



通脹打擊市場，而投資者需主動採取行動

投資展望 | 2021 下半年（一）

憑藉實力 贏得信任

Amundi

ASSET MANAGEMENT
東方匯理 資產管理



**Pascal
BLANQUÉ**
集團投資總監



**Vincent
MORTIER**
集團副投資總監

主要觀點

目前經濟加速已經見頂，其後的重點是增長及通脹回升後的結果。

市場價格反映「低通脹、高增長」的情境：出現低通脹及高增長的趨勢，但最終很可能會形成更高的結構性通脹及更低的增長。

數十年來，市場首次**期望出現通脹**。各央行任由市況發展，盡量無視通脹風險，並相信通脹只屬短暫。

隨著以規則為本的貨幣及財政措施結束，**距離經濟大平穩現象越來越遠**。

金融機構需要時間適應新環境，而短期內不會出現另一位能像沃爾克(Volker)般控制通脹的經濟學家。通脹升溫及通脹率波動將會成為新環境的主要特點。投資者認為**30年代**的經濟情況會重臨，**最終卻迎來70年代**的情況。

體系可能終究會與預期脫鉤：主要風險是收益率曲線失控。**實際利率的方向十分關鍵**。首先是實際利率下降，**這對高風險資產的影響仍然正面**，然後便是對市場較不利的實際利率上升。

新環境可能為60/40的傳統配置比例帶來挑戰。投資者必須考慮通脹因素，**並進一步分散投資**，以應對通脹上升及利率波動的挑戰。

我們認為政府債券再無法有效地分散均衡投資組合的**風險**，但仍然可以維持流動性。

投資者應保持短存續期。由於利率將會上升，投資者應避免太快持有長存續期資產。

我們認為股票是締造回報的結構性動力來源，也是一種**實質資產**。投資者應從通脹角度投資股票：**估值、股息及基建**。

投資觀點、估值與通脹走勢

市場將會面對短暫及結構性通脹敘述的考驗

疫情令全球出現翻天覆地的轉變，各市場現正評估深遠的影響，當中以疫情後經濟大復甦的結果最為重要。

後疫情敘述與重返70年代之路

目前市場出現不同的說法，令市況變得更加不明朗，當中以有關貨幣的說法最清晰和最仔細。各大央行的任務從堅定地控制通脹，變成運用特殊貨幣政策已變成新常態的局面。這些特殊寬鬆措施能在避免觸發通脹螺旋的情況下持續多久，仍是未知之數。

央行任由市況發展，無視通脹風險，故波動可能加劇。

增長方面，低增長及低通脹持續的長期滯後預測，現在也顧及可能出現的新環境。第一個觀點是70年代的大通脹將會重臨，主要由於政策措施、全球增長回落及重新調整勞動力與資本的平衡所致。與之相反的說法指新一輪技術改革會支持盈利上升，令長期停滯的經濟進入「咆哮的20年代」。

