

信安問與答 - 疫情後的大市代



信安資金管理(亞洲) 高級投資策略師 陳曉蓉

環球經濟 2021 年仍將強勁復 甦? **第 2** 頁 環球股市仍有上望空間?第4頁

股份輪轉會否加速?第6頁

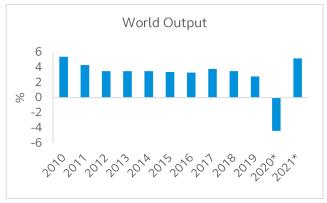
第一季股票資產該如何部署?第7及8頁

金融市場重視的孳息曲線正傳遞 企業債有否投資價值?第 11 頁 什麼信號?第 10 頁

環球經濟 2021 年仍將強勁復甦?

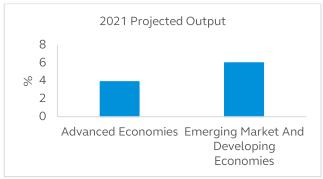
環球復甦短線受阻,往後動力源自疫苗廣泛應用

圖 1:展望 2021 年,環球經濟活動預期將繼續顯著復甦



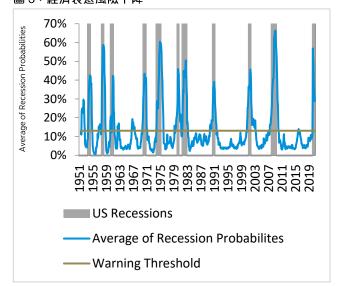
資料來源: 彭博, IMF, 信安資金管理(亞洲)。數據截至 2020 年 10 月。 *2020 及 2021 年為預測數字。

圖 2: 新興市場的經濟增速或較成熟市場高



資料來源:彭博,IMF,信安資金管理(亞洲)。數據截至2020年10月。

圖 3:經濟衰退風險下降



資料來源:信安環球投資,信安資金管理(亞洲)。數據截至 2020 年 12 月 4 日。

環球新冠肺炎確診個案持續上升,在新一波疫情影響下,多個主要地區的經濟活動再度受阻,環球經濟第四季復甦速度有所放緩。展望2021年,環球經濟活動預期將繼續顯著復甦。整體而言,環球經濟明年預期有約5%增長,扭轉今年收縮約4%的預測(圖 1),增長的最大動力源自疫苗能夠在上半年被廣泛應用的預期。整體而言,新興市場的經濟增速或較成熟市場高(圖 2),當中,中國及印度的增速或加快至8%以上,普遍高於歐美平均的4%至5%。

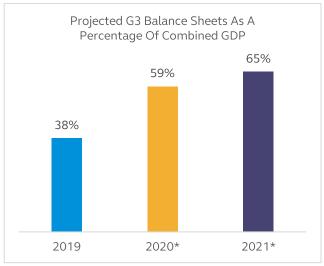
以美國為例,截至 11 月底的數據顯示,與 2020年 4 月比較,目前經濟所面對的衰退風險比當時下降了 25%(圖 3),商業及金融範疇的指標都有顯著改善。當然,由於新冠肺炎與經濟平均衰退機率的統計相關性偏高,美國新增病例情況再趨嚴峻,將拖慢當地經濟復甦,第四季經濟按季年化增長或較第三季顯著放慢,情況或延至明年第一季。

過去幾星期,新冠肺炎疫苗研發進展多次傳來好消息,疫苗效用整體較預期高,縮短了市場對於疫情將要持續的時間預期。隨著第一支疫苗於美國食品及藥物管理局(FDA)獲批,預期當地高危群組最快年底前可以率先開始接種,到明年 6 月前後大部分民眾或完成接種,若果跟得上這個進度,經濟有望在下半年至面重啟,至年經濟有望回復增長約 4%。

疫苗以外,有何因素推動經濟向上?

