



資產配置展望

2021年7月

# 週期中段投資： 是時候要 精挑細選

處於經濟持續復甦，但增長已經見頂的時期，我們的多元資產投資組合會採取承險立場，同時對行業和證券的選擇更為嚴謹。

## 作者



Erin Browne  
投資組合經理  
資產配置



Geraldine Sundstrom  
投資組合經理  
資產配置

## 摘要

- 全球經濟正處於擴張週期中段，政策支持和增長都已見頂，而通脹可能暫時急升。展望2022年，我們預期全球增長將放緩至仍然高於趨勢的水平。
- 股票和信貸等增長型資產通常在週期中段的環境造好，但表現會有明顯差異。行業和證券的選擇仍然是關鍵所在。在多元資產投資組合方面，我們基於相對估值而整體上看好股票多於其他風險資產。
- 放眼商業週期以外，我們亦會評估長期擾亂因素的潛在顛覆作用。可持續發展和科技革新的趨勢，將同時帶來投資機會與風險。



全球各地經濟增長在今年展現強勁但不平均的反彈之後，可能在2022年同步放緩，但增速仍將高於趨勢水平。

我們不但認為增長見頂，相信通脹和政策支持亦接近觸頂，而全球疫情也似乎有減退跡象。我們於6月初舉行的投資論壇上，已集中討論這四種觸頂現象，重點詳見近期發表的週期展望：《通脹拐點》。

隨著以上四項因素陸續見頂，我們認為全球經濟現正處於週期中段。從資產配置角度來說，股票及信貸等增長型資產的相對回報仍具吸引力，但相信不同行業和地區的差距將會擴大。此外，估值高企和孳息下跌反映大市回報可能轉弱。在當前的環境下，資產類別內部的「從下而上」差異 — 例如對國家、行業及發行人的選擇，可能成為推動回報的關鍵因素。



## 觸頂現象

值得慶幸的是，隨著疫苗接種率上升，多國接近實現群體免疫，全球疫情已經渡過最嚴峻的時期。

然而，疫情緩和亦代表政府將減少政策支持力度。財政支持措施正陸續到期或因應失業水平而縮減，財政脈衝亦將轉為負值，而中國已率先出現這種情況。貨幣政策方面，部份國家的央行已透過縮減購買資產規模（加拿大央行、英倫銀行）或加息（某些新興市場的央行），使政策回復正常。美國方面，聯儲局在6月份表示有意在日後的議息會議開始討論縮減購買資產規模，而預測未來調升政策利率路徑的利率點陣圖亦已上升。我們預計主要已發展市場的央行將在2023年開始加息。

雖然通脹高於預期並引發市場憂慮，但我們仍認為全球通脹只是短暫急升，主要受到按年基數效應、供應瓶頸和物料暫時短缺的影響，並且可望在2022年有所緩和（請參閱品浩的博客文章：《A Swift Price-Level Adjustment, Not an Inflation Spiral》）。

## 週期中段的环境

儘管重啟經濟已帶動增長回升，但政府撤回財政和貨幣支持政策將拖累未來數年的經濟增長。我們預期已發展市場的實質國內生產總值將於2021年增長6%（以四季按年計），然後在2022年放緩至3%以下。新興市場的疫苗接種率較低，以致復甦步伐較為落後，我們預期新興市場國內生產總值增長將從2021年的3.5%，在2022年加速至最高達5%（以四季按年計）。

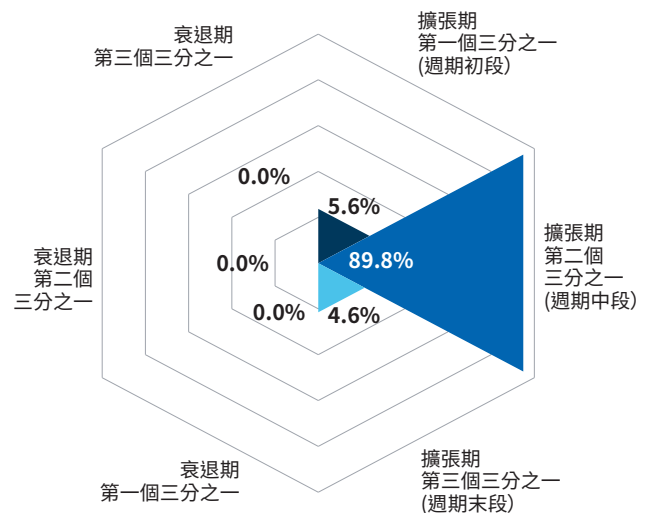
雖然已發展市場的增長率將在今年見頂，並從現水平回落，但增長的絕對水平仍會在週期階段內維持在高位。消費者積壓需求及

