目前企业考虑改用国内供应商的产品时，最关注相关技术缺点及产品性能问题。即使如此，内地供应商近年持续投资研发技术，以收窄产品性能差距，来提升客户对进口产品替代品的信心。中国同时在第14个五年规划中重申，实现科技自主的承诺，并积极于电脑科技及数码通信技术范畴申请专利。中国在5G、区块链及人工智能方面的专利申请数量位居前列³，证明中国正致力收窄与其他国家在信息技术创新方面的差距，并推动在各个信息技术方面提供创新解决方案的国内龙头企业发展。

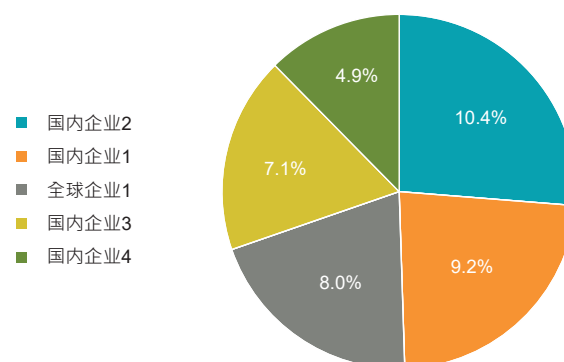
由于亚洲科技业龙头企业可以增加市场份额，故对更先进科技的需求将利好这些企业。尤其是中国的科技业龙头企业亦受惠中国科技业加速国产替代，为进口替代品提供巨大市场及增长空间。

图9：中国企业资源计划(ERP)供应商市场份额增加

2016年企业资源计划市场首5名供应商




2021年企业资源计划市场首5名供应商



资料来源：国际数据资讯，截至2021年12月31日

³ 世界知识产权组织，截至2021年12月31日



对大多数人而言，消费升级即购买价格较高、较优质的消费品。我们认为，这亦代表在中国由稳定收入增长所支持的广泛消费行为，尤其是来自年轻一代（即Z世代）及日益富裕的中产阶级。

消费升级主题未受影响

受新冠疫情引发的封锁措施及宏观经济疲弱影响，中国消费零售额由今年3月至5月连续三个月录得按年下跌。中国消费下滑的情况与其他亚洲经济体明显不同，后者受惠其经济重新开放及相对较低的基数效应。

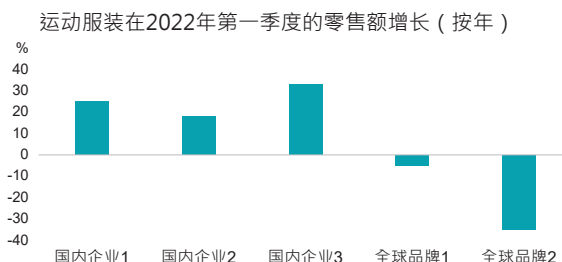
即使有短期因素影响中国消费需求，我们认为消费升级主题仍是结构性及长远趋势。对大多数人而言，消费升级即购买价格较高、较优质的消费品。然而，我们要强调的是，这亦代表在中国由稳定收入增长所支持的广泛消费行为，尤其是来自年轻一代（即Z世代）及日益富裕的中产阶级。

举例如「国潮」的兴起，让中国消费者更喜欢文化根基更深的中国产品，而中国运动服装行业的格局变化最能体现这点。国内重点运动品牌销售今年首季仍录得增长，相较之下，全球或国外主要品牌的销售额在消费环境趋紧的情况则持续回落（图10）。

此外，值得注意的是，消费增长不仅局限于中国，还包括整个亚洲，尤其东盟市场。由于这些地区的收入持续增长同时带动消费同步增长，而消费增长的趋势主要由庞大及不断增长的中产人口推动（图11）。总括而言，我们认为消费升级代表一个结构性增长趋势，投资者应该把目光放在短期消费疲弱情况以外的趋势。

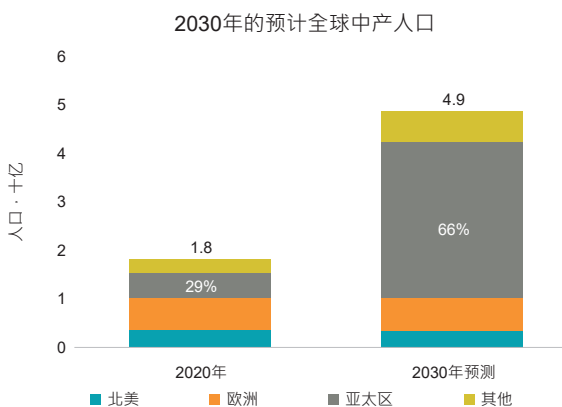
话虽如此，我们仍需密切关注潜在的经济下行风险，尤其食品及能源价格高企，和美国可能出现经济衰退。我们认为美国经济衰退可能对出口导向型的市场带来更大影响。我们必须了解的是消费趋势会迅速发展，即使长远发展前景乐观，许多公司亦可能会被急速淘汰，其中一个例子是某些快速增长并迅速消失的热潮，包括过去数年内地一些「新茶饮」品牌。所以我们认为投资者应采用由下而上的选股分析来发掘此主题，同时密切监控相关企业，以了解个别行业的任何短期变化，实属至关重要。

