信安資金管理（亞洲）

2021 年下半年

經濟與資產配置展望

信安問與答 - 在干擾中航行

信安資金管理(亞洲)有限公司
高級投資策略師 陳曉蓉

環球經濟增長可否持續? 第 2 頁

通脹升溫屬暫時性嗎？第 4 頁

貨幣政策會否維持寬鬆？ 第 5 頁

疫情最壞情況過去了嗎？第 7 頁

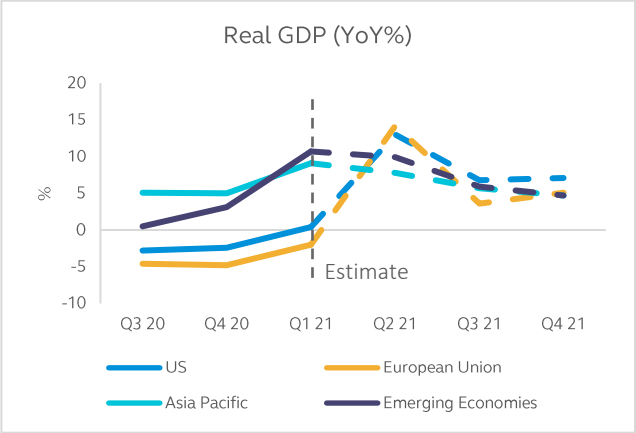
股票資產仍可看高一線？ 第 8 頁

債息會否進一步向上？第 11 頁

環球經濟增長可否持續？

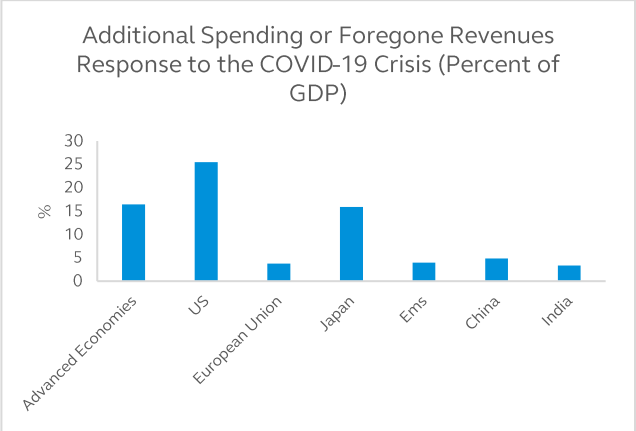
部分成熟市場經濟增速第二季見頂，環球經濟增長趨勢不變

圖 1：環球多個成熟市場經濟按年增速有機會在第二季見頂



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲) 有限公司。數據截至 2021 年 6 月 30 日。

圖 2：美國財政措施規模領先其它主要市場



資料來源：IMF，信安資金管理(亞洲) 有限公司。數據截至 2021 年 4 月。

環球金融狀況極度寬鬆，加上刺激財政措施的配合，以及環球疫苗接種數量與比率穩步上升，今年以來，環球經濟繼續從去年新冠肺炎疫情中復蘇，經濟活動重返疫情前水平，今年全球經濟增長或高達 6%，有機會創 1973 年以來最快的增速。不過，隨著去年同期低基數效應於下半年逐步消退，環球多個成熟市場經濟按年增速有機會已在第二季見頂（圖 1），但在多個利好因素支持下，整體經濟增長趨勢相信維持不變。

當中，美國是環球增長動力火車頭，GDP 預期可在今年內超越疫情前水平。疫情以來，美國已推出的財政措施規模相當於其 2020 年 GDP 的 25%，遙遙領先其他國家（圖 2），未來仍有更多財政刺激措施的憧憬，包括 1 萬億美元基建方案。展望下半年，多輪財政刺激措施引發的財政轉移，令美國民衆目前的儲蓄率較疫情前大大提升，帶動商品和服務的潛在消費力，佔經濟產出約三分之二的消費者支出或接力爲美國經濟增長提供動力。

歐洲方面，隨著疫苗接種速度加快，當地疫情逐步受控，多國解除封鎖措施，歐元區經濟第二季快速修復，六月製造業採購經理人指數(PMI)維持在 63.1 的紀錄高位，未完成訂單、就業增速等維持增長，企業信心同步增強。雖然在歐盟體系限制下，財政刺激規模相對較弱，惟歐洲央行未來一段時間內仍將維持積極的貨幣刺激政策，預期明年三月前將維持現時的緊急債務購買步伐，經濟前景依然向好。

