



2021年下半年市場展望： 在不平穩的復蘇中導航



黃文彬
瀚亞投資策略主管



凱文
瀚亞投資組合顧問主管

雖然目前投資者對全球經濟復蘇抱有極大信心，但是依然不能低估新冠疫情反彈帶來的風險。瀚亞投資投資策略負責人黃文彬(Ooi Boon Peng)和投資組合顧問負責人凱文(Kelvin Blacklock)在下文中分享了他們對2021年下半年的市場展望。

展望亮點：

- ▶ 隨著各國全面開展疫苗接種，預計全球經濟復蘇勢頭強勁
- ▶ 金融、工業和物料板塊或將受益於週期性復蘇
- ▶ 美國聯儲局將保持鴿派立場，直到通脹明顯持續上升
- ▶ 利率保持低位，高收益債券將持續受到追捧
- ▶ 主要風險包括政府債務水準高、政策過失、監管和稅收方面的不利變化

問題1: 您如何看待未來六個月的全球經濟?

黃文彬: 2021年下半年全球經濟預期會出現強勁增長。這一勢頭將持續到2022年。各國都在加快疫苗接種，發達國家的進程更快。

在美國，疫苗接種工作正在穩步推進。外加大量財政刺激方案，美國的GDP增長率很可能超過 6%，高於其長期以來的 GDP 增長率，即1.5-2.0%。9000 億

美元的新冠紓困法案及 1.9 萬億美元的經濟刺激計畫進一步顯著帶動家庭收入提升。同時，就業市場的改善也意味著在未來數月美國人的消費意願可能會增強。因此，美國 GDP 增長很可能會超過全球其他地區。我們很可能會經歷一段“美國例外期”(US exceptionalism)。

相比之下，包括中國在內的亞洲國家在財政刺激方面較為保守。目前中國經濟恢復良好，國家對經濟刺激措施保持小心，對杠杆保持謹慎，讓國家經濟重回債務整合道路。到目前為止，在出現新冠病毒變異和病例上升的亞洲國家，疫情對經濟增長而言依舊是巨大威脅。儘管我們對全球經濟增長抱有信心，但不可低估疫情反彈帶來的經濟風險。鑒於目前市場情緒高度樂觀，投資者應密切關注和評估市場變化。

問題2: “美國例外” 對亞洲股票、債券和貨幣會產生什麼影響?

黃文彬: 除了財政刺激大幅提振美國經濟，美國要成為“例外”還需要美國聯儲局維持寬鬆的貨幣政策。美國聯儲局目前對長期通脹持溫和態度，並認為在美國經濟實現穩定增長、通脹持續走高前需要對政策保持耐心。由於亞洲各國政府的財政刺激措施顯然更為保守，亞洲國家的央行不太可能比美國聯儲局更

問題4: 美國聯儲局指引還沒出來, 但市場價格似乎已經充分反映了加息預期。這對投資者而言意味著什麼?

黃文彬: 截至目前, 市場價格已經充分反映了 2022 年底前加息 25 個基點和到 2023 年底前再加息 25 個基點的預期。雖然這一定價超過了美國聯儲局表示到 2023 年都不會加息的“無為”立場, 但是絕不激進。我認為美國聯儲局到 2023 年就會收緊政策。美國聯儲局表示對經濟前景越來越有信心, 也希望能夠實現全民就業和通脹上的目標。同時, 美國的勞動力市場仍然非常疲軟。在美國聯儲局的平均通脹目標框架下, 2020 年的低通脹足以美國聯儲局繼續維持鴿派立場。近期美國通脹大幅上升, 部分是因為基數效應。美國聯儲局將繼續監測未來物價壓力的走向, 並將需要更多時間來確認大部分物價上漲是暫時的。若市場對美國聯儲局加息的預期降低, 很可能是因為新冠疫情帶來的經濟復蘇風險或實際 GDP 資料無

法滿足較高的預期, 造成市場不看好全球經濟增長。同時, 美國十年期國債收益率自 2020 年 8 月以來已上漲逾 100 個基點至 1.65-1.70%³; 基於此, 美國國債為投資組合提供了一種合理的避險對沖手段。

凱文: 我們正密切關注美國聯儲局對通脹跡象加劇的反應函數(reaction function)的變化。美國聯儲局已明確表示, 允許美國經濟“過熱”, 並根據其平均通脹目標框架允許通脹高於 2% 的目標水準。儘管如此, 利率期貨市場已經預計 2022 年就會出現加息。如前所述, 通脹短期內不是問題。我們認為, 美國聯儲局需要進一步確保通脹持續上升, 產出缺口縮小, 才會發出加息的信號。即便如此, 如果美國聯儲局打算改變其利率政策, 也會事前明確表示, 並且加息的幅度可能會減弱。在經濟真正“擺脫”疫情影響前, 增加融資成本帶來的風險會成為難以逾越的障礙。儘管如此, 我們對長期結構性通脹可能會破壞市場保持警惕, 但目前看來這還有些遙遠。

圖2: 全球盈利修正比例 (每週)



來源: Refinitiv Datastream, 瀚亞投資。2021年4月30日。

投資者對通脹的擔憂或會加劇，因此感到需要立即有所反應。然而，鑒於2020年第一季度情況特殊，造成了基數效應的扭曲，我們認為需謀定而後動，靜候來自消費者需求和美國聯儲局反應函數的更明確的資料。

