

2021 年中投資展望





總經觀點與各展望情境

我們目前處於循環週期何處？

經濟發展未來方向為何？

政策將帶來哪些影響？

資產配置有何影響？

序論

疫情全球肆虐、經濟陷入衰退，全球局勢在這短短的一年徹底改頭換面。去年底，我們發表對2021年的預期展望與各位分享，該報告的基礎情境預期若疫苗接種計畫順利推行，將能提振各國面對疫情的信心並降低感染率，預計美國經濟將在第二季快速重啟，且歐元區緊追在後。當時我們看好風險資產，偏好此環境下的週期性類股，而非防禦性類股。以上預測大多成真，現在時序進入2021年下半年，景順再次召集了我們經驗豐富的投資專家與思維領袖，共同在2021年中提出最新的前景展望。為了持續應對這種環境下的各種可能性，提出了我們認為實現機率高的基礎情境及其他兩種可能的情境。



Kristina Hooper
首度環球市場策略師

基礎情境

我們的基礎情境預期經濟重啟後將加速發展，隨之而來的是通膨暫時上揚。美國的疫苗推行計畫成效良好，可望在中國成長趨緩的情況下帶領全球經濟復甦。英國與歐元區應會追隨美國復甦，而新興市場國家人民的接種計畫面臨阻礙，很可能會導致COVID-19重燃並出現零星疫情，因此復甦情勢普遍落後。隨著各經濟體重啟且支出增加，通膨應會如聯準會預期般急遽攀升（尤其是美國），但我們認為通膨率將溫和滑落至高於疫情前但不致引發央行動作的水準。更長期而言，我們預期人口結構與創新將為通膨帶來下行壓力。

疫情重燃情境

我們第一種尾端風險情境假設現有疫苗效力明顯不足以阻擋傳染力更強的變種病毒擴散，導致疫情重燃，如此一來，全球經濟成長可能會遭受負面衝擊，但程度遠不如第一波COVID-19來襲時嚴峻，因為各經濟體已適應封城措施，也學會善用其他工具來控制疫情擴散。新興市場經濟體由於醫療基礎設施相對不足且接種率落後，恐會受到最大打擊。

高通膨情境

在此情境中，高速成長將與通膨急遽走高同時出現，市場會預期通膨上揚及聯準會的緊縮動作，導致殖利率曲線轉趨陡峭。



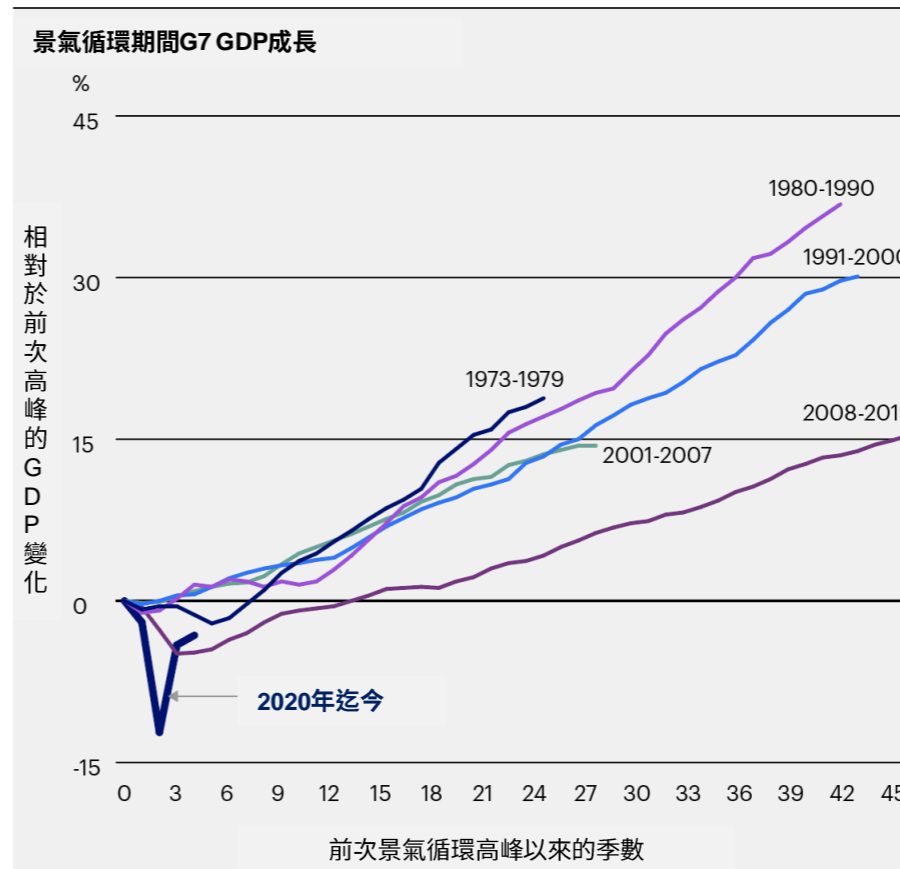
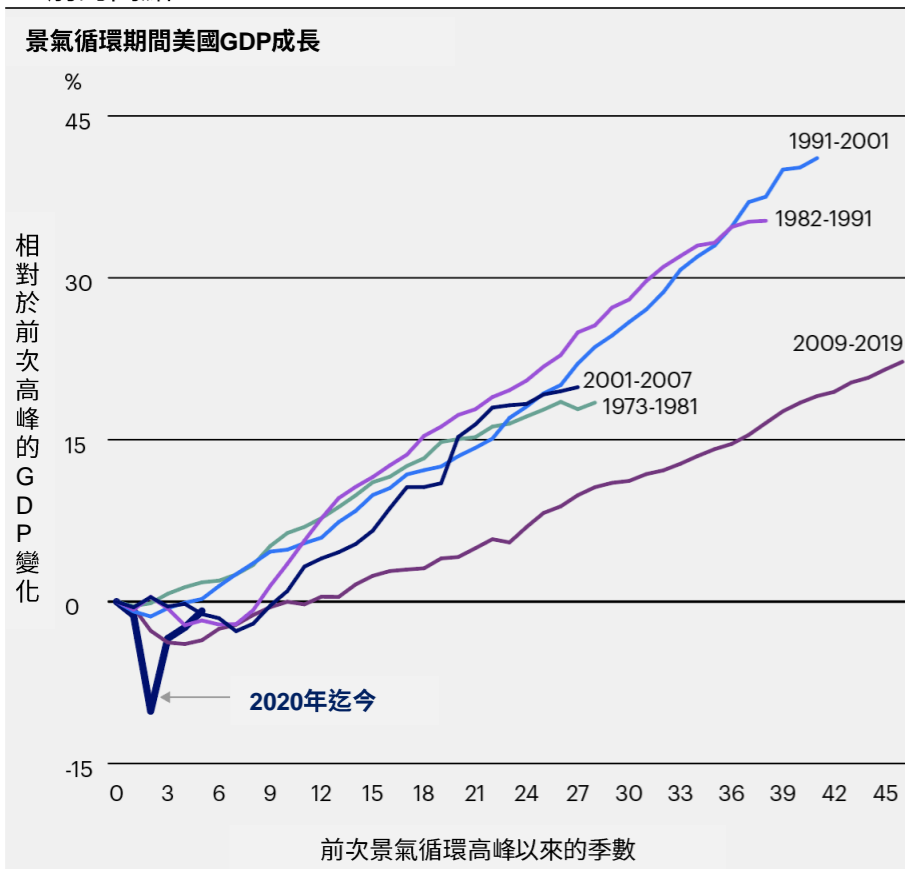
- 基礎情境預期強勁高速的經濟成長伴隨暫時性的通膨。
- 疫情重燃情境預期疫情重燃為全球經濟成長帶來負面衝擊
- 高通膨情境提出經濟高速成長將與通膨急遽走高同時出現，並預期聯準會採取行動。



我們現在身處週期的哪個階段？

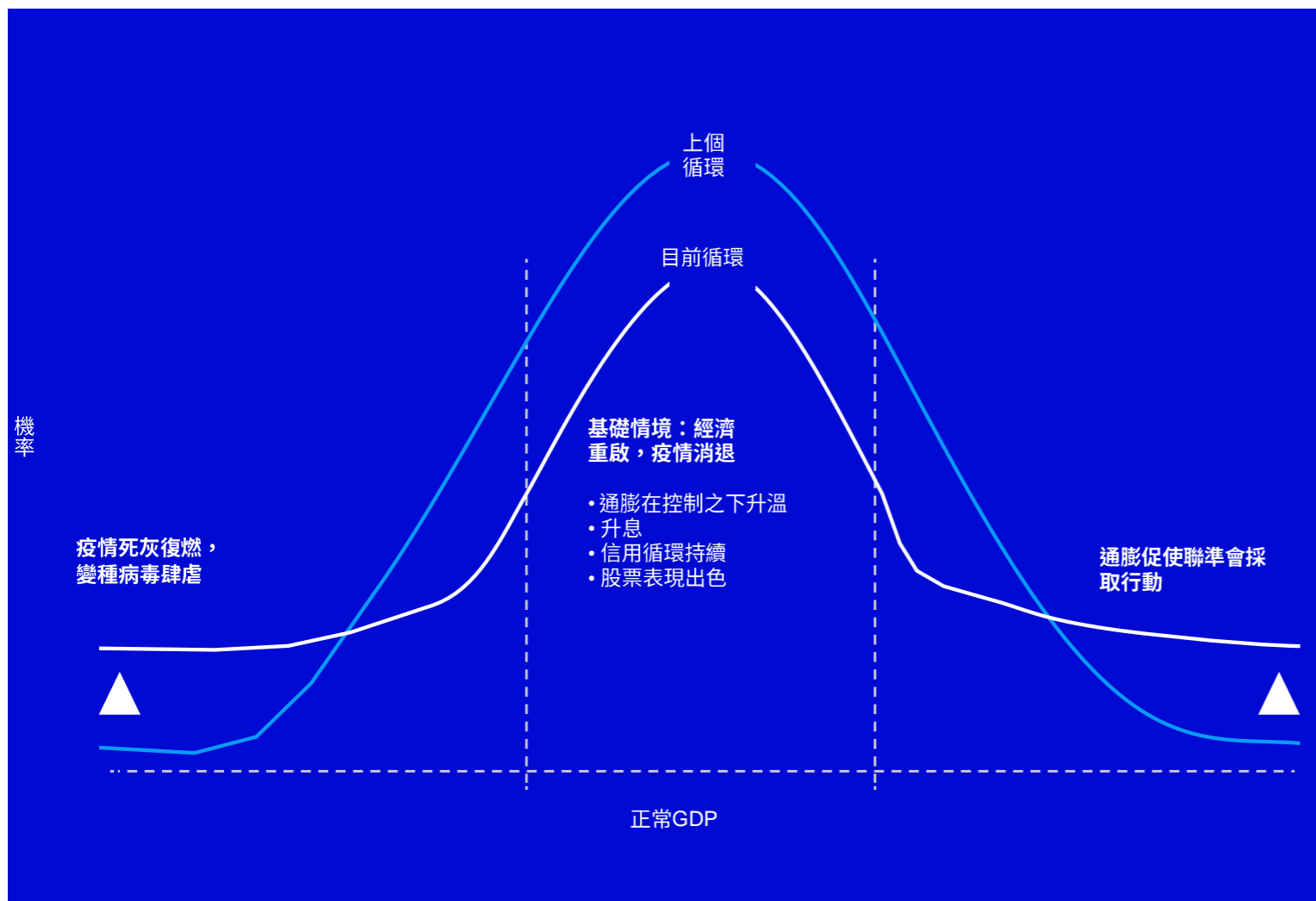
新的景氣循環誕生始於眾人擔憂成長不足時，而當眾人對前景樂觀到義無反顧時，即為景氣循環終點

