

2021年中展望

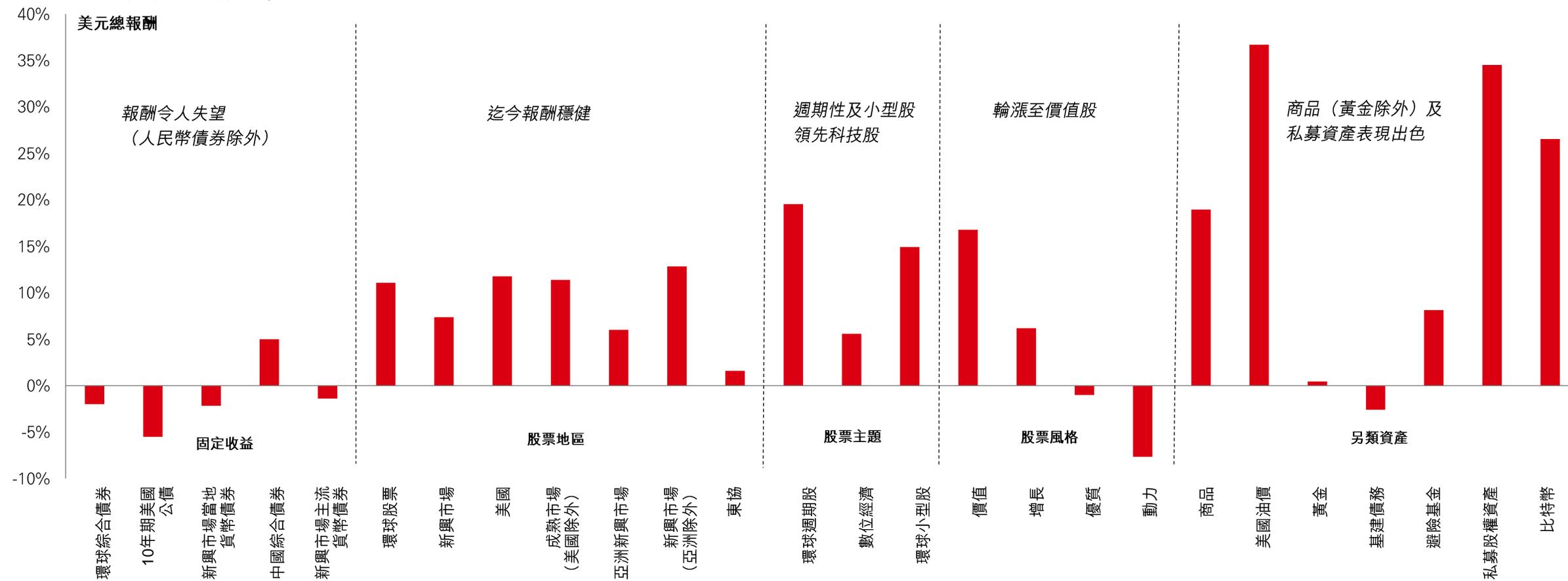
經濟政策轉向：邁向任務經濟

2021年7月

市場分析與任務轉換

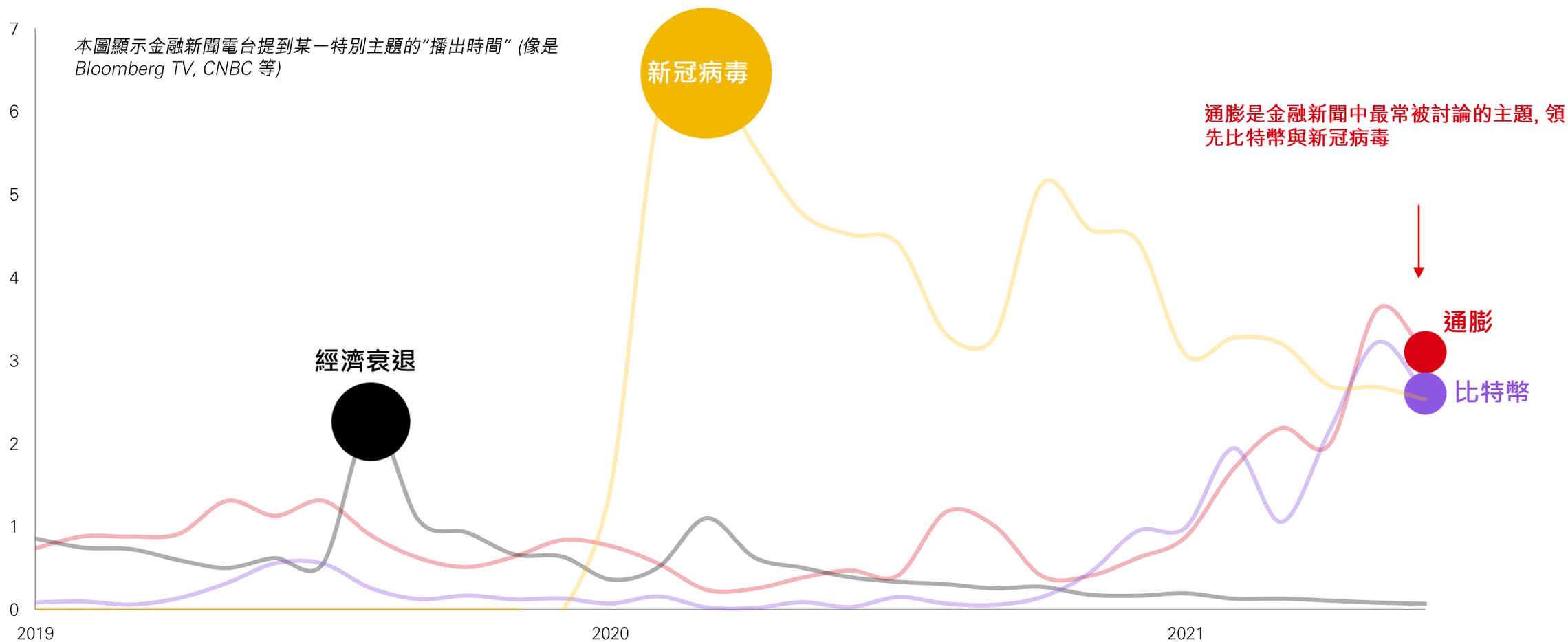
各資產類別的2021年報酬與「經濟復原」階段的情況吻合

2021年上半年股票報酬佳



資料來源：彭博、滙豐投資管理。數據為2021年1月至6月。載述的觀點為編製時的觀點，如有更改，恕不另行通知。提供的預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

那些主題在金融新聞電台受歡迎?



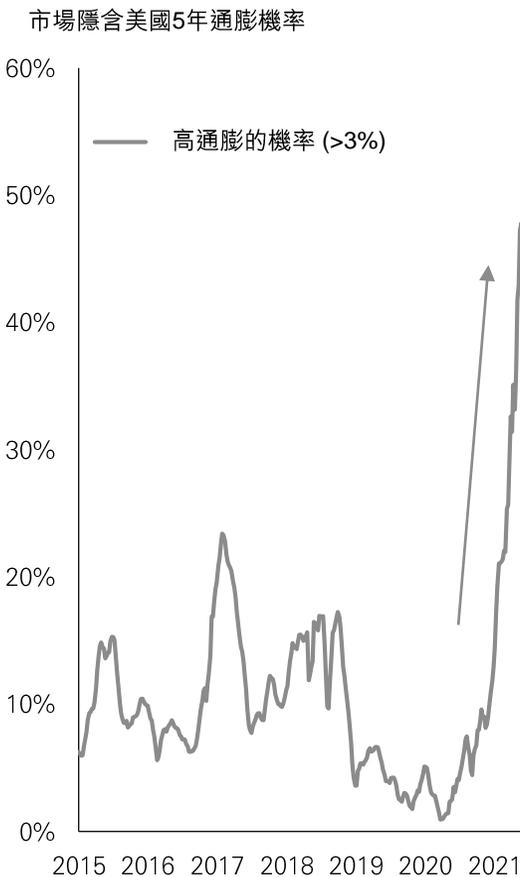
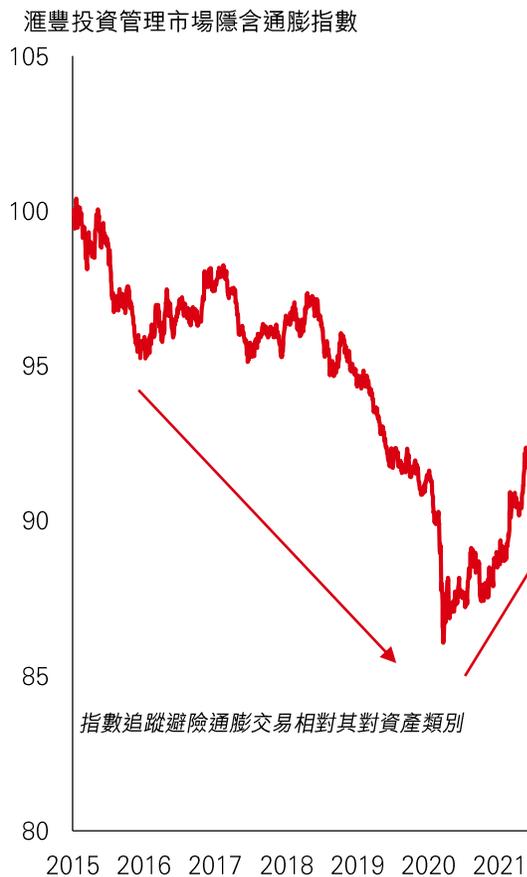
資料來源：GDELT、滙豐投資管理。數據為2021年1月至6月。載述的觀點為編製時的觀點，如有更改，恕不另行通知。提供的預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

目前市場反應什麼樣的成長與通膨情境?

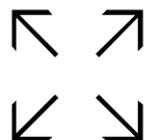
從2020年第1季就預期成長快速復甦...



...以及市場通膨定價明顯轉變

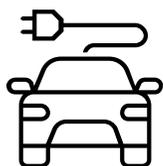


資料來源：彭博、匯豐投資管理，2021年6月。



從復原走向擴張

環球經濟之前處於「復原階段」，帶來強勁的增長，股市上升，債券收益率上行。進入2021年下半年，我們正邁向商業週期的「擴張階段」。這代表經濟進展保持理想，但投資市場的前景漸趨困難



任務經濟

取決於我們的身處地，「後疫情著陸區」會有所不同。美國等部分國家正走向「任務經濟」（指政府以國家力量來執行「任務」，以積極推動經濟發展），例如在支持綠色及包容性增長以及提高投資水平方面發揮更大的作用



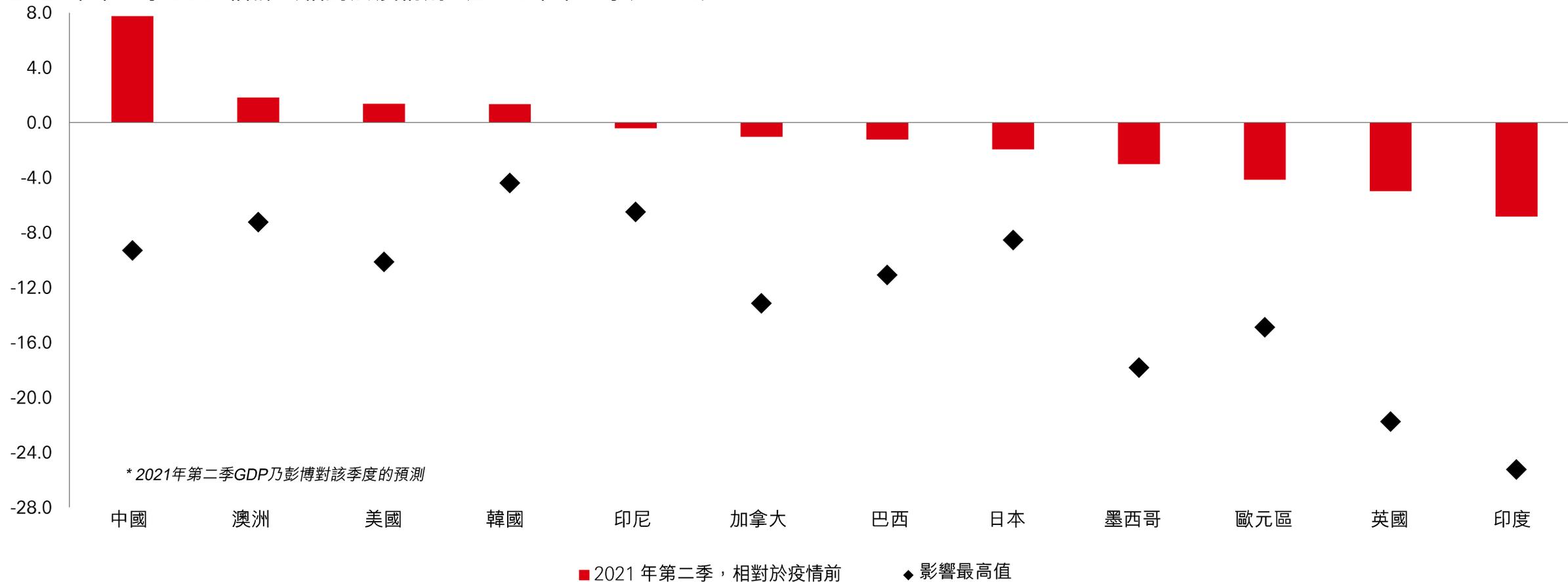
建立抗通膨韌性

許多流動性資產類別的預期報酬偏低，而較高通膨的環境會減低環球政府債券的分散風險能力。這表示投資組合的焦點將轉至亞洲固定收益及另類投資內**相對廉宜且更有效的風險分散工具**（例如人民幣債券、基礎建設債、商品及自然資本）