投資者認為將會重返30年代，但我們認為最可能出現的結果是我們正逐漸步向70年代的大通脹時期。

有關貨幣的說法加上疫情的影響，為通脹提供有利的條件，而通脹預測升溫更能令預測成真。

目前市況如何？價格已反映低通脹、高增長的情況，但滯脹風險正在上升。

目前各地市場的價格已反映完美的經濟局面，與長期均衡水平相比，債券及股票估值偏高。

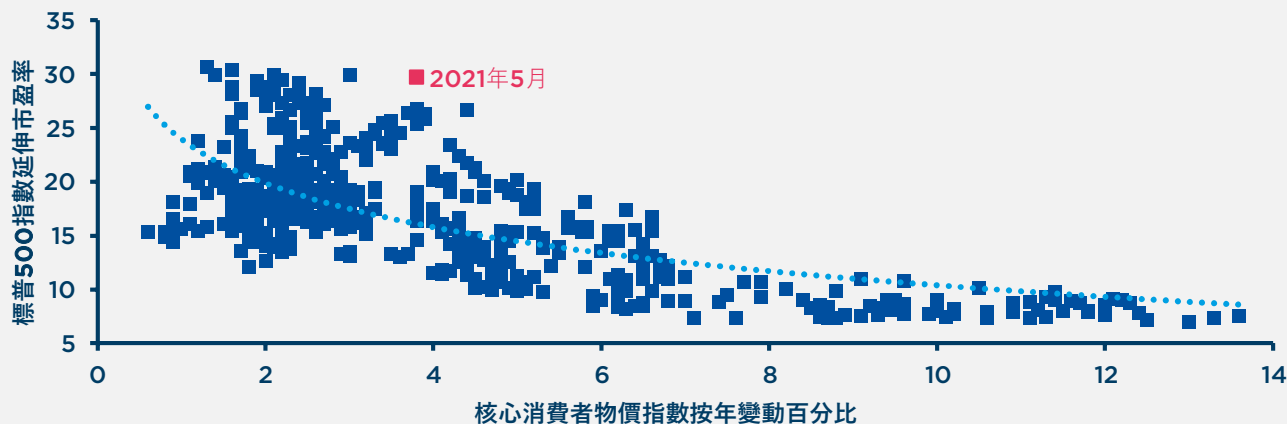
債券方面，經濟長期停滯的說法是唯一能解釋債券估值偏高的原因，否則應該假設收益率會進一步上升。

股票方面，除非認同經濟進入「咆哮的20年代」的說法(上世紀初出現的生產力加快增長局面)，否則盈利的長期預期無法支持目前的過高估值。如果一如我們所料，事實並非如此，預料股票增長將會暫停，通脹上升亦為高市場估值帶來挑戰(見下圖)。

市場價格反映低通脹、高增長的環境，出現短暫通脹，以及更高的長期潛在增長。我們可能要面對完全相反的滯脹環境，亦即通脹結構性上升，而增長則下降。

未來市場走向將會取決於我們與經濟活動頂峰的距離，以及增長和通脹的短暫回升會在多大程度上變成結構性。現在越來越多證據顯示，企業正在轉嫁價格壓力，而隨著經濟全面重啟，消費者亦持續消費。此外，各行業產能過剩的說法(各類產品也太多)已成過去，稀少成為帶動通脹上升的主題。最終，結構性也源於持續一段長時間的短暫情況。對通脹的憂慮可能會觸發通脹：如果急於消費及加價行為持續，將會延長通脹的升勢，迫使聯儲局採取行動。

通脹上升可能為股價高企的股票帶來挑戰



資料來源：東方匯理、彭博，2021年6月11日數據。

聯儲局處於進退兩難的困局

市場的主要疑問是聯儲局會如何及何時開始縮減政策及／或加息，以及平均通脹法到底是甚麼(尤其是在通脹低於目標10年後)。

聯儲局肯定會盡量長時間維持低利率，因為經濟復甦建基於巨額債務，只要流動性保持充裕及債務成本不會大幅增加，經濟體系便能一直維持。

由於經濟增長而令債券收益率在受控的情況下上升固然是好事，但如果通脹失控、利率上升而增長放緩，將會對大部分負債累積的地區帶來嚴重後果，打擊整體市場氣氛。

考慮到貨幣政策傳遞的加快和延誤情況，幾乎沒有犯錯的餘地。

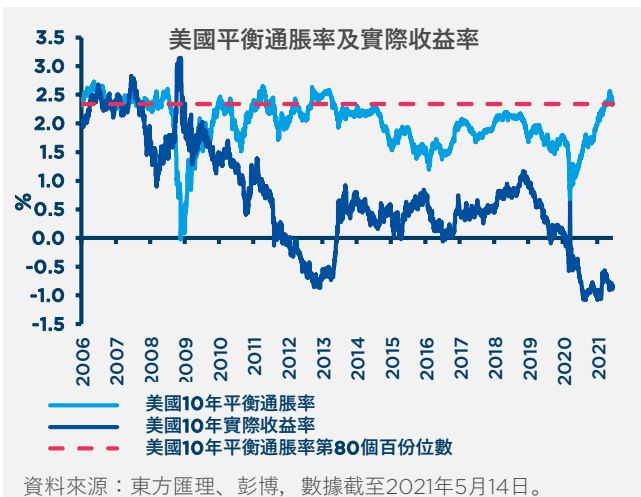
聯儲局要向市場保證會以通脹受控為目標，並會在日後處理這個問題(杜絕觸發通脹螺旋的風險)，同時也要消除市場對過快及過早收緊金融條件的憂慮，以免令經濟復甦脫軌。在現階段，收益率曲線失控的風險正在升溫。

