

季度观点透视

2021年第三季亚洲版

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. 复苏进展参差，政策步调分化
2. 把握经济复苏，做好投资部署
3. 亚洲表现只是暂时落后
4. 寻找债券资产之外的现金收益来源

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

Agnes Lin
林雅慧
执行董事
市场策略师

Dr. Jasslyn Yeo, CFA
杨媚
执行董事
市场策略师

Chaoping Zhu, CFA
朱超平
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

Shogo Maekawa
前川将吾
副总裁
市场策略师



市场洞察

复苏进展参差，政策步调分化

新冠疫苗接种及感染情况 – 《环球市场纵览》第24页

美国：通胀 – 《环球市场纵览》第29页

全球央行政策利率变动 – 《环球市场纵览》第19页

概览

- 在疫苗接种和经济刺激方面，各国采取的政策存在显著差异，因而导致全球经济复苏的进展参差不齐。预期美国将在2021年引领复苏，而欧洲则紧随其后。中国经济已恢复常态，预期经济将持续增长。
- 全球通胀已如预期般加速，但尚不明朗的是，供给侧瓶颈、半导体短缺以及大宗商品价格波动等一系列一次性的因素是否会导致通胀持续更长的时间。
- 因为复苏步调不一，各国货币政策的未来走向可能也会大相径庭。某些较小经济体的央行已经转向鹰派政策。中国开始放缓信贷增长，转向正常化的货币政策。而在美国，尽管面临通胀上行的压力，货币政策仍然保持宽松。与此同时，大多数亚洲央行的政策重点仍然是平稳应对新一轮的疫情感染潮。

投资启示

- 经济复苏应该会继续利好风险资产。然而，复苏步调不一意味着亚洲投资者在进行跨区域配置时应采取更加主动的做法。
- 在中美两国，最为强劲的复苏阶段可能已经结束，但是从全球经济表现的对比来看，两国仍然领先。在欧洲，疫苗接种率的提高和欧洲复苏基金的支出也开始支持地区经济增长。
- 亚洲的内部需求因为新一轮的新冠感染潮而面临挑战，但其出口需求依然强劲。
- 由于市场持续担忧通胀风险，且货币政策在未来的正常化可能推高债券收益率，因此固定收益投资者需要采取更为灵活的策略。然而，在通胀率升高的环境中，投资者对现金收益的需求可能受到刺激，在关注高收益债券和新兴市场债券的同时，考虑更广泛的收益型资产类别，如高息股和另类投资。

把握经济复苏，做好投资部署

经济周期各阶段的资产类别回报 – 《环球市场纵览》第67页

美国：利率及股票表现 – 《环球市场纵览》第51页

全球固定收益：收益率及久期 – 《环球市场纵览》第53页

概览

- 由于经济持续复苏，收益率可能继续攀升，股票、高收益企业债券及新兴市场债券等风险资产仍受青睐。
- 中美两国的经济增速已经见顶，然而在疫苗接种率上升以及感染率降低的背景下，欧洲、亚洲和其他新兴市场经济体仍有更多空间。这意味着在指数层面上，股市的回报相对温和，但各板块却隐藏着丰富的投资机会。
- 美国国债收益率上行仍对固定收益资产构成挑战。高收益企业债券和新兴市场债券仍然是可行的收益来源。

投资启示

- 亚洲投资者应继续在全球范围内分散其股票投资组合。欧洲市场在2021年上半年表现强劲，我们预计周期性板块的持续反弹将进一步提供助力。
- 由于中国货币政策正常化，加之亚洲其他一些经济体出现新的病毒感染潮，亚洲股市在今年表现滞后。不过，亚洲的出口依然得到强劲支持，而随着感染率逐步得到控制，内需的恢复只需耐心等待。
- 板块方面，周期性板块可能受益于经济复苏的利好因素和强劲的盈利前景。不过投资者仍需警惕原材料价格和工资成本上升的风险。短期内，通胀成本上升可能会加大下游制造业的盈利压力。
- 美国国债收益率短期内可能会进入盘整，但中长期可能继续走高。投资者在选择高收益债券的同时，还应考虑缩短固定收益资产的久期。

市场洞察

亚洲表现只是暂时落后

亚太（除日本）股票：出口与企业盈利的关系 – 《环球市场纵览》第42页

全球股票：投入价格及利润率 – 《环球市场纵览》第36页

亚太（除日本）股票：市场驱动因素 – 《环球市场纵览》第40页

概览

- 总体而言，亚洲地区疫情出现反弹，且疫苗接种步伐较慢，因此整个地区同步实现迅速复苏的希望已经破灭。近期亚洲感染人数的陡增提醒我们，如果疫苗接种率不高，即使是先前在疫情控制方面表现出色的地区也不能免受疫情的冲击。
- 美国和欧洲在疫苗接种率方面可能领先，但我们预计随着全球需求上升，这两个地区的复苏也将惠及亚洲。
- 复苏步调不一的状况可能会持续下去。中国将会保持领先，而当疫情消退、受抑制的消费需求释放时，其他亚洲经济体也将紧随其后实现复苏。

投资启示

- 我们仍然看好亚洲股市，而亚洲不同地区股市表现分化的状况可能会延续下去。中国和其他参与电子供应链、或者电子产品占比较大的地区，可能从全球需求的持续增长中获益。虽然来自美国和欧洲的需求在亚洲的商品产出中占比不如从前，但仍是重要的增长驱动因素之一。
- 公司盈利数据预计会有所改善。虽然通胀上升和投入成本增加使投资者担忧，但企业的利润率仍呈上升趋势。
- 从历史数据的纵向比较来看，亚洲股票当前的估值并不具有很强的吸引力。但是，如果相对于美国和其他主要地区进行横向比较，亚洲股票的估值更为合理。

寻找债券资产之外的现金收益来源

中国债券 – 《环球市场纵览》第65页

亚太（除日本）股票：股息 – 《环球市场纵览》第41页

另类投资收益 – 《环球市场纵览》第76页

概览

- 寻求现金收益从来不是一件易事，而政府债券收益率上升的预期和通胀加剧让情况更加复杂，导致核心政府债券或较长久期资产的持有人面临风险。
- 强劲的经济复苏提振了公司盈利前景。随着上市公司提高派息比率以向投资者返还资本，股市的总体股息水平有望恢复。
- 一些投资者希望获得更加稳定、且与股票相关性较低的收入现金流。对于这类投资者而言，另类投资（例如房地产和基础设施）是可行的选项，能够带来可测的通胀挂钩收益。

投资启示

- 债券市场的一些子板块，例如高收益债券和新兴市场债券，依然可以作为现金收益的来源纳入投资组合。然而，投资者必须进一步考虑在债券市场之外开拓现金收益的来源。
- 盈利增长强劲的公司除了增加再投资以推动未来的增长，也可能派发更高的股息来回报股东。高股息率股票的市场估值正在上升，这一板块也值得考虑。
- 一些流动性较差的投资，比如基础设施、运输和房地产等实物资产，可以为投资者提供稳定的现金流。对于可以接受较低流动性的投资者而言，这些资产不仅能够提供可靠的现金收益，也为投资组合提供了类似债券的多元化配置效果。

复苏进展参差，政策步调分化

概览

- 在疫苗接种和经济刺激方面，各国采取的政策存在显著差异，因而导致全球经济复苏的进展参差不齐。预期美国将在2021年引领复苏，而欧洲则紧随其后。中国经济已恢复常态，预期经济将持续增长。
- 全球通胀已如预期般加速，但尚不明朗的是，供给侧瓶颈、半导体短缺以及大宗商品价格波动等一系列一次性的因素是否会导致通胀持续更长的时间。
- 因为复苏步调不一，各国货币政策的未来走向可能也会大相径庭。某些较小经济体的央行已经转向鹰派政策。中国开始放缓信贷增长，转向正常化的货币政策。而在美国，尽管面临通胀上行的压力，货币政策仍然保持宽松。与此同时，大多数亚洲央行的政策重点仍然是平稳应对最新一轮的疫情感染潮。

