



# 2022年下半年 市場展望

在波動市況裡發現曙光

2022年7月

# 目錄

## 市場觀點 4

- 投資者的首要憂慮是通脹
- 亞洲市場的主要憂慮
- 不明朗市況下的投資機遇

## 2022年下半年各資產類別及配置觀點 8

- 已發展市場股票
- 亞洲（日本除外）股票
- 固定收益及另類投資

## 股票焦點行業 13

- 亞洲科技龍頭企業 - 受惠長期數碼化趨勢的公司
- 消費升級主題未受影響
- 金融股 - 把握財富管理增長趨勢
- 新能源 - 長遠發展前景穩健，生態系統更健全

## 固定收益觀點 22

- 通脹超標及聯儲局鷹派立場為市場帶來波幅
- 中國經濟增長轉弱造就更多及時的政策放寬
- 信貸策略
- 行業觀點



# 市場觀點

## 投資者的首要憂慮是通脹

大市波幅由去年延續至今年上半年，期內亞洲區市場普遍受壓。各種風險陸續出現，包括地緣政治事件出乎意料升溫，尤其俄烏緊張局勢，及大宗商品價格急升，徹底影響全球的通脹預期。我們於今年年初預期2022年的主要風險因素之一是通脹為宏觀經濟帶來的憂慮，而我們現在更擔心通脹預期升溫，將導致全球經濟進一步疲弱。

為了對抗通脹，美國聯儲局及各國央行已經開始比預期更快的加息步伐，各國央行發現自己大幅落後於形勢，尤其是已發展市場的消費物價指數持續攀升。投資者逐漸將注意力從進取的加息週期及量化緊縮展開，轉至經濟衰退及滯脹風險。市場目前預計美國聯儲局將於年內共加息350個基點，歐洲央行則會加息175個基點。

隨著通脹上升，當局必然以更進取的步伐加息。我們認為，各國央行目前採取更鷹派的立場，並在通脹失控前行動會是較好的做法。美國通脹數字上升（圖1）已削弱美國人的購買力，引發對各種商品的消費需求的更大憂慮，其中包括電子產品及必需品。

圖1：美國通脹數字上升



資料來源：彭博，截至2022年5月31日

## 亞洲市場的主要憂慮

此外，之前中國新冠病毒感染個案數目突然上升，尤其在上海及北京，教投資者感到意外。隨後的封鎖措施進一步拖累經濟活動，並令供應鏈中斷，後者更令市場進一步憂慮通脹壓力（圖2）。

總括而言，今年上半年MSCI亞洲（日本除外）指數下跌17%，亞洲區內市場的表現參差。和中國情況相同的是，市場對科技業終端需求疲弱的憂慮，拖累台灣及韓國等北亞市場表現。另一方面，受惠大宗商品價格上漲，由大宗商品主導經濟的地區表現出色，尤其是印尼。

圖2：中國經濟活動因新冠疫情再度升溫而大幅減少（按年比較）



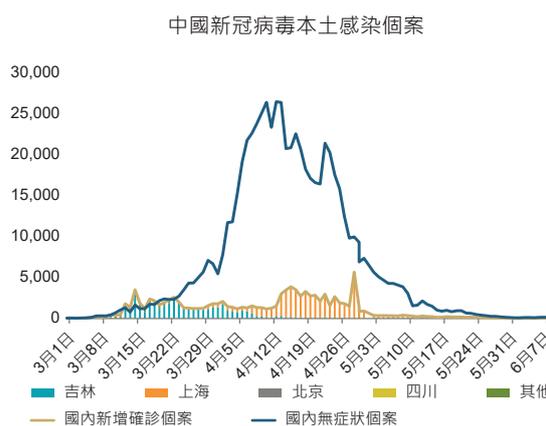
資料來源：彭博，截至2022年5月31日

## 不明朗市況下的投資機遇

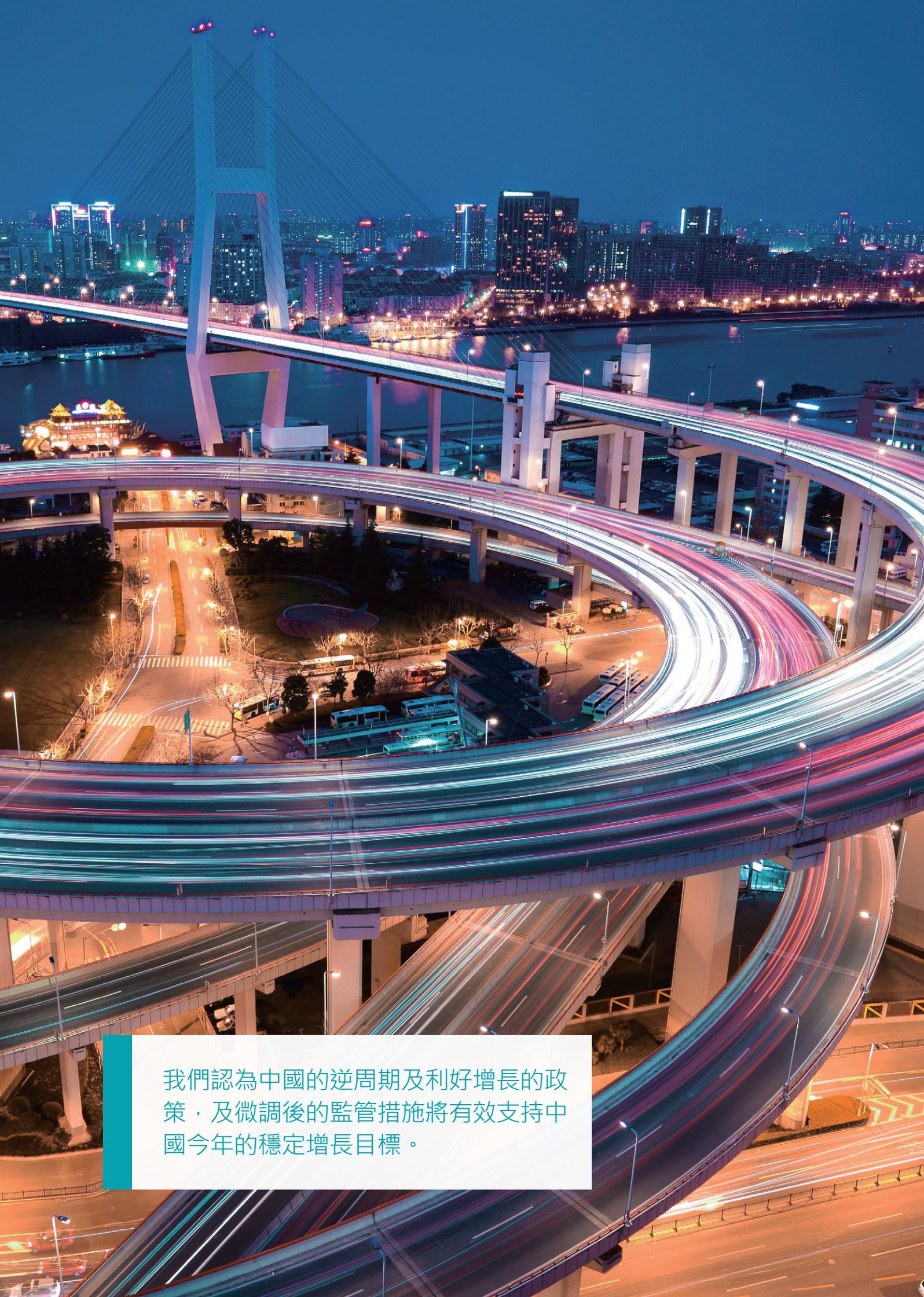
儘管宏觀經濟疲弱，我們認為市場仍然有投資機遇。比起世界其他地區，我們仍然認為中國的逆週期及利好經濟增長的政策，及微調後的監管措施將有效支持中國2022年的穩定增長目標：