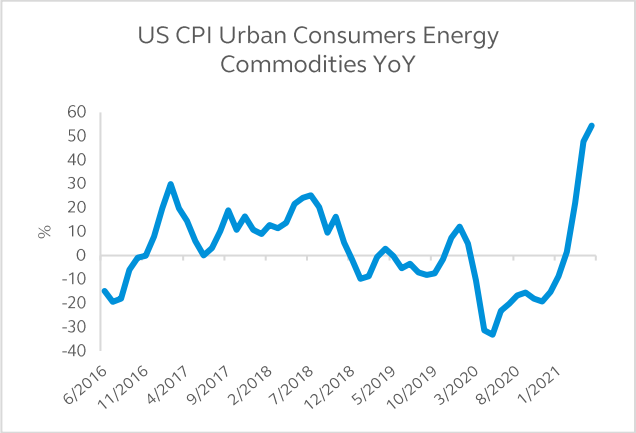
至於亞洲，隨著區內國家疫苗推進速度加快，新增確診數字升勢暫時趨緩；中國與印度經濟快速增長或帶領新興亞洲市場經濟顯著復蘇。隨著成熟市場經濟復蘇，進口需求增加，增長的溢出效應（spillover effect）有機會利好印度、中國、越南等工業出口；同一時間，區內的內需修復亦有機會推升經濟表現。

其他新興市場經濟則面對較大下行風險。去年以來，大宗商品價格全面向上利好智利、俄羅斯、巴西等大宗商品出口國，然而隨之帶來的通脹上漲壓力亦迫使土耳其、俄羅斯和巴西央行加息以控制物價水平，令當地金融狀況顯著收緊。相較於成熟市場有能力增加政府支出以支持經濟，低收入的新興市場國家面對財政政策空間不足的問題，令新興市場整體疫情以來推出的財政措施規模僅佔 GDP 的 4%，拖慢區內經濟復蘇進程。未來如果成熟市場逐步收緊貨幣政策，市場利率提升將削弱高債務國家償還能力，美元若走強有機會令資本流出新興市場。同一時間，由於疫苗供應相對不穩定，新興市場仍面對變種新冠病毒導致疫情反彈的風險。

通脹升溫屬暫時性嗎？

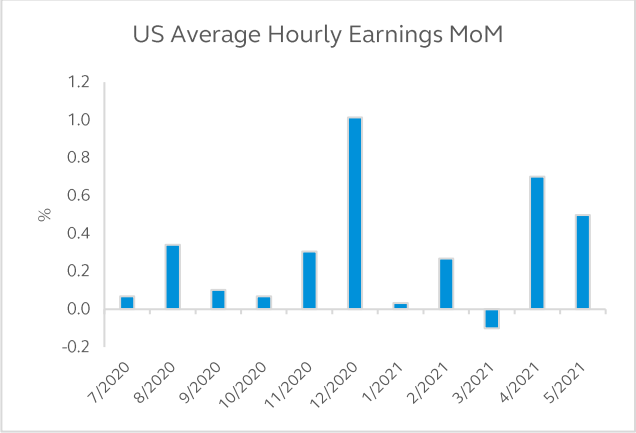
通脹上升暫時由過渡性因素主導，惟面對上行風險

圖 3：低基數效應推升能源價格



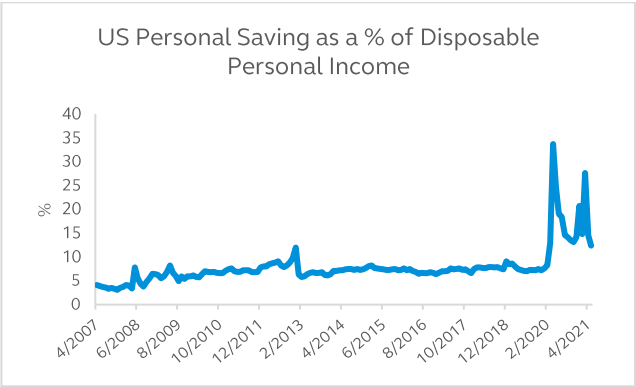
資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲) 有限公司。數據截至 2021 年 6 月 30 日。

圖 4：美國平均時薪按月增長高於預期



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲) 有限公司。數據截至 2021 年 6 月 30 日。

圖 5：美國個人儲蓄率位於高位



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲) 有限公司。數據截至 2021 年 6 月 30 日。

