

市場導航

2021年9月

大新銀行經濟研究及投資策略部

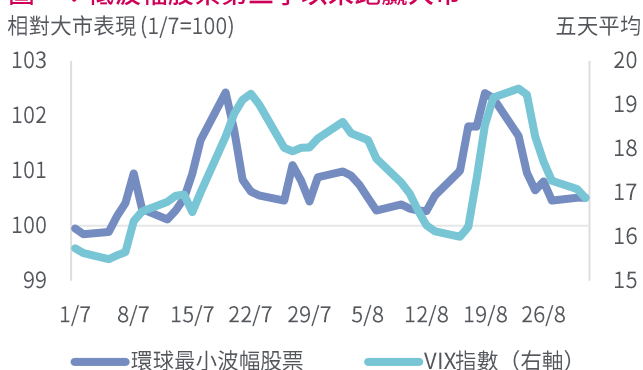
降投資組合波幅 爭取風險調整後回報

市場憧憬疫情或阻礙主要央行收緊政策，加上美股業績帶動，環球股市8月收復最多0.9%跌幅，轉升2.5%，續創歷史新高，連續七個月造好。成熟市場8月上揚2.5%，美股升3%，其他成熟市場亦受惠大市氣氛改善，歐元區及日本股市分別走高2%及3.1%。美元匯價由高位回落，新興市場表現改善，升2.6%，亞洲（日本除外）股市亦升2.3%。其中，內地A股7月急挫後，8月輕微造好；港股則續偏軟，下跌0.1%。亞洲地區股市個別發展，印度受惠油價回落，加上政府料續增加支出支持經濟復甦，上漲10.9%，跑贏其他主要股市，台灣股市受惠半導體需求強勁，8月倒升4.5%，南韓央行稍為出乎意料加息，加上當地疫情未見好轉，南韓股市跌1.6%。

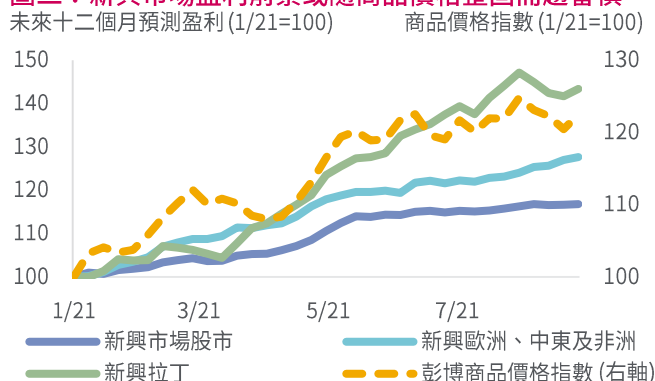
- 環球股市8月先跌後回升，再創歷史新高
- 疫情令主要央行在收緊政策上更審慎，惟疫情影響力減退後或續減少寬鬆措施
- 低波幅股票有望領先；我們下調新興拉丁及歐洲、中東、非洲股市觀點至中性

大市氣氛改善，加上非美元債券受匯率拖累回報表現，環球債券8月下跌0.4%，其中主權債券及投資級別企業債回落0.5%，高收益企業債則上揚0.5%。有受債務問題困擾的內地國有企業獲注資，減輕了市場對內地企業債券違約的憂慮。新興市場亞洲債五個月以來首次跑贏整體新興市場債券，前者反彈1.2%，後者則升1%。（所有表現截至8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：低波幅股票第三季以來跑贏大市



圖二：新興市場盈利前景或隨商品價格整固而趨審慎



資料來源：彭博、大新銀行，截至2021年8月31日。圖一環球最小波幅股票為MSCI環球最小波幅股票淨回報美元指數、相對大市表現為環球最小波幅股票指數期內相對MSCI環球淨回報美元指數的表現。圖二新興市場股市、新興歐洲、中東及非洲股市及新興拉丁美洲股市為MSCI指數。

疫情反彈 主要央行未加快收緊政策

受Delta變種病毒影響，環球疫情尚未見降溫的跡象。環球七天平均新增確診人數維持在65萬之上，是自5月中以來最多。部分接種率相對較高的經濟體、例如美國、英國、以色列等的新增確診人數重回年初的高位；其他疫苗接種進展較落後的經濟體，例如日本、南韓等新增確診亦續創新高。

