



BEA 東亞銀行

2021年第二季

東亞睿智 迎難而上





東亞銀行 | 東亞睿智 | 2021年第二季

目錄

- 2 序言
- 3 報告總覽
- 4 宏觀策略
- 11 宏觀經濟
- 24 股市
- 41 外匯
- 58 債券
- 73 另類投資
- 86 專輯
- 92 免責聲明



兒時學過一首兒歌《一支竹仔》，部份歌詞是這樣的：「一枝竹仔會易折彎，幾枝竹一扎斷折難；心堅志毅勇敢，團結方可有力量！」表達一己之力難成大器，團結方可幹大事。小孩明白的道理，成人的世界裡反見難得，尤其在被疫情鬧得今天，疫苗分配不均、抗疫疲勞在不同地方出現；各國復甦優次、國策轉型和意識形態各異都令環球經濟復甦之路倍添崎嶇。

但是，辦法總比困難多，迎難而上，積極面對下最終都能抵達目標，投資如是，人生如是。

相信疫情最差的情況已經過去，我們的經濟研究團隊認為，環球經濟將會持續改善，今天是邁向復甦的第一步，但歷史上總沒有一蹴而就：通脹重臨的機會較高，尤其在美國，國債收益率已先行一著，這一點亦是未來資產市場震盪的來源之一；「復甦斷層」將牽引資金的流向，過份擁擠和缺乏資金兩者都會帶來風險；以美國為首的成熟國家，正有意偏重財政政策，加稅將會為市場增添不穩定性。因此，資產配置上的多樣性更為重要。

股票方面，建議投資者新舊經濟股份並存為佳，畢竟疫情仍未見穩定，板塊輪動比指數變化更快更大；預期亞洲股市表現理想，歐洲防疫表現漸入佳境，亦是市場上的「黑馬」。債券方面，通脹、收益率大幅波動迫使各央行的政策分道揚鑣，但預期亞洲債市仍然表現理想；拉丁美洲區的風險較高，而短期內美聯儲「縮表」的機會偏低。外匯受強美元影響，各匯率波動區間擴大，但商品貨幣受惠於復甦概念；黃金表現暗淡，受多項不利因素影響下，短期內料金價反彈乏力。

今季新增專題 — 「十四五」規劃「2035年遠景目標」的章節，希望大家從中得到更多啟發。

歌詞最後那幾句是：「大眾合作不散，千斤一擔亦當閒；齊共同力無猜忌，一切都好順利！」

但願如此。

共勉之。

經濟前瞻



財政政策

- 美國疫情改善、緊急救市和基建方案將支持美國經濟復甦
- 各國疫苗分配和財政支援不均將導致「復甦斷層」
- 中國「2035年遠景目標」規劃出未來的財政方向和行業的發展重點



貨幣政策

- 通脹數據未達標之前，預期美聯儲將維持利率和購債計劃總額
- 各國央行政策取向各異將導致另一輪環球資金流竄
- 經濟數據趨向穩定，料中國短期內的貨幣政策變化空間不大



經濟增長與通脹預測

- 雖然美國疫情受控，但復甦不平衡，尤其在勞動市場，將為政策推行上帶來更多挑戰
- 歐洲疫情惡化導致第一季可能出現雙底衰退，或為經濟留下長期的後遺症
- 貨幣及財政政策逐步收緊將影響下半年經濟增長，預期年內中國的國內生產總值(GDP)增長為8.6%
- 香港經濟受惠內地經濟增長、疫情改善和環球需求升溫，預期下半年經濟開始復甦

市場前瞻



股票

- 負利率和股債收益率的差距仍然支持股票為資產配置中首選
- 環球疫情仍然反覆和各國正推出刺激經濟措施，新舊經濟股份並存是可取之選
- 中國為首的亞洲股市受惠環球復甦、區內按年盈利增長和區域性行業輪動



債券

- 官方與市場對通脹預測的偏差將成為未來風險的來源
- 美國國債收益率曲線斜率上升導致存續期風險逐漸升溫
- 亞洲債市受惠較早復甦、儲備充裕和較大的信貸息差，尤其看好區內投資級別債券



外匯

- 美國通脹升溫下炒作提早縮表，有利美元走勢，預料美匯指數在88至95之間上落
- 日央行有意加大寬鬆規模，弱日圓亦有利經濟復甦，預料日圓在104至111徘徊
- 「兩會」方案支持經濟加快復甦，但中美息差打擊資金流入，預料離岸人民幣將在6.40至6.60徘徊



另類投資

- 外匯儲備和民間對黃金的需求不減，有利金價長線走勢
- 環球通脹預期、國債收益率變化和黃金ETF的走勢將左右金價中線的走勢
- 美元強勢和衍生工具的數據皆顯示短期內金價走弱的機會較大

迎難而上

東亞銀行財富管理部首席投資策略師 | 李振豪



東亞銀行財富管理部首席投資策略師 李振豪

迎難而上

經濟週期，分別是繁榮/衰退/蕭條/復甦，生生不息。2020年，全球經歷了疫情的闖關，迅速由繁榮走到蕭條；2021年，雖然最差的情況經已過去，但預期復甦之路並不平坦，至少直到今天，環球只是透過防疫方式(如帶口罩、社區隔離)取得成果，那是被動的政策；疫苗接種才是目前最可行，亦是主動對抗病毒的方法，可是執行上重重困難：

- 在多國的政策中人體注射只屬於自願性，要達到部份科學指標的70%全民接種仍有相當距離。
- 環球已出現多項接種後的不良反應，是否與疫苗有關正有待驗證，但已打擊接種的信心。
- 各國(如美英)正逐步開始有序地放鬆限聚措施，但參考亞洲區的經驗，此病毒屬高傳播性，大規模社區接觸後感染人數再次反彈機會很大。在疫苗接種率不高的國家，第N波重演料將發生。
- 今天已有證明，此病毒出現了多次變種，今天的疫苗是否能有效對抗各變種病毒仍有待觀察。

始終研發疫苗不可能一次過完成，參考流感疫苗亦須數十年才能穩定，畢竟各國都已認為該病毒成為風土病，「與病毒並存」為重啟經濟作準備。雖然對抗病毒之路崎嶇不平，但料未來疫苗的消息對投資市場的影響將逐步減少。

疫情的變化並非投資分析的領域，但在投資市場中亦存在影響因素，令這條經濟復甦之路帶來崎嶇而顛簸的處境。可是，迎難而上往往源於勇氣、毅力和冷靜的思維，再艱難的前路亦可達到復甦的目標。

復甦的副產品 — 通脹

歷史上整體經濟增長時，不論是供應面或需求面所帶動的上升，刺激通脹升溫是可預期的。當然，通脹好比膽固醇，身體的運作不能完全沒有它，但須依個人的體質，來分辨含量的好壞。經濟的體質便是國家的國內生產總值(GDP)增長，就算通脹上升配合經濟增長，對社會亦不算壞事。參考80年代的香港，百物騰貴，平均通脹率為7%，峰值為13.4%；同時經濟高速增长，平均增長為7%，最高增長更見18%。當時社會仍是安定繁榮，穩步上揚。今天疫情最壞的時刻已過，各國經濟開始復甦，可是投資市場反而擔心通脹來臨，迫使環球縮表的出現等，令各投資市場大幅波動。但是，參考今天的數據和預測，總是有點杞人憂天。

數據上未見通脹失控

參考彭博截至本年3月28日數據，全球GDP總額為87.73萬億(美元，下同)，世界最大的兩個經濟體 — 美國和中國，GDP總額分別是21.43萬億和14.28萬億，佔全球約40%。美聯儲在3月份會議中，預測本年美國GDP實質增長為6.5%，而中國總理李克強在今年的政府工作報告中指出，今年中國GDP實質增長預測為6%以上。如以兩國的預測或最低預測作推算，中美今年的GDP增長額將是1.39萬億和0.86萬億，合共2.25萬億，即單是兩國貢獻了2.56%的全球增長。

