



2021年投資展望： 總經與資產配置架構







Kristina Hooper
首席環球市場策略師

序言

2020年，全球經濟陷入動盪。與過去的許多危機不同，這次的獨特之處在於它的源頭不是經濟而是健康問題。COVID-19大流行導致全球封鎖迅速影響了經濟，不僅阻礙了經濟活動並造成了前所未見的需求破壞。在這種情況下，我們認為明年的經濟成長取決於多種因素，包括：感染率、財政政策、貨幣政策、公共衛生政策(包括封鎖的嚴重性或「嚴格性」)、研發治療方法和疫苗的進展以及消費者和企業的信心。

為了應對這種環境下的各種可能性，景順召集了我們經驗豐富的投資專家和思維領袖，共同提出了2021年的前景展望--基礎情境、上行情境和下行情境。我們的目標提出各種可能性，使您能夠選擇最符合明年期望的方案。為了提供更廣闊的視野，我們已經對全球及特定經濟體(美國、歐元區和中國)依照這些情境進行分析，首先從宏觀前景評估開始，然後是我們認為與這些條件相關的投資意涵。

目前的心得

在沒有疫苗的情況下，個別經濟體控制病毒傳播的能力對其經濟復甦至關重要。由於封鎖特定區域和社會各界一致的努力，新冠病毒在東亞--特別是中國、日本和南韓--已獲得良好控制。另一方面，許多已開發國家和新興市場仍在努力遏制疫情傳播。雙方差異反映在經濟活動中：有效遏制病毒的國家在經濟上受到的影響較小。我們還必須認識到，即使沒有封鎖，感染人數增加也會影響經濟活動，因為會影響信心並導致消費行為發生變化。

我們也了解到，由於社交距離和行為改變，疫情對服務業和製造業的影響顯然不同。我們預期這種模式可能會持續到疫苗研發成功和配送為止。復甦也顯示了政策支持在整個危機中對於經濟體和市場的重要性。全球許多國家已經制定了重大財政支出計劃；因此，許多經濟體的經濟復甦相對強勁。某些經濟體則因無法提供足夠財政刺激而陷入風險，尤其是新興市場經濟體。

各大央行都提供了更強大的貨幣政策，採取了一系列支持經濟的政策，包括大規模購買資產以大幅擴大其資產負債表。除了對經濟的影響之外，也對資本市場產生了重大影響。

我們的基礎情境

我們的基礎情境預測全球經濟將繼續復甦，儘管增速不平衡且步伐較慢。COVID-19對中國經濟產生了極為負面的影響，但是復甦早已展開。我們預期中國因控制疫情得宜將表現領先，而美國和歐元區暫停重新開放部分封鎖地區，但一些財政刺激措施將繼續支持經濟活動。在這種情境下，我們的假設是2021年下半年將研發並推出有效的疫苗。在這種環境下，我們預期年初商品經濟將繼續超越服務業，直到2021年下半年推出疫苗為止，屆時服務業的反彈將更強勁。

我們的上行情境：「V」代表疫苗加速

在上行情境，以中國為首的全球經濟復甦將更加強勁，但由於2021年上半年疫苗的研發和配送，其他經濟體也會迅速加入復甦行列。此外，我們也認為在這個情境下，擴大財政刺激將帶來更快的復甦。

我們的下行情境：二次探底

在下行情境，我們假定疫情數次爆發且難以控制，因此許多國家需要重啟國內封鎖而拖累全球經濟。在這個情境，我們認為財政和貨幣刺激措施過於緩慢和不足，因為這些政策行動的政治意願和財政空間必定較2020年更低。

資產配置建議

以上三種情境依次決定了我們的資產配置觀點：

在基礎情境下，隨著成長超過趨勢，全球企業獲利週期恢復以及風險資產受到充足的貨幣供應增長的支撐，我們預期股票表現將優於固定收益。面對面的行業逐漸重新開放，有利於週期性、價值型和中小型股票，同時獲得誘人的評價和債券殖利率上升的支撐。風險承受能力的提高和美元的貶值驅動新興市場股票表現優於已開發市場。相對於美國股市而言，貨幣和本地市場評價對美國以外的已開發市場較為有利，周期性股票2021年的表現領先，而資金從成長型轉向價值型類股和地區也提供支撐。就固定收益而言，我們認為信用債市場還有進一步壓縮利差的空間，可提供具吸引力的風險調整後報酬。隨著債券殖利率逐步上升，全球殖利率曲線可能會變陡，但在資產購買計劃和低通脹預期下仍然穩固。因通脹率較低且穩定，預計實質資產將會表現良好。

在上行情境，我們將採取更為「擁抱風險」(risk-on)的方法，預期股票大幅超越固定收益的表現將更為明顯。根據疫苗的研發速度會加快的假設，我們預期週期性股票、價值型和中小型股票將在2021年初開始有所表現。

在下行情境，我們將採用更為「規避風險」(risk off)的方法，預期固定收益的表現優於股票。在股票方面，因為預期研發疫苗將需要更長的時間，因此我們傾向於防禦性投資。在固定收益方面，我們會傾向於美國國庫券、信用債和存續期較長的債券。在這種環境下，我們將看好美元優於其他貨幣。