图10：国内运动服装品牌继续实现销售增长



资料来源：企业资讯，瑞银，截至2022年3月31日

图11：全球大部分中产人口将来自亚太区

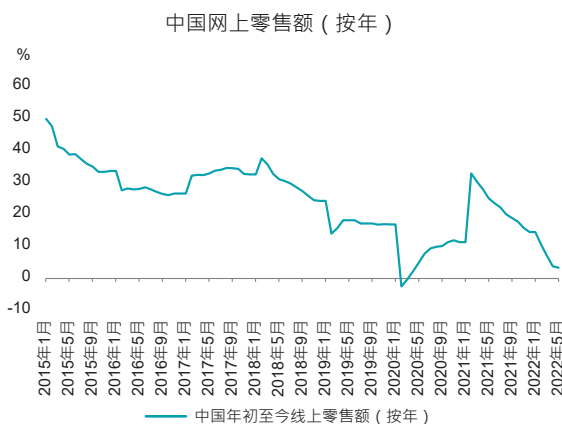


资料来源：经济合作暨发展组织及联合国粮食及农业组织，普华永道分析，惠理基金，截至2019年11月30日

电子商贸：新业务引擎推动电商普及化

电子商贸与消费主题密切相关。中国的电商业务同样备受宏观经济疲弱的打击，今年前五个月的网上零售总额增长率降至只有3%（图12）。由于电商业务在中国的渗透率已达约30%的可观水平，故增长放缓似乎亦是无可避免。

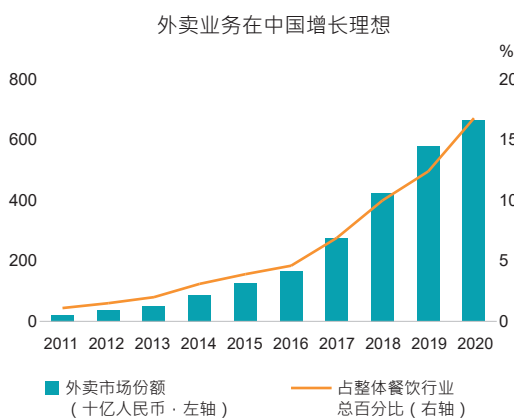
图12：中国网上销售增速大幅放缓



资料来源：彭博，截至2022年5月31日

尽管如此，我们认为未来网上消费仍可能出现复苏趋势，尤其内地政府致力推动消费，例如地方政府发放消费券。值得一提的是，外卖及社区团购业务等新业务形态或模式已逐渐普及（图13）。外卖业务成为中国餐饮业的重要部分。与此同时，社区团购在新冠疫情引发的封锁期间大受欢迎，现在亦已逐渐成为一线城市众多消费者的习惯。随着规模扩展、经济效率改善及市场整合，社区团购成为一项更可行的长远业务，为电商公司提供具潜力的业务新引擎。我们亦相信，这些新商业模式一旦在中国成功应用，便可复制至其他亚洲市场。

图13：外卖业务正成为中国餐饮业的重要部分



资料来源：中国饭店协会，Ele.me，截至2020年12月31日

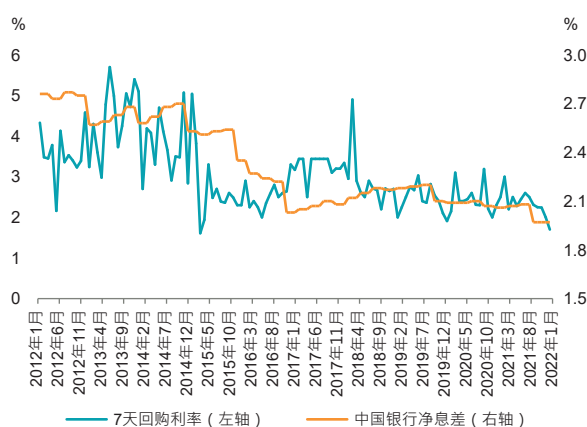
金融股—把握财富管理增长趋势

我们认为中国宽松的货币环境可能对金融股是一把双刃剑，尤其对我们持偏低比重的银行股而言。虽然较低的利率及充足的流动性可能有助经济复苏，但在这些情况下，银行的净息差（NIM）往往会收窄，尤其是当大量流动性未能转化成有效贷款资产（图14）。