投资启示

- 经济复苏应该会继续利好风险资产。然而，复苏步调不一意味着亚洲投资者在进行跨区域配置时应采取更加主动的做法。
- 在中美两国，最为强劲的复苏阶段可能已经结束，但是从全球经济表现的对比来看，两国仍然领先。在欧洲，疫苗接种率的提高和欧洲复苏基金的支出也开始支持地区经济增长。
- 亚洲的内部需求因为新一轮的新冠感染潮而面临挑战，但其出口需求依然强劲。
- 由于市场持续担忧通胀风险，且货币政策在未来的正常化可能推高债券收益率，因此固定收益投资者需要采取更为灵活的策略。然而，在通胀率升高的环境中，投资者对现金收益的需求可能受到刺激，在关注高收益债券和新兴市场债券的同时，考虑更广泛的收益型资产类别，如高息股和另类投资。

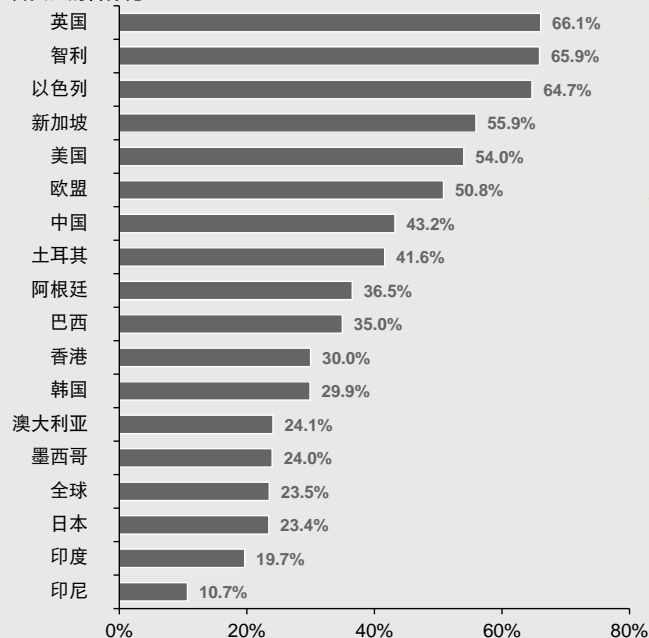
市场洞察

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。

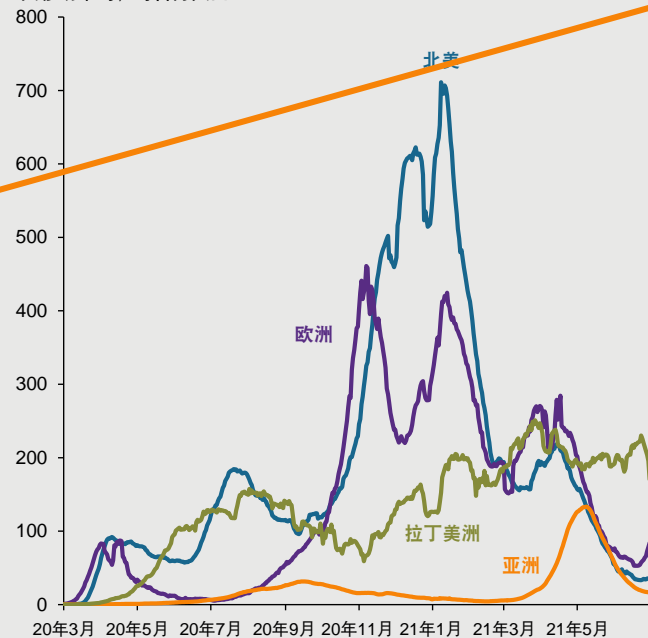
新冠疫苗接种及感染情况

亚洲版（中国） | 24

至少接种过一剂疫苗的人数 占人口的百分比



日新增病例（地区） 7天移动平均，每百万人口



资料来源：摩根资产管理，（左图）Our World in Data；（右图）约翰斯·霍普金斯大学，世界银行—世界发展指数。
 北美包括美国及加拿大；欧洲包括法国、德国、意大利、西班牙及英国；亚洲包括澳大利亚、中国、香港、印度、日本、新加坡及韩国；拉丁美洲包括巴西、智利、秘鲁及墨西哥。人口数量基于截至2019年12月31日的世界银行数据。
 《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2021年6月30日的最新数据。

摩根
资产管理

全球复苏表现参差不齐

下一阶段的复苏将取决于疫苗接种的进展及其对消费和企业投资的推动。

- 在主要经济体中，美英两国在疫苗接种方面领先。中国和欧洲同样加快了接种速度。然而，由于民众对接种疫苗犹豫不决，而且疫苗供应不足，亚洲和其他新兴市场的接种则明显落后。
- 疫苗接种步伐更快的地区将迎来更为平坦的经济重启之路，从而吸引消费和企业投资。美国在进行大规模财政刺激的同时，正大力推进疫苗接种。
- 对于接种进度落后的国家，经济复苏可能要推迟到2022年甚至更晚。亚洲方面，出口前景依然向好，但内需和旅游业在2021年会保持低迷。

全球经济

- 左图显示全球主要经济体至少已接种一剂新冠疫苗的人口所占百分比。2021年上半年，美英两国在疫苗接种人数上取得巨大进展。欧元区在过去两个月加快了疫苗接种。但是，亚洲在疫苗接种方面明显落后，原因是疫苗供应有限，另外公众对于是否接种疫苗也犹豫不决。
- 右图显示欧洲、美国和亚洲的新增感染人数。美国和欧洲的感染率逐渐下降，疫苗接种的成效应该会在未来两三个月显现。

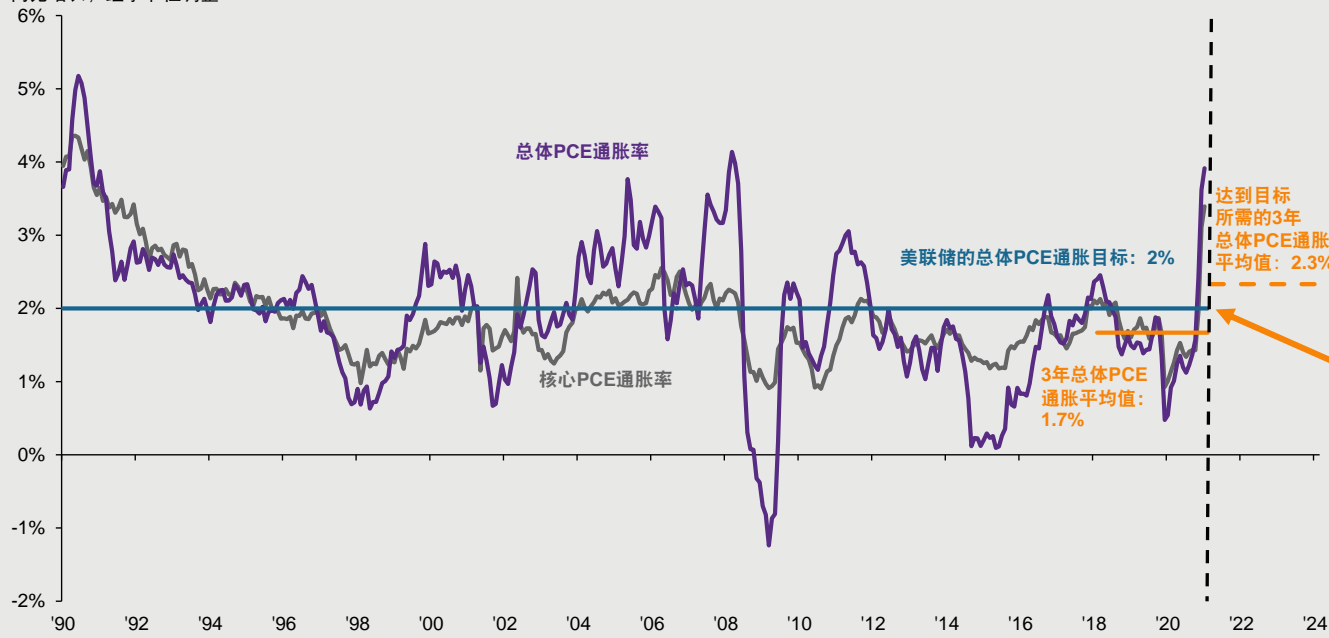
市场洞察

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：通胀

亚洲版（中国） | 29

总体及核心个人消费支出（PCE）通胀率
同比增长，经季节性调整



资料来源：FactSet，美国经济分析局，美联储，摩根资产管理。
美联储采用个人消费支出平减指数衡量通胀。核心个人消费支出指数为不包括食品及能源价格的个人消费支出。个人消费支出平减指数采用持续变化的连锁加权消费开支篮子。2020年8月，美联储公布平均通胀目标政策，旨在将长期平均通胀率维持在2%的水平。
《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2021年6月30日的最新数据。

