

季度观点透视

2021年第一季度亚洲版

摩根资产管理的最新一期《季度观点透视》已经面世。本刊将探讨《环球市场纵览》的重要主题，提供切合时势的经济与投资洞察分析。

本季主题

1. 长期乐观与短期忧虑
2. 放眼长远，无惧风浪
3. 经济复苏从东北亚扩展至东盟
4. 通胀：过快还是过慢？

策略师

Tai Hui
许长泰
常务董事
亚太区首席市场策略师

Kerry Craig, CFA
执行董事
市场策略师

Dr. Jasslyn Yeo, CFA
杨媚
执行董事
市场策略师

Marcella Chow
周奂彤
副总裁
市场策略师

Ian Hui
许慧恒
副总裁
市场策略师

Agnes Lin
林雅慧
副总裁
市场策略师

Shogo Maekawa
前川将吾
副总裁
市场策略师

Chaoping Zhu, CFA
朱超平
副总裁
市场策略师



市场洞察

长期乐观与短期忧虑

全球经济增长 – 《环球市场纵览》第12页

央行资产负债表 – 《环球市场纵览》第19页

全球资本支出 – 《环球市场纵览》第14页

概览

- 虽然疫苗研发可能会扭转新冠肺炎疫情的走势，但近期疫情反弹造成的短期干扰可能会阻碍美国和欧元区的经济和企业盈利复苏。预期中国将引领2021年全球复苏之路。
- 与此同时，一些投资者担心，在积极的财政和货币刺激措施的推动下，通胀可能会加速。然而，成熟市场央行可能愿意在开始实施紧缩政策之前，忍受一定幅度的通胀上行。
- 鉴于美国大选的结果，新一届美国政府实施重大政策改革或大规模财政刺激措施的范围可能有限。尽管如此，美国政治前景变得更加明朗，应该有助于提升企业对投资和支出的信心。

投资启示

- 2021年经济可能会逐步复苏，但疫苗分发效率的提升将有机会推动复苏步伐在年内加快。投资者将需要在短期忧虑和长期乐观中寻求平衡点。
- 这应该会提振市场的风险偏好，为股票、企业信用债和新兴市场债券提供支撑。同时，这也可能催生全球股市的地区间和行业间轮动，使2020年表现落后的地区和行业在投资回报方面有所提升。
- 低政策利率可能会延续，这意味着持有现金所能获得的回报将维持在接近于零的水平。追求收益将是亚洲投资者持续关注的主题。如果经济复苏在2021年后期更趋于稳定，则可能会温和推升长期债券的收益率。

放眼长远，无惧风浪

经济周期各阶段的资产类别回报 – 《环球市场纵览》第58页

亚太（除日本）股票：各市场及行业的盈利预期 – 《环球市场纵览》第36页

全球固定收益：收益率及回报 – 《环球市场纵览》第43页

概览

- 投资者在资产配置过程中应考虑经济复苏的长期前景，而非全球疫情反弹带来的短期波动。
- 即使整体通胀水平在2021年有所回升，各国央行仍有望维持超低政策利率。同时，投资者在配置固定收益资产时应考虑潜在的久期风险。
- 2021年，疫情仍将对政策和市场影响最大的事件。然而，投资者在构建投资组合时还可以考虑其他结构性主题，如应对气候变化的政策动向和全球供应链的多元化。

投资启示

- 总体而言，我们认为中期经济复苏利好风险资产，包括股票、企业信用债和新兴市场债券。
- 在地区上，投资者可考虑以美国和中国股票为核心进行资产配置，而在行业上仍以科技股和医药股为主。同时，股市上的板块和地区间轮动值得关注，因为当经济复苏的范围更广泛时，2020年表现落后的地区和行业（欧元区、东盟国家、除亚洲外的新兴市场、金融、可选消费、原材料和能源）有望受益于企业盈利的上升。
- 固定收益类别中票息较高的资产不仅可以为投资者提供票息回报，还可以针对通胀和政府债券收益率的上行风险为投资者提供保护。这意味着投资者应考虑高收益企业债券和新兴市场本币债券。

市场洞察

经济复苏从东北亚扩展至东盟

东盟：经济概况 – 《环球市场纵览》第5页

中国：经济概况 – 《环球市场纵览》第7页

中国：货币政策及信贷增速 – 《环球市场纵览》第10页

概览

- 我们仍看好亚洲股票。首先，大多数亚洲经济体正在逐步恢复正常，经济复苏已步入正轨。其次，盈利预期已有显著改善，并扩展到了更多市场和行业。
- 随着美元走软，亚洲市场的表现预计将保持强劲。正如近期的亚洲PMI回升所预示的，在逐渐解封之后，全球的经济复苏有望继续支持国际贸易活动在东北亚地区和东盟经济体的复苏，而后者对贸易的依赖程度更高。
- 由于企业基本面不断改善、消费拉动经济进一步复苏、人民币走强，以及地缘政治风险下降，中国A股市场仍然值得关注。因为估值较低，而且在2020年表现落后，东盟市场未来有望跑赢东北亚市场。投资者针对东盟经济体的持仓仍然较低，加上跑赢预期的企业盈利，表明东盟股票有进一步上升的空间。

投资启示

- 疫情严重阻碍了该地区的经济增长，但并未损害一些长期和结构性的积极因素，包括生活方式和消费升级、饮食习惯改变、持续的基建开发和城市化等，并有望继续支持亚洲股市（包括东北亚和东盟）的发展前景。
- 印尼和越南等东盟经济体的结构性改革也有望产生持续的影响，从而重振经济并吸引长期投资。随着疫苗接种日益普及，旅游业也将逐渐恢复正常，2021年东盟市场将有望在低基数的基础上实现复苏。
- 中国正在加快建立以国内市场为重点的双循环经济发展战略，中美贸易摩擦若出现任何形式的再次升级，都将进一步强化和加快这一趋势。

通胀：过快还是过慢？

美国：就业及薪资 – 《环球市场纵览》第25页

全球固定收益：通胀预期 – 《环球市场纵览》第47页

全球固定收益：利率敏感度 – 《环球市场纵览》第50页

概览

- 多年来，各国央行在稳定通胀预期方面表现出色，但近期却难以将通胀率拉回目标水平，利用货币政策影响实体经济的效果也因此受损。
- 各国央行担心通胀率过低，甚至有可能会陷入全面的通缩。但投资者目前则担心通胀率可能会飙升，从而导致债券收益率大幅上升。

投资启示

- 短期内，鉴于经济中闲置产能充足且劳动力市场疲软，通胀失控的风险很小。
- 外部风险在于，宽松的货币和财政政策，以及有效的疫苗，可能会以超出预期的速度使闲置产能投入应用，从而导致通胀水平上升。
- 如果通胀率随着经济前景的改善而稳步回升至目标水平，则政府债券收益率会温和上升。无论如何，各国央行都可能会将现金利率保持在创纪录的低点，从而导致收益率曲线更加陡峭。这不利于主要发达国家政府债券的持有者，但有利于信用债和股市中的周期型板块，例如金融股。投资者也可以着眼于私募市场的实物资产，以获得稳定的收入现金流。

长期乐观与短期忧虑

概览

- 虽然疫苗研发可能会扭转新冠肺炎疫情的走势，但近期疫情反弹造成的短期干扰可能会阻碍美国 and 欧元区的经济和企业盈利复苏。预期中国将引领2021年全球复苏之路。
- 与此同时，一些投资者担心，在积极的财政和货币刺激措施的推动下，通胀可能会加速。然而，成熟市场央行可能愿意在开始实施紧缩政策之前，忍受一定幅度的通胀上行。
- 鉴于美国大选的结果，新一届美国政府实施重大政策改革或大规模财政刺激措施的范围可能有限。尽管如此，美国政治前景变得更加明朗，应该有助于提升企业对投资和支出的信心。

