



invested 投資亞洲，走在最前

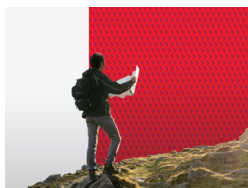
2023 市場展望

# 駕馭全球 經濟重置





# 目錄



## 序言

3

我們預計2023年下半年的環境將會好轉，屆時通脹及聯儲局鷹派政策的高峰可能已經過去。



## 部署面對另一個新常態

4

投資者需要作出調整，以應對通脹及利率繼續高企的環境。



## 追蹤中國經濟重啟的動態

9

隨著中國重啟經濟，中國資產的潛在上行空間極為吸引。



## 迎接不一樣的亞洲

13

亞洲的投資範圍變得更多元化，提供多種投資機會。



## 制定可持續發展路線

18

更多亞洲企業正致力改善可持續發展路線藍圖及政策。



## 尋求波動市況中的抗禦力

22

在市場波幅較大的時期，保持靈活及積極主動相當重要。



## 2023 市場展望 序言



通脹前景及其對貨幣政策的影響將在2023年繼續主導著市場。假如聯儲局透過進取的加息成功壓抑通脹，隨後的增長放緩及價格下跌應利好優質固定收益解決方案，尤其是亞洲債券收益率處於十多年來最吸引的水平。

我們預計2023年下半年的環境將會好轉，屆時通脹及聯儲局鷹派政策的高峰可能已經過去。這應利好亞洲及新興市場股票以及亞洲信貸等風險資產。2023年下半年恰巧亦是中國全面重啟的預計時間。隨著中國微調其新冠病毒防疫政策並為陷入困境的房地產行業推出更扶持措施，我們認為其對投資者造成最壞影響的時期已經過去。

由於通脹的動力減弱，緊縮措施更加溫和，亞洲及新興市場在2022年的表現相對穩健。踏入2023年，我們發現北亞市場將受惠於中國的經濟重啟。與此同時，在供應鏈多元化及全球減碳週期帶動下，印度及東盟將繼續為投資者帶來多元化的投資機會。日本方面，過去數十年的企業重組取得成果，提高了企業的效率及盈利能力。我們認為日本股市在2023年及以後有顯著的上行空間。

話雖如此，我們預計新一年的波幅將維持高企。俄烏戰爭提醒了我們地緣政治事件難以預測。美國經濟衰退及中國無序重啟亦是投資者可能需要應對的潛在風險。投資者可以考慮利用智能俾打、多元因子及低波幅策略，構建較不受市場情緒波動影響的投資組合。我們的多元資產解決方案團隊亦在發掘創新途徑，透過戰術覆蓋及衍生品來增加投資組合的抗禦力。

隨著亞洲與世界爭相實現淨零排放，我們發現可持續投資在亞洲變得更加根深蒂固。越來越多的人由純粹排除的投資方針轉向使用更大參與程度的方針。這鼓勵我們繼續努成推動被投資公司改變，為持份者及社區提高價值。

Bill Maldonado  
投資總監

瀚亞投資  
eastspring  
investments

保誠集團成員





2023 市場展望

# 部署 面對另一個新常態







## 2023 市場展望 部署面對另一個新常態

隨著我們踏入2023年，另一個新常態已經來臨。正如一些由疫情引起的變化已經變得根深蒂固，通脹很可能會高於疫情前數十年的水平。因此，在全球地緣政治緊張局勢升溫之際，寬鬆貨幣的時代已經結束。面對這種環境，投資組合的選擇及部署必須保持靈活主動。

2022年對於大部分投資者而言相當艱巨。2023年可能更具挑戰性。已發展市場（尤其是美國及歐洲）的增長放緩及金融狀況收緊為全球經濟前景蒙上陰霾。市場亦日益接受通脹將較原先預計的更為持久的觀點，而目前討論聯儲局政策會否轉向為時尚早。

### 增長風險將會加劇

全球採購經理指數持續下跌，加上不同地區工廠產量整體走弱，意味著全球貨品行業陷入衰退，導致市場將其與2000年至2003年期間科技行業主導的衰退進行比較。

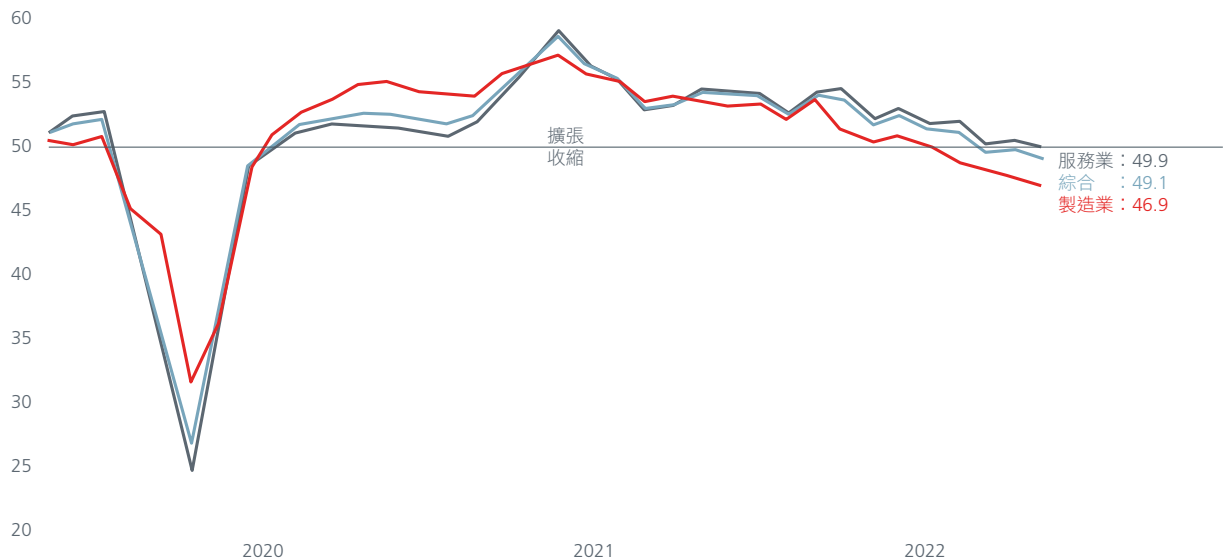
市場走勢在很大程度上取決於通脹軌跡及其對已發展市場貨幣政策的影響。儘管有跡象顯示通脹已經見頂，但美國勞動市場緊張及工資增長強勁可能迫使聯儲局實施鷹派政策更長

