

# 市場導航

2021年2月

大新銀行經濟研究及投資策略部

## 寬鬆政策料續支持風險資產表現

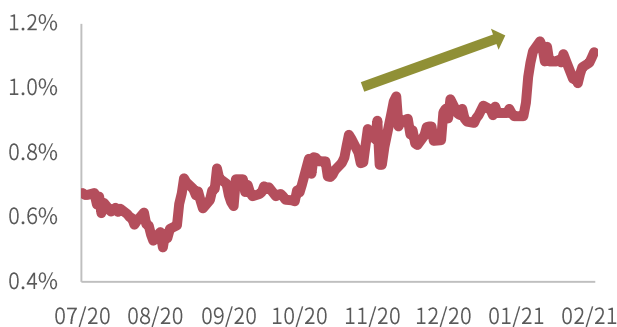
環球股市連續兩個月創新高後，1月回落0.5%。市場憧憬美國推出刺激經濟計劃，帶動環球股市一度創歷史新高，其後美國部分對沖基金為彌補淡倉虧蝕而減持股票，引發市場波動，拖累美股及環球股市高位回落。龍頭中資科網股造好，科網股比重較高的MSCI中國指數上月大幅上升7.4%，並帶動亞洲和新興市場股市分別升4.1%和3.1%，跑贏成熟市場。台灣股市受惠晶片需求上升，上升6.5%。內地市場資金偏向緊張，內地A股上月僅升2.7%，落後港股3.9%的升幅。

美國民主黨控制參眾兩院，市場憧憬拜登政府或能盡快推出新一輪刺激經濟計劃，對經濟復甦的預期趨向樂觀，美國十年期國庫券孳息率上月升15個基點至1%以上，是去年3月後最高，美匯指數亦回升0.7%。主權債券及投資級別債券分別跌1%，高收益債券則升0.2%。新興市場和亞洲債券分別跌0.8%和0.1%。市場憧憬疫苗接種將加快經濟復甦，增加對原油的需求，原油價格1月升7.6%，連續三個月上升。金價經歷12月的反彈後重拾跌勢，1月下跌2.7%。（所有表現截至1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）

- 市場憧憬美國推出刺激經濟計劃，帶動環球股市在1月一度再創歷史新高
- 疫苗效果有待觀察，經濟仍需靠刺激政策支持
- 若市場的風險胃納得以保持，中國以及亞洲的新興市場的資產或能跑贏整體成熟市場

圖一：市場對經濟復甦的預期趨向樂觀

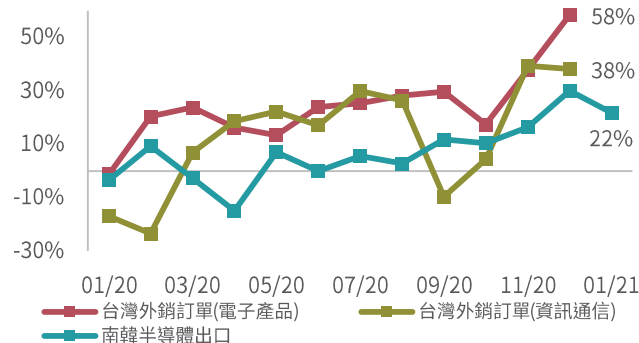
美國十年期國庫券孳息率



資料來源：彭博、台灣經濟部統計處、大新銀行，截至2021年2月3日

圖二：手機、電腦及其他電子產品的需求強勁

外銷訂單/出口按年增幅



## 疫苗效果有待觀察 經濟仍需刺激政策支持

冠狀病毒疫苗自去年12月起陸續面世，令市場對經濟復甦的預期升溫。美國十年期國庫券孳息率由去年第四季平均0.86%顯著升至今年1月的平均1.07%（圖一），反映市場對經濟將明顯改善的樂觀預期。不過，單靠疫苗是否能夠遏抑疫情繼續蔓延及使經濟活動回復正常，我們仍持較審慎態度。全球各大小藥廠和科研機構務求盡快推出疫苗，大大壓縮了前期試驗的階段，同時病毒亦出現了不同種類的變種，疫苗能否對大部分接種的人產生足夠的免疫力、是否可以應付變種病毒、有沒有未能預見的嚴重副作用而可能令接種計劃受影響等，仍有待觀察。與此同時，實體經濟表現似乎仍然與市場預期脫節，為支持經濟復甦，我們相信大部分央行仍傾向維持十分寬鬆的貨幣政策，包括超低利率和資產購買規模，避免資金成本上升過急。