經歷去年新冠疫情打擊後，隨著全球經濟重啟，大宗商品價格顯著向上，刺激全球通脹上升。五月份，美國消費者物價指數(CPI)按年增 5%，歐元區 CPI 按年升 2%；部分新興市場通脹壓力更大。因為限制措施解除帶動的短期消費仍將持續一段時間，加上供應短缺持續，信安的前瞻指標顯示，美國以至環球通脹第三季或仍將維持高企，到第四季才逐步回落。

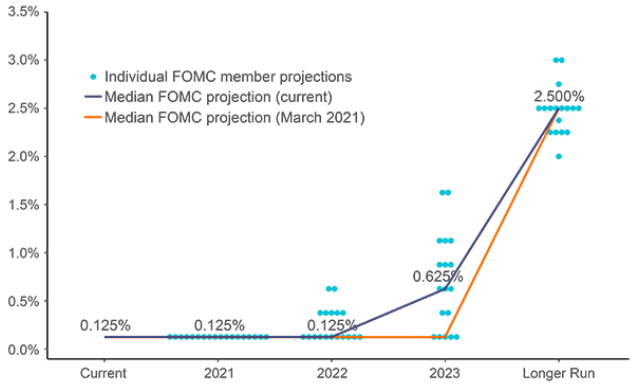
仔細分析美國通脹數據，五月 CPI 急升主要源自能源、二手車以及服裝價格向上。其中，去年能源價格暴跌至負數水平，低基數令五月消費者能源 CPI 指數按年急升 54.5%（圖 3）；另一邊廂，全球供應鏈斷裂導致汽車廠商被迫停產，導致二手車及卡車價格飆升；服裝價格上漲則與經濟重啟後積壓需求的釋放有關。然而無論是低基數效應，還是供應鏈瓶頸問題抑或報復性消費，這些短期因素相信難以持續，通脹上升暫時是由過渡性因素主導。

不過，通脹依然面對上行風險。目前美國總就業人口較疫情前僅恢復六成左右，但過去兩個月，美國平均時薪按月增長高於預期，顯示即使在就業市場仍面對較大缺口之際，僱主仍需以較高成本招聘，凸顯工種的供應及需求出現錯配的情況（圖 4）。一旦工資持續攀升，有機會推升整體價格水平。另一方面，目前美國個人儲蓄率位於 14.9%的高位（圖 5），若果消費下半年進一步回升，而供應調整速度如果持續追不上，通脹可能比原先預期更高及持續更長時間。

貨幣政策會否維持寬鬆？

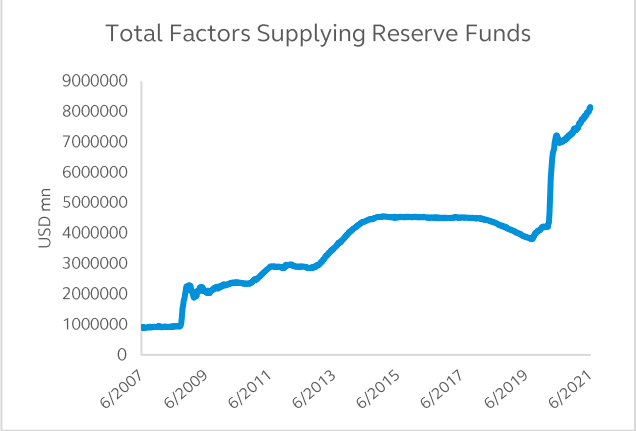
美國年底前或縮減買債規模，環球金融狀況整體料維持寬鬆

圖 6：聯儲局暗示 2023 年底前政策利率有機會上調兩次



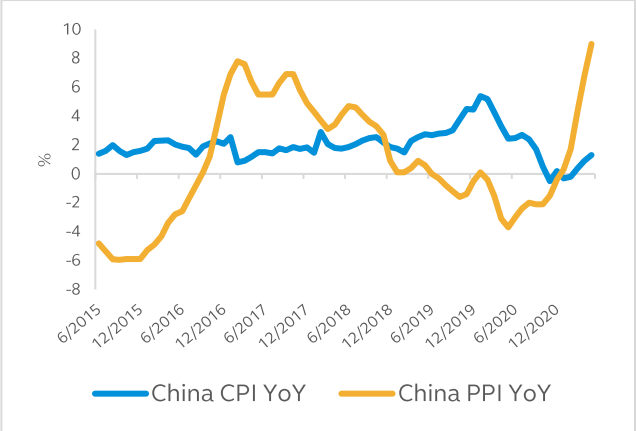
資料來源：聯儲局，Clearnomics，信安環球投資有限公司，信安資金管理(亞洲) 有限公司。數據截至 2021 年 6 月 16 日。