從復原走向擴張

落後的經濟體在2021年第二/ 三季度或會出現強勁的「追趕性」增長

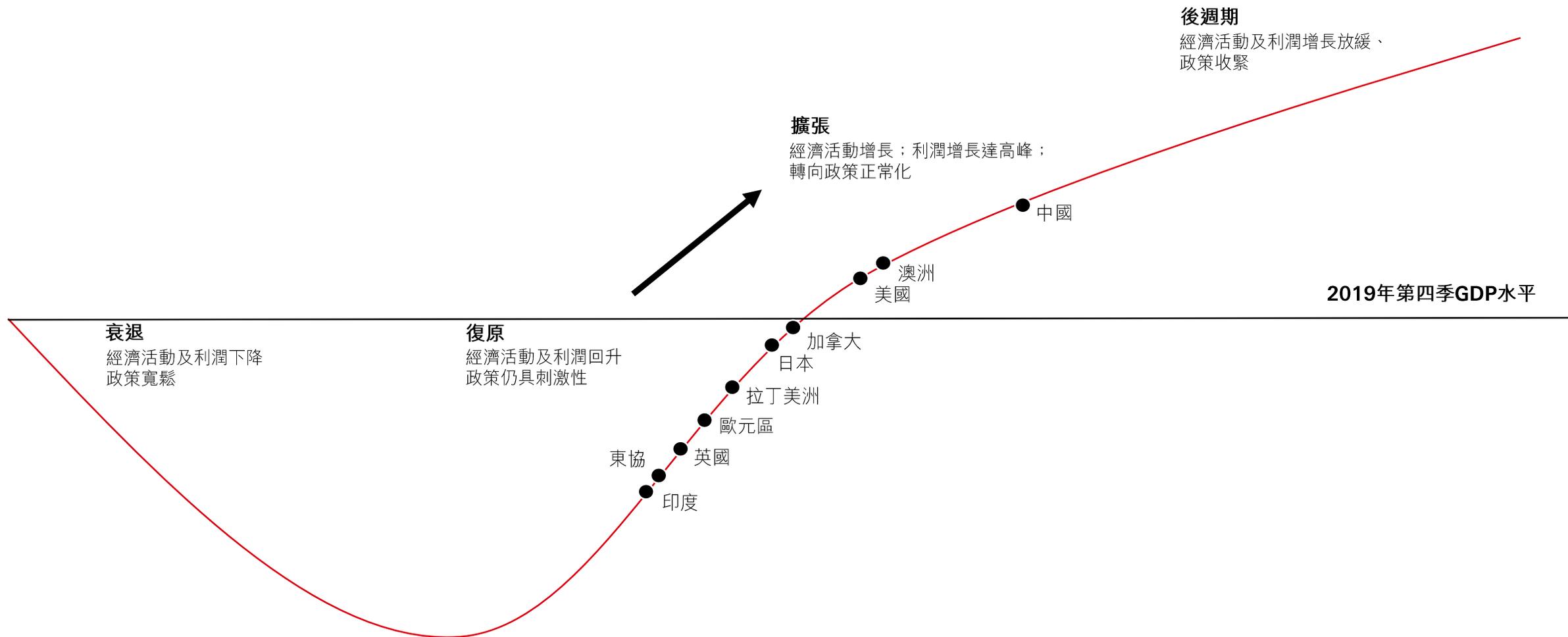
2021年第二季GDP*估計（相對於疫情前（2019年第四季），%）



資料來源：Macrobond、滙豐投資管理，2021年6月。載述的觀點為編製時的觀點，如有更改，恕不另行通知。提供的預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

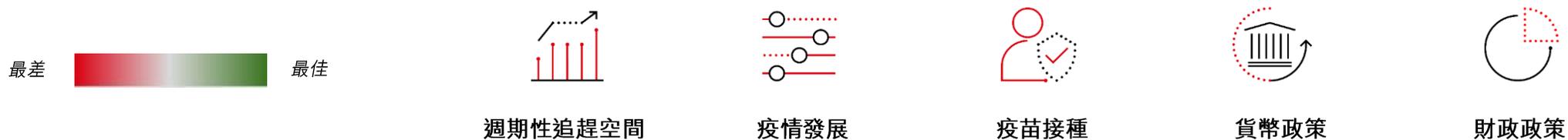
步入擴張階段

2021年下半年，我們將步入商業週期的「擴張階段」



資料來源：Macrobond、滙豐投資管理，2021年6月。載述的觀點為編製時的觀點，如有更改，恕不另行通知。提供的預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

疫苗接種進度緩慢及政策不利因素，窒礙了新興市場的週期性前景



		週期性追趕空間	疫情發展	疫苗接種	貨幣政策	財政政策
成熟市場	美國	Best	Best	Best	Best	Best
	英國	Best	Best	Best	Best	Best
	歐洲 (英國除外)	Best	Best	Best	Best	Best
	加拿大	Best	Best	Best	Best	Best
	日本	Best	Best	Worst	Best	Best
新興市場	印度	Best	Best	Worst	Worst	Best
	中國	Best	Best	Best	Worst	Best
	東協	Best	Worst	Worst	Worst	Best
	北亞	Best	Worst	Worst	Worst	Best
	拉丁美洲	Best	Worst	Worst	Worst	Best

資料來源：滙豐投資管理，2021年6月。載述的觀點為編製時的觀點，如有更改，恕不另行通知。提供的預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited概不就未能達成預測、預計或目標承擔責任。

美國

增長：財政刺激政策令美國在2021年表現領先，而供應鏈限制使得增長速度受限

勞工市場：失業率將持續下跌，並很可能於2023年達到疫情前水平

通膨：隨着經濟重啟，核心通膨預期於未來數月維持偏高。大多數供應問題很可能只屬暫時性，但較積極的財政政策會隨着時間而推升通膨預期，帶來較長線的上檔風險

政策：繼3月推出救助計劃後，財政政策的力度在本年度維持強勁。貨幣政策維持寬鬆，而2022年將會縮表，2023年將首次升息。較預期時間持續更久的通膨風險將提早出現

歐洲

增長：由於首輪疫苗接種進度緩慢，歐元區經濟復甦延後，但目前步伐可望加快。私人消費和企業投資將推動經濟反彈。若儲蓄耗用加快，將帶來上行風險

勞工市場：政府支援計劃令失業情況受到限制。相比美國，失業率維持於接近疫情前水平，並正在下跌

通膨：本年度將上升至超過2%，但閒置產能將於下年度帶動通膨回落

政策：並無推出新的財政刺激政策，但（迄今）縮減規模的意願有限。在通膨低於目標的環境下，歐洲央行於2022年維持買債計劃

中國

增長：迄今為止，經濟活動強勁回升，但信貸脈衝轉弱反映經濟增長將於2021年剩下時間放慢。隨着經濟輪動至服務業開支，境外需求可能放緩

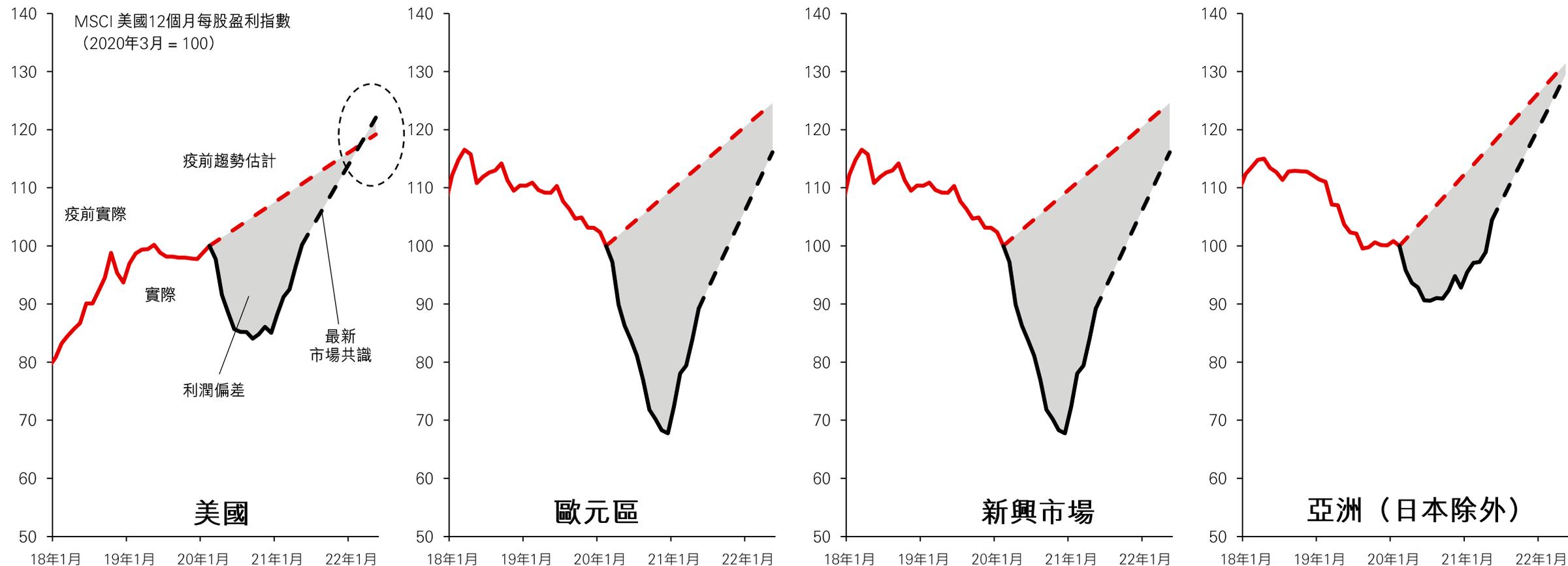
勞工市場：失業率很可能於未來數月進一步下跌，但鑑於撤銷刺激政策，經濟過熱的風險輕微

通膨：隨着商品物價趨向穩定，加上環球供應短缺逐步得到解決，生產物價指數通膨可望放緩。在政策正常化、生產物價指數傳遞效應有限，以及豬肉價格通膨有望放緩之下，消費物價指數通膨整體溫和