亚洲某些地区（例如新加坡）倾向跟随联储局基准利率方向，当地银行的净息差可能会备受支持。不过我们仍需密切关注信贷质量趋势，尤其美国可能发生的经济衰退对亚洲经济体带来的潜在影响。

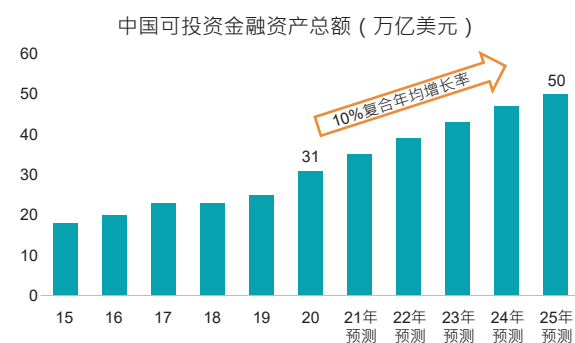
即使短期宏观压力或对中国银行产生不利影响，但我们认为，财富管理业务的长期增长趋势维持不变。长远来说，家庭财富的增长主要受中等收入富裕程度增加所推动，从而产生对理财产品稳定且持续增长的需求。据估计，中国家庭的可投资金融资产总额将从2020年的31万亿美元，增长逾60%至2025年的50万亿美元，复合年均增长率达10%⁴（图15）。

图14：中国银行净息差在利率下行环境将可能收窄(%)



资料来源：彭博，截至2022年5月31日

图15：中国家庭财富增长带动理财产品需求增长



资料来源：高盛，毕马威，截至2022年4月30日

4 「未来财富管理」，2022年，毕马威，截至2022年5月

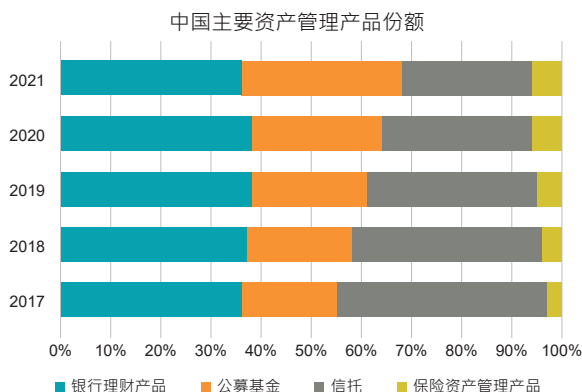
此外，我们仍认为短期内三个主要趋势，正推动财富管理业务的增长：

- 中国利率下降，可能促使更多投资者将金融资产，从存款重新配置至其他理财产品。
- 疲弱房地产市场，加速资金从房地产投资转至金融资产的趋势。
- 鼓励共同富裕的目标有助于实现更平均的收入增长，从而扩大对财富管理服务的需要。

此外，整顿网络借贷、小额贷款、地方金融资产交易所等非正规融资渠道，有助推动对已发展品牌的更合规或更稳定的平台的需求。我们相信龙头金融中介机构仍处于有利位置，尤其是银行、资产管理公司及财富管理分销平台，这些公司具备一定优势，可以把握相关增长机会。这些公司提供的产品吸引力增加，部分反映于银行理财产品（WMP）及公募基金的增长幅度，两者目前占资产管理市场总额近70%（图16）。

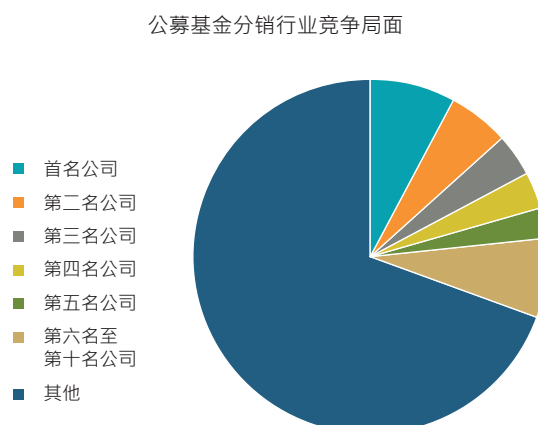
值得注意的是，个别公司已确立稳占领先地位。以公募基金分销为例，首五间公司现占总市场份额的23%，而首十名的公司则占31%（图17）。我们认为龙头基金公司的市场份额应将进一步提升，带来更大的规模和更高的盈利能力，成为相关企业优秀的长线投资机会。