圖 7：聯儲局資產負債表規模超過 8 萬億美元



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲) 有限公司。數據截至 2021 年 6 月 30 日。

圖 8：中國生產物價短期維持高企，整體消費物價相對可控



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲) 有限公司。數據截至 2021 年 6 月 30 日。

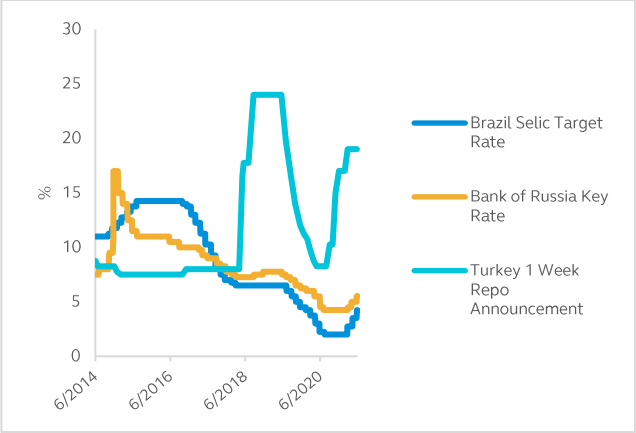
聯儲局在六月議息會議「派鷹」，調升對通脹的預期，暗示 2023 年底前政策利率有機會上調兩次（圖 6），並表明局方將會展開縮減買債的討論。我們相信，主席鮑威爾有機會在八月的全球央行銀行家年會（Jackson Hole 會議）上明確表示局方有意收緊政策，並於年底前或明年初正式開展計劃，取決於經濟復蘇進度。

目前聯儲局資產負債表規模超過 8 萬億美元（圖 7），顯著高於 QE3 後的 4.5 萬億，因此，即使聯儲局開始減少買債，對負債表以至市場流動性影響相對有限。其次，預期完成整個計劃需時約一年，相當於 2022 年期間，局方資產負債表相信仍處於擴張狀態。至於加息，由於當地就業市場相信仍需至少約兩年時間回復至疫情前水平，我們預期聯儲局會傾向最快 2023 年下半年才展開加息。

其他成熟市場當中，若就業市場充份復蘇，加拿大央行有機會於 2023 年初展開加息；按照目前經濟與通脹情況，英國時間表或與美國相若；至於歐元區及日本，相比起其他成熟成場，基本通脹壓力相對受控，一段時間內，政策方向預期依然傾向延續經濟復蘇動力，尤其是仍面對疫情威脅的日本。

至於新興市場，亞洲與拉丁美洲及歐洲，中東及非洲(EMEA)的情況存在差異。參考亞洲最大經濟體中國，雖然生產物價短期內可能維持高企，但基於豬肉價格下跌及相對疲弱的需求，能轉移至

圖 9：部分新興市場已展開加息周期



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲) 有限公司。數據截至 2021 年 6 月 30 日。

消費者的成本相對有限，整體消費物價或相對可控（圖 8）。因此，人民銀行未有迫切性調整利率，未來主要透過調節流動性支持經濟及防範泡沫風險。至於印度央行，年內則較大機會透過持續買債以維持寬鬆的貨幣政策，以支持正在從疫情中復蘇的經濟。

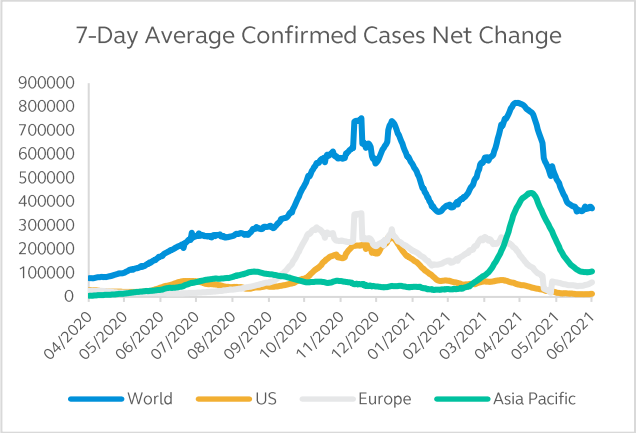
另一邊廂，為抑制通脹上升壓力，包括巴西及俄羅斯在內的新興市場國家已開始加息（圖 9）。在農產品需求急升帶動下，通脹預期持續向上，巴西央行預期將採取一切行動遏抑通脹預期，政策利率未來繼續較大幅度上調。部分 EMEA 國家亦面臨類似情況。面對利率較大幅度上調，部分政治環境及疫情相對不穩定的國家，未來經濟或面臨較大挑戰。

