

# 市場導航

2020年12月

大新銀行經濟研究及投資策略部

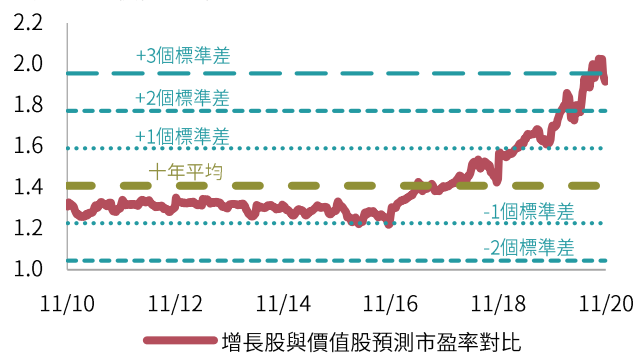
## ● 憧憬疫苗面世 價值股估值有望提高

環球市場11月大幅反彈12.3%，終止兩個月的跌市之餘，更再創紀錄新高以及歷來最大單月升幅。民主黨的拜登當選新一任美國總統，市場憧憬中美緊張關係有所緩和，貿易戰有望降溫，加上多隻疫苗在第三階段測試中，預防冠狀病毒的有效性達九成，或為環球經濟活動全面復甦帶來曙光，市場風險胃納明顯提升。成熟市場上升12.8%。其中，今年成熟市場中表現較落後的歐元區股市及日本股市，11月分別上漲20.3%及12.5%，不但高於美股同期10.9%的升幅，更收復今年所有失地。新興市場受惠美元匯價轉弱，11月亦上升9.2%，整體亞洲（日本除外）股市表現稍為落後，升8%。內地A股僅升5.7%，表現落後於其他股市，或因近期內地多宗企業債券違約以及美國制裁部分中資企業，影響投資氣氛。十五個亞太地區國家簽署了《區域全面經濟夥伴關係協定》，料有助區內市場規模擴大，南韓股市11月大漲17.9%，創歷史高位，東盟股市亦升15.9%。港股11月升9.4%，連續兩個月造好。

主權債券11月升1.7%，歐元區主權債券繼續受惠市場對歐洲央行增加買債的憧憬，以及歐元兌美元走強。投資級別債券及高收益債券分別升2.9%及4.5%。新興市場和亞洲債券11月分別升3.1%和1.6%。商品方面，經濟重啟料有利對商品的需求，整體商品11月反彈10.6%，其中，油價上漲26.7%。避險需求降溫，黃金價格連跌四個月，11月再跌5.4%，是2016年11月以來最大跌幅，並自7月以來首次失守每盎司1,800美元（所有表現截至11月30日，總回報按美元計算；香港及內地A股表現按本地貨幣計算）。

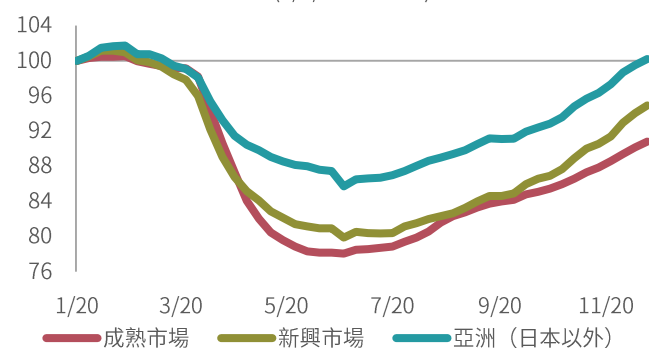
### 圖一：增長股對價值股估值優勢見收窄

增長股相對價值股估值比率



### 圖二：亞洲股市預測盈利回復至年初水平

未來十二個月每股盈利預測 (1/1/2020 = 100)



資料來源：彭博、大新銀行，截至2020年11月30日。增長股為MSCI世界增長股指數；價值股為MSCI世界價值股指數

## 經濟若逐步復甦 價值股估值有望提高

隨着疫苗研發出現突破，投資者預期明年經濟有望加快反彈，或有助傳統經濟行業扭轉過去一年的頹勢，價值股對增長股估值折讓亦有望收窄。今年以來，以科技股佔比較重的「增長股」，顯著跑贏以周期股佔比較重的「價值股」。目前，增長股預測市盈率相對價值股仍高於十年平均接近三個標準差（圖一）。疫情之下，經濟活動急劇下

