

資產配置觀點

2019新型冠狀 病毒疫後投資： 在新常態下發掘 長期投資機遇

2021年4月

前言

若以「前所未見」來形容2020年發生的事件，恐怕尚未足以反映全球民眾和企業於過去一年面對的挑戰，其嚴重性及發展速度均令人始料不及。

去年1月初，有消息指一種類似肺炎的病毒在中國武漢傳播；臨近1月底，世界衛生組織把2019新型冠狀病毒定為全球公共衛生緊急事件。其後不到六個星期，全球許多已發展國家已實行廣泛封鎖措施，試圖以未知成效的方式控制這個醫學界所知甚少的病毒。不少企業及學校隨即宣佈停工和停課。那些可以在家工作的人便開始遙距工作；至於無法在家工作的人，一夜之間就變得前路茫茫，要面對充滿變數的財政威脅。

雖然疫情在過去一年對人命和生計均造成巨大損失，但現在終於展露曙光，未來有望出現更多利好消息：病毒的死亡率明顯不如部份人最初憂慮般嚴重，醫生和醫療專家現時能提供較佳的治療方法，而且多款疫苗已開始供民眾接種。雖然變種個案上升，第三波疫情在全球不少地方仍然肆虐，不少因素令市場樂觀地認為，2021年會較2020年改善。

儘管全球均普遍希望走出2020年的困境，生活能在某程度上回復舊常態，但幾可肯定的是，疫情及其帶來的轉變或多或少已令社會出現一些持久的變化。本報告深入剖析這些變化及其對經濟和市場的影響，以及投資者可怎樣部署投資組合以從中受惠。我們分析正在展現的短期戰術性機遇，以及一些長期和更持久的轉變，它們很可能會改變經濟和投資者對市場的看法。

I. 顛覆性科技

摒棄辦公室

誠然，並非所有工作都可在家完成，但疫情帶來的較直接影響之一，就是令職場展開了一項大規模的社會實驗，探究到底有多少工作可以在家完成。

在2019新型冠狀病毒出現前，估計有不超過四分之一的全職員工在家工作，但自去年3月以來，該數字已攀升至最少37%；部份估計更認為實際數字接近50%。在若干行業和地區，現時相關數字遠高於上述水平：電腦、法律、商業、教育和金融行業報告指出，它們至少有88%員工在家工作。¹

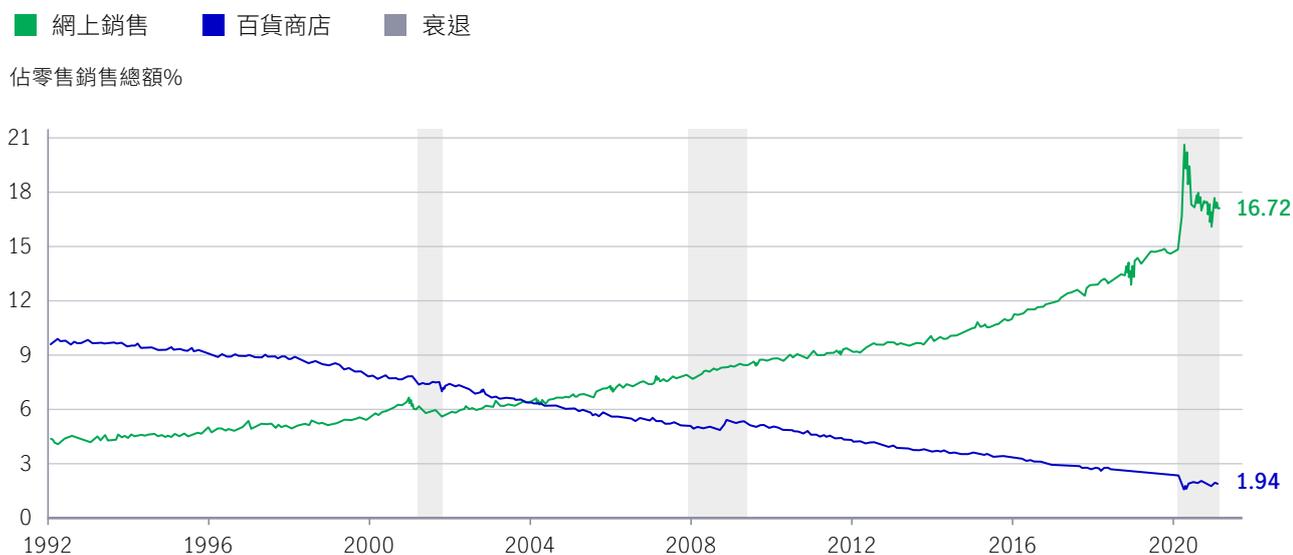
疫情意外地改變大部份人的日常工作習慣，雖然這似乎主要是對個人的影響，但其實亦在某些重大方面對經濟造成顯著的連鎖效應。