因此，在貨幣增長減慢、市場動力轉弱及波動性增加的影響下，環球金融狀況近月從高位回落，但整體依然處於非常寬鬆區域。

疫情最壞情況過去了嗎？

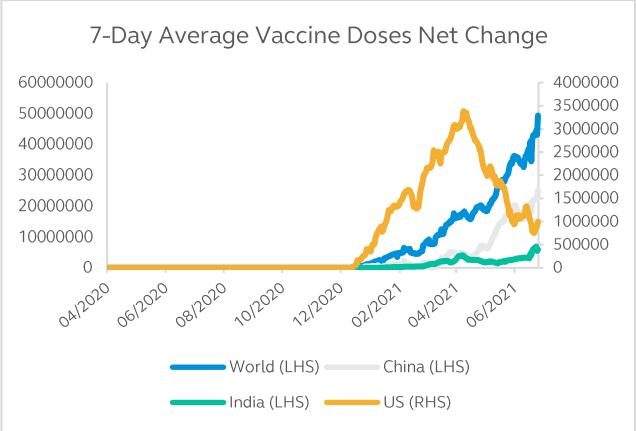
環球疫苗接種率穩步上升，歐洲、部分亞洲區內國家覆蓋比率追上美國

圖 10：亞洲帶動環球確診數字逐步回落



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲) 有限公司。數據截至 2021 年 6 月 30 日。

圖 11：美國每日接種劑量見頂回落



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲) 有限公司。數據截至 2021 年 6 月 30 日。

直至六月三十日，環球累計超過 1 億 8000 萬宗確診個案。過去一季，由於亞洲疫情再度爆發，全球七日平均新增個案四月時一度急增至 88 萬以上，數字隨著區內多數國家疫情逐步受控而回落至近 30 萬水平的四個月低位（圖 10）。

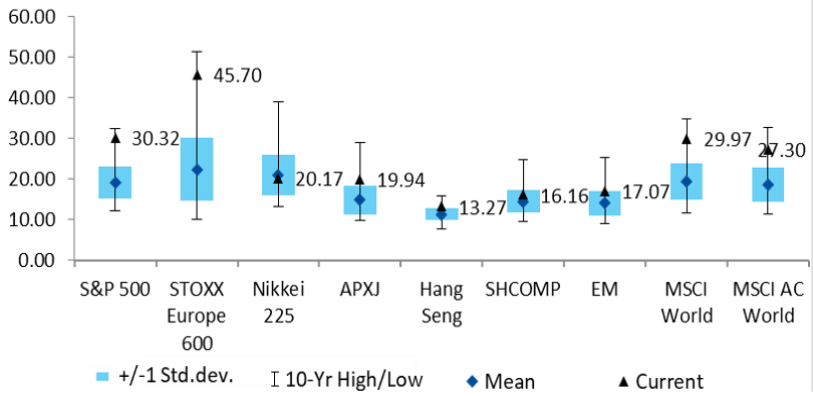
環球疫苗接種數量與比率穩步上升，截至六月底，接種兩劑疫苗人數已達全球人口的 20.2%。亞洲區內部分國家接種比例快速上升，以中國為例，目前覆蓋比率已提升至 44%；歐洲亦一樣，以目前接種速度推算，只需再多兩至三個月的時間，有機會達到群體免疫（即覆蓋比率提升至 75%）。當然，隨著覆蓋率提升，每日接種劑量亦有機會見頂回落，以主要國家中最先開展接種計劃的美國為例，四月中時每日平均劑量超過 330 萬，目前已回落至約 110 萬水平，可能要到年底前才能覆蓋 75%人口（圖 11）。

普遍來說，在接種比率穩步提升的地方，新增確診數字亦會回落。不過，英國近日確診數字再次回升至每日超過兩萬宗，當中多數人感染印度首先出現的變種病毒，令人質疑疫情能否真正受控。我們認為，隨著經濟重啟，限制措施進一步放寬，尤其是歐洲及亞洲，個別國家疫情有機會出現反彈。雖然仍面對變種病毒的威脅，不過，即使疫情出現反彈，情況預期相對受控，出現嚴重症狀甚至死亡的比率亦應較低，疫情最壞的時候可能已經過去。