續後頁

同步 更進步

大新銀行  
DAH SING BANK

大新銀行有限公司

滑，金融、航運、能源等傳統的經濟行業受較大的衝擊；相反，疫情對大部分科技企業的影響相對輕微，市民減少外出，對部分線上服務及產品的需求更有所提升。疫苗若能成功遏止疫情惡化，行業表現或會逆轉。

成熟市場之中，美股的增長股（如科技股、健康護理股）佔比較重，歐元區及日本股市則相對較低。若價值股的估值提升，料對歐元區及日本股市更有支持。因此，我們亦把**歐元區觀點上調至中性，與美國及日本股市同步**。

### 亞洲及新興市場股市盈利回復速度較快

**新興市場股市有望藉較佳的增長前景，未來三至六個月跑贏成熟市場股市。**環球經濟明年很大機會重拾增長，國際貨幣基金組織估計，整體新興市場經濟明年反彈6%，較成熟市場3.9%增幅為高，新興市場企業盈利的恢復進度也較成熟市場為佳（圖二），其中亞洲地區疫情相對歐美地區受控，亞洲股市預測盈利已收復疫情爆發前的水平。若明年環球疫情轉趨穩定，投資者或重新聚焦股市盈利等基本因素。

另一方面，我們**下調主權債券的觀點至略為看淡**，反映經濟前景有望改善，市場風險胃納有所回升，對主權債的避險需求或有所下降。隨着經濟有望逐步走出衰退的陰霾，加上各主要經濟體政府繼續加大負債比率以支持財政擴張，未來國債孳息率難免會回升。然而，若孳息率升勢過急，央行可能會調整買債等措施，以防止借貸成本大幅攀升，影響經濟復甦前景。

## 11月市場焦點

- **民主黨候選人拜登當選新一任美國總統**，他取得超過8,100萬張普選票，創下歷來最多，預計可取得306張選舉人票，多於入主白宮所需門檻的270票。現任總統特朗普尚未公開承認落敗，他在多個州份提出選舉訴訟，尚未能協助他平反敗局
- **民主黨維持眾議院控制權**，但議席優勢收窄；參議院佐治亞州兩席1月重選，民主黨需要全取該兩席，才能重奪參議院控制權
- **環球冠狀病毒疫情仍未受控，環球確診人數超過6,300萬，死亡人數則突破140萬（截至11月30日）**。美國曾單日新增超過20萬宗感染個案，再創紀錄最多，連續近一個月每日錄得超過10萬宗新確診個案。多個歐洲國家收緊封鎖措施，德國、法國、西班牙及意大利等地確診人數有跡象從高位回落。日本、南韓以至香港等亞洲地區新確診個案卻見回升，香港11月共錄得近1,000宗確診個案，個案總數超過6,300宗
- **疫苗研發取得突破發展**。至少有三隻疫苗，在第三階段測試中顯示，預防冠狀病毒感染達九成有效率，其中英國率先批准一間藥廠的疫苗大規模使用，即將可為高危人群接種；亦已有多於一間藥廠向美國食品和藥物管理局申請緊急使用授權
- **中國內地、日本、南韓、澳洲、紐西蘭及東盟十國簽署了《區域全面經濟夥伴關係協定》**，協定削減區內關稅及貿易壁壘，預料有助於拓展區內的生產鏈及市場規模
- **美國聯儲局應財政部要求**，將緊急貸款計劃，包括企業買債、市政貸款、大眾商業貸款等未使用的約**4,550億美元資金歸還財政部**。財長努欽指該筆資金將會重新分配，用於支持政府的財政支出
- **行政長官林鄭月娥公布新一份施政報告**。除了撤銷非住宅雙倍印花稅及延長部分紓困措施外，亦積極在傳統產業上加強與內地融合，推出大灣區青年就業補貼