摩根
资产管理

通胀受到一系列一次性因素的驱动

全球通胀如预期般加速。但在美国，价格走高可能更多受到若干一次性因素的推动。

- 美国就业市场供需失衡可能会导致短期内工资上涨。虽然失业率居高不下，但企业仍然面临招聘难的困境。随着补充失业补助政策的结束，这一状况可能在2021年第三季度有所缓解。
- 然而，货运成本持续上涨等供给侧瓶颈可能会持续对价格施压。半导体和燃料短缺也可能导致通胀在未来数月维持高位。
- 我们依然预期美国通胀率有望在2022年回归到美联储设定的2%的长期目标。然而，投资者仍需关注是否会有其他一次性因素导致货币政策正常化推迟，以及美联储是否会迫于压力提前加息。

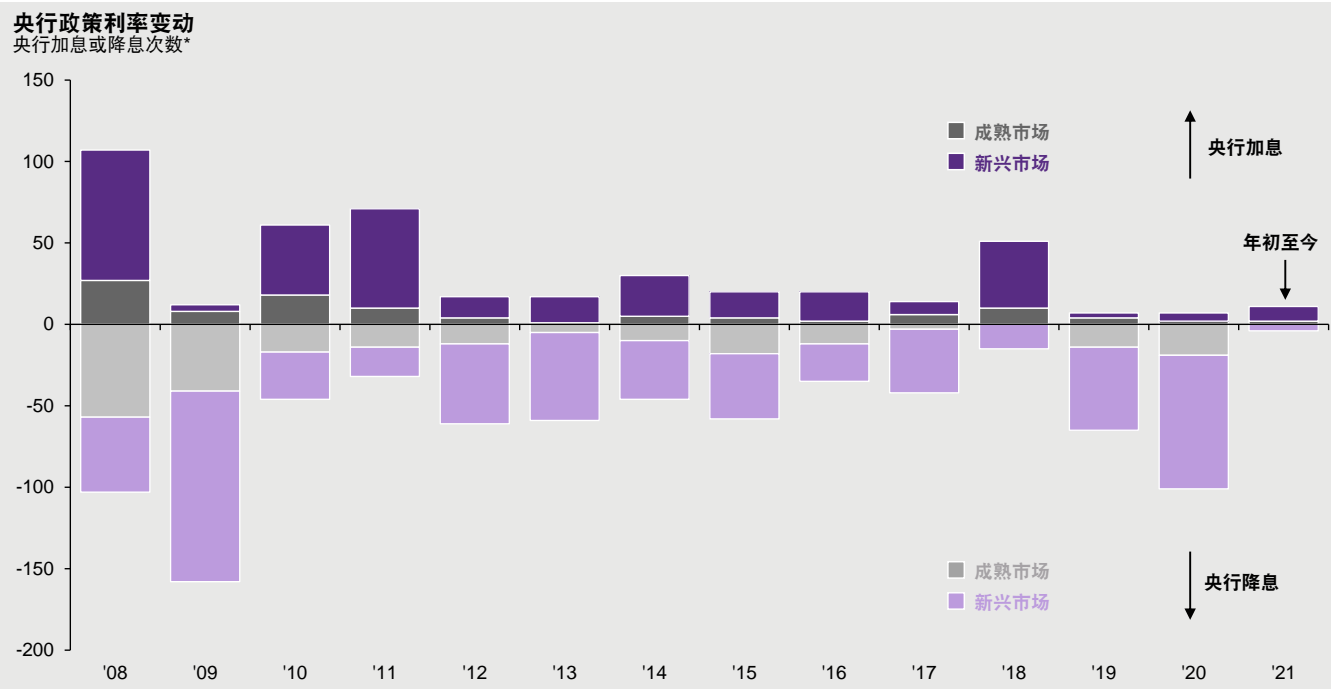
- 上图显示了美国的总体及核心个人消费支出（PCE）通胀。PCE通胀是美联储的首选通胀衡量指标，其目标是将长期平均通胀率稳定在2%的水平。
- 鉴于近几年通胀率持续低于目标水平（过去三年为1.6%），结合其平均通胀目标，美联储应该会接受总体PCE通胀率在高于2%的水平持续一段时间。

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。

全球央行政策利率变动

亚洲版（中国） | 19



资料来源：国际清算银行，摩根资产管理。
*涵盖纳入国际清算银行央行政策监测范围内的38家央行，不包括阿根廷、克罗地亚和香港。
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2021年6月30日的最新数据。

摩根
资产管理

19

各国央行各行其道

在经济复苏步调不一致的背景下，全球各国央行可能会采取不同策略来推动各自的货币政策回归正常。

- 鉴于其在全球市场的影响力，美联储的作用仍将受到最多的关注。我们预期美联储将在2022年早些时候放缓资产购买。如果通胀势头延续且失业率持续下降，美联储则需要2023年进行首轮加息，甚至可能将加息提前至2022年。
- 中国人民银行已在2021年上半年放缓信贷增长，重点是遏制企业杠杆和房地产市场。
- 亚洲多个经济体持续爆发新的感染潮。因此，尽管亚洲各国的通胀在近期回升，各国央行仍延后了加息周期。这也可能在2021年下半年限制亚洲货币走强。

- 上图显示了成熟市场和新兴市场央行自2008年以来的加息或降息次数。从中可看出，为了应对新冠疫情，各国央行在2020年大幅降息，创造了2008年全球金融危机以来降息次数的记录。
- 虽然通胀率在最近迅速上升，但各国央行在2021年可能不会做出大幅度的政策变动。我们预期在2022年和2023年看见更多的紧缩政策。

把握经济复苏，做好投资部署

概览

- 由于经济持续复苏，收益率可能继续攀升，股票、高收益企业债券及新兴市场债券等风险资产仍受青睐。
- 中美两国的经济增速已经见顶，然而在疫苗接种率上升以及感染率降低的背景下，欧洲、亚洲和其他新兴市场经济体仍有更多空间。这意味着在指数层面上，股市的回报相对温和，但各板块却隐藏着丰富的投资机会。
- 美国国债收益率上行仍对固定收益资产构成挑战。高收益企业债券和新兴市场债券仍然是可行的收益来源。

投资启示

- 亚洲投资者应继续在全球范围内分散其股票投资组合。欧洲市场在2021年上半年表现强劲，我们预计周期性板块的持续反弹将进一步提供助力。
- 由于中国货币政策正常化，加之亚洲其他一些经济体出现新的病毒感染潮，亚洲股市在今年表现滞后。不过，亚洲的出口依然得到强劲支持，而随着感染率逐步得到控制，内需的恢复只需耐心等待。
- 板块方面，周期性板块可能受益于经济复苏的利好因素和强劲的盈利前景。不过投资者仍需警惕原材料价格和工资成本上升的风险。短期内，通胀成本上升可能会加大下游制造业的盈利压力。
- 美国国债收益率短期内可能会进入盘整，但中长期可能继续走高。投资者在选择高收益债券的同时，还应考虑缩短固定收益资产的久期。

