# 投資內望　2021 年 4 月

投資服務部

Altruist Financial Group Limited
進 邦 滙 理 有 限 公 司

## 樂觀的經濟復甦期盼，帶來投資板塊輪動，這趨勢或許會在 2021 年餘下時間延續

### 2021 年第 1 季市場焦點

- *美國龐大的經濟刺激措施以及提升的新冠疫苗接種率或會令 2021 年全球經濟增長快於預期；最近，國際貨幣基金組織就把 2021 年全球經濟增長預測從 5.5%上調至 6%。*
- *美國政府長債券收益率急速上升，導致過去 3 個月出現投資板塊輪動，週期性股票表現優於大市。*
- *在拜登執政下，中、美之間的緊張關係仍未得以緩解。*

正如美國聯儲局主席鮑威爾所形容，美國經濟正處於「拐點」。由於疫苗開始廣泛接種，加上龐大的財政和貨幣政策刺激措施，預期美國經濟將出現更快速的增長，未來幾個月就業機會的創造將會非常強勁。

我們彷彿已走到隧道的盡頭，開始看到曙光；但是新冠疫情大流行尚未結束，它仍會為全球經濟帶來很多不確定因素。而美國聯儲局也一再重申，超寬鬆的貨幣政策將繼續維持至經濟出現「實質性進展」，即達至全面就業及 2%左右的通脹率這雙重目標；然而金融市場的對其反應卻有點不一樣。在上一季度，投資者擔心通脹重臨及猜測聯儲局會提早採取緊縮政策，美國國債收益率曲線變得陡峭，長債收益率更大幅上升。自 2020 年 8 月以來，美國 10 年期國債收益率已上漲了近 1.25%，至 2021 年 3 月底的約 1.75%，並接近回到 2020 年初疫情大流行前的水平。

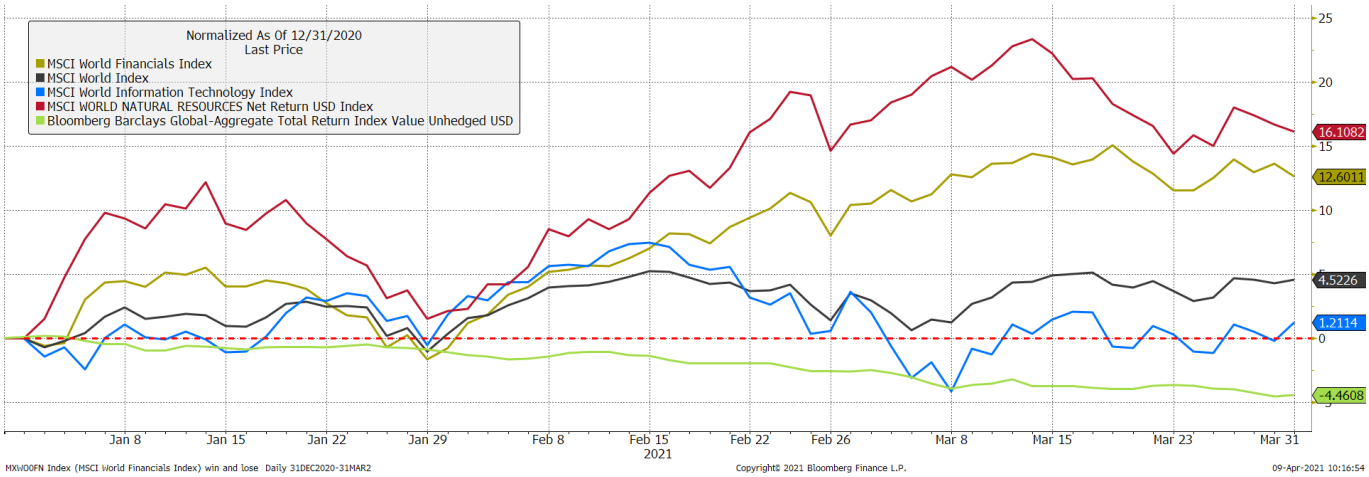
## 圖 1: 美國 10 年期國債收益率重返疫情大流行前水平

資料來源 ： 彭博 （至 2021 年 3 月 31 日）

美國國債收益率的突然上升引發了全球投資級別國家主權債和公司債的拋售，彭博巴克萊全球綜合指數在 2021 年的首季下跌了約 4.5%，是該指數有近年最糟糕的季度表現之一。此外，由於美國國債收益率一直被視為無風險利率或折現率，廣泛運用於衡量不同資產類別的估值。早前大幅飆升的科技及增長型股票同時出現大幅回調，因為投資者都是根據他們未來的收益作估值，而美國國債收益率的上升正降低了其未來預期現金流的現值評估。