投资启示

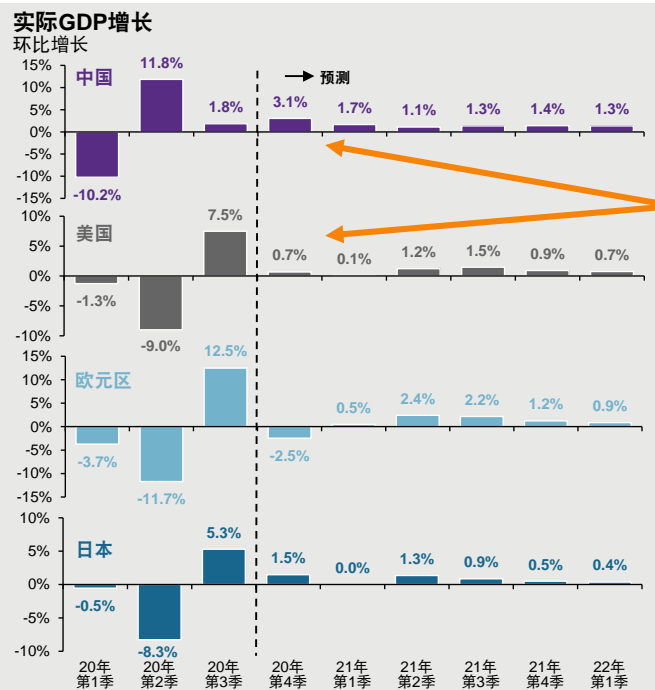
- 2021年经济可能会逐步复苏，但疫苗分发效率的提升将有机会推动复苏步伐在年内加快。投资者将需要在短期忧虑和长期乐观中寻求平衡点。
- 这应该会提振市场的风险偏好，为股票、企业信用债和新兴市场债券提供支撑。同时，这也可能催生全球股市的地区间和行业间轮动，使2020年表现落后的地区和行业在投资回报方面有所提升。
- 低政策利率可能会延续，这意味着持有现金所能获得的回报将维持在接近于零的水平。追求收益将是亚洲投资者持续关注主题。如果经济复苏在2021年后期更趋于稳定，则可能会温和推升长期债券的收益率。

市场洞察

只供香港互认基金管理人委托的代理人或指定的基金销售机构及合格境内机构投资者内部参考使用，不得作公开发布用途，亦不应提供予公众使用。

全球经济增长

亚洲版（中国） | 12



资料来源：摩根经济研究，摩根资产管理。
《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2020年12月31日的最新数据。

2021年可能开局不利，但后续局面将有所好转？

在2021年来临之际，陆续出现的疫情反弹可能会阻碍美国和欧元区的经济复苏。不过，中国应该会在新的一年中继续引领全球经济复苏之路。

- 在政府再次实施隔离措施后，美国和欧元区的服务业活动下滑，削弱了消费者信心，引起经济增长放缓。从PMI来看，这些措施对制造行业的干扰较少。
- 投资、出口和消费是中国经济复苏的三大支柱。为实现碳减排目标而增加相关投资的前景，以及新出台的“十四五”规划，将支持固定资产投资的增长。
- 2021年，亚洲有望迎来基础更为广泛的复苏，助推其经济表现。5G技术的推广应用，以及电子产品的消费周期，将支持台湾地区和韩国的出口势头。旅游业的复苏也可能为泰国和马来西亚等东南亚经济体带来支持。

全球经济

- 左图显示美国、欧元区、中国和日本经济复苏的可能走势。经历了近期轮番的疫情反弹之后，美国和欧元区的增长势头在2021年伊始或将有所走弱。随着疫情得到有效控制，中国则有望在更广泛的范围内实现经济复苏。
- 疫苗的研发和大范围接种是一大关键因素。有效疫苗的广泛应用，有望在2021年下半年提振消费者和企业的信心。

市场洞察

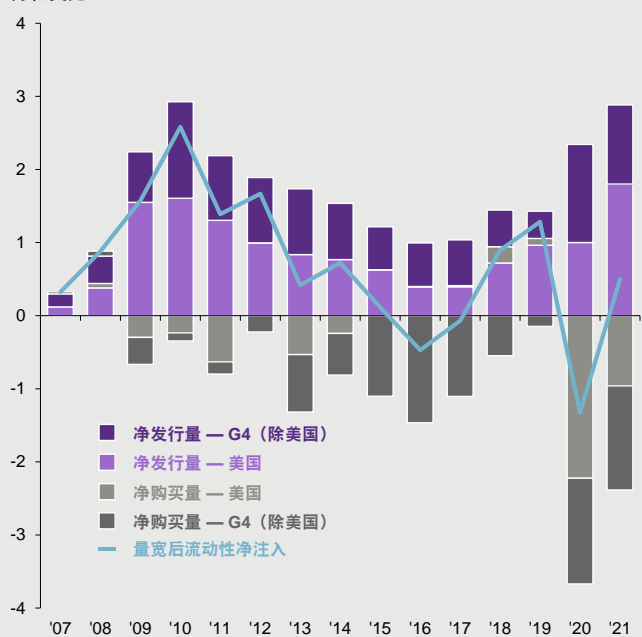
只供香港互认基金管理人委托的代理人或指定的基金销售机构及合格境内机构投资者内部参考使用，不得作公开发布用途，亦不应提供予公众使用。

央行资产负债表

亚洲版（中国） | 19

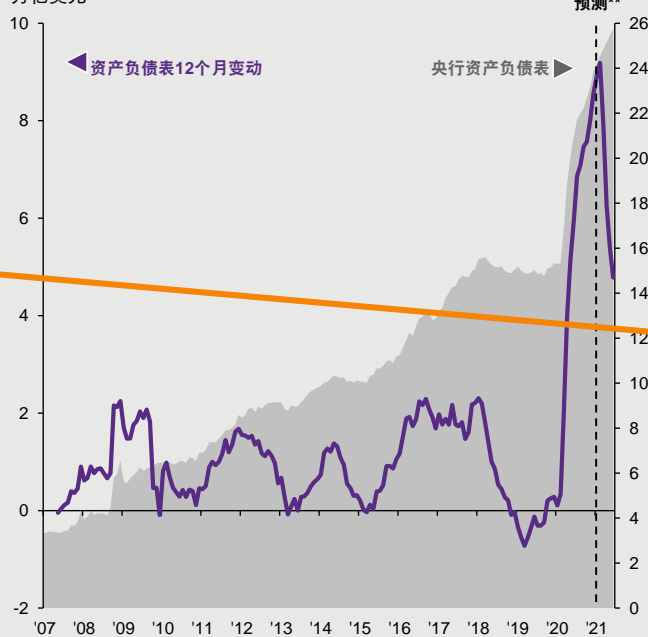
G4*政府债券发行量及央行购买量

万亿美元



G4*央行的资产负债表

万亿美元



资料来源：彭博，英格兰银行，日本央行，欧洲央行，英国债务管理局，美联储，摩根证券研究，摩根资产管理。（右图）FactSet。
 *G4指欧元区、日本、英国和美国等四大经济体。2020年及2021年预测数据来源于摩根资产管理的全球固定收益、货币和大宗商品团队。
 **预测基于各大央行货币政策指引给出的隐含假设。
 《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2020年12月31日的最新数据。

摩根
资产管理

19

货币政策宁松勿紧？

许多投资者担心，随着经济不断复苏，通胀率可能会飙升，而这可能会迫使发达国家的央行收紧货币政策。

- 由于2020年的基数较低，且食品和能源价格有所上涨，因此整体通胀水平在2021年可能会回升。但受到需求侧推动的潜在通胀水平预计涨幅有限。
- 此外，大多数央行似乎愿意先容忍一定程度的通胀上升，再考虑收紧货币政策。
- 货币政策正常化的顺序对于投资者来说也很重要。在政策利率上调之前，资产购买计划可能会先放缓，这意味着收益率曲线将变得陡峭。然而，近期的政府债务激增则意味着，各国央行需要将债券收益率维持在较低水平，以避免增加政府的利息支出负担。

全球经济

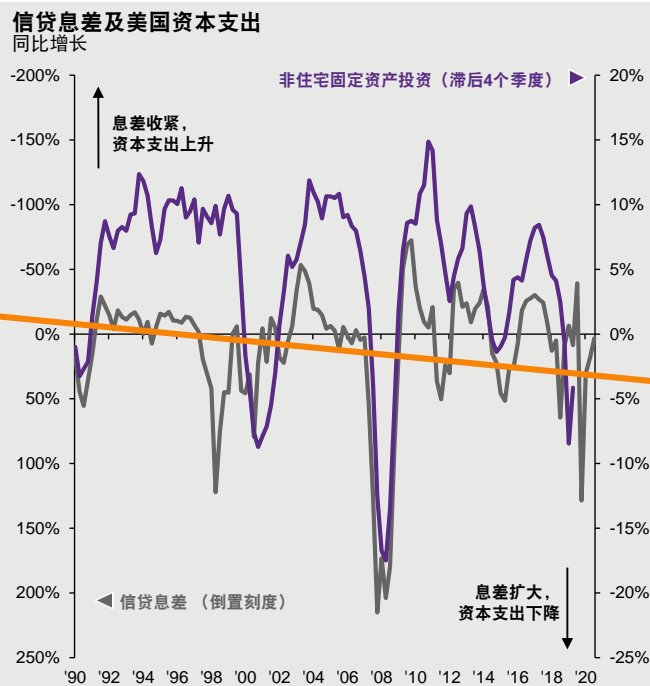
- 右图显示，2021年四大经济体央行的资产购买量可能会下降，但债券购买速度仍远高于2008年全球金融危机之后实施量化宽松的时期。四大经济体央行指英格兰银行、日本央行、美联储和欧洲央行。
- 左图显示，这些央行预计将延续宽松政策，为各自政府的财政赤字提供融资支持，这意味着未来12个月债券收益率的上行空间有限。

