



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 (二)

憑藉實力 贏得信任

**Amundi**

ASSET MANAGEMENT  
東方匯理 資產管理

## 宏觀經濟熱點問題

見頂後會如何？



中國經濟加快增長已經見頂，美國經濟應會在第二季見頂，而歐洲會落後一季。服務及消費行業應會彌補製造業回落的幅度。增長見頂後增長將會放緩，但不會出現轉至更高增長的結構性改變。

通脹：  
基數效應還是結構性轉變？



美國及部分新興市場出現通脹壓力，周期性復甦、積壓需求及美國的財政刺激方案將會支持通脹趨勢。長遠而言，市場敘述反映傾向以通脹作為擺脫危機的手段，此舉會在未來三至五年帶來重大影響。

央行：  
會否改變策略？



已發展市場央行會盡量維持寬鬆措施，並無視任何通脹風險，而新興市場正收緊部分措施。市場價格開始反映央行可能縮減刺激措施，因而可能觸發市場波動。主要風險為收益率曲線失控及實況與預期脫鉤。

新興市場：  
未來動力增強？



新興市場的經濟及衛生情況應會在第三季/第四季好轉。目前疫情周期、疫苗接種進度緩慢及地緣政治問題造成阻力，但預期有關情況將會改善。中國及部分亞洲國家仍然最為穩健，而中歐、中東、非洲及拉丁美洲的增長動力將於今年稍後改善。

## 主要投資主題

1. 策略性調整風險立場，保持中性及尋找入市機會。
2. 股票：採取「槓鈴式」投資策略，偏重周期性優質價值股及防禦股。
3. 債券：以主動管理的短存續期及適度的信貸長倉為主。
4. 新興市場：短期展望審慎，長期收益及增長主題仍然理想，中國及亞洲表現領先。
5. 商品：短期及長期展望樂觀。疫情令短期失衡的情況加劇，並會出現長期供應短缺(即基本物料)。
6. 外匯：短期而言美元長倉比日圓及歐元短倉可取，亦適宜持有商品長倉，並審慎選擇新興市場外匯。中期而言，美元很可能偏軟。

## 策略性調整風險立場

### 在相關性不斷變化的市場保持中性及平衡風險

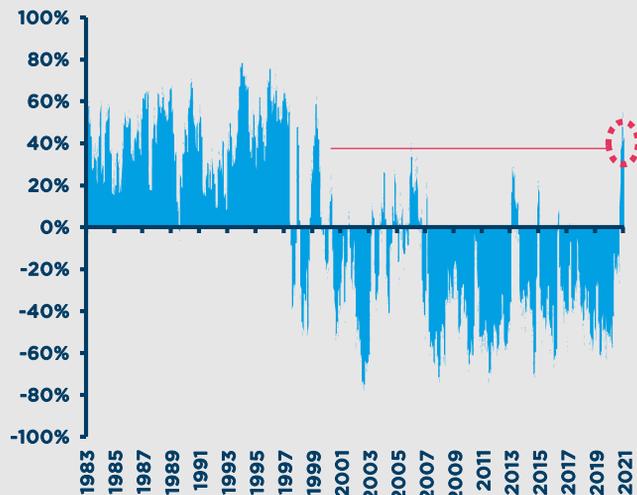
隨著市場評估通脹走勢，預料股市投資者會在短期內保持觀望態度。踏入夏季，一旦基數效應消退，市場再次注視央行的言論，通脹便會面臨考驗。

在市場估值高企的不明朗階段，投資者宜對股票保持中性取態。在波幅可能加劇及相關性不斷變化的環境下，亦建議投資者更加審慎。事實上，在通脹預期升溫的階段，債券／股票的相關性轉為正面，如果收益率進一步上升，美國國庫債券便不再是有效的股票對沖工具。