時間。與此同時，一直是通脹另一個動力來源的高能源價格可能面臨更大的上行壓力，尤其是中國開始重啟，這可能會延長各國央行與通脹的對抗。另一方面，導致商品價格下跌的外部因素可能使通脹迅速降溫，使貨幣緊縮階段較預期更早結束。

儘管如此，我們認為目前的情況可能會延續至2023年第一季度。預計聯儲局將在2023年繼續收緊貨幣政策，但幅度及頻率將取決於失業率上升或消費物價下降的速度。聯儲局的中位數預測目前顯示利率將在2023年進一步上升，然後在2024年回落。目前而言，除非金融市場發生尾端風險事件，否則聯儲局可能要待2023年年中才達到加息週期高峰。



全球採購經理指數新訂單數量下降



資料來源：Refinitiv Datastream、瀚亞投資，截至2022年10月

因此，隨著通脹高峰過去以及聯儲局鷹派政策結束，全球經濟有可能在2023年下半年好轉。由於美國消費者目前的財政狀況遠遠更為穩健（即使與2008年全球金融危機時相比），任何即將發生的美國經濟衰退很可能較過往的經濟衰退更加溫和。

我們認為，股票在經濟衰退期間的下跌空間更大，尤其是美國股票約佔全球股票的63%，而科技股在主要市值指數中亦佔有很大份額。然而，股票跌幅將取決於經濟衰退的程度（即經濟衰退越嚴重，股票的跌幅便越大）。話雖如此，在美元見頂之際進一步放寬金融狀況將帶動風險資產在2023年下半年取得更佳表現。

隨著通脹高峰過去以及聯儲局鷹派政策結束，全球經濟有可能在2023年下半年好轉。

### 新興市場相對穩健

新興市場央行亦收緊貨幣政策，但整體上未達至已發展市場收緊政策的程度、步伐及幅度。這是因為多個新興經濟體的國內需求通常較弱，工資增長亦較低，因此其通脹環境較美國疲弱。中國的國內需求及通脹環境雙雙走弱正好反映以上情況，這主要是由防疫限制措施及房屋市場疲弱等因素造成。

亞洲的通脹亦相對溫和，部分原因是其針對疫情而推出的財政刺激措施規模較小（與美國不同），因能源衝擊而遭受的影響較小（與歐洲不同），以及政府的補貼更多，當中部分補貼已傳導至消費者身上。與此同





時，亞洲央行一直在努力控制利率差距，以遏抑貨幣貶值及輸入通脹。儘管已發展市場利率上升迫使亞洲收益率同步上升，但由於經濟環境疲弱及通脹持久性降低，市場價格難以反映亞洲央行進一步大幅收緊政策的影響。

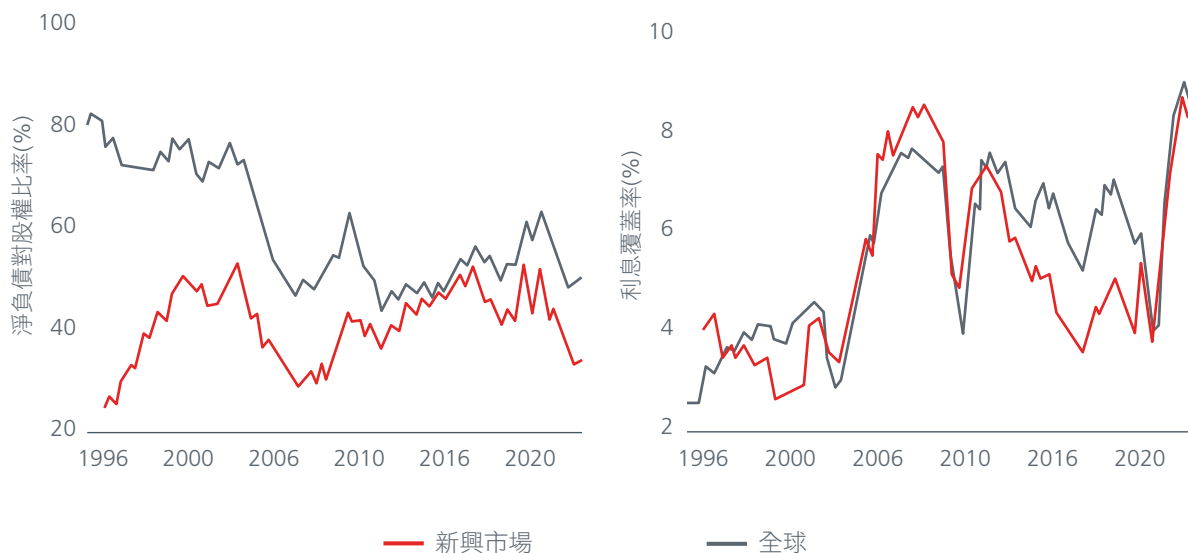
總而言之，就新興市場股票而言，2020年代展開的形式與2010年代截然不同。2010年代為增長及優質投資提供完美環境，因為投資者為潛在未來收益的穩定性及增長付出的高昂代價得到鼓勵及回報，尤其在電子商貿領域。然而，在2020年代初，我們發現應對疫情引發的經濟放緩的政策更加重視投資於實體經濟，資本開支計劃重臨，減碳措施成為首要考慮因素。經歷動盪的一年後，2022年即將結束，無論是按照歷來的絕對價值抑或相對於已發展市場的價值計算，新興市場的估值均帶來非常吸引的入市機會。

## 我們的風險考慮因素

我們認為，由於尾端風險事件及地緣政治緊張局勢（即中美、俄烏、中台、伊朗核談判）不斷升溫，目前的市場環境充滿挑戰。眾所周知，地緣政治風險難以評估，因為其取決於各參與方無法預測的行為。2022年的俄烏衝突可能提醒投資者，經歷了十年相對和平的地緣政治環境後，我們可能會迎來大國之間的對抗引發小型衝突的全新時期。

流動狀況收緊以及借貸成本上升是另一主要風險。隨著利率上升，無法產生可靠利潤流的公司將受到最大影響，亦最為脆弱。美國增長股及科技股相當容易受到估值惡化的影響，因此其估值在利率上升期間下降。要成為信用良好的機構，公司必須能夠透過借款產生經濟回報。