图16：理财产品及公募基金的份额逐年增加



资料来源：银行业理财登记托管中心（未偿还价值份额），截至2022年3月31日

图17：龙头基金公司主导行业发展



资料来源：中国证券投资基金业协会，截至2022年3月31日



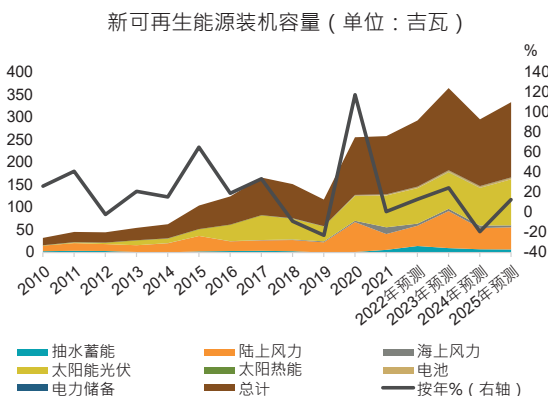
新能源行业是中国向可再生能源结构转型，及全球共同努力实践碳中和而长远受益的行业，故前景十分乐观。

新能源 — 长远发展前景稳健，生态系统更健全

我们认为，新能源行业是中国向可再生能源结构转型，及全球共同努力实践碳中和而长远受益的行业，故前景十分乐观。

尽管终端需求曾受到影响，但可再生能源的产能仍稳定增加及行业发展亦步入正轨。今年首四个月，中国风力及太阳能发电场的装机容量，分别按年增长17.7%及23.6%⁴，并预期在政策支持下进一步增加（图18）。中国国家发展和改革委员会（NDRC）5月进一步颁布，促进可再生能源的措施，国家能源局估计2022年将安装108吉瓦（GW）的太阳能项目，是2021年的两倍，高于市场普遍预期。

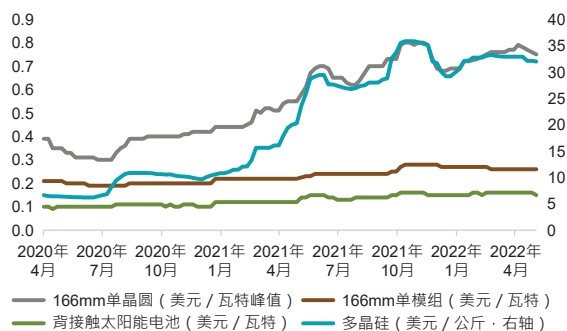
图18：新可再生能源装机容量可能在未来几年保持稳健增长



地缘政治风险不断升温，及由此引发的能源安全忧虑，令欧洲地区加快可再生能源的产能扩充。因此，该地区或会增加对中国太阳能产品的进口，进一步巩固内地强大的全球市场领导地位，我们亦预计市场将进一步增长。近日美国在6月确认将对从泰国、马来西亚、柬埔寨及越南进口的太阳能发电板，免征24个月的潜在关税。虽然这措施有利该等东盟市场的相关供应商，但中国亦可能间接受惠。中国近年来已成为这些市场的海外直接投资（FDI）的主要来源，部分中国生产商已在当地建立生产基地。

⁴ 新华通讯社报导，2022年5月18日

图19：原材料价格大幅上涨使太阳能组件价格上升

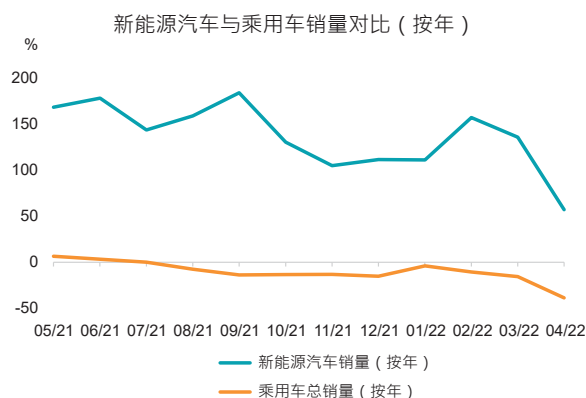


然而，我们发现新能源行业的价值链既长又复杂，反映商业利益可能在不同时期分配不均。例如，自去年年初至今，多晶硅价格因供应紧张而急升，迫令其他组件的成本同步上涨，并对部分生产商的利润构成压力（图19）。类似的情况亦见于新能源汽车电池市场。有见及此，我们认为大型综合生产商可以更有效保持利润。同时我们认为，长远而言，随着供求情况改善，原材料供应商及零件制造商经营情况将获得改善，从而带来更稳定的行业生态系统，并支持新能源行业的持续发展。

