



在本文，亞洲資產配置主管 Luke Browne 分享為何專注研究宏觀主題，並在風險管理框架內結合周詳的資本市場資產配置策略，能有效照顧投資者的利益。Luke Browne 及多元資產配置團隊相信，透過把握市場機遇，駕馭和管理升市和跌市中的風險，應能在不同市場周期為投資者提供可持續及穩健投資方案。

建立穩健投資組合，駕馭不同市場周期

2020 年回顧 — 資產類別的回升幅度優於宏觀經濟狀況

雖然 2020 年發生的事件無人能料，但大部份人都能迅速適應。在 3 月份，疫情大流行，導致市場出現不分優劣的拋售。我們認為這情況並非源自系統性危機，而是市場的一種應對機制，以應付一場無論在深度和持續時間也不確定的危機。

各國政府和央行迅速採取行動。美國聯儲局減息 150 基點，把目標利率區間調低至 0%至 0.25%，並推行廣泛措施以提供流動資金¹。刺激經濟措施的規模達數以萬億美元，包括工資補貼和休假計劃，在全球各地均獲政府通過。上述措施對疫情初期的經濟提供支持，然而，資本市場的正面回應更為明顯：承險意慾高漲，帶動股市場上升，黃金亦顯示強勁動力，金價

¹「聯儲局宣布廣泛的新措施支持經濟」，美國聯儲局，2020 年 3 月 23 日。

歷來首度升穿每安士 2,000 美元的水平²。另一方面，國內生產總值數據全面反映經濟衰退的幅度，20 國集團的第二季經濟增長下跌 6.9%³。美國經濟收縮 31.4%⁴，而英國⁵、日本⁶和印度經濟亦分別下跌 19.8%、27.8%和 23.9%⁷。但中國的情況例外，當地經濟於同期重拾溫和增長⁸。

然而，在 9 月和 10 月，市場注視美國總統大選的不明朗因素，因此利淡投資氣氛。大選結束後，風險資產大幅上揚，而且進一步受到疫苗利好消息的支持。風險資產延續大選後的升勢：股票方面，MSCI 明晟美國和亞洲（日本除外）指數均表現領先⁹。行業方面，抗疫封鎖措施帶動對高增長股票、一些於疫情中能持續其網上商業營運生態的企業的需求，資訊科技和非必需消費品業在年內表現優秀。臨近年底，市

² 彭博資訊，截至 2020 年 7 月 28 日。

³ 「大部份 G20 國家 2020 年第二季本地生產總值出現前未見的下落。」經濟合作及發展組織，2020 年 9 月 14 日。

⁴ 美國商務部經濟分析局，2020 年 10 月 29 日。

⁵ 英國國家統計局，2020 年 9 月 30 日。

⁶ 日本內閣府，2020 年 8 月 17 日。

⁷ 印度國家統計局，2020 年 9 月 2 日。

⁸ 中國國家統計局，2020 年 7 月 17 日。

⁹ FactSet，截至 2020 年 11 月 30 日。自年初至今，MSCI 明晟美國和 MSCI 明晟亞太區（日本除外）股票指數分別上升 16.6%和 15%，而 MSCI 明晟世界指數則升 11.72%。

場升勢擴大至周期股和價值股。債券方面，環球企業債券表現最佳，錄得 9% 的升幅，而較廣泛的環球綜合指數則升 7.8%。另外，環球高收益和新興市場債券均錄得 5% 回報¹⁰。2020 年中後期，市場開始由美國增長型股份，轉持環球周期性股份和價值股，加上美元弱勢轉趨明顯，加深了投資非美元資產的論據。

當全球為 2020 年終於結束舒一口氣，2021 年的現實境況卻又逐步迫近。最壞的情況可能已經過去，但不明朗因素仍然持續。綜觀 2019 新型冠狀病毒引起的經濟衰退，我們認為最重要的特徵之一，是疫情尤其不成比例地打擊經濟內的服務業，而製造業所受的影響明顯較少，所經歷的復甦也較快，形成「K 形」經濟復甦。要成功駕馭這前所未見的環境，我們需要根據長期策略性觀點，於資產類別、地區分布及行業選擇等各方面，作出特定的短期戰術性調整。在捕捉 2021 年的投資機遇方面，採取均衡的投資策略實屬合宜，並側重於可受惠於經濟持續復甦的行業，並加入個別估值偏低的周期股。

戰術性部署股票 — 偏好於美國及亞洲的周期性調配

股票方面，從地區角度來看，我們認為市場的流動資金將會在 2021 年繼續為美股股價提供支持，特別是隨著短期風險因素（例如美國政局不明朗）逐步減退。然而，環球的政治局勢會繼續成為新聞標題，特別是中國與美國之間的發展（即使是由拜登領導的政府）。

¹⁰ FactSet, 截至 2020 年 11 月 30 日。

新興市場股市受惠於寬鬆的貨幣政策，並倚重環球貿易和製造業，因此亦可望繼續表現優於經濟復甦。作為戰術性的配置，兩個主要地區包括美國及亞洲（主要是中國）較值得投資者偏好。