## 12月前瞻

- **美國各州將於12月8日確定大選投票結果**，各州選舉人月中將會開始投票。總統當選人拜登陸續公布內閣成員人選，前聯儲局主席耶倫獲提名出任財長一職
- **美國民主及共和兩黨領袖重啟新一輪財政刺激方案的談判**，民主黨領袖支持以參眾兩院兩黨議員起草的近9,080億美元刺激方案，作為新一輪談判的基礎，低於大選前提出逾2萬億美元的方案規模
- **英國與歐盟續就貿易協議談判**，協議須待歐洲議會及英國國會通過才能正式生效
- **歐洲央行12月議息會議**，預料會進一步放寬政策，包括加大緊急買債計劃以及定向貸款規模

## 資產類別投資觀點及展望

### 股票

#### 成熟市場

美國 看淡  看好 歐元區 看淡  看好 日本 看淡  看好

**美國股市**11月升10.9%，跑輸整體成熟市場。美國總統選舉結果大致塵埃落定，以及疫苗利好消息，支持股市表現。美股現時預測市盈率超過22倍，較其十年平均高出兩個半標準差，一些估值高昂的大型科技股可能繼續鞏固。聯儲局預計未來三年仍會維持低利率，流動性充裕或可為美股帶來一定支持。我們維持美股中性觀點。

**歐元區股市**11月上漲20.3%，領先一眾成熟市場股市。歐元區股市科技股佔比較美股為低，受惠於價值股估值上升，我們上調歐元區股市觀點至中性。歐股估值相對整體成熟市場便宜，或能為歐元區股市表現帶來一定支持，但要留意歐元兌美元年初至今上升逾6%，歐元走強對當地出口商或有影響，以及歐元區經濟前景仍受疫情和封鎖措施困擾。

**日本股市**11月升12.5%，與整體成熟市場相若。日本10月出口按年跌幅收窄至0.2%，是2018年以來最佳表現，工業生產按月增幅亦維持在接近4%，均好過市場預期。然而，日本疫情仍較反覆，或打擊政府振興旅遊業的計劃。日本股市估值相對整體成熟市場較低，惟投資者要注意日本央行已經採取負利率以及無限量寬，政策空間相對有限。

#### 亞洲市場

香港<sup>1</sup>看淡  看好 中國內地 看淡  看好 其他亞洲市場 看淡  看好

**香港股市**11月升9.4%，稍為跑贏整體亞洲市場8%的升幅。拜登當選總統，市場憧憬他對華立場較溫和，對內地和香港股市氣氛或有正面影響。**內地A股**11月僅升5.7%，跑輸環球主要股市，或因近期內地多宗企業債券違約以及美國制裁部分中資企業，影響投資氣氛。然而，內地經濟持續復甦，人民幣轉強亦增加中國企業的吸引力。港股相對環球股市預測市盈率折讓約為四成，內地A股對環球股市亦有近兩成半折讓，估值均較環球市場吸引。我們維持略為看好香港和內地股市。

**其他亞洲市場**11月普遍上升，受惠於《區域全面經濟夥伴關係協定》簽署落實，拓展區內市場，亞洲股市盈利前景有望進一步改善。若美元匯價持續弱勢，或對亞洲股市帶來額外支持。我們維持對其他亞洲市場略為看好的觀點。

<sup>1</sup> 包括香港上市的香港和中國股票（H股、紅籌及民企）

#### 其他新興市場

歐洲、中東及非洲 看淡  看好 拉丁美洲 看淡  看好

**拉丁美洲股市**11月上漲21.9%，**歐洲、中東及非洲股市**則升14%。美元匯價偏軟，新興市場貨幣單月上升2.2%，連續六個月向上，並且是2019年年初以來最大升幅，支持新興市場股市表現。我們上調歐洲、中東及非洲股市的觀點至中性；相對歐洲、中東及非洲股市，我們續對拉丁美洲股市看高一線，估計其較受惠商品價格回穩。

### 債券

主權 看淡  看好 投資級別企業 看淡  看好 高收益企業 看淡  看好


**整體主權**11月升1.7%；**投資級別債券**升2.9%，收復過去兩個月的失地；**高收益債券**則上漲4.5%。主要經濟體短期內續發行大量國債，以支持財政政策擴張，若避險需求進一步降溫，孳息率或會重拾向上動力，我們下調主權債券觀點至略為看淡。投資級別企業債息差已低於歷史平均水平，再大幅收窄空間可能有限，我們維持投資級別企業債中性觀點。環球高收益債券的息差回落至其歷史平均值之下，但若經濟前景改善，高收益債仍有望跑贏投資級別債券。在投資組合中配置一定比率的債券，仍有助降低組合波幅及爭取穩定的債息回報；個別企業債或面臨違約及信用評級下調的風險，投資者應留意信貸篩選。

