

# 市場導航

2021年1月

大新銀行經濟研究及投資策略部

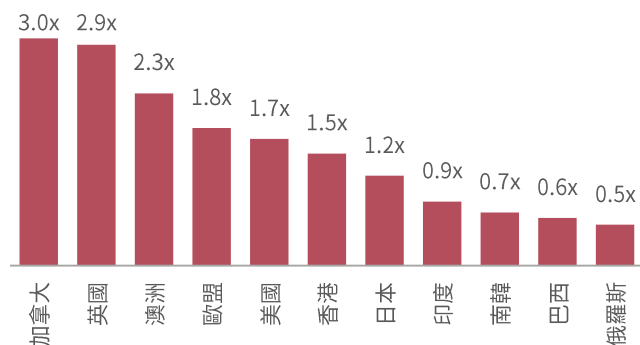
## 盈利前景成今年股市表現關鍵

環球股市12月升4.6%，連續兩個月創新高。多國政府批准緊急使用疫苗，疫苗開始接種的消息紓緩了市場對疫情的憂慮，加上美國政府落實新一輪共9,000億美元的紓困措施，繼續支持大市氣氛。美元匯價偏軟，美匯指數在超過兩年半低位徘徊，新興市場股市12月升7.4%，跑贏成熟市場4.2%的升幅。

回顧2020年，受疫情影響，金融市場非常波動，環球股市曾下跌逾三成，及後在各國央行顯著放寬政策及各國政府陸續加推財政措施下，最終倒升16%，過去兩年累計錄得逾四成的升幅。美國股市續領先一眾主要成熟市場股市，升近18%。亞洲（日本以外）股市表現突出，上揚25%，其中南韓及台灣股市均升逾四成，內地A股升三成；港股表現失色，全年累計跌0.5%，跑輸區內大部分主要股市。

主權債券2020年累計升近10%，是十三年來最好表現。央行大幅放寬政策，孳息率顯著回落，加上部分非美元國債受惠貨幣升值，支持整體主權債券的回報。投資級別債券及高收益債券分別升10%及8%。經濟重啟料有利對商品的需求，整體商品價格收復了大部分跌幅。紐約期油一度下挫至負值，最終重回每桶50美元附近，惟按年仍跌超過兩成。黃金價格按年升25%，年中一度創歷史高位每盎司突破2,000美元。（所有表現截至12月31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：目前採購疫苗劑量能接種的人口比率



資料來源：彭博、大新銀行，截至2020年12月31日

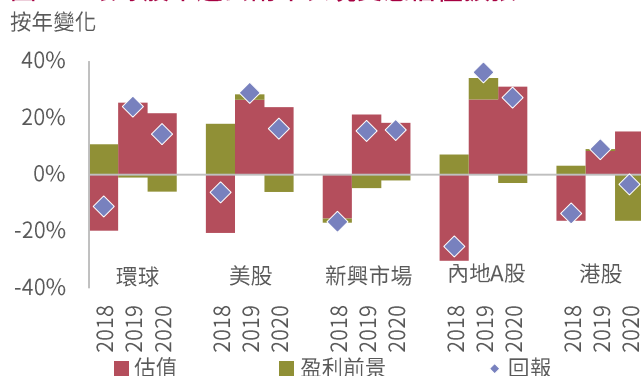
### 主要經濟體疫苗覆蓋率較高 或有利加快復甦

隨着多個政府批准疫苗接種，市場關注控制疫情傳播能否提早受控，令經濟活動回復正常。大規模接種的時間尚不明朗，但若大規模接種能有效阻止病毒在社區擴散，接種覆蓋比率較高的經濟體（圖一），相信能更有效控制疫情擴散，對全面恢復經濟活動或更有利。

續後頁

- 疫苗面世，加上美國落實新一輪紓困措施，帶動環球股市連續兩個月創新高
- 若大規模接種疫苗有效，料有利部分疫苗覆蓋率較高的國家加快復甦
- 估值擴張帶動股市過去兩年回報，盈利前景改善的程度或會成為今年股市表現的關鍵