市场洞察

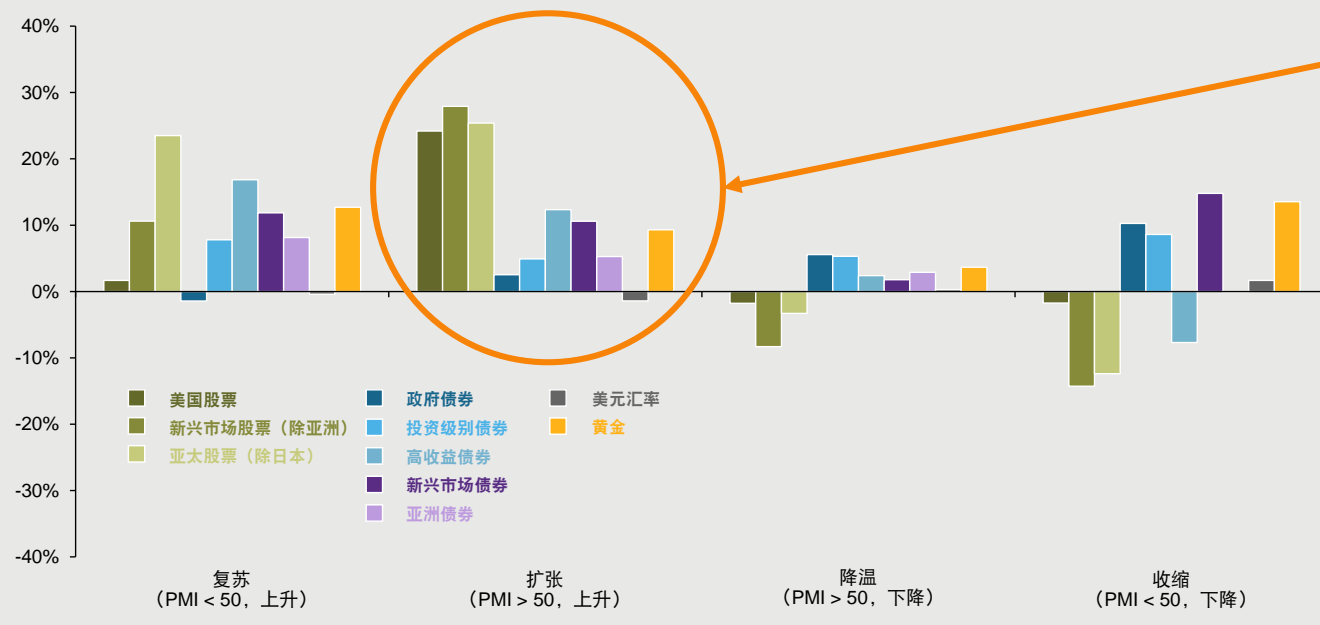
只供香港互认基金管理人委托的代理人或指定的基金销售机构及合格境内机构投资者内部参考使用，不得作公开发布用途，亦不应提供予公众使用。

经济周期各阶段的资产类别回报

亚洲版（中国） | 67

各资产类别回报

经年化的月度回报，美元计价，基于1998年起全球制造业采购经理指数（PMI）的不同水平



经济复苏仍然利好风险资产，但预期回报将变得更为温和

由于各经济体所处的复苏阶段不同，投资者需要采取更为多元化的全球股票配置策略。

- 中美两国复苏最为强劲的时期可能已经结束，但两国将维持稳定增长。这意味着指数内部板块之间的轮动配置，而非基准指数层面的投资，将是产生回报的关键。
- 随着疫苗接种进度加快，以及最新一轮感染潮逐渐消退，欧洲正处于高速复苏阶段。欧洲复苏基金也为经济复苏注入了额外动力。
- 对于亚洲及新兴市场，投资者可能需要更多耐心，并采取差异化策略。出口行业仍然稳定，但由于疫苗接种仍然是关键因素，内需将需要更长时间才能回归长期趋势。

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，“亚太（除日本）股票”为MSCI综合亚太（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”为黄金价格（美元/金衡盎司）。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）因数据有限除外。PMI低于50表示行业活动减速，高于50表示行业活动加速。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2021年6月30日的最新数据。

摩根
资产管理

其他资产类别

67

- 上图显示了不同类型资产在经济周期各个阶段的历史回报，经济周期的不同阶段依据全球制造业采购经理指数（PMI）的状态界定。
- 虽然全球PMI接近峰值，但由于许多经济体仍处于复苏阶段，我们距离周期中的经济降温阶段还有一段距离。这表明股票和企业债券等风险资产仍将产生超额回报，虽然回报率可能有所下降。

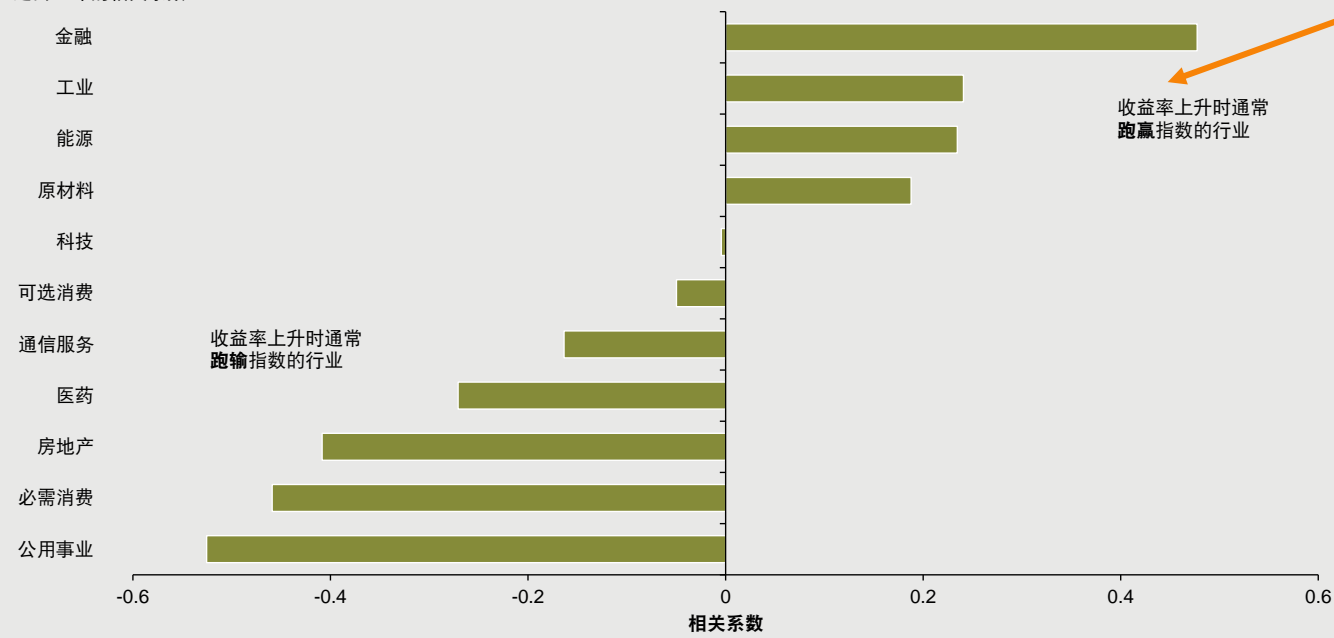
市场洞察

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：利率及股票表现

亚洲版（中国） | 51

标准普尔500指数对应行业表现与美国10年期国债收益率的相关系数
过去10年的相关系数



资料来源：FactSet，美联储，标准普尔，摩根资产管理。
回报仅基于价格指数，并不包含股息。
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2021年6月30日的最新数据。

摩根
资产管理

周期股轮动仍将继续

随着收益率上升和经济持续复苏，战术性投资者将青睐周期性板块。

- 政府债券收益率上升，推动包括金融股、材料股和工业股在内的周期股走高，而科技股则面临压力。我们预计这一情况将延续至2021年下半年。
- 鉴于科技板块的长期表现，战略性投资者可借科技股走弱之机构建科技股投资组合。目前，中美两国的科技股巨头面临监管审查的压力，但这也为中小型科技股提供了机会。
- 劳动力和原材料成本上升是制造商担忧的一个问题。供应链下游企业目前处于更为弱势的地位。原材料股和能源股可用于对冲通胀和原材料价格上涨的风险。