此乃短期觀點，而從策略性角度而言，如上文所述，通脹升溫為股票投資提供保障，避免科技泡沫爆破的風險，故投資者應趁跌市增持風險。

- **觸發市場因素：**重新調整增長平衡
- **注意事項：**生產者物價指數走勢及聯儲局的反應
- **風險：**貨幣政策錯誤，疫苗對變種病毒無效

標普500指數與美國國庫債券收益率期貨的60天相關性升至1999年以來高位



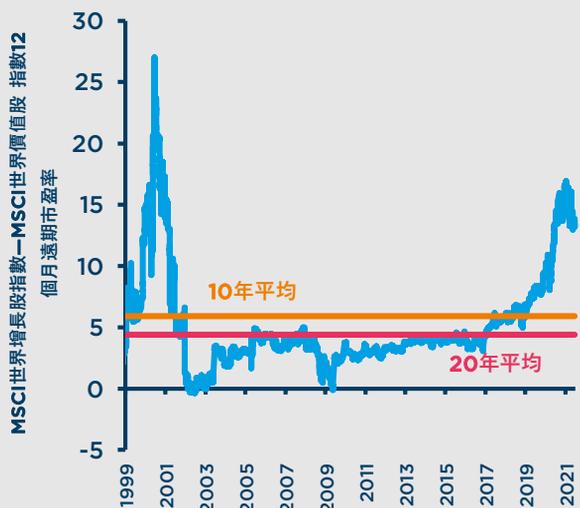
資料來源：東方匯理、彭博。截至2021年6月10日數據。

**宏觀經濟環境利好高風險資產，但估值偏高及通脹可能出現意料之外的走勢，建議投資者對股票保持更中性的立場。**

## 股票：採取「槓鈴式」投資策略

### 看好周期性優質價值股，並以防禦股保持平衡

增長股相對於價值股的過高估值仍有進一步調整的空間



資料來源：東方匯理、彭博。截至2021年5月26日數據。

儘管市場走勢可能暫停，但整體環境仍略為順周期，利好歐洲、日本、新興市場及小型股等市場。

在通脹預期升溫及盈利增長上升的環境下，投資者應看好價值股／周期股，並以財政穩健的防禦股保持平衡。事實上，我們認為從增長股轉至價值股的趨勢將會持續。增長股相對於價值股的過高估值尚未被市場重新消化，盈利前景改善進一步支持部分價值股及股息收入主題。挑選企業將會成為關鍵：定價能力、投入成本上升的風險、環境、社會及管治(ESG)風險，以及調高企業稅將主導選股過程。此外，建議投資者留意超高速增长領域中可能出現泡沫的範疇，同時物色受長期趨勢帶動的環球科技股。

- **觸發市場因素：**推出疫苗及下一代歐盟計劃的投資周期配置令歐洲經濟復甦重拾動力
- **注意事項：**實際利率走勢
- **風險：**政策錯誤增加市場波幅

**盈利趨勢對評估企業能否應對通脹升溫框架十分重要。投資於實體經濟及股息主題將會是下半年的關鍵。**

## 債券：短存續期及信貸長倉 決勝關鍵在於存續期風險管理



我們建議維持短存續期持倉，尤其是美國，並靜待更佳的入市時機，逐步轉為中性持倉。美國國庫債券收益率受供求失衡限制，但我們認為通脹風險的確存在。若收益率達到1.8%至2%，投資者應避免選擇長存續期持倉，並於收益率曲線層面及短存續期高收益資產領域尋找投資機會。

這表示著看好信貸市場，因為市場的基礎因素在經濟復甦期間改善，央行亦繼續提供支持，收益率能為利率上升提供更多緩衝。與傳統綜合基準指數相比，整體存續期較短。高收益信貸、次級債券及傾向短存續期的新興市場債券，可在現階段為投資者帶來理想的收益率／存續期／風險水平。

歐洲方面，投資者亦可受惠於收益率較高的周邊國家債券，而在美國，強勁的消費者收益及儲蓄支持有關消費者、住宅按揭及證券化信貸市場的正面觀點。

- 觸發市場因素：央行立場改變
- 注意事項：美國勞工市場及實施財務政策
- 風險：通脹預期脫鈎

在通脹走勢及央行行動未明的階段，存續期管理至為重要，而基礎因素在經濟復甦下持續改善，亦利好信貸。

## 新興市場：中國及亞洲表現領先 短期展望審慎，長期收益及增長主題仍然理想

新興市場的通脹也是值得留意的主題。多個新興市場國家現正面對來自商品市場的價格壓力。部分新興市場政府已開始改變寬鬆的政策立場，以控制新一輪通脹，加上美國國庫債券收益率可能進一步上升，會在短期內令新興市場債券受壓。中期而言，美元偏軟應會利好新興市場外匯，從而惠及新興市場股票及新興市場本地貨幣債券。然而，新興市場的多個範疇也展現脆弱性。中國及部分亞洲國家應會表現領先，貨幣將會成為新環境下調整相對價格的重要渠道，並成為投資者的核心資產。由於實際利率低，中國債券對全球投資者具吸引力。中國是少數沒有採用特殊貨幣政策的國家，並以有序放緩信貸增長為目標。人民幣可能成為亞洲的參考貨幣，而人民幣國際化可能令中國資產變得更吸引。