圖二：環球股市過去兩年表現受惠估值擴張



## 經濟活動有望逐步復甦 市場焦點重回企業盈利前景

各國政府及央行放寬財政及貨幣政策，**股市估值在充裕的流動性下，過去兩年明顯擴張並帶動股市表現**（圖二）。環球股市目前估值相對過去十年平均並非吸引，未來十二個月預測市盈率已升至19.8倍，高於過去十年平均近兩個半標準差，部分股市估值更為高昂。**隨着各地政府及央行再大幅增加財政及貨幣政策措施的空間減少，股市估值要進一步上升的挑戰將會更大**。今年企業盈利相信能隨着經濟重啟而反彈，惟要留意各地復甦步伐不一，**各地盈利前景改善的程度或會成為股市表現的關鍵**。

## 12月市場焦點

- **環球冠狀病毒疫情仍未受控，總確診人數超過8,200萬，死亡人數則近180萬（截至12月31日）。**英國發現傳染性增強的變種冠狀病毒，並有擴散至其他地區的跡象，引起市場對疫情惡化的憂慮。另一方面，多個國家陸續批准使用疫苗，開始讓部分人士接種
- **英國與歐盟達成貿易協議。**協議涵蓋每年總值6,600億英鎊的雙邊貿易，並確保英國與歐盟在英國脫歐過渡期結束後不會向對方大部分貨品加徵關稅，同時確保公平競爭、加設仲裁機制、以及保障歐盟在英國水域捕魚的權利。不過，協議對英國金融機構進入歐盟市場未有太大著墨，雙方今年料會再商討有關金融業的安排，對英國向歐盟的整體服務業出口可能仍有隱憂
- **美國通過落實9,000億美元紓困措施**以及1.4萬億美元聯邦政府開支法案，避免政府停擺。紓困方案包括延長失業救濟金等措施，並向每名國民發放600美元現金援助、為企業提供貸款、以及增加醫療及抗疫等開支。眾議院在總統特朗普簽署法案後通過修訂，提高現金援助至2,000美元，惟遭到參議院否決
- **中國及歐盟領導人宣布，達成《中歐全面投資協定》。**協議擴大歐盟投資者進入中國內地市場的渠道，包括汽車、生物技術等行業
- **中央經濟工作會議提出明年八大重點**，包括強化國家戰略科技力量、增強產業鏈供應鏈自主可控能力、堅持擴大內需、強化反壟斷和防止資本無序擴張、解決大城市住房突出問題等
- **中美緊張關係未見降溫。**美國制裁十四名中國全國人大副委員長，回應香港問題；中方採取反制措施，向在涉港問題上有關人士及其直系親屬實施對等制裁，並取消美方持外交護照人士免簽證臨時入境待遇。另外，因應美國政府限制美國企業及個人投資牽涉軍方背景的中資企業，多間指數公司剔除受影響的中資企業股份
- **歐洲央行擴大緊急買債計劃5,000億歐元至1.85萬億歐元**，並延長第三輪定向長期再融資操作（TLTRO）至2022年6月

## 1月前瞻

- **美國新一屆政府即將上台。**參議院將於月初公布選舉人投票結果，預料拜登會在1月20日正式宣誓接任總統
- **美國參議院佐治亞州兩席重選。**民主黨需要全取該兩席，才能重奪參議院控制權

## 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**12月升3.8%，連續兩個月跑輸整體成熟市場。美股估值目前仍高於其他成熟市場股市，預測市盈率大約為22.4倍，較其十年平均高出兩個半標準差。然而，美股的股本回報相對吸引，加上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**12月上漲4.3%，部分升幅反映了歐元匯率的強勢。疫苗面世，加上歐洲金融機構有望恢復派息，周期股比重較美股為高、以及估值相對較便宜的歐元區股市有望獲支持。我們維持歐元區股市中性觀點，投資者要留意歐元兌美元去年累升近9%，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**12月升4.1%，與整體成熟市場表現相若。日本推出73.6萬億日圓的經濟刺激方案，日本股市回升至近三十年高位。日本股市估值相對整體成熟市場較低，若市場氣氛持續正面，或續支持日本股市表現。然而，受疫情影響，日本暫停振興旅遊方案，而日本近期公布的零售、工業生產及出口等數據普遍差過市場預期，投資者要注意日本央行已經採取負利率以及無限量寬，額外政策空間相對有限。我們維持日股中性觀點。