我们亦看好新能源汽车的长远发展。由于近年来大众的社会福祉意识增强，新能源汽车（NEV）的销量，明显扭转整体汽车市场的疲软情况，新能源汽车的市场份额增加（图20）。

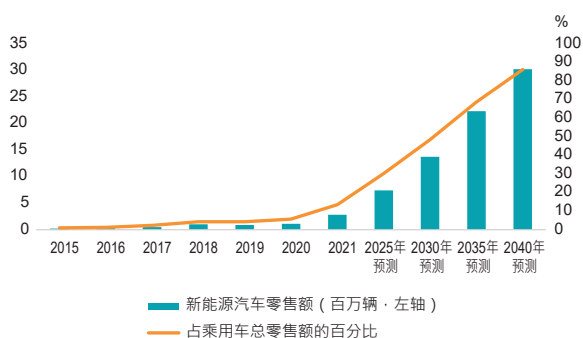
我们亦看好新能源汽车的长远发展。由于近年来大众的社会福祉意识增强，新能源汽车（NEV）的销量，明显扭转整体汽车市场的疲软情况，新能源汽车的市场份额增加（图20）。

图20：新能源汽车销量增速远远超过乘用车



虽然因疫情及封锁措施而出现供应链中断，令新能源汽车近期销售增长备受影响，我们预期整体销售将在经济恢复期间迅速回升。长远而言，中国新能源汽车市场仍会稳定增加渗透率。彭博行业研究预测，新能源汽车的销售量可能会从2021年少于300万辆，增至2030年的1,370万辆，同期新乘用车零售渗透率则从15%升至约50%（图21），这会为一些企业创造巨大的增长机会。

图21：新能源汽车：中国新兴市场



资料来源：彭博行业研究，截至2022年4月30日

整体而言，尽管新能源行业出现短期波动，我们认为其长远前景维持不变。我们认为把目光放在短期波动以外，并锁定长远赢家，将是把握这行业投资机遇的关键。



固定收益观点

通胀超标及联储局鹰派立场令市场波动

2022年上半年的重点是市场波幅增加，主要由于乌克兰与俄罗斯的紧张局势，及市场预期美国加快利率政策正常化的步伐，以应对通胀超标。我们认为联储局将维持鹰派取态，以遏制通胀。上半年美国10年期国债收益率上升150个基点至约3%。由于联储局的鹰派政策或接近见顶，加上增长放缓的说法可能逐渐成为主流，我们不可以排除市场整固的可能性。随着当局推行量化紧缩政策，及联储局持续作出采取鹰派立场，我们预计市场波幅将维持高企。



中国经济增长转弱造就更多及时的政策放宽

全国人大会议在3月将今年国内生产总值增长目标设为大约5.5%，包括前期基建支出、增加减税额度和放宽货币及房地产政策，市场预期当局将进一步放宽货币政策，包括下调政策利率或降低存款准备金率（降准），以确保流动性充裕及支持信贷增长。虽然6月初上海重新开放，并提供短暂的喘息机会，但经济复苏前景及市场气氛将取决于中国对清零政策的决心。我们会关注于10月或11月召开党代表大会后，这项政策或可能有所调整。此外，油价上涨、地缘政治紧张及全球需求放缓，均可能会减少中国贸易顺差对国内生产总值带来的贡献。整体而言，继今年上半年经济出现收缩后，下半年的经济增长将随着消费及房地产销售复苏而有机会反弹。由于政策协调放宽及信贷收紧呈现触底反弹，我们认为房地产行业将在未来数季靠稳。

信贷策略

随着过去数季亚洲高收益债券出现显着下调，中国信贷及房地产周期已接近触底。监管机构及政府官员在3月中对遏制房地产行业风险（截至5月底，该行业分占摩根大通亚洲高收益债券指数大约16%）的温和论调令人鼓舞，有助行业前景靠稳。我们期待，