疫情大流行概覽：整體數據

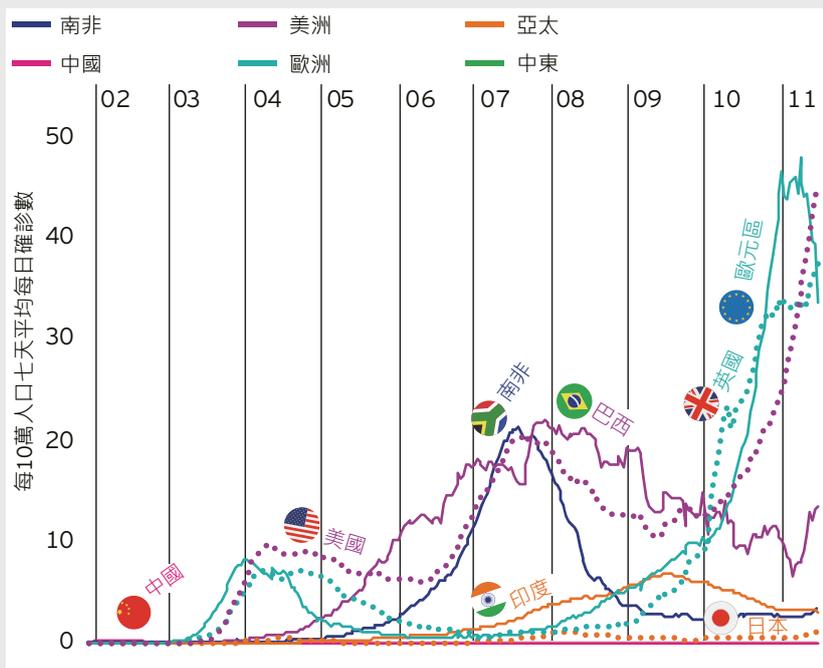
人口調整後的感染總數顯示病毒擴散程度

與過去的許多危機不同，這次危機源頭並非經濟問題。封鎖與家庭及企業消費行為的改變都將阻礙經濟復甦，而其影響大小則主要取決於病毒擴散的程度。

病毒擴散緩和前，我們預料經濟將間歇從 COVID-19 大流行中復甦。

圖1 A

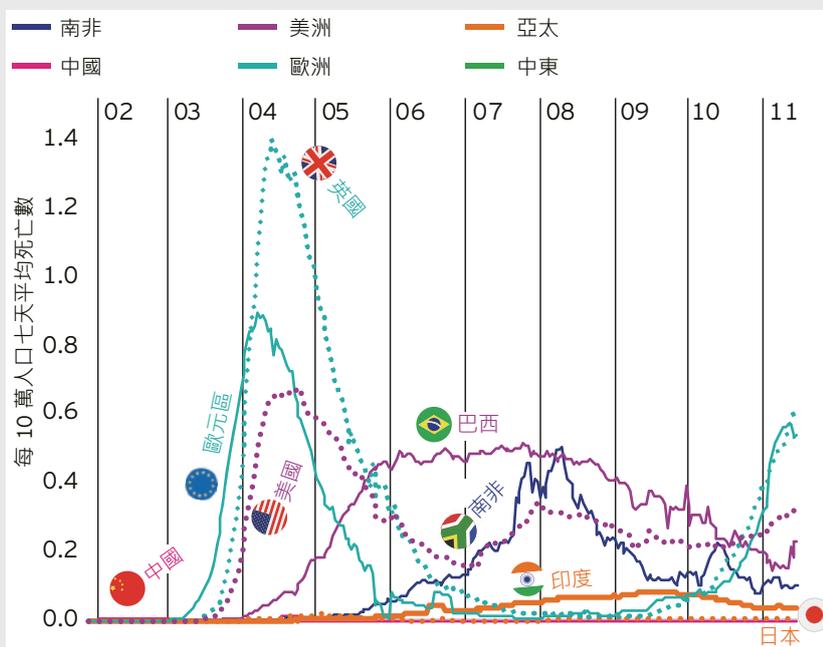
已開發國家的病毒控制落後；第二波疫情來勢洶洶



資料來源：景順、約翰霍普金斯大學系統科學與工程中心 COVID-19 數據，截至 2020 年 11 月 15 日。

圖1 B

第二波疫情死亡人數下降，但威脅仍在

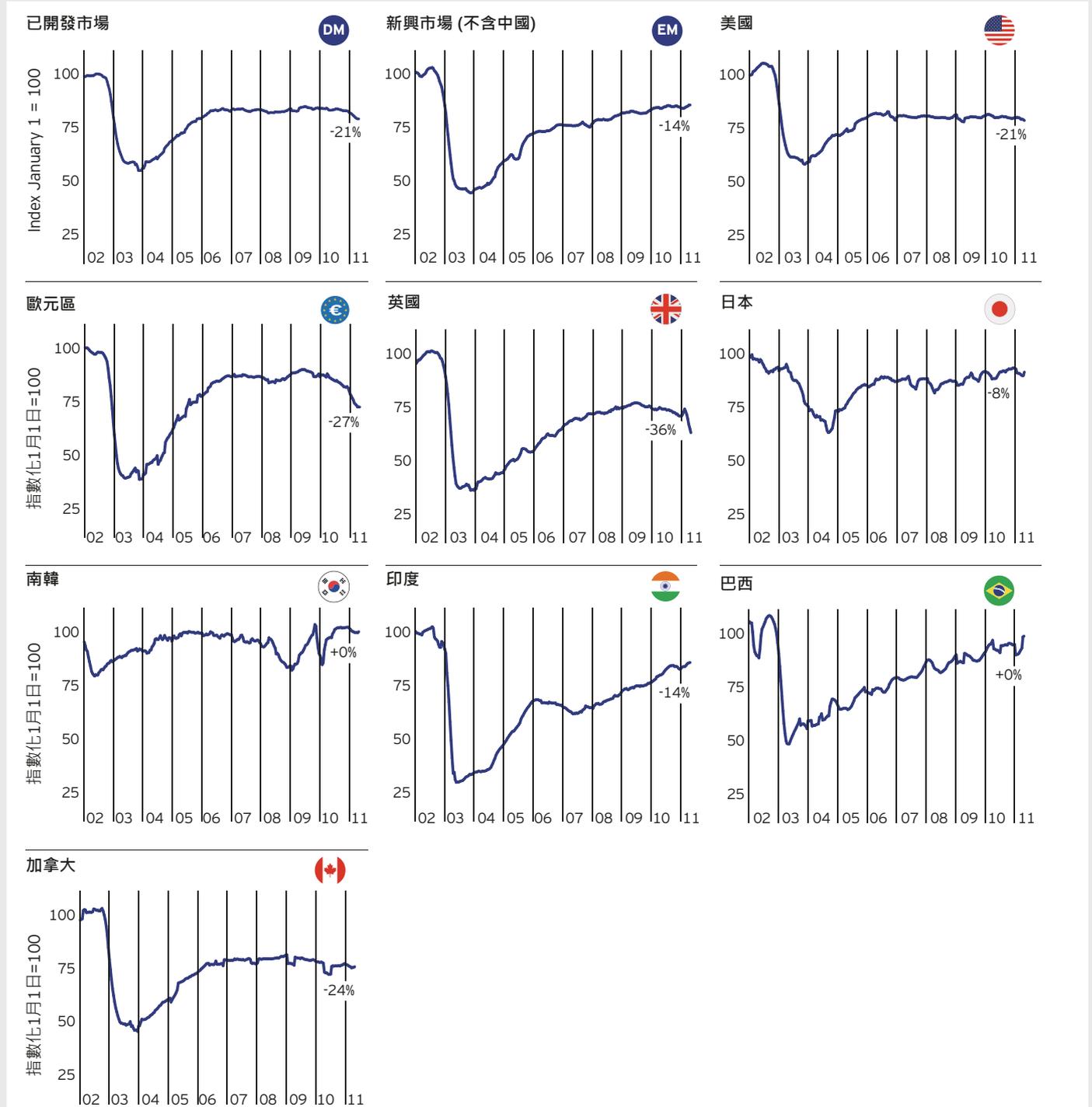


資料來源：景順、約翰霍普金斯大學系統科學與工程中心 COVID-19 數據，截至 2020 年 11 月 15 日。人口資料來自 Our World in Data。