#### 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**12月升3.4%，落後於內地A股5.1%升幅，而兩者均跑輸整體亞洲市場6.8%的升幅。美國加大對中資企業的制裁，加上市場憂慮內地部分政策不利大型科技企業，拖累大市氣氛。不過，隨着內地經濟持續復甦，人民幣轉強預料可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仍接近四成，內地A股對環球股市亦有逾兩成折讓，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**12月普遍上升，其中南韓及台灣股市分別上漲16.5%及10.5%，續創紀錄新高。憧憬環球經濟復甦，部分經濟體的出口有望受惠，有望帶動亞洲股市盈利前景進一步改善。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**12月上漲11.9%，**歐洲、中東及非洲股市**則升6.5%。美元匯價偏軟，新興市場貨幣單月上升1.6%，連續七個月向上，支持新興市場股市表現。我們維持歐洲、中東及非洲股市的中性觀點；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

**整體主權債券**12月升1.5%；**投資級別債券**升1.2%；**高收益債券**則升2.2%。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，或通脹預期升溫，孳息率或會重拾向上動力，我們維持略為看淡主權債券的觀點。投資級別企業債息差已明顯低於歷史平均水平，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**12月分別升1.5%和0.5%。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**12月反彈6.8%，終止四個月跌市。美元匯價偏軟，加上通脹預期續升溫導致實質利率掉頭下跌，紓緩金價進一步下行壓力。不過，避險需求降溫有機會限制黃金價格表現。我們維持黃金中性觀點。

**原油**11月大漲逾兩成半後，12月再升7%，市場憧憬疫苗面世有助經濟復甦，增加對原油需求。經濟前景若繼續改善，相信有助油價回穩。投資者觀望油組及主要產油國會否再押後增產計劃。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	16.3%	4.6%	14.7%	24.0%	16.3%	33.3%	1.8%	19.8x	37%	8.0%	61.1%
成熟市場	MSCI世界淨回報美元指數	15.9%	4.2%	14.0%	23.0%	15.9%	35.1%	1.8%	20.8x	38%	7.9%	60.0%
亞洲 (日本除外)	MSCI亞洲 (日本除外) 淨回報美元指數	25.0%	6.8%	18.6%	31.2%	25.0%	26.5%	1.8%	16.3x	35%	8.5%	57.9%
新興市場	MSCI新興市場淨回報美元指數	18.3%	7.4%	19.7%	31.1%	18.3%	19.7%	1.9%	15.2x	33%	8.6%	67.7%
<b>成熟市場</b>												
美國	標普500淨總回報指數	17.8%	3.8%	12.0%	21.9%	17.8%	46.3%	1.6%	22.6x	42%	11.2%	32.3%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	7.9%	4.3%	17.6%	23.0%	7.9%	10.5%	2.1%	17.7x	34%	3.0%	278.1%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	-10.5%	5.5%	16.9%	16.7%	-10.5%	-7.0%	3.4%	14.2x	9%	1.0%	963%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	14.5%	4.1%	15.3%	23.3%	14.5%	19.3%	2.0%	17.8x	31%	4.9%	72.4%
<b>亞洲 (日本除外)</b>												
香港	恒生淨總回報指數	-0.5%	3.4%	16.2%	13.1%	-0.5%	0.3%	2.4%	12.3x	14%	7.8%	25.8%
香港 (中國)	恒生中國企業淨總回報指數	-0.3%	1.8%	14.3%	12.0%	-0.3%	2.0%	2.9%	9.5x	21%	12.2%	13.0%
中國A股	滬深300淨總回報指數	29.6%	5.1%	13.7%	26.3%	29.6%	37.1%	1.7%	15.5x	36%	12.2%	28.6%
中國 (MSCI)	MSCI中國淨回報美元指數	29.5%	2.8%	11.2%	25.1%	29.5%	29.7%	1.4%	15.6x	45%	11.6%	41.1%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	44.6%	16.5%	38.3%	56.0%	44.6%	28.7%	1.3%	14.0x	46%	4.8%	86.7%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	41.0%	10.5%	23.1%	43.5%	41.0%	75.1%	2.7%	18.0x	30%	12.1%	20.8%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	15.6%	10.2%	21.0%	39.1%	15.6%	15.2%	1.1%	22.9x	42%	8.3%	326.9%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	-6.4%	3.8%	20.8%	15.1%	-6.4%	-7.1%	2.9%	16.3x	14%	7.6%	39.2%
<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	-6.9%	6.5%	16.3%	18.4%	-6.9%	-9.7%	3.2%	11.1x	24%	7.4%	64.3%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	-13.8%	11.9%	34.8%	33.1%	-13.8%	-5.4%	2.4%	13.6x	6%	5.0%	264.1%