相反，由於市場對經濟復甦的預期升溫，那些對經濟盛衰敏感的週期性股票表現均優於大市。金融股正好好受惠於收益率上升，因為它們可以獲得更多的息差收入。此外，由於通脹有望重燃及全球基礎設施開支的增加，也令久沉的天然資源股票表現重振起來。

## 圖 2: 週期性股票表現在 2021 年第 1 季優於大市




資料來源 ： 彭博 （至 2021 年 3 月 31 日）

## 在第二季度，我們應留意什麼?

### 美國國債收益率

儘管我們認為美國聯儲局最終將會改變其寬鬆貨幣政策，利率會回復到平均水平，但可以肯定這不會在短期內發生，因為美聯儲局承諾會維持資產購買計劃不變並保持利率於現水平，直至經濟全面復甦，因此市場流動充裕現象將會延續下去。然而我們仍需密切關注未來幾個月召開的聯儲局會議，因為會議結果或會為未來政策的變化帶來啟示，並影響國債收益率曲線的走勢。

### 新冠病毒疫情

儘管很多發達國家的新冠疫苗接種進度理想，但世界大多數地區的疫苗接種率仍然很低。此外，一些發展中國家的疫情仍處高峰，甚至歐元區一些國家如法國和德國等，更於 3 月下旬恢復了一些嚴格的封鎖措施。新冠疫情大流行距離結束仍路途遙遠，疫苗的有效性、接種的分佈以及病毒變種所帶來的風險，仍將是市場主要的不確定性因素。

### 企業盈利增長

很多歐、美企業的盈利預測均向上修訂，甚至市場預期 2021 年第 1 季度的盈利增長將會是近年來最高。強勁的盈利增長支持股市估值，市況上升狀況有望持續。此外，由於全球經濟復甦步伐正在加速，週期性股票類別相信會受惠至深。

### 中、美關係

在拜登政府執政下，中、美之間的緊張關係並未見得到緩解。短期內，若兩國之間實施更多制裁，實不足為奇。此外，美國更有可能會對一些中國科技公司採取更強硬的政策，包括針對他們在美國證券交易所的上市地位、技術轉讓和出口限制等，這肯定會為這些企業的股價帶來更大的波幅。

## 表 1: 環球股市表現

| | 2021 年第 1 季回報 | | 2020 年全年回報 | |
|---|---|---|---|---|
| **指數** | **當地貨幣** | **以美元計算** | **當地貨幣** | **以美元計算** |
| 標普 500 指數 | 6.17% | 6.17% | 18.39% | 18.39% |
| 納斯達克綜合指數 | 2.95% | 2.95% | 45.06% | 45.06% |
| 歐洲 STOXX 600 指數 | 8.45% | 4.23% | -1.44% | 7.86% |
| 德國 DAX 指數 | 9.40% | 4.60% | 3.55% | 13.50% |
| 巴黎 CAC 指數 | 9.59% | 5.33% | -4.96% | 4.01% |
| 日本日經 225 指數 | 6.93% | -0.18% | 18.24% | 24.70% |
| 香港恒生指數 | 4.55% | 4.27% | -0.23% | 0.24% |
| 香港國企指數 | 2.18% | 1.91% | -0.03% | 0.44% |
| 上證指數 | -0.89% | -1.28% | 16.55% | 24.41% |
| 中國滬深 300 指數 | -3.12% | -3.50% | 29.89% | 38.66% |
| 新加坡海峽時報指數 | 11.75% | 9.86% | -8.05% | -6.60% |
| 南韓 KOSPI 指數 | 6.54% | 2.90% | 31.55% | 39.77% |
| 台灣加權指數 | 11.69% | 10.10% | 27.03% | 35.18% |
| 印度 SENSEX 指數 | 3.85% | 3.70% | 17.15% | 14.03% |
| 印尼雅加達指數 | 0.30% | -3.31% | -2.44% | -3.29% |
| 曼谷 SET 指數 | 10.48% | 5.94% | -5.26% | -5.28% |
| 俄羅斯 RTS 指數 | 6.61% | 6.61% | -4.75% | -4.75% |
| 巴西 IBOVESPA 指數 | -2.00% | -10.83% | 2.92% | -20.08% |
| S&P 泛阿拉伯指數 | 12.40% | 12.40% | 1.21% | 1.21% |
| MSCI 環球指數 | 5.04% | 5.04% | 16.53% | 16.53% |