- 中國政府將進一步刺激經濟。總理李克強在5月舉行的全國人大會議上敦促各省政府加強執行政策，並宣布一系列穩定經濟的措施。
- 預計當局將微調監管措施，特別是去年遭受重創的互聯網及房地產行業的相關措施。中國高層決策官員在5月會見數十名高級管理人員及行業專家，並承諾支持科技行業穩定發展。
- 雖然我們仍然審慎看待和密切關注中國的「清零政策」，但是中國最新公布的新冠病毒感染個案數字持續下降（圖3）。與此同時，中國正採取更多措施，以確保物流暢順及恢復生產，其中，上海在6月初取消了復工復產的白名單制度。

圖3：中國疫情逐步好轉



資料來源：國家衛生健康委員會，截至2022年6月7日



我們認為中國的逆周期及利好增長的政策，及微調後的監管措施將有效支持中國今年的穩定增長目標。

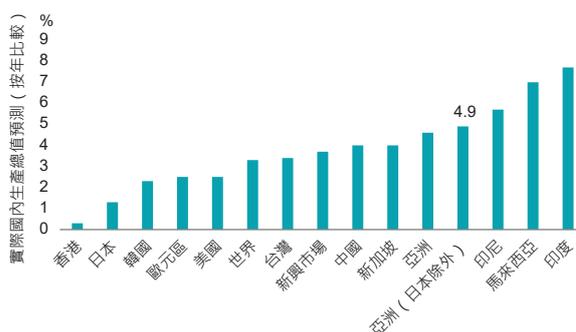
由於中國在亞洲區佔龐大規模及具重要性，中國的穩定表現不但支持本地市場表現，亦可以令其他亞洲市場受惠，因為中國是多個東盟國家的主要貿易夥伴，亦是海外直接投資 (FDI) 的主要來源。

在亞洲，通脹將令區內各個市場個別發展。不過，隨著供應鏈中斷的情況減少，及區內緊張局勢緩和，或有助減輕亞洲區通脹壓力，並帶動投資氣氛。

總括而言，我們對中國及亞洲市場保持審慎樂觀，但我們相信隨著美國聯儲局進一步加息，及量化緊縮的步伐開始加快，市場將會持續波動。

雖然我們預計國內生產總值及盈利持續下調 (圖4及圖5)，但由於個別股份的估值將帶來吸引的投資機會，我們相信以審慎、由下而上並專注於優質基本因素的投資策略，可以為長線投資者帶來回報。我們將在本報告進一步說明相關投資機會。

圖4：2022年國內生產總值增長預測



資料來源：FactSet · I/B/E/S · MSCI · 高盛環球投資研究，截至2022年6月3日

圖5：2022/2023年預測每股盈利增長



資料來源：FactSet · I/B/E/S · MSCI · 高盛環球投資研究，截至2022年6月3日

# 2022年下半年資產配置觀點

圖6：未來12個月的資產配置觀點

股票		債券		另類投資	
美國	↓	美國國庫債券	↓	房地產	↓
歐洲	↓	其他已發展市場政府債券	↓	黃金	→
日本	→	歐美投資級別	↓	基本金屬	↓
北亞（日本除外）	↑	亞洲投資級別	→	石油	↑
南亞	→	歐美高收益債券	↓	現金	→
其他新興市場	↓	亞洲高收益債券	↑		
		新興市場債券	→		

↑ 增加持倉     
 → 維持不變     
 ↓ 降低持倉

資料來源：惠理基金，截至2022年6月7日

由於預計市場波幅將會上升，我們短期內會維持防守性部署。然而，我們認為亞洲的處境較西方市場為佳，因為亞洲的通脹控制得宜，並且有更多刺激經濟政策。此外，亞洲的估值已經達至吸引水平。相反，由於股票風險溢價仍然低於平均水平，西方市場的盈利及估值需要進一步下調。

## 已發展市場股票

### 美國

雖然美國股市年初至今從高位調整超過20%後，並已步入熊市，但目前為止，相關調整僅反映債券收益率上升的因素。由於股票風險溢價仍然偏低，我們認為美國股市將進一步下滑。今年下半年企業盈利數字將繼續向下調，因大部分盈利預測並不以經濟衰退作為基本假設。由於消費氣氛已創紀錄新低，而租金、食品及能源價格則繼續高企，故消費者支出前景依然黯淡。我們認為美國股市存在重大下行風險，第三季市場波幅或進一步急升。

### 歐洲

滯脹逐漸在歐洲形成。天然氣價格大幅上揚正對歐洲經濟構成重大影響。英倫銀行預測今年第四季通脹率將達至10%，2023年國內生產總值將出現負增長。在維持一段長時間的負利率政策後，歐洲央行（ECB）在今年下半年將利率上調至正數，為經濟帶來更多不確定性。此外，隨著俄烏局勢越見緊張，地緣政治風險顯著增加，歐洲需要額外資金，以應付不斷增加的國防開支及推動可再生能源的計劃。

### 日本

由於日本較容易受全球貿易影響，隨著經濟衰退風險出現，日本股市亦會備受影響。不過，我們相信日本的表現將優於美國，因為日本維持寬鬆政策，而疲弱的貨幣亦利好當地出口業。然而，隨著日本通脹率最終突破2%的目標水平，市場擔心一旦日圓繼續下試20年低位，日本央行可能會改變其控制收益率曲線的政策取態。此外，由於長期收益率持續上升，日本央行將無法繼續以目前的規模及步伐購買日本政府債券。然而，隨著日本逐步重新開放及其財政刺激方案，應利好當地消費增長。



## 亞洲（日本除外）股票

### 中國

相比西方市場，自新冠疫情爆發以來，中國的經濟週期一直領先，並繼續推行高度逆週期的經濟政策。中國控制通脹得宜，預計今年消費物價指數將達2%至2.5%。因此，中國有空間實施更進取的財政政策，以抵銷其清零政策的影響，並推動經濟復甦。政府自5月起承諾將實施更多寬鬆政策，包括減稅、刺激消費、增加信貸供應、推動可再生能源發展等，預計將在下半年推出更多政策。

即使中國在4月及5月實施封鎖措施，期內經濟數據仍然優於最初預期，對互聯網行業的投資氣氛亦有所改善。互聯網公司第一季度盈利優於預期，而中國政府亦向互聯網行業釋出正面信號，並淡化監管問題以穩定增長。

此外，中國是唯一一個已經歷盈利預測及估值同時下調的市場。因此，我們預計中國股市將從低位逐漸回升，由於其估值吸引，投資者將進一步重新估值，資金亦會持續流入。

我們認為，中國A股將更受惠於中國的經濟復甦，並較少受全球股市影響。另外，人民幣已經靠穩，而即使美元兌大部分其他貨幣走強，我們預期人民幣亦不會大幅貶值。我們認為離岸上市中國股票的估值吸引，並將獲得支持。

A hand is shown in the foreground, pointing towards a digital screen. The screen displays a grid of data points, with some points highlighted in green. The background is dark with bokeh lights in blue, green, and yellow. The overall scene suggests a high-tech or financial environment.