通脹方面，截至3月28日的數據，美國最新整體通脹為按年上升1.67%，而中國居民消費價格則按年上升0.6%。環球各央行對通脹的預測，除了澳紐兩國預測有可能高至3%外，其餘G10國家皆以2%或以下為本年目標，而中美預期通脹目標分別為3%和2%。

總括以上數據，截至3月28日，中美消費者物價指數(CPI)與實質GDP比例分別是0.03和負0.57，與20年平均比例分別是0.26和1.25，仍有相當距離，就算利用中美官方的預測，其比例分別是0.5和0.3；即是，就算未來數月CPI數據不斷上升，料美聯儲和人民銀行亦不會作出大幅的操控，好待通脹在經濟增長中發酵，甚至如美聯儲主席鮑威爾表示，接受未有詳細闡述的「一段時間內」通脹上升，直到出現失衡(如通脹增速比經濟增長較快)時，才會作出干預。

整體通脹與實質經濟增長百分比之比例 — 中國



資料來源：彭博，數據截至2021年3月28日

宏觀策略

整體通脹與實質經濟增長百分比之比例 — 美國



資料來源：彭博，數據截至2021年3月28日

由2月中起，市場不斷炒作通脹失控，美聯儲提早「縮表」，甚至環球加息論，令環球股市(尤其高估值股份)，國債和高評級信貸市場出現急挫。可是，參考以上分析，通脹出現失控的機會仍然較低，而在環球經濟未出現明顯復甦之前，此類炒作只屬捕風捉影，刺激各投資市場的風險和波動，加快資金在各資產中流竄。疫情在成熟國家中仍未完全受控，相信更多的經濟數據和各央行再明確的表態，才能平息市場對提早「縮表」的憂慮。

不平衡的抗疫 — 復甦斷層

「疫苗斷層」引發「復甦斷層」是未來極端風險因素之一。參考由全球不同學者與英國牛津大學協作的「Our World In Data」非牟利組織提供的數據¹，截至3月27日，全球累計感染人數達1.26億，死亡人數為278萬人，死亡率約2.2%。多得環球齊心抗疫，參考彭博(截至3月27日)數據，年初至今全球每日新增感染已由高峰約88萬人次下跌至約63萬人次，當中美國跌幅近80%。限聚措施、社交距離、強制戴口罩等已有效地制止疫情惡化，但治本之策還是接種疫苗，環球經濟才可迎來真正的重啟。

同樣，截至3月27日，參考由「Our World In Data」提供的數據¹，顯示全球已接種5.41億劑疫苗，最高的5個國家或地區順序是美國(1.40億)、中國(1.02億)、歐盟(0.67億)、英國(0.33億)和巴西(0.18億)，共佔約66.54%，反映已接種劑量非常集中在該5個國家或地區。另外，如以全國每一百人接種量，各國差距的情況更令人關注，反映環球疫苗接種斷層的現象十分嚴重。最高接種率的國家是

以色列，達到114.7%，即已進入所謂「第二針」的階段。其餘順序為阿聯酋(80.5%)、智利(50.5%)、英國(48.6%)和美國(41.9%)，可是，問題在於第5位或以後。第5位是巴西，只有單位數的8.2%，其次是俄羅斯(7.3%)和中國(7.1%)，少過5%的國家不乏經濟大國，包括澳洲(2.0%)、南韓(1.6%)和日本(0.7%)，而少過0.1%或全無接種的，多數是非洲和南美洲國家。

全球已接種疫苗總劑量和其國民接種百分比

國家/地區	已接種劑量(億)	國家/地區	每百人接種量(%)
全球	5.41	全球	6.9
美國	1.40	以色列	114.7
中國	1.02	阿聯酋	80.5
歐盟	0.67	智利	50.5
英國	0.33	英國	48.6
巴西	0.18	美國	41.9
俄羅斯	0.11	巴西	8.2
印尼	0.10	俄羅斯	7.3
以色列	0.10	中國	7.1
智利	0.10	墨西哥	6.9
阿聯酋	0.08	印尼	5.2

資料來源：Our World In Data (OWID)，數據截至2021年3月27日

如在沒有疫苗以治本之時，唯有繼續以損害經濟的限聚措施應對，這對經濟全面復甦帶來阻滯，形成經濟反彈參差。預期個別接種百分比比較高的國家經濟將先行反彈，或以「小組」形式聯合地復甦(如通關)，短期內有利資金流入，刺激當地經濟和投資市場。可是，問題源於全球疫苗分配嚴重不均所產生的「疫苗斷層」，從而引發的「復甦斷層」。資本流動不均下更容易令資本集中度高，當有任何負面消息，其波動性自然較大。另外，病毒是無分國家和經濟，「公平」地傳播環球，在疫苗斷層下低接種率國家的風險仍然高企，當疫情再次惡化(如病毒變種)，接種率最高百分比的國家們是否可獨善其身？螺旋式的下墜將吞噬它們在復甦斷層中的紅利，令投資市場再次出現如上年般大幅度避險，這是未來極端風險因素之一。

¹ 見Our World in Data網站，<https://ourworldindata.org/covid-vaccinations>

復甦斷層不可能在短期內解決

經濟學上，疫苗並非免費物品 (Free Goods)，而是需要付出代價 (可以是貨幣化和非貨幣化的代價) 才能得到的經濟物品 (Economic Goods)，即用價格 (Price) 來分配此有限的資源。價格取決於買賣雙方的代價高低，達到平衡點 (Equilibrium) 時便作出交易。可是，今天疫苗供應和需求面皆屬低彈性素質 (Inelastic)，即低取代性和生產困難的疫苗遇上別無他選的需求，再提高價格也難於短期內取得平衡點，這便是市場效率失靈之時，各政府便應出手干預。預期國際間將以不同方式爭奪疫苗，甚至有可能出現更多非貨幣化的代價才能達至交易，例如搶奪和強行禁運疫苗令國際聲譽受損，透過非疫情有關的議題 (如邊境磨擦或貿易壁壘) 作討價還價，在國際媒體上製造輿論壓力以打擊對方，更嚴重的甚至發生戰爭等。

今天在疫苗嚴重稀有的情況下，價格失去了其合理分配的衡量功能，並須透過其他量值以達到「合理」原則，GDP 總額？全國人數？每日新增感染？還是死亡率？以上種種，就算提交到聯合國作國際間的爭議和辯論，相信短期內都不能達到共識。何況現今的疫苗是須要打兩針的，僧多粥少的情況下，相信國際間在疫苗上的爭端，引發的復甦不均將不會在短期內解決。

雖然 GDP 增長差距自古存在，但因疫情下擴大才是問題。上年 G13 國家中，只有中國 (+2.3%) 出現正值，今年世界各主要經濟體預期將出現復甦，經濟明顯反彈的國家將持續吸引資金，有利當地投資市場表現。



G13 國家 2020 年 GDP 實質增長及其 2021 年官方預測

G13 國家	2020 年 GDP 實質增長 (%)	2021 年 GDP 官方預測 (%)	兩者差距 (%)
中國	+2.3	+6.0 以上	3.7 以上
澳洲	-2.4	+4.0	6.4
日本	-4.9	+3.9	8.8
瑞典	-3.0	+3.2	6.2
新加坡	-5.8	+4.0 至 +6.0	9.8 至 11.8
美國	-3.5	+6.5	10.0
荷蘭	-3.7	+2.8	6.5
加拿大	-5.4	+4.0	9.4
德國	-4.9	+3.0	7.9
法國	-8.1	+6.0	14.1
比利時	-6.3	+5.3	11.6
意大利	-8.9	+3.5	12.4
英國	-10.0	+5.0	15.0

資料來源：彭博，數據截至 2021 年 3 月 28 日

國策轉型 — 財政政策的復興

自金融海嘯以來，環球主要央行都實行了不同規模的量化寬鬆政策 (Quantitative Easing, QE)，藉此貨幣政策來拯救當時面臨崩潰的經濟，而且制止了那刻的金融危機再惡化下去。部份市場人士認為此舉是飲鴆止渴，而且自 2009 年起，市場每當出現任何負面事件或不利消息，都憧憬央行們能不斷「放水」，減低經濟自身的復原能力，最後形成惡性循環，對經濟刺激的效力大不如前。