新興市場非金融企業的資產負債表及估值似乎穩健



資料來源：Refinitiv Datastream、瀚亞投資，截至2022年10月



最後，假如通脹持續，聯儲局很有可能將美國經濟推向衰退，投資者需要對此潛在結果保持高度警惕。美元在利率上升及全球風險氣氛惡化的環境下大幅上升，短期內亦很大機會維持強勢。新興國家及亞洲國家可能被迫干預市場以降低其貨幣的波幅。儲備迅速減少或會增加不確定性。

最終，假如聯儲局透過壓抑總需求以控制通脹，將會導致失業率上升及增長放緩，投資者可能會偏好固定收益投資方案。另一方面，若更多供應方措施有助紓緩通脹，則股票可能會受到青睞。我們認為，僅透過供應方措施來解決通脹問題的可能性極低。

### 投資影響

情景	理據	股票	債券
美國聯儲局繼續加息以控制通脹，從而導致需求受壓，加劇經濟衰退的風險	投資者往往在這些時期湧向避險資產		✓ 長期國庫債券
由於供應方措施導致通脹下降，美國聯儲局利率將在2023年年中見頂，而美國增長亦同時觸底	投資氣氛將會好轉，市場由承險氣氛主導，股票及信貸往往表現領先	✓ 亞洲 ✓ 新興市場股票	✓ 亞洲高收益債券 ✓ 亞洲投資級別債券
高實際利率迫使投資者重新關注公司的盈利能力及自由現金流	這利好在過去十年投資比重偏低及被錯誤定價的價值股	✓ 價值股	

資料來源：瀚亞投資，2022年11月

### 作者

**Craig Bell**, 瀚亞新加坡多元資產投資組合解決方案主管

**Andrew Cormie**, 瀚亞新加坡全球新興市場及區域亞洲價值股票主管

**Danny Tan**, 瀚亞新加坡固定收益主管

**Rong Ren Goh**, 瀚亞新加坡固定收益投資組合經理





2023 市場展望

# 追蹤 中國經濟重啟的動態







## 2023 市場展望 追蹤中國經濟重啟的動態

中國的新冠病毒零感染政策及房地產行業的動盪對2022年的中國經濟及股市構成壓力。我們認為，就對投資者的影響而言，我們已經度過了最壞時期，而由於估值、盈利預期及投資者持倉均處於極低水平，隨著中國在2023年重啟經濟，該市場的潛在上行空間吸引。

中國政府在2023年面臨多項政策取舍，因為其致力在長遠而言創造更加平衡及可持續的經濟，同時希望確保短期內的社會穩定。然而，由於中國實施新冠病毒零感染政策，加上全球經濟放緩及地緣政治緊張局勢升溫，要在各方面取得平衡變得更加複雜。

### 投資中國的理據

儘管中國最近面對宏觀及地緣政治挑戰，但我們認為，投資者依然有理由在投資組合中持有中國股票。長遠而言，經濟發展依然是中國共產黨的重要事項—根據第20次黨代會報告，中國的人均國內生產總值目標是到2035年以超過5%的複合平均增長率增長。國內消費增加、增

投資者依然有理由在投資組合中持有中國股票。

長動力更多元化以及資源配置改善應能帶來更平衡的經濟。

儘管美國最近對中國公司取得先進半導體晶片的能力施加限制，但我們認為，隨著政府專注於創新及供應鏈安全，中國的創新步伐將不會減慢。隨著中國致力實現半導體供應本地化，預計未來五年，中國晶圓代工產能的增長速度將是世界其他地區的兩倍以上<sup>1</sup>。

中國A股市場是龐大及多元化的股票市場，為投資者提供實現投資組合多元化的重大機會。中國A股與已發展市場的相關性為0.39，與新興市場的相關性為0.49<sup>2</sup>。中國的債券市場亦是全





球最大的債券市場之一。自2013年以來，中國政府債券與全球政府債券之間的相關性偏低，僅有0.24，為全球投資者帶來分散投資的優勢<sup>3</sup>。由於投資者大幅減持以上兩種資產類別，提高相關配置的潛在好處變得吸引。

### 獲取超額收益的投資機會

中國股市方面，我們認為能配合中國戰略目標以及將受惠於中國結構性增長趨勢的行業均提供獲取超額收益的機會。

然而，在短期內，我們認為服務業、工業及原材料行業將受惠於中國的經濟重啟及復甦。由於全球大部分央行將在2023年以較緩慢的步伐繼續加息，我們預計中國的政策制定者將維持寬鬆的貨幣政策，利好中國債券表現。隨著政府微調防疫政策（減少大規模檢測及縮短隔離日數），同時推出更多房地產行業扶持措施（降低對託管賬戶資金的限制，在融資方面為私人發展商提供支持），我們預計中國的經濟增長將在2023年第一季觸底。鑑於政策放寬的影響滯後，

短期基本因素有可能持續受壓。中國有機會在2023年上半年左右全面重啟，其國內生產總值增長率或會由2022年的3%至4%回升至2023年的4%至5%。話雖如此，隨著經濟反彈，無序的經濟重啟及通脹升溫將是中國的主要風險。

### 房地產市場要待2023年年底方能扭轉形勢

政府在2022年第四季宣佈多項措施，協助紓緩房地產行業的流動性壓力。當局撥出2,500億元人民幣的融資額度以支持私人發展商，而中國人民銀行及中國銀行保險監督管理委員會則發佈了關於完工單位交付、再融資及風險管理的「16條措施」。該措施首次確認支持房地產公司而不僅是房地產項目的重要性。銀行減持房地產行業的寬限期亦有所延長。然而，措施如何落實仍然是關鍵所在，房地產行業正常化必須依賴實體銷售的復甦。

撰文時，一手銷售及房地產投資仍然疲弱，買家需要一段時間才能重拾信心。因此，房地產行業的基本因素不太可能在

中國股票的投資機會	
市場 / 行業	理據
中國A股	
高端製造業、新能源、醫療保健、半導體	政府的自給自足、科技自主及能源安全戰略目標
MSCI中國指數	
可再生能源	中國在2030年實現碳排放達峰以及在2060年實現碳中和的目標
酒店業	中國國內及國際旅遊支出的結構性增長
智能基建	數碼化及數據增生
資料來源：瀚亞投資，2022年11月	

資料來源：\*彭博。2013年1月至2022年10月的每週數據。



2023年年底前好轉。隨著政府積極降低系統性風險及刺激市場氣氛，房地產相關行業可能會獲市場重新估值，但其上行空間將受限於仍然疲弱的基本因素。在這環境下，相較私人發展商，我們繼續偏好國有發展商。