貨幣寬鬆預期不變,財政力度或減弱

圖 4: 各地央行資產負債表顯著擴大



資料來源:彭博,信安全球資產配置,信安資金管理(亞洲)。數據截至 2020 年 11 月 30 日。

圖 5:金融狀況有望維持在有數據以來最寬鬆的水平



資料來源:彭博,Factset,信安全球資產配置,信安資金管理(亞洲)。數據載至 2020 年 11 月 30 日。

圖 6:疫苗進展



資料來源:The New York Times,信安資金管理(亞洲)。數據載至 2020 年 12 月 18 日。

環球寬鬆的貨幣及財政政策的延續,亦為經濟能 夠繼續向上提供重要支持。為應對疫情,環球不 同國家及地區台共推出規模高達 12 萬億美元的財 政措施,各地央行亦將利率下調至接近零水平, 實質利率降至負數水平,並顯著擴大資產負債表。

展望明年,由於經濟預期改善,財政措施規模或較 2020年弱,以美國為例,新一輪財政刺激方案規模最多或只有 9000億美元,較之前的規模小;不過,縱使通脹有機會緩慢上升,貨幣政策於未來一段可見時間仍將維持寬鬆。美國聯儲局在 12 月的議息會議上,表明將買債計劃與最大就業及通脹目標掛鈎,顯示局方在達到目標前,會繼續每月增加資產購買 1200億美元;歐洲央行明確表示將買債直至 2022年。三大工業國(美國、歐洲及日本)的資產負債表佔經濟生產總值(GDP) 規模或將從 2019年的 38%,攀升至 2020年的 59%及 2021年的 65%(圖 4)。金融狀況有望維持在有數據以來最寬鬆的水平(圖 5)。

當然,反過來看,經濟面對的最大挑戰正正是疫苗的應用程度。疫苗的生產、分發及運輸仍面對限制,大眾目前對於疫苗的認受性亦偏低,這些都會影響疫情能否在短期內真正受控,及一系列封鎖隔離措施對於經濟的負面影響會否持續較長的時間(圖 6)。其次,市場亦要注意貨幣及財政措施的刺激力度會否在今年較後時間因為經濟預期改善而減弱。投資者要留意相關風險。

^{*2020}及2021年為預測數字。

環球股市仍有上望空間?

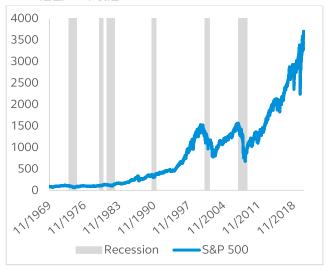
過去 50 年,經濟衰退後美股平均升 2.2 倍,歷時長達 11 年

表 1: 過去 50 年衰退

S&P 500 Low Date in Recession	Peak-to-Trough Decline	S&P 500 Next Peak Date	Trough to Next Peak Return	Trough to Next Peak (Months)
3/10/1974	-48.2%	13/2/1980	90.2%	64
27/3/1980	-17.1%	28/11/1980	43.1%	8
12/8/1982	-27.1%	16/7/1990	260.2%	95
11/10/1990	-19.9%	23/3/2000	417.0%	113
9/10/2002	-49.1%	9/10/2007	101.5%	60
9/3/2009	-56.8%	19/2/2020	409.5%	131
Average	-36.4%		220.2%	79

資料來源:彭博,信安資金管理(亞洲)。數據截至 2020 年 12 月 18 日。

圖 7: 過去 50 年衰退



資料來源:彭博,信安資金管理(亞洲)。數據截至2020年12月18日。

隨著環球經濟出現衰退,多個環球主要股市在 2020年第一季步入熊市,以美股標普500指數為例,跌幅達近34%。市場其後在第二季報復式反彈,截至12月16日,標指最多曾反彈約70%, 收復年初失地有餘。

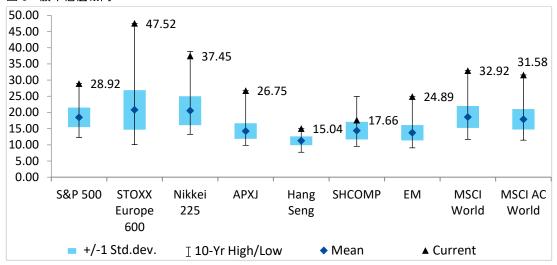
股市與經濟關連度高,幾乎每次經濟衰退都會觸發股市大跌。回顧過去 50 年,不計算今次新冠肺炎觸發的衰退,美國一共出現過 6 次經濟衰退,標普 500 指數的回調幅度平均達 36%。股市其後普遍向上,直至下次經濟衰退前觸頂,需時由 8 個月到將近 11 年不等,期間錄得的升幅平均是 2.2 倍(表 1,圖 7)。