「在家」和「家居」消費雙雙增加

家居需求出現重大變化，由基本住屋變為具備更多功能和多用途的居所，因此令消費模式亦出現多方面的轉變。舉例說，隨著在家消費日益增加，電子商貿及串流服務的需求大幅上升；單純改變在哪裡作出購物決定，便已為若干領域帶來莫大裨益。數十年來，人們轉向網上消費的習慣使本地實體店不斷受壓，其市場份額將可能持續被數碼化的跨國企業競爭對手所奪去。

¹ 「多少工作能夠在家完成？ (How Many Jobs Can be Done at Home?) 」 Jonathan I. Dingel與Brent Neiman，Becker Friedman Institute，2020年6月。

美國消費者：網上零售於較高水平企穩



資料來源：美國人口普查局、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年3月23日。灰色範圍代表衰退。所有經濟及／或市場表現數據為過往資料，並非未來結果的保證。

數據需求增加

數據需求將可能急劇上升。若企業能順利把全部員工由辦公大樓遷至家居辦公室，它們對實體空間的需求將變為對數碼空間的需求。為支持遙距工作的員工，企業需要龐大的雲端基建投資，包括文檔儲存、視像會議及協作平台。

除了商業範疇外，由於遙距醫療和遙距學習在今年廣受關注（初步結果明顯好壞參半），因此醫療和教育行業對數據的需求亦大幅增加。此外，政府對多個層面的數據需求也可能上升。追蹤接觸者、識別疫情爆發的預警系統和醫療數據庫均需要大量數碼資源。有些國家在疫情初期已運用

數碼科技應對疫情（例如南韓），另一些國家可能認為必須盡快追上步伐（美國、加拿大及大部份歐洲國家），兩者有著顯著差距。

關鍵在於憑藉數碼消費渠道需求上漲而受惠的經濟範疇，有望於未來數年穩佔優勢；至於未能適應相關趨勢的經濟範疇（例如購物商場）將可能表現落後。

- 受正面影響的行業：電子商貿、教育、科技、媒體、電訊
- 受負面影響的行業：一般零售、房地產、汽車

精簡人員相對機械應用

疫情清楚突顯今年全球製造商供應鏈脆弱不堪，製造商為應對衝擊亦已作出多項轉變。我們認為自動化需求將可能在疫後加速增長。以最少人手便可進行重要的生產線運作，現時來說明顯具有競爭優勢，我們相信這股趨勢才剛開始凝聚動力。我們認為人工智能和機械人將於食品、醫療、消費品和電子商貿等範疇逐步應用於一般機械，有助加強保障供應鏈免受外來衝擊。

疫情暴露的風險並非推動這股趨勢的唯一因素。全球多國勞動力日漸老年化，加上自動化科技越趨普遍及效率提升，將促使價格下跌，從而有望加快企業採用自動化的步伐。我們認為，自動化科技供應商和最有效應用自動化的行業勢將受惠。

- 受正面影響的行業：資本物品、電子商貿、科技軟件
- 受負面影響的行業：旅遊和消閒

II. 去全球化

本土旅遊優勢

有報道認為商務旅遊和個人旅遊將於疫後經濟中消失，這實在有誇大之嫌。然而，有證據顯示人們將較過去數年更傾向區域性旅遊。長途跨國商務旅遊可能逐漸減少，而國際度假和跨境旅遊應會轉向較接近本國的短途旅遊。

