

-2022年展望-

新常態 始現

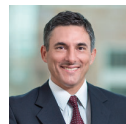
經濟前景 圓桌對談

踏入2022年，全球經濟預計將會繼續復甦，
但從供應鏈混亂到價格壓力持續，很多風險猶存。
霸菱的專家將從「由上而下」及「由下而上」兩方面的角度探討這些問題。



Christopher Smart (主持人)

首席全球策略師及霸菱投資智庫主管



Ricardo Adrogué

全球主權債券和貨幣投資團隊主管



James Leung

亞太區多元資產投資主管



Alexandra Hillier

全球醫療保健股票團隊主管



Julie Niedzwiecki

私募股權及實物資產投資主管



Abby Rosenbaum

地產研究團隊投資主管

「另一項被忽視的
利多趨勢是，
繼2008年至2020年
表現落後之後，
全球貿易迅速上升。
這將為全球經濟及
新興市場帶來支持。」

Christopher:儘管未來仍將面臨很多不明朗因素及未知風險，但與一年前相比，已開發市場的疫情得到了進一步控制。Alexandra，請您從疫苗接種的角度分析一下已開發市場及新興市場的防疫進展，以及收緊封鎖措施的風險。

Alexandra:如果沒有免疫逃逸能力明顯更高的新變異毒株，我們認為已開發市場長期實行大規模封鎖的可能性很低，因為大部份居民已經接種疫苗。新興市場的情況則不甚明朗。進入2022年，全球的疫苗供應充足，但疫苗的分配及注射面臨一定的瓶頸。有些市場的疫情已持續了一段時間，正形成某種形式的群體免疫。

Christopher:Ricardo，隨著各國政府考慮收回貨幣及財政支持，您如何看待2022年全球的需求動能？

Ricardo:美國聯準會表示，雙重目標中的通膨目標已充分達成，因此2022年將不需干預就可維持成長，這對全球經濟及新興市場尤為正面。但與此同時，央行正在縮減貨幣寬鬆政策。從主要決策者(特別是已開發市場)的聲明來看，寬鬆政策不會大幅撤回。如此一來，新興市場有更多時間全面接種疫苗，或全力抗擊疫情，爭取已開發市場已取得的防疫成果。

另一項被忽視的利多趨勢是，繼2008年至2020年表現落後之後，全球貿易迅速上升，這將為全球經濟及新興市場帶來支持。

Christopher:2021年，新興市場表現欠佳，部份原因是美國升息預期加溫，且美元升值。這些不利因素會否在2022年持續？

Ricardo:大部份都會。但值得注意的是，在新興市場當中，各國存在顯著差異。在我們所投資的國家中，部份經濟體與已開發市場類似，很多能從其龐大的國內市場籌得資金。亦有些小型經濟體更依賴於外部融資。這些國家在每次危機時通常受到更嚴重的衝擊，面對疫情亦不例外，2022年的通膨壓力或會令其繼續受壓。

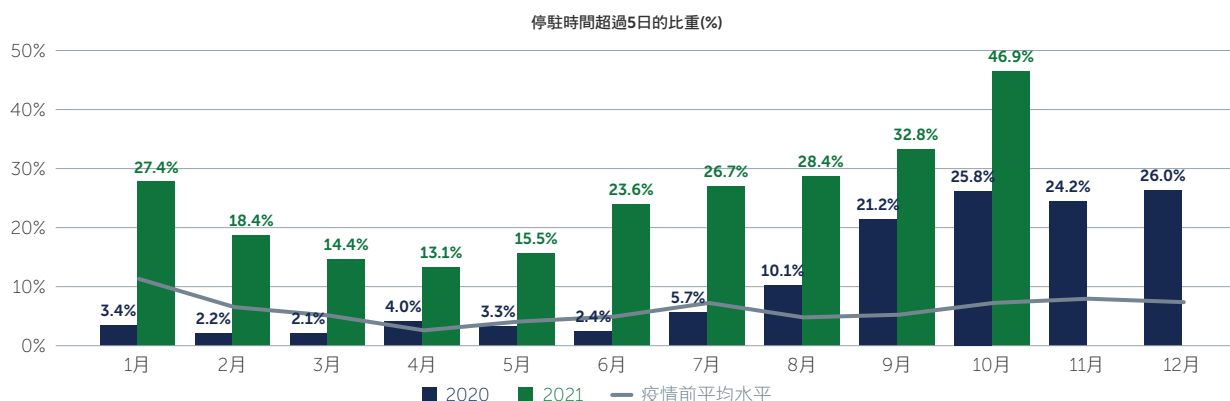
Christopher: Julie, 您密切關注供應鏈問題。為何供應鏈會崩潰到如此地步, 多快能夠修復?