疫苗研發及應用進展順利,除了刺激經濟,亦是環球股市至少在上半年能夠延續過去一段時間升勢的最大動力。我們認為,疫苗相關的利好消息未被市場完全消化,尤其是部分與經濟相連度較高的週期性、價值型板塊,目前的價格仍然與年初疫情前水平有一定距離。

有何因素支持股市向上?

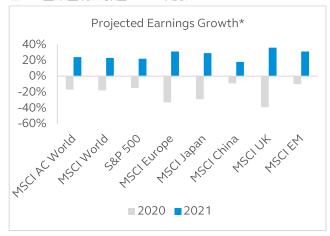
企業盈利續改善支持高估值,資金有空間流向股市

圖 8: 股市估值較高



資料來源:彭博,信安資金管理(亞洲)。數據截至2020年12月18日。

圖 9: 企業盈利預計在 2021 年反彈



資料來源:彭博·Factset,信安全球資產配置,信安資金管理(亞洲)。數據截至 2020 年 11 月 30 日。

*數據來源於分析師預期。

表 2: 資金流向

Flows (US\$ Bn)	20- Nov	YTD 2020	2019	Flows (US\$ Bn)	20- Nov	YTD 2020	2019
Bonds	30	338	485	Equities	110	98	-150
Money Markets	-24	896	491	Commodities	-8	68	14
				Others	-2	17	-

資料來源:Jeffries Equity Research,信安全球資產配置,信安資金管理

(亞洲)。數據截至2020年11月30日。

踏入 2021 年,環球經濟持續復甦,將有利於企業盈利的表現。以 MSCI 環球指數作基準,綜合市場預測,環球股市盈利將由 2020 年的負 17%,反彈至 2021 年的 24%正增長(圖9);由於基數較低,英國、歐洲及日本的盈利增長預期將達約 30%以上。

當然,從估值而言,如果以市盈率來衡量,尤其經過 11 月升浪後,股市估值非常昂貴(圖 8),多個市場的市盈率都處於 10 年高位。不過,從資產配置出發,與債券比較股票仍具相對投資價值,而且在超低息環境下,更多的投資者或者願意承受較高風險以獲取回報。

資金流向方面,剛過去的 11 月,高達 1100 億美元的資金大規模流入股市,扭轉至年淨流出的趨勢(表 2)。因此,若果經濟復甦力度勝預期,政治風險短線淡化,資金有機會進一步流出貨幣市場並部署風險資產,環球股市高估值有望維持。

股份輪轉會否加速?

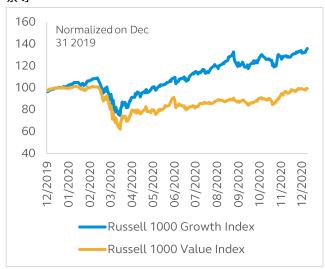
經濟復甦利好價值型股票、週期性板塊及小型股

表 3:2021 年盈利增長

2021 EPS Growth	MSCI AC World			
Overall	24%			
Financials	19%			
Cons Disc	69%			
Real Estate	8%			
Materials	30%			
Industrials	44%			
Energy	430%			
IT	16%			
Comm Services	14%			
Staples	9%			
Health Care	12%			
Utilities	7%			

資料來源:彭博·Factset, 信安全球資產配置·信安資金管理(亞洲)。數據載至2020年11月30日。

圖 10: 資金有機會逐步輪轉至近年表現相對落後的價值型股票等



資料來源:彭博,信安資金管理(亞洲)。數據截至2020年12月18日。

新冠肺炎疫苗得以廣泛應用,環球經濟前景明年 普遍向好,通脹前景改善,環球央行繼續將息率 維持在零水平附近,支持孳息曲線更趨陡峭,將 支持與經濟相關度較高的價值型板塊反彈。