政策：按經濟及市場狀況，逐步並靈活地將政策正常化

美國的每股盈利預期可望在2022年初前超越疫情前水平

疫前及疫後的每股盈利趨勢（按地區劃分）

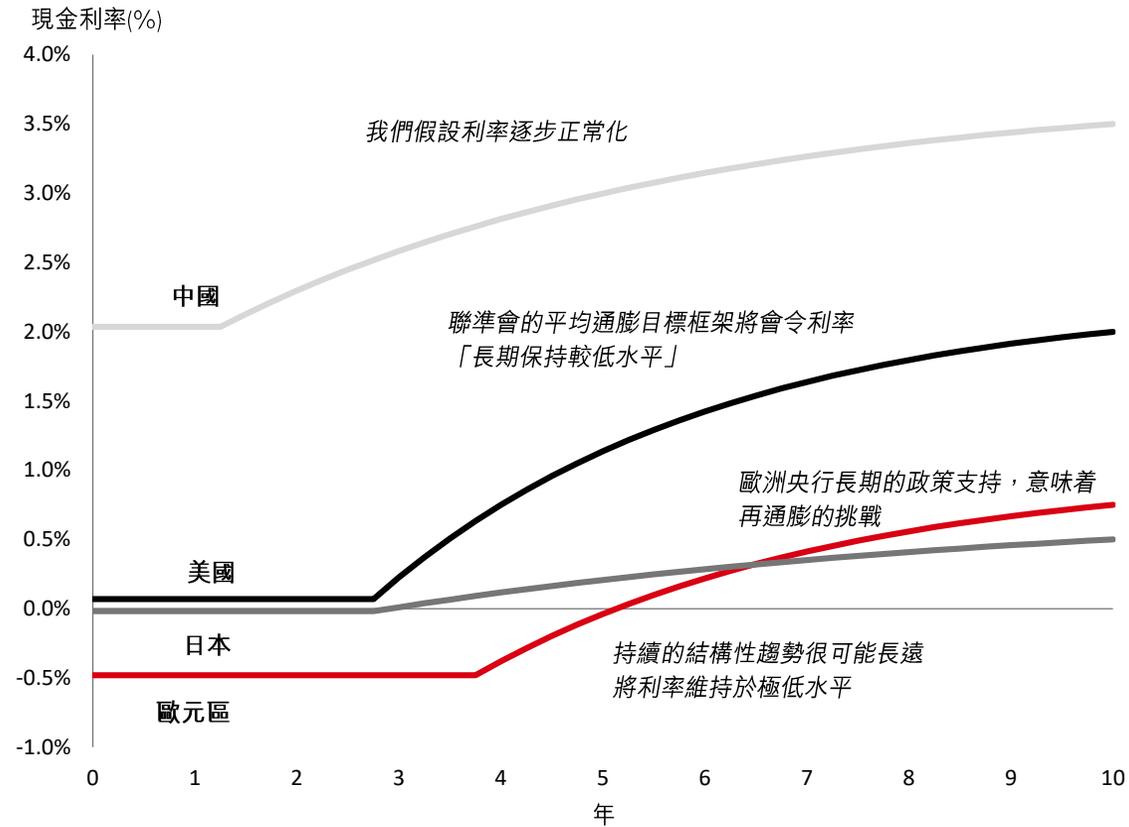


資料來源：IBES、滙豐投資管理，2021年6月。載述的觀點為編製時的觀點，如有更改，恕不另行通知。提供的預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

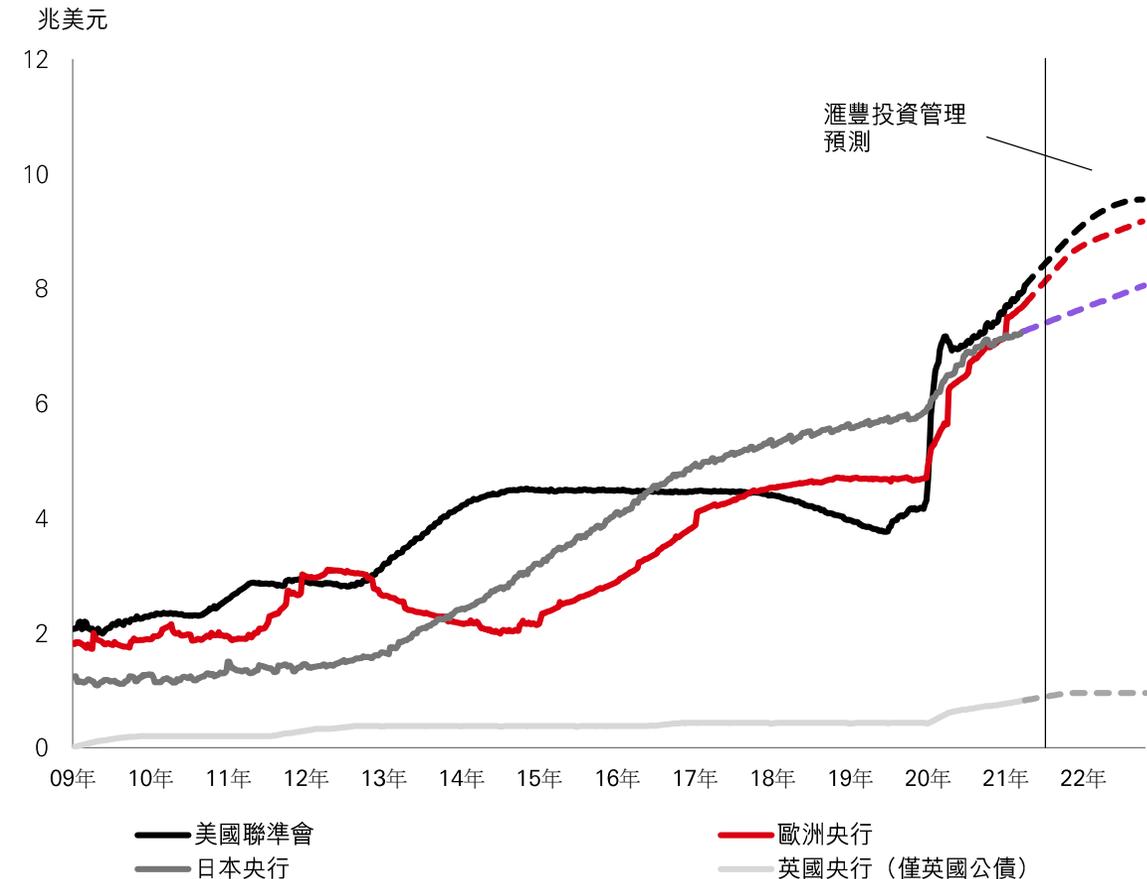
利率仍處於「長期保持較低水平」的格局

政策正常化將隨着量化寬鬆而展開 升息相對遙遠

滙豐投資管理的利率假設：中國、日本、美國、歐元區



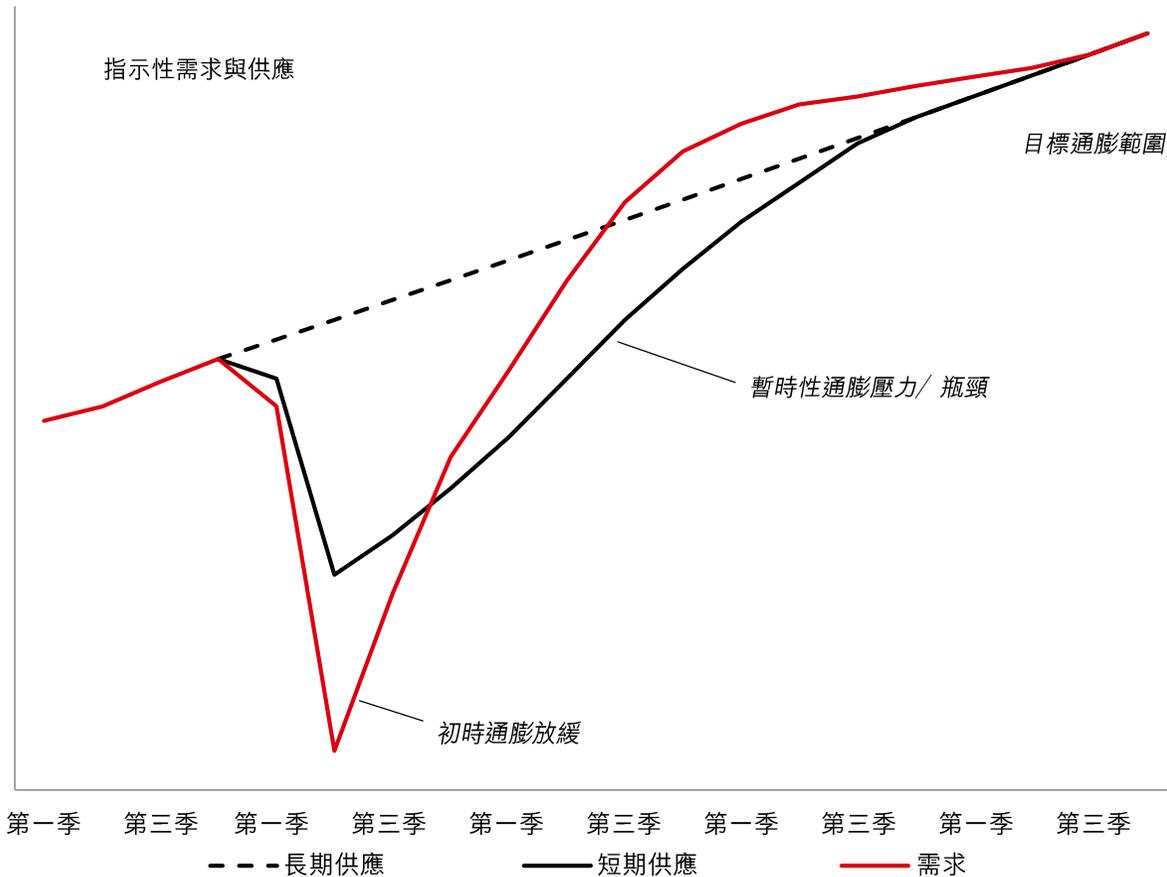
預期聯準會於2022年縮表及將資產負債表正常化



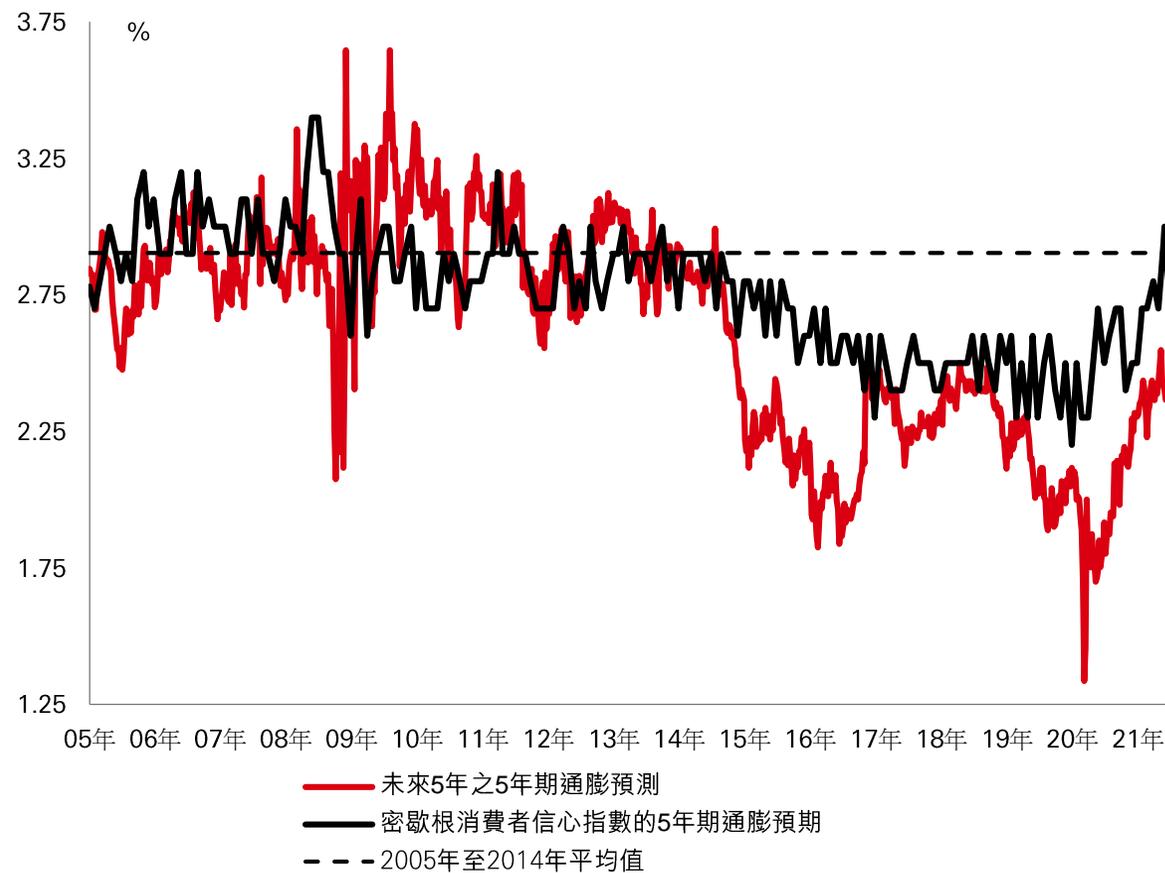
資料來源：滙豐投資管理，2021年6月。載述的觀點為編製時的觀點，如有更改，恕不另行通知。提供的預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited概不就未能達成預測、預計或目標承擔責任。

需求超標應屬暫時性，但對通膨的長遠影響取決於市場預期

在通膨回落至目標水平範圍前，短期通膨過熱....