COVID-19 疫情減緩前，「正常」活動很可能會受到壓抑 以人口移動數據代表需求，結果顯示離正常還有一大段距離

我們檢視需求的高頻指標來衡量復甦進展。在此，我們以移動數據來展現目前和「正常」活動水準間的落差，尤其是需要面對面互動的產業。

圖2



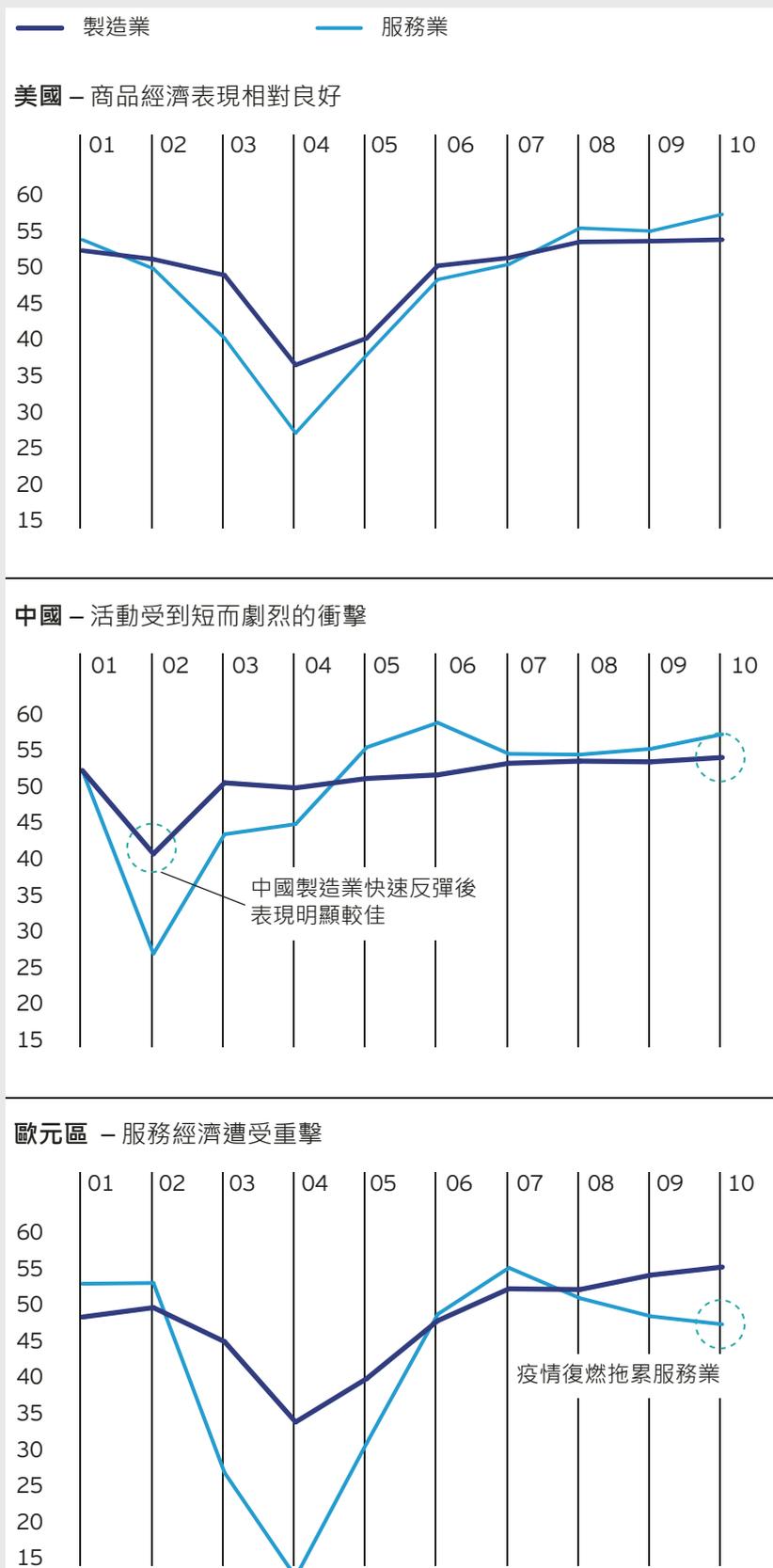
七日平均移動數據來自 Google 移動趨勢指數，顯示不同地點的造訪人數與訪客停留時間相較於基數 100 的變化。其採用 2020 年 1 月 3 日至 2 月 6 日這五週的資料，並計算一週內每天的中位數當作基數。上述「平均」為零售店與休閒設施、工作場所、大眾運輸站和雜貨店和藥局的簡單平均數。「歐元區」、「已開發市場」、「新興市場 (不含中國)」皆取自各國的移動指數，並依據其 2019 年 GDP 加權。資料來源：Google、MSCI、Macrobond 和景順。截至 2020 年 11 月 15 日。移動數據為前一週的數據。

重新實施封鎖對服務業的影響較製造業大

採購經理人指數顯示服務業會率先受創，而且程度最大

商品經濟迄今的復甦程度遠優於服務業，因為消費者仍會持續在家購物，但其他需要面對面互動的活動(如休閒和旅遊)則非常難以重新展開。

圖3



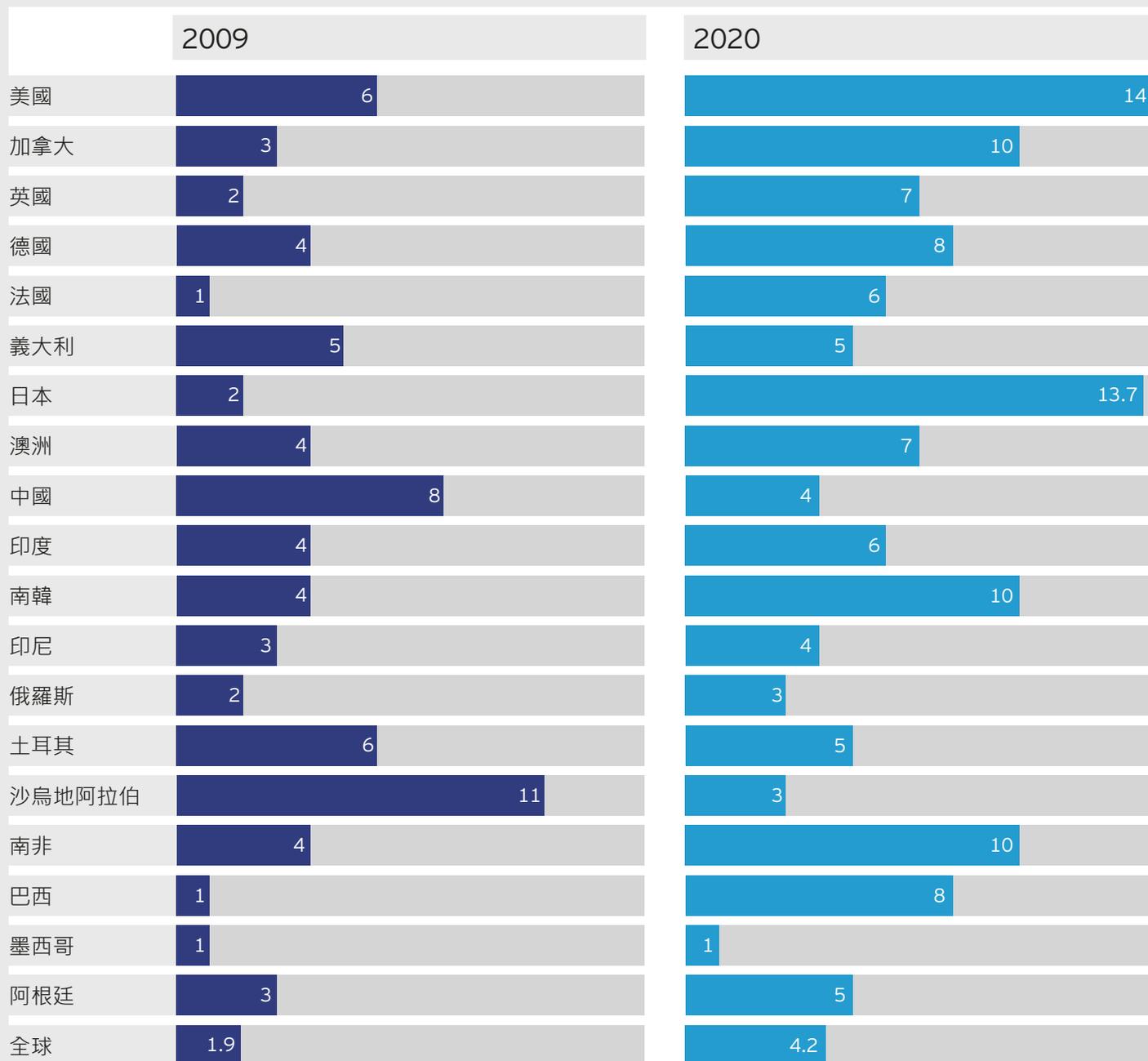
資料來源：彭博資訊、Markit、景順。截至2020年11月13日。

2020 年的財政政策遠較 2009 年寬鬆，可支撐復甦 但各地區的規模不等，成長情勢陷分歧

擔憂總經現況的投資人最好將政策視為市場能否快速反彈的指標。

全球各國已實施超大型財政支出計劃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。

圖4
G20成員國的財政支撐佔各國GDP的比重(%)