市場如今進退兩難，各地股市於6月初升至高位，平衡通脹率亦已反映通脹升溫，而由於供求失衡，美國國庫債券收益率繼續徘徊於1.45至1.7的區間。

總而言之，情況仍然大致受控。由現在起，經過幾個月的基數效應後，預料不明朗性將會增加，而就業市場的穩固程度將會更明顯，我們可以開始評估通脹上升是否屬短暫性。今年夏季將會為市場帶來考驗，隨著夏季臨近，市場將會越來越緊張和波動。在短期內，鑑於部分市場估值偏高，估值重新調整及了解個別盈利走向會導致升勢暫停。

市場必須經歷通脹，實際收益率成為必須留意的重要變數。

增長見頂的第一階段快將結束，這階段的特點是投資者積極轉換持倉。我們現在進入第二階段，亦即頂峰期，這對投資者仍然相當正面，因為通脹沒有被視為增長的威脅，而是刺激經濟復甦的因素，但隨著我們深入這個階段，出現意料之外不利事件的機會便越高。下一階段將會關於見頂後的結果(出現市場價格所反映的低通脹、高增長環境機會不大)。



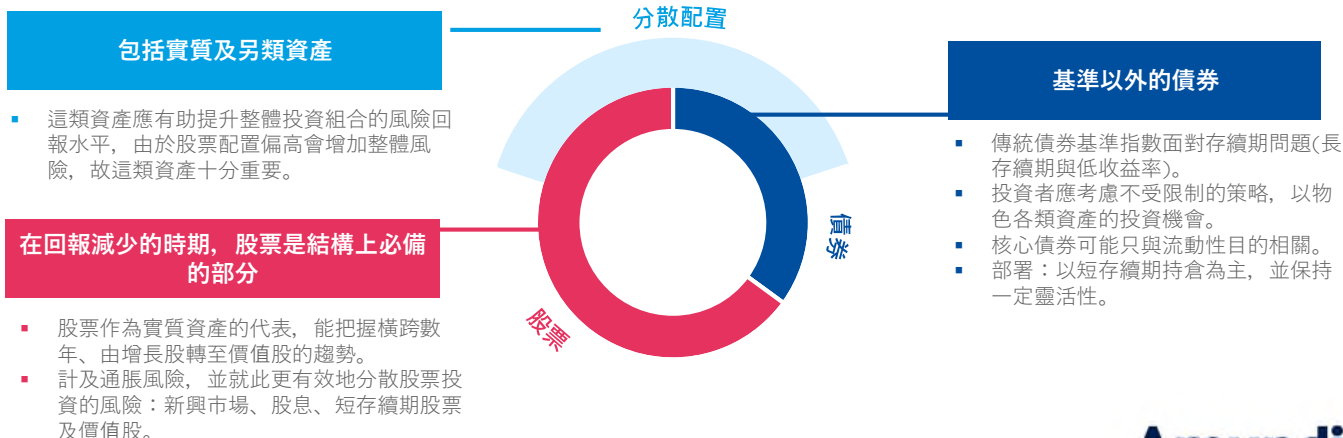
重整平衡配置的重要性

隨著股票與債券之間的相關性轉為正數，通脹上升為傳統的分散配置策略帶來挑戰。

以表現而言，由於固定收益部分的回報貢獻應會極少，我們現在處於傳統平衡投資組合的預期回報較低的時期。因此，投資者應該從通脹角度結構性地增持股票，並建立更多元化的投資組合，而非採用傳統基準配置，包括實質、另類及更高收益資產(即新興市場債券)。為此，投資者必須考慮風險、回報及流動性三大因素。

專注於股票，重新審視債券配置及以不同方式分散投資。

在市場轉向通脹上升的時期重新審視投資組合60/40的配置比例





Monica
DEFEND
環球研究部主管

“
我們認為政策錯誤
是未來數月的主要
風險，投資者必須
留意生產者物價指
數。
”