中國是唯一一個已經歷盈利預測及估值同時下調的市場。因此，我們預計中國股市將從低位逐漸回升，由於其估值吸引，投資者將進一步重新估值，資金亦會持續流入。

## 香港

香港經濟逐漸改善，但復甦步伐將取決於邊境何時重新開放。本地行業的估值吸引，並很可能受惠於香港逐步重新開放。我們認為最壞的時間已經過去，投資氣氛因中國推出刺激措施因而見底。然而，由於香港較易受外圍需求減弱及美國加息影響，我們預計市場可能持續波動。

## 台灣

雖然與2021年比較，台灣今年上半年出口及新增訂單增長放緩，但市場對上游科技硬件部件的需求仍然殷切。由於半導體行業供應瓶頸出現緩解的跡象，我們預計過去兩年的半導體價格大幅上升的趨勢將會結束。不過，隨著全球經濟衰退風險出現，我們目前仍難以預測明年需求放緩的幅度。儘管如此，由於估值低於平均水平，加上當地公司的股息率高，我們對台灣股票持中性態度。

## 韓國

針對通脹的憂慮，韓國跟隨美國持續推行進取的加息週期。隨著外部需求放緩，我們預計當地企業盈利增長將維持溫和。此外，記憶體週期的不確定性，增加市場負面情緒。韓國貨幣亦可能受美元走強的影響。

## 東南亞地區

東南亞地區在重新開放後，經濟持續復甦，經濟活動超越疫情前的水平。然而，這些地區的貨幣或會被美元走強拖累，而全球流動性收緊及通脹，亦已開始影響部分地區。東南亞地區中，印尼表現將繼續出色，因為當地大宗商品出口價格高企，並有足夠資源滿足國內需要。新加坡方面，由於其對全球貿易及高利率的敏感度高，我們預期該市場將繼續調整。



## 印度

受惠新經濟範圍擴大及當地企業持續向上的盈利週期，印度股市仍然處於長期牛市循環。然而，相比亞洲其他地區，印度的估值處於極高水平。另外，印度亦受食品及能源通脹高企的困擾，令當地消費者支出放緩。

## 其他新興市場

美元走強及全球經濟衰退風險均利淡新興市場股票表現。食物價格上漲已為部分新興市場帶來問題，社會不穩成為當地主要憂慮。雖然經濟衰退風險令工業大宗商品價格下調，但由於供應緊張及庫存減少，石油成為唯一價格上漲的大宗商品，故個別生產石油的新興市場表現仍然靠穩。

## 固定收益及另類投資

### 已發展市場債券

美國及歐洲可能要應付持續的高通脹，及經濟可能衰退的風險。這些地區的收益率曲線將繼續上移，因為市場預計，為了對抗通脹，聯儲局今年內共加息350個基點，而歐洲央行將加息175個基點。面對經濟增長憂慮，「熊市趨平」的情況會持續，令較長期的實際收益率持續低企。我們預計政府債券將持續波動。與此同時，隨著日本央行控制收益率曲線的成本越來越高，日本政府債券的風險亦顯著上升。假如日本央行放棄控制收益率曲線的政策，全球流動性將進一步收緊。投資級別及高收益債券的信貸息差目前仍然偏窄，但隨著經濟衰退風險出現及盈利下調，信貸息差或會擴闊。

## 亞洲投資級別債券

由於中國經濟前景向好，中國投資級別債券的信貸息差靠穩。部分優質亞洲投資級別債券收益率約為5%至6%，亦顯得吸引。然而，由於利率風險可能會繼續上升，因此我們看好存續期較短的債券。

## 亞洲高收益債券

與亞洲其餘地區相比，中國高收益債券的估值處於非常吸引的水平。隨著中國市場氣氛改善，個別高收益債券帶來投資機會。然而，由於部分中國房地產債券仍然面臨評級下調及負面投資展望，中國房地產行業持續疲弱。儘管如此，隨著更多扶持政策出台，房地產行業前景正逐步改善，我們認為最壞情況可能已經過去。與此同時，面對高通脹及加息憂慮，印度的信貸息差將可能繼續擴闊。

## 另類投資

由於需求減少及供應增加，預計石油以外的週期大宗商品的價格將會下跌。另一方面，石油輸出國組織及其夥伴（OPEC+）將利用供應量緊張，積極將油價維持高位，所以石油價格將備受支持。由於過去數年用於石油開採的資本支出偏低，供應將難以大幅反彈。因此，石油在2022年將繼續供不應求。黃金方面，雖然利率上升將限制黃金表現，但該資產類別依然是對沖地緣政治帶來的不確定性及滯脹的理想工具。

# 股票焦點行業

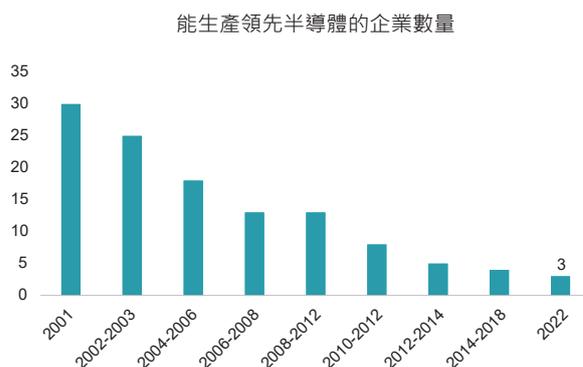
## 亞洲科技龍頭企業 – 受惠長期數碼化趨勢的公司

雖然市場擔心更廣泛科技範疇的終端需求受壓，令相關公司表現近日受挫，但隨著科技消費需求因科技技術進步而提升，亞洲科技龍頭企業的長遠發展仍然穩健。受惠長期數碼化趨勢，加上其在行業的優勢，亞洲科技龍頭企業的前景持續向好。

延時縮短及更強大的運算能力創造更多以科技技術驅動的選項，尤其是虛擬實境/擴增實境、人工智能及雲端運算，帶動對更高效的技术解決方案，及硬件及軟件組件等資訊科技基建的需求。人工智能半導體市場估計由2021年的350億美元增加至在2026年<sup>1</sup>以前的860億美元，複合增長率為20%，隨著相關技術更見普及，預計雲端支出在2021年增至在2026年<sup>2</sup>的每年增長率達13%。

隨著科技技術進步，預計亞洲龍頭企業將憑藉其技術優勢，保持增佔市場份額的動力。例如，亞洲區晶圓代工龍頭公司憑藉其卓越的製造技術，多年以來不斷提高市場份額（圖7）。這些公司領先生產技術預計將協助它們，佔據大部分半導體先進制程的市場份額。我們在其他新一代技術設備的供應鏈亦發現類似趨勢。

圖7：目前具備領先半導體生產能力的企業數目下降至只有三家



資料來源：SIA，英特爾，截至2022年5月31日

<sup>1</sup> 高德納，截至2021年12月31日

<sup>2</sup> 國際數據資訊，截至2021年12月31日

圖8：中國國產替代的可實現市場規模

科技範疇	市場規模 (人民幣·十億)	進口替代率	替代市場 (人民幣·億元)
中央處理器 (2021年)	187.5	2%	183.5
伺服器 (2021年)	25.1	74%	6.5
操作系統 (2021年)	35.4	5%	33.5
儲存 (2020年)	31.7	73%	10.5
辦公室軟件 (2020年)	11.8	28%	8.5
數據庫 (2021年)	30.9	4%	29.9
中介軟件 (2020年)	15	8%	13.7
企業資源計劃 (ERP·2020年)	34.6	71%	9.9
<b>總計</b>	<b>372.0</b>		<b>296.0</b>