資料來源：IMF 政策追蹤、IMF GDP 數據、大西洋理事會、德國 DataWrapper、景順。依各國公布的數據與日期來計算，大西洋理事會資料截至 2020 年 7 月 26 日。2009 年數據取自 IMF、Eurostat 及 G20 資料。請注意：計算數據排除遞延與保證；包含衡量式財政支撐計畫（不含「自動穩定器」）；已宣布並實施的計畫 - 分別以 2008 年和 2019 年 GDP 為基準。「全球」集合代表 G20 國家 - G20 為 19 大經濟體加上歐盟。

貨幣政策的主導力量

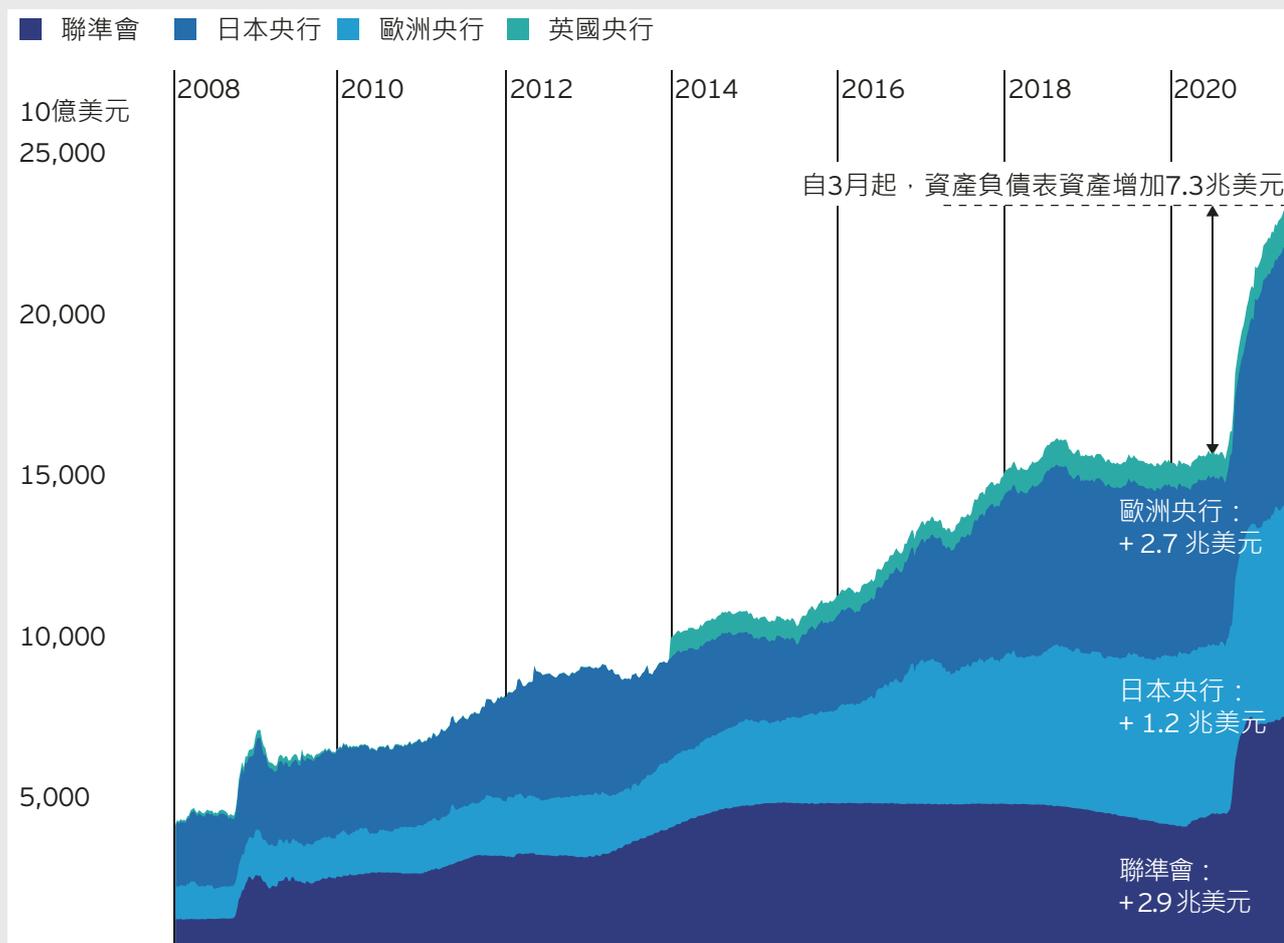
緊急的貨幣政策計畫正為銀行注入現金

除了政府推出的龐大財政政策支援，各大央行也採取了一系列支持經濟的政策。

其中包括央行大規模購買資產，重新開始擴大資產負債表。

銀行獲得的額外現金協助放寬金融情勢，以支撐經濟活動。

圖5
大規模資產購買可望支撐復甦
各大央行資產負債表，總資產



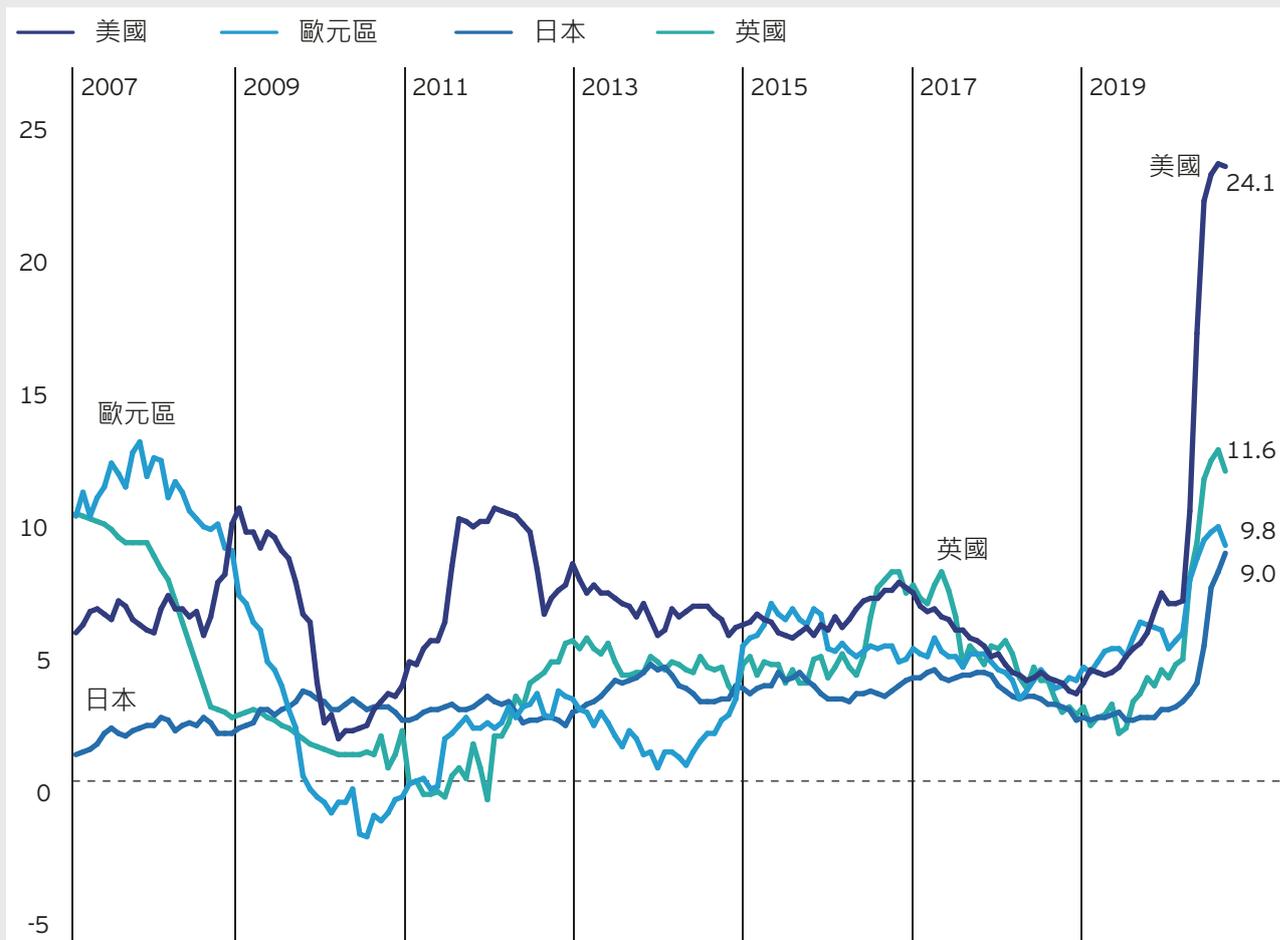
資料來源：聯準會 (Fed)、歐洲央行 (ECB)、英國央行 (BoE)、日本央行 (BoJ) · 截至 2020 年 11 月 9 日。