焦點：復甦進度不一 短期利好高風險資產，但宜保持審慎

環球經濟持續復甦，凸顯各國增長的速度不一。預計環球國內生產總值(GDP)於2021年達至約6.5%，並於2022年回落至4%。新興市場與已發展市場之間的增長溢價正在收窄，不僅因為中國增長已經見頂，亦因為新興市場大部分大型經濟體(印度及巴西)仍然受疫情影響。美國表現一直領先，並已見頂，而隨著疫苗面世及預料周邊國家陸續進入旅遊旺季，表現落後的歐元區經濟將於2021年第三季達致增長動力的頂峰。

對於2021年的展望，我們現在強調經濟復甦不平均的情況。事實上，第一階段的復甦由供應帶動，刺激政策則挽救及支持各個經濟體，而第二階段則主要由需求帶動。我們發現消費者信心尚未完全恢復，主要由於勞動市場分散及憂慮政府資助結束後將會失去工作。

供應鏈瓶頸引致的供求磨擦應會「暫時延長」。預料隨著更多經濟體重啟(2022-2023年)，供應鏈限制將會於未來六個月轉差。此外，一如預期，消費者行為在過去一年持續改變。我們認為目前的證據仍太薄弱，無法評估這些習慣上的轉變會否變成結構性轉變，又或最終會否導致通脹波動加劇。

上述情況令通脹率上升，並結束經濟大緩和時期，因此投資者應該開始評估這對各個資產類別及構建投資組合的影響。通脹上升會影響估值。

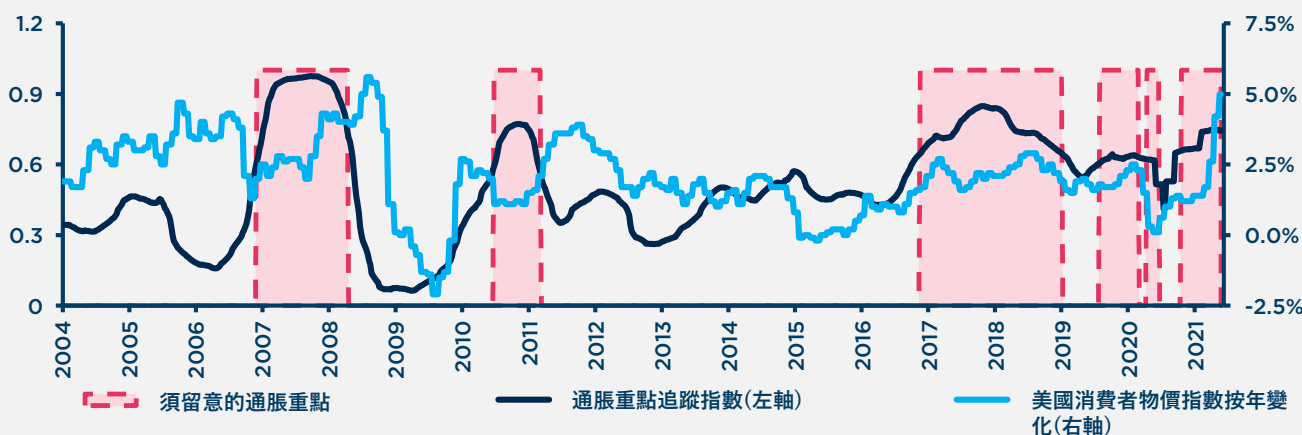
在歷史上，估值指標及市盈率與通脹環境息息相關。當通脹率維持在3%以下，價格從低位上揚，市盈率便下跌。

高風險資產受惠於通脹率由低位回升至較高水平的正常化進程，特別是由於宏觀及微觀基礎因素改善所致。負實際利率亦提供額外支持。根據過往經驗，在經濟增長及市場承險意欲的支持下，信貸會表現出色。由於增長速度理想，加上各大央行的寬鬆措施支持金融市場追逐風險，令股票回報升至高位，而通脹率則介乎2%至3%。風險方面，通脹結構性地超越3%，對高風險資產越來越不利。