市场洞察

只供香港互认基金管理人委托的代理人或指定的基金销售机构及合格境内机构投资者内部参考使用，不得作公开发布用途，亦不应提供予公众使用。

全球资本支出

亚洲版（中国） | 14



资料来源：FactSet，摩根资产管理；（左图）摩根经济研究，国家统计局；（右图）彭博，美国经济分析局。
息差基于彭博巴克莱美国投资级别企业债券指数的期权调整息差。
*此系列汇总29个成熟和新兴市场的月度资本货物进口增长数据，按其名义GDP加权计算。
《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2020年12月31日的最新数据。

摩根
资产管理

耐心等待企业投资复苏

中美贸易摩擦和新冠肺炎疫情造成的财务损失削弱了企业投资。

- 尽管中美关系可能会持续面临挑战，但投资者预期新任总统拜登的政府会选择更为常规的政策道路，同时单边关税行动也会减少。
- 企业将需要修复被疫情破坏的资产负债表，而这可能会阻碍企业投资。对于在疫情中保持韧性的行业，以及资产负债表稳健的大型企业而言，可能会迎来更加强劲的投资复苏。
- 另一方面，超宽松货币政策有望刺激投资。企业在2020年纷纷利用低收益率环境筹集资金，使企业债券发行量创下新高。

全球经济

- 这两张图表反映了全球和美国的企业投资状况。中美贸易摩擦和新冠肺炎疫情，打击了美国企业的投资。

放眼长远，无惧风浪

概览

- 投资者在资产配置过程中应考虑经济复苏的长期前景，而非全球疫情反弹带来的短期波动。
- 即使整体通胀水平在2021年有所回升，各国央行仍有望维持超低政策利率。同时，投资者在配置固定收益资产时应考虑潜在的久期风险。
- 2021年，疫情仍将对政策和市场影响最大的事件。然而，投资者在构建投资组合时还可以考虑其他结构性主题，如应对气候变化的政策动向和全球供应链的多元化。

投资启示

- 总体而言，我们认为中期经济复苏利好风险资产，包括股票、企业信用债和新兴市场债券。
- 在地区上，投资者可考虑以美国和中国股票为核心进行资产配置，而在行业上仍以科技股和医药股为主。同时，股市上的板块和地区间轮动值得关注，因为当经济复苏的范围更广泛时，2020年表现落后的地区和行业（欧元区、东盟国家、除亚洲外的新兴市场、金融、可选消费、原材料和能源）有望受益于企业盈利的上升。
- 固定收益类别中票息较高的资产不仅可以为投资者提供票息回报，还可以针对通胀和政府债券收益率的上行风险为投资者提供保护。这意味着投资者应考虑高收益企业债券和新兴市场本币债券。

市场洞察

只供香港互认基金管理人委托的代理人或指定的基金销售机构及合格境内机构投资者内部参考使用，不得作公开发布用途，亦不应提供予公众使用。

经济周期各阶段的资产类别回报

亚洲版（中国） | 58

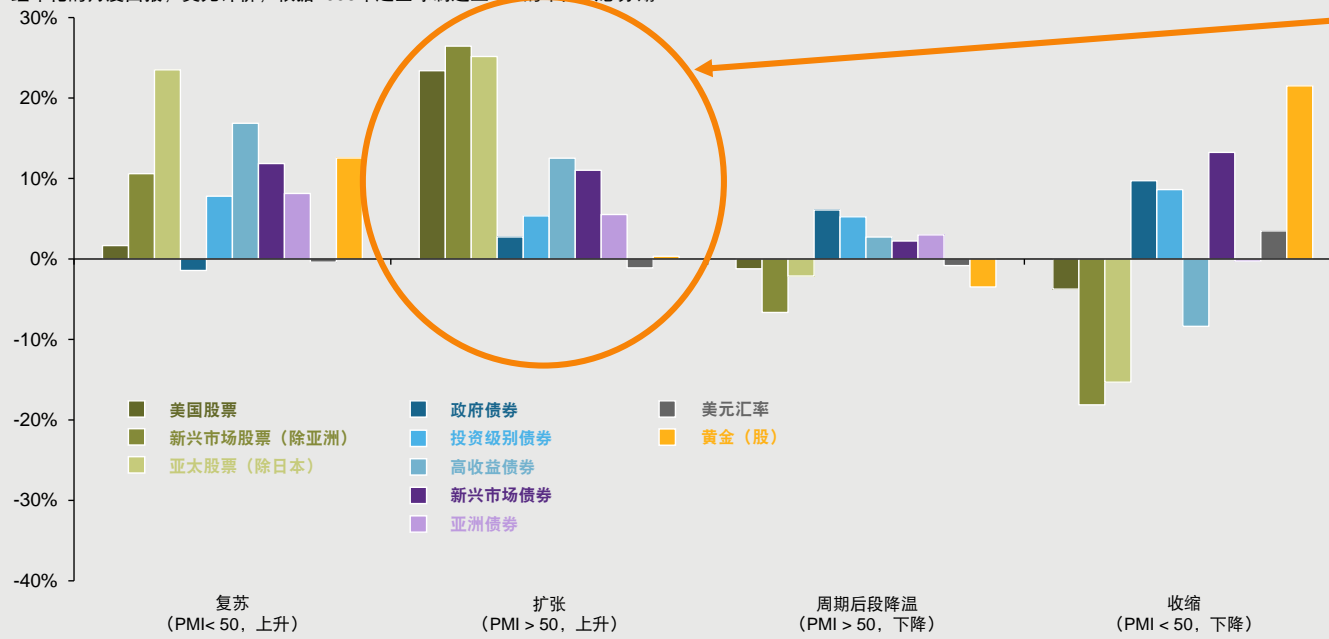
在增长的早期阶段，风险资产将受益

如果疫苗研发和大规模接种能够帮助巩固当前的经济复苏势头，则风险资产将从中受益。

- 经济复苏有望提振企业盈利，并支撑股市的高估值。这可能会惠及部分在2020年被低估或表现落后的地区和行业。
- 增长环境的改善也有助于减少企业违约，使企业信用息差收窄。高收益企业债券和新兴市场债券有望从中受益，尤其是在各国央行维持宽松货币政策的情况下。
- 成熟市场政府债券的收益率过低，无法为投资者带来足够的回报。在最近几个月的股市调整中，此类债券为投资者提供的保护也有限。

各资产类别回报

经年化的月度回报，美元计价，根据1998年起全球制造业PMI的不同状态分期



资料来源：彭博，FactSet，IHS Markit，MSCI，标准普尔，摩根经济研究，摩根资产管理。图例中的“美国股票”为标准普尔500指数，“新兴市场（除亚洲）股票”为MSCI新兴市场（除亚洲）指数，“亚大（除日本）股票”为MSCI综合亚大（除日本）指数，“政府债券”为彭博巴克莱全球国债指数，“投资级别债券”为彭博巴克莱美国综合信用债-投资级别企业债券指数，“高收益债券”为彭博巴克莱全球高收益企业债券指数，“新兴市场债券”为摩根新兴市场债券全球指数，“亚洲债券”为摩根亚洲信用债指数，“美元汇率”为美元DXY指数，“黄金（股）”为黄金开采商可投资市场指数。所有数据均为自1998年1月31日起美元计总回报，高收益债券（2000年12月31日）、亚洲债券（2005年10月31日）及黄金（股）（2003年12月31日）因数据有限除外。PMI低于50显示行业活动减速，高于50显示行业活动加速。有关指数定义，请参阅本文件最后。过往表现并非当前及未来业绩的可靠指标。
《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2020年12月31日的最新数据。

摩根
资产管理

其他资产类别

58

- 本页显示了各资产类别在全球制造业PMI处于不同状态时的月平均年化表现。
- 上图表明，在经济复苏的早中期（PMI上升时），股票、企业信用债和新兴市场债券表现良好。

市场洞察

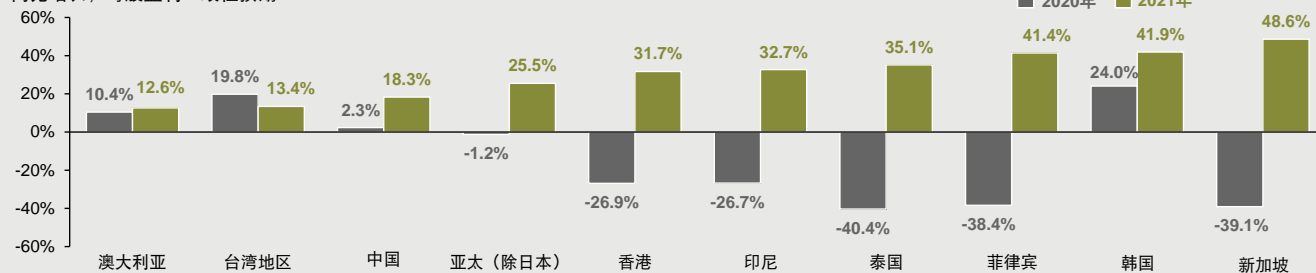
只供香港互认基金管理人委托的代理人或指定的基金销售机构及合格境内机构投资者内部参考使用，不得作公开发布用途，亦不应提供予公众使用。