新興市場 看淡  看好 亞洲 看淡  看好

**新興市場債券**和**亞洲債券**11月分別升3.1%和1.6%。美元匯價走弱或續有利資金流入新興市場債券。我們維持新興市場債券至中性觀點，以及略為看好亞洲債券。亞洲區經濟前景較穩健，區內央行繼續減息步伐，對區內較高投資級別的債券有一定支持。新興市場債券目前息差較過往十年平均為窄，相對之下亞洲債券的息差目前較為吸引。

### 其他資產

#### 商品

黃金 看淡  看好 原油 看淡  看好

**金價**11月跌5.4%，連續四個月下跌。避險需求降溫，增加了金價調整壓力。若通脹預期續升溫導致實質利率升幅減慢，以及美元匯價偏軟，或可舒緩金價進一步下行壓力。我們維持黃金中性觀點。

**原油**11月大漲逾兩成半，反映市場憧憬疫苗有助經濟復甦，增加對原油需求。油組及主要產油國若延長增產計劃，亦有利舒緩原油供過於求的情況。疫情發展及經濟前景若改善，或有助油價回穩。我們維持原油價格的中性觀點。

## 各類資產/貨幣表現

### 股票

資產類別	基準指數	表現						估值			盈利能力	
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年	股息率	預期市盈率	相對十年平均	股本回報	市場預期盈利增長
環球市場	MSCI環球淨回報美元指數	11.1%	12.3%	6.1%	22.3%	15.0%	29.5%	1.9%	19.8x	37%	7.9%	55.7%
成熟市場	MSCI世界淨回報美元指數	11.2%	12.8%	5.6%	21.1%	14.5%	31.3%	1.9%	20.7x	39%	7.8%	55.9%
亞洲 (日本除外)	MSCI亞洲 (日本除外) 淨回報美元指數	17.1%	8.0%	9.4%	33.2%	24.9%	21.6%	1.9%	15.8x	32%	8.4%	46.5%
新興市場	MSCI新興市場淨回報美元指數	10.2%	9.2%	9.7%	31.1%	18.4%	15.5%	2.1%	14.9x	31%	8.5%	55.1%
<b>成熟市場</b>												
美國	標普500淨總回報指數	13.4%	10.9%	3.8%	19.7%	16.8%	42.4%	1.7%	22.1x	40%	11.2%	29.2%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	3.4%	20.3%	8.6%	24.9%	6.5%	5.7%	2.1%	18.1x	38%	3.5%	265.6%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	-15.1%	16.8%	5.4%	12.2%	-10.7%	-7.4%	3.5%	14.6x	13%	0.7%	1307%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	9.9%	12.5%	11.8%	18.4%	12.2%	15.4%	2.1%	18.2x	35%	4.7%	69.0%
<b>亞洲 (日本除外)</b>												
香港	恒生淨總回報指數	-3.7%	9.4%	5.2%	17.4%	3.0%	-0.5%	2.8%	11.7x	9%	7.5%	25.8%
香港 (中國)	恒生中國企業淨總回報指數	-2.1%	8.1%	5.9%	13.6%	6.1%	2.2%	3.3%	9.1x	15%	11.9%	12.5%
中國A股	滬深300淨總回報指數	23.4%	5.7%	3.1%	30.3%	32.0%	31.3%	1.8%	14.7x	28%	11.8%	29.2%
中國 (MSCI)	MSCI中國淨回報美元指數	26.0%	2.8%	5.3%	32.7%	36.5%	28.6%	1.5%	15.5x	44%	11.6%	38.1%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	24.1%	17.9%	22.3%	44.7%	36.6%	13.4%	1.8%	12.8x	34%	5.0%	73.0%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	27.6%	10.0%	13.7%	41.7%	37.1%	60.3%	2.9%	17.2x	25%	12.0%	18.2%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	4.9%	8.6%	10.5%	34.8%	6.5%	9.7%	1.2%	21.4x	33%	8.7%	63.7%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	-9.8%	15.9%	9.7%	15.6%	-6.8%	-6.4%	3.0%	16.6x	16%	7.3%	38.5%
<b>新興市場</b>												
歐洲、中東及非洲	MSCI新興歐洲、中東及非洲淨回報美元指數	-12.6%	14.0%	6.4%	15.0%	-6.4%	-9.3%	3.4%	11.1x	19%	7.0%	59.2%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	-23.0%	21.9%	14.3%	25.2%	-15.0%	-11.7%	2.8%	14.0x	10%	4.7%	243.1%