資料來源 ： 彭博 （至 2021 年 3 月 31 日）

表 2: 主要貨幣表現(以美元計算)

| | 2021 年第 1 季變幅 | 2020 年全年變幅 |
|---|---|---|
| 貨幣 | 以美元計算 | |
| 歐元 | -3.98% | 9.68% |
| 英鎊 | 0.83% | 2.78% |
| 日圓 | -6.75% | 5.25% |
| 港元 | -0.27% | 0.50% |
| 人民幣 | -0.39% | 6.68% |
| 澳元 | -1.25% | 9.47% |
| 紐西蘭元 | -2.77% | 6.87% |
| 新加坡元 | -1.69% | 1.70% |
| 南韓圜 | -4.02% | 6.43% |
| 新台幣 | -0.80% | 6.12% |
| 印度盧比 | -0.06% | -2.63% |
| 印尼盾 | -3.27% | -1.31% |
| 泰銖 | -4.19% | 0.06% |
| 俄羅斯盧布 | -1.68% | -16.70% |
| 巴西雷亞爾 | -7.72% | -22.47% |

資料來源 ： 彭博 （至 2021 年 3 月 31 日）

# 環球回顧及展望

## 美國

- 美國總統拜登於 3 月 11 日簽署了總值 1.9 萬億美元的新冠疫情經濟紓困方案。該方案被視為拜登擔任總統的當務之急，它將向大多數美國人直接支付高達 1,400 美元的款項；同時還會把每週發放 300 美元的額外失業救濟金延長至 9 月 6 日、兒童稅務減免期限則會延長多一年。另外，方案還會投入近 200 億美元於新冠疫苗接種、250 億美元在租金和公用項目的援助，並對州和地方政府提供 3,500 億美元的補貼。

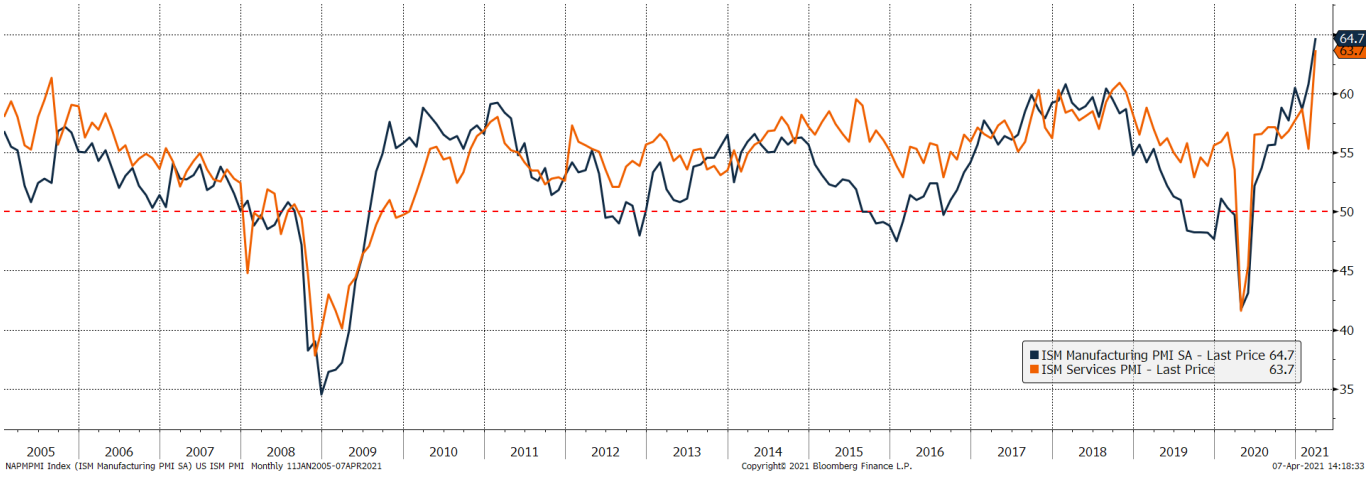
- 在簽署 1.9 萬億美元經濟紓困方案後數週，總統拜登於 3 月底還推出了其價值 2 萬億美元，被形容為「美國百年一遇」的基礎設施計劃。該計劃旨在翻新、重建該國老化的道路、橋樑、鐵路網和公用設施等。為了該計劃提供資金，動議的主要收入來源包括是將企業稅率從 21%提升到 28%，這是特朗普政府執政期間減稅政策的逆轉，因此相信該計劃方案將會受到共和黨的廣泛反對。