亚太（除日本）股票：各市场及行业的盈利预期

亚洲版（中国） | 36

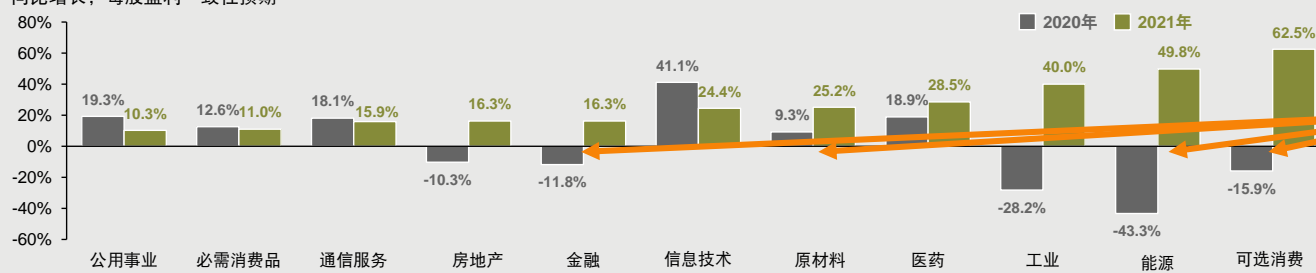
亚洲各市场的盈利增长

同比增长，每股盈利一致性预期



亚洲各行业的盈利增长

同比增长，每股盈利一致性预期



资料来源：MSCI，摩根资产管理。（上图）IBES。所用的股票指数为各自的MSCI指数。所用一致性盈利预测为IBES的历年估计。（下图）FactSet。行业股票盈利增长根据MSCI综合亚太（除日本）指数中相应的行业指数计算。所用一致性预期为FactSet各日历年度的估计。过往表现并非当前及未来业绩的可靠指标。《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2020年12月31日的最新数据。

摩根
资产管理

考虑股票市场的战术性轮动

如果在疫苗成功研发和大规模接种的推动下，全球经济复苏的范围变得更加广泛，则板块和地区间的轮动有望发生。

- 中国、东北亚和美国市场在2020年表现突出，这得益于这些经济体在疫情中表现出的韧性，及其科技板块中所具有的长期战略主题。投资者应该维持在这些核心市场的持仓。
- 除了这些战略性机会之外，如果经济复苏能够使更多企业的盈利情况有所改善，则估值较低的欧元区、东盟和亚洲以外的新兴市场可能也会对投资者产生吸引力。
- 这同样适用于遭受到疫情严重冲击的行业，如金融、可选消费、能源和原材料。随着复苏势头持续，投资者需要在全局范围内进行多元化配置。

- 这两张图显示了2020年和2021年的每股盈利一致性预测，按亚太地区（除日本外）市场和行业分列。
- 尽管一些地区和行业（如中国台湾地区、韩国和科技行业）对新冠肺炎疫情的抵御能力更强，但如果全球复苏在2021年后形成势头，其他地区和行业的反弹幅度可能会更大。

市场洞察

只供香港互认基金管理人委托的代理人或指定的基金销售机构及合格境内机构投资者内部参考使用，不得作公开发布用途，亦不应提供予公众使用。

全球固定收益：收益率及回报

亚洲版（中国） | 43

利用高收益债券增强回报

高收益企业债券和新兴市场债券受益于经济复苏的环境。

- 我们预计各国央行将在较长一段时间内保持低政策利率，但长期债券收益率可能会上升。
- 高收益类固定收益资产，不论是企业债券还是新兴市场债券，都可以为投资者提供较好的收益，并且在利率上升时为投资者提供一定保护。
- 美元疲软的环境也将有利于新兴市场债券，尤其是本币债券，因为资本将流入亚洲和新兴市场。然而，差异化仍是关键。一些地区的国内政策问题可能影响其货币汇率，使其无法受益于美元走弱带来的利好因素。

类别	到期收益率	久期*	与MSCI综合世界指数的相关系数**	与10年期美国国债的相关系数
亚洲高收益债券	6.9%	4.4	0.73	-0.12
美国高收益债券	5.0%	3.6	0.83	-0.23
新兴市场美元债券	4.3%	8.3	0.65	0.09
新兴市场本币债券	4.2%	5.0	0.66	-0.08
亚洲美元债券	3.7%	5.8	0.59	0.21
欧洲高收益债券	3.3%	3.4	0.82	-0.34
美国投资级别债券	1.8%	8.8	0.42	0.45
美国国债	0.6%	7.2	-0.40	0.98
成熟市场政府债券	0.6%	8.9	0.10	0.63
现金	0.1%	0.2	-0.12	0.14

2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2020年四季度	5年年化回报
亚洲高收益债券 8.3%	亚洲高收益债券 5.2%	美国高收益债券 17.1%	欧洲高收益债券 21.0%	现金 1.8%	美国投资级别债券 14.5%	欧洲高收益债券 10.9%	欧洲高收益债券 9.9%	美国高收益债券 8.6%
美国投资级别债券 7.5%	亚洲美元债券 2.8%	新兴市场本币债券 11.1%	新兴市场本币债券 15.4%	美国国债 0.9%	新兴市场美元债券 14.4%	美国投资级别债券 9.9%	新兴市场本币债券 8.5%	高收益债券 7.0%
亚洲高收益债券 6.1%	新兴市场美元债券 1.2%	亚洲高收益债券 11.2%	新兴市场美元债券 9.3%	成熟市场政府债券 -0.7%	美国高收益债券 14.3%	成熟市场政府债券 9.7%	美国高收益债券 6.5%	新兴市场美元债券 6.8%
新兴市场美元债券 5.5%	美国国债 0.8%	新兴市场美元债券 10.2%	美国高收益债券 7.5%	亚洲美元债券 -0.8%	新兴市场美元债券 13.1%	美国国债 8.0%	新兴市场美元债券 5.5%	美国投资级别债券 6.7%
美国国债 5.1%	现金 0.0%	美国投资级别债券 6.1%	亚洲高收益债券 6.9%	美国高收益债券 -2.1%	亚洲高收益债券 12.8%	美国高收益债券 7.1%	亚洲高收益债券 3.9%	亚洲高收益债券 6.4%
美国高收益债券 2.5%	美国投资级别债券 -0.7%	亚洲美元债券 5.8%	成熟市场政府债券 6.8%	美国投资级别债券 -2.5%	亚洲美元债券 11.3%	亚洲美元债券 6.3%	美国投资级别债券 3.0%	新兴市场本币债券 6.0%
成熟市场政府债券 0.7%	成熟市场政府债券 -2.6%	欧洲高收益债券 3.4%	美国投资级别债券 6.4%	亚洲高收益债券 -3.2%	欧洲高收益债券 10.3%	新兴市场美元债券 5.9%	成熟市场政府债券 2.3%	亚洲美元债券 5.6%
现金 0.0%	美国高收益债券 -4.5%	成熟市场政府债券 1.6%	亚洲美元债券 5.8%	新兴市场美元债券 -4.6%	美国国债 6.9%	亚洲高收益债券 4.9%	亚洲美元债券 1.8%	成熟市场政府债券 4.6%
欧洲高收益债券 -6.0%	欧洲高收益债券 -7.6%	美国国债 1.0%	美国国债 2.3%	新兴市场本币债券 -6.7%	成熟市场政府债券 6.0%	现金 0.5%	现金 0.0%	美国国债 3.8%
新兴市场本币债券 -6.1%	新兴市场本币债券 -18.0%	现金 0.3%	现金 0.8%	欧洲高收益债券 -8.2%	现金 2.2%	新兴市场本币债券 -1.2%	美国国债 -0.8%	现金 1.1%

资料来源：彭博，FactSet，巴克莱，摩根经济研究，摩根资产管理。
 图例中的“美国高收益债券”为彭博巴克莱美国综合信用债-高收益企业债券指数，“美国投资级别债券”为彭博巴克莱美国综合信用债-投资级别企业债券指数，“新兴市场本币债券”为摩根政府债券指数-新兴市场全球，“新兴市场美元债券”为摩根新兴市场债券全球指数，“亚洲美元债券”为摩根亚洲信用债指数，“欧洲高收益债券”为彭博巴克莱泛欧高收益债券指数，“成熟市场政府债券”为摩根政府债券指数-全球交易，“亚洲高收益债券”为摩根亚洲信用债高收益债券指数，“美国国债”为彭博巴克莱全球美国国债指数-3至5年期国债，“现金”为彭博巴克莱美国国债指数-1至3个月期国债。5年数据代表2015年12月31日至2020年12月31日期间的美元计年化回报。*久期是用以度量债券价格对利率变动的敏感度，并以年为单位。利率上升令债券价格下跌，反之亦然。**与MSCI综合世界指数的相关系数乃使用10年数据计算。正收益率并不代表正回报。过往表现并非当前及未来业绩的可靠指标。
 《环球市场纵览-亚洲版》。反映截至2020年12月31日的最新数据。