資料來源：萬得，國際數據資訊，Urtrust ThinkTank，公司網站，華經情報網，中國信息通信研究院，東吳證券，截至2022年4月30日

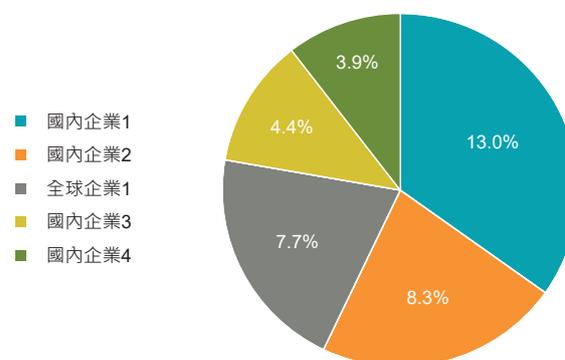
與此同時，在地緣政治緊張局勢加劇的情況下，中國正致力提升硬件及軟件的科技及產能，以邁向科技自主。中國目前極度依賴其他國家 - 中國90%以上的先進晶片及操作系統均來自美國公司。隨著地緣政治風險不斷升溫，中國正在加強國產替代，而一旦所有技術範疇均採用本地開發的產品，其市場規模將高達2,960億元人民幣（圖8）。

目前企業考慮改用國內供應商的產品時，最關注相關技術缺點及產品性能問題。即使如此，內地供應商近年持續投資研發技術，以收窄產品性能差距，來提升客戶對進口產品替代品的信心。中國同時在第14個五年規劃中重申，實現科技自主的承諾，並積極於電腦科技及數碼通信技術範疇申請專利。中國在5G、區塊鏈及人工智能方面的專利申請數量位居前列<sup>3</sup>，證明中國正致力收窄與其他國家在資訊科技創新方面的差距，並推動在各個資訊科技方面提供創新解決方案的國內龍頭企業發展。

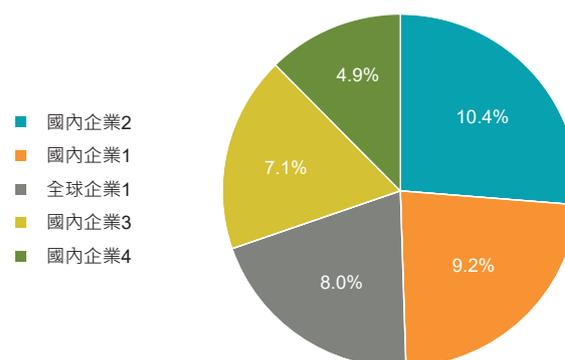
由於亞洲科技業龍頭企業可以增加市場份額，故對更先進科技的需求將利好這些企業。尤其是中國的科技業龍頭企業亦受惠中國科技業加速國產替代，為進口替代品提供巨大市場及增長空間。

圖9：中國企業資源計劃(ERP)供應商市場份額增加

2016年企業資源計劃市場首5名供應商



2021年企業資源計劃市場首5名供應商



資料來源：國際數據資訊，截至2021年12月31日

<sup>3</sup> 世界知識產權組織，截至2021年12月31日



對大多數人而言，消費升級即購買價格較高、較優質的消費品。我們認為，這亦代表在中國由穩定收入增長所支持的廣泛消費行為，尤其是來自年輕一代（即Z世代）及日益富裕的中產階級。

## 消費升級主題未受影響

受新冠疫情引發的封鎖措施及宏觀經濟疲弱影響，中國消費零售額由今年3月至5月連續三個月錄得按年下跌。中國消費下滑的情況與其他亞洲經濟體明顯不同，後者受惠其經濟重新開放及相對較低的基數效應。

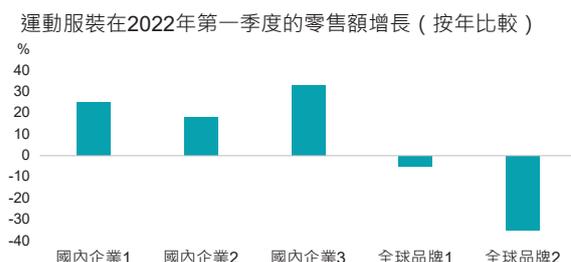
即使有短期因素影響中國消費需求，我們認為消費升級主題仍是結構性及長遠趨勢。對大多數人而言，消費升級即購買價格較高、較優質的消費品。然而，我們要強調的是，這亦代表在中國由穩定收入增長所支持的廣泛消費行為，尤其是來自年輕一代（即Z世代）及日益富裕的中產階級。

舉例如「國潮」的興起，讓中國消費者更喜歡文化根基更深的中國產品，而中國運動服裝行業的格局變化最能體現這點。國內重點運動品牌銷售今年首季仍錄得增長，相較之下，全球或國外主要品牌的銷售額在消費環境趨緊的情況則持續回落（圖10）。

此外，值得注意的是，消費增長不僅局限於中國，還包括整個亞洲，尤其東盟市場。由於這些地區的收入持續增長同時帶動消費同步增長，而消費增長的趨勢主要由龐大及不斷增長的中產人口推動（圖11）。總括而言，我們認為消費升級代表一個結構性增長趨勢，投資者應該把目光放在短期消費疲弱情況以外的趨勢。

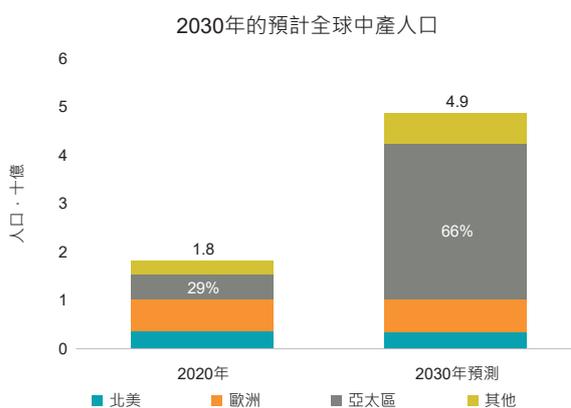
話雖如此，我們仍需密切關注潛在的經濟下行風險，尤其食品及能源價格高企，和美國可能出現經濟衰退。我們認為美國經濟衰退可能對出口導向型的市場帶來更大影響。我們必須了解的是消費趨勢會迅速發展，即使長遠發展前景樂觀，許多公司亦可能會被急速淘汰，其中一個例子是某些快速增長並迅速消失的熱潮，包括過去數年內地一些「新茶飲」品牌。所以我們認為投資者應採用由下而上的選股分析來發掘此主題，同時密切監控相關企業，以了解個別行業的任何短期變化，實屬至關重要。