- 根據美國商務部的數據，美國經濟在 2020 年第 4 季度以 4.3%的年增長率增長。由於在該段時間新冠疫情嚴重以及財政刺激方案受拖延，導致經濟復甦步伐放緩。2020 年全年計，美國經濟收縮 3.5%，是 1946 年以來年度最大經濟跌幅。

- 然而，隨著新冠病毒感染率下降、企業活動限制漸放寬、疫苗的快速推出以及 2021 年第 1 季度政府持續的經濟援助，美國經濟有了很大改善。在就業市場上，3 月份非農就業人數增加了 916,000，遠遠超出了市場預期，並且是 2020 年 8 月以來最快的增長速度。同時，失業率也降至 6%，為一年來最低。但是，比對 2020 年 2 月的高峰期，就業職位仍少了約 840 萬份，勞動市場要全面復甦，似乎還有一段漫長的路。

- 美國製造業及非製造業活動的增長速度大大超過預期，3 月 ISM 製造業採購經理指數從 2 月份的 60.8 躍升至 64.7，遠高於市場預期的 61.3，這是 1983 年 12 月以來的最高水平。 3 月份 ISM 非製造業採購經理指數也飆升至 63.7，為該指數開始以來的最高水平。

**圖 3: 美國製造業及非製造業活動正高速增長**




資料來源 ： 彭博 （至 2021 年 3 月 31 日）

- 3 月份美國消費物價已連續第 4 個月上升，通脹率升至 2018 年秋季以來最高水平。與上月相比，錄得 0.6%升幅，跟去年同期則上漲 2.6%。年度通脹率的急速上升或許是「基數效應」所致，因為在去年新冠疫情剛開始時，美國經濟被迫停頓，幾乎所有類別的消費物價都在那時候暴跌。由於我們現在正與去年較低基數進行比較，因此當前的現象可能是暫時性的。當然，我們仍然需要密切監察未來幾個月的狀況。

**圖 4: 跟去年同期相比，美國消費物價上漲 2.6%**

資料來源 ： 彭博 （至 2021 年 3 月 31 日）

- 根據最近 3 月份美聯儲局的會議紀錄，美聯儲局將仍以目前速度繼續其資產購買計劃直至經濟出現「實質性進展」，即達致全面就業及 2%左右的通脹率這雙重目標。在會議期間，美聯儲局將聯邦基金利率維持在 0-0.25%的目標範圍不變，並暗示極有可能在 2023 年之前也不會加息。

- 標普 500 指數在 2021 年第 1 季末再創新高，全季錄得 6.17%的回報，這已是該指數連續第 4 個季度取得正增長。經濟復甦步伐加快和企業盈利上升均為股票市場提供了穩健的基礎。可以相信，那些週期性行業，如金融、自然資源、工業等將會受惠至深，表現有望繼續優於大市，在 2021 年餘下時間，投資板塊輪換的趨勢很大機會仍會延續。

## 歐洲

- 經歷了 2020 年第 2 季度新冠疫情導致出現前所未有的 11.6%的經濟收縮以及上一季創紀錄的 12.5%經濟增長後，歐元區經濟在 2020 年第 4 季，經濟再次萎縮 0.7%。全年計，歐元區經濟繼 2019 年增長 1.3%後，在 2020 年錄得 6.6%的跌幅。