- 受惠於疫苗與刺激措施，美國快速回到經濟擴張期。
- 歐洲復甦力道似乎正在增強，但仍落後美國。
- 中國成長可能趨緩，降回可長期維持的速率。
- 我們認為目前屬於經濟週期的早期階段。雖然GDP正快速回升至疫情前的高峰，但過去經驗顯示新一輪週期的成長走勢可延續至超過之前的高點。



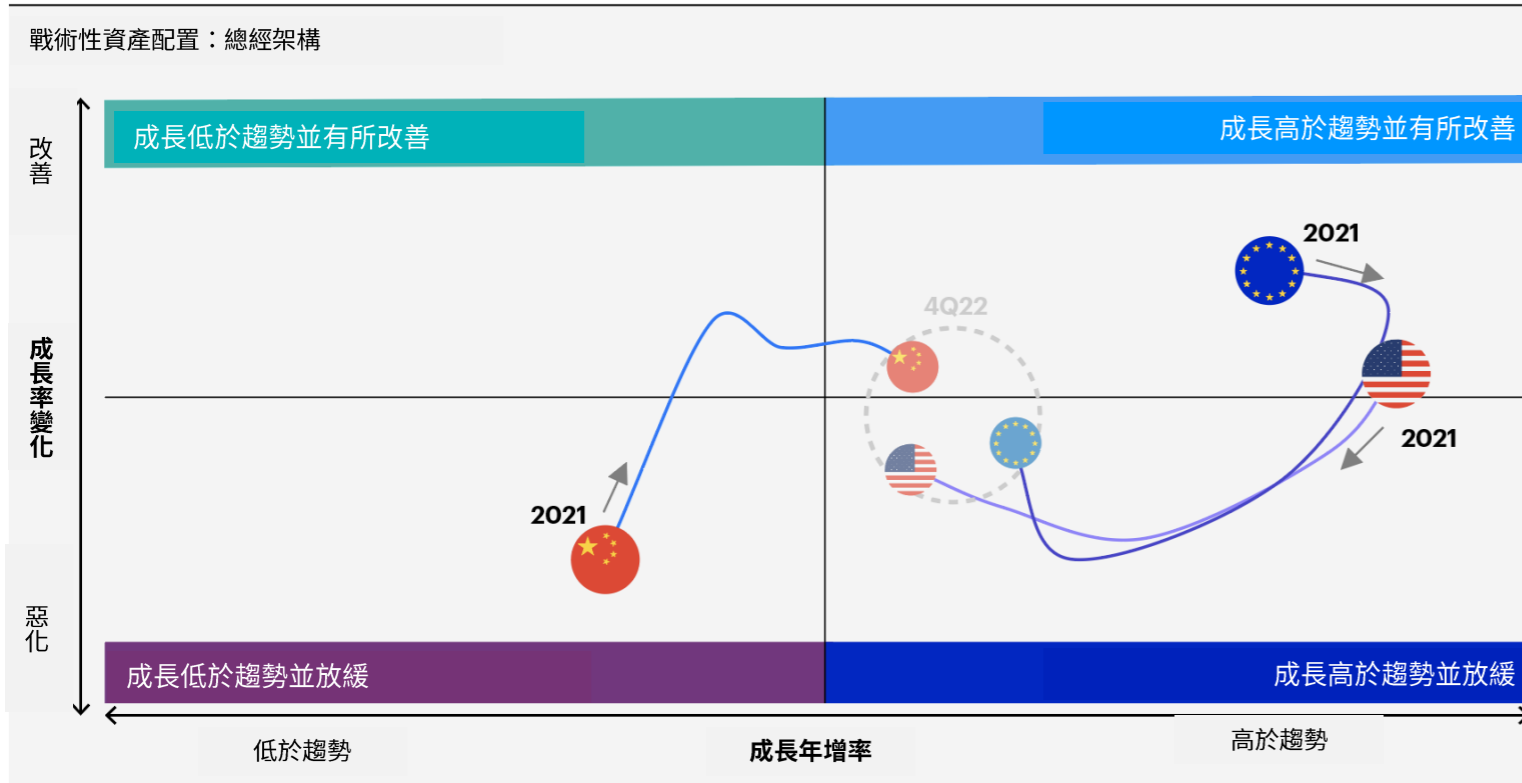
我們認為疫情將持續消退，全球將陸續解封

通膨將在政策和壓抑已久的需求支撐下升溫，然後趨緩



- 相較於過去多數週期，我們觀察到尾端風險比一般復甦環境（如全球金融危機過後）還高且更清楚明確。
- 在我們認為極可能發生的基本情境中，我們預期2022年初全球經濟將加速成長；此期間通膨也將升溫，但將會是暫時性現象且受到控制。財政和貨幣政策振興方案預計將繼續實施，可望為風險資產帶來支撐。

未來之路：我們的基礎情境



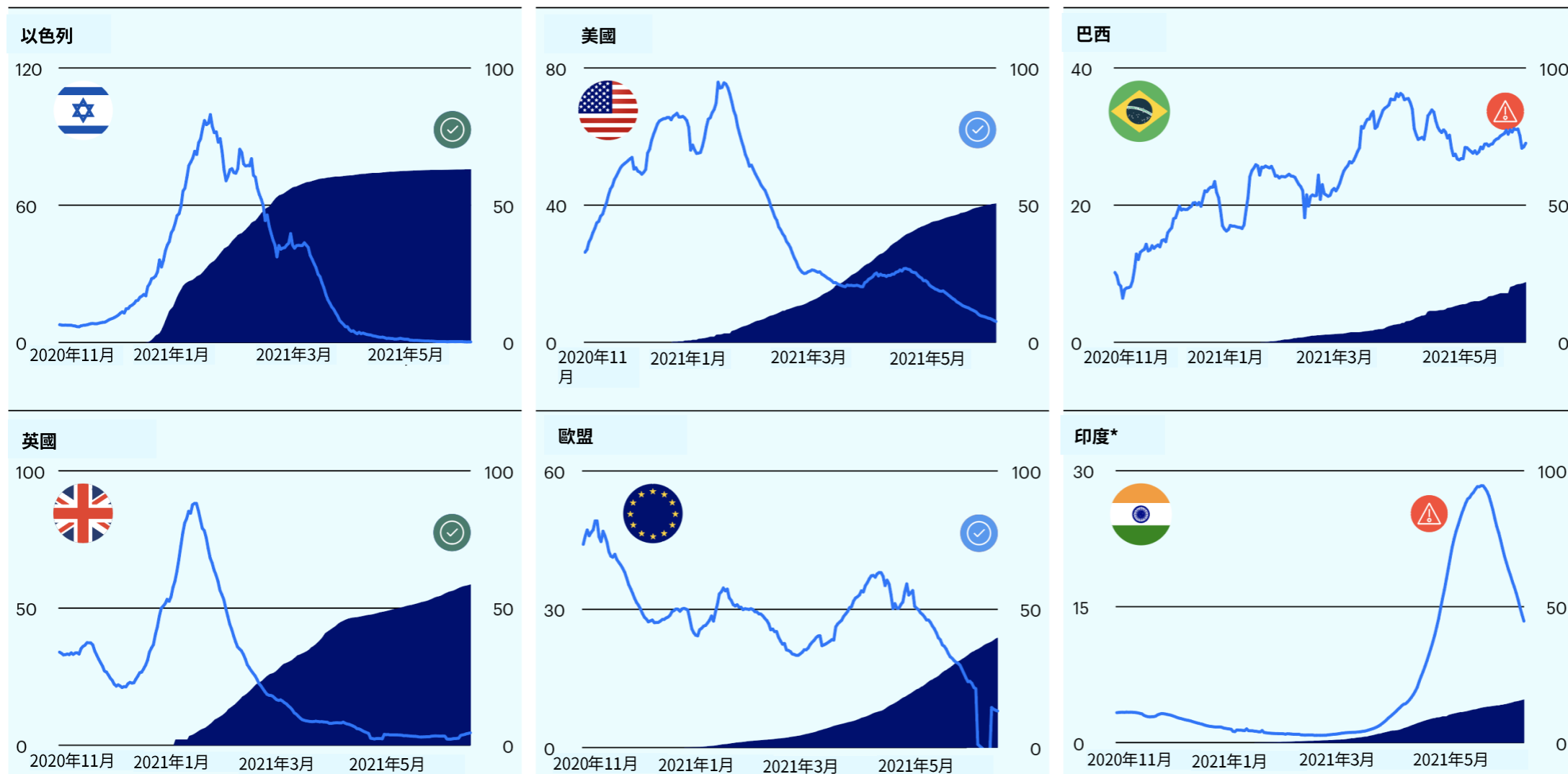
- 由於經濟重啟且接種計畫順利推行，我們預期歐元區和美國2021年的成長將超過趨勢，之後雖會放緩，但預期仍將高於趨勢。
- 中國成長預計將放緩，但力道依然可觀，且COVID-19疫情過後將持續好轉。



資料來源：景順投資解決方案之專屬全球商業循環架構顯示之景順環球市場策略辦公室和景順固定收益情況預測。僅供說明使用。

此次週期的驅動因素－新冠肺炎疫情在主要經濟體正逐漸消退

疫苗接種似乎成功抑制了感染情況



■ 已接種至少一劑疫苗的人數佔比總數 (右軸)

— 每十萬人新增感染案例連續七日平均 (左軸)

資料來源：景順、約翰·霍普金斯大學系統科學與工程中心(JHU CSSE)新冠肺炎全球疫情資料和用數據看世界(OurWorldinData)，截至2021年6月3日。
*每百人施打劑量，總數。