股票

51

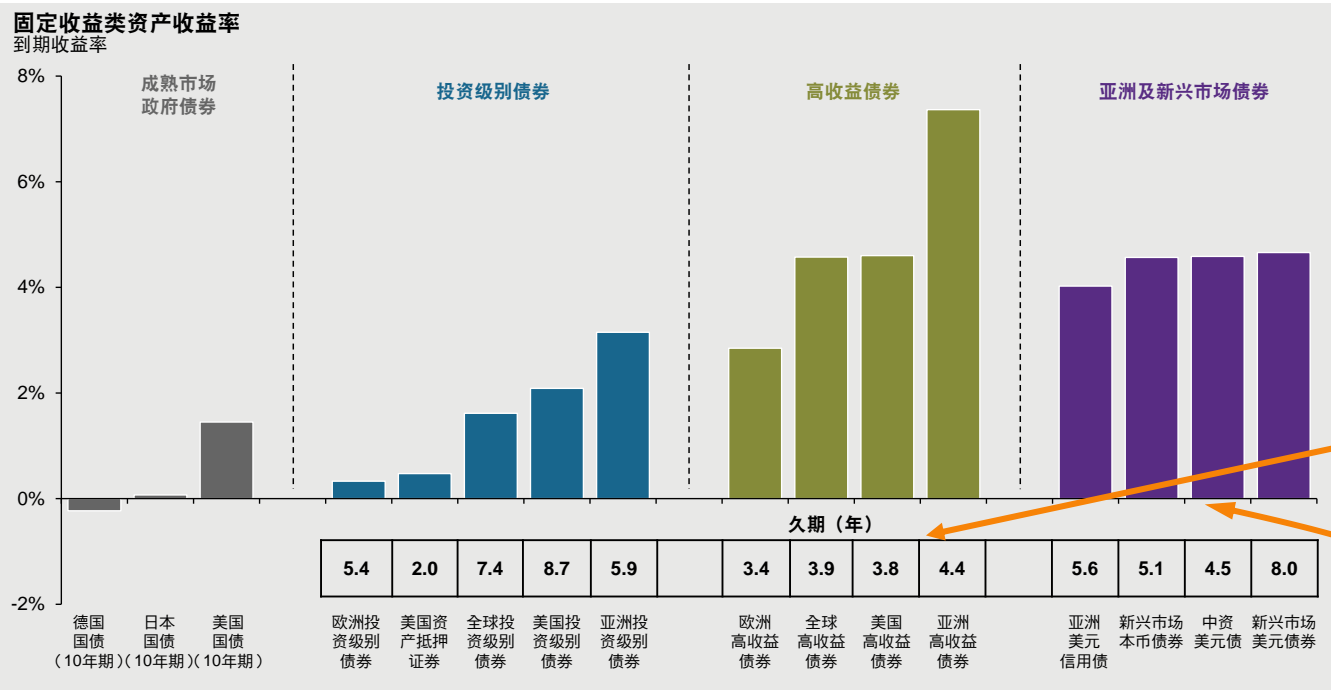
- 上图阐释了各个板块相对标普500指数的表现以及与美国国债收益率的关系。在收益率上升的环境下，金融、工业和原材料等周期性板块的表现优于指数，而公用事业、房地产和必需消费等板块则跑输指数。
- 由于我们预期美国国债收益率将在中期随着经济复苏而上行，周期性板块的反弹势头有望持续下去。

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：收益率及久期

亚洲版（中国） | 53



资料来源：巴克莱，彭博，FactSet，ICE美银美林，摩根经济研究，摩根资产管理。图例中的“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，“欧元投资级别债券”为彭博巴克莱欧元综合信用债-企业债券指数，“亚洲投资级别债券”为摩根亚洲投资级别信用债指数，“全球投资级别债券”为彭博巴克莱全球综合-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，“美国资产抵押证券”为彭博巴克莱美国综合证券化债券-资产抵押证券指数，“欧洲高收益债券”为彭博巴克莱泛欧高收益债券指数，“亚洲高收益债券”为摩根亚洲信用债高收益债券指数，“全球高收益债券”为ICE美银美林全球高收益债券指数，“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”为摩根亚洲信用债中国指数。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。收益率并无保证，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2021年6月30日的最新数据。

摩根
资产管理

为国债收益率上行做好准备

随着经济平稳复苏，且通胀可能会在较长时间处于高位，长期来看美国国债收益率仍将升高。

- 实际收益率上升，将在中期推升美国国债收益率。持续的通胀可能会增加出现这一前景的概率。缩短债券资产的久期是帮助投资者规避这一风险的手段之一。黄金的前景则不够明朗，因为当通胀上升而压低实际收益率时，黄金往往表现出色，但是当通胀预期消退时，黄金则表现疲软。
- 高收益企业债券具有久期较短和收益率较高两大优势，可以抵消美国国债收益率上升对投资回报的负面影响。在经济持续反弹的背景下，违约率也将保持在低位，有利于压低风险息差。
- 新兴市场债券在上半年表现不佳，一定程度上是美元反弹所致。2021年下半年，美元相对新兴市场货币的走势有望更加稳定，这有助改善新兴市场债券的回报。然而，不同地区面临各自的挑战，意味着投资者必须进行主动管理。

固定收益

53

- 上图展示了不同债券类别的到期收益率，包括政府债券、投资级别和高收益企业债券，以及亚洲和新兴市场债券。图表中还列示了各类债券的久期，即市场价格对收益率变化的敏感度。收益率上升意味着债券价格下降。
- 在收益率上升的背景下，投资者需要维持短久期配置，以减少债券价格的下行风险。投资者还应该选择到期收益率更高的资产以缓冲久期风险。

亚洲表现只是暂时落后

概览

- 亚洲地区疫情出现反弹，且疫苗接种步伐缓慢，因此该地区实现迅速复苏的希望已经破灭。近期感染人数的陡增提醒我们，如果疫苗接种率不高，即使是先前在疫情控制方面表现出色的地区也不能免疫。
- 美国和欧洲在疫苗接种率方面可能领先，但我们预计随着全球需求上升，这两个地区的复苏也将惠及亚洲。
- 复苏步调不一的状况可能会持续下去。中国应会引领复苏，其他亚洲经济体受积压消费需求释放和疫情影响消退的推动，也将紧随其后。

投资启示

- 我们仍然看好亚洲股市。亚洲各股市表现参差不齐的现状可能会延续下去。中国和其他参与电子供应链或者电子产品占比较大的市场，应能从全球需求的持续增长中获益。虽然美国和欧洲对亚洲商品的需求占比不如从前，但仍是重要的驱动因素之一。
- 盈利预计会有所改善。虽然担忧通胀和投入成本增加，但利润率仍呈上升趋势。
- 从历史角度来看，亚洲股票的估值并不具有极高吸引力，但相对于美国和其他主要地区，亚洲股票估值更为合理。

