

# 季度觀點透視

2021年第三季亞洲版

摩根資產管理的最新一期《**季度觀點透視**》已經面世。本刊將探討《**環球市場縱覽**》的重要主題，提供切合時勢的經濟與投資洞察分析。

## 本季主題

1. 復甦進度各異，政策也大相徑庭
2. 復甦路上掌握投資方向
3. 亞洲的落後表現不會持續太久
4. 固定收益之外的收益

## 策略師

Tai Hui  
常務董事  
亞太區首席市場策略師

Kerry Craig, CFA  
執行董事  
環球市場策略師

Agnes Lin  
執行董事  
環球市場策略師

Dr. Jasslyn Yeo, CFA  
執行董事  
環球市場策略師

Chaoping Zhu, CFA  
執行董事  
環球市場策略師

Marcella Chow  
副總裁  
環球市場策略師

Ian Hui  
副總裁  
環球市場策略師

Shogo Maekawa  
副總裁  
環球市場策略師



### 復甦進度各異，政策也大相逕庭

新冠肺炎疫苗接種及感染 — 《環球市場縱覽》第24頁

美國：通脹 — 《環球市場縱覽》第29頁

環球央行政策利率變動 — 《環球市場縱覽》第19頁

#### 概覽

- 疫苗接種進度與經濟刺激措施的差異，已延遲環球經濟的同步復甦。在2021年，美國的復甦表現可望領先，而歐洲應會隨後跟上。中國經濟已恢復正常，增速預期將接近趨勢水平。
- 環球通脹一如預期已經加速，但供應瓶頸、半導體短缺及商品價格波動等連串一次性因素的出現，難以確定會否延長這趨勢。
- 經濟復甦步伐不一意味著環球貨幣政策將有不同發展方向。有些較小國家的央行立場已經轉向更為鷹派。中國已著手正常化，令信貸增速減慢；而美國儘管國內通脹升高，聯儲局仍繼續耐心觀望。與此同時，大多數亞洲央行的當務之急仍是應對不斷爆發的新冠肺炎疫情。

#### 投資啟示

- 經濟復甦應該會繼續利好風險資產。然而，復甦步伐不一意味著亞洲投資者進行地區配置時應採取更主動的方針。
- 美國及中國經濟復甦的高峰時期可能已經過去，但兩地經濟表現仍然領先。歐洲開始受惠於疫苗接種率上升及歐洲復甦基金出台。
- 亞洲內部需求仍然面臨疫情再爆發的威脅，但其出口行業繼續錄得強勁需求。
- 通脹憂慮持續及未來貨幣政策正常化可能會推高債券孳息率，固定收益投資者要保持靈活應對。通脹升高的環境也會提高對收益的需求，驅使投資者考慮其他收益型資產，例如高息股及另類投資，以及高收益債券和新興市場債券。

### 復甦路上掌握投資方向

經濟週期各階段的資產類別回報 — 《環球市場縱覽》第67頁

美國：利率及股票表現 — 《環球市場縱覽》第51頁

環球固定收益：孳息率及存續期 — 《環球市場縱覽》第53頁

#### 概覽

- 經濟持續復甦及孳息率上升繼續利好風險資產，包括股票、高收益企業債券及新興市場固定收益。
- 美國和中國的復甦已經見頂，而隨著接種率提高及感染率降低，歐洲、亞洲和其他新興市場經濟體將有更大復甦空間。這意味在指數層面的股票回報會相對溫和，但在不同行業仍有大量機會可供發掘。
- 美國國庫券孳息率升高繼續為固定收益投資帶來挑戰。高收益企業債券及新興市場債券仍是可取的收益來源。

#### 投資啟示

- 亞洲投資者應繼續在環球範圍內分散股票投資組合。歐洲股市於2021年上半年表現強勁，持續的週期性行業反彈預期將產生更多動力。
- 由於中國的貨幣政策正常化及亞洲區內若干經濟體疫情再度爆發，區內股市今年表現落後。出口可望繼續獲得良好支持，而鑑於當局仍在努力控制當前的疫情，內部需求的復甦仍然需時。
- 行業方面，週期性股票應會受惠於經濟復甦及盈利前景改善。然而，投資者也應留意原料及工資成本正在上升。通脹成本上漲短期內會對下游製造產業的盈利能力構成壓力。
- 美國國庫券孳息率短期內可能整固，但中長期內可能走高。投資者應考慮短期固定收益工具，並選擇可提供較高收益的債券。

### 亞洲的落後表現不會持續太久

亞太（除日本）股票：出口及盈利 — 《環球市場縱覽》第42頁

環球股票：投入價格及邊際利潤 — 《環球市場縱覽》第36頁

亞太（除日本）股票：表現推動力 — 《環球市場縱覽》第40頁

#### 概覽

- 新冠肺炎疫情再度爆發及區內疫苗接種進度緩慢，打破了亞洲經濟快速復甦的希望。最近感染個案激增提醒我們，如果未能提高疫苗接種率，即使是早前已有效控制疫情的地方亦不會獲得免疫。
- 美國及歐洲的接種率也許領先，但我們預計其復甦將推動環球需求增加，利好亞洲市場。
- 區內經濟料將繼續以參差的步伐復甦。中國可望領先，而當消費者積壓已久的消費需求陸續釋放，加上疫情影響逐漸消退，其他亞洲經濟體亦將受惠，並逐步復甦。

#### 投資啟示

- 我們仍看好亞洲股票。區內不一的市場表現可能繼續。中國及其他有參與電子產品供應鏈或偏重電子產品業務的地區，應該會因為環球需求增加而受惠。儘管美國及歐洲對亞洲產品的需求佔比不如以往高，但仍是重要動力來源。
- 企業盈利可望改善。儘管通脹及投入成本上漲造成憂慮，但邊際利潤正在上升。
- 亞洲股票估值從歷史角度而言並非極度吸引，但相比於美國及其他主要地區尚算合理。

### 固定收益之外的收益

中國債券 — 《環球市場縱覽》第65頁

亞太（除日本）股票：股息 — 《環球市場縱覽》第41頁

另類收益來源 — 《環球市場縱覽》第76頁

#### 概覽

- 收益難求並非新鮮事，但收益投資環境現已變得更加複雜，因為政府債券孳息上升及通脹上漲的預期，會為核心政府債券或長存續期資產的持有人帶來風險。
- 經濟復甦走強有助支持企業盈利前景。這應會推動股息回升，因企業會透過提高派息率向股東回饋資本。
- 投資者如果正在物色潛在收益流較穩定，而且與股票相關性較低的投資工具，可考慮選擇有助抗通脹及提供可預測收益的房地產及基建等另類投資。

#### 投資啟示

- 債券市場的部分環節仍可為投資組合提供收益，例如高收益債券及新興市場債券。然而，投資者將愈來愈有需要放眼債券市場以外的收益機會。
- 盈利增長強勁意味著公司能以更高股息回饋股東，並且為業務增長進行再投資。較高息的股票市場是值得考慮的選擇，但現時這些市場已處於較高估值水平。
- 對於有能力配置非流動性資產的投資者，基建、運輸及房地產等實質資產擁有穩定現金流，可視為可靠的收入來源及類似債券的分散投資組合工具。

# 復甦進度各異，政策也大相徑庭

## 概覽

- 疫苗接種進度與經濟刺激措施的差異，已延遲全球經濟的同步復甦。在2021年，美國的復甦表現可望領先，而歐洲應會隨後跟上。中國經濟已恢復正常，增速預期將接近趨勢水平。
- 環球通脹一如預期已經加速，但供應瓶頸、半導體短缺及商品價格波動等連串一次性因素的出現，難以確定會否延長這趨勢。
- 經濟復甦步伐不一意味著環球貨幣政策將有不同發展方向。有些較小國家的央行立場已經轉向更為鷹派。中國已著手正常化，令信貸增速減慢；而美國儘管國內通脹升高，聯儲局仍繼續耐心觀望。與此同時，大多數亞洲央行的當務之急仍是應對不斷爆發的新冠肺炎疫情。