宏觀策略

美國量化寬鬆(2009至2014年)時序簡介

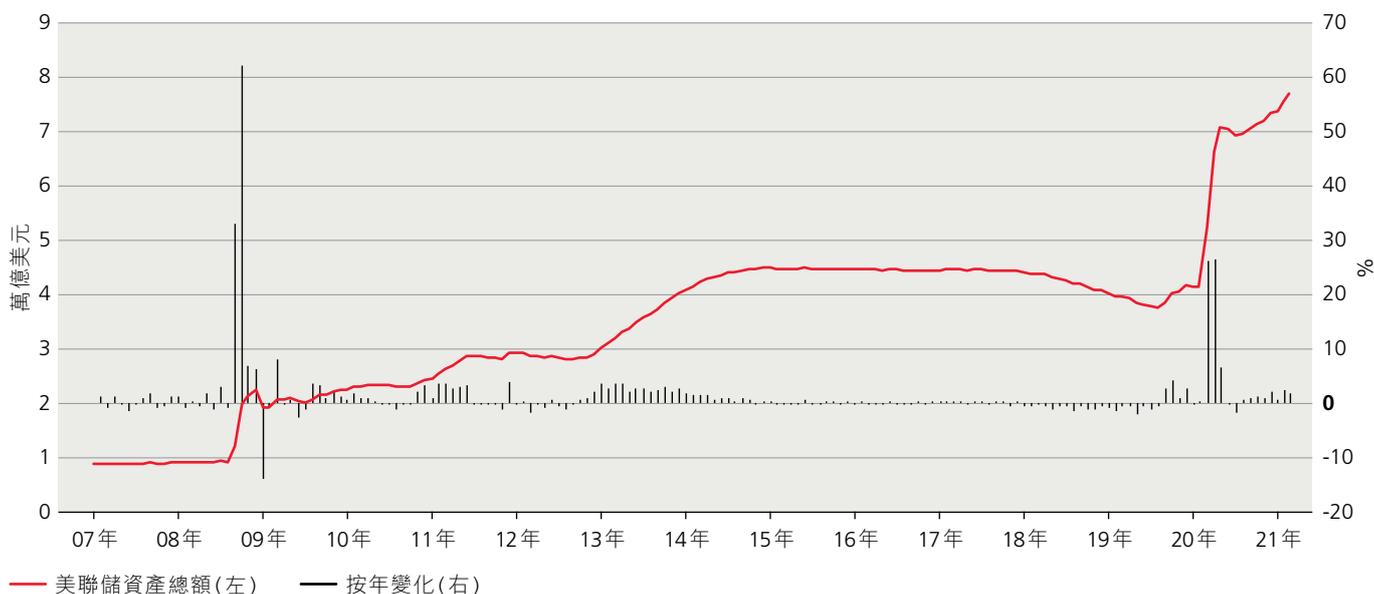
次序	年份	規模	特色
第一輪(QE1)	2009年3月至2010年3月	1.725萬億美元	主要用於購買美元的抵押貸款支持證券(MBS)、美國國債以及美元的機構證券(Agency MBS)
第二輪(QE2)	2010年11月至2011年6月	6,000億美元	主要用於購買財政部發行的長期債券
扭曲操作(Operation Twist, OT)	2011年9月至2012年12月	交易金額相同，因此沒有資金流出市場	賣出短期國債(3年期以內)，同時買入相同金額的長期國債(6至30年期)
第三輪(QE3)	2012年9月至2014年1月	每月購債規模增至850億美元，並無上限	加入了退場機制(Exit Strategy)，即預期通脹率高於2.5%及失業率低於6.5%時，將會開始縮減購債規模
縮表(Quantitative Tapering, QT)	2014年1月至2014年10月	不適用	當年2月起開始縮減購債，至6月時每月金額只有350億美元

資料來源：彭博，數據截至2021年3月28日

刺激經濟成效漸降，但帶來的副作用卻不斷上升。美聯儲的資產負債表由2008年1月約9,000億美元，到2015年1月已高見4.5萬億，升幅約5倍。在2015至2018年間，因加息後該規模增長有所收斂，但在2020年，疫情迫使美聯儲再次出手挽救經濟，把利率降至0%至0.25%，並每月購債

1,200億美元，聲稱直到經濟好轉。截至2021年3月，美聯儲的資產負債表已高見7.72萬億，再比2015年時上升1.72倍。這情況將打擊環球資金對美債的信心，未來將更難再次舉債或續期。

美聯儲資產負債表與其按年變化



資料來源：彭博，數據截至2021年3月28日

在美元本位主導的國際資本市場，美國可透過不斷印鈔來避免違約，可是利息的支出卻為未來經濟發展帶來沉重的負擔。國債利息的支出佔GDP的百分比在2008年時出現高位後回落，主要是美聯儲多次減息令利息支出總額下降，及後至2015年起加息潮開始，支出比例再次上升，到2020年更錄得1.75%的峰值。

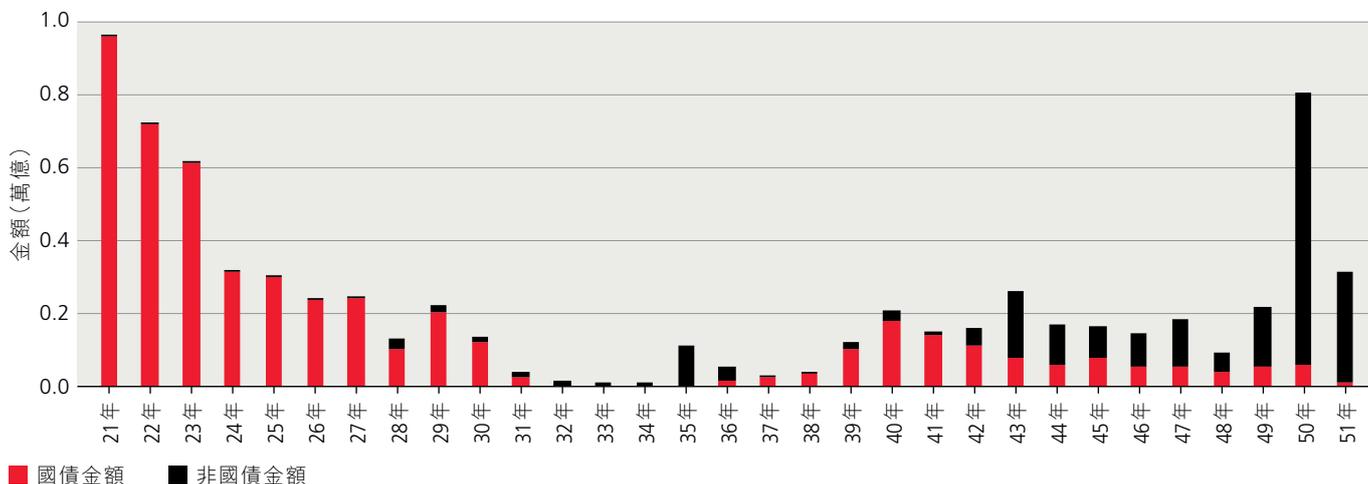
美國國債利息支出佔GDP百分比



資料來源：彭博，數據截至2021年3月28日

參考由一個包括美國參眾議院預算委員會、國會預算辦公室、管理和預算辦公室等前任負責人組成的無黨派非牟利組織「Committee for A Responsible Federal Budget」，在2021年3月公佈，研究美國聯邦政府在利息支出的報告²顯示，2021年美國聯邦政府將花費3,000億美元用於償還國債利息，相當於所有聯邦稅收約9%，數額多過在科技和太空上的投資。儘管今天的利率很低，但高額の利息支出是債務水平高企的結果。如果按今天的債務水平計算，利率每上升1%，到2021財年的利息支出將增加約2,250億美元，