股票資產仍可看高一線？

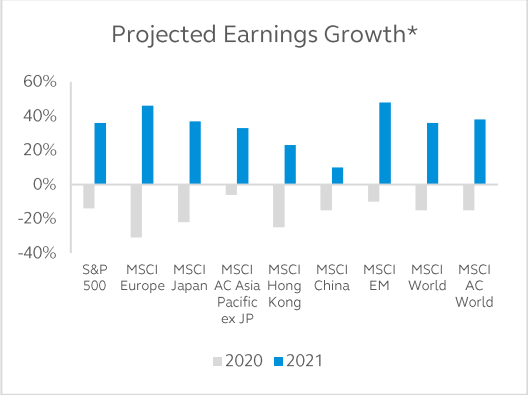
股市基本因素相對吸引，縱面對較多不明朗因素，表現或仍優於債市

圖 12：股市估值較年初有所壓縮



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲) 有限公司。數據截至 2021 年 6 月 30 日。

圖 13：股市盈利增長預期持續上調



資料來源：彭博，Factset，信安全球資產配置，信安資金管理(亞洲) 有限公司。數據截至 2021 年 6 月 30 日。

*數據來源於分析師預期。

回顧 2013 年，當時聯儲局主席伯南克暗示將考慮縮減買債規模後，股市曾出現短暫回吐，惟當時債息大幅攀升，股市回報依然領先債市，尤其是美國主權債。值得留意的是，股市經歷短期波動後，中線仍跟隨經濟走勢回升。標普 500 指數在伯南克發表言論兩年後，錄得超過 33%回報，領先主要債券類別。

正如我們在討論貨幣政策的專題中提到，即使聯儲局決定收緊政策，不代表金融體系內的資金會一下子被抽走；從銀行存放在央行的額外流動性的增長幅度我們看見，市場流動性非常充裕，資金成本一段時間內預期維持低企，這些仍然是支持風險資產向上的重要理據。

與此同時，股市基本因素較年初正面。在周期性行業的推動下，股市盈利增長預期持續上調，以 MSCI 歐洲指數為例，盈利增長預期由去年底的 31%推升至目前的 46%，推動估值壓縮，多數市場估值低於年初（圖 12、13）。至去年 11 月以來，市場資金穩步流入股市，規模至今已達 7480 億美元，明顯領先債券、商品及貨幣市場。

雖然部分成熟市場經濟有機會已經在第二季見頂，但在整體寬鬆的貨幣及財政政策支持下，經濟增長趨勢不變，加上基本因素吸引，第三季股市的表現仍較大機會領先債市。但基於不明朗因素有機會引發市場波動，我們對股市看法從看好下調至輕微看好。

周期及價值型投資繼續看高一線？

歐洲上調至輕微看好，同時部署周期性板塊及科技股

Q3 Outlook	Underweight	Slightly Underweight	Neutral	Slightly Overweight	Overweight
Equities	○	○	○	●	●
- US	○	○	○	●	○
- Eurozone	○	●	○	●	○
- Asia ex-Japan	○	○	○	●	●
- Japan	○	○	●	●	○
- HK	○	○	●	●	○
- China	○	○	●	○	○
- Other EMs	○	●	○	○	○

● → ●
表示與前一季相比有改變的看法

股市當中，我們輕微看好美國、歐洲及亞洲，對日本、中國及香港看法是中性，其他新興市場則輕微看淡。

美國 — 美國消費者現有的儲蓄緩衝為美國經濟增長提供了進一步的上行空間；儘管聯儲局有機會開始討論減少買債，但預計初期削減幅度相對較小，充裕的流動性仍可為美股提供緩衝；一旦通脹持續較長時間，加息速度快於預期的信號或引發市場波動。

歐洲 — 隨著新冠肺炎疫情感染率下降，區內多個地區正推動經濟重啟，當地疫苗接種比率亦同時穩步上升；在通脹升溫的背景下，投資者或繼續關注價值和周期性投資，更偏向傳統價值行業的歐元區股市有機會受惠；歐洲央行預期將在一段時間內保持高度寬鬆，支持股市表現。

亞洲（日本除外） — 多數亞洲國家的疫苗推出速度正在加快，提升區內防疫措施能夠提早放寬的可能；強勁的全球製造業前景和正在上升的商品價格進一步支持亞洲經濟體的增長前景；若美元在聯儲局轉鷹的情況下持續走強，亞洲股市或面臨資本外流的不利影響。

日本 — 疫苗接種率低於其他已發展市場增加了東京奧運會能否成功舉辦，以及疫情會否再度爆發的疑慮；低通脹預期或令貨幣政策較長時間維持寬鬆；估值相對較低或吸引外資部署。

中國及香港 — 由於投資和消費的表現相對落後，中國經濟下半年的增速或將放緩；國內財政及貨幣政策趨向正常化，以平衡保持經濟穩定及解決長期結構性問題的目標，惟在經濟減速的背景下，政策未必會過度收緊；本港經濟回復正增長，本