...但通膨預期是關注要點



資料來源：滙豐投資管理，2021年6月。載述的觀點為編製時的觀點，如有更改，恕不另行通知。提供的預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。
HSBC Global Asset Management (UK) Limited概不就未能達成預測、預計或目標承擔責任。

中國信貸週期收縮是全球經濟增長的不利因素

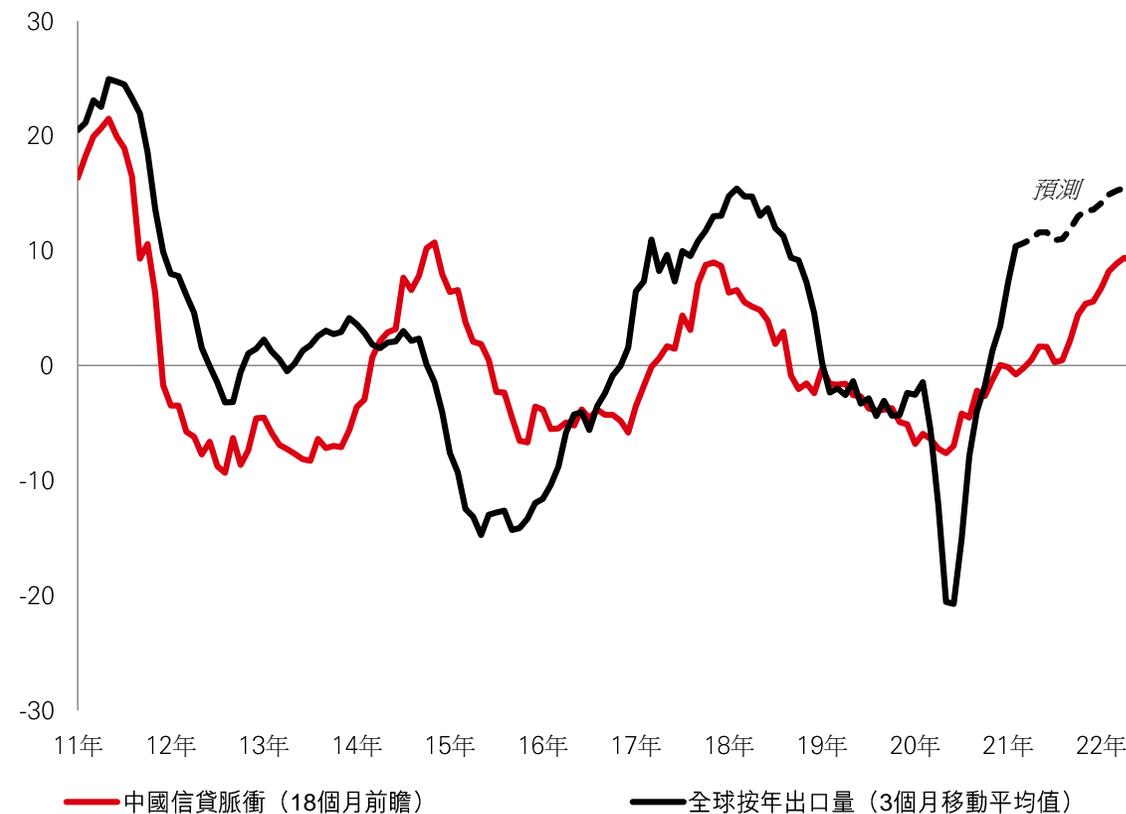
中國信貸收縮

兆人民幣



中國信貸週期領先環球貿易週期走勢

%

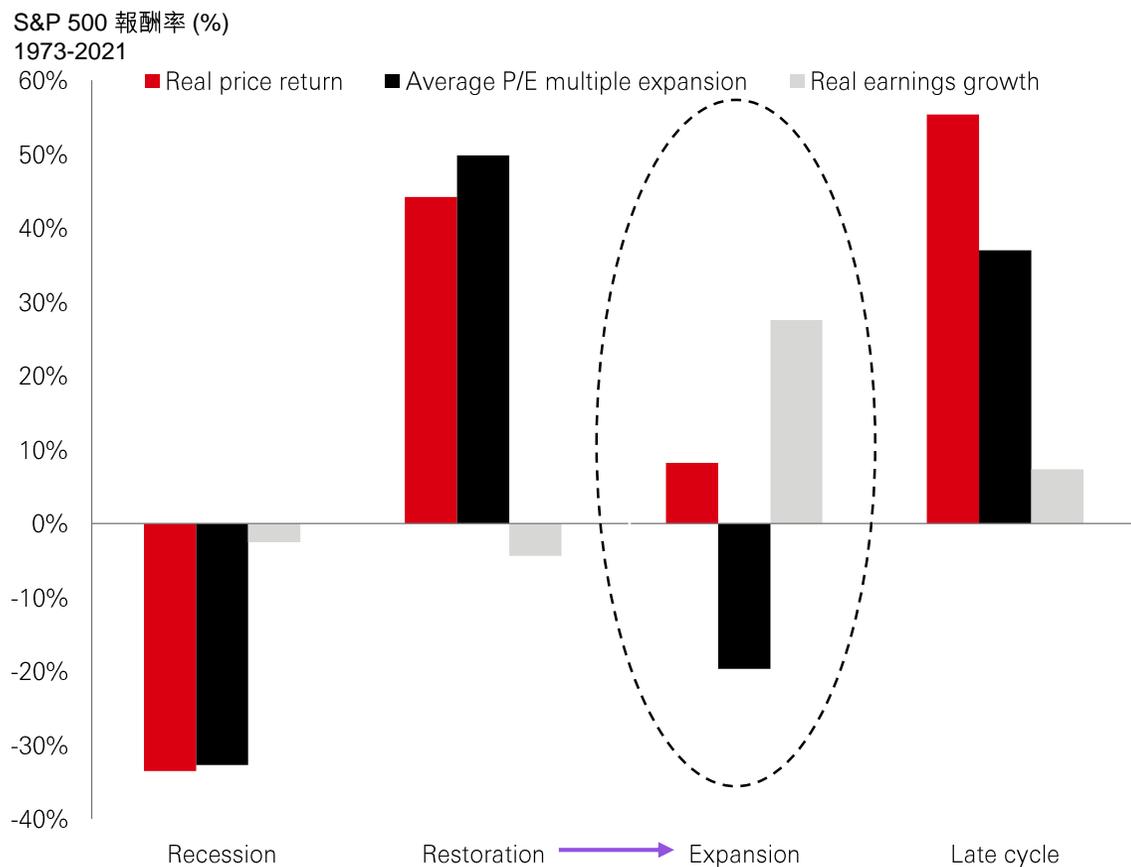


資料來源：Macrobond、滙豐投資管理，2021年6月。載述的觀點為編製時的觀點，如有更改，恕不另行通知。提供的預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited概不就未能達成預測、預計或目標承擔責任。

擴張階段與投資策略

本益比向下調整與/或較高的債券殖利率可能對股票報酬率造成壓力

典型的股市循環 – 擴張階段報酬率的挑戰較高



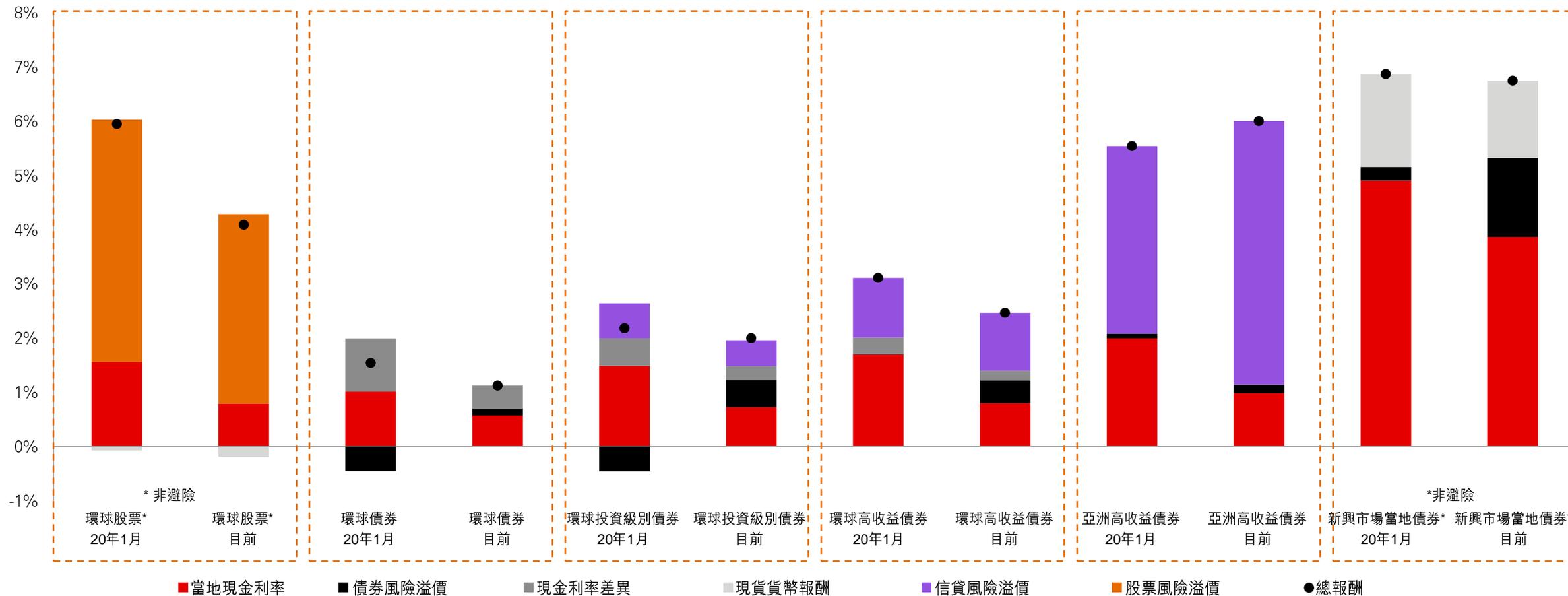
此階段可能出現較高的債券殖利率和較陡峭的殖利率曲線



資料來源：彭博、DataStream、滙豐投資管理，2021年6月。

預期報酬亦「更長期處於較低水平」

各類資產出現強勁的報酬後，模型反映預期報酬已經下跌

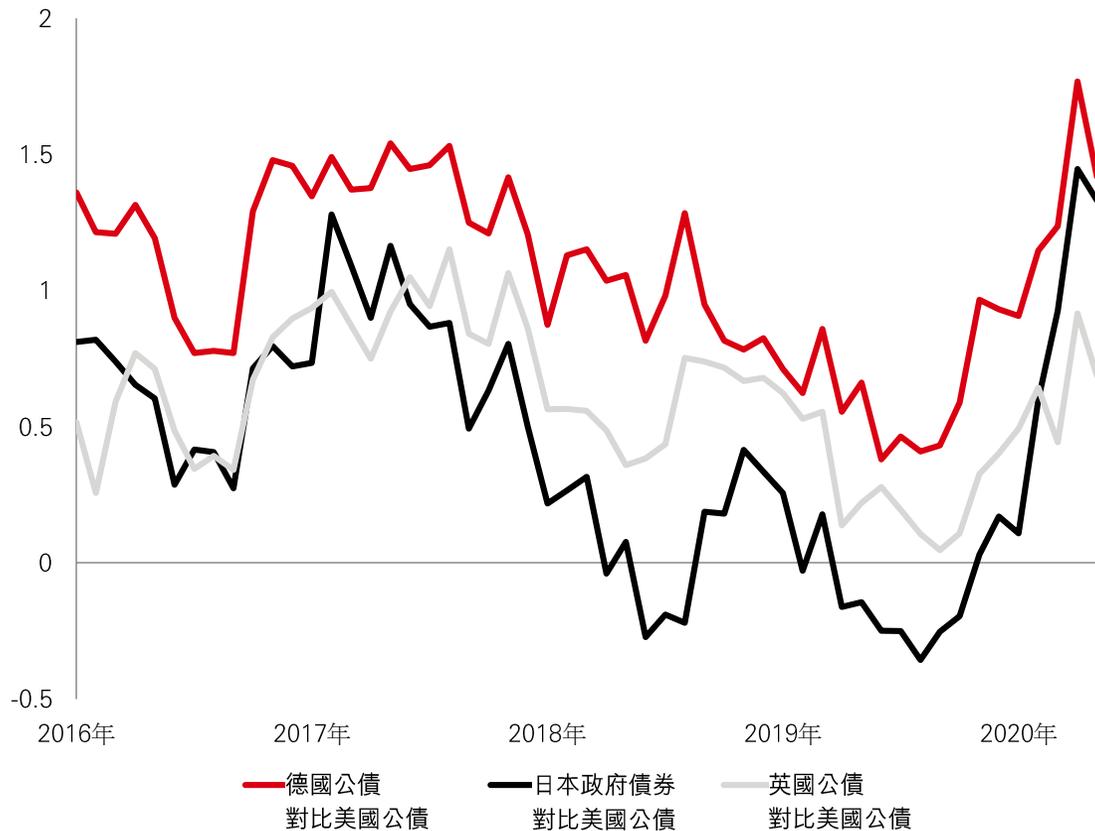


資料來源：彭博、滙豐投資管理，2021年6月。載述的觀點為編製時的觀點，如有更改，恕不另行通知。提供的預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited概不就未能達成預測、預計或目標承擔責任。