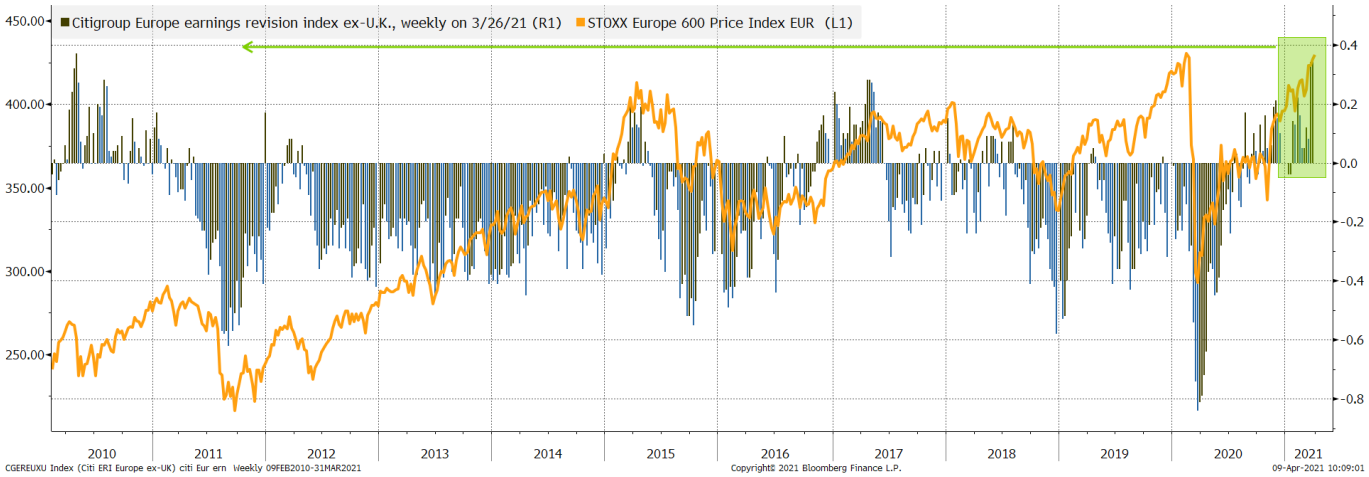
- 歐元區 3 月份私營經濟活動恢復增長，由於製造業生產的激增，IHS Markit 歐元區綜合產出指數從 2 月份的 48.8 躍升至 53.2，為去年 7 月以來的最高水平。也是過去兩年半第 2 快的增長。相比之下，服務產出仍處於收縮區，但收縮率已是 2020 年 9 月以來最小的。

- 最近發布的經濟數據顯示，歐元區經濟正在復甦，但受到新一波的新冠疫情和疫苗接種延誤所影響，多個歐元區國家包括法國、意大利和德國最近再次實施嚴格的限制措施，未來經濟前景

仍存在不少變數。一些經濟學家更認為，倘若限制措施再持續多幾個月，或將導致出現另一個「迷失的夏天」，並會在短期內削弱該地區的經濟增長。

- 歐洲 Stoxx 600 指數在 2021 年 3 月底攀升至歷史新高水平，由於企業盈利正在改善，看漲勢頭很大可能會在第 2 季持續。根據花旗集團歐洲英國除外的盈利修訂指數，在發佈首季度財報前夕，企業利潤向上修訂的比例是 2010 年以來的最大。