在疫後時期，外來勞工對整體環球經濟的作用亦可能降低。不論是技術或非技術勞工，人們跨境工作的意欲和能力或需數年時間才可回復至2019年的水平；對於一些自動化和遙距工作安排加快的地區和行業，外來勞工更可能無法回復昔日水平。

中國和西方國家：有意識地脫鉤？

中國對全球貿易的重要性不言而喻。一項研究估計全球所有進口約12%來自中國，而歐盟、美國和日本的中國進口更接近20%。²對於依賴海外供應鏈的企業來說，這種單一地域的集中風險目前看來不夠審慎。因此，我們預料已發展市場有意降低中國對其供應鏈的重要性，並分散供應來源地。另外，中國亦採取相應行動，透過加速擴張內部價值鏈和促進消費型經濟增長，以減少對西方市場的依賴。

- 受正面影響的行業：媒體、醫藥、食品零售
- 受負面影響的行業：運輸物流、科技硬件和電訊、航天、旅遊和消閒

²「疫後經濟 (The Post-Covid Economy)」，經合組織，Barclays Research，2020年8月。

III. 政策與優先目標之再探討

支持經濟之重任由貨幣政策交予財政政策

環球金融危機與2020年封鎖措施導致經濟崩潰，兩者之間有很多地方值得深入比較；其中之一是政府的財政和貨幣對策。

回顧2008年，當環球金融危機逐步逼近時，多國央行實施史無前例的刺激政策，包括美國首度實行量化寬鬆措施。當時，政府開支項目對貨幣政策影響較小，部份地區更嚴格奉行財政緊縮。

相比之下，在2019新型冠狀病毒疫情引發經濟衰退初期，全球央行再次採取干預，但這次政策工具的覆蓋範圍比2008年更廣，包括為信貸市場提供直接支持。然而，隨著2020年第四季北半球步入冬季，確診個案再度飆升，經濟復甦動力暫止。隨之而來的保持社交距離措施限制企業的營運能力，而失業情況開始影響整體需求。另一個問題是，雖然央行一直能在經濟及金融市場提供支持，關鍵是金融市場仍面對來自疫苗及接種速度的陣陣逆風，因此，貨幣政策在抗疫紓困上似乎已屆極限。

幸而，多國政府（尤其是美國）似乎有意填補貨幣措施的不足，開始提供基線較高的結構性支持。全球各地展開疫苗接種，最終將會降低新增開支措施的迫切性，但目前有關方面仍可能直接投資於政府支持的項目，包括基建、教育，以及為低碳科技投資提供更多誘因。我們觀察到，各地政府愈來愈倚重財政開支作為合適的政策，以期達到持續地支持經濟，導致政府在市場、尤其是主權債券的發行所扮演的角色愈來愈重要。

- 受正面影響的行業：基建、教育、房地產
- 受負面影響的行業：銀行、旅遊和消閒、一般零售

ESG需求日增使投資者重新評估優先目標

疫情讓我們意識到，在缺乏人際接觸的環境下，重要的是挑選能適應新消費模式及維持現有服務水平，甚至能提升價值的公司。投資目標由利潤最大化轉為兼顧所有持份者利益的企業社會責任，對象包括客戶、僱員、股東、社區和環境。

因此，越來越多投資者轉投追蹤環境、社會及管治（ESG）因素的可持續投資。晨星資料顯示，根據ESG原則進行投資的主動型基金在2020年第二季吸引全球超過700億美元的淨資金流入，推動相關產品的管理資產總值創下略多於1萬億美元的歷史新高。³

全球大量資金流入ESG產品，可能預示投資重點已轉變至其他資本配置模式。長久以來，貧窮與疾病相伴而生，而隨著疫情使收入差距持續擴大，國與國之間和國內的健康情況亦將會有更大差異。即使在經濟合作及發展組織（經合組織）成員國，作為終極健康指標的預期壽命亦在21世紀停滯不前。⁴

然而，我們仍有理由感到樂觀，因為目前有明確證據顯示消費者更著重健康，而且在研發更優秀的治療和療法及應用最新的重要健康科技方面，醫學界每日都取得長足進展。畢竟，面對全球疫情肆虐，當政府和企業為了民眾、僱員和持份者的福祉制定疫後計劃時，健康問題將仍然是首要考慮因素。