市場定價反映美國公債收益率大幅攀升的空間有限

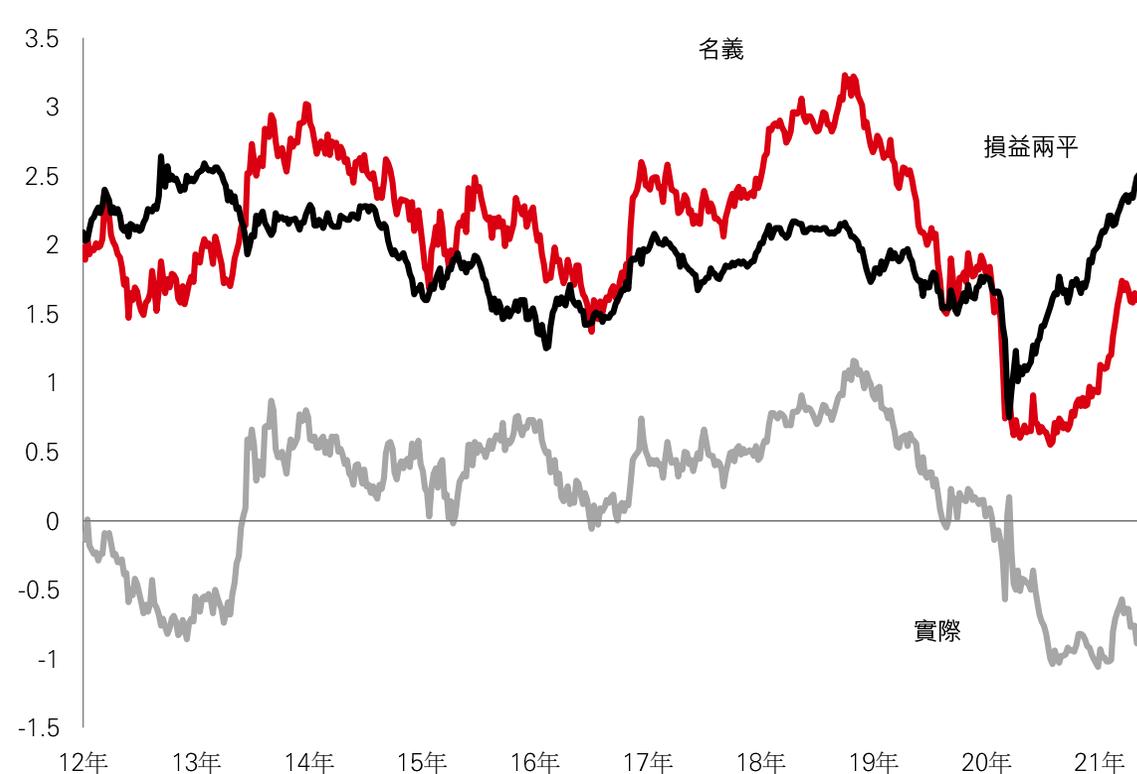
收益率差異對國際投資者具吸引力

百分點（利差，美元避險）



實際收益率上升很可能帶動名義收益率上揚

10年期美公債收益率(%)

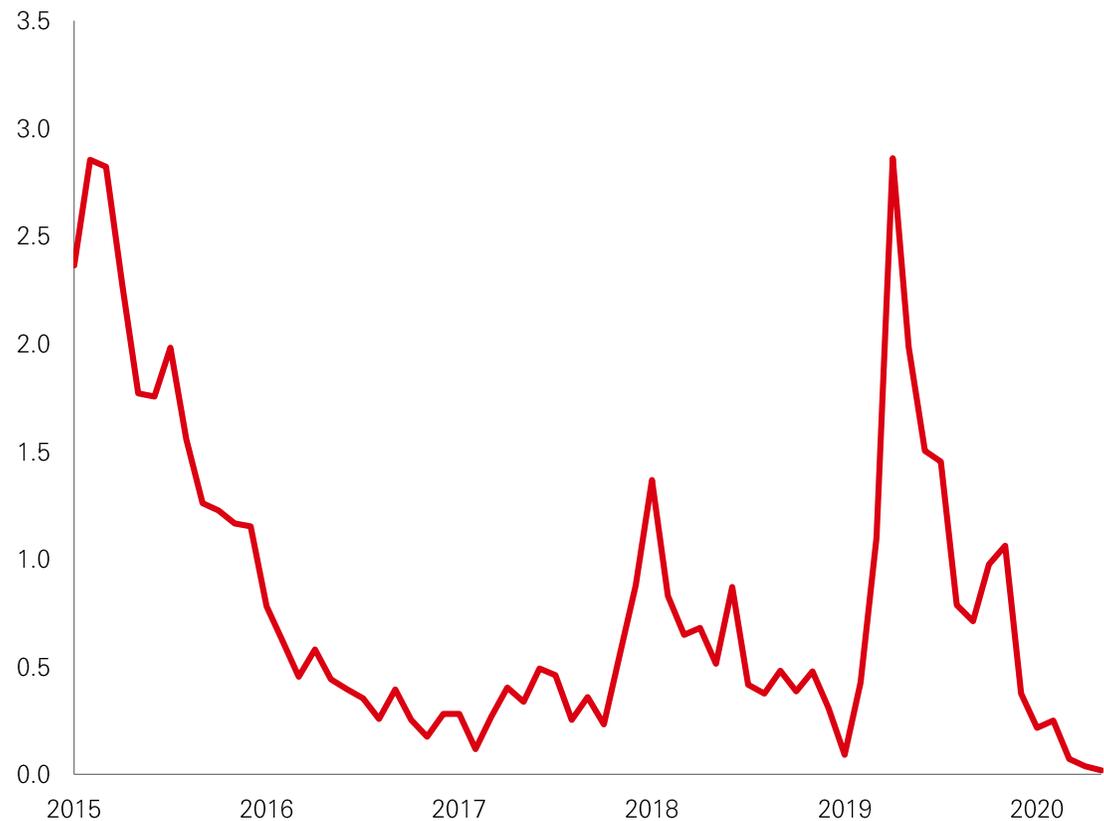


資料來源：彭博、滙豐投資管理，2021年6月。載述的觀點為編製時的觀點，如有更改，恕不另行通知。提供的預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited概不就未能達成預測、預計或目標承擔責任。

較高的美國公債殖利率情境不利於風險性資產

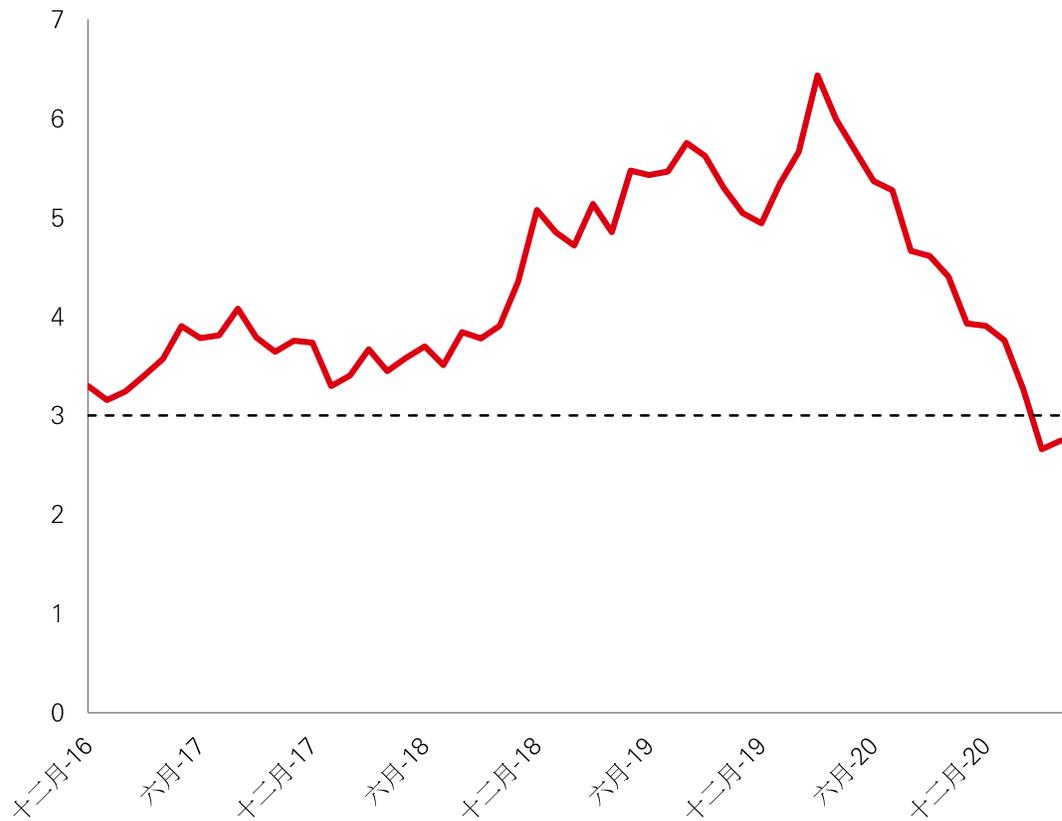
信用利差明顯受到壓縮...

全球高收益債違約調整利差* (%)



...而全球股票風險溢價已跌破3%

全球股票風險溢價 vs 美國10年期公債殖利率



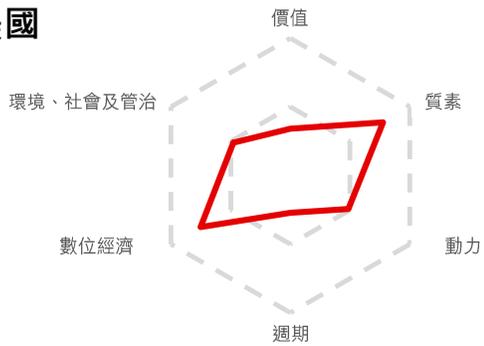
資料來源：彭博、滙豐投資管理，2021年6月。* 使用Moody's的1年違約預估。

偏好價值股多於增長股

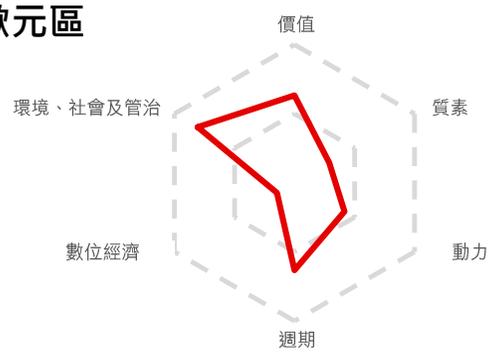
相比MSCI 所有國家世界指數，歐洲及東協地區提供較佳的價值配置

相對MSCI 所有國家世界指數的配置

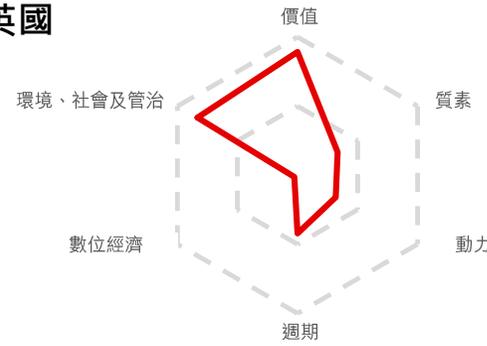
美國



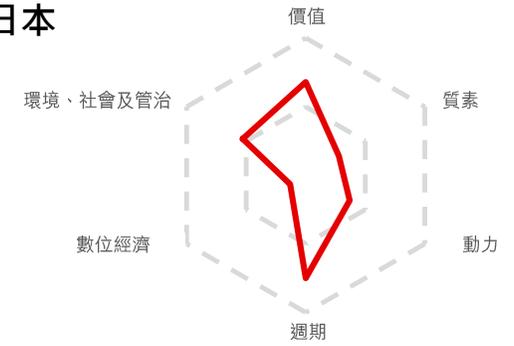
歐元區



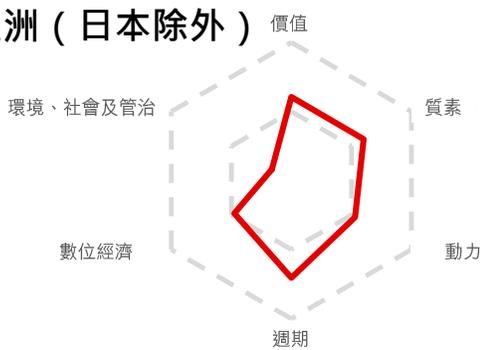
英國



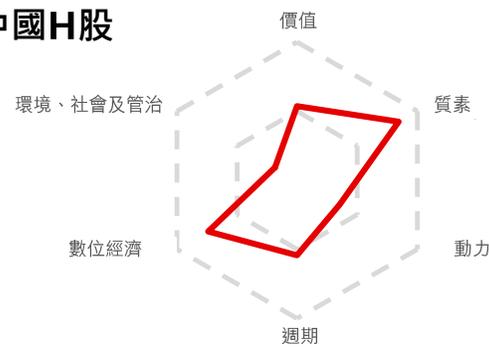
日本



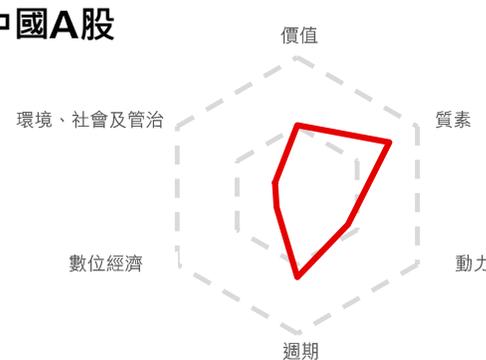
亞洲 (日本除外)