Julie: 簡言之, 這個問題非常複雜, 無法迅速解決。運輸、儲存及接收貨物是人們生活不可或缺的一部份。當經濟重啟, 屆時會有新安排來協助較無效率的勞動力。部份地區的經濟仍因疫情而停擺, 因此, 要麼需要更多人手, 要麼實現自動化。

70%的貨物最終由卡車運輸。根據卡車運輸協會(ATA)的數據, 我們需要額外增加80,000名卡車司機, 方能滿足美國目前的需求。司機卡車短缺的問題很早就存在了。服務時間規定、藥物檢測政策及司機老年化, 所有這些都是2020年之前出現的問題。有鑑於此, 在一切開始恢復正常之前, 預計要先渡過12至18個月的困難時期。

至於美國以外地區, 歐洲亦同樣面臨卡車司機的問題, 而部份採取零容忍政策的亞洲市場, 其經濟遭遇大規模停擺, 面對類似的情況。

圖一：佩德羅灣—西海岸港口壅塞指數



資料來源：太平洋商船協會(PMSA)；截至2021年10月31日。

Christopher: James, 您住在香港, 香港是全球供應鏈最重要的樞紐之一。目前貿易恢復到什麼程度了? 未來幾個月哪些供應鏈可能會中斷?

James: 我完全同意Julie的觀點。這是一個全球性問題, 在亞洲亦很明顯。儘管中國的貿易活動令人鼓舞, 對美國及歐洲等已開發市場的出口強勁, 但供應鏈瓶頸限制仍高。部份名目出口的增長是由於價格急劇上升。但於未來幾季, 預計中國部份港口的疫情相關壅塞會有所減少。日本方面, 半導體持續短缺, 以及難以從東南亞獲得零組件, 汽車相關企業計劃減產, 而此問題無法在短時間內解決。

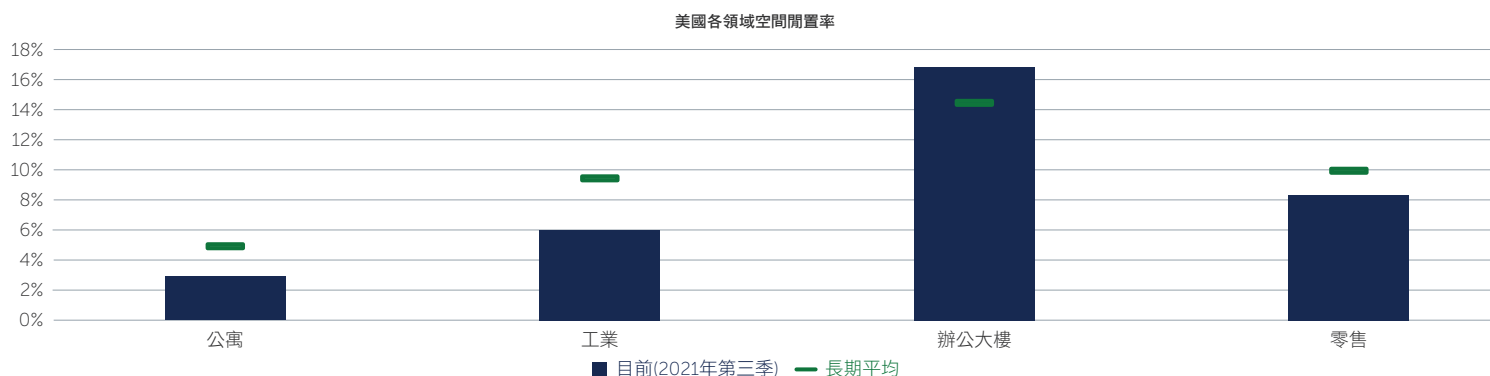
Christopher:除港口承載力外，投資者還關注中國的其他問題。監管收緊、地產市場混亂或電力短缺等不利因素對中國經濟的影響有多嚴重？