坐擁大量儲蓄，加上企業槓桿比率穩健，都有利經濟在私人範疇帶動下增長，也可為增長型資產提供利好環境。

整體來說，根據我們的評估，目前經濟正處於週期中段（見圖1），而股票估值應已反映這項因素。參考過往經驗，股市在這些時期往往表現強勁，但回報會較為參差。在這種環境下，信貸亦傾向錄得正回報，但風險調整後的表現通常遜於股票。相反，美元在這些時期則通常錄得負回報。

圖1：品浩的動態因子模型顯示美國經濟處於擴張週期中段的機率甚高

### 美國動態因子模型的週期階段分析



### 假設例子僅供說明用途。

資料來源：品浩、Haver Analytics，截至2021年6月29日

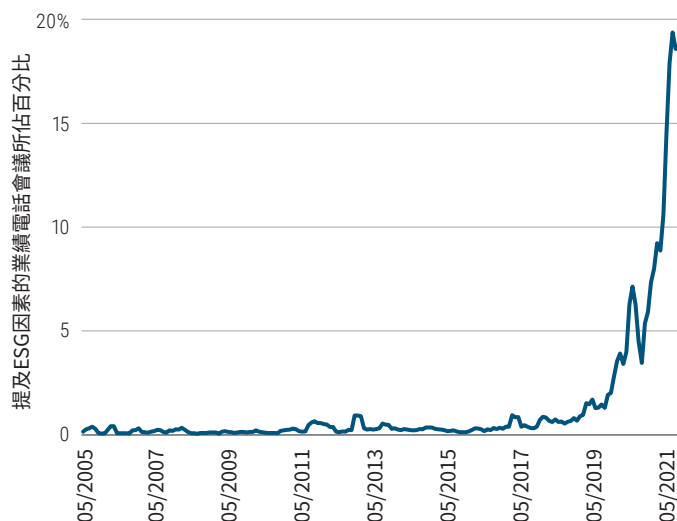
動態因子模型把商業週期分為六個階段，當中的擴張期和衰退期各有三個階段，例如擴張期的第二個三分之一階段即是擴張週期中段。該模型結合了一系列可能影響經濟增長的相關因子，並假設這些因子以不同時間差，體現為不同經濟時間序列。我們根據涵蓋廣泛現象的750項美國時間序列變數估算這些因子，當中包括增長及相關元素、通脹元素、勞動市場數據、調查、房屋市場數據、銀行業數據、利率及資產價格等。

擴張週期中段通常是投資的理想時期，但由於大部份市場的風險溢價收窄，投資者將要更加注重對行業和證券的選擇，才能推動回報。在環境迅速轉變的後疫情時期，這種情況尤為明顯，因為傳統的投資模式可能不再適用，而且潛在結果非常不確定。

### 潛在擾亂因素

今次的情況有何不同？在當前的復甦週期中段，ESG（環境、社會及管治）投資趨勢正大行其道。舉例而言，自疫情開始以來，全球各地企業業績電話會議提及ESG議題的次數急劇增加（見圖2）。審視這些ESG因素的影響力，可為資產配置策略提供實用資訊。

圖2：自2019年以來，ESG因素迅速成為企業業績電話會議更多關注的議題



資料來源：品浩對截至2021年5月底約10,000家全球公司的業績電話會議記錄所作的分析

根據聯合國的數據，全球超過 110 個國家（佔全球國內生產總值逾70%）已經承諾實現淨零碳未來。雖然這是長達數十年的過程，但投資和消費轉變應會為某些產品和物料帶來強勁需求（例如可再生能源、半導體、木材及紙漿產品）。與此同時，淨零趨勢也可能使某些企業面對轉型或長期衰落的風險（例如從事傳統石油及氣體行業而未能適應未來能源組合轉變的公司）。隨著世界邁向更綠色的未來，各行各業將有必要採用新技術和新能源，而當局也會更新法規及政策。（有關未來綠色經濟的展望，請收看近期的影片：《Beyond the Paris Agreement: Corporate Investing and Climate Change》。）

長年以來，不平等的情況持續加劇，而新冠肺炎疫情有望喚醒社會的集體意識，令以往的營商手法越來越受到質疑：零工時合約已被取締（例如英國）、最低工資正在上調（部份國家的升幅顯著，特別是美國的大型僱主），而僱員的工作環境亦有所改善（可能是當局強制執行或由僱主自願行動，包括美國在內）。這些轉變將難免對小型企業造成涓滴效應。