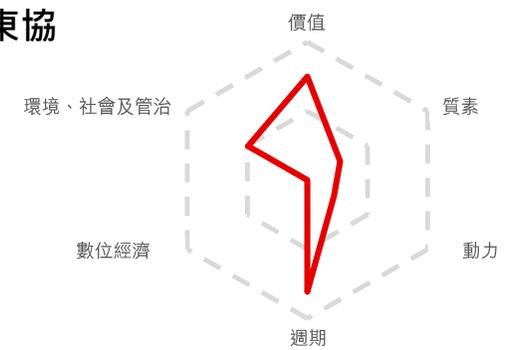
中國H股



中國A股



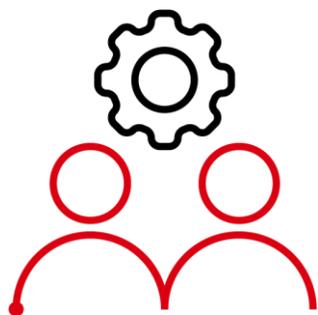
東協



資料來源：彭博、滙豐投資管理，2021年6月。載述的觀點為編製時的觀點，如有更改，恕不另行通知。提供的預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited概不就未能達成預測、預計或目標承擔責任。

任務經濟

生產力、通膨及政策為主要因素



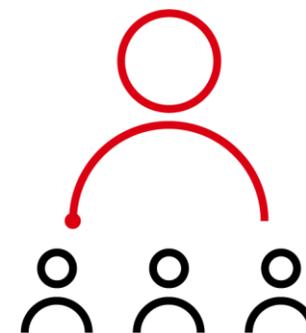
• 生產力

- 生產力加快，為無通膨經濟增長創造空間
- 若實際工資增長速度低於生產力，利潤增長可望轉強



• 通膨

- 通膨的結構性變化需要由預期的轉變配合，而且一般會先經歷一段經濟過熱及積極財政政策的時期
- 然而，供應面壓力及商品價格上漲，可以令通膨在短期內上升



• 政策

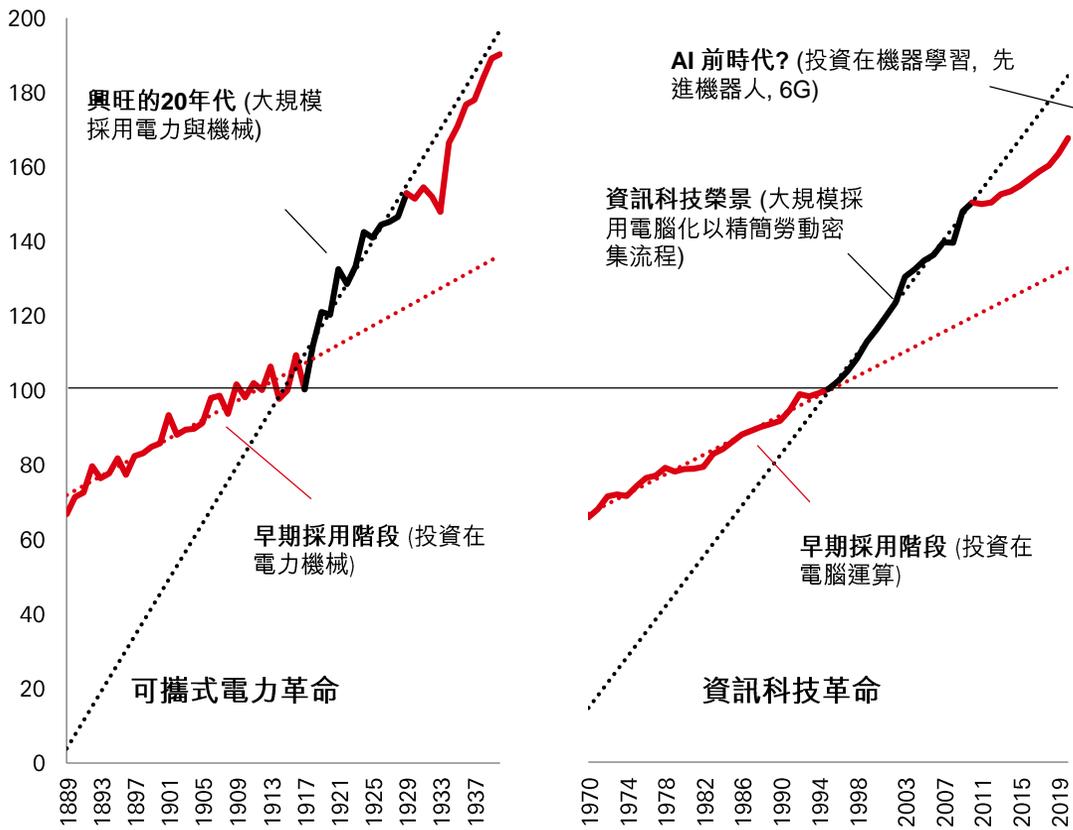
- 政策制度的選擇會影響利潤及通膨，然後決定哪些市場會領先大盤
- 影響變數包括公共開支及稅收水平，以及貨幣政策立場

資料來源：滙豐投資管理，2021年6月。載述的觀點為編製時的觀點，如有更改，恕不另行通知。提供的預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited概不就未能達成預測、預計或目標承擔責任。

如果生產力成果的分享成效不彰使實質工資成長落後 生產力大增可能使通膨減緩

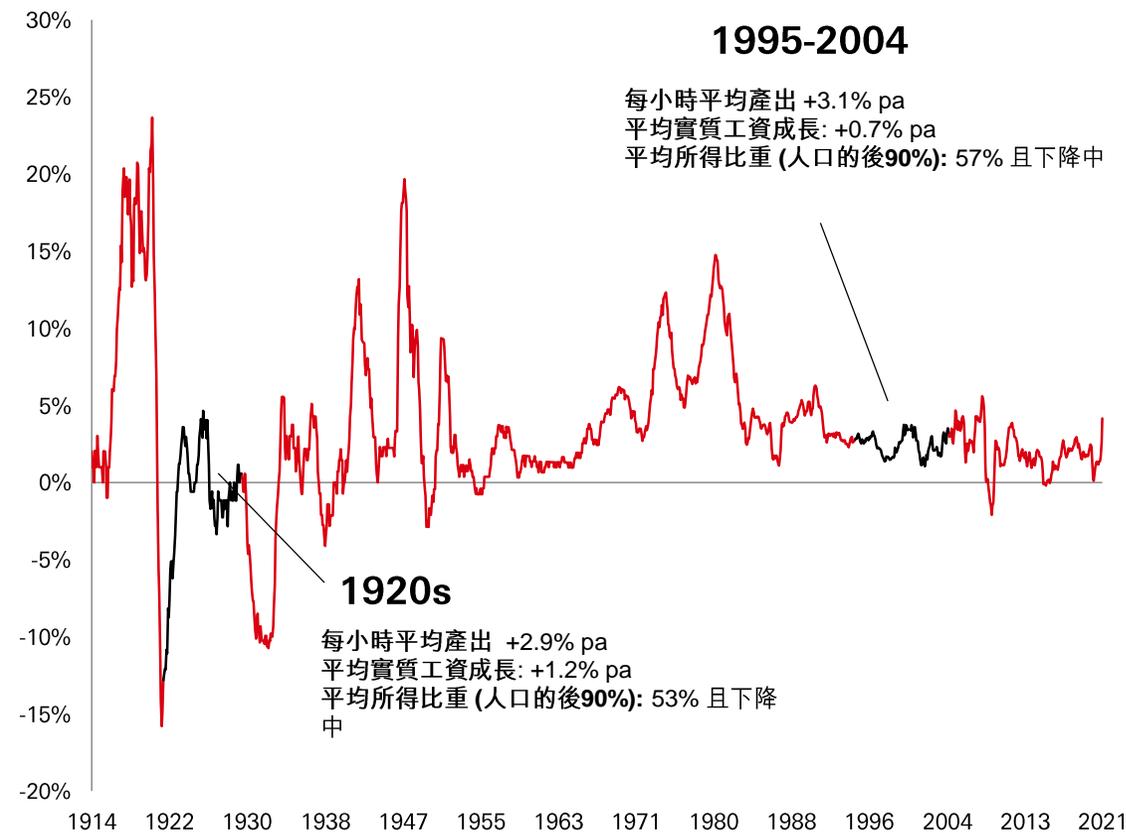
趨於成熟的科技能導致生產力大增

美國勞動生產力指數 (1915 and 1995=100)



實質工資成長落後時通膨可能溫和

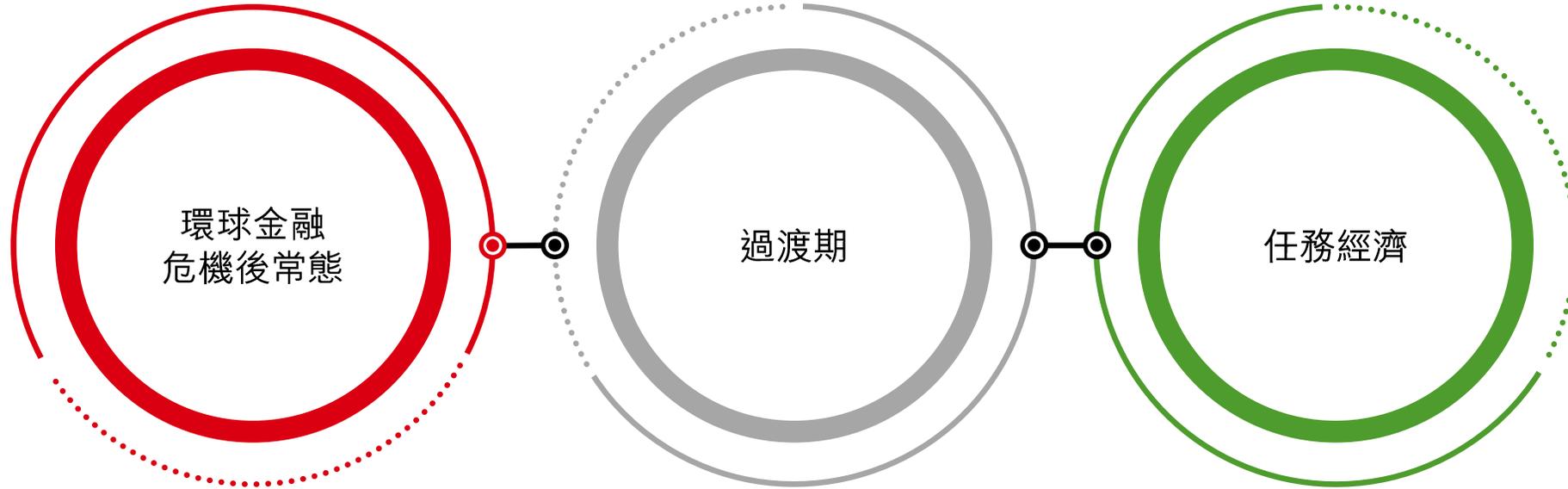
美國消費者物價指數 (% 年增率)



資料來源：滙豐投資管理，Syverson (2017), Kendrick (1961), US Bureau of Labour Statistics, Penn World Table (PWT 10.0)，2021年6月。