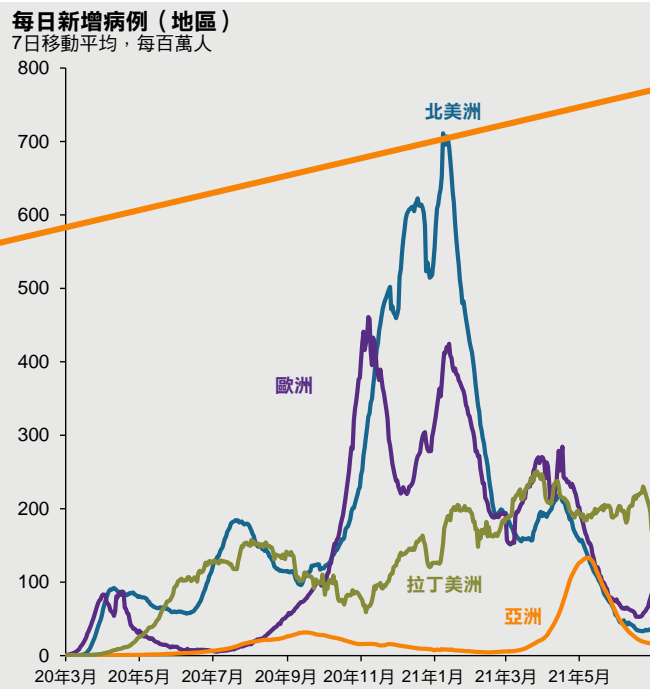
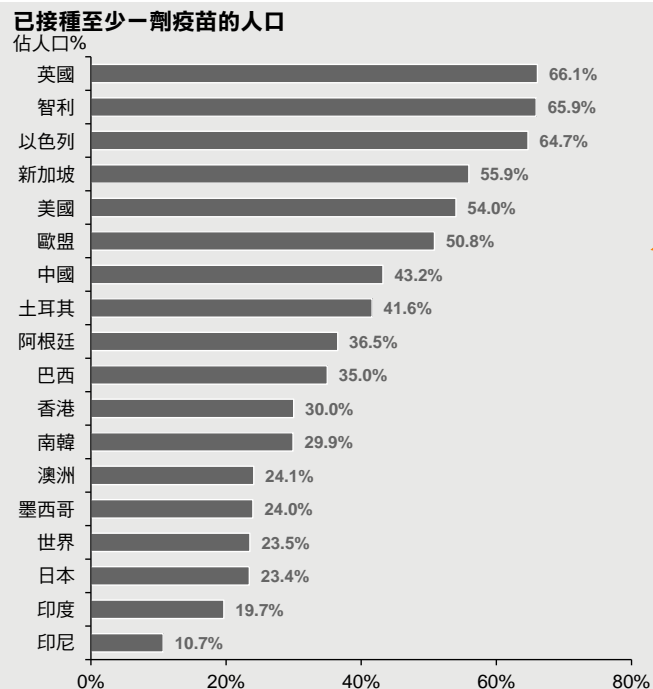
## 投資啟示

- 經濟復甦應該會繼續利好風險資產。然而，復甦步伐不一意味著亞洲投資者進行地區配置時應採取更主動的方針。
- 美國及中國經濟復甦的高峰時期可能已經過去，但兩地經濟表現仍然領先。歐洲開始受惠於疫苗接種率上升及歐洲復甦基金出台。
- 亞洲內部需求仍然面臨疫情再爆發的威脅，但其出口行業繼續錄得強勁需求。
- 通脹憂慮持續及未來貨幣政策正常化可能會推高債券孳息率，固定收益投資者要保持靈活應對。通脹升高的環境也會提高對收益的需求，驅使投資者考慮其他收益型資產，例如高息股及另類投資，以及高收益債券和新興市場債券。

新冠肺炎疫苗接種及感染

亞洲版（香港） | 24

環球經濟



資料來源：摩根資產管理；（左圖）Our World in Data；（右圖）約翰霍普金斯大學，世界銀行 - 世界發展指標。  
 北美洲包括美國及加拿大；歐洲包括法國、德國、意大利、西班牙及英國；亞洲包括澳洲、中國、香港、印度、日本、新加坡及南韓；拉丁美洲包括巴西、智利、秘魯及墨西哥。人口數字基於截至31/12/19的世界銀行數據。  
 《環球市場縱覽 - 亞洲版》。反映截至30/06/21的最新數據。

摩根  
資產管理

環球復甦步伐參差不齊

經濟復甦的下一階段，應會取決於疫苗接種計劃的進度，並將進而推動消費及商業投資。

- 英美兩國的疫苗接種進度領先各主要經濟體。中國及歐洲亦已加快接種步伐。然而，亞洲及其他新興市場則因為民眾對接種猶豫和疫苗供應不足而較為落後。
- 疫苗接種進度愈快的地方，經濟活動愈能穩步重啟，繼而吸引消費及商業投資。在這因素推動之下，加上大規模財政刺激的幫助，美國的復甦已是有目共睹。
- 至於接種進度落後的地方，復甦可能會推遲到2022年或之後。就亞洲而言，出口前景仍向好，但內部需求及旅遊業將在2021年大部分時間繼續受壓。

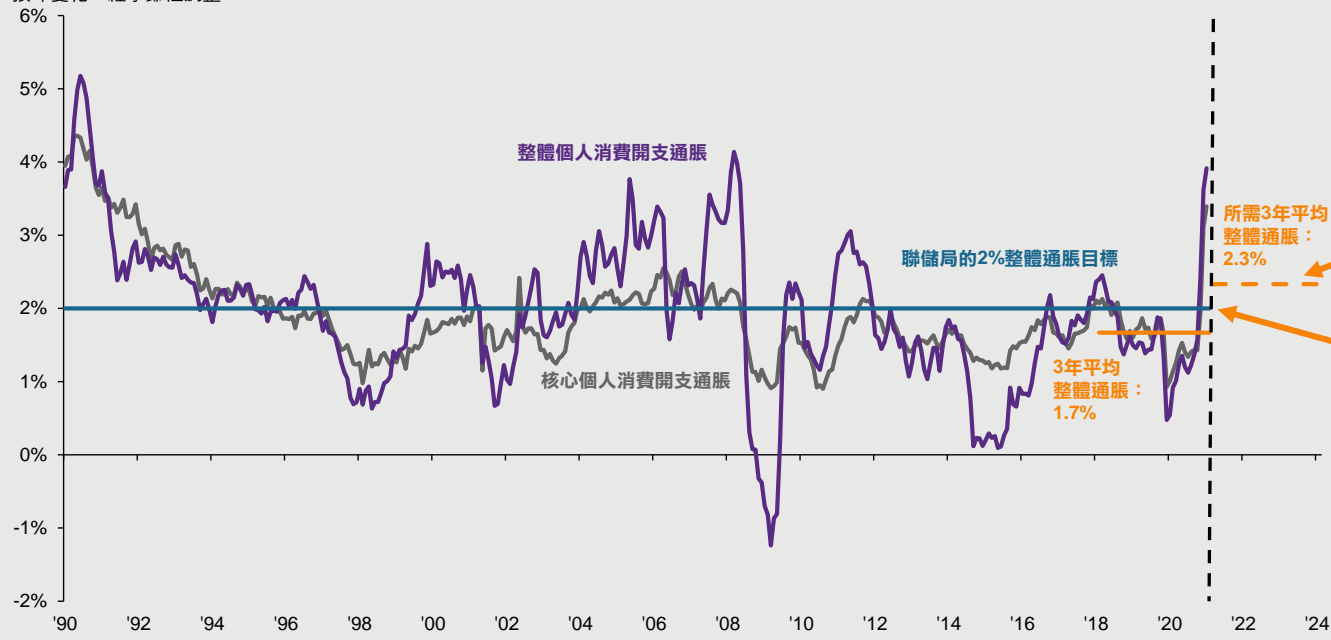
- 左圖顯示全球已接種至少一劑新冠疫苗的人口百分比。美國及英國的接種率於2021年上半年取得可觀進展。歐元區在過去兩個月已加快接種計劃。然而，亞洲的接種進度則因疫苗供應有限及民眾對接種猶豫而較為落後。
- 右圖顯示歐洲、美國及亞洲的新增感染人數。美國及歐洲均正成功降低感染率，疫苗的成效應會在未來兩三個月內彰顯。

通脹由連串偶發事件推動

環球通脹一如預期加快。但在美國，物格走高可能更多是受到若干一次性因素的推動。

- 美國勞工市場扭曲會抬高近期的工資。雖然失業率仍高企，但企業卻面臨招聘困難。不過，在額外失業補助計劃結束後，情況可能會在2021年第三季好轉。
- 儘管如此，航運成本升高等供應瓶頸因素，或會繼續對價格構成上漲壓力。半導體及燃料短缺的問題，亦會在未來數月延續高通脹。
- 我們預期，美國通脹仍將於2022年回到聯儲局的2%長期目標。然而，投資者將繼續關注是否有更多偶發事件會推遲經濟恢復常態的時間，以及聯儲局是否會受到壓力而提早加息。