固定收益

- 左侧表格显示了各类固定收益资产的收益率、久期以及与股票和美国国债的相关性。如果美国国债收益率在2021年上升（意味着价格下跌），则投资者应该选择与美国国债呈负相关的债券，以及收益率高到足以抵消久期风险的债券。
- 这将为高收益率资产，如高收益企业债券和新兴市场债券提供支持。

经济复苏从东北亚扩展至东盟

概览

- 我们仍看好亚洲股票。首先，大多数亚洲经济体正在逐步恢复正常，经济复苏已步入正轨。其次，盈利预期已有显著改善，并扩展到了更多市场和行业。
- 随着美元走软，亚洲市场的表现预计将保持强劲。正如近期的亚洲PMI回升所预示的，在逐渐解封之后，全球的经济复苏有望继续支持国际贸易活动在东北亚地区和东盟经济体的复苏，而后者对贸易的依赖程度更高。
- 由于企业基本面不断改善、消费拉动经济进一步复苏、人民币走强，以及地缘政治风险下降，中国A股市场仍然值得关注。因为估值较低，而且在2020年表现落后，东盟市场未来有望跑赢东北亚市场。投资者针对东盟经济体的持仓仍然较低，加上跑赢预期的企业盈利，表明东盟股票有进一步上升的空间。

投资启示

- 疫情严重阻碍了该地区的经济增长，但并未损害一些长期和结构性的积极因素，包括生活方式和消费升级、饮食习惯改变、持续的基建开发和城市化等，并有望继续支持亚洲股市（包括东北亚和东盟）的发展前景。
- 印尼和越南等东盟经济体的结构性改革也有望产生持续的影响，从而重振经济并吸引长期投资。随着疫苗接种日益普及，旅游业也将逐渐恢复正常，2021年东盟市场将有望在低基数的基础上实现复苏。
- 中国正在加快建立以国内市场为重点的双循环经济发展战略，中美贸易摩擦若出现任何形式的再次升级，都将进一步强化和加快这一趋势。

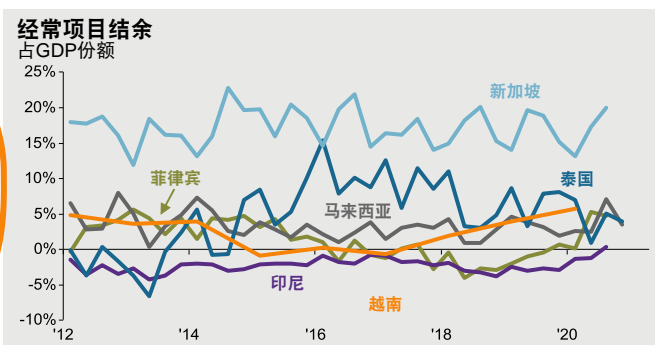
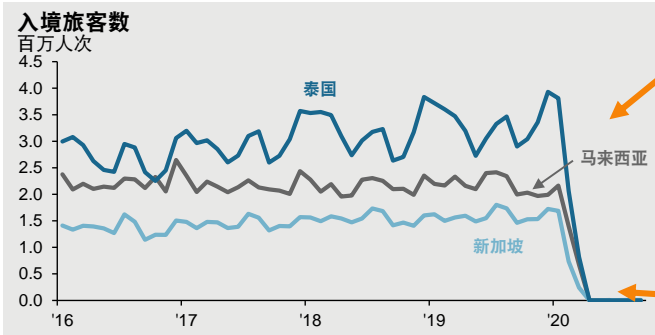
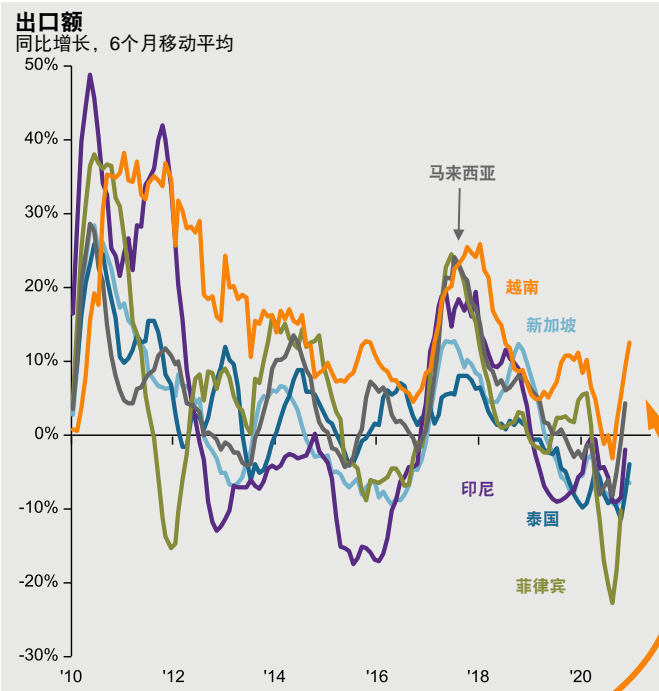
市场洞察

只供香港互认基金管理人委托的代理人或指定的基金销售机构及合格境内机构投资者内部参考使用，不得作公开发布用途，亦不应提供予公众使用。

东盟：经济概况

亚洲版（中国） | 5

区域及本地经济



资料来源：FactSet，国家统计机构，摩根资产管理；（右上图）泰国旅游发展局，新加坡统计局，马来西亚旅游局；（右下图）菲律宾央行，印尼央行，马来西亚国家银行，泰国央行，越南国家银行，新加坡统计局。
《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2020年12月31日的最新数据。

摩根
资产管理

疫苗面世后，谁将是旅游业复苏的最大受益者？

- 2020年，东盟地区的旅游业因为应对疫情的隔离措施和旅行限制而遭到严重冲击。
- 在东盟五国中，泰国、马来西亚和新加坡所受冲击最为严重，因为其旅游业收入或旅游服务出口额相对国内生产总值（GDP）的比例更高。
- 如图所示，2020年入境旅客数量锐减。例如，泰国的入境旅客数量同比下降了99.9%。2021年若疫苗成功应用，将有助于旅游业和整个东盟经济活动的复苏。

5

- 最近几个月，东盟出口大幅复苏，但复苏的来源相当参杂。马来西亚的出口主要由于中国对电子产品的需求而大幅回升，而新加坡和菲律宾却没有出现类似的反弹。
- 随着疫苗研发的前景提振旅游相关行业的乐观情绪，2021年东盟有望在低基数的基础上实现复苏。同时，疫苗的应用也有望提振消费者和企业信心，促使经济活动持续正常化，并改善企业盈利。

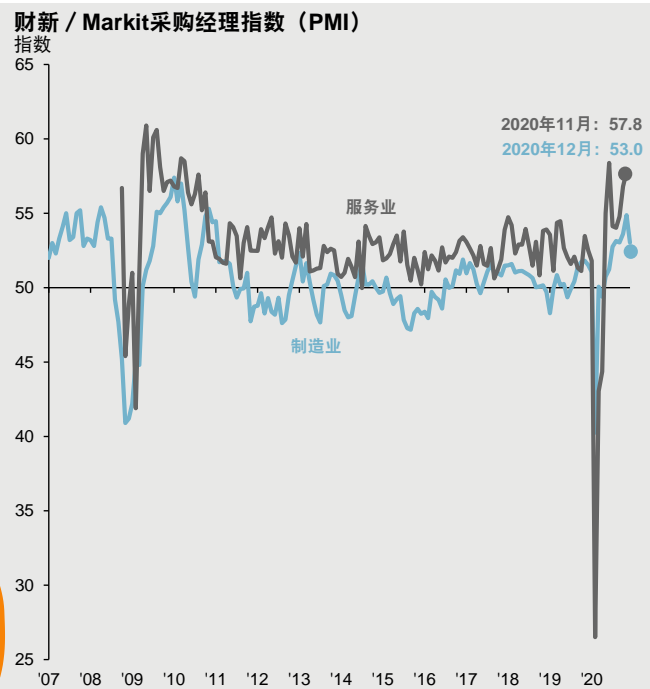
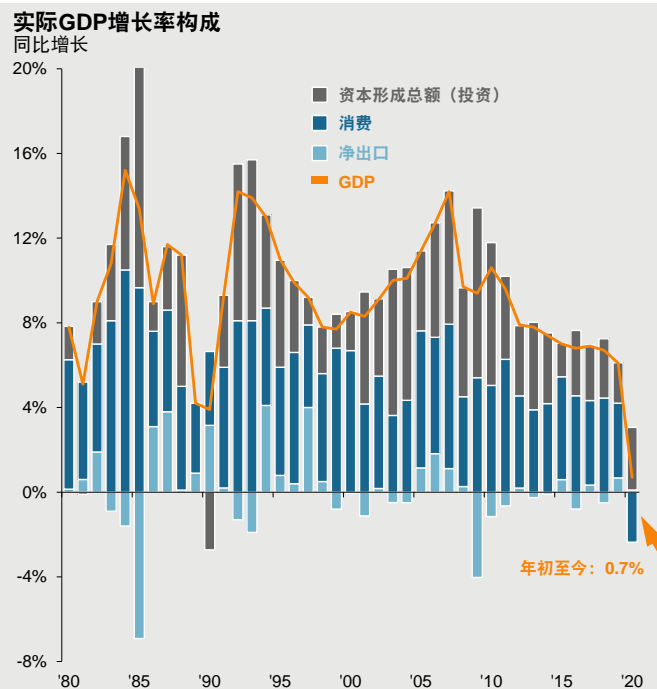
市场洞察