James:房地產市場低迷，令固定資產投資表現疲弱，而「清零」的防疫政策無疑抑制了消費復甦。但如果未來幾個月GDP增長大幅放緩，預計政府將會放寬財政及貨幣政策，以支持增長，更重要的是，防止地產導致的硬著陸。例如，中國人民銀行近期推出新的綠色貸款工具，是定向寬鬆的第一步，有助於在短期內緩解經濟增長下滑的壓力，以及實現脫碳的長遠目標。再加上其他領域的預期定向寬鬆政策，中國2022年的經濟增長有望溫和復甦。整體而言，我們預計2022年全球經濟會出現不均衡的增長。

Christopher:Abby，美國及歐洲的前景如何？美國房市十分緊俏。就辦公大樓及商業地產而言，有多少勞工會重返辦公室尚未可知。疫情過後哪些房地產會繼續使用？

Abby:先說好消息，租戶需求不斷增加，所有主要地產類型的基本面均有所改善，包括受影響最嚴重的辦公大樓及零售地產。

圖二：美國房地產趨勢



資料來源：CBRE Econometric Advisors截至2021年第三季。

預計該趨勢將持續到2022年。公寓及工業地產的表現最為強勁。儘管公寓亦受到疫情影響，但美國大多數市場的閒置率在下降。租金恢復增長，租賃優惠亦已取消。雖然多戶住宅建築許可的增加表明近期新供應上升，但住房需求以及組建家庭帶來的長期強勁驅動力，有望推動該市場在未來幾季表現持穩。

在工業領域，全球貿易強勁、製造業數據改善，以及電子商務佔零售銷售總額的比重上升，均有利工業地產表現。經濟復甦尤為強勁，工業閒置率達到歷史低點。我們預計短期內消費及貿易活動將保持穩定，這將會推動工業租金穩健增長，未來一年前景樂觀。

辦公大樓及零售則面臨較大挑戰。居家辦公仍對辦公大樓造成不利影響，不過該產業已開始出現回穩跡象。儘管正朝向混合工作場所過渡，但我們認為實體辦公大樓仍將是公司文化的重要部份，因此我們專注於郊區及中央商辦區的優質資產。

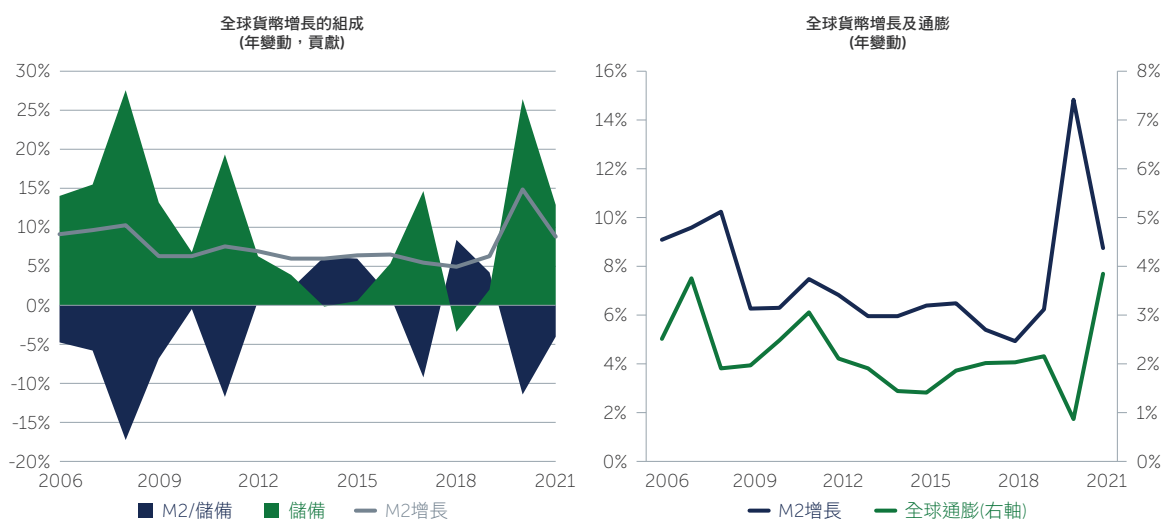
歐洲的情況類似，特別是公寓及工業領域。而辦公大樓的復甦比美國稍快，原因是更多勞工已重返辦公室。

Christopher:Ricardo, 全球經濟增長幅度小且速度慢, 情況相當複雜。您是否擔憂通膨持續?