此外，經濟合作及發展組織成員國歷來首次就制訂全球最低企業稅率展開真正的共同對話。七國集團已提議將最低稅率設定為15%。這項建議可能會帶來廣泛影響，某些公司的稅務開支或會因此上升。市場對自動化和先進技術（例如人工智能）的需求可能因而增加，這股趨勢可望對有關行業的領導者構成長期利好因素。不過，更廣泛的重新分配收入亦可能會推動更大經濟範圍的消費，並削弱儲蓄意欲。

從管治角度來看，政府及企業可能會增加境內投資，從而縮短供應鏈，並確保自身有能力製造半導體、電池或醫療用品等策略性產品。在這些情況下，國家或經濟安全利益通常凌駕經濟理據，而投

放在這方面的投資可能會高於原本所需的水平。此外，一些在上個週期中遭受打擊並須大幅整合的多個行業，現正逐步重拾對客戶的議價能力，例如海上運輸業。事實上，現在個別行業的結構更加集中，似乎有助改善供應紀律、帶來較長期的合約和定價能力。

上述因素已包括在我們的「從上而下」資產配置框架及「從下而上」證券選擇程序之中，旨在締造更優秀的投資組合成果。在品浩的多元資產投資組合中，基於這些ESG因素的分析，我們現時對綠色行業（例如可再生能源）、數碼行業（例如半導體）及木材和紙漿產品業的精選企業持偏高比重，而對於化石燃料行業則保持審慎。

### 投資重點

由於經濟可能處於擴張週期中段，我們整體上看好股票和信貸，因為它們過往通常在這種環境下造好。股票方面，我們聚焦於可望受惠於科技、地緣政治及可持續發展造成長期顛覆趨勢的公司。信貸方面，我們會採取選擇性投資，並將重點放在房屋相關範疇。

在週期中段的資產回報經常會出現差異，而每個週期的情況都不一樣。隨著經濟從疫情引發的衰退中復原，不同市場的復甦步伐參差，為投資者帶來不確定性，因此在選擇行業和證券時，更加要靈活和審慎行事。我們的多元資產投資組合聚焦於各資產類別內部的「從下而上」投資機會，致力發掘可受惠於經濟持續復甦和長期顛覆趨勢的贏家。

## 多元資產投資組合的資產類別觀點

基於目前的全球經濟展望，我們的多元資產投資組合採取如下配置。

### 整體風險



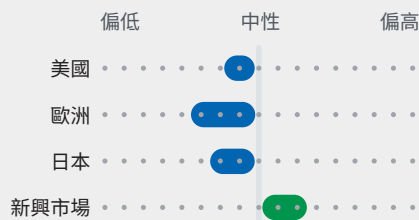
鑑於全球經濟正處於週期中段的觀點，我們對投資組合採取偏高比重的風險配置。整體上，我們亦基於相對估值而看好股票多於其他風險資產。經過去年的強勁反彈之後，我們現時更加注重戰術的靈活性，同時會嚴格挑選所投資的行業和證券。

### 股票



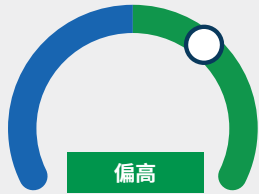
我們對股票持偏高比重，並聚焦於可望受惠於科技、地緣政治及ESG（環境、社會及管治）因素造成長期顛覆趨勢的公司。地區方面，我們尤其看好許多這些公司所位處的美國、日本和亞洲新興市場。在識別關鍵投資主題和選擇個別證券時，我們會密切留意與ESG相關的考慮因素。

### 利率



我們會對存續期維持接近基準的適度偏低配置。鑑於央行將採取緩慢收緊政策的路線，我們預期利率在可見未來仍會於窄幅徘徊，但現時的孳息已經處於該範圍的較低水平。儘管如此，隨著市場水平變化，我們將會戰術性調整配置，並繼續留意存續期投資可為整體組合帶來的潛在多元化效益。

### 信貸



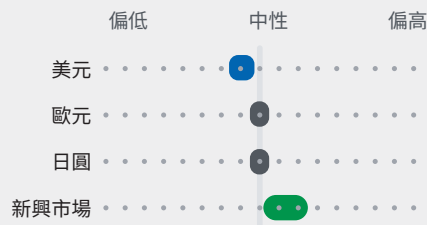
我們會選擇性對個別信貸投資持偏高比重，強調「從下而上」選擇發行人。我們繼續看好基本因素強勁的房屋相關信貸，而新興市場和企業信貸的息差雖然收窄，但仍可提供個別投資機會。

### 實質資產



儘管我們的基線觀點認為近期的通脹上升只屬暫時性質，但由於供求失衡和政府推出刺激經濟政策，通脹上行風險已有所增加。對於實質資產配置，我們的重點集中在可受惠於經濟持續重啟的工業金屬和房地產投資信託。由於引伸平衡通脹率接近央行的長期目標，我們現時對美國國庫抗通脹債券持中性立場。