美國的情況也許能為其他經濟體的未來發展提供線索

我們預期其他經濟體在國人大幅接種疫苗後將如同美國加速復甦。

金融情勢依舊十分寬鬆

1. 金融情勢

美國金融情勢



資料來源：高盛，資料截至2021年6月2日。

產品需求強勁，製造業強力復甦

2. 商品類股

美國供應管理協會製造業採購經理人指數

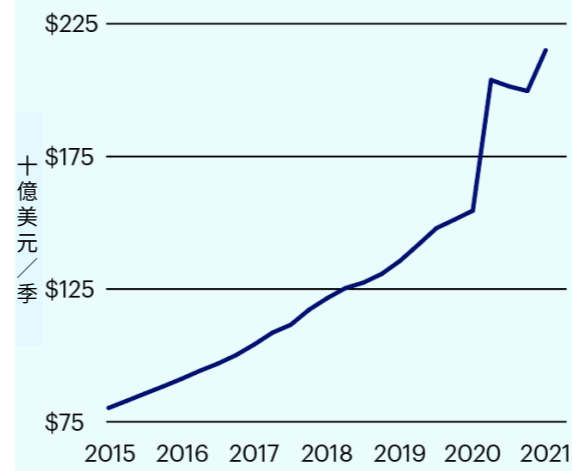


資料來源：美國供應管理協會(ISM)，資料截至2021年5月31日。

隨著美國經濟重啟，電子商務零售業績略為下降

3. 居家經濟

美國電子商務銷售



資料來源：美國人口統計局，資料截至2021年5月31日。

越來越多美國人口再度開始旅遊

4. 逐漸重啟的經濟

美國運輸安全管理局檢查哨總遊客數

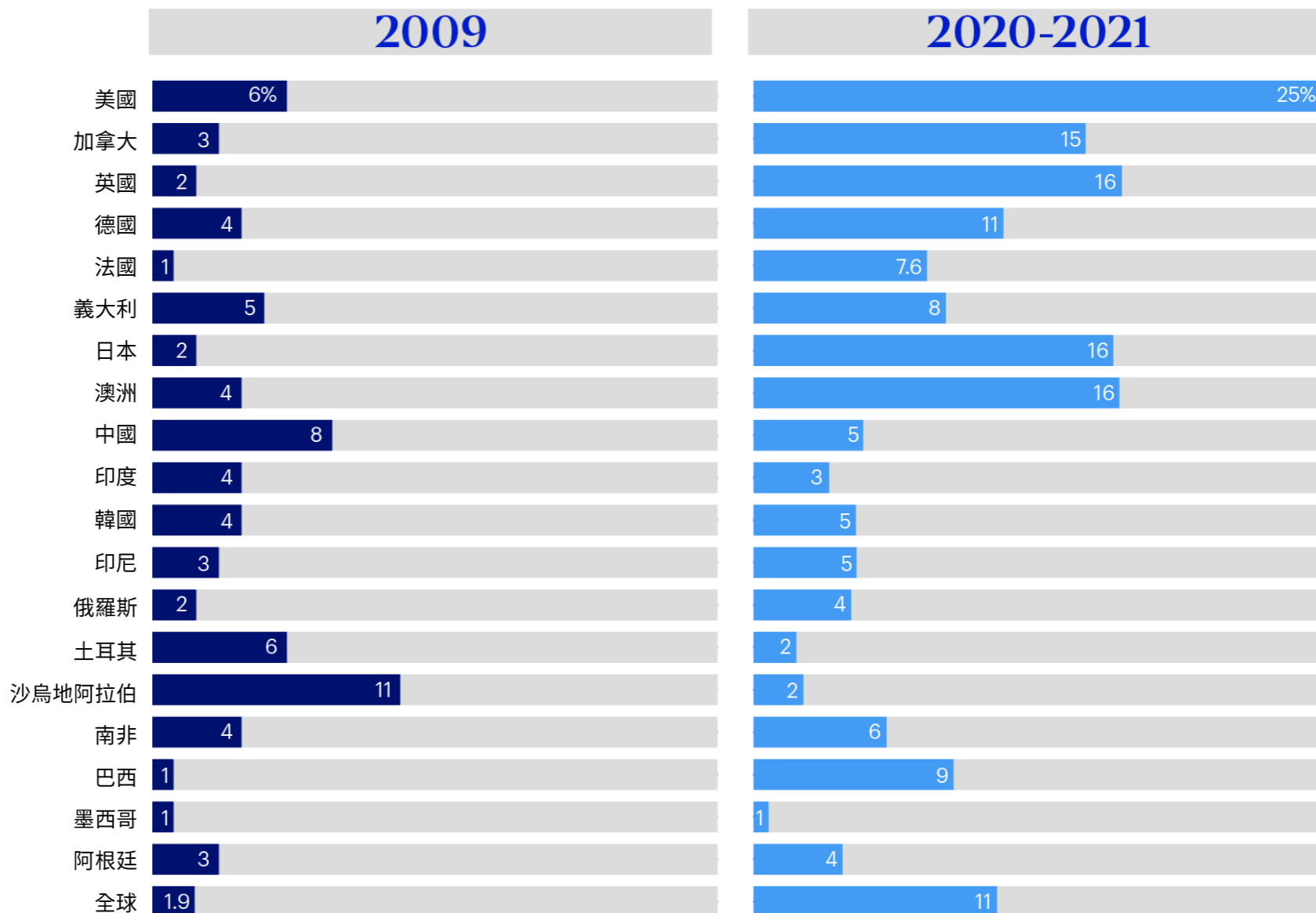


資料來源：美國運輸安全管理局(TSA)，資料截至2021年5月31日。

政策：疫情期間的財政政策遠較2009年寬鬆，可支撐復甦

但各地區的寬鬆規模不等，成長情勢陷分歧

我們評估總經環境的重要因子之一就是超大規模的政策因應措施。全球各國已實施大規模財政支出計畫來協助經濟撐過此次疫情，其規模遠超過全球金融危機的因應措施。



資料來源：國際貨幣基金(IMF)政策追蹤器(Policy Tracker)、國際貨幣基金GDP數據、大西洋理事會(Atlantic Council)、DE Data Wrapper、景順。計算基於各國公布和公告日期以及大西洋理事會截至2021年3月31日數據，2009年基於國際貨幣基金、歐盟統計局和G20數據。請注意：計算不含遞延收入及擔保；納入了權衡性財政紓困計畫(「自動穩定措施」除外)；宣布及實施的計畫皆依據2008年和2009年GDP進行計算。「全球」總值代表G20國家，含19大主要經濟體和歐盟。



貨幣政策依舊是強力的驅動因素

緊急貨幣方案持續為銀行注資

除了各國政府提出了大型財政政策支持外，各大央行也採取了一系列政策支撐經濟，其中包括央行持續擴大其資產負債表，透過大規模的資產購買，釋出額外現金至銀行，幫助緩解了金融情勢，以支持經濟活動。

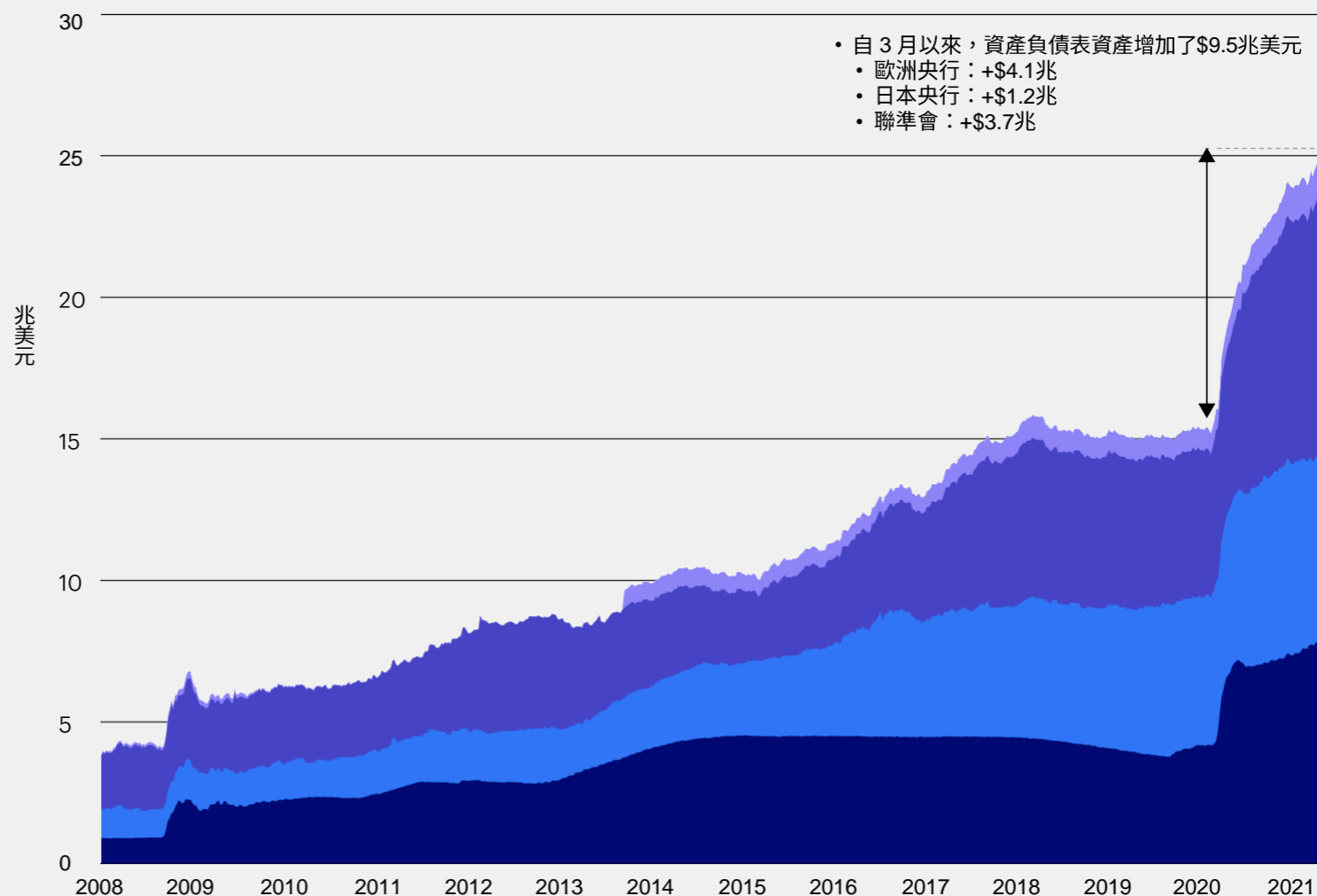
美國商業銀行也協助為政府的財政赤字提供資金。自 2020 年 3 月以來的一年裡，他們增持了 1 兆美元以上的債券，主要是美國公債和不動產抵押證券(MBS)，進而為擴張性貨幣政策帶來貢獻。

我們也注意到中國在本次週期並未積極使用貨幣政策，而且中國人民銀行的資產負債表十分穩定。

資料來源：聯準會(Fed)、歐洲央行(ECB)、英格蘭銀行(BoE)、日本央行(BoJ)，截至2021年5月24日。

大量大規模的資產購買計畫可能有助於支持復甦
各大央行資產負債表－總資產

■ 聯準會 ■ 日本央行 ■ 歐洲央行 ■ 英格蘭銀行



尾端風險一：變種病毒肆虐，疫情復燃

目前疫苗無法提供保護的變種病毒是未來前景的主要風險

疫情捲土重來依舊是未來前景的主要風險：在疫苗成功大規模接種的已開發經濟體，感染人數再度上升可能會促使政府加強社交距離限制或部分封城。然而，在疫苗接種有限的地方，特別是如印度、巴西和亞太區等數個經濟體，可能需要實施更嚴格的封城措施。這些風險皆可能對經濟全面重啟形成阻礙。