已開發國家的貨幣大多充分增長 若不縮減，之後將帶動支出與通膨走升

近期貨幣供給大增引發通膨疑慮。

美國增幅遠超過其他已開發市場國家，但各國貨幣供給皆大增。

圖6
主要已開發經濟體的貨幣供給成長率(年增幅 %)

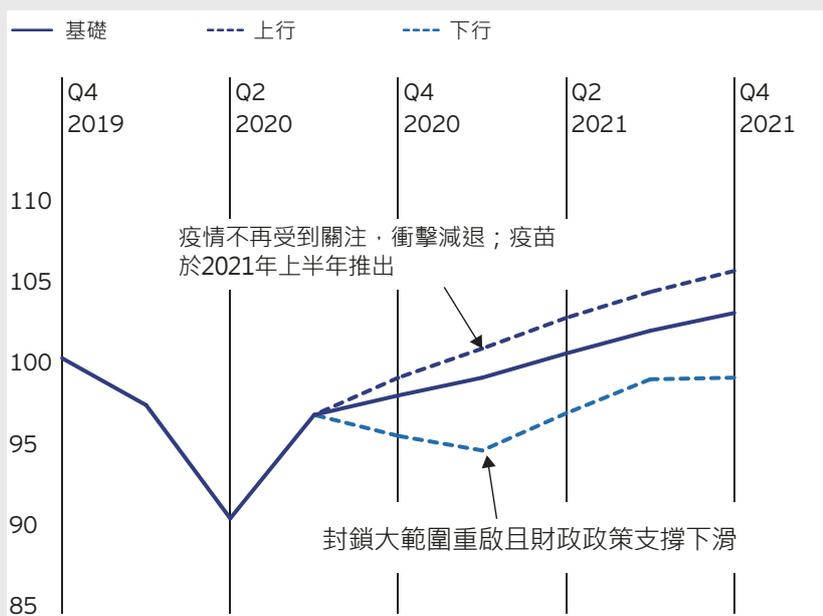


資料來源：Refinitiv、美國聯準會 (M2)、歐洲央行 (M3)、日本央行 (M2)、英國央行 (M4x) · 截至 2020 年 10 月 28 日。

對全球GDP的意涵

我們的基礎、上行與下行情境認為2021年必須以政策帶動復甦，而且中國將是先驅

圖7



資料來源：景順依據各國政府提供的過去數據提出之假設。

基礎情境...

- 中國領先。美國和歐元區因部分封鎖可能導致重新開放出現暫停，但財政與貨幣政策繼續支持經濟活動。
- 假設疫苗在2021年下半年廣泛推出，則在製造業的持續帶動下，服務業將出現復甦。

「V」代表疫苗加速...

- 在上行風險評估中，我們假設疫苗在2021年上半年提早核准並受到廣泛使用，因此復甦加速。
- 我們也納入財政政策動作進一步擴大的效應。

二次探底...

- 下行風險包括嚴重的第二波疫情，因此許多國家需要重啟國內封鎖。
- 同時，財政與貨幣支撐的效益如同第一波疫情延後出現。
- 這些政策行動的政治意願和財政空間必定較2020年更低。

主要經濟體的上行與下行風險

我們預料歐美將間歇復甦，中國年初即站穩腳步

美國

- **基礎情境**-疫情復燃拖累重啟進度並壓抑支出，但不會持續過久。在財政政策進一步的支撐下，經濟於第二季/第三季再次重啟。疫苗於2021年下半年推出提振信心。
- **「V」代表疫苗**-新一輪財政政策支撐及疫苗於2021年上半年推出，有助全面重啟經濟並快速復甦。
- **二次探底**-在財政政策支撐力道不足的情況下，數波疫情導致擴大封鎖。疫苗在整個預測期間皆未問世。

中國

- **基礎情境**-中國持續實施嚴厲的疫情控制手段。經濟可自行復甦成長，因此政策支撐逐漸消退。全球貿易情勢落後國內的需求反彈。
- **「V」代表疫苗**-中國的接種策略確實有效帶動消費，服務業反彈。國際關係與地緣政治緊張情勢大幅改善，貿易摩擦降溫。
- **二次探底**-地緣政治緊張加劇。疫情大流行持續受到良好控制，但威脅仍在。淨貿易量受到重擊；外人投資易受挫。

歐元區

- **基礎情境**-疫情復燃，特定區域的封鎖範圍擴大，導致復甦情勢在冬季戛然而止。第二季重新開放且疫苗在下半年出爐，重新帶動成長。
- **「V」代表疫苗**-第二波疫情在2020年第四季受到控制，2021年第一季可逐步解除封鎖。龐大的財政政策因應措施，疫苗在2021年上半年提早問世。
- **二次探底**-數波疫情重新蔓延，必須再次大規模封鎖。歐元區金融壓力風險上揚。疫苗在整個預測期間皆未問世。