續後頁

同步 更進步

大新銀行  
DAH SING BANK

大新銀行有限公司

## 風險資產保持審慎樂觀 中國及亞洲市場或跑贏

**我們對風險資產市場保持審慎樂觀。**雖然環球股債過去過去兩三季已經累積了不少升幅，但極為寬鬆的貨幣政策或能繼續支持現時偏高的估值。而超低息環境相信亦能繼續吸引資金流入提供相對稍高孳息收入的信貸資產。

**若市場的風險胃納得以保持，中國以及亞洲的新興市場（尤其是台灣、南韓等半導體、電子零件出口國）的資產未來三至六個月或能跑贏整體成熟市場。**內地的疫情防控相對其他國家為佳，去年第四季經濟增長已回復至疫情前的水平，各項景氣指標也顯示復甦步伐穩健，預料或能繼續吸引資金流入內地金融市場。

另一方面，全球多國分別實施不同程度的防疫限制措施，**市民留在家中時間增加，或能帶動手機、平板電腦、電視以及其他電子產品的需求。**南韓1月半導體出口按年升21.7%，連續五個月錄得雙位數字增長；台灣12月電子產品外銷訂單增速亦大幅加快至58.4%，資訊通訊產品按年增幅稍為收窄，但仍達到38.2%（圖二）。全球多國的防疫限制措施持續，加上各國實施大規模財政政策以支持經濟復甦，預料能繼續為亞洲出口帶來動力。

**我們下調黃金觀點至中性偏淡，同時亦上調了原油觀點至中性偏好。**市場對經濟復甦的預期趨向樂觀，帶動美國十年期國庫券孳息率向上，或令金價受壓。投資者憧憬原油需求回升，加上沙特阿拉伯將減產，油價或續受支持。

## 1月市場焦點

- **環球冠狀病毒疫情仍未受控，全球總確診人數超過1億，死亡人數近230萬（截至2月5日）。**美國、歐洲及英國等多個國家先後開始為市民接種疫苗，全球疫苗接種已超過1.19億劑。美國1月份新增逾9.5萬宗死亡病例，創疫情爆發以來單月最高水平，但新增病例有放緩跡象。冠狀病毒出現變種毒株，科學家正研究變種病毒的影響以及現有疫苗對其的功効
- **美國總統拜登宣誓就任**，上任首日立即簽署十五項行政命令，推翻前總統特朗普在移民、氣候等方面的多項政策，包括重新加入巴黎氣候協定和世衛、停止修建分隔墨西哥圍牆、強制要求在聯邦政府建築物內佩戴口罩等。民主黨勝出兩場喬治亞州參議院議席重選後，奪回參議院控制權，將同時控制白宮與國會
- **中國內地去年經濟按年增長達到2.3%**，高過市場預期，並有望成為全球唯一一個能擺脫衰退的主要經濟體。第四季經濟按年增長6.5%，增速超越疫情前的水平
- **美股在月底錄得三個月以來最大單日跌幅，或因部分對沖基金為彌補淡倉虧蝕而減持股票。**美國有小型股份錄得超乎尋常的升幅和大額成交，對沖基金被迫將之平倉，並減持其他股份以彌補虧損，觸發股市下挫。白宮稱財長耶倫及拜登團隊關注相關市場活動，美國證監也積極監控期權和股票市場的波動

## 2月前瞻

- **美國參議院將以簡單多數票方式，表決1.9萬億美元經濟刺激方案項目。**總統拜登表示，願意就刺激方案與共和黨進行談判，但不排除在只有民主黨支持的情況下通過方案。民主黨參議院領袖舒默表示，將會爭取不遲於3月中通過新一輪紓困法案。不少共和黨參議員續反對部分刺激方案項目
- **美國眾議院通過彈劾特朗普**，向參議院提交彈劾條款，預計參議院最快或要到2月9日才展開彈劾審訊程序
- **市場觀望拜登就任後的對華立場，以及中美關係發展。**新任財長耶倫等拜登團隊成員暗示，不會改變目前對中國的強硬路線。白宮新聞秘書普薩基指，美國政府將耐心處理中美關係，計劃評估特朗普任總統時對華強硬的政策。國家主席習近平透過視像出席達沃斯世界經濟論壇時表示，要維護和實踐多邊主義、摒棄意識形態偏見和冷戰思維

## 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**1月跌1%。部分對沖基金為彌補淡倉虧蝕而減持股票，美股短線或續波動。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21.5倍，較其十年平均高出約兩個標準差。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。市場觀望美國1.9萬億美元經濟刺激方案何時落實，以及美國疫情發展