地股盈利增長或持續改善，港股有機會受惠資金輪動。

其他新興市場 — 包括巴西在內的數間央行提高利率以抑制通脹，新興市場或面臨更緊張的金融狀況；部分新興市場國家的債務水平偏高，或令經濟復蘇受阻，而疫苗接種比例仍然相對較低；若美元弱勢逆轉，新興市場或相對受影響。

板塊部署 — 今年以來，以美國為例，價值股一度跑贏增長股超過 10 個百分點，惟聯儲局暗示或提早加息後，價值股的優勢顯著收窄。我們相信，周期/ 價值型板塊仍將受惠環球強勁的經濟復蘇與通脹升溫的投資主題；實際上，美國就業市場要重返全民就業仍要一段時間，聯儲局未必能夠在 2023 年前加息。不過短期內，基於相信通脹上升是過渡性的，加上避險因素，美國十年期國債孳息率未必會在季內大幅上升，有利現金流充裕及盈利前景穩定的科技股追回部分落後的升幅。第三季，兩者有機會同步向上。

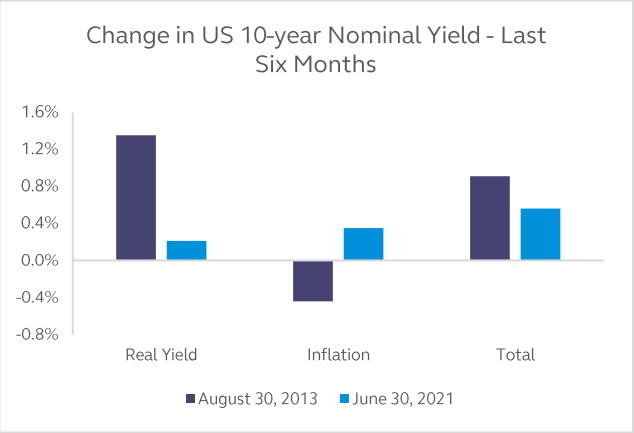
債息會否進一步向上？

美國十年期債息年內未必會顯著上升，整體債券看法上調至中性

Q3 Outlook	Underweight	Slightly Underweight	Neutral	Slightly Overweight	Overweight
Fixed Income	○	●	●	○	○
- Sovereign	●	●	○	○	○
- Investment Grade	○	○	●	○	○
- High Yield	○	○	○	●	●

● → ●
表示與前一季相比有改變的看法

圖 14：今次債息上升主要由通脹預期升溫主導



資料來源：彭博，信安全球資產配置，信安資金管理(亞洲) 有限公司。數據截至 2021 年 6 月 30 日。

圖 15：通脹預期短線或已見頂

資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲) 有限公司。數據截至 2021 年 6 月 30 日。

經濟復蘇與通脹預期帶動美國長債息率第一季不斷飆升，美國國債錄得 1980 年以來最差表現。踏入第二季後，長債息升勢有所收斂，美國十年期國債孳息率從三月底 1.75%的高位，回落至 1.5%左右水平。

市場憂慮本輪債息上升，將重演 2013 年的「縮減恐慌」(taper tantrum)，不過通過拆解長債孳息率我們發現，今次的情況與 2013 年不盡相同。國債孳息率通過實際利率與通脹預期組成，以美國十年期國債孳息率爲例，聯儲局在 2013 年 5 月表現有意縮減買債規模後，債息半年內由 2%水平升至 2.8%，其中帶動長息向上的主因是實際利率顯著上行。

相比之下，今次債息由 1%以下升至 1.7%以上，主要是由通脹預期升溫主導，實際利率維持負值爲經濟提供支持（圖 14）。與 2013 年相比，在經濟預期向好及超充裕流動性的支持下，出現「縮減恐慌」的可能性較小，低息環境預期仍將持續。基於相信通脹上升是暫時性，通脹預期短線或已見頂，加上實際利率維持低企（圖 15），疊加避險因素，美國十年期債息年內未必會再顯