當然,正如上文所提及,市場不宜忽視短期經濟面對的壓力,因此,資金未必會在短期內大規模流出一直帶領市場向上的美國大型股及科技板塊。不過,隨著疫情淡化,資金有機會逐步輪轉至近年表現相對落後的價值型股票、週期性板塊及小型股(圖 10)。

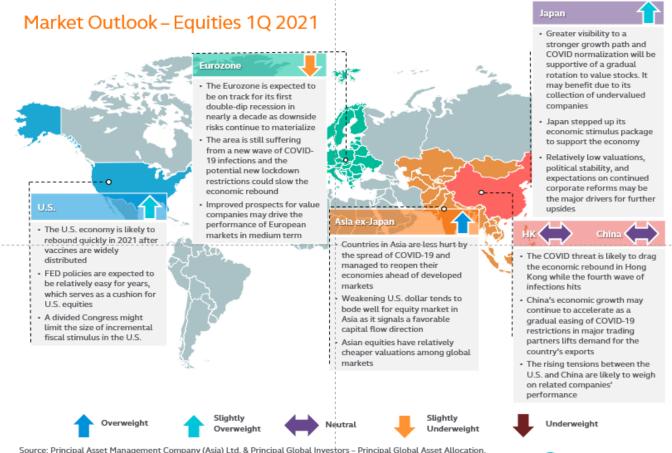
若從基本因素分析,能源、工業、材料及金融等傳統板塊明年盈利預期將顯著好轉,尤其是近年盈利表現積弱的能源股,以 MSCI 所有國家世界指數所基準,綜合市場預測,環球能源股增幅有望高達四倍以上。相對而言,科技企業明年要再錄得顯著盈利增長難度較大(表 3)。

事實上,自從2008年金融海嘯後,經濟復甦速度緩慢加上利率長期低企,傳統行業增長潛力相對遜色,價值股的吸引力下降;至今年疫情爆發後,兩者差距進一步拋離,增長股估值非常昂貴。因此,基於增長股與價值股之間的預測市盈率差距及盈利前景,價值股基本因素相對吸引。從地區劃分,估值相對合理的美國價值股及亞洲市場或可看高一線。

^{*}數據來源於分析師預期。

第一季股票資產該如何部署?

亞洲上調至看好,部署金融、工業及能源股



Source: Principal Asset Management Company (Asia) Ltd. & Principal Global Investors – Principal Global Asset Allocation.

The geographical classification of above listed equity markets is based on MSCI 2020 annual market classification review. For more information, please refer to https://www.msci.com/market-classification



Principal®信安

第一季我們仍然看好股市。當中,亞洲上調至看好,美國及日本輕微看好,中國及香港中性,歐洲則輕微看淡。

亞洲 — 區內國家受疫情的影響程度相對較小,部分國家早於2020年重啟經濟;美元走弱或刺激資金流向新興市場,並利好區內股票走勢;亞洲股票的估值在全球主要市場中具相對投資價值。

美國 — 隨著疫苗廣泛分發,美國經濟將加快反彈; 預期聯儲局政策數年內將維持相對寬鬆,為美國 股市的升勢提供緩衝;惟於政治層面上,分裂的 國會或限制往後財政刺激措施的規模;美股估值 處於 10 年高位,或限制明年潛在升幅。

日本 一 在龐大規模的財政政策支持下,日本經濟前景改善,若疫情逐步受控,或支持資金逐步轉向價值股票,日本上市企業較多估值被低估,當地股市或能受益;相對合理的估值、政治上穩定性及對公司持續改革的期待,或帶動股市進一步上漲。

中國及香港一中國是全球經濟復蘇最快的主要國家,惟短期內中美關係持續緊張,加上內地對科技公司的監管或更趨嚴謹;而在中國影響下,香港股市難免受到影響,加上本地經濟仍受到第四波疫情的衝擊,經濟復甦路徑漫長;縱使估值相對合理,企業前景有望改善,我們整體取態審慎樂觀。

歐洲 一由於下行風險繼續浮現,預計歐元區將在 近十年來首次出現雙底衰退;區內多個國家仍面 對新冠肺炎疫情的衝擊,潛在的新一輪封鎖限制 或進一步拖慢經濟復甦進度;價值企業前景改善 或於中期推動歐洲股市的表現。

2021年利率走向如何?