美國聯邦債務到期年份分佈



資料來源：彭博，數據截至2021年3月28日

而且增加了與之相關的成本和財務風險。潛在的利率上調有可能令龐大的政府計劃和優先項目的支出也都排擠出去。鑑於存在這種風險，一旦美國從疫情中恢復過來，政府應採取積極的債務改革，明智地削減支出和增加相關稅收組合的措施，最終使債務和財赤走上一條可持續的道路。

參考標普美國國債指數平均債息與聯邦利率走勢非常相似，即如美國債息因通脹預期上升，有可能迫使聯儲局提早加息步伐，對未來利息的支出將會百上加斤；加上參考美聯儲債務到期年份的分佈，未來數年的國債到期總額將逐步下降，如能配合如2014年的縮表計劃，未來數年逐漸減少債務，藉以平衡債息的上升，將有利美國經濟發展。而且美聯儲主席鮑威爾已多次提出負利率並不可取，今天0%至0.25%的目標利率可以說是終極水平了。因此，就算未來疫情再次惡化，預期再大幅推行量化寬鬆的機會不大。

標普美國國債指數平均債息與美國聯邦利率



資料來源：彭博，數據截至2021年3月28日

² 見「Committee for A Responsible Federal Budget」2021年3月10日報告，https://www.crfb.org/sites/default/files/interest_paper.pdf

宏觀策略

如沒有寬鬆的貨幣政策，那如何刺激經濟？相信是財政政策復興之時。拜登由參選到執政至今，已多次提及透過加稅以抵消龐大的財政支出，本屆財長耶倫亦在不同場合提出稅務改革的計劃，包括剛通過的1.9萬億救援方案和建議的約3萬億基建項目。參考自1968年起的數據，財政預算佔GDP的比例一般徘徊在負5%之內，直到2008年金融海嘯後，比例急跌至負10%，往後數年雖未至於收支平衡，但曾出現負2.3%水平；可是疫情的出現，令預算支出急增，現水平負16.54%是歷史新低，反映財赤是歷來最嚴重，如要維持龐大支出，稅務改革便刻不容緩。

美國財政預算佔GDP百分比



資料來源：彭博，數據截至2021年3月28日



可是，傳統上加稅將打擊經濟發展，那拜登的稅務改革如何在增加收入同時不失經濟復甦？如此驚人的支出藍圖，應要增加多少稅項來填補？參考由Committee for A Responsible Federal Budget在2020年7月公佈，分析拜登競選時提出的稅務計劃報告³，部份稅務改革內容如下：

- 企業最高所得稅稅率由21%提升至28%
- 對支付給其他國家的稅務減免，徵收企業帳面收入15%的最低稅率
- 將美國企業在海外子公司的利潤之最低稅率從10.5%增至21%
- 最高個人所得稅稅率恢復到39.6%
- 取消超過40萬美元的小型企業收入減免
- 收入超過100萬美元的納稅人和死亡時未實現的稅務收益，其資本增值將視作一般收入
- 提高社會保障收入上限
- 首次置業者和租房者的稅收減免
- 增加照顧兒童和依賴親屬的稅收減免

報告認為，該計劃能在未來10年內大幅增加聯邦政府的稅收，新增的稅收幾乎完全由非常高收入的群組承擔，可能適度地減低經濟增長的步伐。雖然新增的稅收將個別地減少預計的赤字和債務，但大部分或全部稅收將用於資助新的支出。

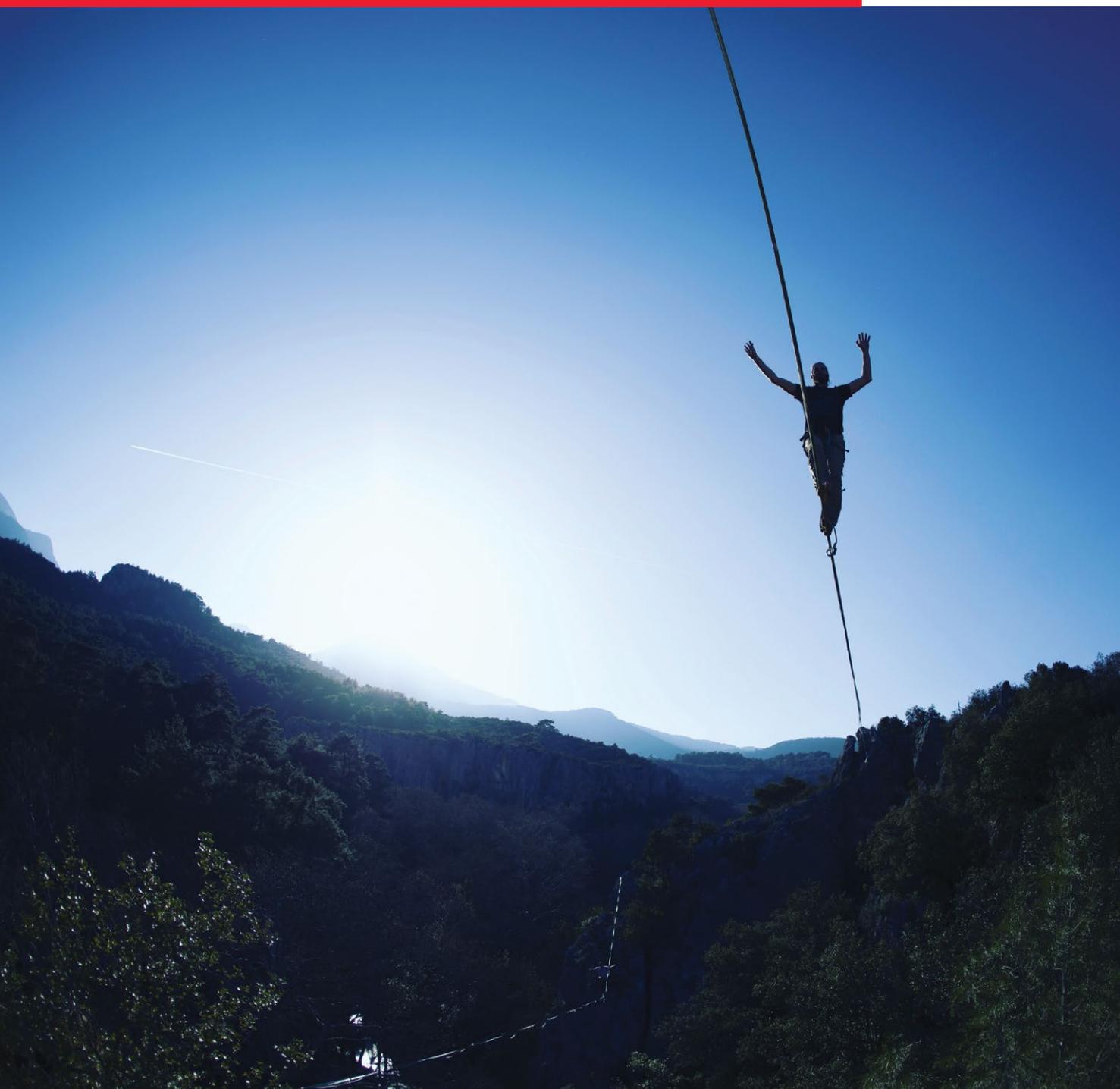
雖然今天仍未公佈最終的稅務改革方案，但民主黨今天已控制參眾議院，並可能作出部份修改以迎合共和黨的意見，最終通過的機會料十分高。因此，未來美聯儲再加大量寬的意欲更低，即過去受惠於充裕流動性和熱錢流竄的高估值、低盈利、甚至虧損的股份將會受壓，借貸渡日的「殭屍企業」再難滾動債務，股神巴菲特名言：「海水退潮時便知道誰沒穿褲子游泳了」。另外，財政政策有其局限性，增加支出同時增加稅收後結果難以掌握，例如高收入人士/企業承擔大部份增加的稅收，將打擊企業和富人的投資和消費；低收入群組的復甦又能帶來多少裨益。任何政策的根本性轉向，都會為投資市場帶來一定的風險，尤其在疫情仍然嚴峻時執行，任何閃失將帶來更大的不穩定性，投資者須注意受影響的板塊和行業。

