



## 超越地緣政治看投資

Zhenghao Phua，瀚亞投資組合顧問團隊投資組合經理

地緣政治事件對股市的衝擊往往轉瞬即逝；通脹或會是未來市場更持久的主題。我們認為，投資者於2022年需更注重戰術性投資，儘管我們在年初對股市轉持中性立場，但會繼續在股市遭受重創的板塊尋找機會，預計新興市場今年或會表現更出色。

最近數週，俄烏危機令投資者在寄望於外交手段化解之時，又擔憂武裝衝突升級，在這兩種情緒交織下，投資者情緒普遍低迷，導致股市震蕩。在撰寫本文之時，普京於2月24日宣佈對烏克蘭展開軍事行動，俄烏緊張局勢驟然升級。

在評估俄羅斯對烏克蘭最近採取的行動造成的衝擊時，許多相互衝突的動態因素發揮影響力：

- ▶ 烏克蘭有4,400萬人口，90%的烏克蘭人於1991年投票脫離蘇聯，因此完全吞併烏克蘭挑戰重重。
- ▶ 美國、英國及歐盟實施的制裁的範圍及成效。美國、英國及歐盟於2月22日實施第一輪制裁，包括限制出售俄羅斯主權債券，凍結俄羅斯寡頭及其子女、銀行和議員的資產。德國亦暫停對北溪2號管道的認證，北溪2號管道是一條計劃將更多天然氣從俄羅斯輸送到德國的海底管道。
- ▶ 來自主要核電及環球關鍵材料供應大國的俄羅斯的潛在報復。俄羅斯是環球最大的化肥出口國，鉀金產量佔環球總產量的43%，而鉀金被廣泛應用於生產汽車的催化轉換器。網絡攻擊風險亦加劇，而網絡攻擊已在烏克蘭上演。
- ▶ 歐洲對俄羅斯能源進口的依賴，尤其是對天然氣的依賴。歐洲天然氣消費量約有三分之一從俄羅斯進口，德國一半以上的天然氣從俄羅斯進口。
- ▶ 鑒於現時油價高企、債務水平低(2022年政府債務佔GDP的比例估計為17.9%<sup>1</sup>)及外匯儲備充

裕(約6,300億美元)，俄羅斯有能力更好地抵禦潛在制裁。

- ▶ 俄羅斯是環球能源供應大國，俄羅斯與烏克蘭之間的緊張局勢升級，對原已居高不下的油價更是火上澆油，油價現已飆升至七年新高。

### 衝擊轉瞬即逝

令人鼓舞的是，歷史經驗表明，地緣政治事件對股市的衝擊往往轉瞬即逝。參考最近的例子便是俄羅斯於2014年2月吞併克里米亞事件。儘管油價在危機前後見頂，但未對資產價格造成持久影

響。標普500指數在俄羅斯入侵前的三週內波動不定，但復甦步伐相對較快。危機對亞洲股市的衝擊相對較小。2014年的制裁助推油價攀升，利好歐洲石油和天然氣行業，提振歐洲股市上漲。圖1。

若擴大我們的分析範圍，計入2010年至2020年的地緣政治事件，我們注意到，標普500指數和MSCI亞洲(日本除外)指數因地緣政治事件引起的平均最大跌幅<sup>2</sup>分別為9.0%和12.3%。圖2。耐人尋味的是，就中東發生的地緣政治事件而言，標普500指數和MSCI亞洲(日本除外)指數的最大跌