圖8 A

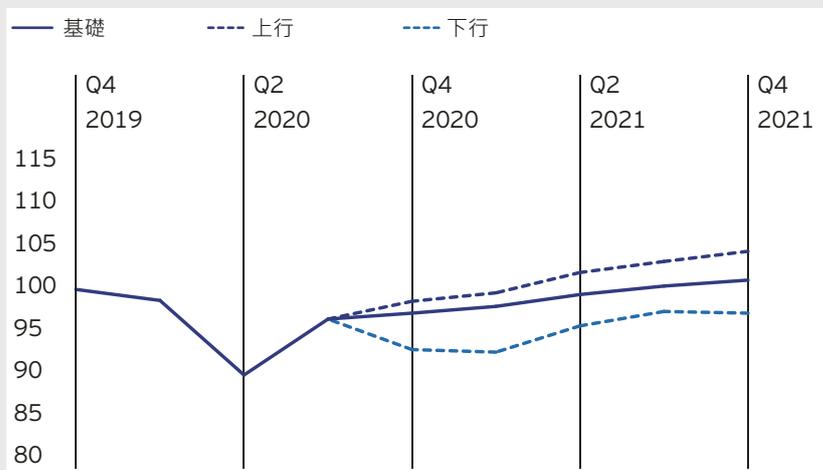


圖8 B

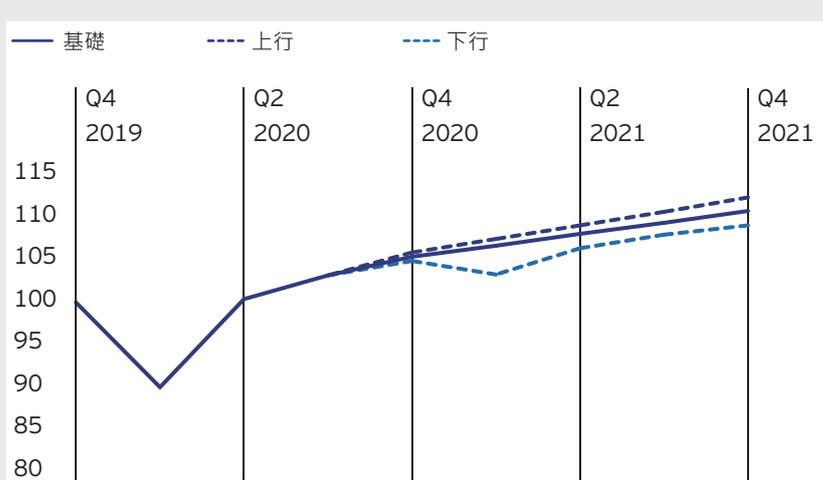
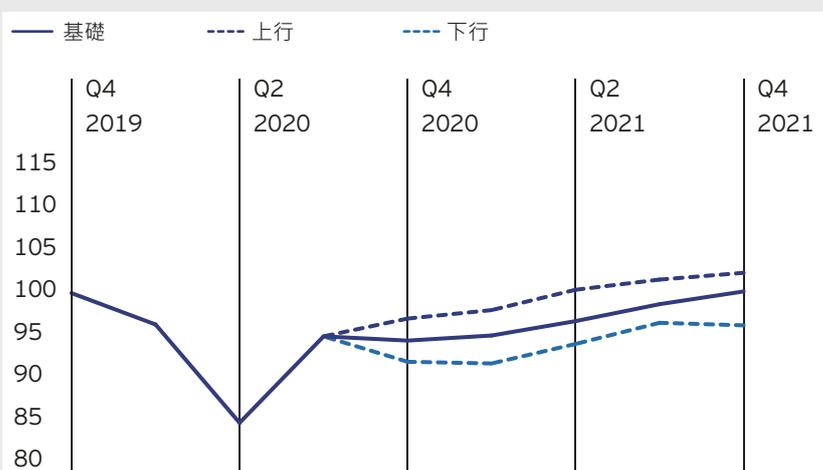


圖8 C



資料來源：景順依據各國政府提供的過去數據提出之假設。



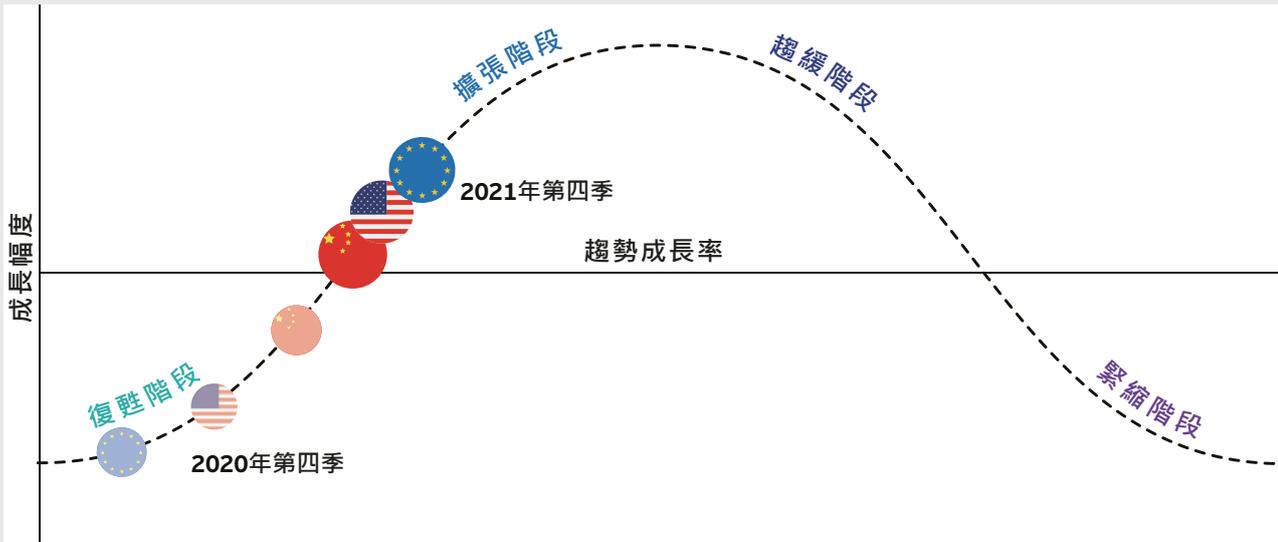


資產配置觀點

景順投資方案 - 戰術性資產配置：總經架構

- 截至2020年第四季，全球經濟及所有主要區域皆進入**復甦階段**。然而，Covid-19第二波疫情來勢洶洶，歐洲(和美國)由於多個特定區域封鎖，經濟再次陷入衰退的可能性增加。中國在2020年已帶頭復甦。
- 在基礎情境中，我們預料全球經濟及所有主要區域都將於2021年底前進入**擴張階段**。歐洲的反彈可望更強勁，尤其是相對於趨勢成長率而言，因為2020年第四季成長較緩。中國預料將收斂至其趨勢成長率。