Ricardo:我們看好十年期及三十年期債券, 這些債券應不會受到短期兩到三年通膨的影響。近期通膨升溫, 我們認為導致利率長期下降的趨勢猶在, 主要是人口結構發生變化, 以及出生率下降(導致人口增長下降)。

貨幣量通常不被關注。就此而言, 我們專注於廣義貨幣供給(M2), 即商業銀行的存款總額加央行的儲備。央行已經意識到貨幣供給過多, 預計會在新的一年採取應對措施。2009年, 商業銀行幾乎抵銷了央行供應的所有貨幣。當時央行創造了約25%的額外貨幣, 而商業銀行提取了當中的20%左右。因此貨幣擴張僅為5%左右, 並不存在通膨。2021年, 央行創造了26%的額外貨幣, 但由於疫情並非金融危機, 商業銀行提取的數額較少, 僅為10%左右。

圖三：留意量化寬鬆的撤回



資料來源：Haver Analytics、彭博及霸菱估計。

央行正在縮減量化寬鬆, 降低儲備速度, 並開始討論是否減少儲備。我們需要由商業銀行創造廣義貨幣供給。否則疫情前的低通膨及超低利率趨勢會重現。

「預計企業會尋求更分散投資、不集中於中國, 但因面臨港口問題, 墨西哥等近岸地區的吸引力日益上升。」

Christopher: James, 對於通膨壓力, 您最擔心的是什麼?

James: 很多公司憑藉強勁的定價能力保障了利潤率, 至少目前如此。這對企業利潤有利, 但消費者開始形成強烈通膨預期的擔憂, 而且更令人不安。鑑於利潤率維持穩健, 一旦供應恢復正常, 企業應會立即提高產量, 從而最終緩解價格壓力。但市場要找到新的平衡點確實需要時間, 因此目前較為高漲的價格至少要持續到2022年上半年。

Christopher: Julie, 供應鏈中斷引發了關於全球化終結的熱烈討論。最具吸引力的投資機會為何? 這些機會是否反映出供應鏈正逐步向內部市場靠攏?

Julie: 全球化並沒有終結; 它是不斷演變的。我確實預計企業會尋求更分散投資、不集中於中國, 但因面臨港口問題, 墨西哥等近岸地區的吸引力日益上升。加拿大/美國/墨西哥的供應鏈物流擁有很多具吸引力的機會, 因此, 與海運相比, 利用公路或鐵路等地面運輸, 可最大限度地降低運輸的複雜性, 以及部份成本上的不確定性。

我們得到的重要教訓是, 只有一個供應來源是非常危險的。我們不會放棄海外製造, 但供應鏈確實逐步向內部市場靠攏。我們正在尋找有助於緩解供應鏈瓶頸的運輸網投資。例如在使用率較低的西海岸港口增設入口點。我們亦繼續關注A類卡車的4級自動駕駛, 該技術可令卡車在有限條件下實現無人駕駛。這不僅可以降低對卡車司機的要求, 而且卡車能夠一日24小時運行, 大大提高設備的利用率。

Christopher: 如果全球化並未終結, 並且供應鏈重新洗牌, 那麼我們是否不再依賴即時交付? 企業通常不會依賴單一的供應商, 並且維持有限的庫存, 這有助於提高利潤。他們會不會重新思考這一點?

Julie: 我認為未來三年的庫存會增加, 但大家很快就會忘記這些問題, 一切都會恢復常態, 企業會尋求將利潤最大化, 並盡可能降低倉庫供應。因此, 短期來說會。但長遠而言很可能不會。

Christopher: Abby, 您認為庫存問題是否會消失不見? 整體而言, 地產業的機會在哪裡?