圖1：吞併克里米亞前後的指定市場表現

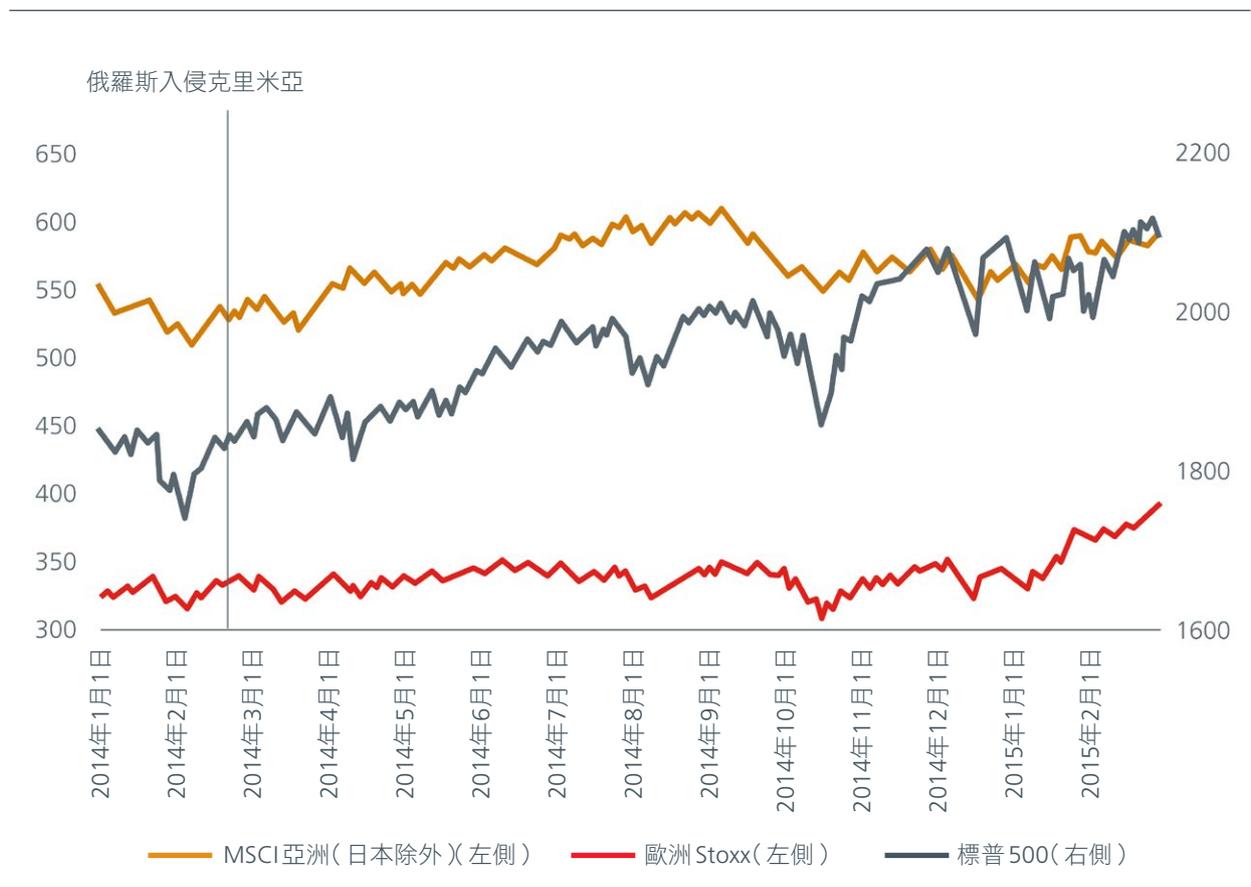
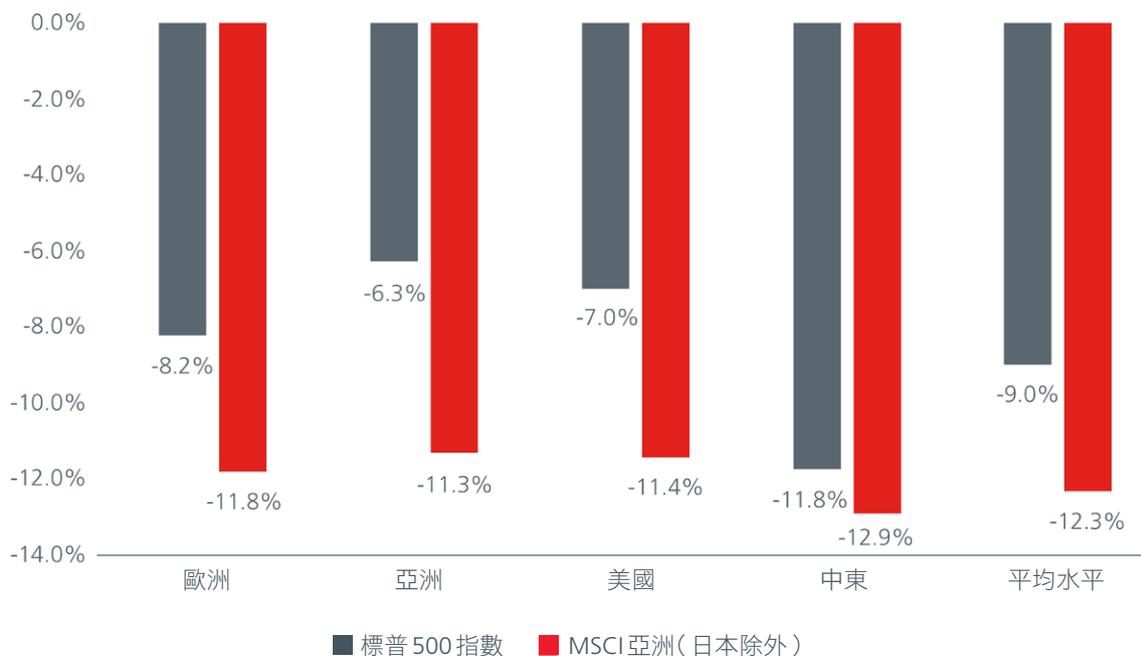