整體及核心個人消費開支通脹  
按年變化，經季節性調整



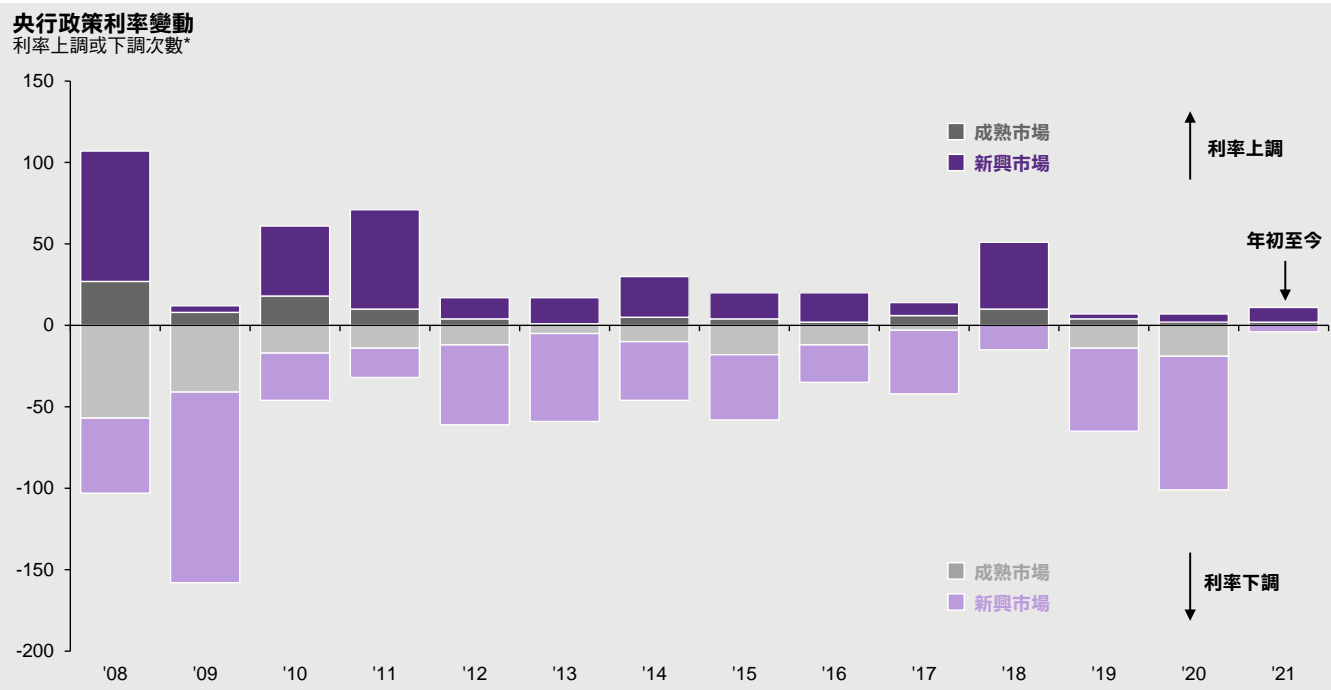
資料來源：美國經濟分析局，FactSet，聯儲局，摩根資產管理。  
聯儲局使用個人消費開支平減指數衡量通脹。核心個人消費開支為不包括食品及能源價格的個人消費開支。個人消費開支平減指數採用持續變化的連鎖加權消費開支籃子。  
2020年8月，聯儲局公布平均通脹目標政策，尋求在一段時間內實現2%的平均通脹率。  
《環球市場縱覽 - 亞洲版》。反映截至30/06/21的最新數據。



- 本圖顯示美國的整體及核心個人消費開支通脹。個人消費開支通脹是聯儲局首選的通脹衡量指標，其目標是維持2%的長期平均通脹。
- 鑑於近年來通脹一直低於目標（過去3年為1.6%），聯儲局採取平均通脹目標政策，意味局方應會容忍整體個人消費開支在較長時間超出2%。

環球央行政策利率變動

亞洲版（香港） | 19



資料來源：國際結算銀行，摩根資產管理。  
\*數量涵蓋國際結算銀行的央行政策監察報告中的38家央行，惟阿根廷、克羅地亞及香港除外。  
過往表現並非當前及未來業績的可靠指標。  
《環球市場縱覽 - 亞洲版》。反映截至30/06/21的最新數據。

摩根  
資產管理

各國央行分道揚鑣

復甦步伐不一促使環球央行採用不同策略，以實施貨幣政策正常化。

- 聯儲局在環球市場擁有龐大影響力，一舉一動仍備受矚目。聯儲局的資產購買計劃預期將於2022年初減慢，若通脹勢頭持續及失業率繼續下跌，其首次加息時間可能需要提早到2023年甚至2022年。
- 中國人民銀行於2021年初數月已降低信貸增速，將重點放在調控企業槓桿水平及房地產市場。
- 由於許多亞洲經濟體爆發新一輪感染，所以儘管最近通脹上升，亞洲央行的加息週期仍然落後。這亦會限制亞洲貨幣在2021年下半年的升值潛力。

- 本圖顯示成熟市場及新興市場央行自2008年以來上調或下調利率的次數。如圖所示，各國央行於2020年因疫情而積極減息，減息次數是環球金融危機以來最多的一年。
- 儘管最近通脹飆升，但各國央行於2021年可能不會積極調整利率。相信到2022年至2023年，央行才會作出更多收緊貨幣政策的舉動。

## 復甦路上掌握投資方向

### 概覽

- 經濟持續復甦及孳息率上升繼續利好風險資產，包括股票、高收益企業債券及新興市場固定收益。
- 美國和中國的復甦已經見頂，而隨著接種率提高及感染率降低，歐洲、亞洲和其他新興市場經濟體將有更大復甦空間。這意味在指數層面的股票回報會相對溫和，但在不同行業仍有大量機會可供發掘。
- 美國國庫券孳息率升高繼續為固定收益投資帶來挑戰。高收益企業債券及新興市場債券仍是可取的收益來源。

### 投資啟示

- 亞洲投資者應繼續在環球範圍內分散股票投資組合。歐洲股市於2021年上半年表現強勁，持續的週期性行業反彈預期將產生更多動力。
- 由於中國的貨幣政策正常化及亞洲區內若干經濟體疫情再度爆發，區內股市今年表現落後。出口可望繼續獲得良好支持，而鑑於當局仍在努力控制當前的疫情，內部需求的復甦仍然需時。
- 行業方面，週期性股票應會受惠於經濟復甦及盈利前景改善。然而，投資者也應留意原料及工資成本正在上升。通脹成本上漲短期內會對下游製造產業的盈利能力構成壓力。
- 美國國庫券孳息率短期內可能整固，但中長期內可能走高。投資者應考慮短期固定收益工具，並選擇可提供較高收益的債券。



經濟週期各階段的資產類別回報

亞洲版（香港） | 67

經濟復甦仍利好風險資產，但預期回報會較為溫和

鑑於復甦階段不一，投資者對環球股票需要採取更加多元化的資產配置方針。

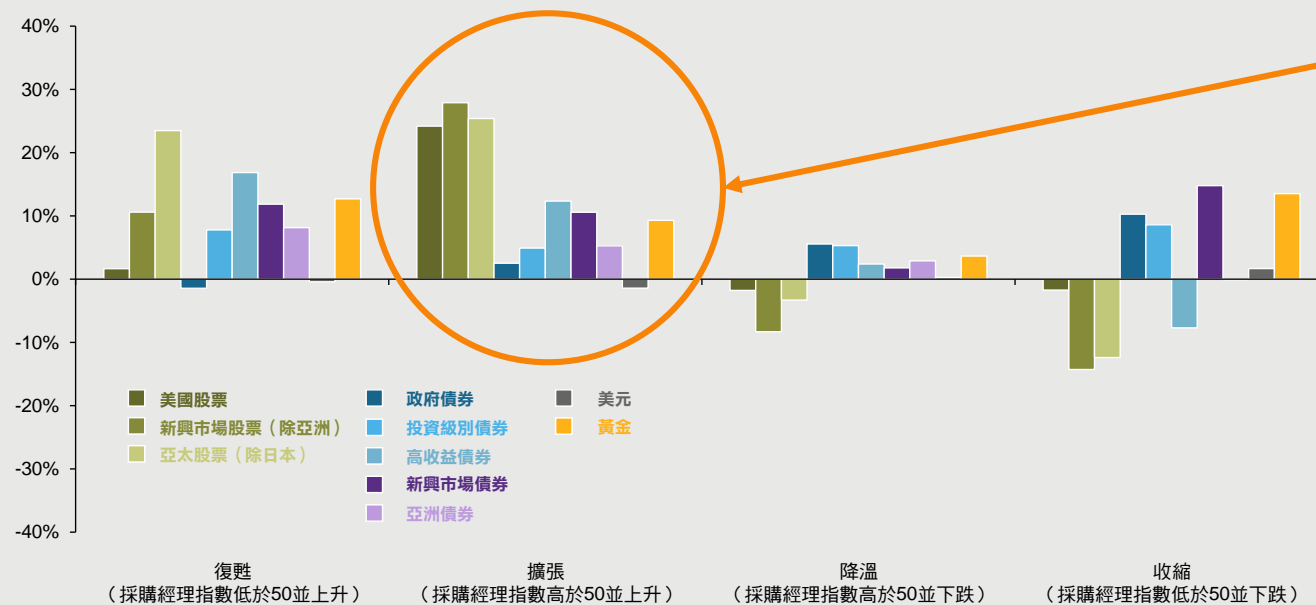
• 儘管中國和美國經濟復甦的高峰時間可能已經過去，兩者的增長步伐已經靠穩。這意味著投資者爭取回報的關鍵在於股票指數內部板塊之間的輪動配置，而並非基準指數層面。