³ 見「Committee for A Responsible Federal Budget」2020年7月30日報告，https://www.crfb.org/sites/default/files/CRFB%20USBW%20Biden%20Tax%20Plan%20Analysis_FINAL%20DRAFT_07302020.pdf

宏觀經濟

步步為營

東亞銀行經濟研究部



美國經濟展望

1.9 萬億美元的救助措施令前景變得明朗

美國的職位創造在2月份以比預期快得多的速度恢復。非農就業職位2月增加了379,000個，1月份的就業增長亦顯著向上修正至166,000。失業率從6.3%進一步降至6.2%。2月份的大部分工作增長來自休閒和住宿行業，這些行業受到疫情的打擊最大。非農就業職位的增加主要反映了新增確診數字下降令商業活動限制減少，以及最近一輪政府對家庭和企業的援助令消費者在今年年初增加了支出。

美國非農就業人數



資料來源：彭博，數據截至2021年3月10日

美國失業率



資料來源：彭博，數據截至2021年3月10日

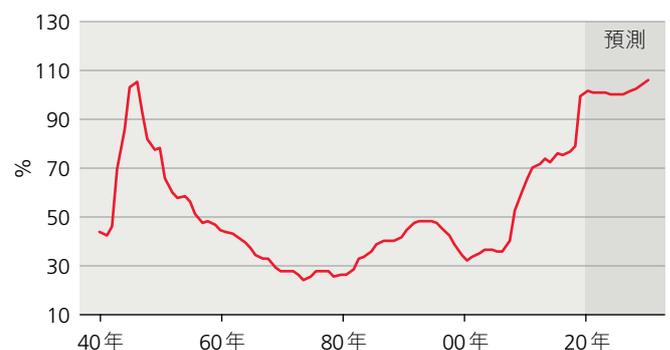
由於額外失業救濟金於3月14日到期，參議院和眾議院分別在限期前通過了1.9萬億美元的救濟法案。總統拜登亦於3月11日將該法案簽署為法律。最新版本為在9月6日之前每週提供300美元的額外失業救濟金。另外，政府亦會為年收入低於75,000美元的個人提供1,400美元的補助金。展望未來，美國的經濟前景將繼續得到改善，主要受惠於新一輪大型紓困方案，以及疫苗接種持續有進展。

通脹預期的提高推動了國債收益率的上升

在貨幣政策方面，在3月16至17日的政策會議上，聯儲局將聯邦基金利率維持在當前水平，並承諾將以目前的速度繼續購買資產，直到在實現最大就業率和價格穩定目標有實質性進展為止。聯儲局亦上調經濟預測，預計2021年國內生產總值(GDP)增速將從12月預測的4.2%加快至最新的6.5%；最新2021年核心個人消費支出的通脹率預測為2.2%，也高於先前預測的1.8%。同時，大多數聯儲局官員仍預期利率維持在當前水平至2023年。經濟前景樂觀，令市場預期通脹將在今年較後時間加快上升。通脹預期升溫，導致對固定收益資產的需求降低。十年期美國國債收益率在3月升穿1.7%，高於年初的0.914%。

如果十年期美國國債收益率急升而不受控，可能會引起問題。中期來說，美國政府將需要發行更多債務，來為財政刺激計劃提供資金。根據國會預算辦公室的數據，到2021年，聯邦債務預計將增長至GDP的102%。在美國歷史上，僅兩次超過該水平，分別是1945和1946年，主要由於第二次世界大戰後，支出激增。預期更多政府債務湧入市場，將推高國債收益率曲線。潛在的融資成本上升，會對美國的經濟復甦構成下行風險。

聯邦債務佔GDP百分比



資料來源：國會預算辦公室，數據截至2021年3月4日

儘管前景有所改善，但勞動力市場的復甦可能不平衡。雖然就業市場正在復甦，但與旅遊相關的行業(如酒店和航空)將需要更長的時間才能恢復到疫情前的水平，因為全球疫苗接種率仍處於較低水平。因此，儘管未來幾個月通脹有機會加快，但聯儲局有望在今年保持寬鬆的政策立場，以促進勞動力市場恢復充分就業。

債息上升可能長遠對房地產市場構成風險

美國住宅市場在2020年實現強勁增長，標普 Case-Shiller 20城市綜合房價指數在2020年錄得10.1%的增長。隨著2021年經濟前景的改善和寬鬆貨幣政策的持續，預計住宅買家的樂觀情緒將獲得支持。根據房利美(Fannie Mae) 3月發佈的調查結果，在2月份有47%的消費者預計房價將在未來12個月內上漲，比前一個月的41%高，亦回升至2020年2月的水平。

同時，住宅供應緊拙。根據全美房地產經紀人協會(National Association of Realtors)的數據，在2020年12月，成屋庫存量僅107萬戶，按年下降23%。上述因素支持了市場對房價將在2021年繼續上漲的預期。

然而，從長期來看，隨著通脹預期回升，國債收益率的上升可能會為升至高位的樓價帶來風險。儘管預計中期內聯邦基金利率將保持較低水平，但按揭貸款利率可能會隨著十年期國債收益率上升。截至3月18日，美國的30年按揭貸款利率從1月7日歷史低位的2.65%升至3.09%。此外，當整體經濟復甦後，業主的紓困措施將會逐步取消。在資金成本上升的情況下，需要較長時間才能恢復到疫情前水平的行業的業主可能面臨更大的財務壓力。

美國聯邦基金利率



資料來源：彭博、東亞銀行經濟研究部，數據截至2021年3月10日

標普 Case-Shiller 20城市綜合房價指數



資料來源：彭博，數據截至2021年3月10日



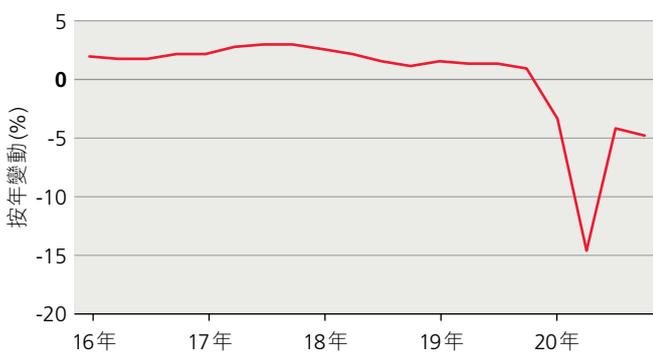
Image source: Unsplash

宏觀經濟

歐元區經濟展望

歐元區連續四個季度經濟收縮。由於聖誕節前夕歐洲各國收緊封鎖措施，2020年第四季，GDP按季下跌0.7%，而按年則收縮4.9%。按全年計，歐元區經濟在2019年增長1.9%後，在2020年萎縮了6.6%。歐元區的失業率在2021年1月維持在8.1%，而西班牙是表現最差的國家，全國失業率達到16%。

歐元區 GDP

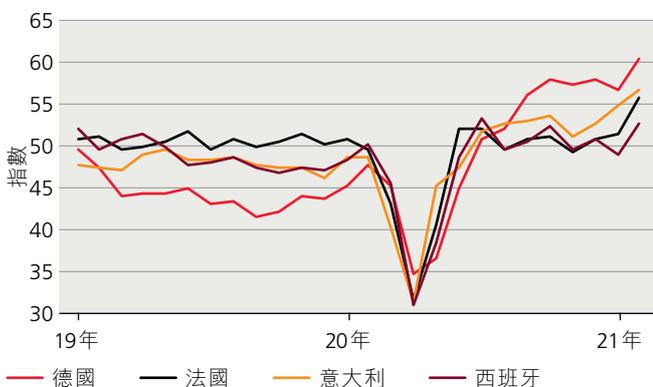


資料來源：彭博，數據截至2021年3月15日

經濟表現不均

1月份，工業生產按月上升0.8%，抵銷了12月份的0.1%跌幅，而按年則上升0.1%。這與製造業採購經理人指數 (PMI) 相呼應，PMI 指數在2月份數值為57.9，顯示強勁復甦。然而，各個歐洲國家的表現不盡相同。自去年7月以來，德國和意大利的製造業持續擴張，1月份製造業PMI分別為60.7和56.9。法國迅速追近，在2月份錄得56.1的擴張性水平，而西班牙則以52.9落後其他主要國家。