疫情未能緩和，對經濟復甦構成不確定性，或令部分主要央行在收緊政策方面更審慎。紐西蘭央行在8月的議息會議上暫緩加息的決定，主要考慮當地出現新一輪疫情以及重新實施封城措施，但央行官員強調很大機會下次

續後頁

會議加息。聯儲局主席鮑威爾在備受矚目的全球央行年會中表示，若美國朝着就業目標取得更多進展，今年內開始減慢買債是適當之舉，但強調加息需要更高的經濟門檻。

內地受疫情拖累，經濟動力見減弱跡象，8月服務業採購經濟指數更跌至收縮水平。人民銀行7月全面降準後，料繼續以保持市場流動性充裕為主，繼續為實體經濟帶來支持，但預料不會大幅放寬政策，避險信貸增長過快令金融風險升溫。

股市若趨更波動 低波幅股票有望跑贏大市

環球股市在第三季波動性似乎有反覆擴闊的跡象（圖一），或受疫情以及央行收緊政策不確定性影響。目前，環球股市的估值較過往多年平均仍然相對高企，在疫情反覆以及央行收緊政策預期的陰霾下，中短期內或會更趨波動。**合適的投資者可以在投資組合中加入一些低波幅的股票，在市況較波動的情況下有望跑贏大市。**

收緊政策預期或續添新興市場股市壓力

美元匯價8月創今年高位後回落，惟未來三至六個月可能仍受聯儲局收緊政策預期所支持，或令新興市場資產受壓。與此同時，疫情反彈以及主要央行收緊政策的憂慮，不排除令商品價格中短線上升動力減弱、甚至出現一些整固壓力（圖二），有機會令一些較依賴商品出口的新興市場股市盈利增長減慢。因此，**我們下調新興拉丁美洲、以及新興歐洲、中東及非洲股市觀點至中性，料未來三至六個月與整體新興市場表現同步。**不過，兩者的盈利前景較整體新興市場樂觀、估值對環球股市仍有明顯折讓，料可對兩者表現發揮一定支持。

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8月升3%，跑贏整體成熟市場。美國上市企業第二季業績普遍好過市場預期，加上整體流動性仍然保持充裕，支持美股表現。美國疫情繼續反彈，8月製造業及服務業數據均遜預期，消費信心及零售數據近期也見轉弱，為復甦前景及聯儲局今年會否開始減慢買債帶來不明朗因素。預測市盈率（21倍）維持在略低於十年平均加兩個標準差，估值較去年底高位有所回落，相對其他成熟市場溢價則有所擴闊。投資者繼續上調美股盈利預測，或會是帶動美股未來表現的主要因素。

歐元區股市8月升2%。歐洲個別國家疫情仍反覆，歐洲央行強調不會過早收緊寬鬆措施，惟若通脹壓力持續升溫，央行最快第四季有機會減慢買債步伐。歐元區股市預期盈利增長超過三成，增幅高於整體成熟市場的25%；預測市盈率（16.2倍）略高於其十年平均加一個標準差，估值相對其他成熟市場尚算合理。

日本股市8月反彈3.1%，領先其他成熟市場。日本股市估值相對吸引，其預測市盈率已回落至略為高於其十年平均，估值相對其他市場仍有折讓。日本疫情惡化，單日新增感染人數升至超過兩萬宗，創疫情爆發以來新高，近期公布的製造業和服務業採購經理指數亦遜預期，或不利股市氣氛。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。

亞洲市場

香港¹ 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8月跌0.1%，連續三個月向下，**內地A股**則微升0.1%。內地繼續收緊對互聯網等多個行業的監管，連續兩個月引發資金流出港股市，8月南向港股通錄得淨賣出198億港元。內地強調要促進「共同富裕」，不排除會繼續推出不同的監管措施，未來一段時間市場的政策風險仍然偏高，並可能加劇內地經濟和股市下行風險。市場觀望宏觀政策會否有放寬空間。恒指及內地A股的預測市盈率已回落至其十年平均加一個標準差附近，估值不算昂貴，恒指盈利前景仍有下調壓力。