• 歐洲正走出最近一輪的疫情，同時接種進度也在加快，投資環境具吸引力。歐洲復甦基金亦會提供新的增長動能。

• 對於亞洲及新興市場，投資者可能保持更多耐性，並更積極區分不同市場的優劣。出口形勢目前仍然穩固，而內部需求復甦仍將取決於疫苗接種進度，可能需要更長時間才能回到長期趨勢水平。

各資產類別回報

自1998年以來基於環球製造業採購經理指數水平的年化每月美元回報



資料來源：彭博財經社，FactSet，IHS Markit，摩根經濟研究，MSCI，標準普爾，摩根資產管理。圖例中的「美國股票」為標準普爾500指數，「新興市場股票（除亞洲）」為MSCI新興市場（除亞洲）指數，「亞太股票（除日本）」為MSCI綜合亞太（除日本）指數，「政府債券」為彭博巴克萊環球國庫券指數，「投資級別債券」為彭博巴克萊美國綜合信貸－投資級別企業債券指數，「高收益債券」為彭博巴克萊環球高收益企業債券指數，「新興市場債券」為摩根新興市場債券環球指數，「亞洲債券」為摩根亞洲信貸指數，「美元」為DXY指數，「黃金」為黃金（美元/盎司）。所有數據代表自31/01/98起的美元計總回報，惟高收益債券及亞洲債券因數據有限而分別始於31/12/00及31/10/05。採購經理指數相對於50的情況，低於50顯示行業活動減速，高於50顯示行業活動加速。有關指數定義，請參閱本文件最後。過往表現並非當前及未來業績的可靠指標。

《環球市場縱覽－亞洲版》。反映截至30/06/21的最新數據。



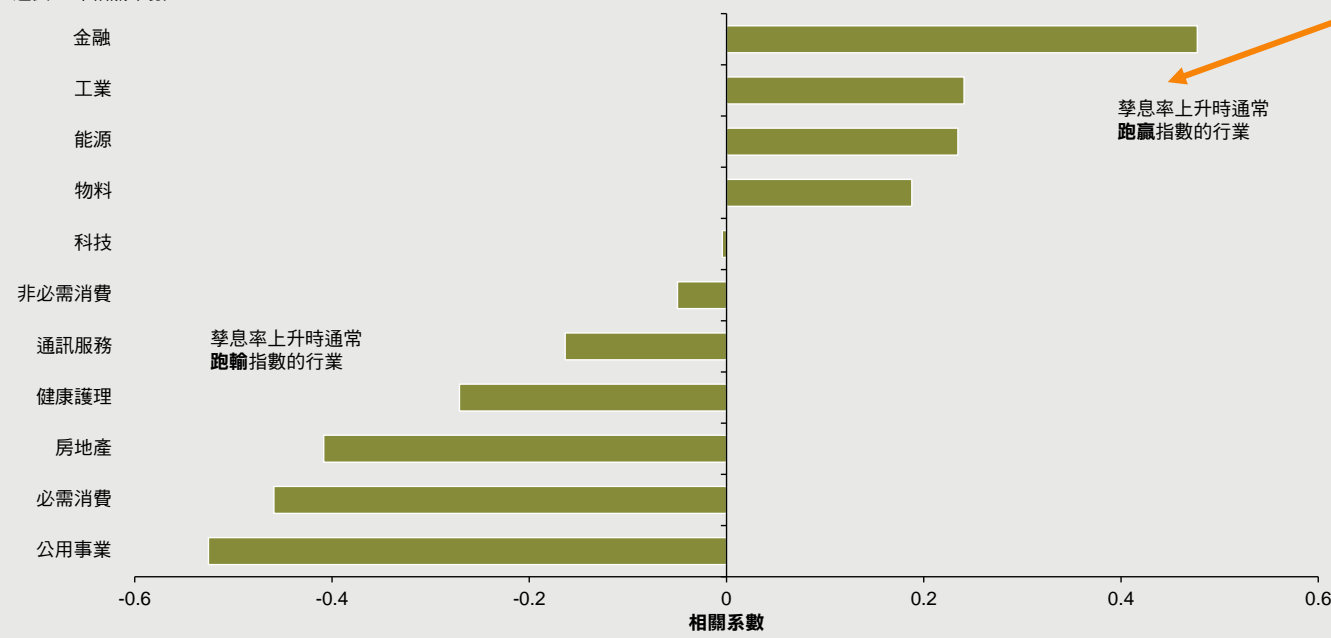
- 本圖說明不同資產類別在經濟週期各個階段的歷史回報狀況，並使用環球製造業採購經理指數界定經濟週期。
- 環球製造業採購經理指數可能正接近峰值，但鑑於很多經濟體仍處於復甦階段，因此現時與週期後段降溫仍有一段距離。這環境意味著股票及企業債券等風險資產仍具回報潛力，但回報率會較低。

週期股輪動仍將繼續

鑑於孳息率上升及經濟持續復甦，戰術性投資者將會追捧週期性行業股票。

- 政府債券孳息率上升已支持週期性行業股票的表現，包括金融、物料及工業股，而科技股則受壓。我們預期這情況將持續到2021年下半年。
- 在科技股表現落後期間，策略性投資者可能會因為這類股票的長期往績紀錄，而趁機建立科技股組合。在美國及中國，科技巨頭都正受到監管機構審查，但這會為較小規模的科技公司帶來機會。
- 勞工及原料成本上漲對製造商不利。供應鏈下游企業目前較易受到影響。物料及能源股可能有助於對沖通脹及物價上升的風險。

標準普爾500指數相對行業表現與美國10年期國庫券孳息率的相關系數  
過去10年相關系數



資料來源：FactSet，美國聯儲局，標準普爾，摩根資產管理。  
回報僅基於價格指數，不包括股息。  
過往表現並非當前及未來業績的可靠指標。  
《環球市場縱覽 - 亞洲版》。反映截至30/06/21的最新數據。



股票

- 本圖說明個別行業與標準普爾500指數的相對表現及其與美國國庫券孳息率的關係。在孳息率上升的環境下，金融、工業及物料等週期性行業跑贏指數，而公用事業、房地產及必需消費則跑輸。
- 我們預期，在經濟復甦的背景下，美國國庫券孳息率中期內將上升，意味著週期性股票的反彈可望持續。