圖9



資料來源：對應至全球市場策略及固定收益團隊情境預測的景順投資方案專屬全球商業週期架構。僅供說明。

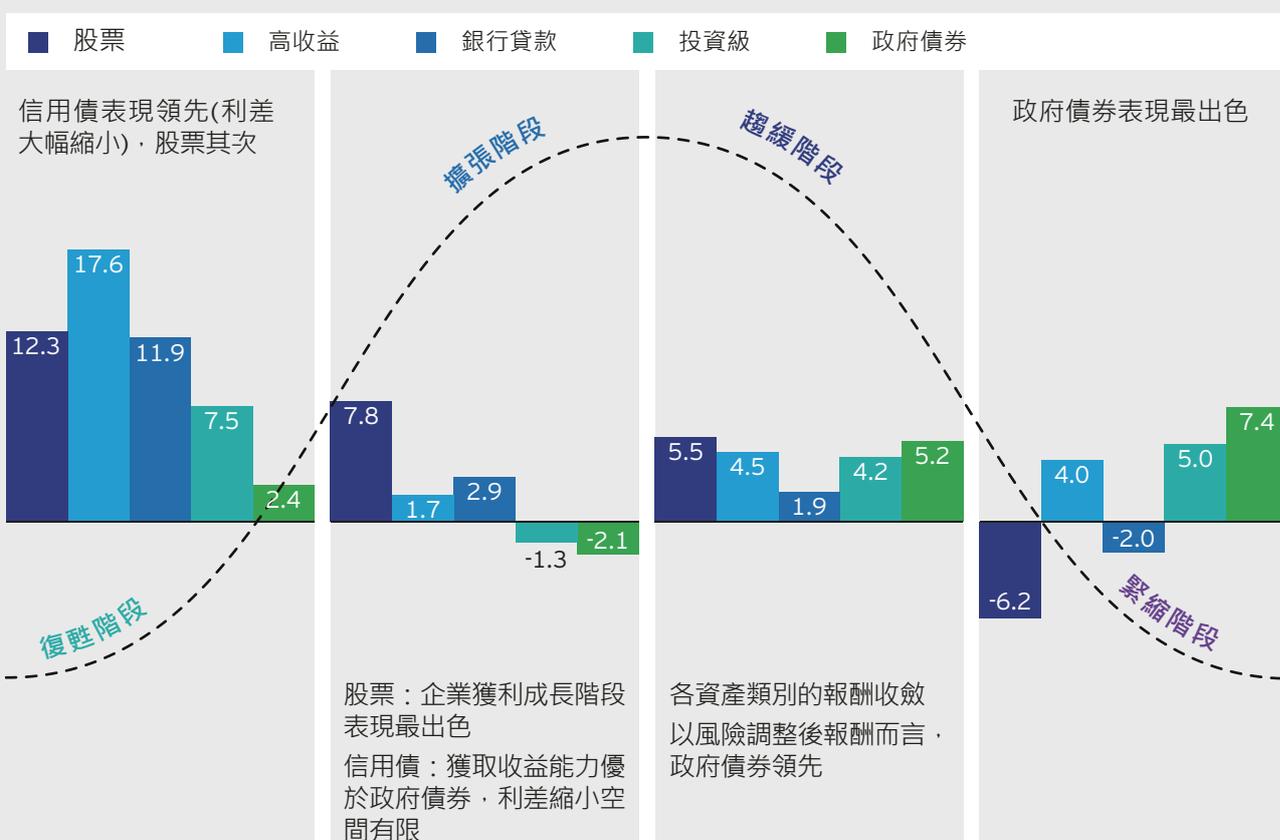
景順投資方案 - 戰術性資產配置：總經架構

- 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。

圖10

全球週期：各資產類別過去的超額報酬

- 風險性信用債在復甦階段表現領先，但股票在擴張階段表現領先。
- 各資產類別的報酬則在趨緩階段收斂。
- 政府債券與安全資產在緊縮階段表現領先。



資料來源：景順投資方案的專屬全球商業週期架構及彭博資訊。指數報酬資訊包含回測資料。不論是實際或回測報酬，均不能保證未來績效。定義之風險溢價的年化月報酬率期間為 1973 年 1 月至 2020 年 10 月，或從資產類別稍後的成立日期起。資產類別超額報酬的定義如下：股票 = MSCI ACWI - US T-bills 3-Month、高收益 = Bloomberg Barclays HY-US T-bills 3-Month、銀行貸款 = Credit Suisse Leveraged Loan Index - US T-bills 3-Month、投資級 = Bloomberg Barclays US Corporate - US T-bills 3-Month、政府債券 = US Treasuries 7-10y - US T-bills 3-Month。僅供說明。過往績效紀錄不能保證未來投資結果。無法直接投資指數。

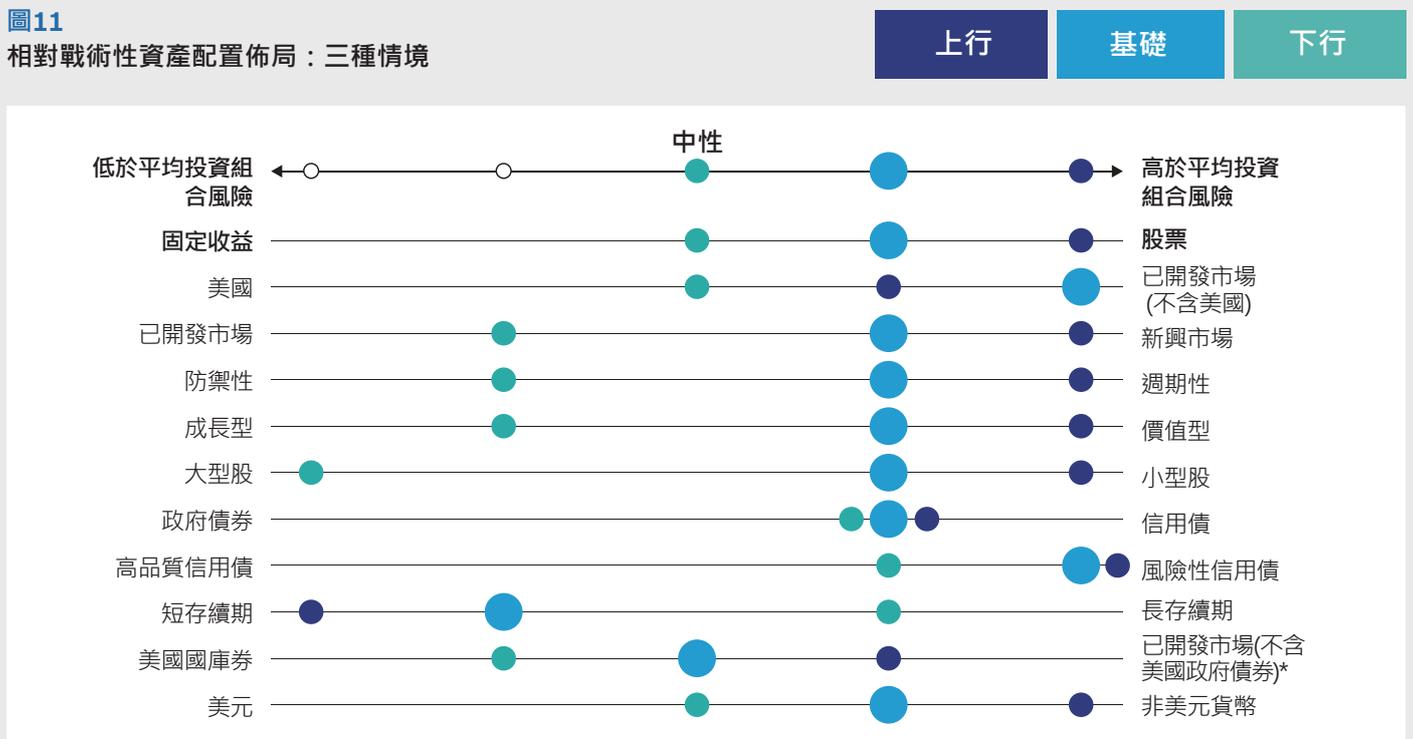
景順投資方案 - 戰術性資產配置

在商業週期內的投資走向

基礎情境：

- 隨著成長超過趨勢，全球企業獲利週期恢復以及風險資產受到充足的貨幣供應增長的支撐，股票表現預料將優於固定收益。面對面的行業逐漸重新開放，有利於週期性、價值型和中小型股票，同時獲得誘人的評價和債券殖利率上升的支撐。風險承受能力的提高和美元的貶值驅動新興市場股票表現優於已開發市場。相對於美國股市而言，貨幣和本地市場評價對美國以外的已開發市場較為有利，周期性股票2021年的表現領先，而資金從成長型轉向價值型類股和地區也提供支撐。
- 就固定收益而言，信用債市場還有進一步壓縮利差的空間，可提供具吸引力的風險調整後報酬。隨著債券殖利率逐步上升，全球殖利率曲線可能會變陡，但在資產購買計劃和低通膨預期下仍然穩固。

圖 11
相對戰術性資產配置佈局：三種情境



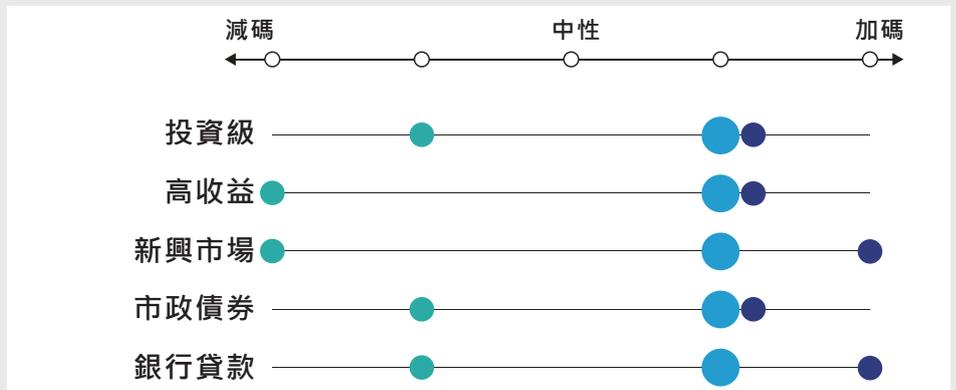
* 避險
資料來源：景順投資方案，2020年9月。僅供說明。

投資固定收益*

- 以基礎和上行情境而言，我們預期明年持續擴張的經濟、正向的基本面和寬鬆政策，將不斷創造有利於信用債的情勢，只是報酬可能會因利差一直縮小而有限。
- 在下行二次探底的經濟情境中，偏高的評價可能會帶來負面結果，尤其是連帶上揚的違約損失將拖累品質較低的信用債與新興市場。