醫療健康

- 受正面影響的行業：房地產、電子商貿、醫療科技
- 受負面影響的行業：飲料、高檔消費品、航天

可持續發展

- 受正面影響的行業：教育、房地產
- 受負面影響的行業：銀行、旅遊和消閒、一般零售

³「危機之中，ESG基金吸引創紀錄的資金流入（ESG funds attract record inflows during crisis）」，金融時報，2020年8月10日。

⁴「英格蘭的健康平等狀況：Marmot報告10年回顧（Health Equity in England: The Marmot Review 10 Years On）」，The Health Foundation，2020年2月。

IV. 總結：多元 資產方案團隊 的觀點

儘管不少地區的確診病例趨勢回落，但全球經濟重啟進度緩慢。宏觀數據方面，雖然新增職位步伐停滯不前，但失業率好轉，情況令人鼓舞。美國製造業數據持續相對樂觀（顯然遠勝歐洲），反映環球經濟製造業前景向好，尤其是相對消費業而言。不過，在2021年最新發表的美國採購經理指數顯示，除了製造業強勁復甦之外，當地服務業亦漸見起色。

若經濟廣泛受阻的情況延續至2021年較後期，經濟增長和企業盈利的展望可能被進一步下調，由消費帶動的市場範疇的復甦前景亦會存在變數。我們的內部分析顯示環球大部份經濟體正明顯處於復甦第二階段，預期在這個階段，股市勢頭將會放緩，信貸違約個案將會上升。

展望2021年的投資機遇，我們認為投資者宜採取均衡策略，側重於有望受惠經濟持續復甦的行業，亦可配置於一些估值看來被低估的周期性領域。

科技、通訊、非必需消費品及整體增長股等2020年表現領先的市場範疇仍可望延續升勢，但我們會持有一些價值領域的目標持倉，例如工業、原材料、金屬與採礦及個別金融業，以平衡投資分布。

2021年宏觀經濟主題

- **通脹回歸**

我們預料美國的整體通脹在第二季大幅上升至過去十年罕見的高水平。對金融市場而言，重要的是通脹壓力會否延續至第三和第四季。雖然我們預期這情況不會發生，但值得注意的是，若有任何跡象顯示按年通脹壓力持續高於2.5%，將對我們的展望及市場構成最大及最重要的風險。

- **央行訊息**

央行訊息在未來一季可能構成風險，原因是決策官員開始尋求貨幣政策正常化，而不會加劇債券跌市的方法。達致折衷方案的過程不大可能順利無阻 — 隨著孳息率曲線逐漸走斜，加上利率攀升，預料固定收益市場將反覆波動。

- **從後趕上：環球服務業**

我們預期在第二季，環球服務業將會以相當迅速的步伐趕上環球製造業活動。然而，值得質疑的是，環球工業（包括商品）能否在整個季度維持目前的強勁表現 — 對我們的市場展望而言，這是少數的下行風險之一。

- **新興市場**

我們仍然對新興市場資產 — 包括股票和債券，採取長期策略資產配置。然而，流動性見頂、預期美元升值（儘管短暫），加上中國的增長動力放緩，意味新興市場資產在未來數月面對的阻力可能日增。我們把表現遜色的時期視為再度入市的機會。

- **本土經濟結構**

雖然投資者無疑將會聚焦於全球經濟大重啟，但許多經濟體的增長前景大致仍受限於當地的結構性挑戰 — 通脹持續處於低水平（日本）、系統性低水平的財政支持（歐洲），以及潛在的樓市泡沫（加拿大）。

建構投資組合的考慮因素

我們相信，隨著全球達致後疫情時代的新平衡狀態，屆時將會出現值得注視的短期和長期機遇，但投資者並非全部都能輕易參與，即使環球機構資產管理公司亦然。有些機遇可能只在萌芽階段，未能讓我們可靠地把握，某些機遇則或許無法提供所需規模，不足以為投資組合帶來顯著增值。