環球固定收益：孳息率及存續期

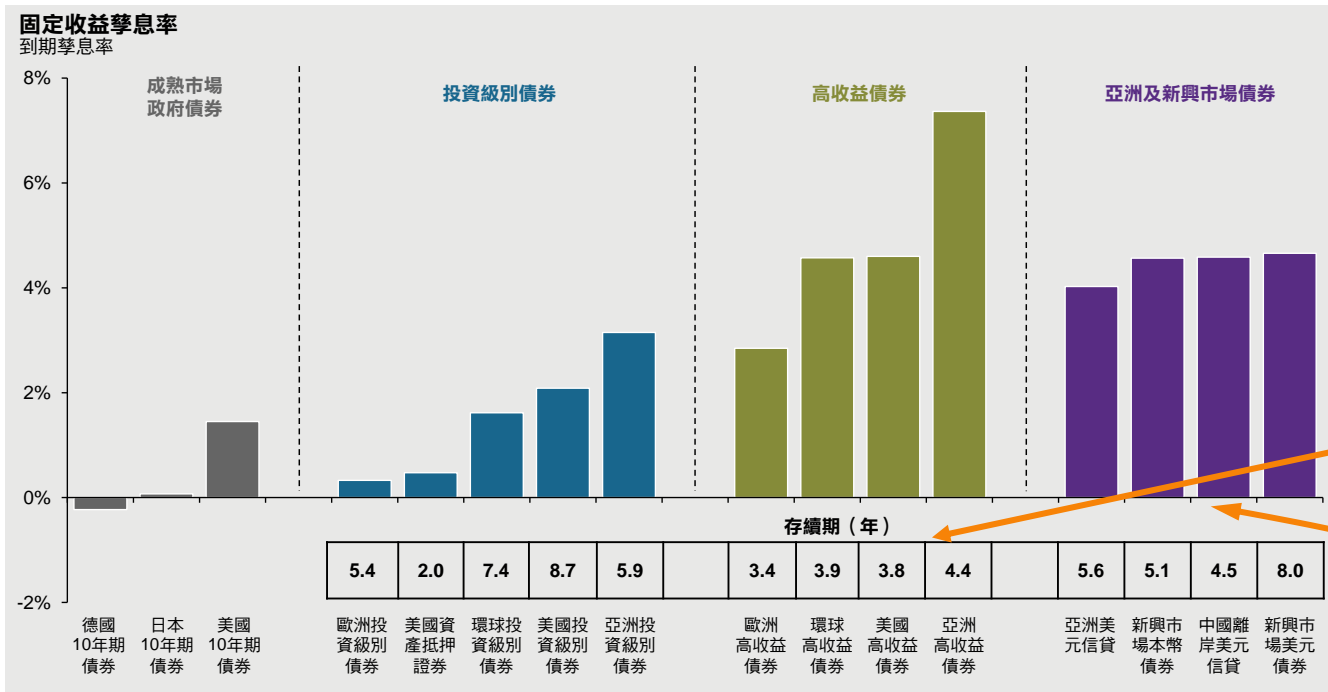
亞洲版（香港） | 53

為更高孳息率作好準備

隨著經濟穩步復甦，而且通脹可能更長時間保持在較高水平，美國國庫券孳息率在長期來說仍可能會上升。

- 在實質孳息率上升的背景下，預計美國國庫券孳息率在中期內將會攀升。如果通脹居高不下，這種情況就更加可能會出現。在此情境下，短存續期配置有助投資者規避風險。黃金的作用則較為難以捉摸，雖然這種商品會在通脹壓低實質孳息率時造好，但當通脹預期降溫時，它就會表現欠佳。
- 高收益企業債券兼具存續期相對更短及孳息率更高的優勢，有助抵銷美國國庫券孳息率上升對回報的負面影響。由於經濟持續反彈，違約率亦有望維持在較低水平。
- 新興市場固定收益上半年表現欠佳，部分原因是美元回升。隨著2021年下半年美元兌新興市場貨幣匯率靠穩，應有助新興市場債券回報改善。然而，個別市場所面臨的挑戰，意味著投資者應主動挑選投資對象。

固定收益



資料來源：巴克萊，彭博財經社，FactSet，ICE美銀美林，摩根經濟研究，摩根資產管理。圖例中的「美國投資級別債券」為彭博巴克萊美國綜合信貸－投資級別企業債券指數，「歐洲投資級別債券」為彭博巴克萊歐元綜合信貸－企業債券指數，「亞洲投資級別債券」為摩根亞洲信貸投資級別債券指數，「環球投資級別債券」為彭博巴克萊環球綜合－企業債券指數，「美國高收益債券」為彭博巴克萊美國綜合信貸－高收益企業債券指數，「美國資產抵押證券」為彭博巴克萊美國綜合證券化－資產抵押證券指數，「歐洲高收益債券」為彭博巴克萊泛歐高收益債券指數，「亞洲高收益債券」為摩根亞洲信貸高收益債券指數，「環球高收益債券」為ICE美銀環球高收益債券指數，「新興市場本幣債券」為摩根政府債券指數－新興市場，「新興市場美元債券」為摩根新興市場債券環球指數，「亞洲美元信貸」為摩根亞洲信貸指數，「中國離岸美元信貸」為摩根亞洲信貸中國指數。存續期是用以計量固定收益投資價格（本金的價值）對利率變動的敏感度，並以年為單位。利率上升令債券價格下跌，反之亦然。孳息率概無保證，正收益並不代表正回報。過往表現並非當前及未來業績的可靠指標。  
《環球市場縱覽－亞洲版》。反映截至30/06/21的最新數據。

摩根  
資產管理

- 本圖說明不同類型固定收益工具的到期孳息率，包括政府債券、投資級別債券和高收益企業債券，以及亞洲和新兴市場債券。本圖還列出各類債券的存續期，亦即對孳息率上升的敏感度。孳息率上升意味債券價格下跌。
- 在孳息率上升的環境下，投資者應保持較短存續期，從而減輕債券價格的下行風險。投資者還應選擇更高的到期孳息率，以緩衝存續期風險。

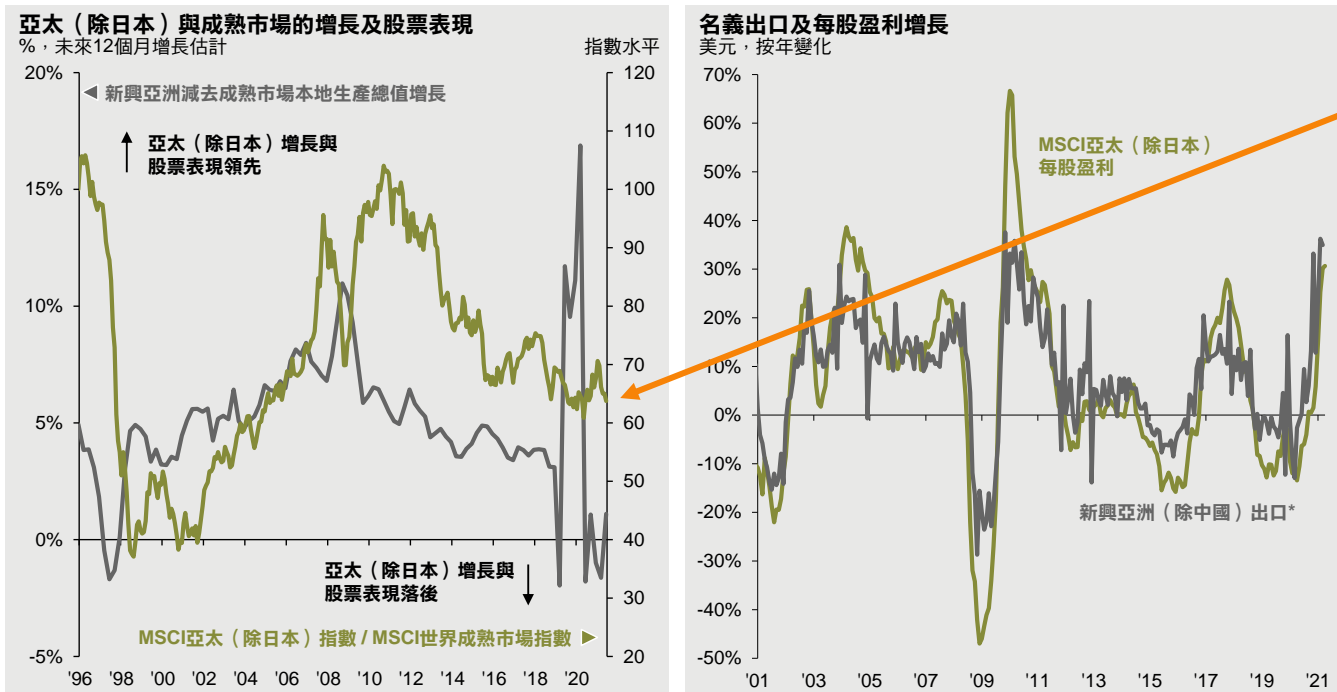
# 亞洲的落後表現不會持續太久

### 概覽

- 新冠肺炎疫情再度爆發及區內疫苗接種進度緩慢，打破了亞洲經濟快速復甦的希望。最近感染個案激增提醒我們，如果未能提高疫苗接種率，即使是早前已有效控制疫情的地方亦不會獲得免疫。
- 美國及歐洲的接種率也許領先，但我們預計其復甦將推動環球需求增加，利好亞洲市場。
- 區內經濟料將繼續以參差的步伐復甦。中國可望領先，而當消費者積壓已久的消費需求陸續釋放，加上疫情影響逐漸消退，其他亞洲經濟體亦將受惠，並逐步復甦。

### 投資啟示

- 我們仍看好亞洲股票。區內不一的市場表現可能繼續。中國及其他有參與電子產品供應鏈或偏重電子產品業務的地區，應該會因為環球需求增加而受惠。儘管美國及歐洲對亞洲產品的需求佔比不如以往高，但仍是重要動力來源。
- 企業盈利可望改善。儘管通脹及投入成本上漲造成憂慮，但邊際利潤正在上升。
- 亞洲股票估值從歷史角度而言並非極度吸引，但相比於美國及其他主要地區尚算合理。