問題5: 隨著復蘇勢頭增強，不斷上升的債務水準似乎再次成為焦點。這對主權評級、違約和債券投資策略有何影響？

黃文彬: 近年來的全球債務水準上升是由政府主導的。原因主要在於為緩解疫情造成的經濟收縮，政府採取了一系列財政措施。主權債務的增加可能會影響一些新興市場的信用評級，例如印度。投資者在新興市場中必須明察秋毫，在不同板塊間動態靈活配置可以說明投資者在較低的波動性下享受市場較高的收益率。

如果通脹成為問題，政府債務水準上升將對經濟增長構成威脅，從而推高違約率。面對持續性的高通脹，央行若採取大幅收緊政策，將阻礙經濟增長並影響償債能力。但是，在此之前，美國聯儲局和歐洲央行的低利率和資產購買的雙重影響都會對債券市場形成支撐。

在公司債上，我們預計短期內違約率不會大幅上升，因為經濟好轉提振了企業盈利。這反過來應該有助於控制信用利差，不過積極的信用分析和嚴格篩選仍然是關鍵。雖然我們預計亞洲高收益債券市場的違約率將持平或溫和上升，但是違約或將維持可控。儘管投資者可能需要渡過當前的波動期，但亞洲高收益債券市場具有吸引力的估值、較高的收益率和較短的久期，對尋求收益的投資者來說會是首選之一。隨著中國政府尋求金融體系降杠杆並降低其債券市場的道德風險，在岸債券違約率可能會升高。也就是說，為了避免任何金融系統性風險，政府對國有控股實體的支援可能會逐案評估。

問題6: 撇開通脹不談，未來 12 個月及之後的市場的主要風險是什麼？

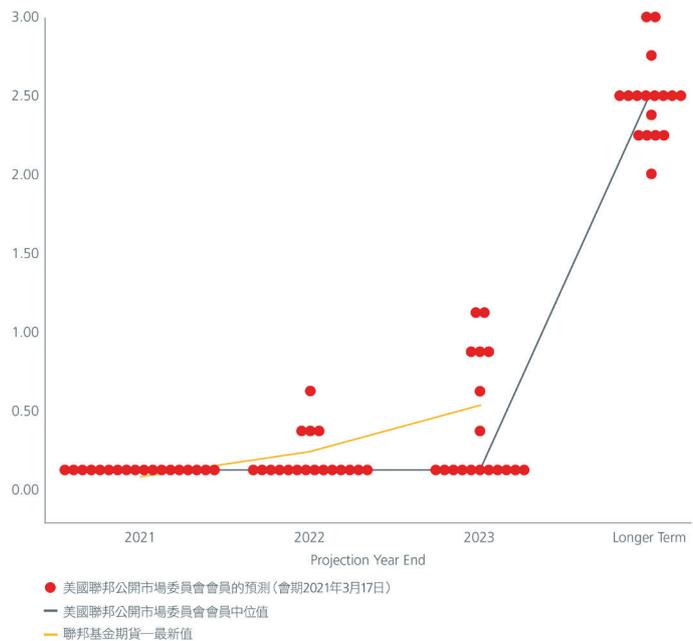
凱文: 隨著關於刺激措施的討論越來越多，考慮到消費復蘇和強勁的企業盈利能力，我們仍然看好風險資產。儘管如此，我們也注意到一些風險因素可能會阻礙當前復蘇。

如果通脹上升，不是企業層面，而是國家層面的更高債務成本將來可能會成為一個問題。同時，如果央行或政府的政策失誤，過早撤走當前的貨幣和財政政策支持，將對市場造成破壞性影響；只有在具備完整的資訊並有充分的理由後，才能減弱或逆轉刺激措施。

在公司方面，根據民主黨競選前的競選資訊，美國任何可能針對大型科技公司和銀行的監管和稅收上的不利變化都需要受到監控。此外，我們認為如果一家企業不能根據當前環境，調整商業模式，那麼企業就會受到影響。有能力積極主動應對新冠疫情的企業已經獲得了回報。

展望未來，我們認為 ESG問題和可持續的企業行為至關重要。未能跟上變化的公司將遭遇信譽受損、股價疲軟和融資成本上升等問題。

圖3: 隱含的美國聯儲局基金目標利率



來源：彭博社，截至2021年5月31日

問題7: 2020年ESG 基金的流入創歷史新高,而且這一趨勢仍在加強。您將如何應對?

凱文: 毫無疑問,引起投資者興趣並促使其加大這方面投資的主要原因之一是ESG 政策和原則的不斷整合。我們的團隊為資產所有者管理資產,因此也會從我們的客戶那裡瞭解政策方向。

我們的母公司保誠集團最近推出了一項全新的集團級別的ESG 戰略。其中需要注意的是,集團到 2050 年要實現“淨零”的新目標。為此,我們與母公司合作啟動了一項投資計畫,旨在逐步降低投資組合的碳排放水準。保誠對該投資計畫具有直接控制權。這一計畫的重點在於管理現有投資組合中的氣候風險,並利用好其中蘊含的投資機遇。

在鼓勵向可再生能源過渡的過程中,管理和參與發揮著關鍵作用。集團的 ESG 戰略還支持新興市場的公正轉型(just transition)。保誠計畫加入聯合國召集的淨零資產所有者聯盟(Net Zero Asset Owner Alliance)。這是一個致力於投資組合脫碳的機構投資者組織。此外,瀚亞投資還致力於開發一系列全面且獨特的以亞洲為重點的 ESG 投資策略。

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) 由瀚亞投資(香港)有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。



英國保誠集團成員 