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：出口与企业盈利的关系

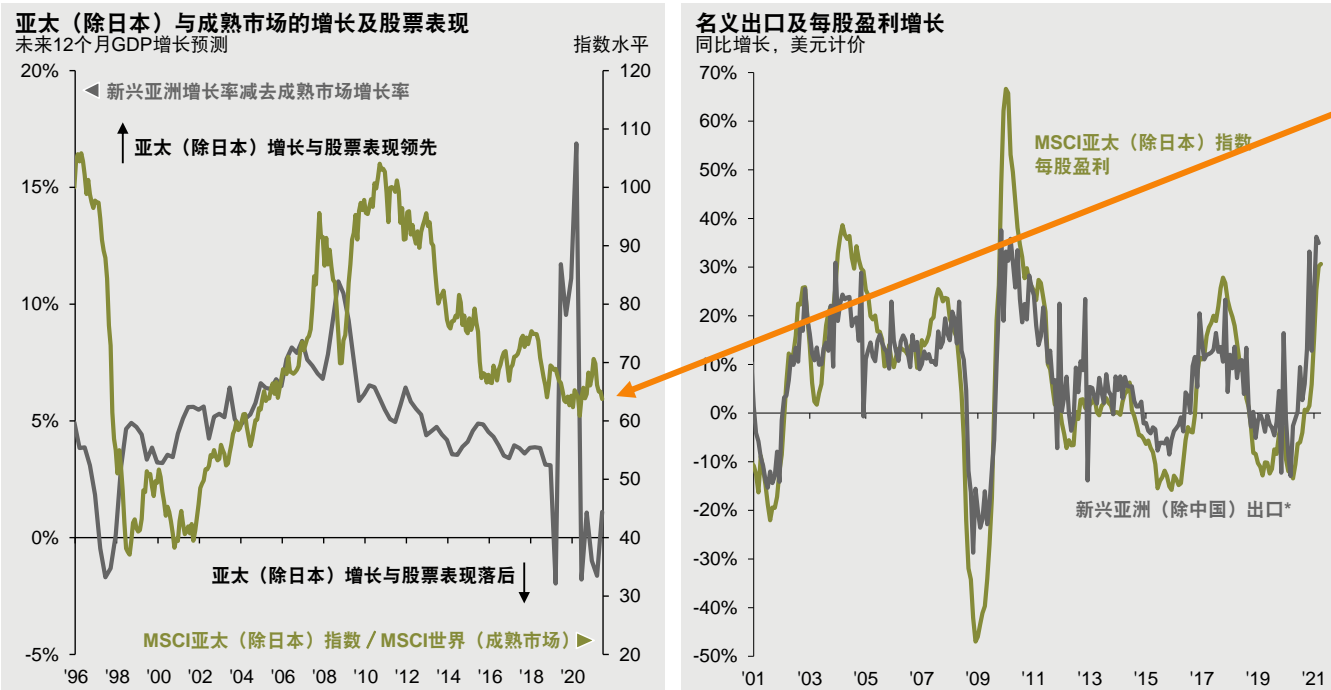
亚洲版（中国） | 42

亚洲只是暂时落后

由于疫情反弹，多个亚洲地区的经济前景和投资者情绪受到拖累，导致其股市表现落后于成熟市场。

- 亚洲复苏步伐明显落后于英美等经济体，原因在于该地区的疫苗接种进度相对缓慢。相对于成熟市场经济体，亚洲股票的表现滞后，不过随着年内疫苗供应增加和接种率提高，这一情况有望得到改善。我们预计亚洲与成熟市场的复苏差距将缩小，其股票表现也有望实现赶超。
- 中国的信贷和经济活动增速可能已经见顶，同时监管存在不确定性，因此导致其股市承压。尽管如此，我们仍坚信中国将引领亚洲地区的复苏。总体而言，全球经济复苏和积压需求的释放对于亚洲的出口和贸易属于利好因素。

股票



资料来源：FactSet, MSCI, 摩根资产管理；（左图）摩根经济研究；（右图）CEIC, 国家统计局。
 *新兴亚洲（除中国）包括香港、韩国、马来西亚、新加坡、台湾地区、泰国及越南。整体出口数据为GDP加权数据。
 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2021年6月30日的最新数据。

摩根
资产管理

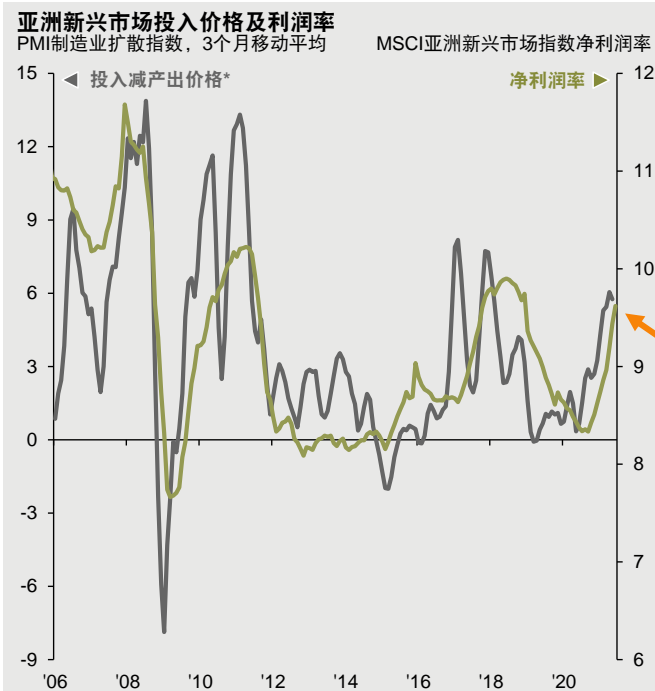
- 当亚洲和成熟市场之间的本地生产总值（GDP）增长差异较小时，亚洲股票的表现往往不如成熟市场股票。我们注意到，自疫情爆发以来，GDP增长差异一直呈缩小趋势，代表亚太（除日本）经济增速高于成熟市场的幅度一直在缩小。虽然亚洲市场落后于成熟市场，但在财政刺激措施的初始影响消退后，美国的经济增速可能会在今年早些时候见顶，从而有利于亚洲市场。
- 亚洲的盈利水平仍然与全球贸易高度相关。全球经济重启将带动积压需求释放和出口活动，有望推高企业盈利。

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。

全球股票：投入价格及利润率

亚洲版（中国） | 36



资料来源：FactSet, Markit, MSCI, 摩根资产管理。

*如果投入和产出价格之间的差值大于0，则表明制造业投入价格预计上涨速度快于产出价格，而差值低于0则表明预计制造业产出价格上涨速度快于投入价格。

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2021年6月30日的最新数据。

摩根
资产管理

股票

36

投资者的通胀担忧处在什么程度？

通胀上行的前景导致投资者担心宽松政策即将结束，尤其是在美国。

- 尽管最近美国发布的一些通胀数据高于预期，但我们认为这种情况只是暂时性的，对于正在复苏和增长的经济体而言仍属正常情况。仅仅当通胀连续数月处于高位，同时劳动力市场火爆、工资大幅上涨时，才真正值得担忧。
- 在亚洲，通胀还是一个小问题，因为大部分经济体的通胀回升都源自于基数效应和大宗商品价格上涨。
- 投入价格上涨可能会给企业带来成本压力。然而，现状似乎并非如此。亚洲企业的利润率正在上升，这是经济复苏初期的常态，应该会有助于盈利和业绩增长。

- 我们试图深入了解从投入成本到产出价格的传导效应。投入-产出价格曲线采用采购经理指数（PMI）调查的分类成分计算而得，显示成本和产出价格的近期变化。
- 上图显示，当投入价格预计比产出价格上涨更快时，利润率仍有可能上升，这是因为并非所有企业都对投入成本增长敏感。在业务规模上升时，一些企业（特别是固定成本庞大的企业）有可能提高利润率。

市场洞察

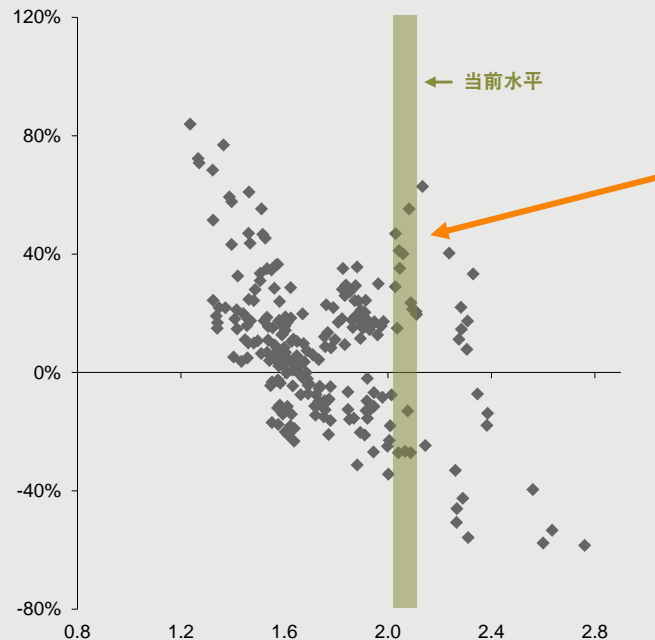
只供香港互认基金管理人委托的代理人或指定的基金销售机构及合格境内机构投资者内部参考使用，不得作公开发布用途，亦不应提供予公众使用。