資料來源：FactSet，MSCI，摩根資產管理；（左圖）摩根經濟研究；（右圖）CEIC，國家統計機構。  
\*新興亞洲（除中國）包括香港、南韓、馬來西亞、新加坡、台灣、泰國及越南。整體出口數據為本地生產總值加權數據。  
過往表現並非當前及未來業績的可靠指標。  
《環球市場縱覽 - 亞洲版》。反映截至30/06/21的最新數據。

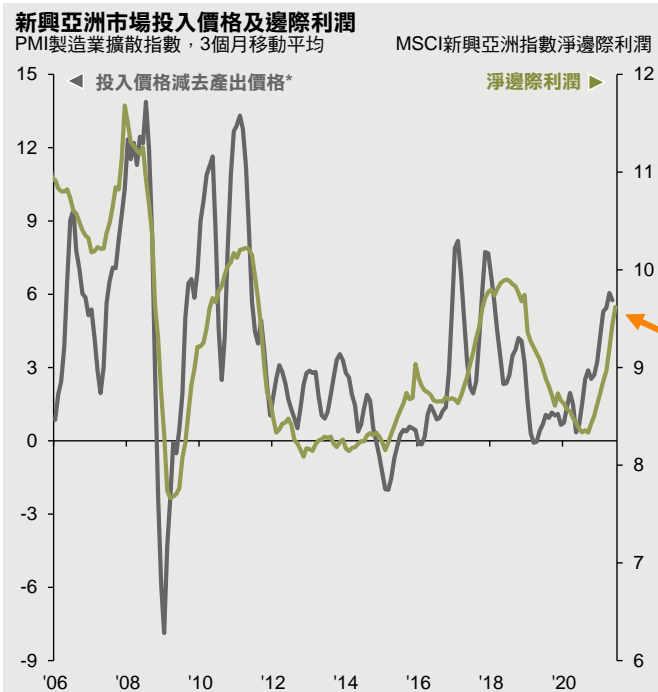
摩根  
資產管理

亞洲只是暫時落後

由於疫情反彈拖累若干亞洲市場的經濟前景及投資者情緒，亞洲股市表現跑輸成熟市場。

- 亞洲的疫苗接種進度相對緩慢，導致區內復甦步伐落後於英美等經濟體。亞洲股市表現已跑輸其他成熟市場經濟體，但隨著年內疫苗供應增加及接種率提高後，情況應該會有所改善。我們預期亞洲與成熟市場的復甦差距將會拉近，而亞洲股市的表現將有望迎頭趕上。
- 中國的信貸及經濟活動可能已經見頂，加上監管的不明朗因素，已令中國市場表現受壓。但我們仍相信中國將領先亞洲的經濟復甦。全面環球復甦及積壓需求釋放，將利好整體亞洲出口及貿易。

- 當兩者的本地生產總值增長差距較小時，亞洲股票的表現往往不如成熟市場股票。我們觀察到，自疫情開始以來，這種差距持續收窄，顯示亞太（除日本）經濟增長領先成熟市場的幅度縮小。亞洲市場的表現已落後於成熟市場，但美國的經濟增長在財政刺激措施的初步作用消退後，可能於今年稍後時間見頂。
- 亞洲企業盈利與環球貿易的相關性仍然甚高。環球經濟重啟對積壓需求及出口活動是利好消息。這應會推動盈利業績好轉。



資料來源：FactSet，Markit，MSCI，摩根資產管理。  
 \*若投入與產出的價格差距高於0，則表示製造業投入價格的上升速度預期將超過產出價格，低於0則表示製造業產出價格的上升速度預期將超過投入價格。  
 過往表現並非當前及未來業績的可靠指標。  
 《環球市場縱覽 - 亞洲版》。反映截至30/06/21的最新數據。



我們有多擔憂通脹？

通脹持續上升，尤其是在美國，引起投資者對支持性政策即將結束的擔憂。

- 儘管美國近期有些通脹數據高於預期，但我們認為這對處於復甦及增長中的經濟而言，是暫時及正常的。除非通脹連續數月維持高位，而且勞工市場及工資增長強勁，才會引起我們的憂慮。
- 在亞洲，通脹問題並不嚴重，大部分升幅來自基數效應及商品價格上漲。
- 投入價格不斷上升可能對企業造成成本壓力。然而，目前看來情況並非如此。亞洲企業的邊際利潤正在上升，這在經濟復甦初期是正常的，應該會推動盈利及表現改善。

- 我們嘗試剖析從投入成本到產出價格的傳導動向。投入產出價格線使用採購經理指數調查的分類指數計算，顯示成本及產出價格的近期變化。
- 本圖顯示，當投入價格預期比產出價格更快上漲時，邊際利潤仍可擴張。這是因為並非所有企業都容易受到投入成本增加的影響，有些公司仍能在營商狀況改善時擴大邊際利潤，尤其是固定成本龐大的公司。

亞太（除日本）股票：表現推動力

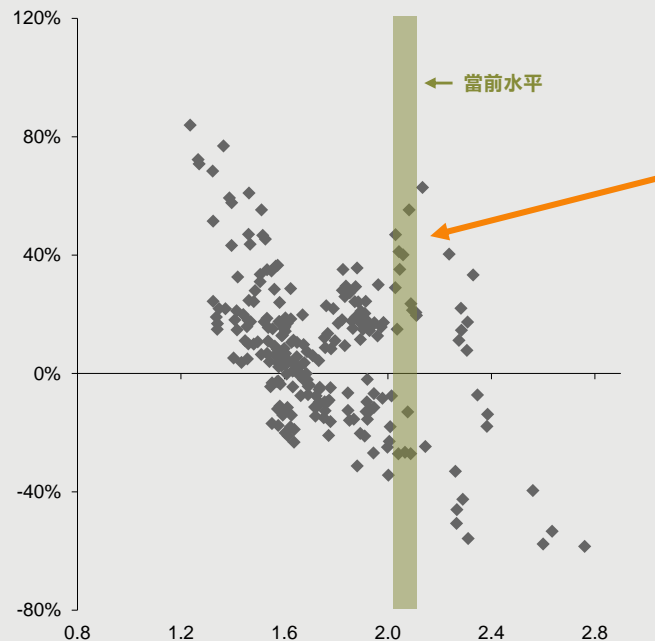
亞洲版（香港） | 40

還要留意其他因素

亞洲股市的其他驅動因素看來仍然向好，但存在某些風險。

- 從市賬率而言，當前估值並不低廉，但相較美國及歐洲股市仍算合理。現時亞洲市賬率高於長期平均，但並非極端水平。
- 新興市場及亞洲股票與美元往往呈負相關性。美元愈強，股市的相對表現愈差。我們的展望是美元將因美國財政開支增加而貶值，但若聯儲局意外提早開始退市及利率差異出現變化，則美元有可能升值。

亞太（除日本）市賬率及隨後回報  
%，未來12個月美元價格回報



亞太（除日本）/ 成熟市場股票表現及美元指數  
相對指數水平，1997年12月 = 100



資料來源：FactSet，MSCI，摩根資產管理；（左圖）摩根經濟研究。  
數據點代表1996年至今的每月數據。  
過往表現並非當前及未來業績的可靠指標。  
《環球市場縱覽 - 亞洲版》。反映截至30/06/21的最新數據。



- 當市賬率估值較低時，亞太（除日本）股票的隨後回報會較高。當前估值並不低廉，但並未達到過往持續錄得負回報的水平。
- 亞太（除日本）股票往往在美元貶值時跑贏成熟市場股票。近期走勢顯示美元已開始轉弱，而我們的長期展望認為，由於美國政府正面臨十分龐大的財政赤字，美元將會繼續走弱。