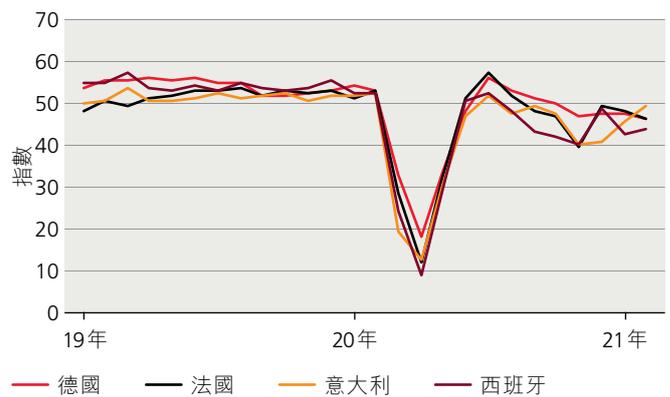
歐元區製造業 PMI



資料來源：彭博，數據截至2021年3月15日

歐元區的服務業表現未能與製造業看齊。2月份服務業PMI從上一個月的45.4稍為上升至45.7，遠低於50的門檻。2021年1月，零售銷售按月下降5.9%，按年下跌6.4%。雖然網上銷售額以按年39.1%的驚人速度增長，卻不足以彌補實體店的銷售下降。

歐元區服務業 PMI



資料來源：彭博，數據截至2021年3月15日

復甦緩慢歸咎於疫苗接種速度

服務業的表現欠佳，恰逢市場擔心歐盟的疫苗接種工作緩慢，將使歐洲的封城措施延長。歐盟計劃至今年夏天，能夠為70%的成年人接種疫苗。可是，鑑於疫苗交付延遲和分配速度緩慢，該目標似乎難以實現。截至3月8日，歐盟注射新冠疫苗的劑量，大約相等於9.6%的人口，遠較英國的35%和美國的28%為低。

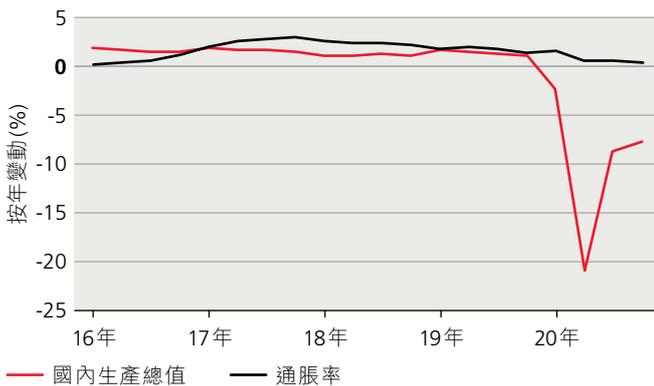
在今年初疫情惡化的背景下，2021年第一季度可能出現雙底衰退。歐盟下調2021年歐元區的增長預測，由較早前預計的4.2%，下調至3.8%。在大規模疫苗接種的假設下，歐盟將2022年的經濟增長預測由3%上調至3.8%。經濟持續低迷，會為經濟留下長期的後遺症，包括企業表現疲弱、引發長期失業和社會更加不平等。



英國經濟展望

英國經濟於2020年第四季避免陷入萎縮，按季增長1%，較市場預期的0.5%增長佳。企業及個人能夠更好地適應封城措施。儘管如此，經濟於2020年收縮9.9%，為有記錄以來的最大跌幅。

英國GDP及通脹率



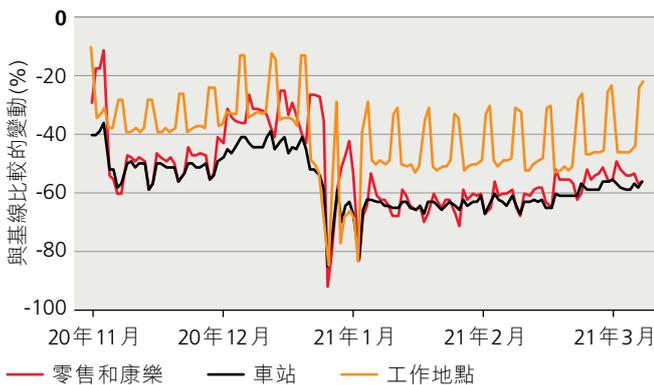
資料來源：彭博，數據截至2021年3月15日

首季經濟表現仍然低迷

可惜，由1月開始實施的第三次全國封城措施證明經濟復甦只屬暫時。1月份國內生產總值較上月收縮2.9%。服務業，尤其是住宿、餐飲服務及教育，受到社會限制措施的嚴重打擊，按月下跌3.5%。

雖然自2021年3月8日起，封城措施分四個階段逐步放寬，但人流仍未能與去年11月實施全國封城的時期相提並論。根據Google COVID-19社區流動性報告，與11月封城期間相比，英國民眾於1至2月嚴格封城的期間較少到訪娛樂、零售、雜貨及工作場所等地方。而相較作為基準的2020年1月3日至2月6日期間，最近一個月零售及康樂地點的流動性下降52.8%，較11月封城時期下跌的49.5%更嚴重，而近期前往工作場所的人數則減少37.9%，跌幅亦大於11月封城期間的34.4%。疲弱的經濟活動影響消費及企業收入，將會拖累2021年首季的經濟表現。

英國社區流動性



備註：基線為2020年1月3日至2月6日相應日子(星期幾)的中位數
資料來源：Google COVID-19 社區人流報告，數據截至2021年3月15日

經濟預計將由第二季開始回升

隨著疫苗接種計劃的順利進行，政府可能會按計劃取消活動限制，經濟亦有望回升。截至3月22日，超過2,800萬名英國公民已經接種首劑疫苗，佔總人口的41.2%。連同全國封城措施，七天平均每日新增確診個案由1月中旬近60,000宗的高峰，大幅下降至3月中旬的不到6,000宗。政府現計劃於6月下旬之前放寬所有限制，而具體日期則取決於疫苗接種的進度及感染率。

英國已接種疫苗人數



資料來源：英國政府，數據截至2021年3月15日

財政及貨幣支持持續

政府將繼續透過2021年財政預算案，提供650億英鎊的財政支持，扶助支持經濟發展。一些將於3或4月完結的疫情紓困措施將會延長。職位保留計劃及為旅遊業及酒店業提供的增值稅減免政策現已延長至9月底。薪俸稅的個人免稅額於2021年4月起增加至12,570英鎊。這些政策有望為投資及消費增長提供一定的支持。話雖如此，隨著經濟反彈，政府如何減少刺激政策成為另一個問題。利用任何進取的方式來收回政策都可能引起市場關注，並引發經濟及金融市場動盪。這將會是政府於11月的財政預算案中面臨的主要挑戰。此外，政府預計將於2020-2021財政年度借貸3,550億英鎊，為戰後的歷史新高。為使公共財政恢復平衡，政府計劃由2023年4月起，對利潤超過250,000英鎊的公司，徵收更多稅款，企業稅率將由19%提高至25%，而薪俸稅的個人免稅額則於2021年增加後，凍結至2026年4月。

同時，英倫銀行預期會維持支持經濟的貨幣政策，促進經濟復甦。於油價上漲及經濟將由第二季開始回升的情況下，通脹壓力預計會累積，將會令英倫銀行於年內維持銀行利率於0.1%不變，而資產購買規模亦預期保持不變。