圖10：國內運動服裝品牌繼續實現銷售增長



資料來源：企業資訊，瑞銀，截至2022年3月31日

圖11：全球大部分中產人口將來自亞太區



資料來源：經濟合作暨發展組織及聯合國糧食及農業組織，普華永道分析，惠理基金，截至2019年11月30日

## 電子商貿：新業務引擎推動電商普及化

電子商貿與消費主題密切相關。中國的電商業務同樣備受宏觀經濟疲弱的打擊，今年前五個月的網上零售總額增長率降至只有3%（圖12）。由於電商業務在中國的滲透率已達約30%的可觀水平，故增長放緩似乎亦是無可避免。

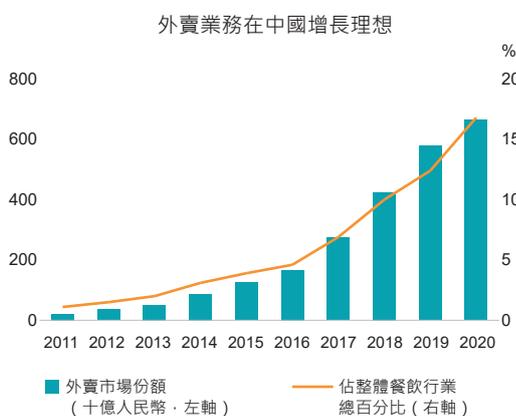
圖12：中國網上銷售增速大幅放緩



資料來源：彭博，截至2022年5月31日

儘管如此，我們認為未來網上消費仍可能出現復甦趨勢，尤其內地政府致力推動消費，例如地方政府發放消費券。值得一提的是，外賣及社區團購業務等新業務形態或模式已逐漸普及（圖13）。外賣業務成為中國餐飲業的重要部分。與此同時，社區團購在新冠疫情引發的封鎖期間大受歡迎，現在亦已逐漸成為一線城市眾多消費者的習慣。隨著規模擴展、經濟效率改善及市場整合，社區團購成為一項更可行的長遠業務，為電商公司提供具潛力的業務新引擎。我們亦相信，這些新商業模式一旦在中國成功應用，便可複製至其他亞洲市場。

圖13：外賣業務正成為中國餐飲業的重要部分



資料來源：中國飯店協會，Ele.me，截至2020年12月31日

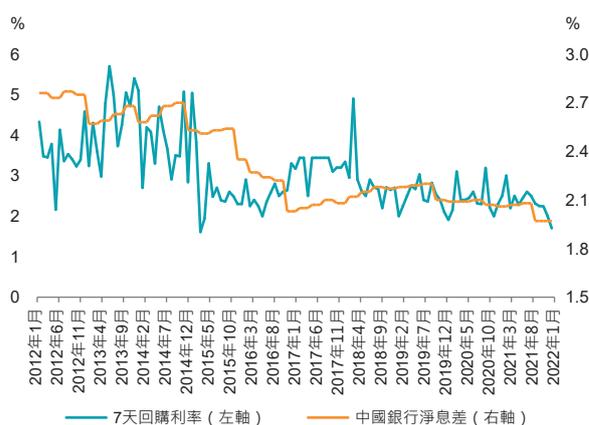
## 金融股 – 把握財富管理增長趨勢

我們認為中國寬鬆的貨幣環境可能對金融股是一把雙刃劍，尤其對我們持偏低比重的銀行股而言。雖然較低的利率及充足的流動性可能有助經濟復甦，但在這些情況下，銀行的淨息差（NIM）往往會收窄，尤其是當大量流動性未能轉化成有效貸款資產（圖14）。

亞洲某些地區（例如新加坡）傾向跟隨聯儲局基準利率方向，當地銀行的淨息差可能會備受支持。不過我們仍需密切關注信貸質量趨勢，尤其美國可能發生的經濟衰退對亞洲經濟體帶來的潛在影響。

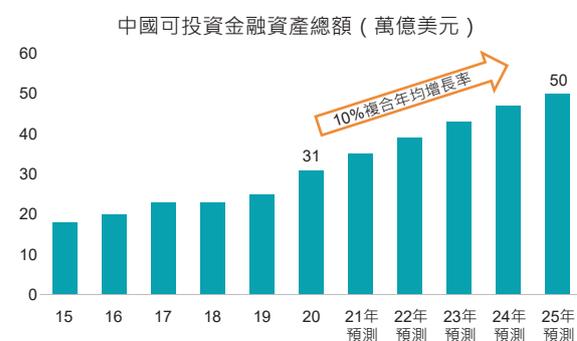
即使短期宏觀壓力或對中國銀行產生不利影響，但我們認為，財富管理業務的長期增長趨勢維持不變。長遠來說，家庭財富的增長主要受中等收入富裕程度增加所推動，從而產生對理財產品穩定且持續增長的需求。據估計，中國家庭的可投資金融資產總額將從2020年的31萬億美元，增長逾60%至2025年的50萬億美元，複合年均增長率達10%<sup>4</sup>（圖15）。

圖14：中國銀行淨息差在利率下行環境將可能收窄(%)



資料來源：彭博，截至2022年5月31日

圖15：中國家庭財富增長帶動理財產品需求增長



資料來源：高盛，畢馬威，截至2022年4月30日

4 「未來財富管理」，2022年，畢馬威，截至2022年5月

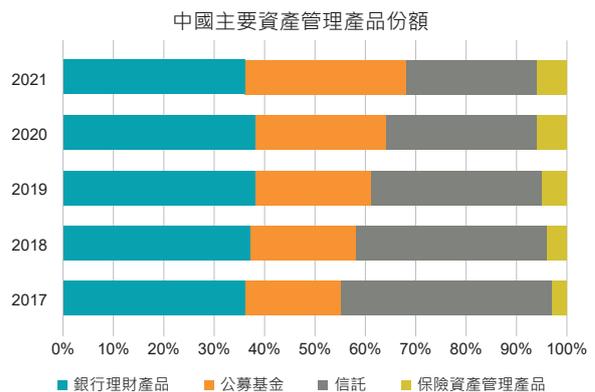
此外，我們仍認為短期內三個主要趨勢，正推動財富管理業務的增長：

- 中國利率下降，可能促使更多投資者將金融資產，從存款重新配置至其他理財產品。
- 疲弱房地產市場，加速資金從房地產投資轉至金融資產的趨勢。
- 鼓勵共同富裕的目標有助實現更平均的收入增長，從而擴大對財富管理服務的需求。

此外，整頓網絡借貸、小額貸款、地方金融資產交易所等非正規融資渠道，有助推動對已發展品牌的更合規或更穩定的平台的需求。我們相信龍頭金融中介機構仍處於有利位置，尤其是銀行、資產管理公司及財富管理分銷平台，這些公司具備一定優勢，可以把握相關增長機會。這些公司提供的產品吸引力增加，部分反映於銀行理財產品（WMP）及公募基金的增長幅度，兩者目前佔資產管理市場總額近70%（圖16）。

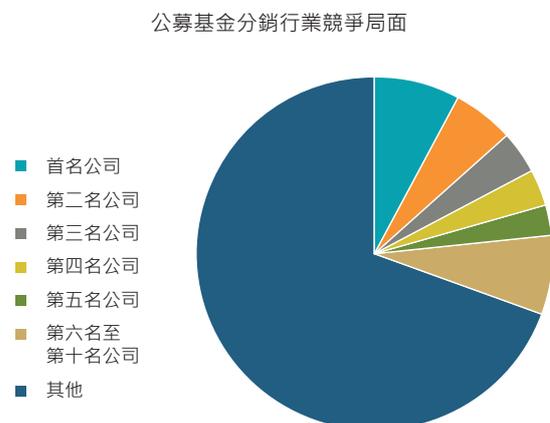
值得注意的是，個別公司已確立穩佔領先地位。以公募基金分銷為例，首五間公司現佔總市場份額的23%，而首十名的公司則佔31%（圖17）。我們認為龍頭基金公司的市場份額應將進一步提升，帶來更大的規模和更高的盈利能力，成為相關企業優秀的長線投資機會。