然而，我們預期經濟衝擊不會比2020年嚴重：許多活動如今已轉為線上，許多服務也尚未完全重新開放。經濟不會再次出現嚴重衰退，只是復甦會受限，可能需要擴大貨幣及財政政策支持。



B.1.1.7 “英國變種”

- 2020年9月於英國發現
- 傳播更容易迅速，且比其他變種更致命
- 目前疫苗可有效提供保護

B.1.351 “南非變種”

- 2020年10月首見於南非
- 傳播更容易迅速
- 現有疫苗對其防護力較差

P.1 “巴西變種”

- 2021年1月首見於巴西
- 傳播更容易迅速
- 現有疫苗對其防護力較差

B.1.617.2 “印度變種”

- 2020年12月首見於印度
- 傳播更容易迅速
- 現有疫苗似乎對其防護力較差



尾端風險二：廣泛的政策措施導致通膨

快速的貨幣增長可能導致通膨強勢升溫，需要央行因應



資料來源：景順、聯準會褐皮書(Beige Book)，2021年4月30日。全美獨立聯盟(NFIB)以及美國勞動統計局。3MMA = 3個月移動平均。美國核心通膨以美國消費者物價指數衡量，扣除食品和能源的影響。無法保證預測數據將會實現。

聯準會各地區分行的通膨傳聞證據

堪薩斯分行

“ 由於疫情加發的紓困金，失業工人沒有重返就業的動力

基本薪資將需上調，將為所有其他職務帶來壓力。

原物料最大供應商拒絕以先前接受的價格為之前的採購訂單交貨，要求漲價18%才願意完成先前接受的美國扁軋不鏽鋼訂單。

紐約分行

“ 投入價格以 2008 年以來最快的速度上漲，銷售價格則以創紀錄的速度攀升。

展望未來，企業依舊樂觀看待未來六個月的發展，相信情況將會好轉，預期就業和價格將大幅上升。

達拉斯分行

“ 由於原物料價格迅速攀升，我們承受了巨大的價格壓力。

如今很難招聘到員工來處理明顯增加的需求。過去44年來從未面臨此種問題。

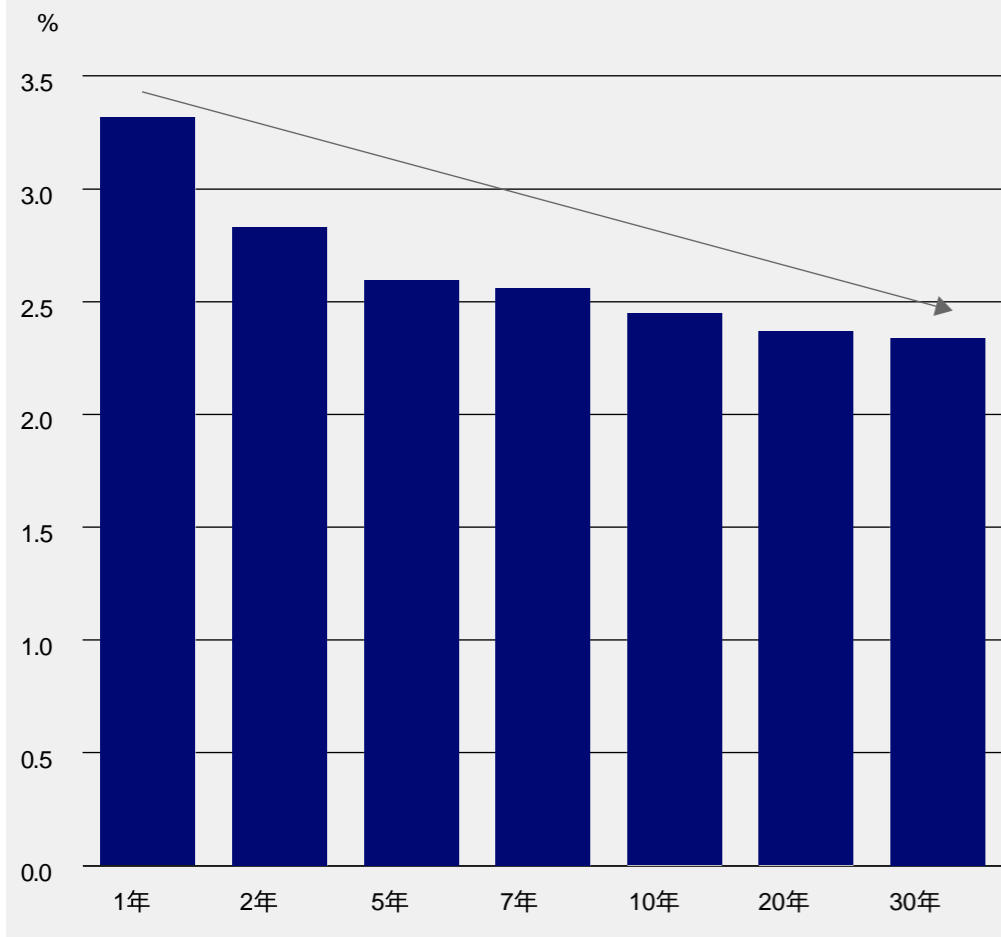
鋼鐵、木材和水泥價格目前正快速上漲，將會增加生產成本，最終導致物價上漲。

通膨大幅飆升—原物料(鋼鐵)價格急劇上揚。

市場不認為通膨為長期現象

通膨持久可能造成市場波動

美國的損益平衡顯示出未來通膨相對較低



資料來源：彭博，截至2021年5月31日。

為何市場預期通膨為暫時性現象？

據市場觀察，價格壓力逐漸趨緩但並未消散

壓抑已久的需求是一次性因素

壓抑已久的需求可能導致通膨升溫，但我們預期此種影響是一次性且短暫的現象。

供應面問題只是暫時

由於疫情引起暫時性的供應問題，大宗商品和運費飆升，但我們認為這只是短暫情況。

支出重新定位

由於社交距離，支出轉移至商品。隨著經濟重啟，支出可能會再平衡至服務。

所得替代方案逐漸退場

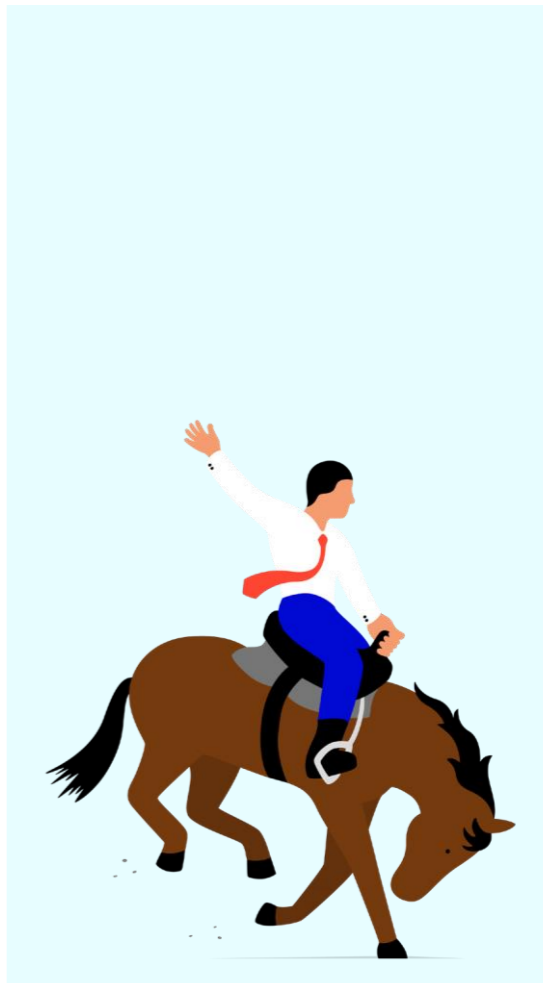
所得替代方案逐漸退場，也許會降低市場過熱風險。

供應依舊疲軟

產能利用率依舊低迷，意味者供應面疲軟。勞動力參與也逐漸增加。

基期效應消退

去年由於疫情衝擊，需求大幅拉回，過去的價格低迷導致現今通膨年增率上揚，但隨著此時期結束，這應該只是暫時性的。