**歐元區股市**1月跌2%，跑輸整體成熟市場。歐洲多國因應疫情延長封鎖措施，加上疫苗供應受阻，拖累股市表現。不過，歐洲股市的周期股比重較美股為高、估值亦相對便宜，若疫苗普及帶動經濟復甦，歐股料受支持。我們維持歐元區股市中性觀點，歐元兌美元去年累升近9%，對當地出口商或造成影響；歐洲央行表示進一步減息仍是選項，或拖累銀行股表現

**日本股市**1月跌1%。日本推出73.6萬億日圓的經濟刺激方案，加上日本股市估值相對整體成熟市場較低，均為日本股市帶來支持。若疫苗接種能推動環球經濟復甦，料有利日本出口相關股份表現。然而，日本疫情仍未受控，日本央行亦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**1月升3.9%，表現略遜亞洲股市，但跑贏A股2.7%的升幅。內地資金透過港股通加快買入港股，帶動恒指一度突破3萬點水平。內地經濟復甦、同時人民幣轉強預料可增加中國企業的吸引力，繼續支持內地及香港股市。市場關注近日內地資金偏緊現象、內地及本港疫情發展，以及美國總統拜登就任後的對華立場。港股相對環球股市預測市盈率折讓達三成半，內地A股相對環球股市亦折讓近兩成，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**1月普遍上升，其中台灣股市受惠晶片需求上升，上月上升6.5%。市場對智能手機、電腦、電子產品等需求增加，部分亞洲經濟體的出口有望受惠，帶動企業盈利前景進一步改善。若美元持續弱勢，或對亞洲股市帶來額外支持。

<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**1月下跌6.7%，**歐洲、中東及非洲股市**則升1.1%。巴西疫情持續嚴峻，總統博爾索納羅被指應對不力，引發全國多個地區市民上街示威，拖累巴西股市跌近8%。美元匯價若持續偏軟，或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


**整體主權債券及投資級別債券**1月分別跌1%；**高收益債券**則升0.2%。主要經濟體續發行大量國債以支持財政政策擴張，同時市場憧憬美國推出新一輪經濟刺激措施，推動通脹預期持續升溫，或帶動孳息率上升，我們維持略為看淡主權債券。投資級別企業債息差已明顯低於歷史平均水平，再大幅收窄空間或有限，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**1月分別下跌0.8%和0.1%。美元匯價偏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，區內央行繼續維持寬鬆貨幣政策，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**經歷12月的反彈後，1月重拾跌勢，下跌2.7%。美元匯價連跌兩個月後稍微回升，拖累金價表現。市場對經濟復甦的預期趨向樂觀，帶動美國十年期國庫券孳息率上升，或令金價受壓。我們暫時下調黃金至略為看淡觀點。

**原油**價格1月升7.6%，連續三個月上升，隨著各國陸續為市民接種疫苗，市場憧憬經濟復甦，增加對原油需求。與其同時，沙特阿拉伯將在2、3月減產；石油輸出國組織及其盟國亦預計，他們將在今年年中之前實現消除石油過剩的關鍵目標。我們上調原油觀點至略為看好。