圖16：理財產品及公募基金的份額逐年增加



資料來源：銀行業理財登記託管中心（未償還價值份額），截至2022年3月31日

圖17：龍頭基金公司主導行業發展



資料來源：中國證券投資基金業協會，截至2022年3月31日



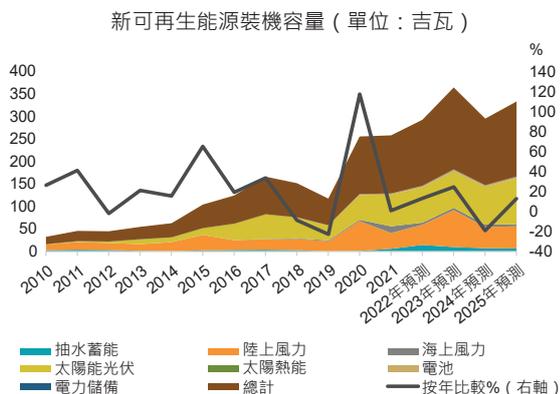
新能源行業是中國向可再生能源結構轉型，及全球共同努力實踐碳中和而長遠受益的行業，故前景十分樂觀。

## 新能源 — 長遠發展前景穩健，生態系統更健全

我們認為，新能源行業是中國向可再生能源結構轉型，及全球共同努力實踐碳中和而長遠受益的行業，故前景十分樂觀。

儘管終端需求曾受到影響，但可再生能源的產能仍穩定增加及行業發展亦步入正軌。今年首四個月，中國風力及太陽能發電場的裝機容量，分別按年增長17.7%及23.6%<sup>5</sup>，並預期在政策支持下進一步增加（圖18）。中國國家發展和改革委員會（NDRC）5月進一步頒布，促進可再生能源的措施，國家能源局估計2022年將安裝108吉瓦（GW）的太陽能項目，是2021年的兩倍，高於市場普遍預期。

圖18：新可再生能源裝機容量可能在未來幾年保持穩健增長



資料來源：滙豐、睿諮得能源預測值，截至2022年5月31日

地緣政治風險不斷升溫，及由此引發的能源安全憂慮，令歐洲地區加快可再生能源的產能擴充。因此，該地區或會增加對中國太陽能產品的進口，進一步鞏固內地強大的全球市場領導地位，我們亦預計市場將進一步增長。近日美國在6月確認將對從泰國、馬來西亞、柬埔寨及越南進口的太陽能發電板，免徵24個月的潛在關稅。雖然這措施有利該等東盟市場的相關供應商，但中國亦可能間接受惠。中國近年來已成為這些市場的海外直接投資（FDI）的主要來源，部分中國生產商已在當地建立生產基地。

<sup>5</sup> 新華通訊社報導，2022年5月18日

圖19：原材料價格大幅上漲使太陽能組件價格上升

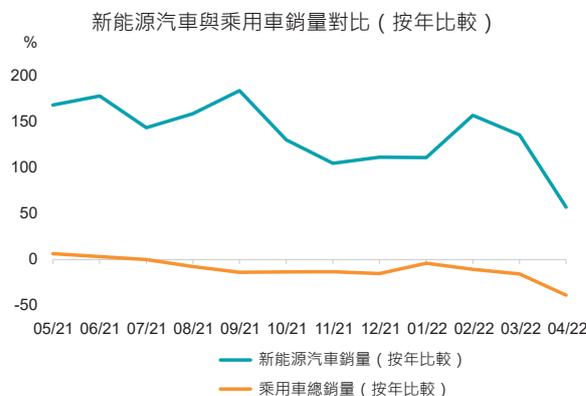


資料來源：彭博、滙豐、PVinfolink、PVinsights，截至2022年5月11日

然而，我們發現新能源行業的價值鏈既長又複雜，反映商業利益可能在不同時期分配不均。例如，自去年年初至今，多晶矽價格因供應緊張而急升，迫令其他組件的成本同步上漲，並對部分生產商的利潤構成壓力（圖19）。類似的情況亦見於新能源汽車電池市場。有見及此，我們認為大型綜合生產商可以更有效保持利潤。同時我們認為，長遠而言，隨著供求情況改善，原材料供應商及零件製造商經營情況將獲得改善，從而帶來更穩定的行業生態系統，並支持新能源行業的持續發展。

我們亦看好新能源汽車的長遠發展。由於近年來大眾的社會福祉意識增強，新能源汽車（NEV）的銷量，明顯扭轉整體汽車市場的疲軟情況，新能源汽車的市場份額增加（圖20）。

圖20：新能源汽車銷量增速遠遠超過乘用車



資料來源：中國電子電路行業協會，截至2022年4月30日

雖然因疫情及封鎖措施而出現供應鏈中斷，令新能源汽車近期銷售增長備受影響，我們預期整體銷售將在經濟恢復期間迅速回升。長遠而言，中國新能源汽車市場仍會穩定增加滲透率。彭博行業研究預測，新能源汽車的銷售量可能會從2021年少於300萬輛，增至2030年的1,370萬輛，同期新乘用車零售滲透率則從15%升至約50%（圖21），這會為一些企業創造巨大的增長機會。

圖21：新能源汽車：中國新興市場



資料來源：彭博行業研究，截至2022年4月30日

整體而言，儘管新能源行業出現短期波動，我們認為其長遠前景維持不變。我們認為把目光放在短期波動以外，並鎖定長遠贏家，將是把握這行業投資機遇的關鍵。



# 固定收益觀點

## 通脹超標及聯儲局鷹派立場 令市場波動

2022年上半年的重點是市場波幅增加，主要由於烏克蘭與俄羅斯的緊張局勢，及市場預期美國加快利率政策正常化的步伐，以應對通脹超標。我們認為聯儲局將維持鷹派取態，以遏制通脹。上半年美國10年期國債收益率上升150個基點至約3%。由於聯儲局的鷹派政策或接近見頂，加上增長放緩的說法可能逐漸成為主流，我們不可以排除市場整固的可能性。隨著當局推行量化緊縮政策，及聯儲局持續作出採取鷹派立場，我們預計市場波幅將維持高企。



## 中國經濟增長轉弱 造就更多及時的政策放寬

全國人大會議在3月將今年國內生產總值增長目標訂為大約5.5%，包括前期基建支出、增加減稅額度和放寬貨幣及房地產政策，市場預期當局將進一步放寬貨幣政策，包括下調政策利率或降低存款準備金率（降準），以確保流動性充裕及支持信貸增長。雖然6月初上海重新開放，並提供短暫的喘息機會，但經濟復甦前景及市場氣氛將取決於中國對清零政策的決心。我們會關注於10月或11月召開黨代表大會後，這項政策或可能有所調整。此外，油價上漲、地緣政治緊張及全球需求放緩，均可能會減少中國貿易順差對國內生產總值帶來的貢獻。整體而言，繼今年上半年經濟出現收縮後，下半年的經濟增長將隨著消費及房地產銷售復甦而有機會反彈。由於政策協調放寬及信貸收緊呈現觸底反彈，我們認為房地產行業將在未來數季靠穩。