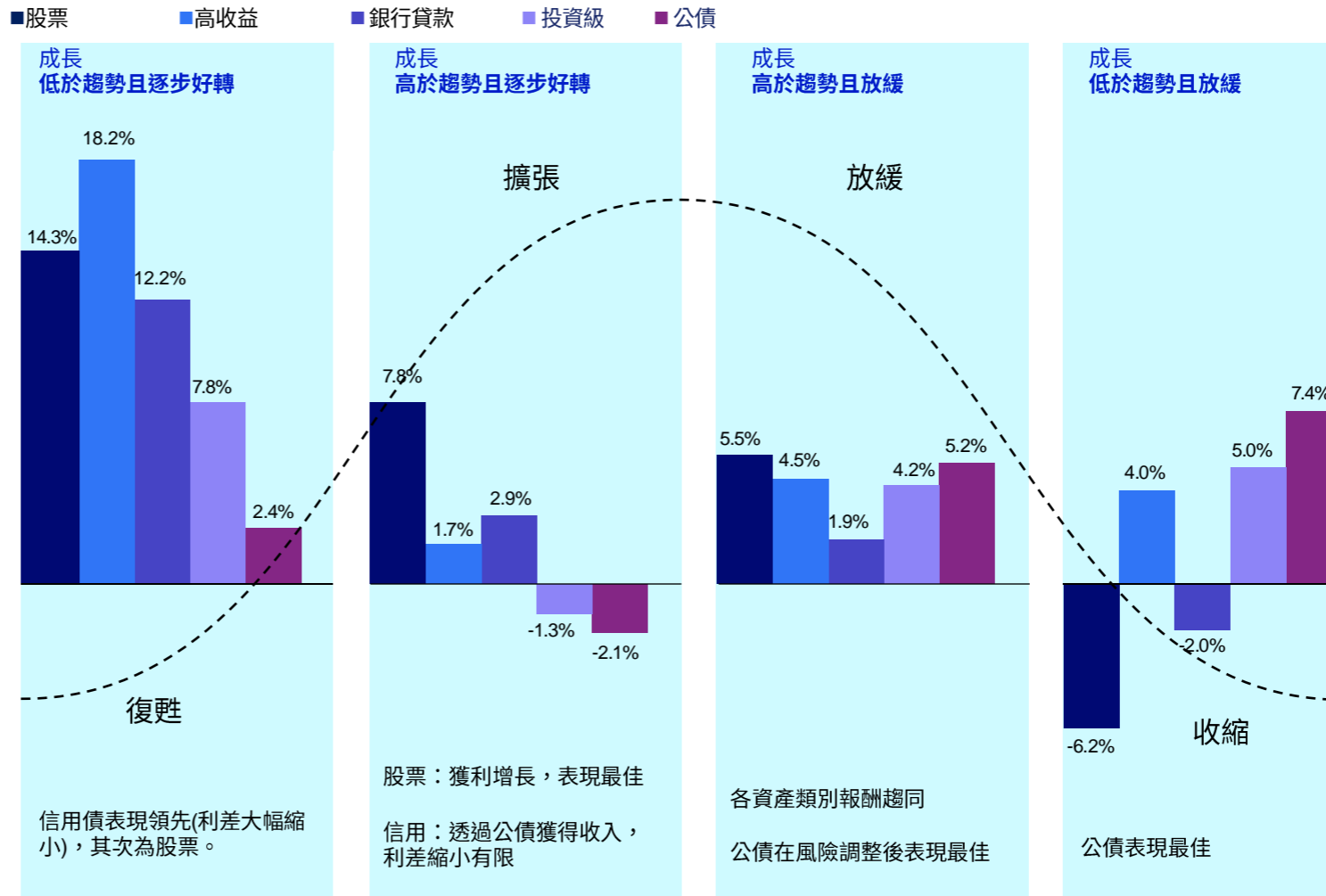


總經架構

- 中期而言，資產價格會深深受到主要的總經情勢影響。資產類別及其風險溢價在各個商業週期階段會出現不同走勢。
- 將三大總經情境對應至總經架構，有助引導戰術性資產配置決策，並以歷史為鑑，強化現況發展的分析能力。

全球週期：各資產類別過去超額報酬

- 經濟復甦時風險信用表現領先，擴張時股票表現領先。
- 各資產類別報酬在經濟放緩時表現趨同。
- 公債和安全的資產在收縮期間表現出色。



資料來源：景順投資解決方案專屬全球景氣循環架構和彭博。指數報酬資訊包含回測數據。無論是實際或回測報酬皆無法保證未來表現。自1973年1月至2020年12月，或自資產類別成立以來（若成立較晚）定義的風險溢價年化月報酬。資產類別超額報酬定義如下：股票 = MSCI ACWI - 3個月美國國庫券，高收益 = 彭博巴克萊高收益 - 3個月美國國庫券，銀行貸款 = 瑞士信貸槓桿貸款指數 - 3個月美國國庫券，投資級 = 彭博巴克萊美國公司債 - 3個月美國國庫券，公債 = 7至10年美國公債 - 3個月美國國庫券。僅供說明使用。過去績效不保證未來結果。無法直接投資指數。



隨著美國經濟擴張，我們預期將會升息

從過去經驗看來，名目經濟成長和債券殖利率通常會一起走高或走低。

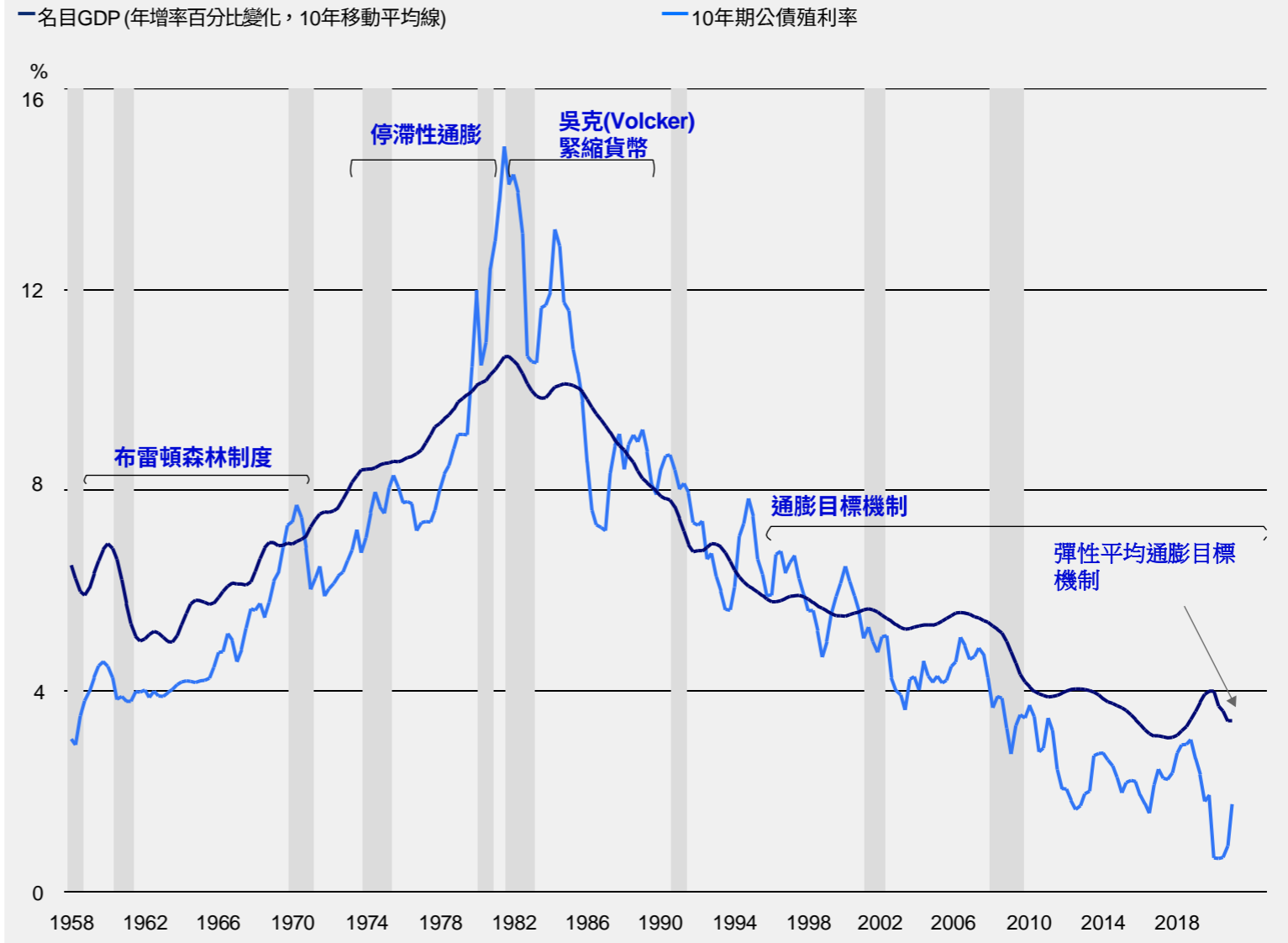
隨著疫情後經濟重啟，經濟成長和通膨反彈，債券殖利率可能會上升。

聯準會新推出的彈性平均通膨目標 (Flexible Average Inflation Targeting) 架構意味著它可能會抑制升息，此舉應可限制債券殖利率上漲，延長成長復甦

資料來源：美國經濟分析局(BEA)、FRED、景順，截至2021年3月31日。註：國內生產毛額(GDP)是一國在特定年所生產的所有最終產品及服務總值。名目GDP = 實質GDP+通膨。10YMA = 10年移動平均線。陰影區域為美國經濟研究局(NBER)定義的經濟衰退。無法直接投資指數。布雷頓森林時代定義為美元兌黃金固定匯率制(直到1971年8月)和史密森協定(Smithsonian Agreement)臨時固定匯率制(直到1973年實行美元浮動匯率制結束)。通膨目標機制時代定義為在其他國家於80年代末至90年代初時正式採用通膨目標機制後，聯準會自1990年代起便隱約以非正式的方式使用通膨目標機制，不過聯準會僅在2012年採用明確的2%通膨目標，並於2020年轉為「彈性平均通膨目標機制」。

過去績效不保證未來表現。

1958年以來的名目GDP成長 vs. 美國10年期公債殖利率

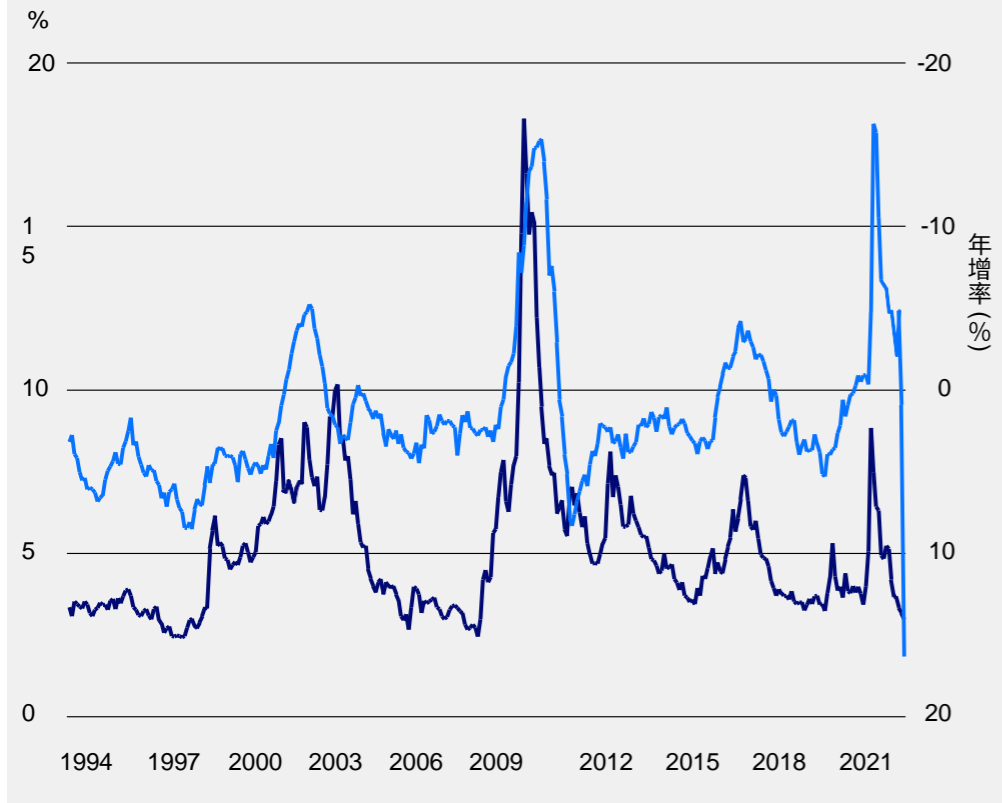


我們預期信用和高收益的表現將超越主權債

- 美國和歐洲高收益債券基本面良好且具支撐，但評價非常高。
- 據我們對經濟成長的預期，明年美國和歐洲高收益的表現將優於主權債。
- 從過往紀錄看來，工業生產和高收益利差之間密切相關。工業生產回溫支持了我們認為利差將維持緊縮的觀點。