其他亞洲市場8月個別發展，南韓跌1.6%，台灣及印度股市分別升4.5%及10.9%。印度疫情改善，製造業採購經理指數重回擴張區域，企業盈利預測亦續獲調升，惟印度股市估值偏高，或限制大市上升空間。台股估值回落至低於十年平均值，全球半導體供應仍然緊張，支持市場上調台股盈利預測，料對台灣股市有一定支持。南韓央行8月出乎意料加息0.25%，加上疫情數字高企，或影響南韓股市氣氛。

¹ 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8月轉升0.8%，**歐洲、中東及非洲股市**則升3.4%。Delta變種病毒蔓延，原材料價格由7月高位回落。主要央行逐步收緊政策或導致資金流出新興市場，多個新興市場如巴西及俄羅斯等多次加息，或不利股市氣氛。我們下調拉丁美洲及歐洲、中東及非洲股市觀點至中性。不過，新興市場股市估值已回落至其十年平均減兩個標準差，對股市仍有一定支持。

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**

環球債券7月上漲1.3%後，8月回落0.4%，受股市反彈以及匯率影響。**主權債券**及**投資級別企業債券**分別跌0.5%，**高收益企業債券**則上揚0.5%。市場憂慮復甦步伐受疫情反彈拖累，若股市續趨波動，主權債券以及投資級別企業債或會較受惠避險資金流入。相對主權債券及投資級別債券，高收益債可能較受惠息差收窄而繼續跑贏。個別企業債仍有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**

亞洲債券8月跑贏**新興市場債券**，前者升1.2%，後者亦上揚1%。市場若對部分中國離岸債券違約憂慮降溫，或可支持整體亞洲債市表現，惟仍要注意內地政策及監管風險等不明朗因素。整體新興市場債券表現，要視乎商品價格、美元匯價走向、以及新興市場經濟體加息潮的影響。我們維持亞洲債市與新興市場債券同步觀點。

其他資產

商品

黃金 看淡  **看好** **原油** 看淡  **看好**

金價8月輕微向下。美國國庫券實質利率連跌四個月後在8月反彈，略為降低黃金的吸引力。我們維持黃金價格中性觀點，投資者繼續觀望美元匯價以及實質利率走向對金價的影響。

原油8月下挫7.4%。市場憂慮疫情會導致需求再次減弱，甚至導致油市出現供過於求情況。我們維持原油價格的觀點為中性，投資者留意主要產油國增產步伐會否調整，疫情發展及環球復甦前景料續主導原油需求及價格走向。

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	15.9%	2.5%	4.6%	13.8%	28.6%	49.5%	1.7%	18.2x	21%	13.4%	25.5%
成熟市場	MSCI世界淨回報美元指數	17.9%	2.5%	5.9%	16.1%	29.8%	51.9%	1.7%	19.3x	24%	13.6%	25.5%
亞洲（日本除外）	MSCI亞洲（日本除外）淨回報美元指數	0.7%	2.3%	-5.5%	-4.5%	17.6%	34.0%	2.0%	14.1x	15%	11.3%	26.6%
新興市場	MSCI新興市場淨回報美元指數	2.8%	2.6%	-4.1%	-1.0%	21.1%	32.6%	2.3%	12.7x	9%	12.8%	25.6%
成熟市場												
美國	標普500淨總回報指數	21.2%	3.0%	7.8%	19.3%	30.6%	61.9%	1.3%	21.1x	28%	17.1%	28.1%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	15.4%	2.0%	1.3%	13.8%	30.7%	31.2%	2.1%	16.2x	19%	9.4%	34.3%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	14.5%	0.8%	-0.7%	10.8%	27.2%	11.4%	4.0%	12.0x	-10%	11.5%	50.8%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	3.1%	3.1%	1.5%	2.6%	20.0%	24.7%	2.0%	14.5x	5%	9.0%	9.8%
亞洲（日本除外）												
香港	恒生淨總回報指數	-3.0%	-0.1%	-10.3%	-8.9%	5.4%	1.6%	2.7%	11.3x	4%	11.1%	-12.5%
香港（中國）	恒生中國企業淨總回報指數	-12.6%	-0.3%	-14.3%	-16.6%	-5.8%	-7.1%	2.8%	9.0x	14%	13.3%	-1.9%
中國A股	滬深300淨總回報指數	-6.4%	0.1%	-8.7%	-8.6%	1.4%	52.3%	1.9%	13.6x	18%	13.2%	21.5%
中國（MSCI）	MSCI中國淨回報美元指數	-12.3%	0.0%	-13.8%	-17.4%	-5.1%	23.5%	1.7%	13.2x	19%	13.0%	24.2%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	-1.1%	-1.6%	-5.8%	-2.4%	41.0%	40.4%	2.4%	10.5x	7%	9.1%	47.1%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	21.3%	4.5%	2.8%	8.9%	52.5%	102.0%	2.6%	14.9x	6%	16.7%	9.7%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	25.7%	10.9%	11.1%	22.3%	53.1%	45.7%	1.0%	22.8x	37%	13.5%	27.0%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	0.7%	6.1%	-0.8%	0.9%	14.6%	-1.4%	2.9%	15.4x	7%	8.6%	25.5%
新興市場												
歐洲、中東及非洲	MSCI新興歐洲、中東及非洲淨回報美元指數	20.1%	3.4%	2.6%	16.5%	36.1%	26.0%	3.1%	10.1x	6%	12.3%	31.6%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	5.3%	0.8%	-0.6%	16.4%	34.7%	12.1%	3.8%	9.3x	-27%	19.6%	15.2%