由於基建將在短期內成為重要的增長動力，地方政府融資平台繼續在支撐經濟方面發揮關鍵作用。地方政府融資平台由

地方政府全資擁有，其設立的目的是為地方公共基建及社會福利項目融資、投資及營運相關項目。儘管房地產行業衰退導致市場憂慮這些平台的財務狀況，但其與地方政府緊密聯繫，加上任何違約事件均有可能破壞相關地區的融資環境，因此政府將提供支持以協助解決地方政府融資平台的債務問題。此外，隨著中國逐步重啟，地方政府的收支平衡有可能在2023年改善。

### 投資影響

主題	理據	中國A股	MSCI 中國指數	中國在岸債券（主權債券 / 地方政府融資平台）
使投資組合更多元化	與全球資產類別的相關性低，意味著中國股票及債券能夠使投資組合更多元化。	✓		✓
為中國經濟重啟 / 復甦作好部署	經濟在2023年第一季觸底，帶來更穩定的盈利，並獲市場重新估值。目前投資組合的偏低比重配置及低廉估值表示其上行空間吸引。	✓	✓	
受惠於中國的寬鬆貨幣政策	國內利率面對全球緊縮週期依然偏低，利好中國資產。	✓	✓	✓
實現中國的戰略目標	推動中國實現自給自足、科技自主、能源安全的戰略目標以及其淨零排放抱負的行業將帶來獲取超額回報的投資機會。	✓	✓	

資料來源：瀚亞投資，2022年11月

### 作者

**Michelle Qi**, 瀚亞中國股票主管

**Paul Chong**, 瀚亞新加坡股票投資組合經理

**Wai Mei Leong**, 瀚亞新加坡固定收益投資組合經理

**Janet Lu**, 瀚亞中國固定收益主管

**Jingjing Weng**, 瀚亞中國研究主管



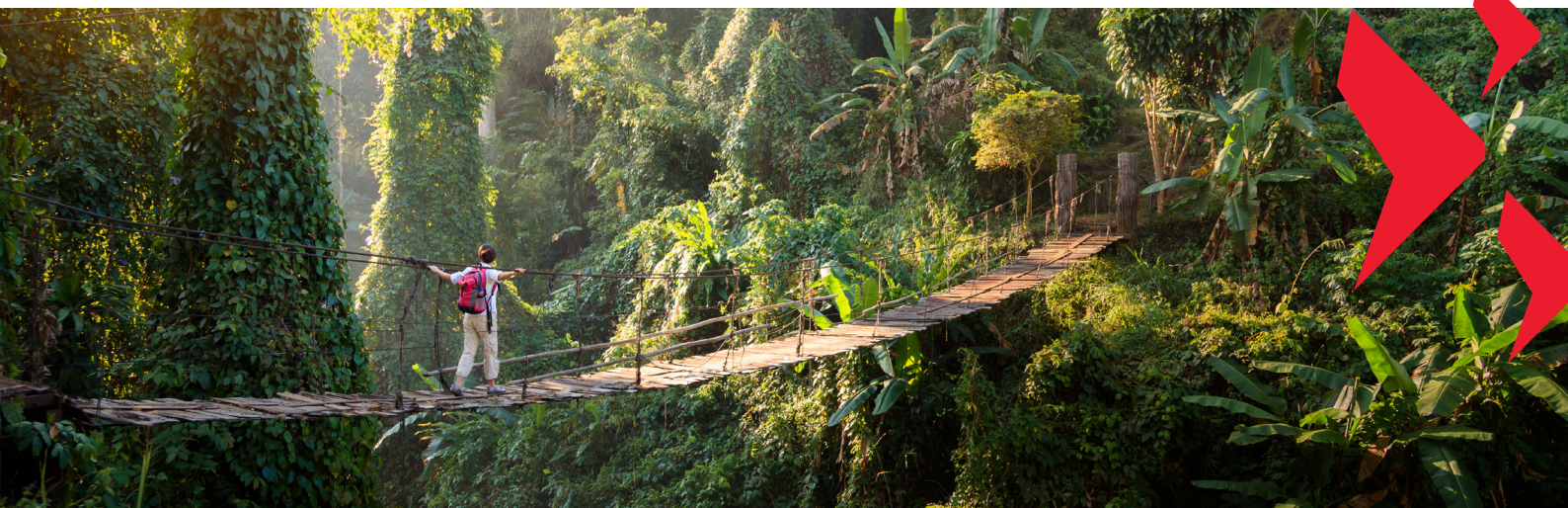


2023 市場展望

# 迎接 不一樣的亞洲







## 2023 市場展望 迎接不一樣的亞洲

儘管疫情造成的影響重設增長趨勢，但亞洲的長期投資特性仍然完好無損。投資範圍亦變得更多元化。面對持續的供應鏈多元化及全球減碳週期，各國正發揮不同作用，為已發展及新興亞洲國家帶來投資機會。

受不明朗的全球環境影響，亞太區的經濟增長預計將在2022年放緩至4.0%，然後在2023年上升至4.3%<sup>1</sup>。除了《部署面對另一個新常態》一文中所探討的風險外，中國經濟放緩亦是亞洲的不利因素。儘管如此，其他亞洲國家亦有提供吸引機會的投資焦點及增長動力。