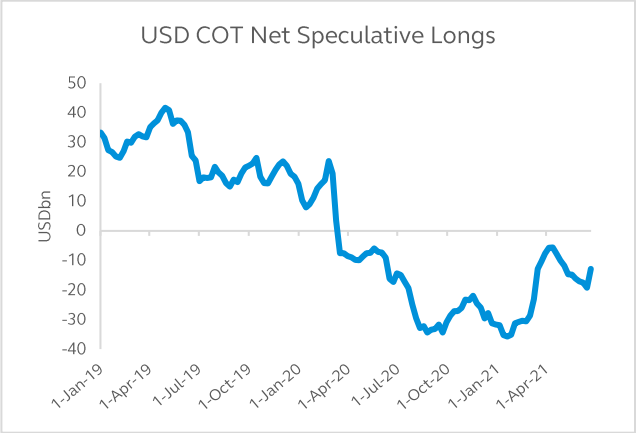
著上升，第三季目標 1.4%至 1.5%水平。因此，我們上調整體債券的看法至中性。

由資產配置的角度來看，公司債債息較主權債吸引，因此我們輕微看淡主權債。至於投資級別債券，由於市場流動性充裕，高評級債券有機會繼續吸引資金流入，惟信貸息差位於本輪周期的底部附近，未來進一步收窄的空間有限，看法維持中性。高收益債則輕微看好。一方面高收益債信貸息差較高，或可抵銷潛在利率壓力，並受益於全球經濟復蘇。另一方面，企業盈利趨向正面，高收益債評級調升的趨勢有望延續，違約率預期將持續走低，或利好高收益債券表現。

美元是否已經見底？

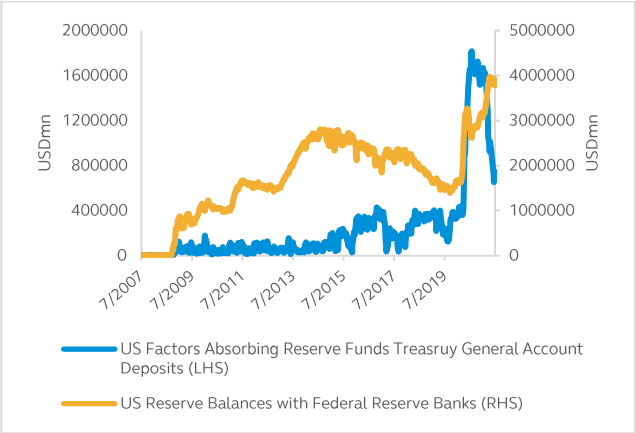
美元年內低位或已於第二季出現，人民幣面對下行壓力

圖 16：交易員押注美元上升的資金量轉升



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲) 有限公司。數據截至 2021 年 6 月 30 日。

圖 17：美元流動性非常充裕



資料來源：彭博，信安資金管理(亞洲) 有限公司。數據截至 2021 年 6 月 30 日。

美匯指數上半年於 89.2 至 93.4 區間呈波動走勢，主要受當地經濟、通脹及貨幣政策等因素影響。展望第三季，美元較大機會維持波幅上落。由於美國通脹短期內仍將維持高企，聯儲局或於季內表明收緊政策意圖。根據期貨市場數據，交易員押注美元上升的資金量已於六月聯儲局會議後轉升（圖 16）。美元年內低位或已於第二季出現。

不過，美元要顯著向上或仍受阻。一方面，美國疫苗接種速度已逐步減慢，目前美國平均每天注射疫苗人數較高峰時下跌超過三分二，隨著歐洲及亞洲國家接種速度趕上美國步伐，美國經濟復蘇領先或再難成爲美元上升動力。另一方面，隨著美國財政部逐步釋放存放在聯儲局財政部一般帳戶（TGA）中的美元流動性，銀行準備金推升至 3.8 萬億美元的歷史高位，美元流動性非常充裕（圖 17）。最後，已推出及計劃中財政政策令美國財赤佔 GDP 規模維持在 15%的高位，增加美元向上阻力。美匯指數第三季或於 90 至 94 水平上落。

歐元兌美元：歐元區經濟復蘇進程加快，隨著新冠疫苗接種加快，服務業與製造業復蘇力度預期進一步加強，惟區內通脹壓力相對受控，歐洲央行內部對於是否維持當前資產購買力度存在分歧，相信在收緊貨幣政策上將更具耐性，美國與歐洲貨幣政策上的短期差異，美國相對歐洲主要國家息差預期維持平穩，歐元暫時缺乏向上動力。歐元兌美元第三季或於 1.16 至 1.2 上落。

美元兌離岸人民幣(CNH)：面對經濟增速有機會於下半年放緩，內地貨幣政策在正常化的同時，未必會顯著收緊，並維持適度流動性，政策對人民幣的影響相對中性。短期內，美元將主要左右人民幣走勢，隨著美國貨幣政策收緊預期逐步升溫，美元相對人民幣或於下半年走強，預期第三季於 6.4 有支持，並有機會上望 6.6。

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、稅務、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。