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	-2.1%	-0.4%	0.1%	0.4%	0.9%	14.7%	1.22%	1.90%	50.0	71.3	7.4
主權債券	彭博巴克萊環球政府債券指數	-3.1%	-0.5%	-0.3%	-0.1%	0.1%	13.0%	0.80%	1.16%	14.2	23.3	8.2
投資級別	彭博巴克萊環球企業債券指數	-0.9%	-0.5%	0.9%	1.5%	2.5%	20.4%	1.52%	2.64%	90.8	137.0	7.4
高收益	彭博巴克萊環球高收益企業債券指數	3.2%	0.5%	0.8%	2.5%	9.0%	22.0%	3.92%	6.01%	330.7	464.3	3.6
新興市場（美元）	彭博巴克萊新興市場美元債券指數	0.5%	1.0%	1.9%	2.9%	3.7%	22.5%	3.85%	5.02%	283.4	328.2	7.1
亞洲（美元）	彭博巴克萊新興市場亞洲美元債券指數	0.1%	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%	20.0%	3.34%	3.98%	252.3	235.0	5.7

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	30.0%	0.0%	6.1%	14.6%	42.4%	13.1%
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	41.2%	-7.4%	3.3%	11.4%	60.8%	-1.9%
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	40.9%	-4.4%	5.3%	10.4%	61.2%	-5.7%
現貨黃金	現貨黃金	-4.5%	0.0%	-4.9%	4.6%	-7.8%	51.0%
美元							
歐元	歐元兌美元	-3.3%	-0.5%	-3.4%	-2.2%	-1.1%	1.8%
英鎊	英鎊兌美元	0.6%	-1.1%	-3.2%	-1.3%	2.9%	6.1%
澳元	澳元兌美元	-4.9%	-0.4%	-5.4%	-5.1%	-0.8%	1.8%
紐西蘭元	紐元兌美元	-1.9%	1.0%	-3.1%	-2.6%	4.6%	6.4%
加拿大元	加元兌美元	0.9%	-1.1%	-4.4%	1.0%	3.4%	3.4%
瑞士法郎	瑞郎兌美元	-3.3%	-1.1%	-1.8%	-0.7%	-1.3%	5.9%
日圓	日圓兌美元	-6.1%	-0.3%	-0.4%	-3.1%	-3.7%	1.0%
人民幣	境內人民幣兌美元	1.0%	0.0%	-1.4%	0.2%	6.0%	5.7%
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	1.1%	0.5%	-0.9%	1.3%	6.9%	9.1%

資料來源：彭博、大新銀行，截至2021年8月31日。「表現」為總回報包括股息/債息再投資，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8月31日。

資產類別投資觀點闡釋

本文件頁三「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
高級經濟師

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。