### 舊與新的增長領域

近年關鍵主題之一是全球供應鏈多元化，由中國主要轉移到亞洲其他地區。東盟方面，越南及印尼是該轉移趨勢的主要受惠國家。隨著電子製造服務及電動汽車供應

近年關鍵主題之一  
是全球供應鏈多元化，  
由中國主要轉移到  
亞洲其他地區。

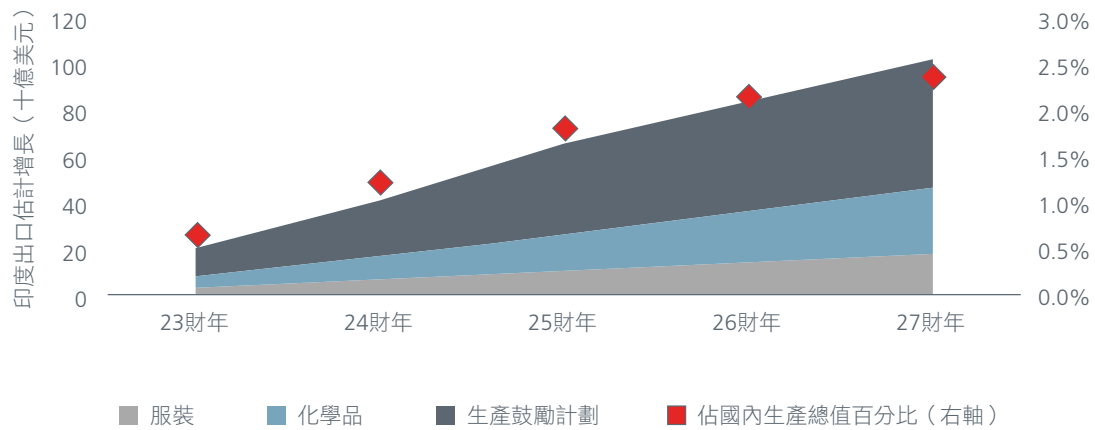
鏈成為高增長領域，印度亦開始迎來此趨勢的利好因素。相關行業的股票正與印度以外競爭對手爭奪市場份額。因此，製成品出口很可能成為印度的另一增長引擎。但目前為止，印度出口佔國內生產總值不到15%。因此，相比亞洲其他國家，全球經濟放緩的影響可能較小。

為應對不銹鋼及電動汽車電池材料日益增長的需求，印尼正積極利用其豐富資源基礎，發展電動汽車供應鏈生態系統。該國目前有138家冶煉廠（主要冶煉鎳）及約6個正在開發的工業園區。該等措施有望在未來幾年實質上改變印尼的對外貿易格局。





印度的製成品出口可能在五年內帶動國內生產總值(GDP)增長2.4%



資料來源：瑞信估計數字，2022年1月

與此同時，泰國經濟繼續受惠於國際旅行及旅遊業復甦。因此，旅遊股及消費股提供吸引的投資機會。馬來西亞方面，2023年的經濟增長可能放緩而不是衰退，因為石油及天然氣，以及電器及電子產品等出口行業應會繼續表現良好。越南經濟在疫後強勁復甦，2022年前九個月的國內生產總值增長8.8%。在越南的經濟增長動力帶動下，消費相關行業及製造業提供吸引機會。

整個亞洲地區方面，可持續發展是另一增長動力。正如《**制定可持續發展路線**》一文指出，減少碳排放所需的綠色基建帶來大量投資機會。隨著越來越多國家、公司及投資者轉向綠色轉型，投資者可透過根據其可持續發展觀點調整相關投資來捕捉相關機會。

### 科技脫鈎的影響

全球半導體晶片行業是中美兩國競爭的最新受損領域。美國最近的半導體限制措施將在一定程度上迫使半導體供應鏈的

主要參與者，即台灣、韓國及日本與中國脫鈎。然而對於台灣而言，由於大部分台灣半導體製造商專注先進半導體加工，來自中國的收入貢獻較低，因此影響有限。

短期地緣政治風險及兩岸緊張局勢升溫，拖累台灣股票波動，但台灣股票的風險溢價並無明顯上升跡象。內部經濟及重點產業的競爭力是影響台灣股市估值的最重要因素。

與此同時，由於中國晶圓廠的升級困難重重，韓國半導體公司將面臨短期效率不足的情況。但我們認為有關發展屬於長期利好因素，因為韓國公司已開始重新設計現有晶圓廠選址策略。此外，相關韓國公司因而有更多時間縮窄與中國的差距，並更有可能在美國主導的市場架構中保持長期穩定的利潤率。

### 充滿投資機會的領域

面對全球經濟放緩、利率上升及通脹加劇的風險，專注於估值合理、增長優質的股票投資者將迎來投資機會。由於在2022



年下挫約20%至30%，北亞市場（韓國、台灣、中國內地及香港）的估值似乎非常便宜。此外，大部分投資者將體驗到《追蹤中國經濟重啟的動態》一文中所探討的中國經濟重啟的利好延伸效應。

另一提供吸引機會的領域是雲端及超大規模數據中心供應鏈行業，尤其是台灣。這類數據中心的數量日益增加將利好製造連接器及電路板的公司。根據Synergy Research Group的數據，到2021年底，全球有728個超大規模數據中心投入運作。到2026年，此數目將上升至1,200。美國將繼續成為該等設施的最大單一市場。

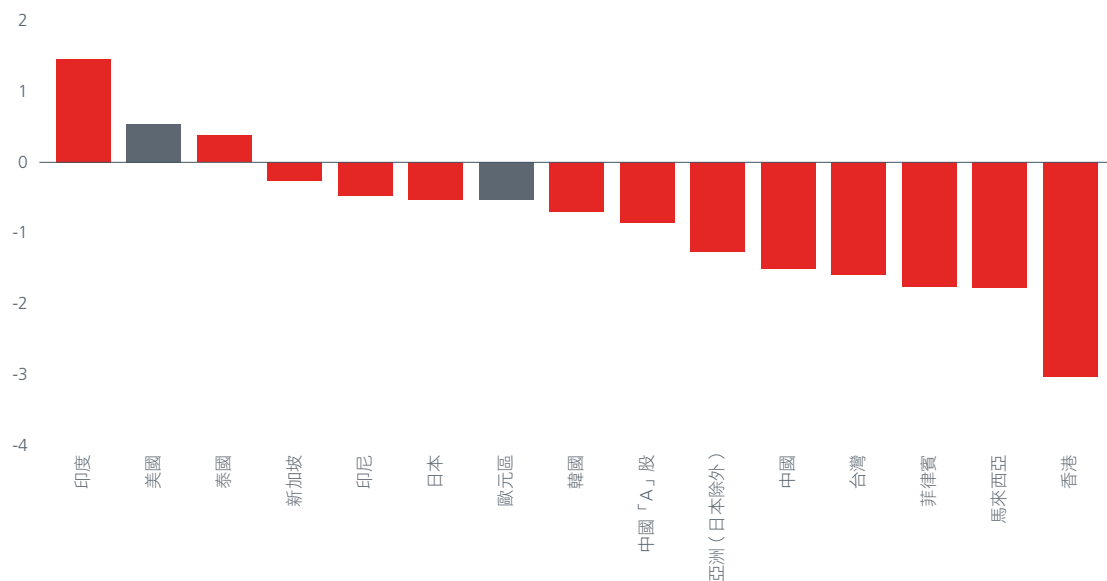
另一方面，以當地貨幣計值，東盟市場（尤其是新加坡及印尼）及印度均錄得正回報，其估值無論按絕對值或相比過去數值計算似乎均不算便宜。投資者需要透過主動選股策略以識別贏家。整個東盟以至印度的個別銀行估值吸引。由於名義國