**圖 5: 企業盈利改善，歐洲 Stoxx 600 指數攀升至歷史新高水平**




資料來源 ： 彭博 （至 2021 年 3 月 31 日）

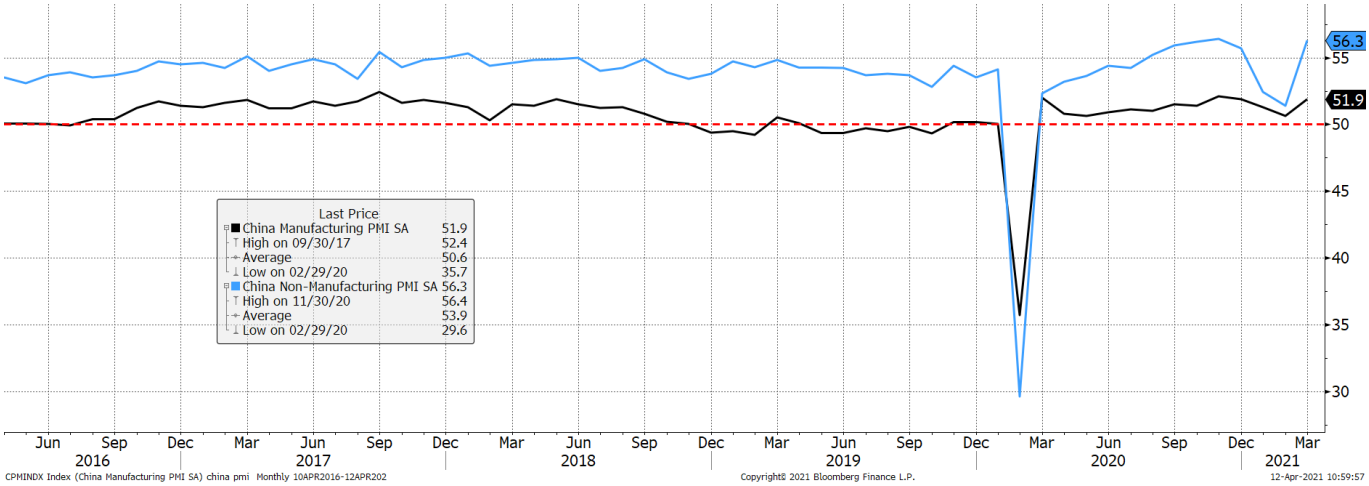
## 亞洲

- 在 3 月初舉行的中國年度人大會議上，總理李克強宣布將 2021 年的經濟增長目標定在 6%以上，並承諾保持經濟穩定，重點將落在創造更多工作就業和確保生活質素。 此外，李克強總理同時以刺激國內消費和科技創新為目標，長遠來說，減少對海外市場和科技的依賴。

- 新冠疫情為中國經濟帶來嚴重的破壞，因此去年的總理的工作報告沒有為經濟增長設立目標，這是自 2002 年以來的首次。 2020 年全年計，中國的 GDP 增長 2.3%，是 44 年來最低，但仍是全球主要經濟體中，唯一錄得經濟增長的國家。

- 中國經濟復甦勢頭強勁，官方製造業採購經理指數從 2 月份的 50.6 升至 3 月份的 51.9，高於預期。非製造業採購經理人指數帶來更大的驚喜，錄得 56.3 的強勁擴張，當中服務業的改善尤其引人注目，因為服務業的擴張很少會在沒有長假期的狀況下出現，這正反映消費活動正捲土重來。

**圖 6: 中國強勁的製造業及非製造業活動**




資料來源 ： 彭博 （至 2021 年 3 月 31 日）

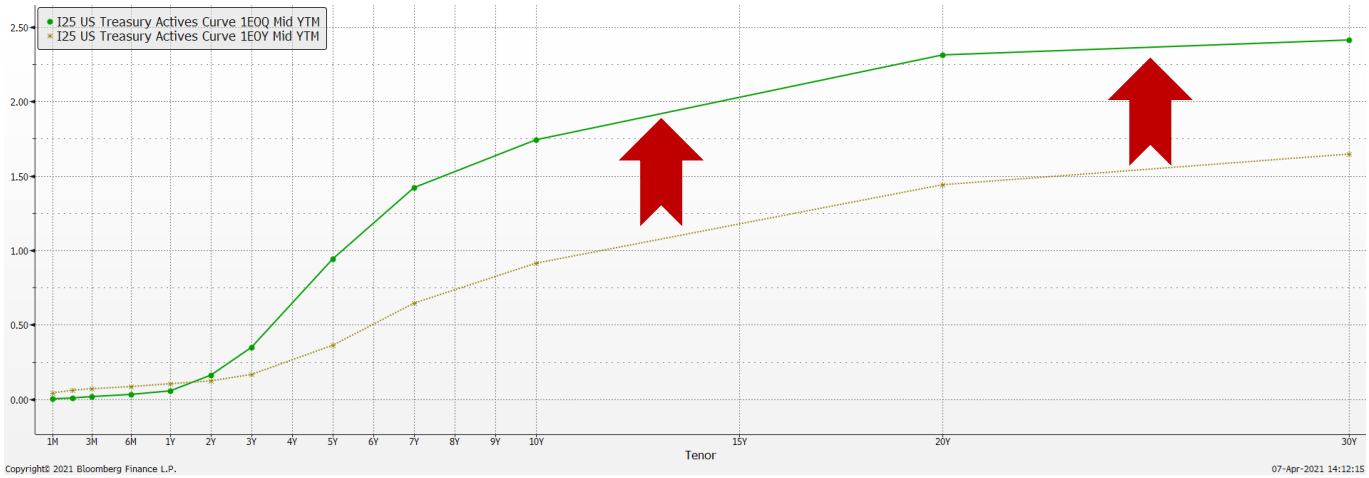
- 在南韓，一直被視為全球貿易增長指標的出口數據，受惠於市場對芯片和汽車的旺盛需求，3 月份增幅是 29 個月以來最快。出口發貨量繼上個月增長 9.5%後，3 月份比去年同期大升 16.6%，至 538.3 億美元。