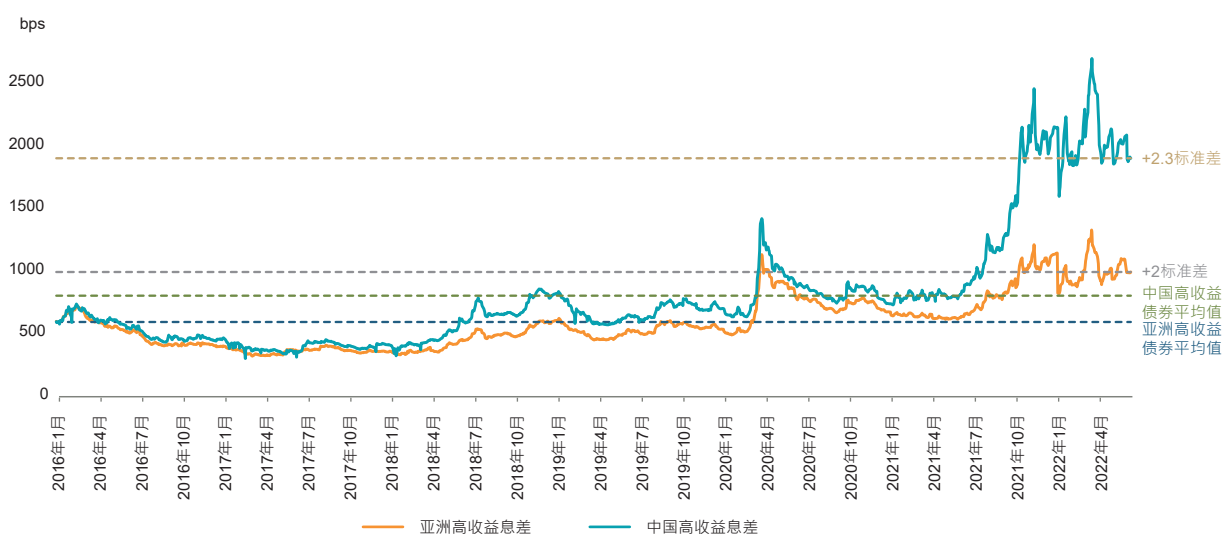
随着上半年因疫情而封锁的情况结束后，下半年内地房地产销售会出现进一步改善的迹象。当局将继续推行微调措施，例如部分城市放宽房贷及限购政策。我们由下而上的选债策略强调多元化及信贷质素，因为信贷两极分化的情况将会持续。

年初至今，较高的美国国债收益率一直拖累亚洲投资级别债券的表现。我们偏好存续期较短的债券，而信贷息差收窄则可以抵销利率风险的缓冲减少。我们希望把握信贷息差较高的亚洲信贷的投资机会，因为该等信贷更有效缓冲利率风险。同时我们亦预期，中国政府将支持科技技术平台公司的稳健发展，并因而减少发出监管的指令。

整体而言，由于投资评级下降风险减少，亚洲投资评级债券的信贷息差应该可以靠稳。具体而言，中国高收益债券息差已反映房地产周期及行业整固（图22及23）。由于我们对非系统性风险保持谨慎态度，因此我们更偏向可以获得资金，并可易于管理及在短期内到期的信贷。

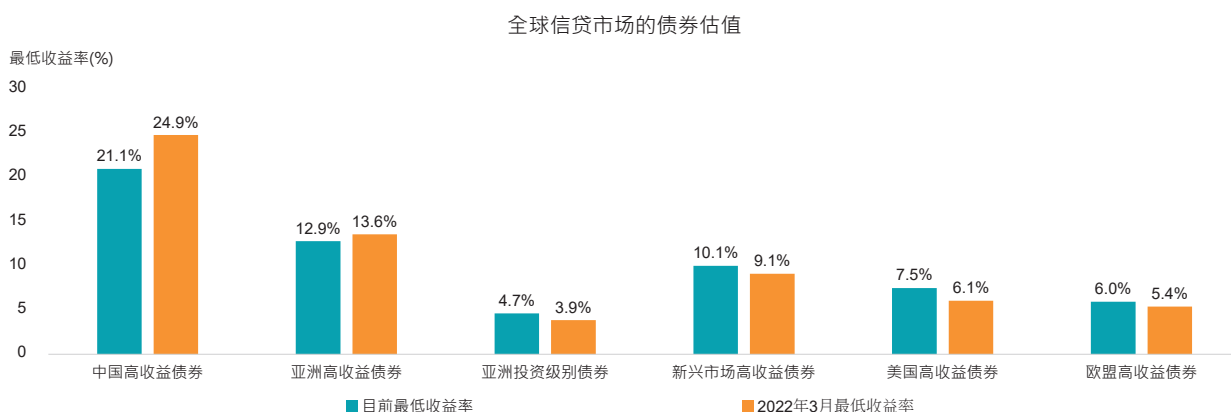
年初至今，亚洲投资级别债券的信贷息差从18个基点扩大至193个基点，而高收益债券的信贷息差则从144个基点增至838个基点。亚洲投资级别债券指数下跌8%，主要由于美国国债收益率上升。地缘政治局势紧张和中国政府对科技行业的监管打击，亦影响该资产类别表现。亚洲高收益债券指数亦出现避险气氛，在中国房地产行业违约及资金外流的情况录得13.6%的跌幅。