美國高收益利差 vs. 工業生產

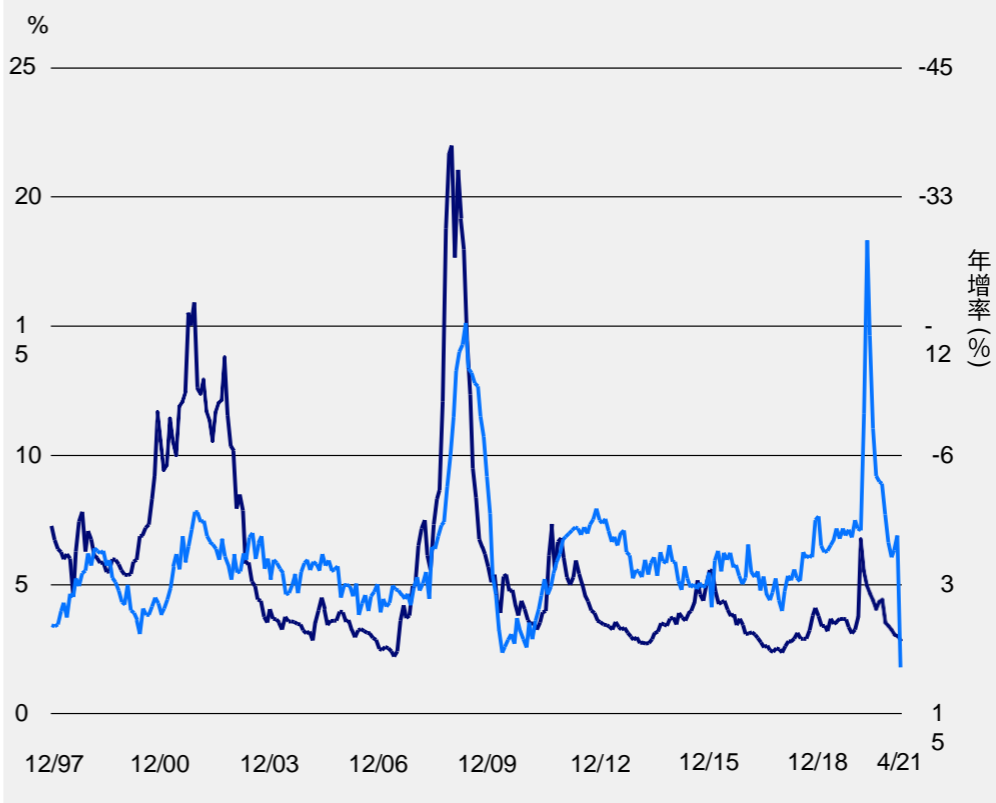
— 彭博巴克萊美國企業高收益債選擇權調整利差(OAS) (左軸)
— 美國工業生產 (右軸，反向)



截至2021年4月30日

歐元區高收益利差 vs. 工業生產

— 高收益利差* (左軸)
— 歐洲工業生產 (右軸，反向)



截至2021年4月21日

*歐元區高收益利差使用ICE BofA Euro High Yield指數減去ICE BofA Euro Government指數進行計算。
資料來源：彭博、聯準會、Refinitiv Datastream和景順。註：歐盟利差主要相對BAML Eurozone Govt 指數殖利率。



聯準會寬鬆的貨幣政策應可支撐疲軟的美元

- 在通貨再膨脹及資金輪動至價值股交易的影響下，我們預期美元將走弱。
- 一般來說，當聯準會的貨幣緊縮週期步入尾聲時，強勢的美元週期也會結束。在聯準會堅守寬鬆政策之下，對美元阻力較小的路徑似乎是向下走貶。事實也確實如此。聯準會和全球其它主要央行聯手促進以美元為基礎的流動性，並抑制美元升值。
- 聯準會新推出的平均通膨目標機制(AIT)政策及其「耐心順應」的立場暗示了距離聯準會開始緊縮貨幣仍有一段時間，這可能會導致近期的美元表現疲軟。
- 大宗商品可能受惠於美元走弱。

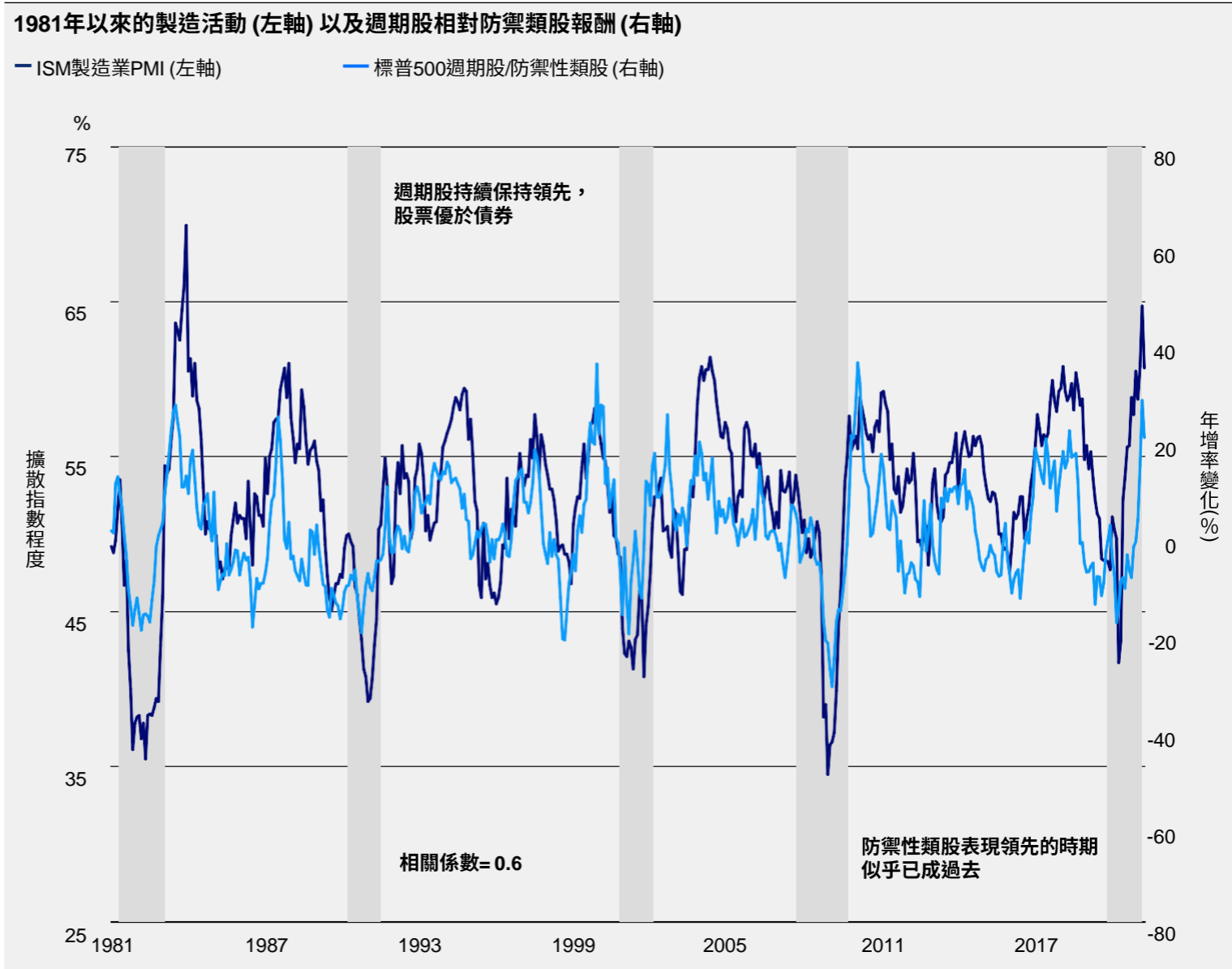
資料來源：彭博、景順，2021年4月30日。註：陰影區域為聯準會緊縮週期。美元 = 國際清算銀行(Bank for International Settlements)實質有效匯率(狹義)。無法直接投資指數。過去績效不保證未來表現。



週期股或防禦性類股？

經濟擴張通常導致週期股表現亮眼

- 我們預期週期股在此次經濟擴張期間表現將優於防禦性類股。
- 從過往紀錄來看，製造活動與週期股的亮眼表現之間強烈相關，這也支持了我們認為週期股在經濟週期的擴張階段將表現出色的觀點。

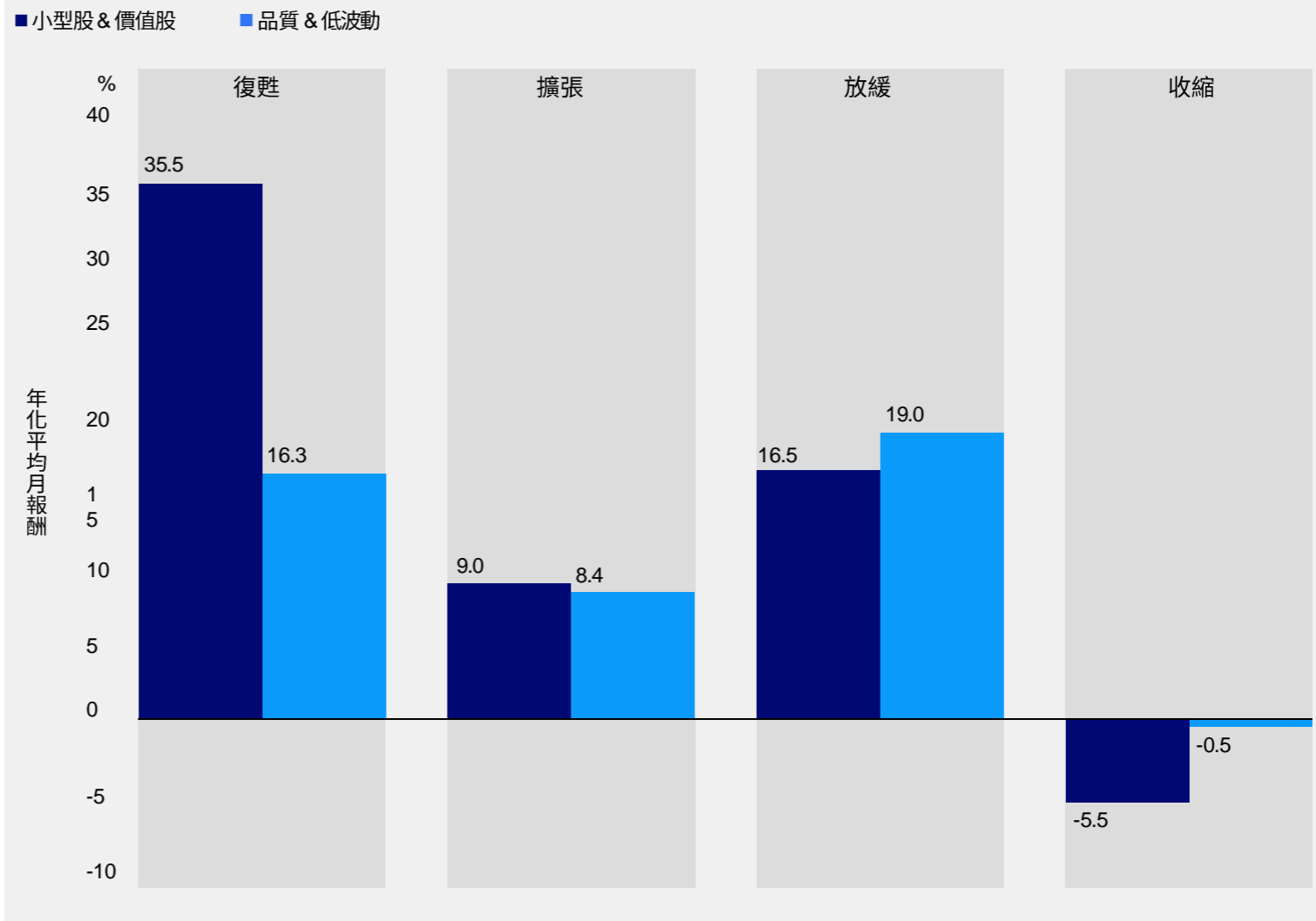


資料來源：彭博、Haver和景順，截至2021年5月31日。註：標普500週期股 = 非必需消費品、能源、金融、工業、科技和原物料；標普500防禦性類股 = 必需消費品、健康護理、電信通訊服務和公用事業。陰影區域代表美國經濟研究局(NBER)定義的經濟衰退。無法投資指數。過去績效不保證未來表現。