圖12 A

絕對戰術性資產配置佈局：
三種情境



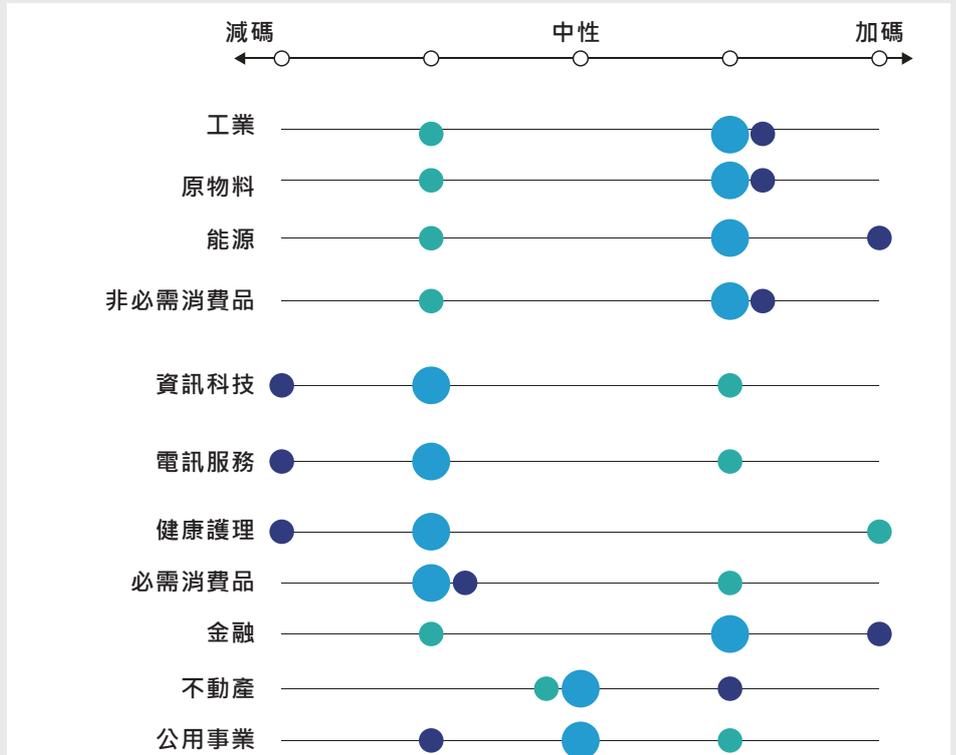
* 資料來源：景順固定收益團隊

投資股票**

- 不論情境，類股配置是因子/風格配置的結果。
- 在基礎情境中，我們預料資金流動有利於週期性類股，可望受惠於面對面產業逐步重新開放、評價吸睛且債券殖利率上揚。
- 在上行情境中，基礎建設支出增加將進一步推升週期性主題。在下行情境中，科技、健康護理和通訊服務很可能會再次受到追捧。

圖12 B

絕對戰術性資產配置佈局：
三種情境



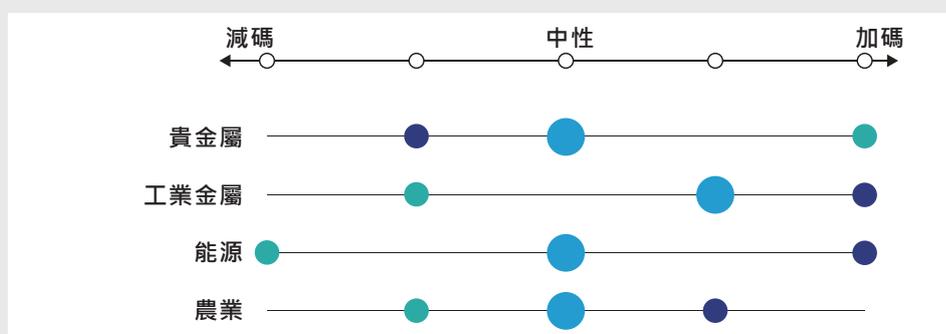
** 資料來源：景順投資方案

投資原物料*

- 貴金屬可望受惠，因為實質殖利率預料將維持低迷，而且通膨及美元可能走低。工業金屬的供需緊縮應會延續至2021年。
- 能源市場仍面對庫存過多的巨大困境，但供應商已大幅削減資本支出。農業市場可望受惠於中國需求上升的可能及潛在的氣候挑戰。

圖13 A

絕對戰術性資產配置佈局：
三種情境



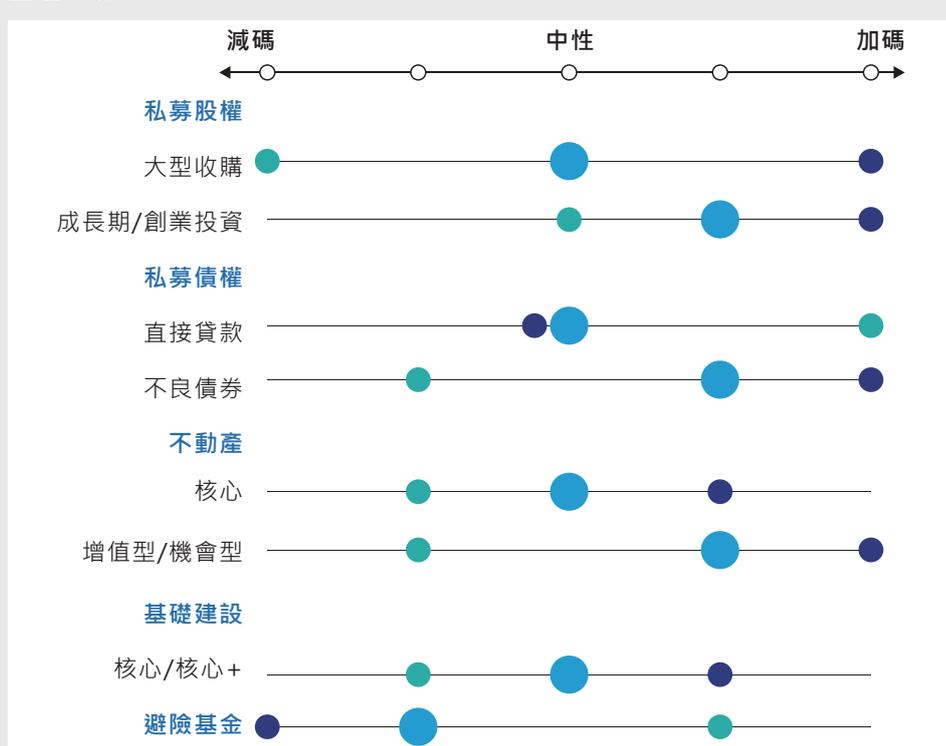
* 資料來源：景順系統與因子投資、ETF及指數團隊

投資另類資產**

- 在基礎和上行情境中，我們看好將受惠於近期市場動盪的機會型策略，包括不良信用債和增值型不動產。
- 在下行情境中，我們偏好資本結構順位較高的信用債策略，以及與整體市場相關性低的避險基金策略。
- 成長期與創業投資表現預料在各種總經情勢中都將持續領先。

圖13 B

絕對戰術性資產配置佈局：
三種情境



** 資料來源：景順投資方案。另類資產的戰術性資產配置為我們對未來約 3-5 年表現可望領先之資產類別的觀點。

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。 Inv20-0453