Abby: 由於零售商的庫存非常低, 店鋪仍將是零售商策略的關鍵。自疫情爆發以來, 店鋪的「最後一英里配送」變得非常重要, 無論是往實體店購物、路邊取貨、網購店取, 還是配送。這些供應鏈中斷問題會在假期購物季加劇, 但零售商越來越精於如何將商品送到消費者手中。

實體零售店將會發揮關鍵作用, 因此, 地理位置優越、擁有卓越的全通路實力、並且能夠抵禦電子商務趨勢的區域, 日後最有望從中受惠。在其他方面, 我們專注於STEM市場, 即科學、科技、工程及數學。這些市場涉及大量頗具吸引力的研究機構及大學, 越來越多的人湧入其中。我們特別專注於這些市場的郊區公寓以及優質/混合辦公大樓物業。工業方面, 專注於前二十大都市新興的「最後一英里」物業市場, 以及新興區域分佈點(接近人口聚集區)的「第一英里」物業, 這些點擁有卓越的基建及勞動力。

Christopher: James，在談及2022年的多元資產投資組合時，您提到股票特別具有吸引力。除此之外，您還密切關注哪些領域？

James: 多元資產投資從非易事，且一年比一年更具挑戰性。我們回到週期投資的基本問題上，在此情況下，風格挑選提供了更清晰的訊號。由於大多數已開發經濟體的經濟增長已見頂，我們認為當經濟增長放緩時，優質股及增長股有望表現最佳。而預計未來一年左右經濟增長會有所放緩。

鑑於企業盈餘能見度以及科技公司集中，我們仍看好美國市場。在經濟重啟與企業盈餘強勁回升、經濟活動持續擴張、貨幣政策以及潛在大規模財政刺激的共同作用下，日本有望趕上其他已開發國家。從「由上而下」的角度看，這可為日本股票帶來大量支持。

Christopher: Ricardo，您專注於已開發市場及新興市場的主權債券以及全球貨幣。2022年預計重點關注哪些機會？

Ricardo: 最大的機會在信貸領域，特別是BB級主權債券。當然，部份信評在B級的國家情況亦不錯，相信這些國家的主權債券會表現出色。但整體而言，BB級債券處於更有利的位置。當地利率亦存在部份機會，原因是新興市場的利率並未跟隨已開發市場的走勢。例如，墨西哥、俄羅斯、巴西等國家的通膨區間與部份已開發市場相似，但這些國家利率並無變動。最後，與過往水平相比，新興國家貨幣評價仍偏低，有望帶來具有吸引力的機會。

霸菱為一家管理逾3,871億美元*資產的全球投資管理公司，致力於尋找不同的投資機會，並在公共及私募固定收益、房地產及專門的股票市場建構長線投資組合。作為美國萬通(MassMutual)的子公司，在北美、歐洲和亞太地區駐有投資專家，致力於為客戶、社區和員工提供服務，並致力於可持續的發展和負責任的投資。

【霸菱投顧 獨立經營管理】

霸菱證券投資顧問股份有限公司 台北市基隆路一段 333 號 21 樓 2112 室
一百零六金管投顧新字第零零貳號 0800 062 068

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本基金無受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。基金投資可能產生的最大損失為全部本金，投資人需自負盈虧。如因基金投資產生紛爭，投資人可先向本公司提出申訴，投資人不同意本公司申訴處理結果或未在三十日內處理回覆時，投資人可在處理結果或期限屆滿之日六十日內再向「金融消費評議中心」申請評議。所提供之資料僅供參考，此所提供之資料、建議或預測乃基於或來自相信為可靠的消息來源。然而，本公司並不保證其準確及完整性。該等資料、建議或預測將根據市場情況而隨時更改。本公司不保證其預測將可實現，並不對任何人因使用任何此提供之資料、建議或預測所引起之損失而負責。本文之經濟走勢預測亦不代表相關基金績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用（含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。基金投資涉及投資於新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。本資料可能載有根據霸菱資產管理現時的意見、預期及預測而作出的前瞻性陳述。本公司並無責任更新或訂任何前瞻性陳述，而實際結果可能與前瞻性陳述所預期者有重大差異。本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。由於高收益債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。投資人投資以高收益債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。

僅供銷售機構和專業投資機構使用，非供一般投資人使用。

了解更多詳情，請瀏覽 [BARINGS.COM](https://www.baring.com)

*截至2021年9月30日

TW21-1961114 出刊日期：2021年12月17日