何謂任務經濟？

經濟體系的轉變



宏觀及政策體系

- ◆ 經濟傷痕
- ◆ 需求疲弱、投資低、儲蓄高
- ◆ 經濟需要「利率永遠走低」及推行量化寬鬆
- ◆ 未達到通膨目標
- ◆ 無傷痕—經濟回復至疫情前趨勢
- ◆ 政府開支集中於增長及創新
- ◆ 有限的貨幣/ 財政政策協調。通膨難以超出目標
- ◆ 國家以積極的行動支持綠色及共融增長
- ◆ ↑ 稅率/勞動力佔GDP比重，↓ 邊際利潤
- ◆ 貨幣/ 財政政策協調
- ◆ 通膨處於或高於目標水平

市場體系

- ◆ 投資者可在經濟衰退恐慌下「逢低買進」
- ◆ 債券收益率維持「更長期處於較低水平」
- ◆ 增長股表現優於價值股
- ◆ 在經濟增長憂慮下，避險資產發揮投資組合避險作用（美元、美國公債）
- ◆ 經濟過熱風險壓縮企業邊際利潤
- ◆ 投資者恐慌導致出現拋售潮。未能輕易實踐「逢低買進」
- ◆ 債券與股票呈正相關性，使投資者需要另覓新的分散風險工具
- ◆ 價值股表現優於增長股

資料來源：滙豐投資管理，2021年6月。載述的觀點為編製時的觀點，如有更改，恕不另行通知。提供的預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。
 HSBC Global Asset Management (UK) Limited概不就未能達成預測、預計或目標承擔責任。

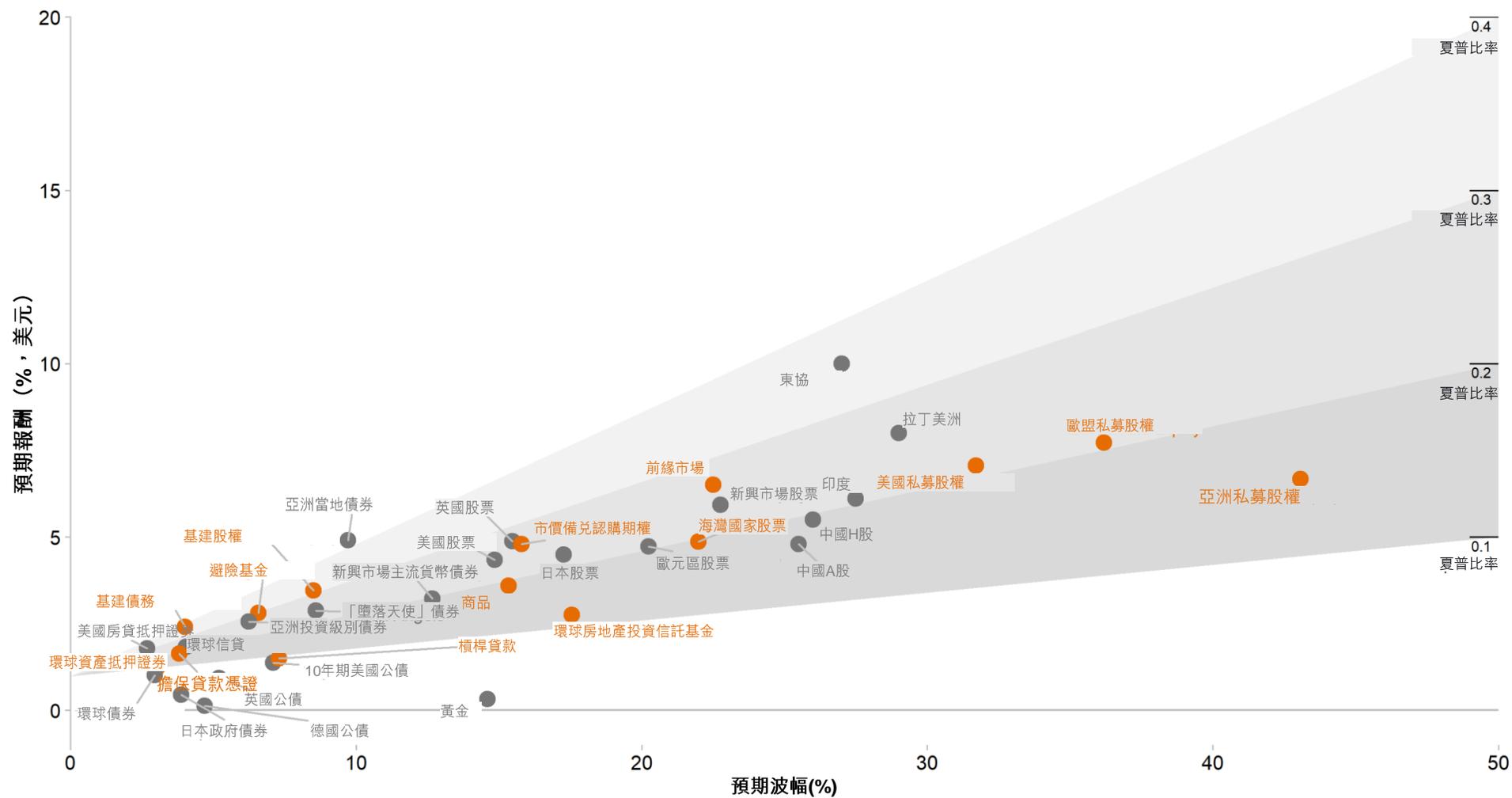
建立抗通膨的韌性

宏觀風險逐漸浮現，投資者可能需要考慮選擇另類避險工具

• MSCI 所有國家世界指數（「ACWI」）近年跌幅及跨資產表現



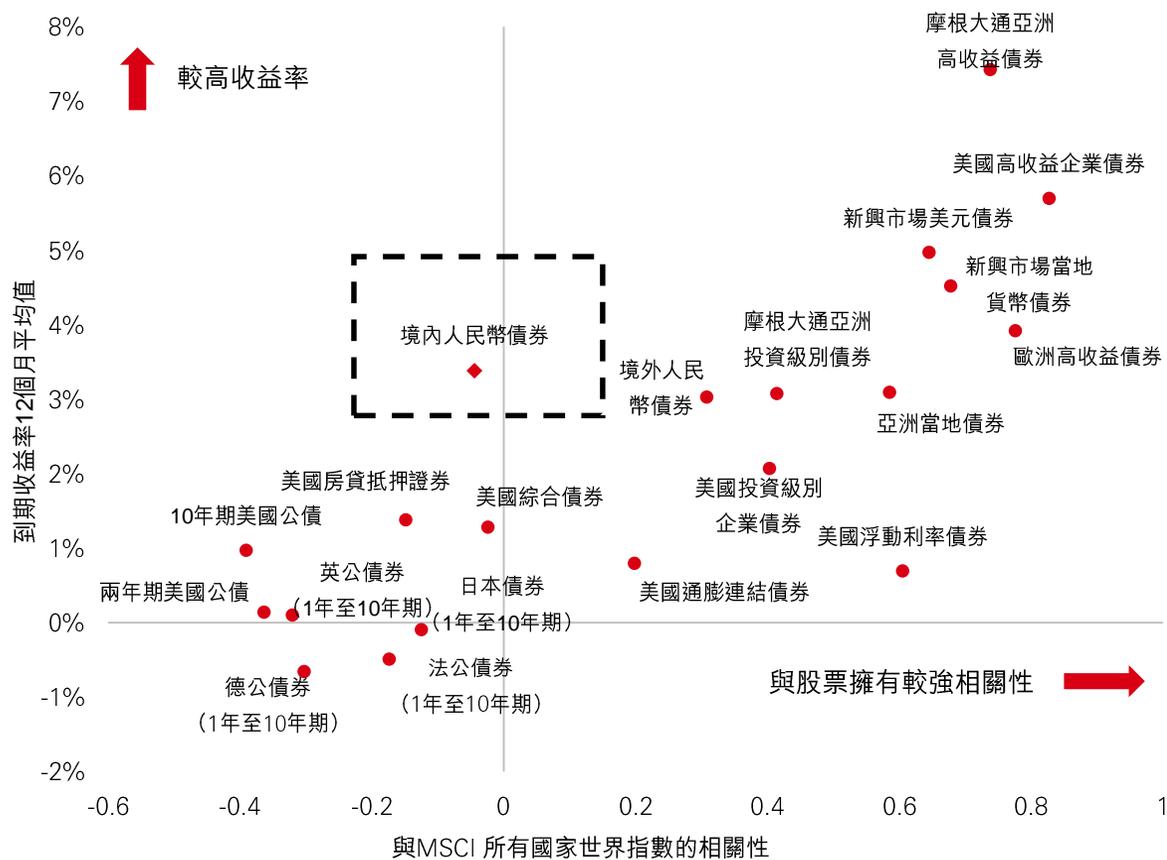
資料來源：彭博，2021年6月。ACWI—MSCI 所有國家世界指數、美債—10年期美國公債收益率。載述的觀點為編製時的觀點，如有更改，恕不另行通知。提供的預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。
HSBC Global Asset Management (UK) Limited概不就未能達成預測、預計或目標承擔責任。



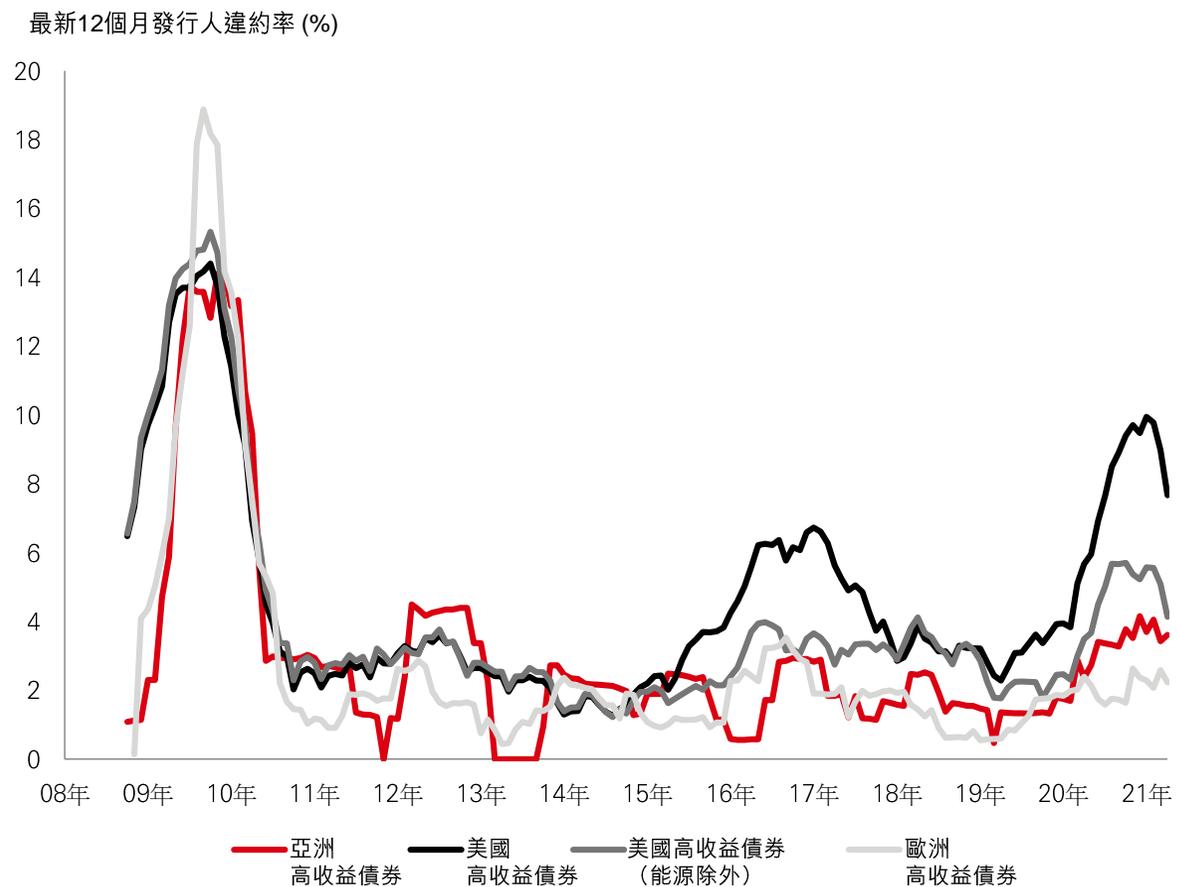
資料來源：彭博、滙豐投資管理，2021年6月。載述的觀點為編製時的觀點，如有更改，恕不另行通知。提供的預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited概不就未能達成預測、預計或目標承擔責任。

亞洲債券提供均衡的利差、信貸風險及分散投資作用

● 固定收益的收益率及與股票的相關性



● 亞洲高收益債券受惠於相對較低的違約率



資料來源：彭博、Markit、摩根大通、美國銀行、滙豐投資管理，2021年6月。載述的觀點為編製時的觀點，如有更改，恕不另行通知。提供的預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。