行業方面，我們可能見到資訊科技業繼續表現領先，然而，這個行業或會在拜登政府下面對進一步稅務及監管審查。雖然非必需消費品業的估值偏高，但該行業仍是市場焦點。從投資風格的角度來看，我們注意到若各地政府加推刺激經濟措施，以及重啟經濟活動，可能觸發新一輪的資產調配潮，促使資金從增長股，轉投價值和周期股。價值型行業的估值或許相對便宜，我們的憂慮是此行業除了便宜便沒有其他相對優勢，故此，適當地持倉目前仍是合適的做法。雖然在短期內，部份周期性及價值主導市場例如歐洲及日本頗值得關注，但增長股仍受惠於低息環境，投資者可繼續偏好。

戰術性部署固定收益 — 追求收益

我們預期美國聯儲局將會維持利率區間下限於零水平，而不會把利率降至負水平。然而，低孳息率環境意味著已發展市場固定收益領域的回報疲弱。

故此，我們聚焦於新興市場債券和環球高收益債券。前者的估值轉佳，而且本幣債券的孳息率有潛力進一步提升（儘管波幅亦較高）。同樣地，基於短期不明朗因素揮之不去，可望為環球高收益債券帶來具吸引力的入市良機。不同的企業將可獲更多渠道籌集資金，應有助改善信貸風險指標，和違約率的期望。

隨著我們從短期戰術性觀點轉移目光，以發掘長期策略性投資意念，特定投資主題顯得更形重要。

結構性主題 — 美元貶值、全球化退潮

在結構性層面，美國聯儲局推行措施以注入流動資金，並維持低息政策，將促使美元在未來逐步貶值。這環境為新興市場資產帶來溫和動力，進一步支持我們策略性地偏重有關資產。

縱使如此，我們謹記即使在拜登政府下，中美貿易紛爭仍將是一項關鍵議題。假設美國新政府於 1 月 20 日順利過渡，我們預計美國對華外交政策不會出現任何重大轉變，美國亦不會立即解除特朗普政府實施的強硬措施，例如貿易關稅、吊銷簽證、制裁和入境限制。事實上，民主黨政府將氣候變化和人權議題作為優先關注事項，可能為中美關係帶來新挑戰。另一方面，隨著美國繼續對中國企業實施更多金融制裁，並威脅採取進一步行動，「金融脫鉤」的可能性持續升溫。

在美國以外地區，整體西方國家貿易集團對中國的取態亦將產生地緣政治影響。去全球化的浪潮可能繼續抬頭，或會把不同經濟體推向規模更小和更地區性的貿易集團。

我們把這些結構性主題融入長期策略性觀點，當中某些有別於戰術性觀點。

策略性觀點 — 注視新興市場

中期的五年策略性展望方面，我們看好新興市場股票和固定收益。政府持續推行寬鬆的貨幣政策，環球周期性復甦更趨同步，加上美元貶值，應有助新興市場股市維持強勁的增長水平和具吸引力的長期估值。疫苗將有助拉丁美洲、印尼和印度扭轉經濟形勢。然而，醫療解決方案難以衍生出穩健和迅速的經濟解決方案。財政刺激措施應不足以支持經濟迅速復甦，因為增長率很可能推遲至 2022 年才可重返疫前水平。儘管如此，從相對策略的基礎來看，新興市場股票和固定收益的回報高於已發展市場。

綜觀新興市場，我們認為亞洲較具吸引力，因為區內經濟相對拉丁美洲和新興歐洲國家穩健。亞洲經濟的起步點高於其他廣泛新興市場，因此有較大機會推行定向刺激經濟措施和放寬信貸標準。美國方面，由於估值偏高和美元貶值，我們對美國股票持較中性的長期觀點。

從多元資產的角度而言，隨著投資者更迫切需要追求收益，我們認為最吸引的投資機遇須在主權債券領域之外尋找，因而持續偏重投資級別的環球信貸和高收益債券。雖然我們必須持續監察個別行業，以關注其因應疫情狀況而出現的發展，（例如能源業及康健護理），但該領域可望於未來五年提供充份的升值空間。

總結：陰霾中見機遇

儘管 2020 年面對一個世紀以來最艱難險阻的宏觀環境，但投資者仍然願意承受風險。在 2021 年，投資者應在市場鬆懈的情緒與持續升溫的風險之間取得平衡。2021 年的主要市場動力很可能是聯儲局政策與美元走勢、政府刺激措施、中國與新冠肺炎疫情發展，以及疫苗成功遏制疫情。我們預期聯儲局的取態將比 2020 年春季較為被動，因為封鎖措施一旦解除，將會令經濟釋放積壓需求，從而刺激由消費和經濟帶動的復甦。自 2020 年 6 月起，聯儲局已暫停擴大資產負債表，增張步伐平穩。

地緣政治仍然是一項主要風險，我們預料拜登政府不會撤銷第一階段對華關稅，預計短期內會維持類似政策。然而，拜登執政下的美歐關係有望改善。

儘管局勢也許未明朗，陰霾中總會出現機遇。我們相信，在風險管理的框架下，專注研究宏觀主題，並結合周詳的資本市場資產配置策略，能有效照顧投資者的利益。更進一步來說，藉此把握市場機遇，透過管理潛在的升市和跌市風險，應能在不同市場周期為投資者提供可持續及穩健的投資方案。

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。

528483