# 固定收益之外的收益

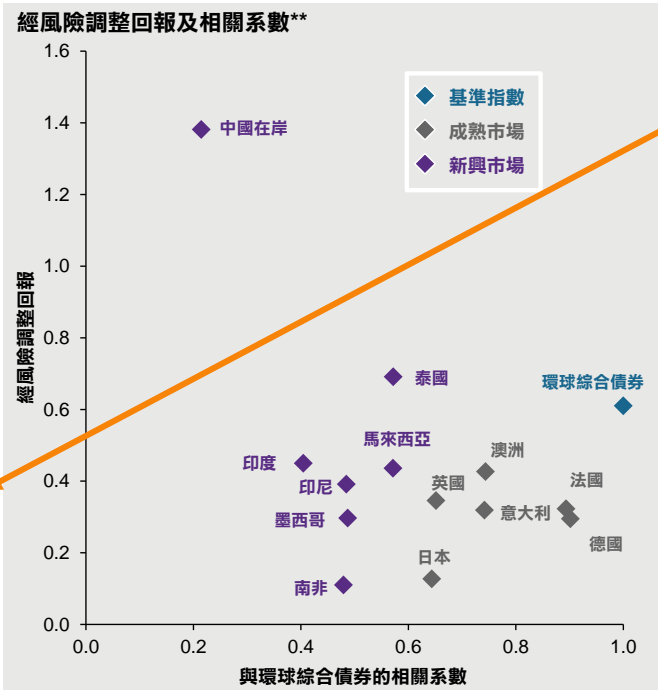
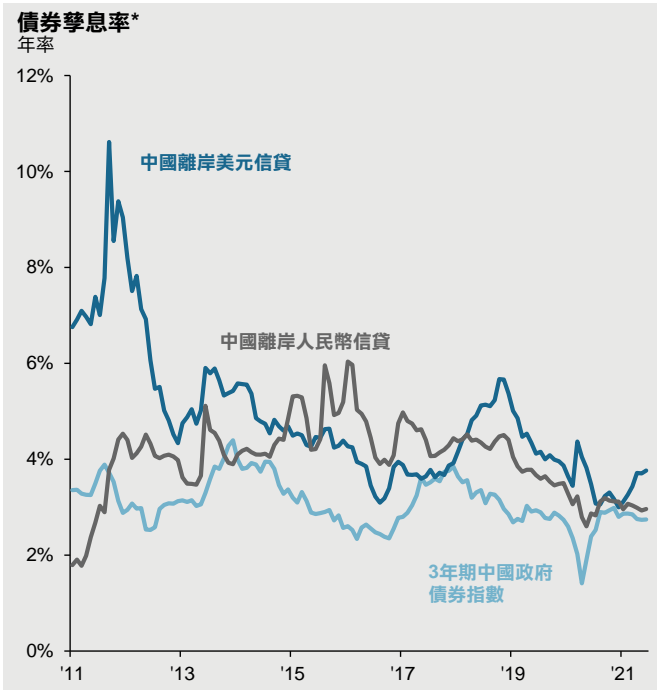
## 概覽

- 收益難求並非新鮮事，但收益投資環境現已變得更加複雜，因為政府債券孳息上升及通脹上漲的預期，會為核心政府債券或長存續期資產的持有人帶來風險。
- 經濟復甦走強有助支持企業盈利前景。這應會推動股息回升，因企業會透過提高派息率向股東回饋資本。
- 投資者如果正在物色潛在收益流較穩定，而且與股票相關性較低的投資工具，可考慮選擇有助抗通脹及提供可預測收益的房地產及基建等另類投資。

## 投資啟示

- 債券市場的部分環節仍可為投資組合提供收益，例如高收益債券及新興市場債券。然而，投資者將愈來愈有需要放眼債券市場以外的收益機會。
- 盈利增長強勁意味著公司能以更高股息回饋股東，並且為業務增長進行再投資。較高息的股票市場是值得考慮的選擇，但現時這些市場已處於較高估值水平。
- 對於有能力配置非流動性資產的投資者，基建、運輸及房地產等實質資產擁有穩定現金流，可視為可靠的收入來源及類似債券的分散投資組合工具。





資料來源：摩根經濟研究，摩根資產管理；（左圖）富時羅素，全國銀行間同業拆借中心；（右圖）彭博財經社。  
\*所示信貸指數為最低孳息率，所示政府債券指數為到期孳息率。「中國離岸人民幣信貸」為當時點心債券指數，「中國離岸美元信貸」為摩根亞洲信貸中國指數。  
\*\*經風險調整回報是31/12/04至30/06/21的年化回報，相關系數數據使用同期回報。  
孳息率概無保證，正收益率並不代表正回報。  
《環球市場縱覽 - 亞洲版》。反映截至30/06/21的最新數據。

固定收益的收益趨跌

各國央行多年來的金融抑制，以及較長期的結構因素，已導致投資者在傳統上持有的固定收益資產收益下跌。

- 固定收益市場內仍有收益來源，例如美國高收益債券或新興市場債券，或相對較新的中國政府債券。然而，投資者必須考慮這些資產的市場及特殊風險，在作出配置時更加精挑細選。
- 同時，持有較高質素固定收益資產（例如核心政府債券及投資級別債券）的風險回報吸引力已變得較為遜色，因為較長存續期的資產會隨著利率升高而較易蒙受資本損失。

- 隨著中國金融市場逐步開放，投資者對於相對較高收益的中國政府債券已產生更大興趣。
- 中國債券不僅能提供高於眾多成熟市場的孳息率，而且與旗艦彭博巴克萊環球綜合債券指數的相關性顯著較低，風險有別於其他新興市場政府債券。

亞太（除日本）股票：股息

亞洲版（香港） | 41

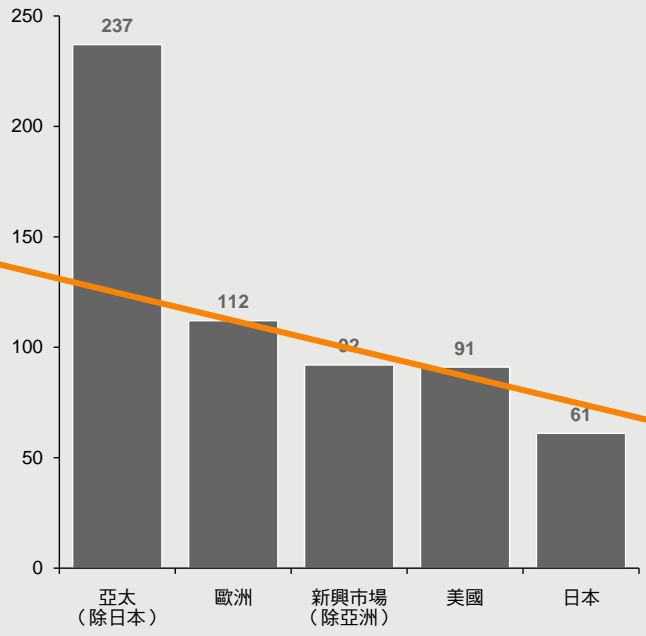
股票

亞太（除日本）盈利及股息增長預測  
按年變化



資料來源：FactSet，MSCI，摩根資產管理。  
過往表現並非當前及未來業績的可靠指標。  
《環球市場縱覽 - 亞洲版》。反映截至30/06/21的最新數據。

各地區股息率超過3%的公司數目  
MSCI綜合世界指數成分股



股息收益

近年增長股受到投資者追捧，而這類股票傳統上支付較低股息，因而降低了總股東回報中的股息份額。

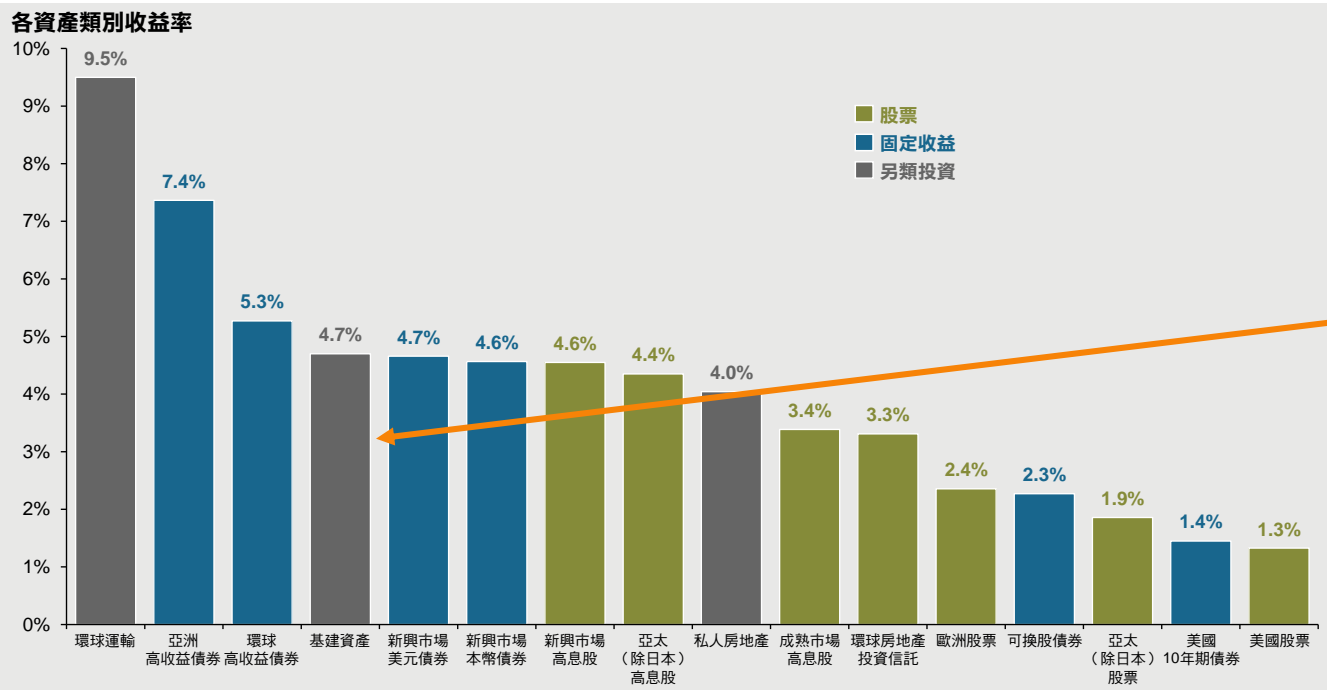
- 以美國為例，2002年至今的10.2%平均總回報中，22%來自股息。在最近5年，由於美國增長股急升，股息的份額已降至14%。然而，亞洲市場的變化則較為輕微，股息仍佔過去5年總回報的24%（2002年至今為28%）。
- 由於增長股的極高估值已大幅削弱回報前景，隨著投資者輪換至價值股及高息股，這種趨勢可能正開始轉變。
- 在疫情最嚴重的時候，股息預測曾與盈利預期一同暴跌。在此期間，監管政策的變動亦禁止部分公司派息或增加派息。現在許多經濟體已出現V型復甦，推動股息預測大幅調高，亞洲市場的情況尤其明顯。