圖2：按地緣政治事件的地點劃分的最大跌幅



資料來源：彭博。BCA Research。瀚亞投資。最大跌幅根據在引述事件前後最多三個月期間內從波峰到波谷的市場跌幅計算得出。

幅看似跌幅最重。儘管局勢持續不明朗，造成股市更劇烈波動，但我們注意到，任何緊張局勢的緩和都可能帶動股市急劇反彈。

重要的是，在引述的地緣政治事件發生後的12個月，標普500指數和MSCI亞洲(日本除外)指數的平均回報率分別達到11.9%和7.1%的正增長。歷史經驗表明，地緣政治是導致市場回調的主因，而不是熊市。見圖3。

雖然投資者現時極其關注地緣政治風險，但通脹可能是未來市場更持久的主題，對投資組合回報會產生更持久的影響。大多數投資者已經接受通

脹壓力將持續存在。在美國，2022年消費物價指數(CPI)或會延續升勢，而持續的供應瓶頸將傳導到核心個人消費支出(PCE)物價指數。

#### 投資組合措施

瀚亞投資的多元資產解決方案團隊，亦稱瀚亞投資組合顧問團隊(EPA)，已鎖定我們於2021年對股市持增持立場的收益，於2022年初對股市轉持中性立場。我們於2022年仍適度看好股市，但支持性貨幣和財政政策減少，現時(尤其是在美國)股票估值居高不下，投資者需要更注重戰術性投資。