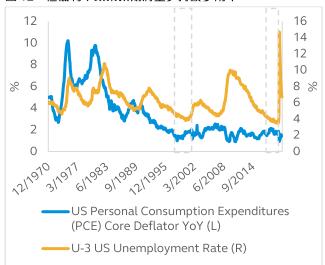
短債孳息率升幅有限,長債孳息率或上升反映經濟增長預期

圖 11:市場提前計入經濟復甦預期並開始長期價值投資



資料來源:彭博,信安資金管理(亞洲)。數據截至2020年12月18日。

圖 12:極低利率政策預期將至少持續多兩年



資料來源:彭博,信安資金管理(亞洲)。數據截至 2020 年 12 月 18 日。

债券方面,全球爆發新冠肺炎疫情以來,各大央 行積極推出寬鬆措施成功應對疫情帶來的經濟下 行壓力。截至 11 月,2020 年環球央行合共減息 約 75 次,為市場提供充分流動性,超低息政策令 主要國家的實質利率落入負值,全球政府債券孳 息率大多位於歷史低位水平,部分央行大幅買債 亦令資產負債表規模顯著增大創紀錄高位。

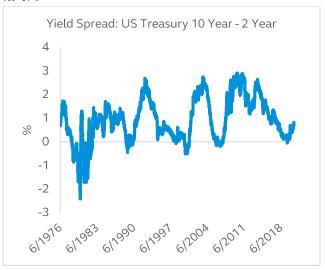
新冠病毒疫苗喜訊頻傳帶來復甦憧憬,帶動美國 10 年期國債孳息率於 8 月見底後逐步向上,由 9 月底的 0.6 厘至 0.7 厘,升至目前的 0.9 厘,創逾 8 個月高位。展望 2021 年,疫苗提振全球經濟預計將是投資主題之一。觀察組成 10 年期債息的實質利率與通脹預期可以發現,實質利率維持穩定在接近-1%水平,債息上升主要由投資者預期帶動,反映即使在疫苗推出時間、生產分發仍面臨不確定下,市場已提前計入經濟復甦預期並開始長期價值投資(圖 11)。

考慮到目前債券孳息率仍處於歷史低位附近,隨著經濟逐步復甦,尤其是在安全有效的疫苗消息推動下,長期債券孳息率或將上升以反映經濟增長預期。不過,主要國家央行在2021年上調政策利率的可能性較低,以美國為例,除非通脹在較長一段時間內保持在平均2%的水平,否則局方將維持寬鬆;事實上,回顧過去50年,滿足低失業率及通脹持續超過2%水平條件只出現兩次。美國及其他成熟市場的極低利率政策,預期將至少持續多兩年,短期債券孳息率升幅或將相對有限(圖12)。

金融市場重視的孳息曲線正傳遞什麽信號?

孳息率曲線將愈趨陡峭,考慮減持主權債,並降低債券存續期

圖 13:衰退之後[,]長短債息差通常會迅速大幅擴闊並持續一段時間



資料來源:彭博,信安資金管理(亞洲)。數據截至2020年12月18日。

因此,債券孳息率曲線預計將趨於陡峭,顯示市場對經濟增長以及隨後的通脹抱樂觀態度。一直以來,美國國庫券孳息曲線的形態,能夠反映投資者對短線,以至是長線經濟前景的看法。當短期債券孳息高於長期債券時,孳息曲線便會出現「倒掛」,自從1965年之後,美國每次步入經濟衰退之前,2年期及10年期國庫券息差均會跌至負值。本次亦不例外,在2019年8-9月「孳息曲線倒掛」一年内,市場便經歷了有史以來最嚴重的經濟衰退。

不過經濟在步入衰退之後,長短債息差通常會迅速大幅擴闊並持續一段時間(圖13)。12月末,美國長短債(2年及10年期)息差一度超過80個基點,為2018年2月來最大。有見及此,投資者可考慮減持投資組合中主權債比例,並降低債券存續期。

企業債有否投資價值?