摩根  
資產管理

- 亞洲股市可說是收益投資者的沃土，比世界許多其他市場擁有更多股息率超過3%的公司。
- 此外，由於盈利增長料將上升，股息增長亦可望加強。投資者不應僅關注絕對股息率，還應留意股息的未來增長前景。

另類收益來源

亞洲版（香港） | 76



另類收益

放眼債券以外的收益機會，意味著投資者可考慮非傳統資產。另類資產有其自身的挑戰，但可提供類似債券的收益特點，並發揮分散投資組合的作用。

- 近年來，投資者不斷增加對另類資產的配置，因為此類資產有望提供更高回報、穩定收益，以及在某些情況下，類似債券的分散投資效益。
- 基建、房地產及運輸等實質資產擁有穩定現金流，能轉化為更高收益。這些現金流的合約性質，加上交易對手通常具有高質素，意味其收益流的可預測性較高，而且回報波幅較輕。
- 這些資產也可作為通脹對沖工具，因為它們的現金流與通脹掛鉤，而無需承擔通脹上升的影響。

其他資產類別

資料來源：Alerian，美國銀行，彭博財經社，Clarkson，Drewry Maritime Consultants，FactSet，聯儲局，富時，MSCI，標準普爾，摩根資產管理。環球運輸：運輸資產的槓桿收益率以租船費用（租金收入）、營運開支、債務攤銷與利息開支之間的差額佔股票價值的百分比計算。已計算以上各子類型船舶的收益率，並對各子行業應用各自比重得出環球運輸的當前槓桿收益率；各資產類別基於MSCI環球房地產基金指數（私人房地產），富時NAREIT環球房地產投資信託指數（環球房地產投資信託），MSCI環球基建資產指數（基建資產），彭博巴克萊美國可換股債券綜合指數（可換股債券），彭博巴克萊環球高收益債券指數（環球高收益債券），摩根政府債券指數 - 新興市場環球（新興市場本幣債券），摩根新興市場債券環球指數（新興市場美元債券），摩根亞洲信貸指數 - 非投資級別債券（亞洲高收益債券），MSCI亞太（除日本）股票指數（亞太（除日本）股票），MSCI亞太（除日本）高息股指數（亞太（除日本）高息股），新興市場高息股指數（新興市場高息股），MSCI世界高息股指數（成熟市場高息股），MSCI歐洲指數（歐洲股票），MSCI美國指數（美國股票）。運輸、基建及私人房地產的收益率截至31/12/20。過往表現並非當前及未來業績的可靠指標。《環球市場縱覽 - 亞洲版》。反映截至30/06/21的最新數據。



- 本頁顯示不同資產類別所提供的收益率。美國國庫券是吸引力最低的選擇，其收益遜於高息股及其他債券類別。
- 納入較高風險的債券資產或收益型股票，會增加整體投資組合與股票的相關性。運輸、基建及房地產等另類資產既可時提供更高收益，也有助加強分散投資效益。

「市場洞察」系列（「本系列」）在並無提及產品的情況下，提供關於環球市場的全面性數據及評論。本系列探討當前經濟數據及不斷變化市場狀況的啟示，是幫助客戶瞭解金融市場並為其投資決策提供支持的工具。

就MiFID II而言，摩根「市場洞察」及「投資洞察」系列是市場推廣通訊，並不屬於指定與投資研究有關的任何MiFID II / MiFIR規定的範圍。此外，摩根資產管理「市場洞察」及「投資洞察」系列是非獨立研究，並未根據促進投資研究獨立性的有關法律要求編製，亦不受限於發布投資研究前任何交易的禁止。

本文件為一般性通訊刊物，僅供參考。其為教育性質，不擬作為在任何司法管轄區內對任何特定投資產品、策略、計劃特色或其他目的的建議或推介，亦不擬作為摩根資產管理或其任何附屬公司參與本文件提及的任何交易的承諾。所用任何例子為通用、假設及僅供參考。本文件並未載有足以支持作出投資決策的資訊，且閣下在評估投資於任何證券或產品的優劣時，不應以本文件為依據。此外，使用者應與彼等財務專家一同獨立評估相關法律、監管、稅務、信貸及會計影響，以決定本文件提及的任何投資是否相信是適合使用者的個人目標。投資者應確保於進行任何投資之前已獲得所有可取得的相關資訊。所載的任何預測、數字、意見或投資技術與策略均僅供參考之用，並且均是基於特定假設及目前市場狀況作出，且可隨時變動而不發出事先通知。本文件載列的所有資訊於編製時被視為準確，但概不保證其準確性，亦不會就任何錯誤或遺漏承擔任何責任。請注意，投資涉及風險，投資價值及其收益可能會因市場狀況及稅務協定而出現波動，投資者可能無法收回已投資之全數金額。過去的業績及收益率並非當前及未來業績的可靠指標。

摩根資產管理是JPMorgan Chase & Co.集團及其環球聯屬公司旗下資產管理業務的品牌。

在適用法律允許的範圍內，我們可進行電話錄音及監控電子通訊，以履行我們的法律和監管義務以及遵守內部政策。摩根資產管理將根據我們的私隱政策 (<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>) 收集、儲存及處理個人資料。

本通訊由以下實體發布：在美國為均受美國證券交易委員會監管的J.P. Morgan Investment Management Inc.或J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.；在拉丁美洲為當地摩根大通實體（視情況而定），僅供指定接收者使用；在加拿大為JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.，僅供機構客戶使用，其為所有加拿大省份及地區（育空地區除外）的註冊投資組合經理及豁免市場交易商，亦在不列顛哥倫比亞省、安大略省、魁北克省及紐芬蘭與拉布拉多省註冊為投資基金經理。在英國，為受英國金融行為監管局認可及監管的JPMorgan Asset Management (UK) Limited；在其他歐洲司法管轄區，為JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.。在亞太區，由以下實體在其各自主要受到監管的司法管轄區發布：均受香港證券及期貨事務監察委員會監管的JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited、摩根基金（亞洲）有限公司或摩根實物資產管理（亞洲）有限公司；JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited（公司註冊編號：197601586K），本廣告或刊物文件尚未經過新加坡金融管理局的審閱；摩根證券投資信託股份有限公司；受日本金融廳監管並為日本投資信託協會、日本投資顧問業協會、第二種金融商品交易業協會及日本證券業協會會員的JPMorgan Asset Management (Japan) Limited（註冊編號「關東財務局（金融工具公司）第330號」）；在澳洲為JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) (AFSL 376919)，僅向2001年《公司法》（聯邦法案）第761A及761G條界定的批發客戶發布。在亞太區其他市場僅提供予所指定接收者。

只適用於美國：假若閣下是殘疾人士，並在閱讀本材料時需要額外的支援，請致電1-800-343-1113 聯絡我們以提供協助。

版權所有。2021 JPMorgan Chase & Co.。不得轉載。

Material ID: 0903c02a824282d6