## 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	-0.5%	-0.5%	17.0%	17.2%	17.0%	25.6%	1.8%	19.1x	31%	8.0%	64.2%
成熟市場	MSCI世界淨回報美元指數	-1.0%	-1.0%	16.4%	16.2%	15.5%	27.0%	1.8%	19.9x	32%	7.8%	64.5%
亞洲 (日本除外)	MSCI亞洲 (日本除外) 淨回報美元指數	4.1%	4.1%	20.1%	25.9%	36.2%	22.4%	1.8%	16.8x	38%	8.8%	52.5%
新興市場	MSCI新興市場淨回報美元指數	3.1%	3.1%	20.9%	24.1%	27.9%	13.9%	1.9%	15.4x	34%	8.9%	63.4%
<b>成熟市場</b>												
美國	標普500淨總回報指數	-1.0%	-1.0%	13.9%	14.2%	16.6%	37.0%	1.6%	21.5x	35%	10.9%	41.6%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	-2.0%	-2.0%	22.9%	16.1%	9.0%	1.1%	2.2%	17.0x	28%	3.0%	279.6%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	-0.2%	-0.2%	22.9%	14.8%	-7.2%	-9.9%	3.4%	13.7x	5%	1.0%	982.7%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	-1.0%	-1.0%	16.0%	24.0%	14.9%	12.9%	2.0%	17.4x	28%	5.0%	74.9%
<b>亞洲 (日本除外)</b>												
香港	恒生淨總回報指數	3.9%	3.9%	17.5%	15.8%	10.8%	-5.2%	2.4%	12.5x	16%	8.1%	26.0%
香港 (中國)	恒生中國企業淨總回報指數	4.4%	4.4%	14.9%	12.3%	13.5%	-8.0%	2.7%	9.9x	26%	12.6%	10.9%
中國A股	滬深300淨總回報指數	2.7%	2.7%	14.0%	14.3%	36.2%	32.8%	1.6%	15.7x	37%	12.4%	29.0%
中國 (MSCI)	MSCI中國淨回報美元指數	7.4%	7.4%	13.4%	22.7%	46.0%	23.8%	1.2%	16.8x	56%	12.0%	45.6%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	1.2%	1.2%	39.0%	47.2%	54.6%	25.6%	2.1%	13.9x	44%	5.6%	68.4%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	6.5%	6.5%	29.5%	31.5%	57.6%	73.3%	2.5%	18.3x	32%	12.5%	21.4%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	-2.3%	-2.3%	16.9%	23.1%	13.8%	8.8%	1.1%	21.0x	30%	9.0%	86.1%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	-1.8%	-1.8%	18.0%	11.4%	-3.2%	-13.7%	3.0%	15.7x	10%	7.2%	48.1%
<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	1.1%	1.1%	22.7%	16.1%	-1.1%	-14.0%	3.1%	11.0x	17%	7.4%	67.3%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	-6.7%	-6.7%	27.2%	11.9%	-14.8%	-22.0%	2.4%	12.1x	-5%	4.4%	305.0%

### 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	-0.9%	-0.9%	2.5%	2.1%	6.8%	12.8%	1.08%	1.99%	51.6	73.2	7.3
主權債券	彭博巴克萊環球政府債券指數	-1.0%	-1.0%	2.2%	2.0%	7.1%	11.8%	0.69%	1.24%	13.9	24.4	8.2
投資級別	彭博巴克萊環球企業債券指數	-1.0%	-1.0%	3.3%	2.1%	7.6%	16.8%	1.41%	2.77%	99.4	141.3	7.3
高收益	彭博巴克萊環球高收益企業債券指數	0.2%	0.2%	7.1%	7.4%	8.4%	17.1%	4.17%	6.20%	378.9	475.5	3.5
新興市場 (美元)	彭博巴克萊新興市場美元債券指數	-0.8%	-0.8%	3.7%	2.9%	4.0%	16.7%	3.59%	5.12%	280.1	329.9	7.0
亞洲 (美元)	彭博巴克萊新興市場亞洲美元債券指數	-0.1%	-0.1%	2.0%	1.2%	4.8%	19.0%	2.97%	4.09%	238.9	235.7	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	3.8%	3.8%	20.4%	21.2%	2.3%	-11.7%
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	7.6%	7.6%	45.9%	29.6%	1.2%	-19.4%
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	7.9%	7.9%	49.2%	29.1%	-3.9%	-19.1%
現貨黃金	現貨黃金	-2.7%	-2.7%	-1.7%	-6.5%	16.3%	37.4%
美元	美匯指數	0.7%	0.7%	-3.7%	-3.0%	-7.0%	1.6%
歐元	歐元兌美元	-0.7%	-0.7%	4.2%	3.0%	9.4%	-2.2%
英鎊	英鎊兌美元	0.3%	0.3%	5.9%	4.8%	3.8%	-3.4%
澳元	澳元兌美元	-0.6%	-0.6%	8.8%	7.0%	14.2%	-5.1%
紐西蘭元	紐元兌美元	0.1%	0.1%	8.7%	8.5%	11.3%	-2.3%
加拿大元	加元兌美元	-0.3%	-0.3%	4.2%	5.0%	3.6%	-3.6%
瑞士法郎	瑞郎兌美元	-0.7%	-0.7%	2.9%	2.5%	8.2%	4.5%
日圓	日圓兌美元	-1.3%	-1.3%	-0.1%	1.1%	3.5%	4.3%
人民幣	境內人民幣兌美元	1.5%	1.5%	4.1%	8.5%	7.5%	-2.2%
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	-0.1%	-0.1%	3.7%	6.5%	4.3%	-0.5%

資料來源：彭博、大新銀行，截至2021年1月31日。「表現」為總回報包括股息/債券再投資，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2021年1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，甚至可能會變成毫無價值。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。