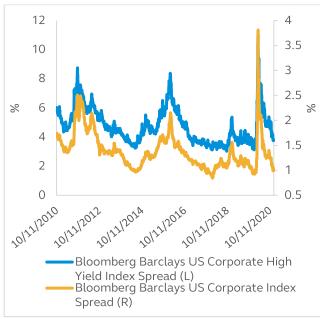
息差具收窄空間,第一季偏好投資級別債及高收益債

圖 14:美國企業對未來樂觀情緒升溫



資料來源:彭博,信安資金管理(亞洲)。數據截至 2020 年 12 月 18 日。

圖 15: 信貸息差有望進一步收窄



資料來源:彭博,信安資金管理(亞洲)。數據截至 2020 年 12 月 18 日。

基本面來看,若疫苗成功被廣泛應用,經濟復甦的不確定性大幅減低,加上需求修復,企業信心預計將逐步回升。美國NFIB小型企業信心一度由4月的90.9升至10月的104七個月高位,反映美國企業對未來樂觀情緒升溫,市場對企業盈利預測更加正面(圖14)。根據標普統計,收惠於低利率環境,截至11月,今年美國高收益債發行量達到創記錄的3890億美元,龐大的發行量令2022年前到期的債券僅佔整體市場規模的8%,緩解了企業償還壓力。市場充足的流動性亦為企業融資創造空間,預計2021年將有更多融資併購發生。

以上來看,隨著 2021 年經濟繼續復甦,預期公司 債信貸息差有望進一步收窄;疫苗面世推動經濟, 企業盈利預期有所反彈,改善投資者對企業償還 債務的信心;企業違約率或將於短期內見頂,投 資級別債及高收益債第一季可看高一線(圖 15)。

資料披露

投資涉及風險。本文件中就任何特定基金或產品所提及的過往表現未必可代表相關基金或產品的未來表現,而且本文件中所提及的任何基金或產品的價值可跌亦可升。您於決定投資之前,不應單一依賴本文件。投資回報並無保證,您可能無法取回全部投資本金。當您作出任何投資選擇前,您必須考慮自己可承受風險的程度及財務狀況。

如果您對本文件中提及的某些基金或產品是否適合您(包括那些基金或產品是否符合您的投資目標)有疑問,您必須徵詢法律、財務、税務、會計及其他專業意見,以確保您作出的任何投資決定切合您的情況及財務狀況,並且選擇適合您的基金及/或產品。

本文件之內容於發佈當日來自被認為是準確及可靠的資訊,但當您查看本文件時,本文件所載資訊可能已不再是真實,準確或完整。本內容僅供參考之用,並不構成要約、招攬或邀請、宣傳、誘使、或任何種類或形式之申述,或訂立任何本文件中所提及的基金及/或產品交易的任何建議或推薦。本文件並無意被視為任何特定投資及或一般市場的預測、研究或投資建議,亦無意被視為預測或保證任何投資表現。本文件之內容並無考慮任何投資者的投資目標、特別需要或財務狀況。您不應將本文件之內容視為一個能依賴的全面性闡述。本文件中所有以任何形式表達的觀點會隨時更改而不另行通知。

在沒有抵觸任何法律規定的前提下,本公司、本公司的任何聯屬公司、 或本公司及本公司的任何聯屬公司的任何僱員或任何董事,概不保證及 擔保本文件所載資訊的準確性,亦概不對本文件的任何錯誤或遺漏承擔 任何責任。

本文件為信安資金管理(亞洲)有限公司所擁有,如未取得信安資金管理(亞洲)有限公司的事先書面同意,任何人士或機構均不可以任何方式及為任何目的修改、複製、傳送、儲存或分發任何內容。

本文件資料由信安資金管理(亞洲)有限公司提供。

本文件並未呈交香港證券及期貨事務監察委員會審核。

本文件由信安資金管理(亞洲)有限公司刊發。