內生產總值增長強勁，資產質素改善，加上2021年的基數偏低，利潤率有望回升，利好2023年的企業盈利。此外，由於亞洲在疫後經濟重啟方面落後於世界其他地區，亞洲服務業可能到2023年才能反映經濟重啟的全年效益。

日本企業值得特別一提，因為儘管受疫情情況，日本企業盈利仍然保持穩定。過去十年，企業重組帶來更高營運效率，並改善盈利趨勢。日圓貶值對進口原材料的國內公司屬不利因素，但卻利好出口商，尤其是汽車品牌。國內及防守型股票對日圓轉強最為敏感，有望帶動升勢。相對過往估值及其他已發展市場，日本股票均相當便宜，未來數年大有機會獲得雙位數回報。

亞洲債券方面，我們在優質固定收益領域發現投資機會，其絕對收益率處於十多年來最吸引的水平。透過將資本配置到由穩健的發行人發行，而收益率高於通脹的短期投資級別證券，投資者將能夠鎖定正實際回報。

大部分亞洲市場估值較美國便宜



資料來源：Refinitiv Datastream及MSCI，除了中國「A」股以外的數據，截至2022年10月31日。Z分數根據12年滾動市帳率的標準差計算。



然而，新投資者可能希望觀望聯儲局的加息週期是否基本結束，以及中國經濟重啟的跡象。中國房地產行業動盪而觸發拋售，導致投資者信心動搖，我們估計該行業需要出現以下發展才能夠令投資者恢復信心：a)中國實體房地產市場出現某

種觸底或轉勢跡象，以及融資方面獲得政策支持，以及b)部分持有大量離岸債券的私人發展商成功重組。

## 投資影響

主題	理據	亞洲（包括日本）股票	亞洲債券
把握實際利率上升	隨著投資者重新關注公司的盈利能力，對價格錯置及投資比重過低的資產的需求增加。	✓ 價值股 ✓ 估值合理的增長股	
受惠於供應鏈多元化的趨勢	共同努力將經濟體轉型至更高價值的上游價值鏈。	✓ 東盟 ✓ 印度	
實現淨零排放	越來越多公司及投資者積極考慮ESG因素。	✓ 整個亞洲	✓ 亞洲可持續發展債券
聯儲局鷹派政策即將見頂	優質固定收益的前景向好，因其收益率處於十多年來最吸引的水平。		✓ 亞洲投資級別債券
中國經濟重啟 / 復甦及房地產行業觸底反彈的跡象	貿易及旅遊業增長將有利大部分亞洲公司。市場該行業恢復信心，該行業佔亞洲高收益債券市場的50%。	✓ 整個亞洲	✓ 亞洲高收益債券

資料來源：瀚亞投資，2022年11月

## 作者

**John Tsai**, 瀚亞新加坡增長股主管

**Sundeep Bihani**, 瀚亞新加坡股票投資組合經理

**Anand Gupta**, 瀚亞新加坡股票投資組合經理

**Ivailo Dikov**, 瀚亞新加坡日本股票主管

**Danny Tan**, 瀚亞新加坡固定收益主管

**Wai Mei Leong**, 瀚亞新加坡固定收益投資組合經理

**Doreen Choo**, 瀚亞馬來西亞投資主管

**Liew Kong Chian**, 瀚亞印尼投資主管

**Bodin Buddhain**, 瀚亞泰國資產配置策略師

**Nguyen Thi Bich Thao**, 瀚亞越南股票主管

**Rebecca Lin**, 瀚亞台灣投資主管

**Paul Kim**, 瀚亞韓國股票主管





2023 市場展望

# 制定 可持續發展路線







## 2023 市場展望 制定可持續發展路線

亞洲在全球轉型至淨零排放發揮重要作用，因為該區佔全球溫室氣體排放近半。為應對氣候挑戰而增加的綠色資本開支將使亞洲區發行大量債券。電動汽車及可再生能源生態系統領域的亞洲創新公司在實現淨零排放方面亦為投資者帶來吸引機遇。

亞洲在第27屆聯合國氣候變化大會期間取得數項成果，儘管未能就進一步減排或終止使用化石燃料達成共識令許多與會代表感到失望。在氣候大會上，各國同意設立基金，補償「特別脆弱」國家因氣候變化遭受的損失及損害。這對菲律賓及泰國等東南亞部分地區可能是好消息，這些國家在2022年遭受惡劣天氣打擊，導致農業產量大幅下降，影響當地居民生計。此外，以美國及日本為首的國家聯盟宣佈將提供20億美元援助，協助印尼關閉燃煤發電廠，並將排放峰值日期提前7年至2030年。

### 綠色基建興起

據估計在這十年及以後，全球每年需要4至6萬億美元才能轉型至低碳經濟。由於亞洲佔全球十大溫室氣體排放國中的五個，亞洲將發揮關鍵作用。單是亞洲，每年便可能需要1萬億

美元，協助高碳排放行業實現淨零轉型，例如發電、交通、房地產、農業及製造業等。這對投資者帶來多方面的影響。

亞洲可持續債券市場在提供資金協助主權國家及企業轉型方面發揮關鍵作用。我們期待更多房地產公司發行綠色、社會及可持續發展債券，以建造及翻新節能建築。發電公司亦可能籌集資金以投資可再生能源。與此同時，政府及準政府將尋求債務融資，以建設低碳／零碳交通基建。多邊開發銀行（MDB）及超國家開發機構可透過提供擔保及資助，支持國內債券市場的債券發行。同時，轉型資本開支（綠色資本開支）的增加了的商品密集度極高，利好新興市場。



## 實現淨零排放

亞洲正引領電動汽車電池及可再生能源生態系統的創新發展。中國在太陽能製造方面處於世界領先地位，並主導全球電動汽車供應鏈。印尼計劃在北加里曼丹建設全球最大綠色工業園區（完全由水電及太陽能發電），該園區將引入生產太陽能電池板、環保鋁及鋰電池的高科技綠色產業。馬來西亞蓬勃發展的自動測試設備(ATE)及外包組裝及測試(OSAT)行業亦有公司正設計創新系統及設備，以檢測生產線的異常情況。除節省人力及能源外，及早發現缺陷亦可顯著減少最終棄置於垃圾堆填區的電子垃圾。這均為投資者帶來令人興奮的機會。