只供香港互认基金管理人委托的代理人或指定的基金销售机构及合格境内机构投资者内部参考使用，不得作公开发布用途，亦不应提供予公众使用。

中国：经济概况

亚洲版（中国） | 7

区域及本地经济



资料来源：摩根资产管理；（左图）CEIC，中国国家统计局；（右图）财新 / Markit，摩根经济研究。
*PMI低于50显示行业活动减速，高于50显示行业活动加速。
《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2020年12月31日的最新数据。

摩根
资产管理

中国能否保持增长势头？

尽管新冠肺炎疫情再度升温，但世界各地的经济复苏仍处于正轨。疫苗研发所取得的进展进一步增强了市场对经济活动正常化的信心。因此，在未来几个季度，中国经济增长将有望得到内外部需求的双重支持。

- 民间固定资产投资在2020年第四季度实现大幅反弹，追赶上了主要由政府主导的基建投资的增长步伐。此外，由于制造业的库存水平较低，补库存进程可能会再次启动，助力近期的投资增长。
- 工业生产、出口和投资方面的积极势头已经延伸至消费和服务业，使经济复苏的基础变得更加广泛。

- 左图为改革开放以来中国的实际GDP增长及其结构。最后一列显示中国已经从新冠肺炎疫情的影响中恢复过来。
- 进入2020年三季度，投资已完全恢复，并对增长做出了正面贡献，而消费增长则较为滞后。然而，随着消费者信心好转，消费增长的步伐正在赶上投资。
- 右图的PMI指数反映了经济的短期趋势。PMI指数显示，自5月份以来，中国经济活动环比继续改善，并有望在未来几个月延续这一势头。

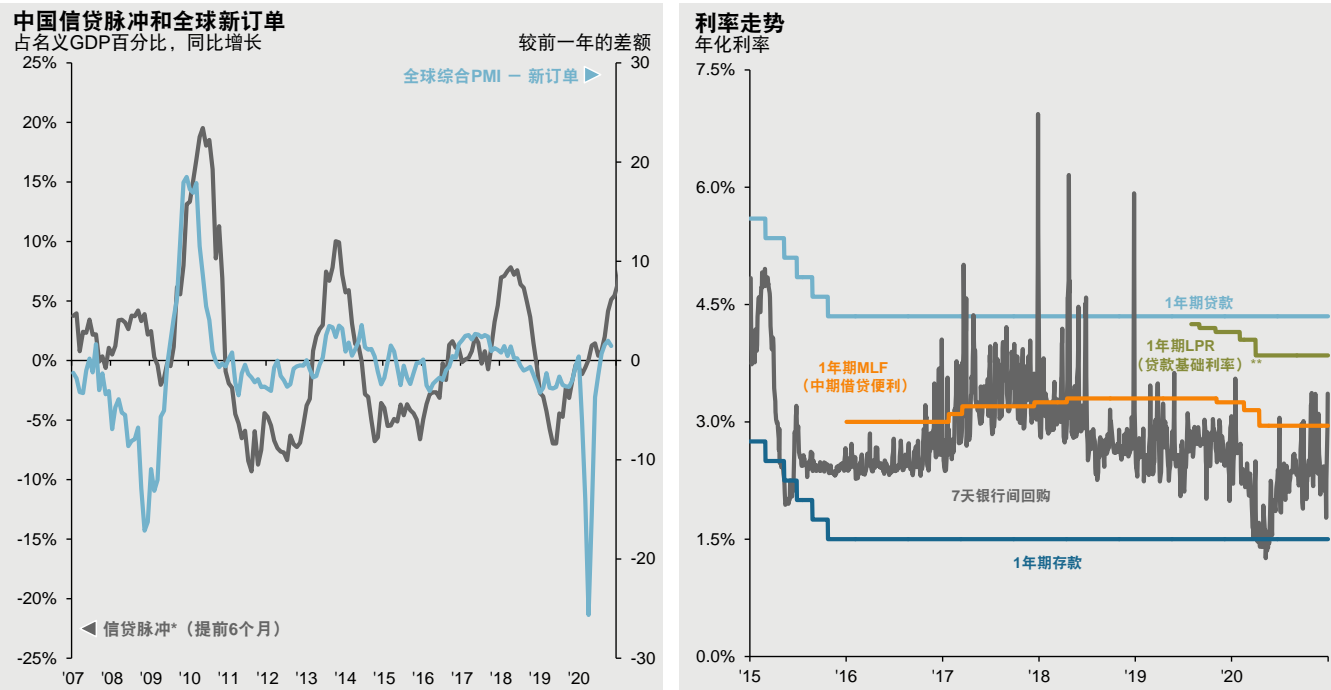
市场洞察

只供香港互认基金管理人委托的代理人或指定的基金销售机构及合格境内机构投资者内部参考使用，不得作公开发布用途，亦不应提供予公众使用。

中国：货币政策及信贷增速

亚洲版（中国） | 10

区域及本地经济



资料来源：CEIC，中国人民银行，摩根资产管理；（左图）中国财政部；（右图）全国银行间同业拆借中心。
*信贷脉冲衡量信贷资金增量（社会融资总额）占名义GDP百分比的同比增长。使用滚动12个月的名义GDP和社会融资总额数据进行计算。
**从2019年8月开始，在18家报价行向全国银行间同业拆借中心提交报价的基础上，形成当月的1年期及5年期贷款市场报价利率（LPR）。
《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2020年12月31日的最新数据。

摩根
资产管理

10

人民银行的政策目标是什么？

随着全球经济保持复苏势头，人民银行需要进一步放松货币政策的压力已经大为缓解，但避免宏观杠杆率再度上升正在成为政策目标。因此，人民银行可能会保持整体中性的货币政策。

- 人民银行将继续重点关注对实体经济的支持，特别是中小企业和科技行业。与此同时，相关部门将采取严格的监管措施，防止银行贷款流入房地产和金融市场。
- 由于政策差异，中国的债券收益率可能持续高于发达国家，从而吸引海外资金不断流入中国国内债券市场。人民币可能也会受到资本流入的支持。

- 左图显示了中国信贷扩张的速度与名义GDP增速的对比。名义GDP增速因疫情而有所下降，同时信贷增速则因中国人民银行采取支持性措施而有所回升。因此，两者的差距在2020年显著扩大。
- 然而，当经济增长的基础进一步巩固时，人民银行会回归中性立场，强调对实体经济的定向支持。自2020年4月以来，人民银行的主要政策利率一直没有调整。因此，金融市场的流动性状况变得紧张，体现在较高的银行间市场回购利率。

通胀：过快还是过慢？

概览

- 多年来，各国央行在稳定通胀预期方面表现出色，但近期却难以将通胀率拉回目标水平，利用货币政策影响实体经济的效果也因此受损。
- 各国央行担心通胀率过低，甚至有可能会陷入全面的通缩。但投资者目前则担心通胀率可能会飙升，从而导致债券收益率大幅上升。

投资启示

- 短期内，鉴于经济中闲置产能充足且劳动力市场疲软，通胀失控的风险很小。
- 外部风险在于，宽松的货币和财政政策，以及有效的疫苗，可能会以超出预期的速度使闲置产能投入应用，从而导致通胀水平上升。
- 如果通胀率随着经济前景的改善而稳步回升至目标水平，则政府债券收益率会温和上升。无论如何，各国央行都可能会将现金利率保持在创纪录的低点，从而导致收益率曲线更加陡峭。这不利于主要发达国家政府债券的持有者，但有利于信用债和股市中的周期型板块，例如金融股。投资者也可以着眼于私募市场的实物资产，以获得稳定的收入现金流。