- 在 2020 年，東盟地區的股票市場表現不及其他亞洲市場。但是自 2 月中旬以來，這種趨勢似乎已經發生了逆轉，因為資金流開始從新經濟向舊經濟資產類別轉移。此外，近年來，隨著中美之間的緊張局勢加劇，越來越多的跨國企業分散其供應鏈，以減少對中國的依賴。可以相信東南亞國家很大可能會受益於全球供應鏈的重組，短期內有望吸引更多的外國投資，特別是那些勞動密集型的產業，因為該地區仍然能夠提供相對較廉宜的勞動力。基於上述原因，進取的投資者不妨考慮增加東盟市場的投資部位，以抓住相關的潛在投資機會。

## 債券

- 由於擔心通脹重臨，美國國債收益率曲線變得陡峭。儘管短期債券的收益率變化不大，但長債收益率卻顯著上升。自 2020 年 8 月以來，美國 10 年期國債收益率已上漲了近 1.25%，至 2021 年 3 月底的約 1.75%，並接近回到 2020 年初疫情大流行前的水平。美國國債收益率上升，反映對投資級別的債券需求下降，彭博巴克萊全球綜合指數在 2021 年第一季度下跌了 4.46%。

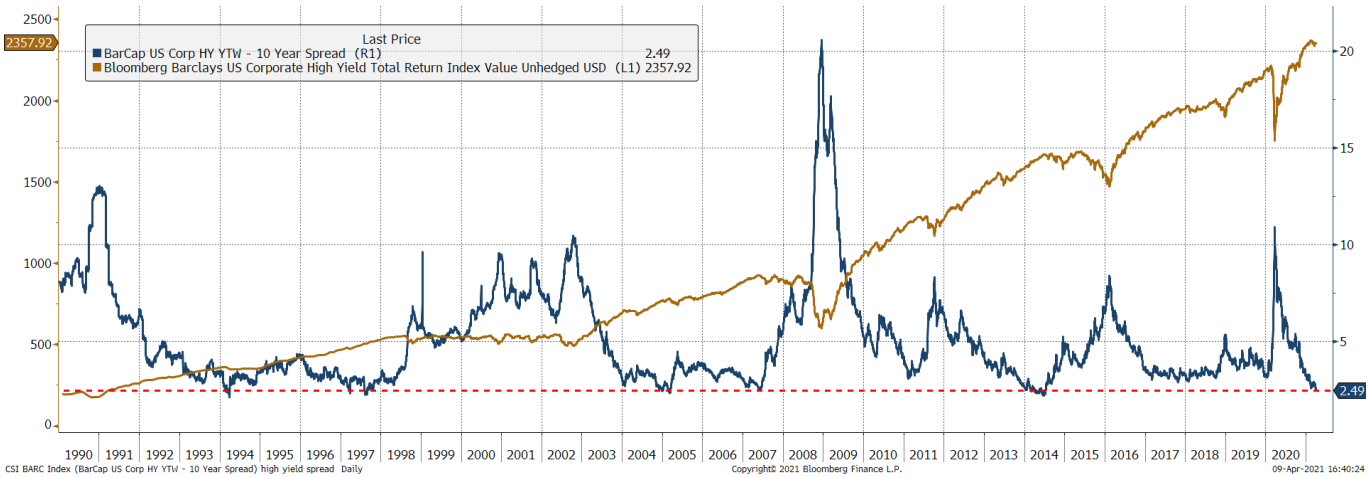
**圖 7: 美國國債收益率曲線在 2021 年第 1 季明顯變得陡峭**




資料來源 ： 彭博 （至 2021 年 3 月 31 日）

- 另一方面，美國高收益債券與美國 10 年期國債之間的收益率息差在過去 3 個月持續收緊，至差不多 30 多年來的最窄水平。這現象反映持有這些非投資級別債券的風險溢價已變得非常低。高收益債券現價格高昂，實沒帶來多少風險調整後的回報。

**圖 8: 美國高收益債券與美國 10 年期國債之間的收益率息差現差不多是 30 多年來最窄水平**




資料來源 ： 彭博 （至 2021 年 3 月 31 日）

- 我們明白固定收益在健康和平衡的投資組合中擔當相當重要角色。但是目前高收益債券市場確不便宜，而歐、美的大多數的投資級別債券，也由於美國國債收益率的上升而承受下行壓力。在目前的情況下，亞洲區的固定收益投資或許是分散投資組合的其中替代方法，畢竟亞洲債券仍能提供較具吸引力的收益率，而且亞洲整體樂觀的經濟前景，也帶來基本面的支持。