氣候挑戰亦影響非零碳/低碳行業的公司。2022年能源價格上漲，促使部分企業檢視未來能源需求，並制定計劃管理有關風險。儘管亞洲在ESG政策、投資及報告方面可能落後於已發

自2016年以來，  
亞洲的ESG政策數量  
增加一倍。

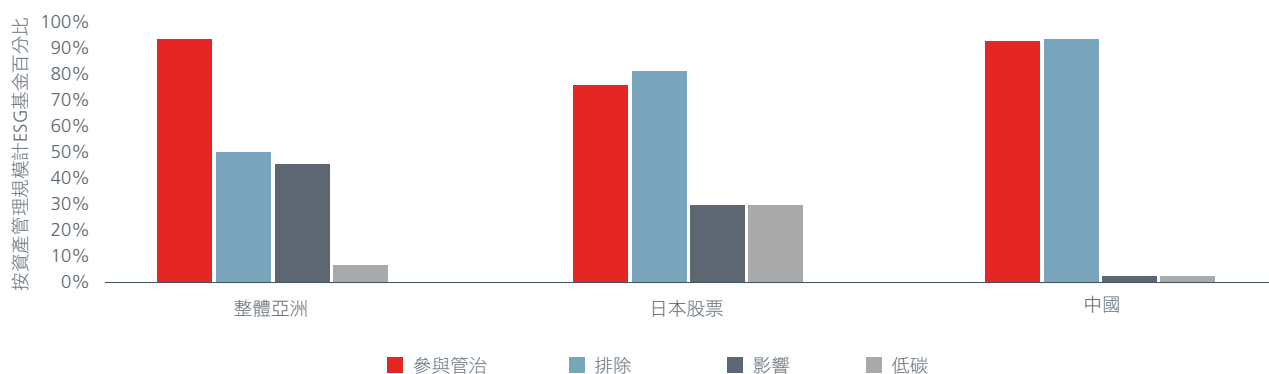
展市場，但更多亞洲企業正致力改善可持續發展路線藍圖及政策。自2016年以來，亞洲的ESG政策數量增加一倍<sup>1</sup>。

亞洲方面，投資者在考慮環境、社會及管治因素時亦採用較為平衡的方針，從排除轉為更大程度參與管治。具體而言，日本企業出現更多參與管治的空間，尤其是環境及管治方面，以推動長期價值。根據MSCI ESG研究的數據，僅10%日本公司獲評為ESG領導者（ESG評級為AAA級、AA級），遠遠落後於歐洲公司。

## 亞洲在碳交易的重要地位

隨著越來越多公司作出碳中和或淨零承諾，碳信貸的需求亦有所增加。根據麥堅時的一項研究，全球碳抵銷需求到2030年將增長15倍，到2050年將增長100倍。推動提高碳信貸項目

參與管治較排除政策更受青睞



資料來源：Morningstar Direct、巴克萊研究，截至2022年9月





的透明度、標準化及詳細驗證的全球倡議將有助發展更完善的碳市場。在第27屆聯合國氣候變化大會上，Global Carbon Trust同意為碳信貸創建標準合約，加入第三方監控及項目表現驗證，以及為未能實現目標的項目提供仲裁機制。

亞洲可擔當碳交易中心，從而發揮重要作用。近年，隨著2021年在新加坡設立Climate Impact X，作為全球碳交易中心及銷售平台，亞洲致力發展碳抵銷生態系統。香港亦在2022年10月推出碳交易平台，而馬來西亞亦展示出類似抱負。監管環境亦日益有利於發展碳抵銷市場，新加坡允許公司透過碳抵銷扣減5%碳稅。

與此同時，亞洲擁有優質自然生態系統，意味著超過50%自然碳抵銷供應位於亞洲，有可能促使亞洲成為自然碳抵銷（利用植物、樹木、土壤或海洋從大氣中移除碳）的重要供應地。從2020年到2021年，碳抵銷的平均價格上漲50%以上，優質自然碳抵銷的信貸價格享有超過200%溢價（8美元／噸二氧化碳當量<sup>2</sup>）。因此，抵銷價格上升有利能夠提供優質碳抵銷的亞洲公司，雖然開發自然解決方案（包括保育、造林、重新造林、森林管理、草地）需要專門資源及專業知識。只有優質的碳抵銷方案才有助抵銷無法減少的剩餘排放，並推動有關公司更有效地履行淨零排放承諾。長遠而言，這有望協助提高ESG評級，儘管現時仍屬初期階段。

## 投資影響

主題	理據	亞洲可持續債券	亞洲（包括日本）股票	新興市場股票
實現淨零排放	亞洲在電動汽車及可再生能源生態系統方面擁有大量創新公司。越來越多公司正改善其可持續發展路線藍圖。		✓	
把握綠色基建的興起	大量資本支出用於所需的綠色基建，以應對氣候挑戰。這將帶來更多債券發行及對商品更大需求。	✓		✓
邁向更大程度的參與管治	由於亞洲及新興市場獲評為ESG領導者的公司比例仍然很低，更多參與管治可推動變革，提升價值。	✓	✓	✓

資料來源：瀚亞投資。2022年11月。

## 作者

**Joanne Khew**, 瀚亞新加坡ESG專家

**Rong Ren Goh**, 瀚亞新加坡固定收益投資組合經理

**Bryan Yeong**, 瀚亞新加坡股票投資組合經理

**Steven Gray**, 瀚亞新加坡股票投資組合經理

**Sundeep Bihani**, 瀚亞新加坡股票投資組合經理

**Samuel Hoang**, 瀚亞新加坡股票投資組合經理

資料來源：<sup>2</sup>Carboncredits.com實時碳價：<https://carboncredits.com/carbon-prices-today/>



2023 市場展望

# 尋求 波動市況中的抗禦力





## 2023 市場展望 尋求波動市況中的抗禦力

隨著我們由通脹主導的格局過度至更不明朗的環境，投資組合的抗禦力在未來12至18個月將變得十分重要。聯儲局能否實現軟著陸？經濟衰退是否即將來臨？無論如何，我們預計波幅將維持高企。大幅提高投資組合的分散投資程度是應對不明朗市況的最佳途徑。

我們或許難以準確預測什麼事件或主題將主導著2023年的市場波動。雖然市場定價似乎已反映對於通脹會否迅速回落至更可接受的水平或維持高企的平衡觀點，但我們預計消息流向將主導著未來的市場反應。因此，未來趨勢可能會起伏不定，但投資者有多種能降低投資組合整體波幅的選項。