### 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	9.0%	1.4%	3.5%	6.3%	9.0%	15.2%	1.02%	2.01%	53.3	73.4	7.3
主權債券	彭博巴克萊環球政府債券指數	9.7%	1.5%	3.5%	6.4%	9.7%	15.0%	0.63%	1.25%	13.0	24.5	8.3
投資級別	彭博巴克萊環球企業債券指數	10.4%	1.2%	4.3%	7.5%	10.4%	18.7%	1.34%	2.79%	99.5	141.8	7.4
高收益	彭博巴克萊環球高收益企業債券指數	8.2%	2.2%	7.2%	12.4%	8.2%	18.4%	4.08%	6.23%	377.7	476.5	3.4
新興市場 (美元)	彭博巴克萊新興市場美元債券指數	6.5%	1.5%	4.5%	7.0%	6.5%	17.5%	3.50%	5.14%	280.8	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	6.5%	0.5%	1.9%	4.0%	6.5%	18.4%	2.94%	4.11%	243.1	235.6	5.3

### 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	-9.7%	4.8%	13.0%	21.6%	-9.7%	-13.4%
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	-20.5%	7.0%	20.6%	23.6%	-20.5%	-19.7%
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	-21.5%	8.8%	26.5%	25.9%	-21.5%	-22.5%
現貨黃金	現貨黃金	25.1%	6.8%	0.7%	6.6%	25.1%	45.7%
美元	美匯指數	-6.7%	-2.1%	-4.2%	-7.7%	-6.7%	-2.4%
歐元	歐元兌美元	8.9%	2.4%	4.2%	8.7%	8.9%	1.8%
英鎊	英鎊兌美元	3.1%	2.6%	5.8%	10.2%	3.1%	1.2%
澳元	澳元兌美元	9.6%	4.8%	7.4%	11.5%	9.6%	-1.5%
紐西蘭元	紐元兌美元	6.6%	2.4%	8.6%	11.3%	6.6%	1.2%
加拿大元	加元兌美元	2.0%	2.2%	4.6%	6.6%	2.0%	-1.3%
瑞士法郎	瑞郎兌美元	9.4%	2.7%	4.1%	7.1%	9.4%	10.1%
日圓	日圓兌美元	5.1%	1.0%	2.1%	4.5%	5.1%	9.1%
人民幣	境內人民幣兌美元	6.7%	0.8%	4.0%	8.3%	6.7%	-0.2%
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	3.3%	1.6%	5.3%	8.2%	3.3%	2.5%

資料來源：彭博、大新銀行，截至2020年12月31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%
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12月31日。

### 資產類別投資觀點闡釋

本文件頁四「資產類別投資觀點及展望」列出之資產類別，與頁五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部刊發。

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。