## 信貸策略

隨著過去數季亞洲高收益債券出現顯著下調，中國信貸及房地產週期已接近觸底。監管機構及政府官員在3月中對遏制房地產行業風險（截至5月底，該行業分估摩根大通亞洲高收益債券指數大約16%）的溫和論調令人鼓舞，有助行業前景靠穩。我們期待，

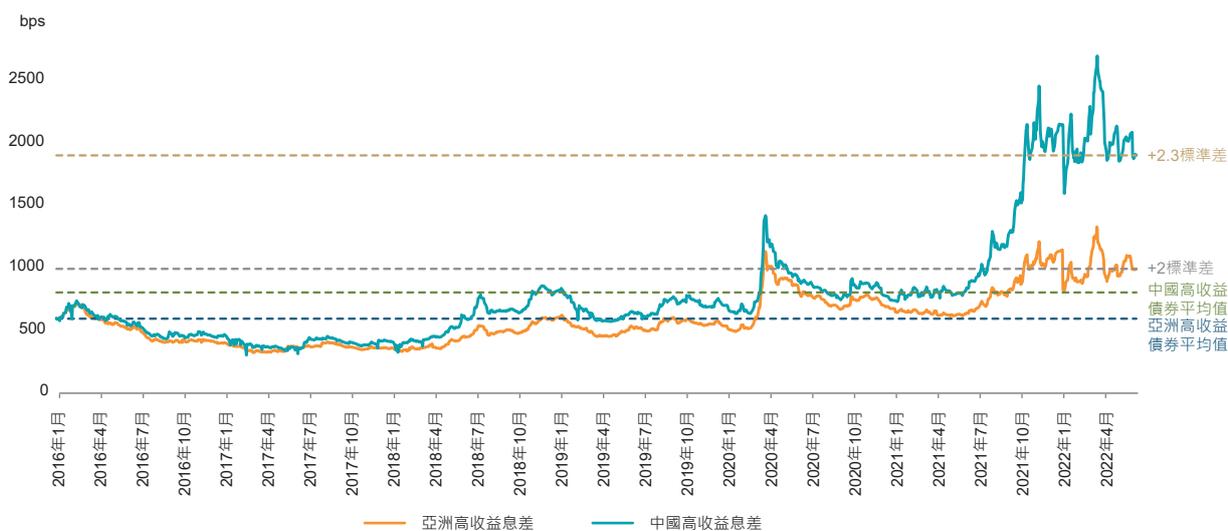
隨著上半年因疫情而封鎖的情況結束後，下半年內地房地產銷售會出現進一步改善的跡象。當局將繼續推行微調措施，例如部分城市放寬房貸及限購政策。我們由下而上的選債策略強調多元化及信貸質素，因為信貸兩極分化的情況將會持續。

年初至今，較高的美國國債收益率一直拖累亞洲投資級別債券的表現。我們偏好存續期較短的債券，而信貸息差收窄則可以抵銷利率風險的緩衝減少。我們希望把握信貸息差較高的亞洲信貸的投資機會，因為該等信貸更有效緩衝利率風險。同時我們亦預期，中國政府將支持科技技術平台公司的穩健發展，並因而減少發出監管的指令。

整體而言，由於投資評級下降風險減少，亞洲投資評級債券的信貸息差應該可以靠穩。具體而言，中國高收益債券息差已反映房地產週期及行業整固（圖22及23）。由於我們對非系統性風險保持謹慎態度，因此我們更偏向可以獲得資金，並可易於管理及在短期內到期的信貸。

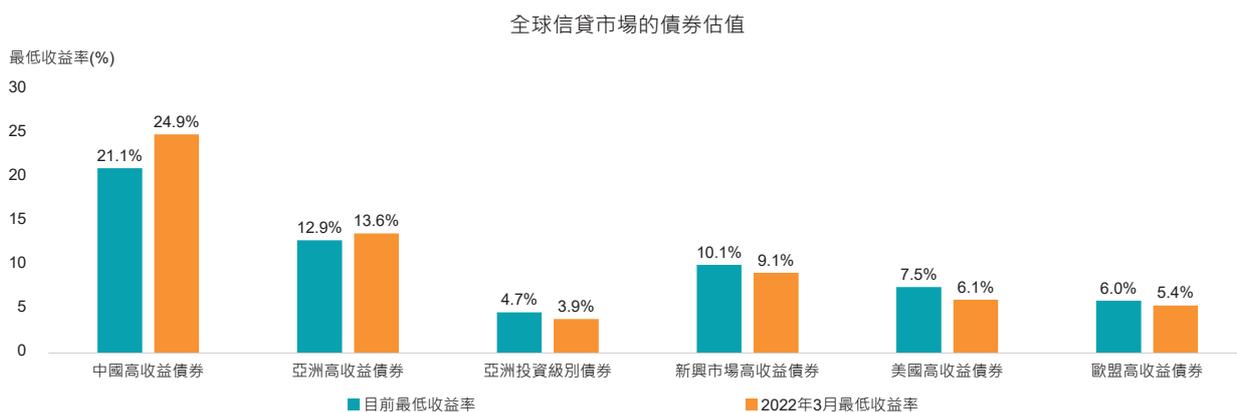
年初至今，亞洲投資級別債券的信貸息差從18個基點擴大至193個基點，而高收益債券的信貸息差則從144個基點增至838個基點。亞洲投資級別債券指數下跌8%，主要由於美國國債收益率上升。地緣政治局勢緊張和中國政府對科技行業的監管打擊，亦影響該資產類別表現。亞洲高收益債券指數亦出現避險氣氛，在中國房地產行業違約及資金外流的情況錄得13.6%的跌幅。

圖22：中國高收益債券信貸息差已反映信貸及房地產週期觸底



資料來源：彭博，截至2022年6月9日

圖23：中國高收益債券的價值錯位



資料來源：彭博，截至2022年3月9日

## 行業觀點

### 中國在岸債券

10年期中國政府債券收益率基本維持於2.8%，期內的變動不一。由於房地產政策進一步放寬及理想的借貸數據，收益率在3月初及4月下旬達至2.85%的高位，後來國債收益率因新冠疫情引發的封鎖措施和新增貸款增長緩慢而下降。我們認為目前的水平已反映對於政策性降息或降準的部分預期。

受疫情影響，我們認為中國將積極推行寬鬆的貨幣政策，以減輕經濟增長的下行壓力。我們認為，隨著信貸收縮觸底及額外刺激經濟的措施，整體增長將從今年第三季度開始復甦。我們重申，我們認為中國國債收益率應在今年年底前上升。而影響我們這投資觀點的風險因素是因新冠疫情中斷及監管政策改變，令穩定經濟增長難以實現。

10年期美國國債與中國國債收益率差距於2022年初為127個基點，這差距目前基本持平，上述數字大幅收窄反映美國正走向緊縮之路，與中國預期進一步寬鬆的取態形成鮮明對比。由於美國國債收益率可能因已反映聯儲局迅速加息的因素而出現整固，美國與中國國債收益率差距進一步縮小的可能性較低。如果收益率差距逆轉或人民幣大幅貶值，流入中國在岸債券市場的外國資金可能會加速減少，但這不是我們的基本預測。長線投資者包括外國央行及追蹤全球債券指數的基金，正持有大部分在岸利率債券。我們相信，隨著人民幣國際化進程持續發展，他們將保留其人民幣債券配置。