圖3：地緣政治事件及其對美國和亞洲股市的衝擊

事件	日期	最大跌幅*		12個月後**		地點
		標普 500 指數	MSCI 亞洲 (日本除外)	標普 500 指數	MSCI 亞洲 (日本除外)	
歐洲債務危機	2010年1月13日	-7.9%	1.0%	12.1%	17.5%	歐洲
北韓擊沉天安艦	2010年3月26日	-10.5%	-15.0%	12.6%	14.4%	亞洲
尖閣群島稀土禁運	2010年9月8日	-2.6%	-0.5%	7.9%	1.8%	亞洲
北韓炮擊延坪島	2010年11月23日	-3.7%	-6.9%	-1.6%	-18.1%	亞洲
阿拉伯之春	2011年2月11日	-5.4%	-8.5%	1.0%	-2.7%	中東
北約軍事干預利比亞	2011年3月19日	-5.8%	-6.6%	10.2%	-3.8%	中東
美國債務上限危機	2011年8月2日	-19.3%	-30.1%	8.9%	-14.7%	美國
內塔尼亞胡對伊朗劃出紅線	2012年9月27日	-7.7%	-2.0%	16.9%	5.3%	中東
2013年美國財政懸崖	2013年1月1日	-2.4%	-2.7%	29.6%	0.6%	美國
敘利亞古塔化學武器襲擊事件	2013年8月21日	-4.6%	-12.0%	21.3%	19.4%	中東
美國債務上限和政府停擺	2013年10月1日	-4.1%	-2.8%	14.8%	4.9%	美國
中國劃設東海防空識別區	2013年11月23日	-3.5%	-9.2%	14.3%	4.0%	亞洲
入侵克里米亞	2014年2月27日	-2.1%	-7.0%	13.5%	9.1%	歐洲
摩蘇爾陷落	2014年6月4日	-1.0%	-1.0%	8.7%	5.8%	中東
希臘紓困方案公投	2015年7月5日	-12.4%	-27.1%	0.6%	-12.7%	歐洲
中國人民幣貶值	2015年8月11日	-12.4%	-25.5%	4.9%	1.5%	亞洲
俄羅斯對敘利亞內戰的軍事干預	2015年9月30日	-9.8%	-17.7%	12.9%	14.0%	中東
巴黎恐怖襲擊	2015年11月13日	-13.3%	-20.0%	7.0%	1.8%	歐洲
北韓核武試驗	2016年1月6日	-13.3%	-18.4%	14.4%	10.1%	亞洲
英國去留歐盟公投	2016年6月23日	-5.6%	-5.9%	15.4%	24.7%	歐洲
北韓核武試驗	2016年9月9日	-4.8%	-8.6%	15.7%	19.9%	亞洲
川普選舉	2016年11月8日	-2.3%	-10.1%	21.3%	29.9%	美國
北韓 Hwasong-14 洲際彈道導彈試射	2017年7月4日	-1.8%	-1.8%	11.7%	6.5%	亞洲
川普宣佈貿易戰	2018年3月1日	-10.1%	-9.5%	4.7%	-9.9%	亞洲
中美貿易戰升級	2018年5月29日	-3.5%	-14.2%	3.5%	-14.1%	亞洲
美國制裁伊朗	2019年5月2日	-6.5%	-10.7%	3.0%	-13.6%	中東
香港大規模抗議	2019年6月9日	-3.6%	-13.6%	11.6%	4.0%	亞洲
中美貿易戰升級	2019年8月1日	-6.1%	-12.8%	10.8%	11.0%	亞洲
伊朗襲擊沙特煉油廠	2019年9月14日	-4.6%	-7.2%	12.5%	15.5%	中東
美國襲擊伊朗蘇萊曼尼	2020年1月3日	-31.3%	-28.1%	16.1%	22.8%	中東
新冠疫情爆發	2020年1月20日	-32.8%	-29.8%	15.7%	29.7%	環球
俄羅斯-沙特阿拉伯石油價格戰	2020年3月8日	-33.9%	-29.8%	28.6%	41.3%	中東
平均收益 / 虧損		-9.0%	-12.3%	11.9%	7.1%	

BCA Research。彭博。瀚亞投資。以美元計。\*回報根據在引述事件前後最多三個月期間內從波峰到波谷的市場跌幅計算得出。\*\*回報是從事件發生之日到此後的12個月計算得出。

我們在2月初對黃金礦商看漲。隨著市場波動加劇，我們的投資組合實現增值。同時，我們正在尋找機會更加看好新興市場—出口繼續呈上升趨勢，經濟數據超出預期，尤其是在亞洲和

CEEMEA<sup>3</sup>。隨著中國決策者開始放寬貨幣和財政政策，中國的復甦進程仍然穩健，但國內新冠疫情在短期內可能構成潛在利空。

\* 附錄：自上述文章於2月25日發表以來，局勢已發生以下進展：

- ▶ 俄羅斯對烏克蘭全境(主要是北部、東部及南部)發動軍事打擊；俄羅斯軍隊於2月27日(星期日)進入烏克蘭第二大城市哈爾科夫。
- ▶ 面對俄羅斯最近的入侵，西方國家新近採取的部分值得關注的行動包括：
  - 2月26日(星期六)，美國及法國、德國、意大利、英國和加拿大等其他國家已選擇將特定俄羅斯銀行從SWIFT剔除，目的是將俄羅斯銀行逐出環球金融系統，SWIFT是連接環球銀行的環球銀行金融電訊系統。
  - 美國亦宣佈竭力對俄羅斯央行施加特定限制，以進一步削弱俄羅斯提振俄羅斯盧布的能力，盧布兌美元匯率已跌至歷史新低。
  - 2月27日(星期日)，歐盟宣佈採取史無前例的行動，為烏克蘭購買武器提供資金(約5億美元)，同時禁止俄羅斯飛機進入歐盟領空。
  - 2月28日(星期一)，作為國際油價基準的布倫特原油價格升至101.1美元/桶。

---

## 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。



保誠集團成員 