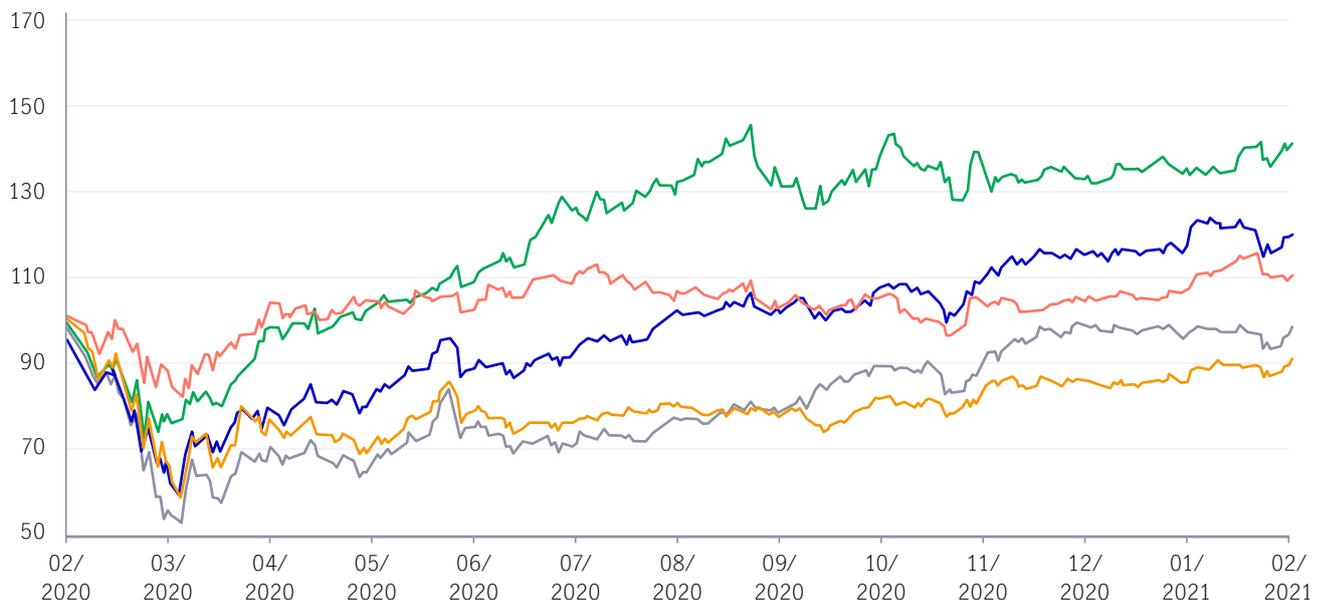
然而，相關趨勢仍可以監察，無疑也有助我們建立對宏觀環境的看法 — 從對宏觀環境作傳統假設，改為觀察其新出現的非傳統趨勢。自疫情爆發以來，

我們一直追蹤多項另類數據，例如疫苗憧憬指數、經濟重啟指數、居家指數、國內生產總值復甦指數及付款壓力指數。雖然這類指數只是我們了解相關投資主題如何在市場上展現的方法之一，但我們相信觀察主題發展之上，再納入這些客觀統計數據，對構思可實行的投資意念至為關鍵。

非傳統指數有助我們從獨特視角觀察當前經濟及投資機遇

標準普爾分類指數表現，指數化至100，截至2020年2月20日

■ 居家指數 ■ 國內生產總值復甦指數 ■ 疫苗憧憬指數
■ 經濟重啟指數 ■ 付款壓力指數



資料來源：Macrobond、標準普爾、宏利投資管理，截至2021年2月25日。上述指數包括多個由Macrobond編製的標準普爾500指數子行業。投資者不可直接投資於指數。如欲進一步了解各指數子行業，請參閱下文披露。

環球行業綜覽：我們對2021年的前景展望⁵

• 增長股：看好

我們預期，隨著經濟從近期衰退中持續復甦，表現領先的風格將出現轉變，但尚未清楚何時會發生。短期內，低利率應會利好增長率較高的股票。

• 價值股：略為看好

我們繼續預期，行業及風格輪換在2021年持續，由增長股輪換至周期股／價值股，因為通貨復脹的環境令孳息率曲線走斜。我們預期科技股將繼續造好，但未來表現可能會落後周期股。