图22：中国高收益债券信贷息差已反映信贷及房地产周期触底



资料来源：彭博，截至2022年6月9日

图23：中国高收益债券的价值错位



资料来源：彭博，截至2022年3月9日

行业观点

中国在岸债券

10年期中国政府债券收益率基本维持于2.8%，期内的变动不一。由于房地产政策进一步放宽及理想的借贷数据，收益率在3月初及4月下旬达至2.85%的高位，后来国债收益率因新冠疫情引发的封锁措施和新增贷款增长缓慢而下降。我们认为目前的水平已反映对于政策性降息或降准的部分预期。

受疫情影响，我们认为中国将积极推行宽松的货币政策，以减轻经济增长的下行压力。我们认为，随着信贷收缩触底及额外刺激经济的措施，整体增长将从今年第三季度开始复苏。我们重申，我们认为中国国债收益率应在今年年底前上升。而影响我们这投资观点的风险因素是因新冠疫情中断及监管政策改变，令稳定经济增长难以实现。

10年期美国国债与中国国债收益率差距于2022年初为127个基点，这差距目前基本持平，上述数字大幅收窄反映美国正走向紧缩之路，与中国预期进一步宽松的取态形成鲜明对比。由于美国国债收益率可能因已反映联储局迅速加息的因素而出现整固，美国与中国国债收益率差距进一步缩小的可能性较低。如果收益率差距逆转或人民币大幅贬值，流入中国在岸债券市场的外国资金可能会加速减少，但这不是我们的基本预测。长线投资者包括外国央行及追踪全球债券指数的基金，正持有大部分在岸利率债券。我们相信，随着人民币国际化进程持续发展，他们将保留其人民币债券配置。

亚洲投资级别债券

由于内地科技行业备受政府监管打击，加上对经济放缓的忧虑，今年上半年亚洲投资级别债券信贷息差扩大。乌克兰与俄罗斯的地缘政治越见紧张的局势，对亚洲信贷的直接影响不大，但经济增长放缓、全球贸易减慢

和大宗商品价格上涨等次级效应，则打击亚洲信贷资产类别的整体市场情绪。尽管中国经济增长面临越来越大的压力，并需要更积极的政策支持，但高评级信贷的基本因素应仍然向好。

与此同时，尽管通胀压力及经常帐赤字不断扩大，但印度的主权评级展望保持稳定，反映出该国经济增长已经反弹。在此背景下，印度储备银行进一步加息的可能性很大。强劲的大宗商品价格及温和的本地货币走势亦利好印尼信贷。

我们维持今年上半年对这类资产持偏低比重的策略。我们认为美国国债的大部分影响集中在前期，而随着经济增长放缓，其影响可能会在年底减弱。由于我们预计今年后期美国利率将会整固，加上中国国内宏观经济正在改善，此趋势应会带来机会。我们将中国投资级别债券的息差扩板阔视为抵消美国国债收益率变动的机会。相比2021年，大部分亚洲投资级别债券公司的基本因素应保持稳健，中国的政策冲击亦会减少。

中国房地产

由于买家意欲疲弱、发展商推出的项目数量有限，加上新冠疫情的限制措施，今年上半年中国房地产销售低迷，按年下降40%至50%。尽管如此，由于按年基数较低（2021年下半年疲软）及政策措施持续微调，我们预计今年下半年销售将会改善。

今年3月全国人大会议在政策连续性上，维持与去年12月政治局会议类似的基调。政策重点是通过因地制宜的措施，满足合理住房需求，并更看重住房租赁。郑州及福州等更多城市已开始微调购房限制，并推出更优惠的抵押贷款费用及首付条款。我们重申，尽管内地政府不会大幅放宽房地产政策，但基于新冠疫情迫令经济增长下行风险增加，我们认为当局会推出更多支持行业的政策。

除实体市场复苏外，我们亦密切留意下半年放宽托管预售账户的受限资金可能性。然而，这不是我们的短期基本预测，因为及时完成销售项目仍为首要因素。融资方面，部分发展商可以从境内（中期票据、信贷违约掉期/信用风险缓释合约作抵押的债券）及境外市场（可换股债券、备用信用证债券）筹集资金。我们认为企业信贷表现分歧仍会是主要趋势。