### 亞洲投資級別債券

由於內地科技行業備受政府監管打擊，加上對經濟放緩的憂慮，今年上半年亞洲投資級別債券信貸息差擴大。烏克蘭與俄羅斯的地緣政治越見緊張的局勢，對亞洲信貸的直接影響不大，但經濟增長放緩、全球貿易減慢

和大宗商品價格上漲等次級效應，則打擊亞洲信貸資產類別的整體市場情緒。儘管中國經濟增長面臨越來越大的壓力，並需要更積極的政策支持，但高等級信貸的基本因素應仍然向好。

與此同時，儘管通脹壓力及經常帳赤字不斷擴大，但印度的主權評級展望保持穩定，反映出該國經濟增長已經反彈。在此背景下，印度儲備銀行進一步加息的可能性很大。強勁的大宗商品價格及溫和的本地貨幣走勢亦利好印尼信貸。

我們維持今年上半年對這類資產持偏低比重的策略。我們認為美國國債的大部分影響集中在前期，而隨著經濟增長放緩，其影響可能會在年底減弱。由於我們預計今年後期美國利率將會整固，加上中國國內宏觀經濟正在改善，此趨勢應會帶來機會。我們將中國投資級別債券的息差擴闊視為抵銷美國國債收益率變動的機遇。相比2021年，大部分亞洲投資級別債券公司的基本因素應保持穩健，中國的政策衝擊亦會減少。

### 中國房地產

由於買家意欲疲弱、發展商推出的項目數量有限，加上新冠疫情的限制措施，今年上半年中國房地產銷售低迷，按年下降40%至50%。儘管如此，由於按年比較基數較低（2021年下半年疲軟）及政策措施持續微調，我們預計今年下半年銷售將會改善。

今年3月全國人大會議在政策連續性上，維持與去年12月政治局會議類似的基調。政策重點是通過因地制宜的措施，滿足合理住房需求，並更看重住房租賃。鄭州及福州等更多城市已開始微調購房限制，並推出更優惠的抵押貸款費用及首付條款。我們重申，儘管內地政府不會大幅放寬房地產政策，但基於新冠疫情迫令經濟增長下行風險增加，我們認為當局會推出更多支持行業的政策。

除實體市場復甦外，我們亦密切留意下半年放寬託管預售賬戶的受限資金可能性。然而，這不是我們的短期基本預測，因為及時完成銷售項目仍然是首要因素。融資方面，部分發展商可以從境內（中期票據、信貸違約掉期/信用風險緩釋合約作抵押的債券）及境外市場（可換股債券、備用信用證債券）籌集資金。我們認為企業信貸表現分歧仍會是主要趨勢。

今年餘下時間，房地產企業再融資壓力依然沉重。保持充足的現金流動性，以渡過行業週期至關重要。我們根據發展商遵守「三道紅線」的程度，對我們投資範圍內的發展商進行分析，並發現企業短期債務現金覆蓋比率下跌。由於房地產銷售額下降及硬性償債規定，上述情況亦符合市場預期。由於未來數季土地收購趨緩，故我們較偏好於短期再融資需求較低、短期債務現金覆蓋比率可以提供理想緩衝，及土地儲備壽命相對較佳的发展商。

### 澳門博彩債券

受中國封鎖措施的影響，博彩業總收入的復甦前景黯淡，令中國高收益債券普遍疲軟。由於邊境延遲開放，澳門的博彩總收入僅為2019年疫情前水平的20%。雖然我們認為即使在博彩總收入為零的情況下，大部分博彩公司仍可保持充足的流動性作緩衝，但由於邊境限制措施，前往澳門的旅行需求，預料需要一段時間才能恢復。

由於博彩特許權不獲續期的風險偏低，我們認為澳門重開邊境，將會成為博彩業債券的主要動力。澳門邊境開放與否，對於博彩公司的盈利復甦，及是否可以保持其目前信貸評級舉足輕重。該行業仍然是中國高收益債券帶來分散投資及發揮「重新開放」主題的作用。相關投資風險則是持續的跨境限制措施，及政府增加干預行業。

### 大宗商品債券

橫跨中國、印尼及印度市場的金屬及採礦業，在亞洲高收益債券類別表現出色。我們仍然看好這行業，因為可分散投資，並受惠強勁的大宗商品價格。由於地緣政治局勢持續緊張，我們認為供求失衡的情況不太可能短期內大幅緩解。相關投資風險會是中國經濟放緩的時間較預期長。



## 關於惠理基金

惠理於1993年成立，為亞洲最大的獨立資產管理公司之一。我們一直致力為環球的機構及個人客戶提供世界級的投資服務和產品。集團總部位於香港，在上海、深圳、吉隆坡、新加坡及倫敦均設有辦事處，在北京亦設有代表處。惠理於2007年於香港聯合交易所上市（股份編號：806），成為第一家於主板上市的資產管理公司。我們的投資策略覆蓋股票、固定收益、另類投資、多元資產及量化投資，服務亞太區、歐洲以至北美等地的個人及機構投資者。更多有關集團資訊，請瀏覽網站 [www.valuepartners-group.com](http://www.valuepartners-group.com)。

本文提供之意見純屬惠理基金管理香港有限公司（「惠理」）之觀點，會因市場及其他情況而改變。以上資料並不構成任何投資建議，亦不應視作投資決策之依據。所有資料是搜集自被認為是可靠的來源，但惠理不保證資料的準確性。本文包含之部分陳述可能被視為前瞻性陳述，此等陳述不保證任何將來表現，實際情況或發展可能與該等陳述有重大落差。

投資涉及風險，基金單位價格可升亦可跌，基金過往業績並不表示將來的回報。投資者應參閱有關基金之解釋備忘錄，以了解基金詳情及風險因素，投資者應特別注意投資新興市場涉及之風險。在決定認購基金之前，投資者應徵詢財務顧問之意見。如果選擇不徵詢財務顧問之意見，則應考慮該基金產品是否合適。

本文並未經證監會審閱。刊發人：惠理基金管理香港有限公司。

## 關注我們



### 香港總部：惠理集團有限公司

香港中環皇后大道中99號  
中環中心43樓

電話：+852 2143 0688  
傳真：(852) 2564 8487  
電郵：investservices@vp.com.hk

### 新加坡辦事處： Value Partners Asset Management Singapore Pte. Ltd.

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

電話：+65 6718 0380  
電郵：vpams@valuepartners.com.sg

### 馬來西亞辦事處： Value Partners Asset Management Malaysia Sdn Bhd

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

電話：+60 3 2775 7688  
電郵：vpmy-enquiry@valuepartners-group.com

### 上海辦事處： 惠理海外投資基金管理(上海)有限公司

中國上海市浦東新區花園石橋路33號  
花旗集團大廈701室  
郵編：200120

電話：+86 21 3818 6888  
傳真：+86 21 6841 0030

### 惠理投資管理(上海)有限公司

中國上海市浦東新區花園石橋路33號  
花旗集團大廈702室  
郵編：200120

電話：+86 21 3818 6888  
傳真：+86 21 6841 0030

### 倫敦辦事處： Value Partners (UK) Limited

16 Berkeley Street,  
London W1J 8DZ,  
United Kingdom

電話：+44 20 3907 3870  
電郵：vpuk-sales@valuepartners-group.com