• 優質股：中性

優質股通常較具防守性，如果短期內市場出現波動，其或可提供支持。優質股是指流動資產相對流動負債而言，資產負債表內流動資金強勁的公司股票。於過去十年，質素是處於首十分位的投資因子。

• 金融業：看好

金融股應受惠於長期財政刺激措施，而且估值仍然吸引。

• 工業：看好

相對估值不利好也不利淡。然而，美國一項大規模的基建法案將成為利好因素，並於短期內提振市場氣氛。根據往績，當政府基建開支佔國內生產總值高於2%時，工業及相關子行業在中期表現優秀。⁵

• 資訊科技業：看好

隨著各行業的公司致力提高生產力及效益，科技股持續表現領先。該行業可望穩佔優勢，繼續保持市場領導地位。

• 環球康健護理業：中性

雖然康健護理業的相對估值仍然吸引，但在未來政策明朗化之前，我們短期內對該行業維持中性立場。

• 環球非必需消費品業：看好

非必需消費品業較具周期性，預期可在通貨復脹的環境下表現造好。消費信貸及產能利用率數據顯示，行業情況改善，周期表現有更大上行空間。

• 環球日常消費品業：中性

我們目前對該行業持中性立場，但認為部份個股值得留意。

• 環球能源業：看好

在通貨復脹的環境下，油價有望企穩，預期能源業表現造好。市場對石油需求增加，有助消耗過剩庫存，推動經濟正常化，從而增加行業的現金流。市場對該行業的持倉仍然偏低，而且就多項指標（市盈率、市賬率及市盈增長率）而言估值吸引。

⁵ 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，只顯示至所示日期。概不保證有關事件將會發生，而當有關事件發生時，結果或與本文所述出現顯著差異。個別投資組合管理團隊的觀點和意見可能不同，可予以更改而無須通知。

- **環球原材料業：看好**

在權重相等的基礎上，相對於反映大市表現的標準普爾500指數，原材料業的相對表現創新高，並展現利好動力及趨勢。在標準普爾500指數中，原材料業是目前盈利及價格動力最強勁的行業之一。

- **環球公用事業：中性**

我們目前對該行業持中性立場。

- **環球電訊業：中性**

我們目前對該行業持中性立場。

- **整體股市：略為看好**

我們始終對整體股市持審慎樂觀態度。我們認為股本回報率高，而且在可見未來能維持盈利增長的公司具有相對價值。

資產配置考慮因素：在股票與固定收益之間保持平衡

現時，投資者日益渴求收益，如果從多元資產的角度考慮固定收益投資，最具吸引力的機遇在主權債券領域之外。但這同時提醒我們，應以全新角度來考慮股票的整體估值。

可以想像，股票估值將在可見未來維持於較高水平，主要因為股票與固定收益的比較已不像過去30年，雖然債券孳息率近期有所回升，但比較歷史水平，仍然處於非常低的水平。在此環境下，投資者可能繼續追捧盈利不斷增長的公司（不論行業），因此這些公司的估值很可能比以往高。我們認為，上述可能性為我們帶來較大挑戰，而且更需要辨別真正存在增長機遇、且價格合理的行業和證券。

Macrobond的新冠肺炎標準普爾500分類指數由以下子行業組成，指數成份未必一定互相排斥：

國內生產總值復甦指數：化工、能源、銅材與鋼材、建築產品、建造、電子設備、機械、道路與鐵路、商業與專業服務、非必需消費品、電影與娛樂；

居家指數：食品零售、大型超市、家居裝修、互聯網零售、家庭電器、電腦與電子產品零售、無線電訊、互動媒體；

付款壓力指數：房地產投資信託、公用事業、銀行；

經濟重啟指數：航空、服飾、酒店、休閒、餐館、百貨公司、航天／國防、房地產投資信託（辦公室、酒店、零售）；

疫苗憧憬指數：生物科技、醫療科技、生命科學工具與服務。

重要提示

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）有限公司刊發。

 **Manulife** Investment Management
宏利投資管理