小型股和價值股在復甦期間的表現通常優於指標

我們的方法架構指出，經濟復甦時，小型股和價值股通常表現出色，在此我們定義為成長低於趨勢但逐步好轉。

因子投資組合指出小型股和價值股在復甦期間通常表現出色



資料來源：富時羅素因子指數(FTSE Russell Factor Indices)和景順投資解決方案。羅素1000指數。1989年1月至2020年12月，年化平均月報酬。小型股和價值股投資組合代表偏重羅素1000規模和價值因子的投資組合。品質和低波動投資組合代表偏重羅素1000品質和低波動因子的投資組合。

市場指數代表羅素1000指數。

過去績效不代表未來表現。

無法直接投資指數。

羅素1000® 指數(Russell 1000® Index)是法蘭克羅素公司(Frank Russell)的商標/服務標誌。Russell®是法蘭克羅素公司的商標。

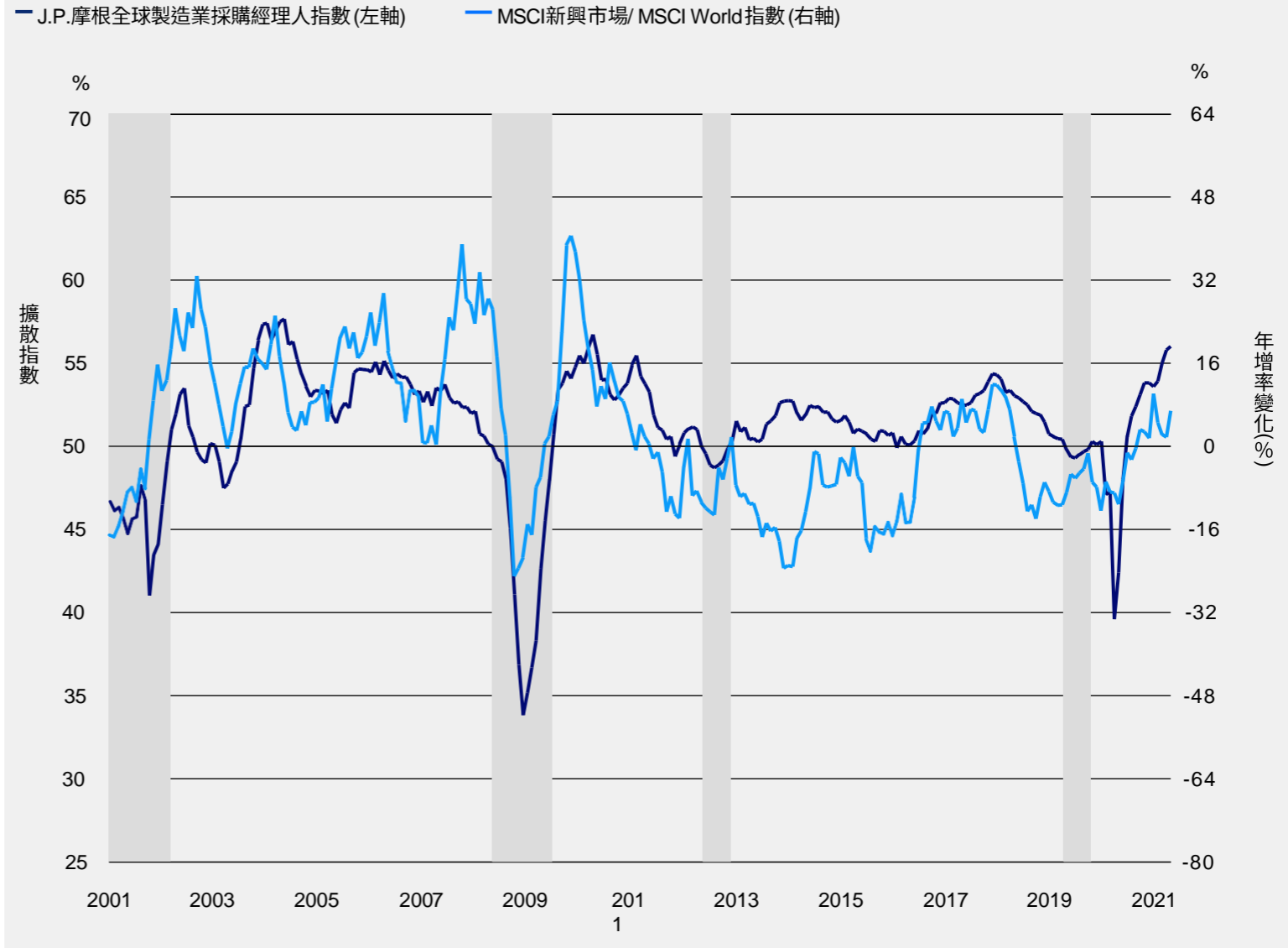


選擇新興市場或已開發市場股票？我們放眼全球製造業

全球製造業力道將有助於新興市場表現超越指標

- 在全球經濟成長、貨幣政策寬鬆和美元疲軟的帶動下，我們預期新興市場股票的表現將普遍優於已開發市場股票。然而，有鑒於各地疫苗接種速度不同，在疫情考量下，可能得選擇特定區域的股票。
- 從過去經驗來看，全球製造業活動與新興市場表現之間存在密切的相關性。
- 新興市場通常也會受惠於大宗商品價格上揚。

1998年以來的全球製造業活動 (深藍色線圖) vs. 新興市場相對已開發市場 (淺藍色線圖)



資料來源：J.P. 摩根、彭博和景順。截至2021年5月31日。
陰影區域代表全球製造業活動衰退連續六個月以上。



各情境概覽

疫情再起	基礎情境	通膨升溫
封城和社交距離的措施引發經濟衰退，並再度面臨通貨緊縮的壓力。	經濟成長，且通膨未持續升溫，聯準會維持利率穩定。	經濟快速成長伴隨著通膨快速升溫。市場預期通膨升高及聯準會緊縮貨幣，進而導致殖利率曲線陡升
偏好資產		
黃金 主權債 投資級信用 現金	股票 不動產 工業金屬 高收益信用	大宗商品 股票 不動產 抗通膨債券
偏好類股與因子		
科技 食品飲料 健康護理 成長股 低波動性	工業 資源相關 金融 價值股 小型股	工業 資源相關 金融 價值股
偏好區域		
 美國  中國  日本	 新興市場  歐洲	 歐洲  美國  日本
偏好貨幣		
日幣 瑞士法郎 人民幣 美元	英鎊 歐元 新興市場貨幣	加幣 澳幣 挪威克朗
← 通膨低	通膨率	→ 通膨高

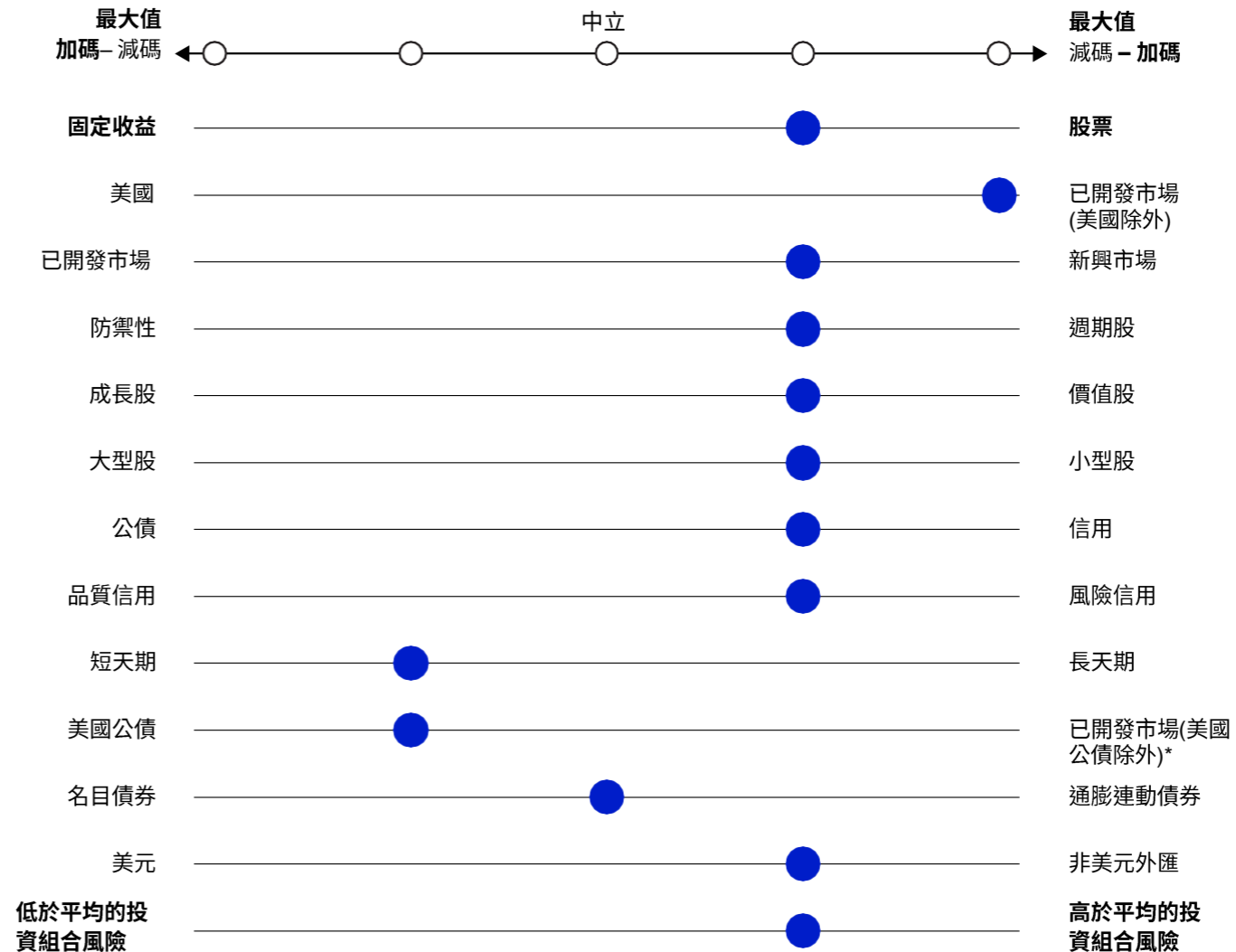
資料來源：景順。
無法保證實現簡報結果。



在景氣循環內投資

- 隨著經濟加速成長至2022年第1季，然後放緩但仍遠高於趨勢，我們預期股票表現將優於債券。
- 我們預期財政刺激和貨幣寬鬆政策將持續支撐風險資產；並預期各資產類別的波動性將下降。我們預期偏重週期性區域、類股和風格將表現亮眼。
- 我們預期在通貨再膨脹以及資金輪動至價值型投資的影響下，美元將走弱。