英倫銀行利率



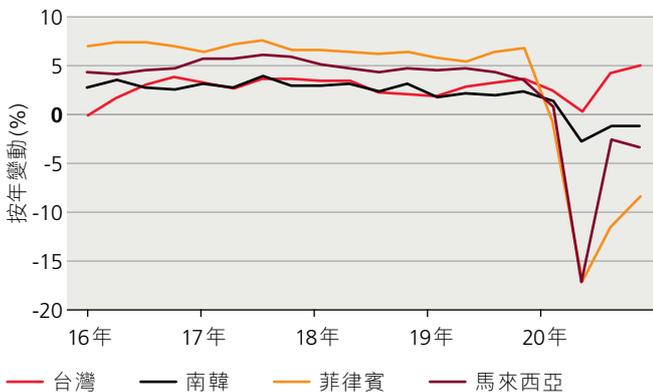
資料來源：彭博，數據截至2021年3月15日

宏觀經濟

亞洲經濟展望

亞洲經濟體於2020年於不同程度上受到疫情的衝擊。例如，菲律賓經濟暴跌9.5%，創下歷史新低，而泰國經濟亦收縮6.1%，為1998年以來最差的表現。儘管疫情嚴重阻礙亞洲的生產鏈，削弱消費者及企業的信心，但消費者的行為轉變刺激對筆記本電腦及智能電話等電子產品的需求。這有助主要出口電子產品的國家，例如台灣及韓國，緩解疫情對經濟的影響。因此，這些經濟體避免經濟收縮。同時，為了阻止疫情進一步損害經濟，亞洲各地政府已經推出數輪刺激經濟措施，而各地央行亦已將利率降至歷史低位。

亞洲個別經濟體 GDP



資料來源：彭博，數據截至2021年3月15日

區域經濟預計於2021年復甦

展望未來，由於比較基数低，亞洲主要經濟體於2020年經歷暴跌之後，預計將於2021年反彈。隨著疫苗於已發展國家及一些發展中經濟體開始接種，疫情有望於這些地區逐漸減退，並支持全球需求。大宗商品價格上升亦會令包括馬來西亞及印尼在內的大宗商品出口國家受益。儘管今年較難實現跨國旅遊，但於2020年的慘淡表現之後，區域旅行可能為泰國等以旅遊業為主的國家提供有限的幫助。

同時，於亞洲國家分發疫苗將有助阻止冠狀病毒的傳播，並支持消費者的情緒。隨著國內疫情受控，預計封城措施及社區隔離措施將逐步及部分放寬。勞動市場的復甦亦有望為私人消費提供一定的支持。此外，隨著經濟復甦，商業信心將會繼續恢復。IHS Markit表示，企業對未來12個月的產量仍然保持樂觀。另外，現有的財政及貨幣刺激經濟措施將會繼續為經濟提供支持。

經濟復甦程度取決於疫情發展及疫苗接種情況

然而，許多上述利好因素都取決於疫情的發展及接種疫苗的進展。能夠控制病毒傳播的經濟體有望保持強勁增長。台灣一直於控制國內疫情方面做得很好，截至2021年3月23日，每百萬人42.3宗累計感染個案，而越南則為26.5宗。這些經濟體可以實施較少的流動限制，並有助經濟活動回復正常。台灣現正與越南及帕勞討論旅行氣泡的可能性。

相反，有些經濟體的短期表現將受到反覆的疫情拖累。由於感染個案激增，馬來西亞於2021年1月重新實施行動管制令。隨著每天新增感染數量的減少，政府將行動管制令改為有條件式行動管制令。菲律賓則於首都馬尼拉實施封城措施至2021年3月，而馬尼拉佔該國經濟產出40%。因此，Markit東盟製造業採購經理人指數(PMI)於2月回到49.7的收縮區域，低於1月的51.4。這些地區的2021年首季經濟表現預計會保持低調，特別是菲律賓及印尼。

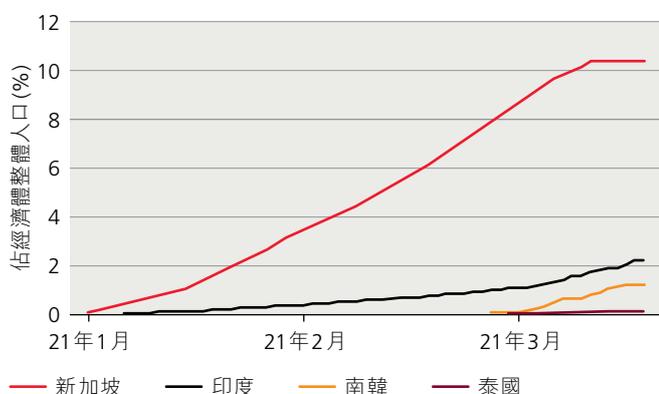
Markit東盟製造業PMI



資料來源：彭博，數據截至2021年3月15日

這些亞洲經濟體都將希望寄託於疫苗上，他們當中大部份已經開始疫苗接種計劃。然而，疫苗對變種病毒是否有效是一個挑戰。此外，疫苗的生產及運輸是另一個障礙。有些經濟體於2月下旬或3月初只獲得少量疫苗，故他們接種疫苗的進展較為緩慢。截至2021年3月15日，除了新加坡已接種的疫苗劑量相當於13.5%的人口，其他亞洲主要經濟體的已接種疫苗劑量均不及總人口的3%。

亞洲個別經濟體的已接種疫苗人數



資料來源：Our World in Data，數據截至2021年3月14日

更差的是，市民對疫苗的懷疑導致該地區的疫苗接種率相對較低。例如，經歷2017年的「登瓦夏」爭議，一些兒童為預防登革熱，接受「登瓦夏」疫苗之後死亡，引起菲律賓人對疫苗所導致的副作用的擔憂。根據一項調查，只有19%的菲律賓人願意接受疫苗。而另一間印尼的研究所 Indikator Politik 則發現41%的印尼市民不願意接種疫苗。同時，政府傾向對疫苗持觀望態度。由於對不同年齡層的有效率不同，菲律賓禁止前線醫護人員接種科興疫苗。

除了疫情之外，泰國及馬來西亞等經濟體的政治問題亦會令其經濟增長受壓。泰國現時的抗議活動影響私人消費及投資。而馬來西亞的國會頻繁更換執政黨則會削弱投資信心。同時，政府於國會的輕微優勢，將會令其推出刺激經濟方案或其他政策受阻，進一步令經濟前景蒙上陰影。

區域的貨幣支持持續

為了應對這些不明朗因素，該地區的央行預計會將利率維持於歷史低位來支持經濟。雖然包括菲律賓在內的一些央行可能會因嚴峻的經濟前景而有減息壓力，但於食品及大宗商品價格上升的情況下，通脹上升將會限制央行減息。因此，貨幣政策預期將保持寬鬆並支持經濟。

亞洲個別經濟體的政策利率



資料來源：彭博，數據截至2021年3月15日



Image source: Unsplash

宏觀經濟

香港經濟展望

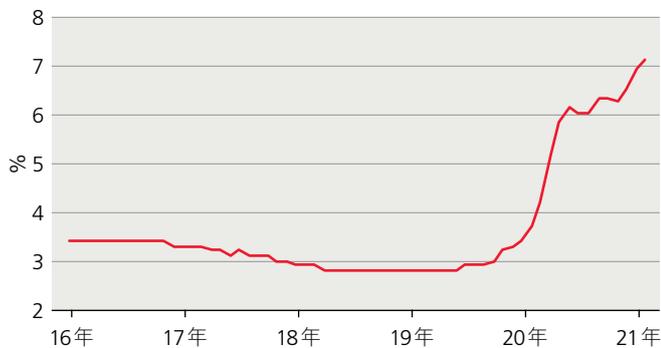
受新冠病毒疫情影响，香港去年全年經濟收縮6.1%，是有記錄以來最差的經濟表現。經濟差，主要被私人消費拖累，2020年按年下跌10.1%，而投資亦按年下跌11.5%。香港經濟去年第四季則按年收縮3%。