### 透過多元資產加強持久性

我們的多元資產團隊採取了多種策略，優化投資組合在所有市場週期的短期及長期經風險調整後回報，這些策略分別為分散投資、戰術覆蓋，以及審慎注意風險的衍生工具策略。

未來趨勢可能會起伏不定，  
但投資者有多種  
能降低投資組合  
整體波幅的選項。

從傳統角度來看，分散投資於各資產類別在於把具有不同相關性特性的資產相結合。然而，正如我們在今年所見，強勁的通脹形勢（以及高昂的初始估值）導致股票與債券的負相關性及可靠程度較以往減少。面對目前通脹（與利率）可能長期高企的新環境，我們認為非傳統的分散投資方法，例如分散投資於各股票投資風格因子，變得日益重要及更具價值。

話雖如此，多元資產團隊仍然深信，股票與債券之間的歷史關係將及時地重新確立。畢竟，只有當股票及債券都有合理估值時，兩者才能提供最大的分散投資優勢。





戰術覆蓋是另一選項。這些策略通常旨在限制部分風險或利潤，或利用目前的市場氣氛獲利。面對目前市況，投資者需要持有防守性資產，以防市場出現劇烈反應。

最後，多元資產團隊認為，風險受控的衍生工具策略利好投資組合。在指引允許使用衍生工具多元資產投資組合中，該團隊透過波幅曲線來加強投資組合的對沖。例如，在今年美國股市下跌期間，該團隊在若干投資組合採用了賣近買遠認沽期權（long calendar put spread）策略，以對沖美國股市下行的情景。

### 運用量化策略進行防守型部署

智能啤打及多元因子股票策略今年相對於廣泛母股票指數的表現理想。在市場不明朗及波動期間，低波幅策略往往跑贏大市。透過持有股票並最終構建不受市場氣氛波動影響的投資組合，低波幅策略本質上有更強的防禦能力。這類投資組合在跌市時的跌幅往往較小，因此在升市時無需太高參與度亦能保持領先。

然而，採用充分多元化的低波幅策略為重點所在，因為投資者必須確保策略能廣泛代表市場上所有行業，以避免錯過可能在2023年佔主導地位的關鍵主題。

多元因子策略旨在維持與大市相若的波幅水平，因此其防守性低於低波幅策略。然而，此策略旨在於廣泛分散投資於各種因子（或風格），其風險亦較市場基準受控。因此，無論當時市場由什麼風格主導，此策略往往能在不同環境下亦取得理想表現（相對於更廣泛市場）。對投資者而言，此特性在我們預期於2023年出現的不明朗環境下的應相當有用。

### 透過收益策略增加緩衝

正如我們在《部署面對另一個新常態》的主題中指出，我們預計通脹及利率將長期高企。在這情況下，投資者將尋找通脹對沖工具以及更高收益。

上市房地產普遍被視為良好的通脹對沖工具。一般而言，上市房地產的長期整體回報及股息增長持續跑贏通脹。在澳洲、英國及歐洲等市場，租金與通脹指標掛鉤，為資產擁有人提供部分收益緩衝。

亞洲高股息指數的回報大多高於美國通脹



資料來源：彭博、瀚亞投資，2022年9月30日。數字基值重新調整至100，開始日期為2001年1月31日。



同樣，選擇穩定派息的股票將確保穩定的定期收益，從而帶來正實際收益。在亞太區（日本除外），高股息總回報指數能夠在大部分時期提供高於美國通脹的回報。

此外，亞洲高股息股票與亞洲債券的相關性較低，其與亞洲投資級別及非投資級別債券的相關性分別為0.30及0.47<sup>1</sup>。這對於希望建立多元化收益資產投資組合的投資者來說是個優點。

短期政府證券是投資者獲取收益的另一選項。投資於擁有穩定AAA評級的國家尤其值得考慮；新加坡政府證券今年創下數十年來新高，收益率超過4%，年初收益率僅有1%。投資者不再需要積極尋求風險以為儲蓄帶來顯著回報。資金有可能持續湧向利率維持高企的短期政府證券。

此外，透過將資本配置到由穩健的發行人發行，而收益率高於通脹的短期投資級別證券，投資者將能夠鎖定正實際回報。優質固定收益的前景變得更為利好，其絕對收益率處於十多年來最吸引的水平。

## 投資影響

主題	理據	資產類別
加強投資組合抗禦力	跌市時跌幅較小，因此復甦需時較短	低波幅策略
	結合不相關的資產以獲取分散投資優勢	多元資產策略
	通常能在不同環境下亦取得理想表現（相對於更廣泛市場），而不論當時市場由什麼風格主導	多元因子策略
	透過投資於評級較高、風險較低且收益率吸引的債券獲利	新加坡元債券
	優質固定收益的前景向好，因其收益率處於十多年來最吸引的水平	亞洲投資級別債券
	定期派息在資本收益不明朗時期提供良好緩衝	高股息亞洲股票

資料來源：瀚亞投資，2022年11月

## 作者

**Craig Bell**, 瀚亞新加坡多元資產投資組合解決方案主管

**Ben Dunn**, 瀚亞投資量化策略主管

**Danny Tan**, 瀚亞新加坡固定收益主管

**Katerina Irwan**, 瀚亞新加坡股票投資組合經理

**Bonnie Chan**, 瀚亞新加坡股票投資組合經理

資料來源：<sup>1</sup>彭博。2012年11月至2022年11月的每週數據。所用指數：MSCI亞太（日本除外）高股息淨回報指數、摩根大通亞洲信貸指數投資級別總回報指數、摩根大通亞洲信貸指數非投資級別總回報指數。以美元計值。



## 聯絡我們

### 香港

瀚亞投資（香港）有限公司  
香港  
中環港景街1號  
國際金融中心一期13樓  
電話：+852 2918 6300





## 免責聲明

資料來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司

本文由瀚亞投資（香港）有限公司（「瀚亞香港」）刊發。本文並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。本文所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表將來或有可能達致的表現。瀚亞香港是英國Prudential plc.的全資附屬公司。瀚亞香港和Prudential plc.與一家主要在美國營運的Prudential Financial, Inc.,和在英國成立的M&G plc的附屬公司Prudential Assurance Company,沒有任何關係。

本文及資料在瀚亞投資網站 ([www.eastspring.com.hk](http://www.eastspring.com.hk))由瀚亞投資（香港）有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。