## 商品

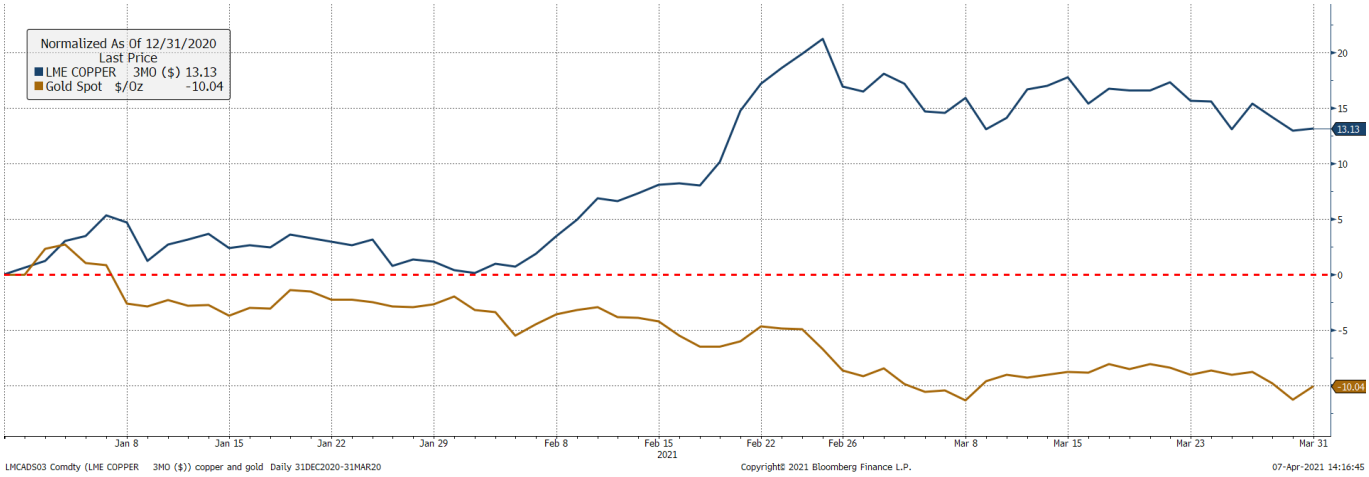
- 油價在 2021 年第一季度出現了顯著的上漲，由於石油輸出國組織及其聯盟在 3 月 4 日的會議，同意保持穩定的生產，令油價年初至今升幅一度接近 4 成，甚至升超過疫情大流行前的水平。此外，經貿活動的回暖，也在需求面帶來支持。

**圖 9: 油價已升超過疫情大流行前的水平**

資料來源 ： 彭博 （至 2021 年 3 月 31 日）

- 上一季度黃金和銅的價格走勢迥異，銅價上漲超過 13%，而金價則下跌 10%以上。銅的價格從去年 3 月的低點差不多已翻了 1 倍，而其上升勢頭大有可能持續。由於美國對基礎設施的支出有望激增以及全球對可再生能源和電動車殷求甚切，市場對銅的需求也自然飆升。同時，許多主要的銅出口國都因為新冠疫情的限制措施而影響生產，銅的供應也出現緊張。

**圖 10: 2021 年第 1 季，黃金和銅的價格走勢迥異**




資料來源 ： 彭博 （至 2021 年 3 月 31 日）

- 美國國債收益率的上升對金價或許帶來不利，與持有該「黃色金屬」不同，投資美國國債的投資者可以從國債取得幾乎是保證的回報。現貨金價已從 2020 年 8 月的高峰下跌了 17%以上，差不多回到了疫情大流行前的水平。經過最近的拋售後，黃金價格可能已呈超賣，但除非有一些意外的負面事件發生，否則金價在短期內缺乏有力的上升催化劑。

*免責聲明*

*在此提供的資料只供參考之用，本公司並不對該等資料作任何保證，讀者亦不應將該等資料視為出售要約、訂購招攬或投資建議。投資涉及風險，過往的表現並不表示將來亦會有類似的業績。在作出任何投資決定前，讀者亦應尋求專業理財顧問意見。*