亚太（除日本）股票：市场驱动因素

亚洲版（中国） | 40

亚太（除日本）市净率及随后回报

未来12个月美元计价回报



亚太（除日本）相对于成熟市场的股票表现及美元指数

相对指数水平，1997年12月 = 100



资料来源：FactSet, MSCI, 摩根资产管理；（左图）摩根经济研究。
散点代表自1996年以来的每月数据点。
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2021年6月30日的最新数据。

还要关注其他因素

亚洲股票的其他驱动因素看起来依然乐观，但也存在一些风险。

- 按市净率计算，目前的估值水平高于长期平均水平，但并不能算过高，相比美国和欧洲市场的估值也较为合理。
- 新兴市场和亚洲股票往往与美元的走势呈负相关，因此美元走强意味着亚洲股票的表现会较为逊色。我们认为，随着美国财政支出继续增长，美元将走弱。不过，如果美联储出乎意料地提前开始缩减购债规模，同时美元相对其他货币的息差上行，则存在美元走强的风险。

股票

- 当市净率估值较低时，亚太（除日本）股票未来将获得更佳回报。目前估值较高，但是仍然低于在历史上持续产生负回报的水平。
- 当美元走弱时，亚太（除日本）股票的表现通常优于成熟市场股票。美元在最近刚刚开始走弱，而我们的长期展望是，基于美国政府庞大的财政赤字，美元将持续走弱。

寻找债券资产之外的现金收益来源

概览

- 寻求现金收益从来不是一件易事，而政府债券收益率上升的预期和通胀加剧让情况更加复杂，导致核心政府债券或较长久期资产的持有人面临风险。
- 强劲的经济复苏提振了公司盈利前景。随着上市公司提高派息比率以向投资者返还资本，股市的总体股息水平有望恢复。
- 一些投资者希望获得更加稳定、且与股票相关性较低的收入现金流。对于这类投资者而言，另类投资（例如房地产和基础设施）是可行的选项，能够带来可测的通胀挂钩收益。

投资启示

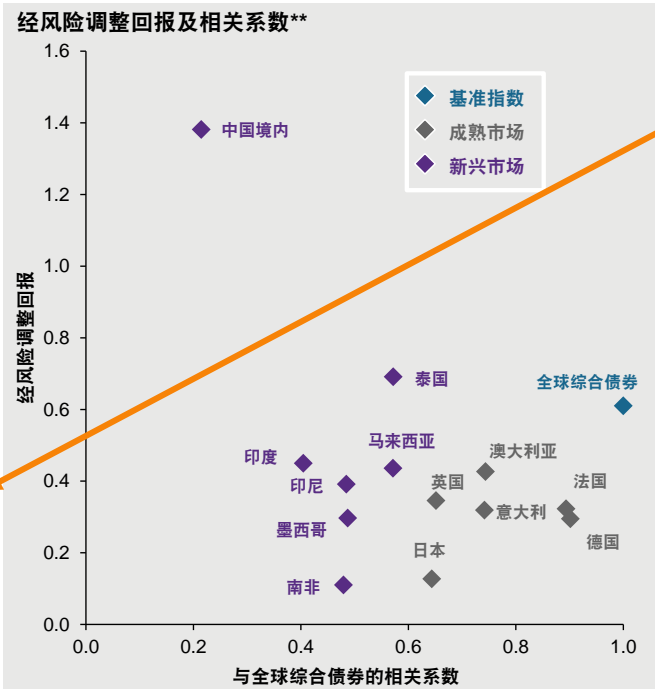
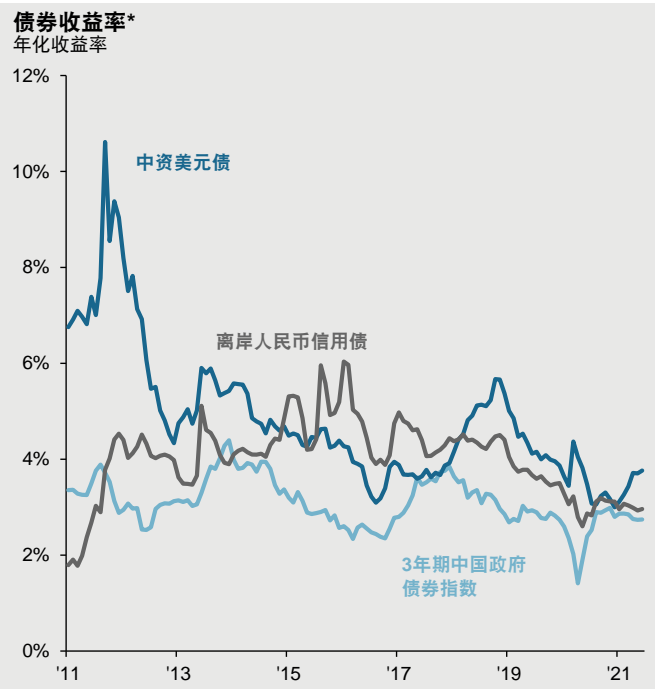
- 债券市场的一些子板块，例如高收益债券和新兴市场债券，依然可以作为现金收益的来源纳入投资组合。然而，投资者必须进一步考虑在债券市场之外开拓现金收益的来源。
- 盈利增长强劲的公司除了增加再投资以推动未来的增长，也可能派发更高的股息来回报股东。高股息率股票的市场估值正在上升，这一板块也值得考虑。
- 一些流动性较差的投资，比如基础设施、运输和房地产等实物资产，可以为投资者提供稳定的现金流。对于可以接受较低流动性的投资者而言，这些资产不仅能够提供可靠的现金收益，也为投资组合提供了类似债券的多元化配置效果。

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。

中国债券

亚洲版（中国） | 65



资料来源：摩根经济研究，摩根资产管理；（左图）富时罗素，全国银行间同业拆借中心；（右图）彭博。
*所示信用债指数为最低收益率，所示政府债券指数为到期收益率。“离岸人民币信用债”为富时点心债券指数，“中资美元债”为摩根亚洲信用债中国指数。
**经风险调整回报是2004年12月31日至2021年6月30日的年化回报，相关系数根据同期回报数据计算。
收益率并无保证，正收益率并不代表正回报。
《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2021年6月30日的最新数据。

摩根
资产管理

债券的现金收益水平较低

各国央行多年的金融抑制政策和长期结构性因素，导致传统债券资产的收益率不断下降。

- 但是，债券市场内仍然有收益的来源，例如美国的高收益债券、新兴市场债券、或者相对较新的中国政府债券。但考虑到这些资产面临的市场风险和特殊风险，投资者在配置这类资产时需要更具选择性。
- 与此同时，持有核心政府债券和投资级别债券这一类优质固定收益资产的风险/回报比，已不再具有吸引力，因为随着利率上升，中长期资产更容易遭受资本损失。

固定收益

- 随着中国金融市场开放，投资者对收益率相对较高的中国政府债券兴趣增加。
- 中国债券不仅在收益率上高于许多成熟市场，而且与主要的彭博巴克莱全球债券综合指数相关性较低，显示其风险特征显著区别于其他新兴市场政府债券。