### 貨幣



美元相對大部份已發展市場和新興市場貨幣的估值偏高，因此我們的投資組合對美元持偏低比重。從估值角度來說，不少新興市場貨幣已頗具吸引力，但疫情持續為這些經濟體帶來挑戰，投資者應審慎行事。

### 過往表現並非未來業績的保證或可靠指標。

所有投資均附帶風險，或會損失價值。投資於**債券市場**須承受若干風險，包括市場、利率、發行人、信貸、通脹風險及流動性風險。大部份債券及債券策略的價值均受利率變動影響。存續期較長的債券及債券策略的敏感度和波動性一般高於存續期較短的債券及債券策略；當利率上升時，債券的價格普遍下跌，而低息環境令有關風險增加。債券交易對手的投資額度減少，可能導致市場流動性下降，以及價格加劇波動。債券投資在贖回時的價值可能高於或低於原本成本。政府發行的**通脹掛鈎債券 (ILB)**是固定收益證券，其本金價值根據通脹率定期調整。當實質利率上升時，ILB的價值下跌。**美國國庫抗通脹債券**是由美國政府發行的ILB。**股票**價值可能因實質及認知的一般市場、經濟及行業情況而下跌。**按揭及資產抵押證券**可能對利率變動表現敏感，或須承受提早還款風險。儘管有關證券一般獲政府、政府機構或私人擔保人提供支持，但並不保證擔保人將履行其責任。**房地產投資信託**須承受若干風險，例如投資經理表現疲弱、稅務法例作出不利的修訂，或轉付收益並不符合免稅資格。**高息息及評級較低的證券**涉及的風險高於評級較高的證券。投資於前者的投資組合可能較並不投資於前者的投資組合承受較高的信貸及流動性風險。投資於**以外幣計價及／或在海外註冊的證券**可能因匯率波動而涉及較大風險，亦可能涉及經濟和政治風險；若投資於新興市場，有關風險可能更高。**匯率**可能在短期內大幅波動及令投資組合的回報下跌。**商品**涉及較高的風險，包括市場、政治、監管及自然條件，可能並不適合所有投資者。**多元化投資**不確保沒有損失。

**社會責任投資**屬於質化及主觀性質，而且概不保證品浩所用的標準或所作的判斷將反映任何特定投資者的信念或價值。有關責任操守的資料是從自願性或第三方報告取得，但內容不一定準確或完整，而品浩會依賴該等資料評估一家企業對責任操守的承諾或落實情況。社會責任的準則因地區而異。概不保證所用的社會責任投資策略及技巧會奏效。

概不保證這些投資策略將適用於任何市況或適合所有投資者，而各投資者應評估其個人的長線投資能力，尤其是在市況低迷期間。投資者在作出投資決定前，應諮詢其投資專家。

本文所載的**預測、估計及若干資料**建基於專有研究，不應詮釋為投資意見，或對買賣任何金融工具的要約或游說。預測及估計附有若干內在限制，有別於實際的表現紀錄，並不反映實際交易情況、流動性限制、費用及／或其他成本。此外，有關未來業績的提述亦不應詮釋為客戶投資組合預期或承諾可取得的表現。

本文使用的「**便宜**」和「**昂貴**」字眼，一般指一項證券或資產類別的價格被視為顯著低於或高於歷史平均及投資經理對未來的預期。概不保證未來業績，亦不保證一項證券的估值可締造利潤或保障免受虧損。

本資料載有基金經理現時的意見。有關意見可予更改，毋須另行通知。本資料僅分發作為參考用途，並不應視為投資建議或任何特定證券、策略或投資產品的推薦。本文包括的資料來自品浩認為可靠的來源，惟並不保證如此。

品浩一般向合資格機構、金融中介和機構投資者提供服務。個人投資者應聯絡其金融專業人員，以根據個人的財務狀況確定最合適的投資選項。如屬違法或未獲授權，則不會向有關司法管轄區任何人士提出要約。| **品浩投資管理(亞洲)有限公司**獲香港證券及期貨事務監察委員會發牌，可根據《證券及期貨條例》從事第一、第四和第九類受監管活動。品浩投資管理(亞洲)有限公司已向韓國金融監督委員會註冊為跨境全權委託投資經理(註冊編號:08-02-307)。資產管理服務及投資產品不會向未獲授權向其提供有關服務及產品的人士發售。| 未經明文書面同意，不得以任何形式複製或在任何其他刊物引述本資料的任何內容。PIMCO是Allianz Asset Management of America L.P.在美國和全球各地的商標。品浩是Allianz Asset Management of America L.P.在亞洲各地的註冊商標。©2021年，品浩。