市场洞察

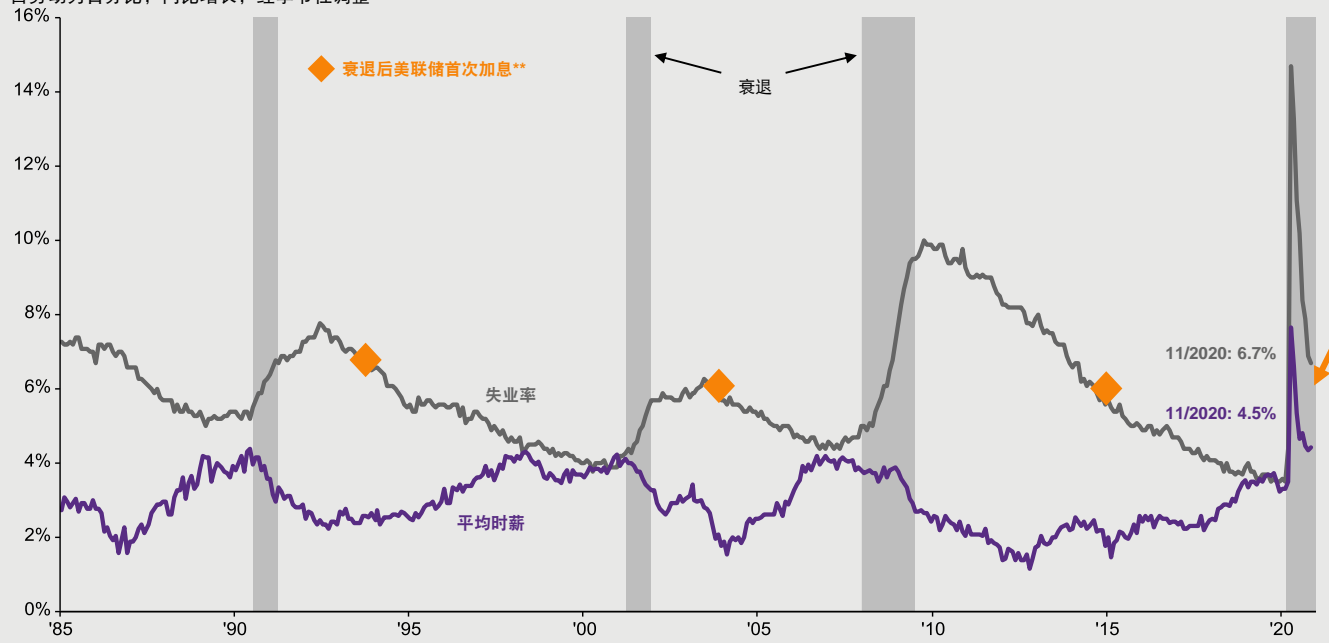
只供香港互认基金管理人委托的代理人或指定的基金销售机构及合格境内机构投资者内部参考使用，不得作公开发布用途，亦不应提供予公众使用。

美国：就业及薪资

亚洲版（中国） | 25

失业率及平均时薪*

占劳动力百分比，同比增长，经季节性调整



资料来源：FactSet，美国劳工统计局，摩根资产管理。

*平均时薪基于生产及非主管职位工人的工资计算。

**过去3次衰退后美联储首次加息分别发生在1993年12月13日、2003年12月25日、2015年1月20日。

《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2020年12月31日的最新数据。

摩根
资产管理

劳动力市场是经济中闲置产能的指标

- 劳动力市场是经济健康状况的滞后指标，通常只有在经济的其他部分出现改善后才会提升。在各国央行的政策框架中，充分就业已经和通胀前景一样，成为关键的政策目标。
- 这是因为当失业率下降到一定水平时，劳动力供应将趋紧。随着雇主开始争夺员工，工资也会上升。工资的增长将推升核心通胀水平，使其维持在经济能够持续增长的水平上，并使通胀回升至央行的目标区间。
- 通胀率的衡量标准是物价的同比变化。2020年经济活动下降和能源价格暴跌意味着，2021年某些时点的同比数据将会显示出较高的通胀率。然而，这种局面很可能只是暂时的，货币政策的制定者不会过于在意。

全球经济

- 由于疫情影响，许多经济体的失业率飙升。其中，美国尤为严重，流失就业岗位达到2,200万个。临时发放失业救济金的措施使得救济金超出了平均工资水平。
- 失业救济金政策即将到期和经济前景的改善，已挽回一半以上的流失职位，但要恢复至疫情前的就业水平仍道阻且长。

市场洞察

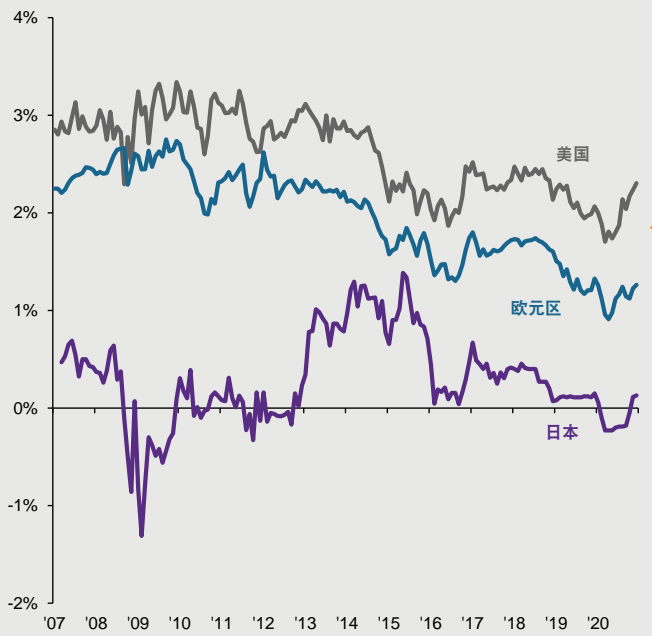
只供香港互认基金管理人委托的代理人或指定的基金销售机构及合格境内机构投资者内部参考使用，不得作公开发布用途，亦不应提供予公众使用。

全球固定收益：通胀预期

亚洲版（中国） | 47

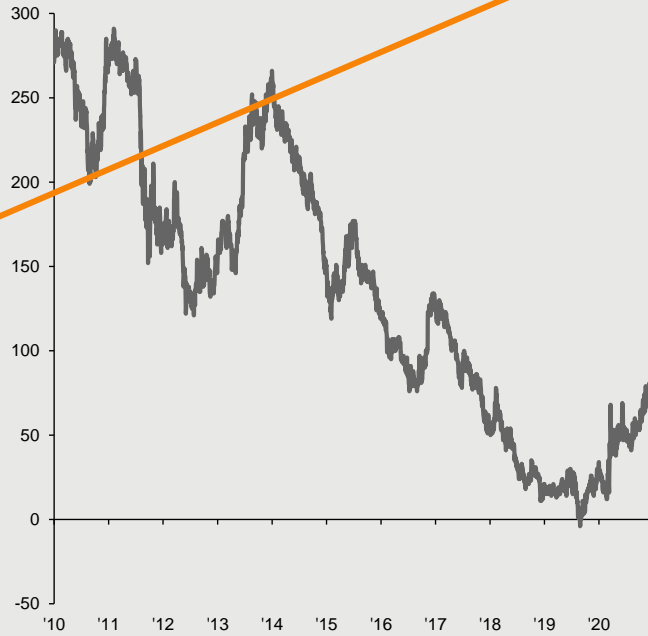
市场反映的通胀预期

%，5年 / 5年期通胀掉期利率



美国国债收益率曲线息差：期限息差

基点，10年收益率减2年收益率



资料来源：摩根资产管理；（左图）彭博；（右图）FactSet，美联储。
《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2020年12月31日的最新数据。

市场价格反映适度通胀预期

- 基于市场价格的通胀预期指标已经开始回升。然而，这些指标尚未表明通胀将在未来一年中出现过高的情况。通胀率可能会稳步回归至各国央行设定的2%的通胀目标。
- 随着未来通胀水平上升的预期反映在债券市场中，较长期的政府债券收益率开始上行。各国央行对通胀会采取新的应对方法，因此在提高现金利率之前，将允许通胀率超过目标值。
- 这意味着收益率曲线会变得更加陡峭。从历史上看，这有利于金融和银行等周期性行业，因为净利差会因此有所改善。

- 通胀预期指标，如5年 / 5年期通胀利率掉期（用于衡量从5年后开始的5年内的通胀前景），是评估市场定价所反映的未来通胀预期的常用方法。
- 在经济周期的早期阶段，现金利率较低，但是经济增长和通胀预期的上升会推高长期债券的收益率，从而导致债券收益率曲线变得陡峭。