### 債券

資產類別	基準指數	表現						估值			利率風險	
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年	收益率	十年平均	信貸息差 (點子)	十年平均	存續期
環球債券	彭博巴克萊環球多元債券指數	7.5%	2.0%	1.6%	5.8%	8.2%	14.0%	1.07%	2.02%	58.4	73.7	7.3
主權債券	彭博巴克萊環球政府債券指數	8.1%	1.7%	1.8%	5.5%	8.6%	13.6%	0.65%	1.27%	14.0	24.6	8.3
投資級別	彭博巴克萊環球企業債券指數	8.9%	2.9%	2.0%	8.2%	9.8%	18.0%	1.41%	2.82%	107.6	142.5	7.5
高收益	彭博巴克萊環球高收益企業債券指數	5.7%	4.5%	3.3%	11.7%	8.0%	16.2%	4.52%	6.26%	420.5	478.1	3.5
新興市場 (美元)	彭博巴克萊新興市場美元債券指數	4.9%	3.1%	1.6%	8.0%	6.5%	16.2%	3.70%	5.16%	302.5	330.0	7.0
亞洲 (美元)	彭博巴克萊新興市場亞洲美元債券指數	5.9%	1.6%	0.4%	5.3%	6.4%	18.2%	3.07%	4.13%	255.8	235.5	5.4

### 其他資產/貨幣

資產類別	基準指數	表現					
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年
商品	路透/CRB商品指數	-13.8%	10.6%	4.5%	21.0%	-9.4%	-15.4%
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	-25.7%	26.7%	6.4%	27.8%	-17.8%	-21.0%
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	-27.9%	27.0%	5.1%	34.7%	-23.8%	-25.1%
現貨黃金	現貨黃金	17.1%	-5.4%	-9.7%	2.7%	21.4%	39.4%
美元	美匯指數	-4.7%	-2.3%	-0.3%	-6.6%	-6.5%	-1.3%
歐元	歐元兌美元	6.4%	2.4%	-0.1%	7.4%	8.3%	0.2%
英鎊	英鎊兌美元	0.5%	2.9%	-0.4%	7.9%	3.1%	-1.5%
澳元	澳元兌美元	4.6%	4.5%	-0.4%	10.2%	8.6%	-2.9%
紐西蘭元	紐元兌美元	4.1%	6.1%	4.2%	13.1%	9.3%	2.7%
加拿大元	加元兌美元	-0.1%	2.4%	0.3%	5.9%	2.1%	-0.9%
瑞士法郎	瑞郎兌美元	6.5%	0.9%	-0.6%	5.8%	10.0%	8.2%
日圓	日圓兌美元	4.1%	0.3%	1.5%	3.4%	5.0%	7.9%
人民幣	境內人民幣兌美元	5.8%	1.7%	4.1%	8.5%	6.9%	0.4%
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	1.6%	2.2%	4.1%	7.7%	3.7%	2.7%

資料來源：彭博、大新銀行，截至2020年11月30日。「表現」為總回報包括股息/利息再投資，按美元計算（除恒生指數、恒生中國企業指數及滬深300指數表現按當地貨幣計算）。其他資產/貨幣表現為相關時期的價格變動。