「任務轉向」下的投資策略

觀點概述



• 宏觀展望

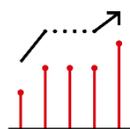
- 我們正步入經濟週期的擴張階段，以中美兩國領先。其他成熟市場及新興市場將在今年稍後及2022年迎頭趕上
- 在成熟市場當中，支持性財政政策推動了美國的經濟增長。然而，由於歐洲疫苗推出現已重回正軌，因此未來幾季有可能表現良好
- 中國信貸緊縮，意味未來增長將漸趨溫和，外溢影響將流向亞洲其他市場。然而，若疫情受控及疫苗相繼推出，部分落後的亞洲市場（例如東協，不包括新加坡）可能會迎來更強勁的增長
- 撇除短期波幅，通膨在中期內有望保持受到控制，但美國及部分新興市場的上檔風險較為明顯



• 政策展望

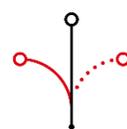
- 環球央行仍然致力支持經濟復甦；我們認為今年縮減購買資產的機會甚微，且低息環境將維持一段更長時間
- 聯準會的「平均通膨目標-臨時價格水平目標」（AIT-TPLT）框架反映當局接受短期內較高的通膨，以及延遲實行政策。歐洲央行的政策步伐可能落後於聯準會，英國央行則有可能領先
- 成熟市場的財政刺激措施將在2021年消退，但政策應保持寬鬆
- 新興市場的政策當局面對更大的掣肘，當中一些中央銀行會在通膨壓力下收緊政策
- 亞洲方面，額外的刺激措施將會有限，由於中國的焦點將從增長轉移至金融穩定方面，因此中國的政策將顯得相對強硬

觀點概述



• 投資觀點

- 相對評價仍有利股票多於債券；雖有可觀的盈利增長空間，但隨着商業週期步入擴張階段，投資表現或會受到影響
- 債券收益率走高及週期性不明朗因素的風險，亦對風險資產的前景構成壓力，而強勁的年初至今報酬及較低的預期報酬反映有理由對下半年及往後市況保持謹慎
- 我們認為投資於價值因子仍屬明智。我們偏好歐洲及東協股票，作為涉足此投資風格的途徑。部分新興市場固定收益的評價（尤其是中國本地債）同樣具吸引力
- 政府債券難以作為可靠的下行避險工具。投資者或需考慮替代的避險工具來避險宏觀風險



• 主要風險

循環性過熱

經濟迅速復甦及通膨的恐慌（主要在美國）觸發債券市場波動，打擊風險資產的表現

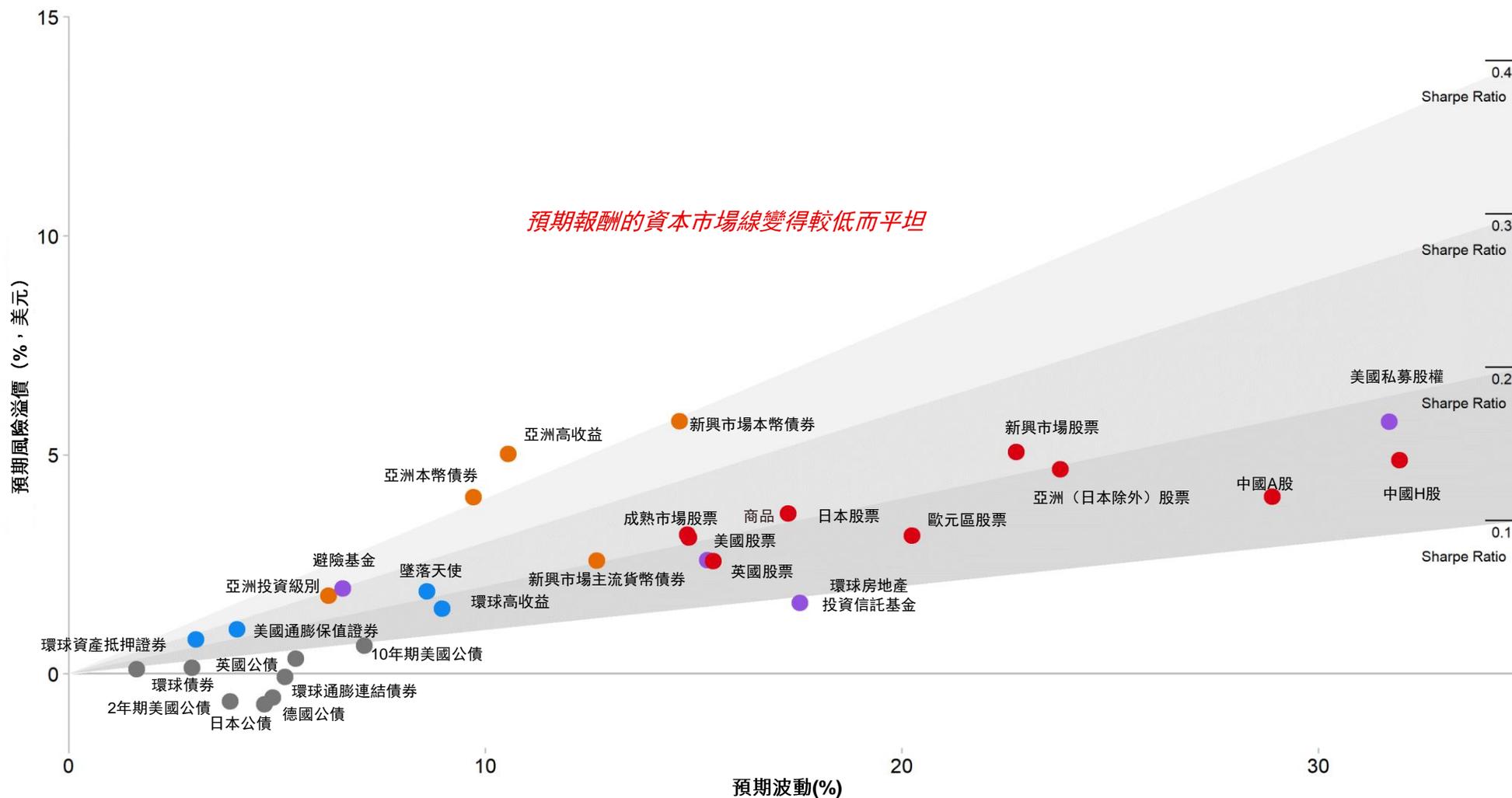
疫情發展

疫情在變種病毒及一些國家/地區推出疫苗進度緩慢的影響下成為拖累因素

政策收緊

因疫苗而鬆懈或對刺激措施疲勞，可能導致過早撤銷政策。缺乏政策空間是許多新興市場所面臨的風險，而中國的信貸週期正在轉向

目前評價異常情況不多, 大多數資產類別評價為中立或過高



資料來源：彭博、滙豐環球投資管理，2021年6月。本資料僅供參考，滙豐中華投信已盡力就可靠之資料來源提供正確之意見與消息，但無法保證資料來源之完整性。投資人應依其本身之判斷投資，若有損益或因使用本資料所生之直接或間接損失，應由投資人自行負責，滙豐中華投信無須負擔任何責任。請勿將本資料視為買賣基金或其他投資之建議或邀約。

	資產類別	觀點	評論
宏觀風格	環球增長	▲	我們正步入經濟週期中的擴張階段，意味着經濟發展將持續偏正面。在此環境下，風險資產仍可提供良好報酬，但報酬將低於之前的水平
	存續期	▼	通膨風險被合理地重新定價，令承受存續期風險的報酬有所好轉。然而，相對評價仍然失色，而避險能力在當前環境下面臨挑戰
	新興市場	▲	政策不利因素及疫苗分配的挑戰，令篩選新興市場風險至關重要。整體而言，新興市場固定收益的評價較新興市場股票具吸引力
債券	美國	▼	本年度，美國公債的預測報酬有所上升。收益率可能進一步上升，反映資本損失的風險仍然存在，但鑒於近期通膨風險及環球需求已在價格中反映，收益率大幅攀升的可能性不大
	歐洲	▼	預測報酬為負，而分散投資的優勢有限。相比其他政府債券，投資者並無明確理由應持有核心歐洲債券。由於歐洲央行對利差作出隱性控制，我們偏好歐洲非核心國家債券
	指數連結債券	▼	我們認為實際收益率從目前的低位再大幅下跌的幅度有限，這削弱了持有通膨連結債券的吸引力。然而，短期的通膨上行風險令這資產類別的利差擴大
	新興市場當地貨幣債券	▲	新興市場當地債券的預測報酬甚高，但主因是貨幣便宜。投資者應密切觀察經濟復甦趨勢及美公債券收益率/ 美元。人民幣債券提供均衡的利差及分散投資作用
信貸	環球投資級別債券	▼	利差低、聯準會縮表風險及指數存續期間高，反映短期資本損失的風險仍然存在
	環球高收益債券	▼	違約調整利差處於多年低位。這表示報酬不對稱，而好消息對表現的影響有限
	亞洲高收益債券	▲	亞洲高收益債券受惠於低違約率及具吸引力的利差。然而，中國去槓桿的溢出效應需重點觀察
	新興市場強勢幣債券	↔	理想的預測報酬被新興市場政策收緊、疫苗挑戰及美國公債收益率上升等風險所抵銷
股票	美國	↔	在當前環境下，美國股票偏重「增長」股屬不利因素。這表示應維持相對審慎，但配置大型科技股及數位經濟仍然有利
	歐洲	▲	歐洲股票可受惠於2021年增長追落後及價值輪動
	日本	↔	鑒於日本經濟增長結構性疲弱，加上日本央行政策空間有限，我們維持相對審慎立場
	亞洲（日本除外）	▲	中國政策環境相對強硬，但環球投資者對其維持結構性低配，反映資金有進一步流入的空間。東協可受惠於價值及週期性配置
	新興市場（亞洲除外）	↔	在評價具吸引力及增長處於追落後的情況下，新興市場（亞洲除外）仍有表現出色的空間。主要風險包括失去經濟復甦動力及疫情的直接/ 間接影響
另類資產	美元	▼	經濟處於擴張週期，相當於「美元微笑曲線」的底部。然而，若美國經濟過熱、聯準會政策轉向及中國信貸收緊，均有機會導致美元走強的風險
	私募市場	▲	私募市場可帶來額外報酬，也可提升投資組合的分散度。在當前環境下，此資產類別應進一步在投資組合發揮主流作用
	避險基金	▲	在投資者不能再依賴傳統「避險」資產類別的情況下，避險基金可提供吸引的分散投資作用
	商品	↔	銅、石油及其他工業商品應持續受惠於經濟擴張，但中國政策收緊及市場供應回復會帶來下行風險

資料來源：滙豐投資管理，2021年6月。載述的觀點為編製時的觀點，如有更改，恕不另行通知。提供的預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited概不就未能達成預測、預計或目標承擔責任。

HSBC Asset Management為滙豐集團資產管理業務之品牌名稱，包括滙豐中華證券投資信託股份有限公司依法所提供之資產管理服務。
滙豐中華投信係滙豐環球投資管理境外基金總代理人，以上觀點來自滙豐環球投資管理。

滙豐中華證券投資信託股份有限公司
台北市敦化南路2段99號24樓

02-6633-5808

www.assetmanagement.hsbc.com.tw

滙豐中華投信 獨立經營管理

本資料僅供參考，請勿將其視為投資任何有價證券或其他金融產品之建議或要約，滙豐中華投信已盡力尋求可靠之資料來源以提供正確之意見與消息，但無法保證該等資料之正確及完整性，投資人如欲進行投資，應自行判斷投資標的、投資風險，承擔投資損益結果，滙豐中華投信及其董事、受僱人不因此而承擔任何損害賠償責任。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書或投資人須知。內容涉及新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。匯率走勢亦可能影響所投資之海外資產價值變動。**由於高收益債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。不適合無法承擔相關風險之投資人。**文中個股、類股或產業，僅為參考舉例，不代表個股、類股或產業推薦，且不為未來投資獲利之保證，亦不為基金未來之持股，HSBC不負擔任何預測或目標無法達成之責任。使用本資料來源業經美銀美林(BofA Merrill Lynch)同意。美銀美林依美銀美林指數現況授權，惟不為相同之保證，亦不保證美銀美林指數、或是其他包含、相關或衍生於美銀美林指數之資料合適、品質、正確、即時與/或完整。美銀美林對後續使用美銀美林指數行為不負任何責任，亦不贊助、認可或推荐滙豐中華投信或其提供之產品或服務。本文翻譯自美銀美林公布之英文版本警語，任何解釋疑義，以該英文版本為主。