市场洞察

只供香港互认基金管理人委托的代理人或指定的基金销售机构及合格境内机构投资者内部参考使用，不得作公开发布用途，亦不应提供予公众使用。

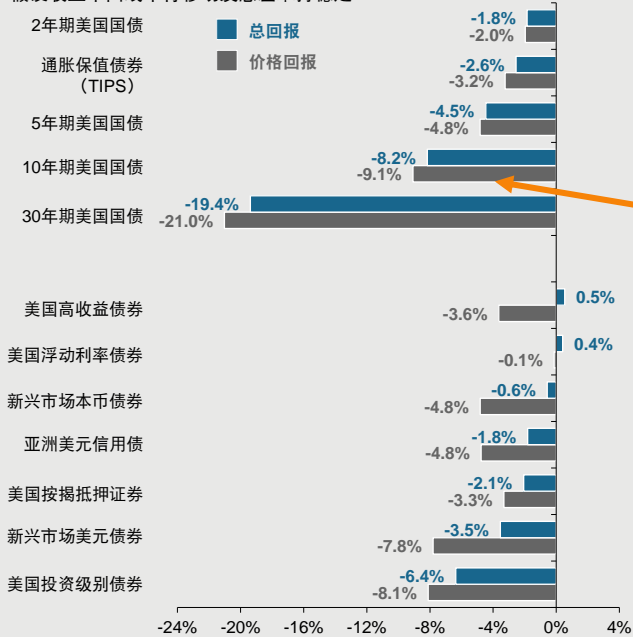
全球固定收益：利率敏感度

亚洲版（中国） | 50

美国国债	收益率 / 最低收益率		久期* (年)	与10年期美国国债的相关系数**
	2020年12月31日	2019年12月31日		
2年期	0.13%	1.58%	1.99	0.74
5年期	0.36%	1.69%	4.96	0.93
通胀保值债券 (TIPS)	-1.06%	0.15%	3.43	0.65
10年期	0.93%	1.92%	9.57	1.00
30年期	1.65%	2.39%	24.52	0.94
类别				
美国浮动利率债券	0.54%	2.30%	0.13	-0.30
美国按揭抵押债券	1.25%	2.54%	2.34	0.84
美国投资级别债券	1.74%	2.84%	8.84	0.45
美国高收益债券	4.18%	5.19%	3.58	-0.23
新兴市场美元债券	4.26%	4.78%	8.32	0.09
亚洲美元信用债	2.95%	3.73%	5.82	0.21
新兴市场本币债券	4.25%	5.91%	5.02	-0.08

收益率上涨100个基点的影响

假设收益率曲线平行移动及息差维持稳定



收益率上行可能带来的风险

- 目前的基本假设情形是，通胀可能未来12个月逐步回升至各国央行的目标水平。政府债券收益率也会随着通胀预期而温和上升。由于要维持宽松的金融环境，并压低利率以维持剧增的政府债务，央行会继续推行购债计划，限制债券收益率进一步上行的空间。
- 持有核心政府债券和拉长久期的吸引力已大幅下滑，因为其相对价格和绝对价格都偏高。即使债券收益率温和上升，债券价格损失的潜在风险也不容忽视。
- 因此，核心政府债券已经成为一种相对昂贵的投资组合避险手段。

资料来源：彭博，FactSet，巴克莱，摩根经济研究，摩根资产管理。图表中的“2年期、5年期、10年期、30年期美国国债”为彭博巴克莱美国国债领先指数，“通胀保值债券 (TIPS)”为彭博巴克莱通胀保值债券 (TIPS) 指数，“美国浮动利率债券”为彭博巴克莱美国浮动利率票据指数，“美国按揭抵押债券”为彭博巴克莱美国综合证券化债券 - 按揭抵押债券指数，“美国投资级别债券”为彭博巴克莱美国综合信用债 - 投资级别企业债券指数，“美国高收益债券”为彭博巴克莱美国综合信用债 - 高收益企业债券指数，“新兴市场美元债券”为摩根新兴市场债券全球指数，“亚洲美元信用债”为摩根亚洲信用债指数，“新兴市场本币债券”为摩根政府债券指数 - 新兴市场全球。“久期”是以度量债券价格对利率变动的敏感度，并以年为单位。“**相关系数”以过去10年的每月总回报衡量。收益率上升令债券价格下跌，反之亦然。债券价格变动利用久期及凸性计算，并假定在相关收益率上升1%的情况下。过往表现并非当前及未来业绩的可靠指标。
《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2020年12月31日的最新数据。

摩根
资产管理

- 在正面的经济增长率和通胀预期支撑下，政府债券收益率可能会温和上升。如果央行的举措较为激进，市场则可能面对收益率飙升的风险。
- 无论情况如何，以低收益率的环境中开始投资国债，面临债券价格损失的可能性都更高。

季度观点透视

2021年第一季度亚洲版

只供香港互认基金管理人委托的代理人或指定的基金销售机构及合格境内机构投资者内部参考使用，不得作公开发布用途，亦不应提供予公众使用。

“市场洞察”系列（“本系列”）在并无提及产品的情况下，提供关于全球市场的全面性数据及评论。本系列探讨当前经济数据及不断变化市场状况的启示，是帮助客户了解金融市场并为其投资决策提供支持的工具。

就MiFID II而言，摩根“市场洞察”及“投资洞察”系列是市场推广通讯，并不属于指定与投资研究有关的任何MiFID II / MiFIR规定的范围。此外，摩根资产管理“市场洞察”及“投资洞察”系列是非独立研究，并未根据促进投资研究独立性的有关法律要求编制，也不受限于发布投资研究前任何交易的禁止。

本文件为一般性通讯刊物，仅供参考。其为教育性质，不拟作为在任何司法管辖区内对任何特定投资产品、策略、计划特色或其他目的的建议或推介，也不拟作为摩根资产管理或其任何附属公司参与本文件提及的任何交易的承诺。所用任何例子为通用、假设及仅供参考。本文件并未载有足以支持作出投资决策的信息，且阁下在评估投资于任何证券或产品的优劣时，不应以本文件为依据。此外，使用者应与彼等财务专业人士一同独立评估相关法律、监管、税务、信贷及会计影响，以决定本文件提及的任何投资是否相信能适合使用者的个人目标。投资者应确保在进行任何投资之前已获得所有可取得的相关信息。所载的任何预测、数字、意见或投资技术与策略均仅供参考之用，并且均是基于特定假设及目前市场状况作出，且可随时变动而不发出事先通知。本文件载列的所有信息在编制时被视为准确，但概不保证其准确性，也不会就任何错误或遗漏承担任何责任。请注意，投资涉及风险，投资价值及其收益可能会因市场状况及税务协议而出现波动，投资者可能无法收回已投资的全数金额。过去的业绩及收益率并非当前及未来业绩的可靠指标。

摩根资产管理是JPMorgan Chase & Co.集团及其环球附属公司旗下资产管理业务的品牌。

在适用法律允许的范围内，我们可进行电话录音及监控电子通讯，以履行我们的法律和监管义务以及遵守内部政策。摩根资产管理将根据我们的私隐政策(<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>)收集、储存及处理个人资料。

本通讯由以下实体发布：在美国为均受美国证券交易委员会监管的J.P. Morgan Investment Management Inc.或J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.；在拉丁美洲为当地摩根大通实体（视情况而定），仅供指定接收者使用；在加拿大为JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.，仅供机构客户使用，其为所有加拿大省份及地区（育空地区除外）的注册投资组合经理及豁免市场交易商，并在不列颠哥伦比亚省、安大略省、魁北克省及纽芬兰与拉布拉多省注册为投资基金经理。在英国，为受英国金融行为监管局认可及监管的JPMorgan Asset Management (UK) Limited；在其他欧洲司法管辖区，为JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.。在亚太区，由以下实体在其各自主要受到监管的司法管辖区发布：均受香港证券及期货事务监察委员会监管的JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited、摩根基金（亚洲）有限公司或摩根实物资产管理（亚洲）有限公司；JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited（公司注册编号：197601586K），本广告或刊物文件尚未经过新加坡金融管理局的审阅；摩根证券投资信托股份有限公司；受日本金融厅监管并为日本投资信托协会、日本投资顾问业协会、第二种金融商品交易业协会及日本证券业协会会员的JPMorgan Asset Management (Japan) Limited（注册编号“关东财务局（金融工具公司）第330号”）；在澳大利亚为JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) (AFSL 376919)，仅向2001年《公司法》（联邦法案）第761A及761G条界定的批发客户发布。在亚太区其他市场仅提供予所指定接收者。

仅适用于美国：如阁下是残疾人士，并在阅读本材料时需要额外支援，请致电1-800-343-1113 联系我们为阁下提供协助。

版权所有。2021 JPMorgan Chase & Co.。不得转载。

Material ID: 0903c02a82428248