今年余下时间，房地产企业再融资压力依然沉重。保持充足的现金流动性，以渡过行业周期至关重要。我们根据发展商遵守「三道红线」的程度，对我们投资范围内的发展商进行分析，并发现企业短期债务现金覆盖比率下跌。由于房地产销售额下降及硬性偿债规定，上述情况亦符合市场预期。由于未来数季土地收购趋缓，故我们较偏好于短期再融资需求较低、短期债务现金覆盖比率可以提供理想缓冲，及土地储备寿命相对较佳的发展商。

澳门博彩债券

受中国封锁措施的影响，博彩业总收入的复苏前景黯淡，令中国高收益债券普遍疲软。由于边境延迟开放，澳门的博彩总收入仅为2019年疫情前水平的20%。虽然我们认为即使在博彩总收入为零的情况下，大部分博彩公司仍可保持充足的流动性作缓冲，但由于边境限制措施，前往澳门的旅行需求，预料需要一段时间才能恢复。

由于博彩特许权不获续期的风险偏低，我们认为澳门重开边境，将会成为博彩业债券的主要动力。澳门边境开放与否，对于博彩公司的盈利复苏，及是否可以保持其目前信贷评级举足轻重。该行业仍为中国高收益债券带来分散投资及发挥「重新开放」主题的作用。相关投资风险则是持续的跨境限制措施，及政府增加干预行业。

大宗商品债券

横跨中国、印尼及印度市场的金属及采矿业，在亚洲高收益债券类别表现出色。我们仍然看好这行业，因为可分散投资，并受惠强劲的大宗商品价格。由于地缘政治局势持续紧张，我们认为供求失衡的情况不太可能短期内大幅缓解。相关投资风险会是中国放经济放缓的时间较预期长。



关于惠理基金

惠理于1993年成立，为亚洲最大的独立资产管理公司之一。我们一直致力为全球的机构及个人客户提供世界级的投资服务和产品。集团总部位于香港，在上海、深圳、吉隆坡、新加坡及伦敦均设有办事处，在北京亦设有代表处。惠理于2007年于香港联合交易所上市（股份编号：806），成为第一家于主板上市的资产管理公司。我们的投资策略覆盖股票、固定收益、另类投资、多元资产及量化投资，服务亚太区、欧洲以至北美等地的个人及机构投资者。更多有关集团资讯，请浏览网站 www.valuepartners-group.com。

本文提供之意见纯属惠理基金管理香港有限公司（「惠理」）之观点，会因市场及其他情况而改变。以上资料并不构成任何投资建议，亦不应视作投资决策之依据。所有资料是搜集自被认为是可靠的来源，但惠理不保证资料的准确性。本文包含之部分陈述可能被视为前瞻性陈述，此等陈述不保证任何将来表现，实际情况或发展可能与该等陈述有重大落差。

投资涉及风险，基金单位价格可升亦可跌，基金过往业绩并不表示将来的回报。投资者应参阅有关基金之解释备忘录，以了解基金详情及风险因素，投资者应特别注意投资新兴市场涉及之风险。在决定认购基金之前，投资者应征询财务顾问之意见。如果选择不征询财务顾问之意见，则应考虑该基金产品是否合适。

本文并未经证监会审阅。刊发人：惠理基金管理香港有限公司。

关注我们



香港总部：惠理集团有限公司

香港中环皇后大道中99号
中环中心43楼

电话：+852 2143 0688
传真：(852) 2564 8487
电邮：investservices@vp.com.hk

新加坡办事处： Value Partners Asset Management Singapore Pte. Ltd.

9 Raffles Place, #13-04,
Republic Plaza,
Singapore 048619

电话：+65 6718 0380
电邮：vpams@valuepartners.com.sg

马来西亚办事处： Value Partners Asset Management Malaysia Sdn Bhd

Level 28, Integra Tower The Intermark,
348 Jalan Tun Razak,
50400 Kuala Lumpur, Malaysia

电话：+60 3 2775 7688
电邮：vpmy-enquiry@valuepartners-group.com

上海办事处： 惠理海外投资基金管理(上海)有限公司

中国上海市浦东新区花园石桥路33号
花旗集团大厦701室
邮编：200120

电话：+86 21 3818 6888
传真：+86 21 6841 0030

惠理投资管理(上海)有限公司

中国上海市浦东新区花园石桥路33号
花旗集团大厦702室
邮编：200120

电话：+86 21 3818 6888
传真：+86 21 6841 0030

伦敦办事处： Value Partners (UK) Limited

16 Berkeley Street,
London W1J 8DZ,
United Kingdom

电话：+44 20 3907 3870
电邮：vpuk-sales@valuepartners-group.com