相對戰術性資產配置部位：基礎情境



* 避險
資料來源：景順投資解決方案，2021年4月。僅供說明使用。

固定收益和股票

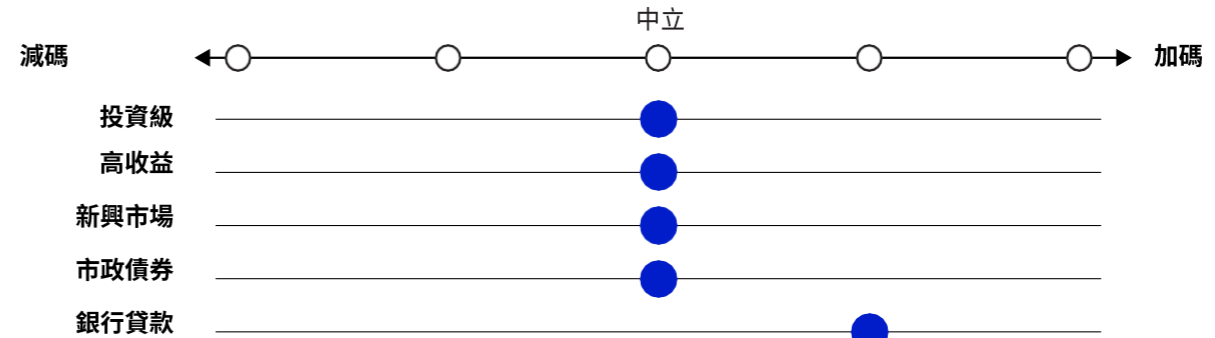
投資固定收益*

- 成長和政策為我們基礎情境的信用基本面提供支撐。
- 以歷史水準來看的評價相當高，限制了利差緊縮的潛在上漲空間，假設利差擴大時增加潛在下跌幅度。低殖利率在整體殖利率上升時將增加風險。
- 銀行貸款受到強勁的信用基本面支撐，而且因為銀行貸款採浮動利率，可能受惠於升息。

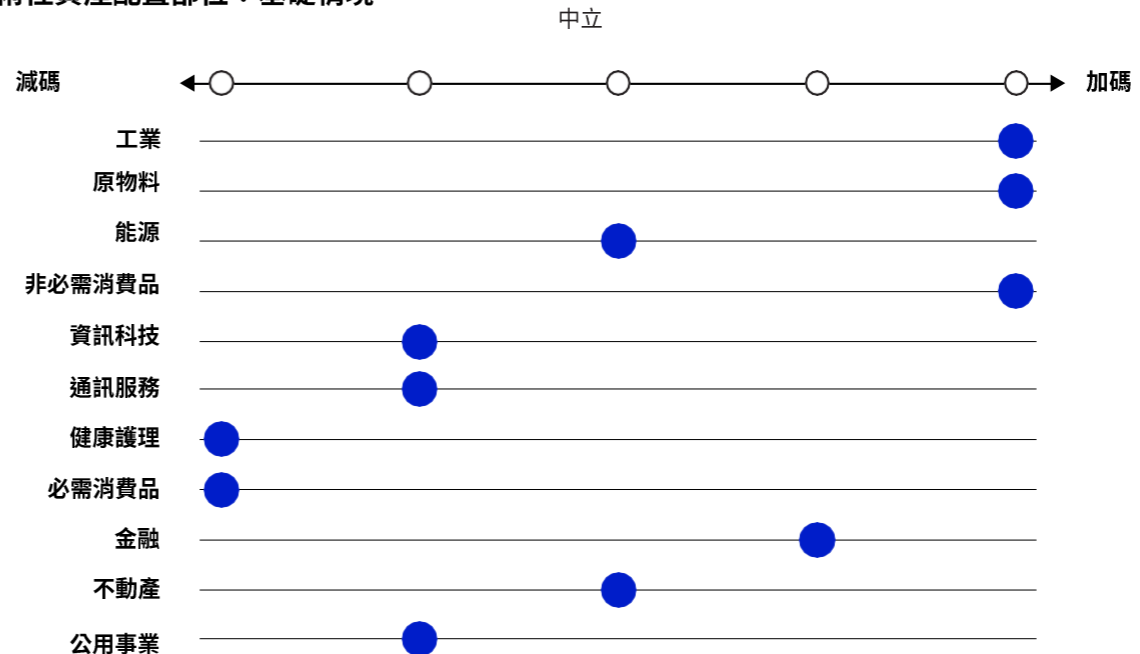
投資股票**

- 類股方面，我們預期直到2022年第1季，全球週期股將出現反彈，相較偏重品質導向的類股，營運槓桿較高的價值股可望進一步受到支持。相較於健康護理、必需消費品、科技和通訊服務，我們偏好工業、原物料、金融和非必需消費品。近期納入較多價值股和小型股特性的動能在週期擴張階段通常表現較優越，可為此次輪動帶來進一步支撐。

相對戰術性資產配置部位：基礎情境



相對戰術性資產配置部位：基礎情境



* 資料來源：景順固定收益

** 資料來源：景順投資解決方案。僅供說明使用。



大宗商品和另類資產

投資大宗商品*

- 有鑑於我們對經濟強勁復甦的預期，對週期較為敏感的大宗商品表現預計將優於指標，包括工業金屬和能源在內。

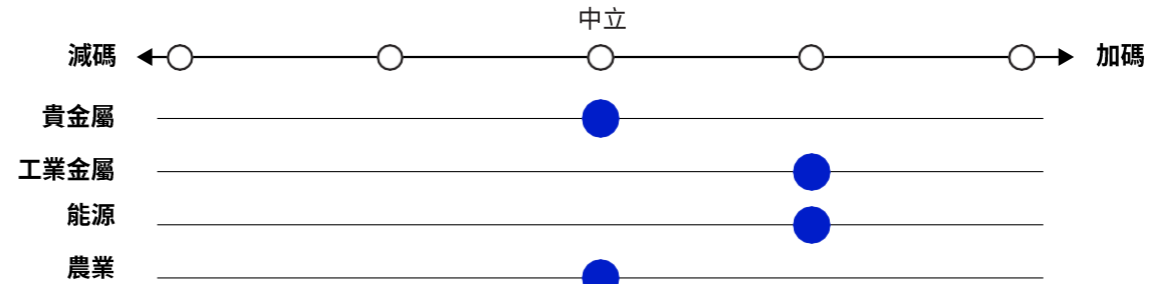
投資另類資產**

- 在基礎情境中，我們依舊看好許多利用全球經濟逐步重啟的私募策略。
- 部分新冠肺炎相關的市場錯置依舊是私募子資產類別的機會，包含不動產和基礎建設類股。
- 在全球通膨升溫的情況下，我們偏好採浮動利率的私募信用債策略以及營收通常與通膨連動的實質資產策略。

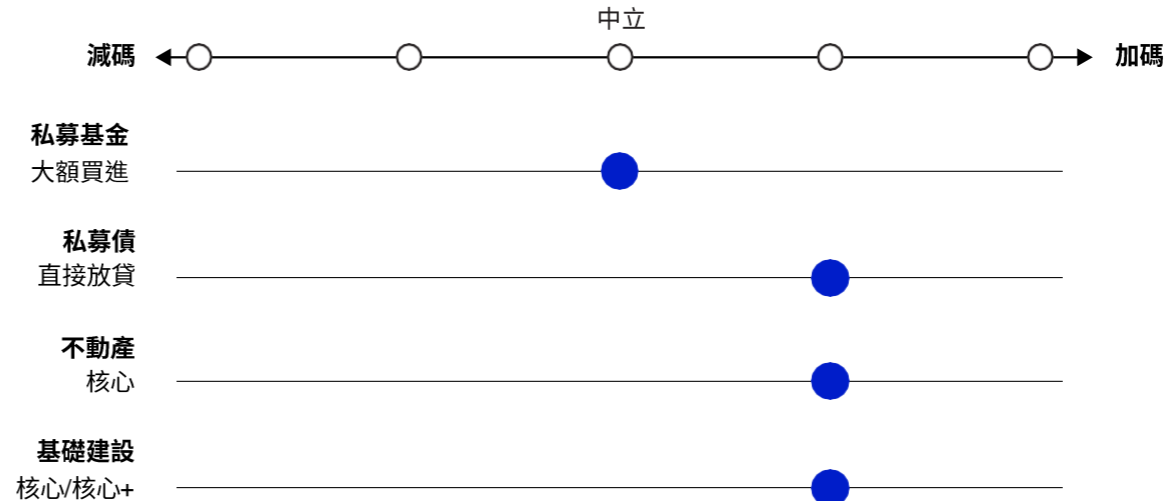
* 資料來源：景順系統性及因子投資、ETF和指數化團隊

** 資料來源：景順投資解決方案。另類戰術性資產評價代表我們認為未來3至5年內可能有優異表現的資產類別。僅供說明使用。

絕對戰術性資產配置部位：基礎情境



另類戰術性資產配置部位：基礎情境



投資附帶風險，投資標的及投資地區可能之風險如市場（政治、經濟、社會變動、匯率、利率、股價、指數或其他標的資產之價格波動）風險、流動性風險、信用風險、產業景氣循環變動、證券相關商品交易、法令、貨幣、流動性不足等風險。且基金交易係以長期投資為目的，不宜期待於短期內獲取高收益，投資人宜明辨風險，謹慎投資。詳情請參閱基金公開說明書或投資人須知。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

Inv21-0254

景順投信 獨立經營管理
景順證券投資信託股份有限公司
台北市信義區松智路1號22樓
客服專線：0800-045-066
網址：www.invesco.com/tw