## 央行貨幣政策會議

	美國聯儲局	歐洲央行	英倫銀行	澳洲儲備銀行	紐西蘭儲備銀行	加拿大銀行	瑞士國家銀行	日本銀行
最新政策利率	0.25%	-0.50%	0.10%	0.10%	0.25%	0.25%	-0.75%	-0.10%
2020年貨幣政策會議								
2020年12月	12月16日	12月10日	12月17日	12月1日		12月9日	12月17日	12月18日
2021年貨幣政策會議								
2021年1月	1月28日	1月21日				1月20日		1月21日
2021年2月			2月4日	2月2日	2月24日			
2021年3月	3月18日	3月11日	3月18日	3月2日		3月10日	3月25日	3月19日
2021年4月	4月29日	4月22日		4月6日	4月14日	4月21日		4月27日
2021年5月			5月6日	5月4日	5月26日			
2021年6月	6月17日	6月10日	6月24日	6月1日		6月9日	6月17日	6月18日
2021年7月	7月29日	7月22日		7月6日	7月14日	7月14日		7月16日
2021年8月			8月5日	8月3日	8月18日			
2021年9月	9月23日	9月9日	9月23日	9月7日		9月8日	9月23日	9月22日
2021年10月		10月28日		10月5日	10月6日	10月27日		10月28日
2021年11月	11月4日		11月4日	11月2日	11月11日			
2021年12月	12月16日	12月16日	12月16日	12月7日		12月8日	12月16日	12月17日

資料來源：彭博、大新銀行，截至2020年11月30日。

### 資產類別投資觀點闡釋

本文件頁二「資產類別投資觀點及展望」列出之資產類別，與頁三各類資產的基準指數相對應。「觀點」代表我們對相關資產類別的基準指數（例如美股基準為標普500淨回報指數）相對其所歸屬、涵蓋面較廣的市場基準指數（例如美股所屬的成熟市場，以MSCI世界淨回報指數為基準）未來三至六個月的潛在走勢的看法，主要參考影響不同資產類別的基本因素（包括相關宏觀條件、政策取向、企業盈利前景等）以及估值（包括歷史和預測市盈率或市賬率、孳息率或信貸息差等指標）。

- 「看好」代表相關資產類別未來三至六個月跑贏其所歸屬的市場基準指數的機會大於跑輸。
- 「中性」代表相關資產類別未來三至六個月跑贏其所歸屬的市場基準指數的機會大致相若。
- 「看淡」代表相關資產類別未來三至六個月跑輸其所歸屬的市場基準指數的機會大於跑贏。

## 大新銀行經濟研究及投資策略部

溫嘉煒  
經濟師

張家寶  
投資策略師

蔡曜駿  
市場策略師

除非情況另有所指，否則本文件只提供一般參考性資訊，本文件並沒有考慮投資者的個別需要及狀況。此外，雖然本文件內容所載資料取自獲相信為可靠的資料，但大新銀行有限公司（「本行」）並未就有關資料進行獨立核對。本行不能擔保本文件之任何資料、推測或意見或任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或精確性，亦在沒有欺詐、疏忽及故意失責的情況下不會承擔任何法律責任。本行有權修改本文件的內容資料而毋須另作通知。任何人因使用或依賴本文件所提供的資料而引致的任何損失，本行概不負責。除非情況另有所指，本文件並不構成對任何人就申請或購買任何投資產品或其他投資，及與產品或投資有關之任何期權、期貨或衍生工具或任何交易作出招攬、邀請或建議，亦不構成對未來單位價格變動的任何預測。本文件所提及之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的及經驗、財務狀況、風險承受能力及其他需要作出投資決定。如有需要，投資者請尋求獨立專業意見。

投資涉及風險。有關未來之陳述有可能不會實現，及投資者請了解有關產品或其他投資如果有任何收益，均有機會變動。投資之價值及任何收入均可升可跌，甚至可能變成毫無價值。過往表現並不代表將來之表現。投資可能出現虧損。外幣匯率可能有損本文件中所提及的產品（如有）、或其他投資之價值、價格或收入。投資者在投資前應考慮稅項對該投資之影響，及應根據個別情況向獨立稅項專家尋求稅務意見。本文件並不是指出本文件內提及之產品（如有）、或投資項目可能涉及的所有風險。投資者作出任何投資決定前，敬請細閱及明白該等投資的所有銷售文件，包括但不限於其所列載的風險披露聲明及風險警告。

除非作者表明有關觀點來自本行，否則有關意見僅代表該作者之個人觀點。

本行及其聯繫公司可隨時就本文件中提及的產品（如有）或投資進行買賣、從交易獲利、收取經紀佣金及費用、持有或充當市場莊家或顧問、經紀或銀行家。

本文件由本行於香港刊發，只供收件人閱覽。本文件及其全部或部份內容不得翻印或作進一步刊發。

本文件並未經香港證券及期貨事務監察委員會或任何其他香港的監管機構審核。