中期而言，預料交叉資產的回報將會下跌，特別是與過去的復甦相比，因為目前的估值及市場水平處於極端水平。

短期而言，市場價格已大致反映通脹預期，目前市場聚焦於各大央行，聯儲局的立場頗為一致，而歐洲央行對縮減買債的必要性意見較分歧。由於貨幣是聯儲局及歐洲央行唯一無法控制的價格因素，因此「堅持」的言論令股市估值維持於高位、曲線走斜、平衡通脹率上升，外匯亦會波動。

東方匯理通脹重點追蹤指數反映市場趨向正常通脹環境



資料來源：東方匯理研究中心，數據截至2021年6月11日。

基本及其他預測情境與風險

不利情況
各項壓力

25%

- 變種病毒擴散令各地再度實施封鎖措施，令危機延長至2021年末。
- 疫苗副作用或持續短缺打擊全球信心及增長。
- 順周期的美國財務政策與通脹預期脫鉤，令利率及美元上升，導致金融市場不穩。
- 中國經濟增長放緩的影響蔓延至已發展經濟體。
- 歐元區無法加快復甦，少數國家出現滯脹。

主要預測
復甦速度不一

60%

- 推出大量疫苗，但各地區的疫苗分配不均，而且各地區的復甦速度不一：美國及歐洲較強，新興市場較弱。
- 增長動力暫停，通脹短暫飆升。
- 寬鬆的政策支持經濟復甦，有助穩定債務佔GDP的比率。
- 已發展市場政府承諾動用財政政策，但歐盟執行政策的能力可能較弱。
- 盈利動力正面，償付能力風險下降。

利好情況
長期及包容性復甦

15%

- 大規模接種疫苗的計劃料能在2021年中解決疫情，讓全球經濟得以全面復甦。
- 不明朗因素減少，有助服務業趕上製造業。
- 美國勞動市場迅速復甦，或會引致薪酬壓力。
- 額外的儲蓄轉化成更強勁的私人消費，形成良性循環，並無過熱跡象。
- 數碼技術及環保相關的新發展，提升中期生產力。

風險類別

高

事件出現的可能性

低

20%

政策錯誤

- 利好現金、通脹掛鉤債券、日圓、黃金、美元、防禦股票多於周期股

- 不利石油、高風險資產、澳元、加元或新西蘭元、新興市場本地貨幣出口商

20%

利率及通脹預期
脫鉤

- 利好美國抗通脹債券、美元、黃金、股票、價值股、周期股

- 不利長存續期美國國庫債券、德國國債、新興市場固定收益、環球外匯

15%

磨擦改變政治格局(美國/中國/歐盟/俄羅斯)

- 利好美元、日圓、美國國庫債券

- 香港聯繫匯率風險。不利中國股票、人民幣

15%

企業違約導致金融市場不穩

- 利好美元、已發展市場主權債券、黃金

- 不利高風險資產、低評級信貸、流動性工具

10%

疫苗分配不均，
疫情失控(中期)

- 利好現金、美元、美國國庫債券

- 不利高風險資產

資料來源：東方匯理，截至2021年6月15日。

東方匯理投資策略研究部

東方匯理投資策略研究部旨在把首席投資總監的專長和公司的整體投資知識，轉化成可作為投資行動依據的見解，以及因應投資者需要而量身定制的工具。在投資者面對多個資訊來源的環境下，我們旨在成為投資者甄選的夥伴，以提供定期、清晰、適時，可參與其中和相關的見解，以助客戶在充足的資訊下作出投資決策。

Visit us on:



Shifts & Narratives

#1 | April 2021

*Do not give up on
fundamental valuations*

Amundi



▶ [閱讀更多](#)

Shifts & Narratives

#2 | April 2021

*Inflation: something
deep awakens*

Amundi



▶ [閱讀更多](#)

首席主編

Pascal
BLANQUÉ
集團投資總監

Vincent
MORTIER
集團副投資總監

主編

Claudia
BERTINO
東方匯理投資策略研究部主管

Monica
DEFEND
環球研究部主管

Laura
FIOROT
東方匯理投資策略研究部副主管

重要資料

本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編制。本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。本文只能分發予獲准接受之人仕，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文及所提及之網站並未得到由中國證券監督管理委員會或香港證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）的審閱。本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標，財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。本文不擬提供予美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。

想知更多? 即上 www.amundi.com.hk