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。

亚太（除日本）股票：股息

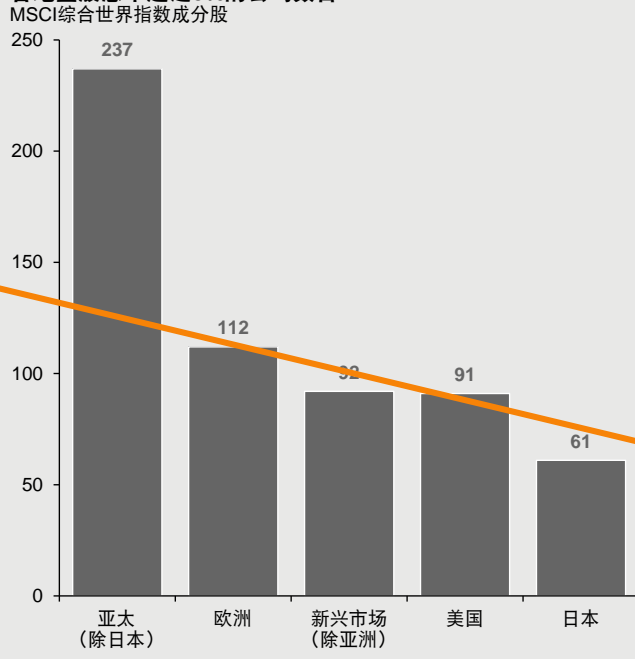
亚洲版（中国） | 41

亚太（除日本）盈利及股息增长预测



资料来源：FactSet, MSCI, 摩根资产管理。
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2021年6月30日的最新数据。

各地区股息率超过3%的公司数目



摩根
资产管理

关注股息

传统上股息率较低的成长股广受追捧，这降低了股东总回报中的股息占比。

- 以美国为例，自2002年以来，10.2%的平均年化总回报中有22%来自于股息。在过去五年中，由于美国成长股爆发式增长，这一数字下降到14%。然而，亚洲市场的转变并未如此迅速。在过去五年中，股息仍然占总回报的24%（自2002年以来占比28%）。
- 但是，这一趋势似乎已经开始转变。因为成长股板块的偏高估值令回报前景大大降低，投资者正在转向价值股和高股息股票。
- 在新冠疫情最严重的时候，股息预期随着盈利预期一起大幅下滑。由于监管变化，一些公司也没有在这一时期支付或提高股息。然而，许多经济体的V型复苏已导致股息预测急剧上升，而亚洲市场尤甚。

股票

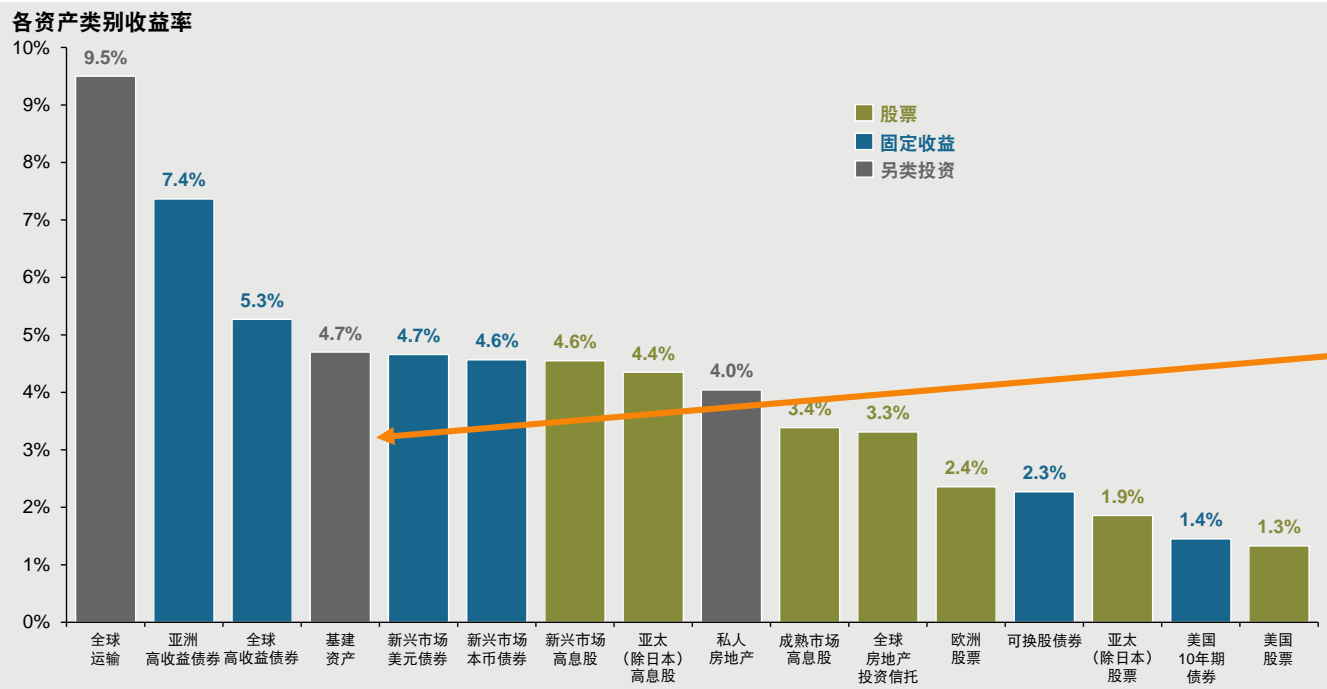
- 对于寻求现金收益的投资者而言，亚洲股市提供了更多的机会。相比许多其他地区的股市，亚洲有更多股息率超过3%的公司。
- 此外，由于企业盈利有望上升，预计股息的增长率也将上升。投资者不应只关注股息率的绝对水平，还应关注其未来增长前景。

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。

另类投资收益

亚洲版（中国） | 76



资料来源：彭博，FactSet，Alerian，美国银行，Clarkson，Drewry Maritime Consultants，美联储，富时，MSCI，标准普尔，摩根资产管理。全球运输：运输资产的杠杆收益率以租船费用（租金收入）、营运开支、债务摊销与利息开支之间的差额占股票价值的百分比计算。已计算以上各子类型船舶的收益率，并对各子行业应用各自比重得出全球运输的当前杠杆收益率；各资产类别基于MSCI全球房地产基金指数（私人房地产），富时NAREIT全球房地产投资信托指数（全球房地产投资信托），MSCI全球基建资产指数（基建资产），彭博巴克莱美国可换股债券综合指数（可换股债券），彭博巴克莱全球高收益债券指数（全球高收益债券），摩根政府债券指数-新兴市场全球（新兴市场本币债券），摩根新兴市场债券全球指数（新兴市场美元债券），摩根亚洲信用债指数-非投资级别债券（亚洲高收益债券），MSCI亚太（除日本）股票（亚太（除日本）股票），MSCI亚太（除日本）高息股指数（亚太（除日本）高息股），新兴市场高息股指数（新兴市场高息股），MSCI世界高息股指数（成熟市场高息股），MSCI欧洲指数（欧洲股票），MSCI美国指数（美国股票）。运输、基建及私人房地产的收益率截至2020年12月31日。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2021年6月30日的最新数据。

摩根
资产管理

另类的现金收益来源

要想获得债券以外的现金收益意味着需要考虑非传统资产。另类投资有着自身独特的复杂性，但在提供现金收益和实现投资组合多元化方面，具有相似的作用。

- 近年来，投资者一直在增加对另类投资的配置，这类资产具有更高的回报和稳定的收益前景，在某些情况下，还可以像债券一样分散投资风险。
- 基础设施、房地产和运输设备等实物资产具有稳定的现金流，可以提供更高的现金收益。这类现金流的来源往往是与优质的企业对手方签订的合同，因此其现金流更为可预而且回报的波动性更低。
- 这类资产还可以对冲通胀，因为其现金流与不断上升的通胀率挂钩，而不需要投资者吸收通胀带来的成本。

其他资产类别

76

- 本页显示了不同资产类别可产生的收益率。美国国债是吸引力最低的选择之一，而高股息股票和固定收益市场的衍生产品类别可产生更高收益。
- 纳入一些风险较高的债券资产，或者增加来自股票的现金收益，可能会增加整个投资组合与股票市场的相关性。但是，利用另类投资，如运输设施、基础设施和房地产，既可以提供更高的收益率，也可以增加投资组合的多元化程度。

季度观点透视

2021年第三季亚洲版

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.集团及其环球联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