- 觸發市場因素：2021年9月的疫苗接種計劃
- 注意事項：美國加息及美元升值
- 風險：變種病毒擴散，美國聯儲局政策出錯



美國國庫債券可能在短期內上升，為新興市場帶來阻力，但中期而言仍然有望帶來較高的經風險調整回報。中國債券在實際利率低的環境下具吸引力。

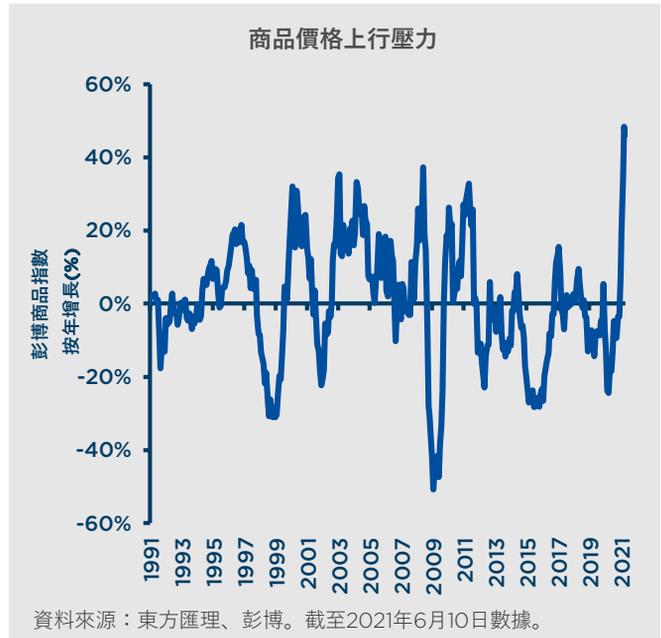
## 商品：短期及長期前景正面 疫情及長期供應短缺導致失衡

環球經濟復甦支持商品價格。由於需求上升，加上市場憂慮供應短缺，基本金屬價格急升。例子之一是銅，強勁的財政刺激措施及轉型至綠色經濟令潛在需求大增，加上生產仍然集中(主要集中於智利、秘魯、剛果共和國及贊比亞)，應會長期支持銅價。

此情況為投資者帶來機遇，因為投資於基本金屬有助建立能抵禦通脹的投資組合。

黃金方面，各種因素互相影響，令價格波動。一方面，經濟環境向好對作為避險資產的黃金不利，但負實際利率及通脹升溫則有助金價收復年初的失地，而此趨勢可望進一步延長。因此，我們建議投資者在現階段維持黃金的中性持倉。

- **觸發市場因素：**綠色經濟轉型
- **注意事項：**基本物料走勢
- **風險：**地緣政治風險



**在通脹上升的環境下，投資於基本金屬(或相關股票)或對投資者有利。**

## 外匯：美元短期前景正面，審慎選擇新興市場外匯 把握美元增長溢價及商品周期



中期而言，注入大量流動性及美國財務狀況轉差仍然是美元的主要阻力，暗示投資者信心下跌可能令美元貶值，甚至被拋售。此階段可能出現大規模的資金外流，特別是若其他國家持續復甦。

短期而言，財務刺激措施令美國相對於其他國家出現增長溢價，反映全球資金流入應會流入以美元計值的資產，令美元於2021年末維持在1.16至1.18的區間內。然而，此趨勢未必很順利，因為美國利率出現任何整合皆會令美元偏軟。

此外，增長強勁及商品價格上升均支持與商品相關的貨幣(加元、挪威克朗、澳元及新西蘭元)，有關貨幣應會繼續表現出色。

新興市場外匯方面，由於貨幣兌美元普遍被低估，經濟可能在下半年復甦。

- **觸發市場因素：**隨時間變化的增長溢價
- **注意事項：**實際利率
- **風險：**貨幣政策錯誤

**短期內美元將受惠於增長溢價，但中期前景的變數增加。美元很可能要為超擴張性的政策付出代價。**

## 東方匯理對各個資產類別的觀點

	資產類別	目前持倉	未來走向 2021下半年
股票	美國	=	=
	美國價值股	+	▲
	美國增長股	-	▼
	歐洲	=	▲
	日本	=	=
	新興市場	=/+	▲
固定收益	美國國債	-	▼
	美國投資評級企業債券	=	=
	美國高收益企業債券	=	▲
	歐洲政府債券	-/=	▼
	歐洲投資評級企業債券	=/+	=
	歐洲高收益企業債券	=	▲
	新興市場硬貨幣債券	=/+	▲
	新興市場本地貨幣債券	=	▲
其他	商品	=/+	▲
	貨幣(美元)	=	▲

--   -   =   +   ++  
看淡   中性   看好

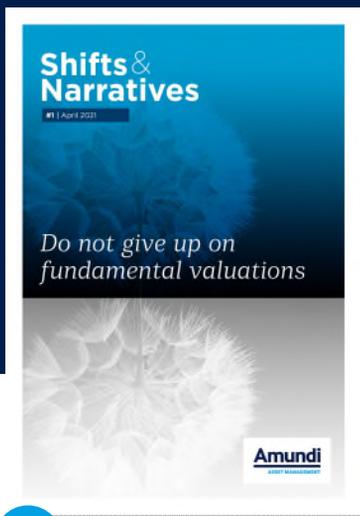
▼ 未來展望轉差   ▲ 未來展望改善

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:



▶ [閱讀更多](#)



▶ [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](http://www.amundi.com.hk)