香港經濟增長



資料來源：香港政府統計處、東亞銀行經濟研究部，數據截至2021年3月15日

香港失業率



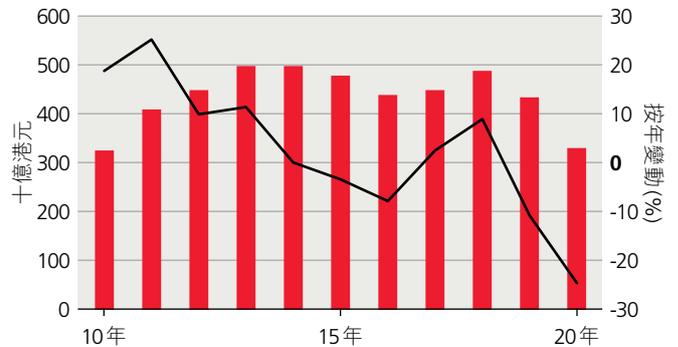
資料來源：香港政府統計處、東亞銀行經濟研究部，數據截至2021年3月15日

短期前景仍然不明朗

2020年零售總額較上一年下跌24.3%，是有記錄以來最大的跌幅，全年零售金額返回10年前水平。其中，跌幅最大的為珠寶首飾、鐘錶及名貴禮物，按年下跌54%；其次為藥物及化妝品，損失一半銷售額；接着為服裝，下跌41.3%。

相反，錄得最大升幅的乃超級市場貨品，銷售額按年上升9.7%。然而，由於「限聚令」在農曆新年期間維持，減少拜年及送禮活動，預計超市類別的生意會由升轉跌。只是去年第一季零售額按年跌了超過一半，在低基數效應下，我們預期今年第一季會錄得單位數增長。要待下半年，零售業才會見到復甦。

香港零售額



資料來源：香港政府統計處，數據截至2021年2月15日

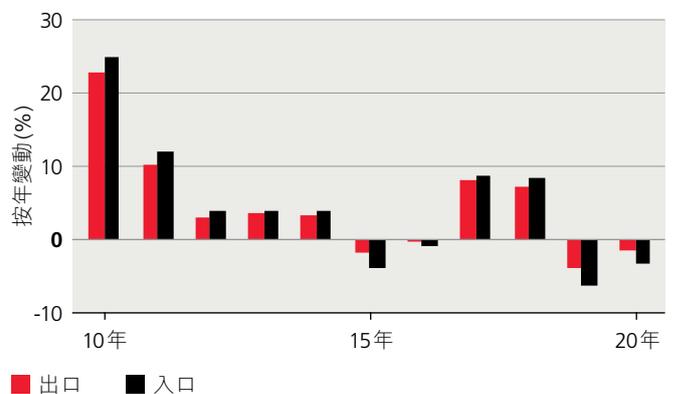
與此同時，香港內部數據仍然疲弱。香港12至2月份失業率上升至7.2%，是自2004年以來的高位，較10至12月份平均值的6.6%高。與上年同期相比，零售、住宿及膳食服務業的失業率升幅最大，按年增加了5個百分點，反映封關和社交距離措施對相關行業的影響最大。其次最受疫情影響的行業包括建築業和運輸業。

財政司司長公佈新一份財政預算案。2020至21年財赤為2,576億港元，預期來年赤字規模為1,016億港元，並會連續5年錄得財赤。故他強調，政府難以進一步增加紓困措施規模。

外部數據造好

相反，出口表現在去年第四季開始改善，主要受惠於出口到內地市場的增長加快。出口到美國的貨額亦於第四季見到反彈，由負轉正，第三季按年跌10.7%，第四季則按年微升0.1%。出口的增長動力延續至2021年。

香港進出口



資料來源：香港政府統計處，數據截至2021年2月15日

出口在1月份按年上升44%，農曆新年的月份不同亦是出口大升的其中一個因素。

展望未來，香港的出口將會繼續受惠於中美經濟好轉。中國內地經濟穩定增長，同時，內地政府致力推行內循環，改革經濟以內部消費帶動，會增加對入口的需求。而美國通過1.9萬億美元的大規模財政刺激措施，加上疫苗注射速度理想的憧憬下，今年增長會加快，增加對香港出口需求。然而，全球疫情持續和中美關係的緊張局勢將帶來下行風險。總括來說，內地經濟增長，加上本地開始接種疫苗，預料會刺激投資及消費信心，經濟今年下半年開始出現復甦。

香港樓市展望

過去一年，香港雖然受新冠肺炎疫情影響，經濟按年收縮6.1%，是有紀錄以來最差的經濟表現，但住宅樓價表現卻依然堅挺。受惠於環球央行減息及重啟量化寬鬆，加上金融及商業服務業等部份行業受疫情影響相對較小，這些行業的僱員仍具備相當的購買力，足以吸納市場的供應。差餉物業估價署的住宅樓價指數於2020年按年上升0.1%。踏入2021年，物業成交仍然強勁，1月份的成交金額按年上升60%至397億港元。成交額大增，主要受二手市場帶動，其成交額按年增長87.6%。

由於家庭收入中位數於2020年按年下跌7.4%，根據差餉物業估價署公佈的數字，住宅租金按年跌幅由2019年的1.9%擴大至6.1%，住宅物業的收租回報亦同步下跌。然而，由於整體住宅空置率仍處於較低水平，加上在金融管理局逆周期措施下，對買樓收租的投資者的資本要求提高，即使租金回報率下降，仍未見住宅投資者大幅拋售物業。

私人住宅售價及租金指數

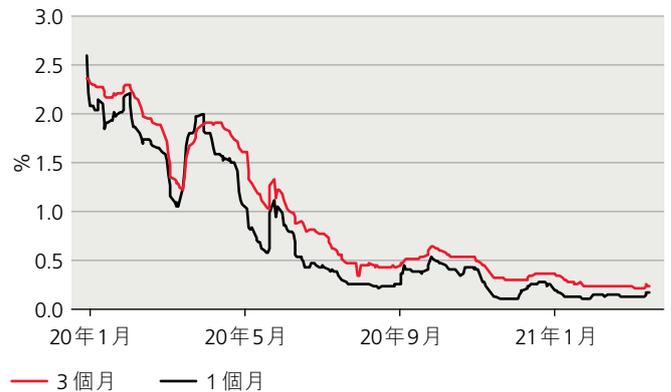


資料來源：香港差餉物業估價署，數據截至2021年3月12日

隨着投資者憧憬美國經濟復甦，美國國債收益率於3月升穿1.7厘，比年初的0.914厘高。市場擔心，通脹率升溫可能觸發聯儲局提早結束量化寬鬆，令市場資金減少。不過聯儲局早前預計，到2023年，通脹率會保持或低於央行的2%目標，暗示會維持超低息政策一段長時間。目前香港市場資金仍然充裕，三個月HIBOR在0.22%至0.25%徘徊。

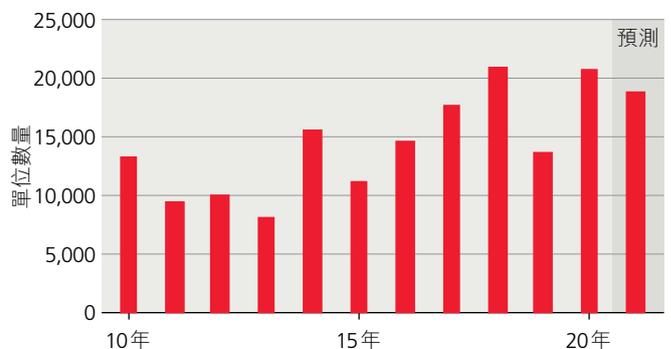
加上港元最優惠利率在上一個加息週期沒有完全跟隨美國利率上升，因此預期港元最優惠利率在未來一兩年將維持在現有水平。同時，目前住宅供應量仍然偏緊。根據差餉物業估價署的預測，私人住宅供應量將由去年的20,854伙，縮減至今年的18,924伙。

香港銀行同業拆息



資料來源：彭博，數據截至2021年3月13日

香港住宅落成量



資料來源：香港差餉物業估價署，數據截至2021年3月15日

展望未來，預計香港經濟將隨著疫情受控而逐步復甦。疫苗接種若取得進展，社會可以逐步解除社交距離措施，重啟經濟活動，對經濟復甦的預期可帶動剛性需求。加上粵港澳大灣區發展日漸成熟，內地人才可能成為香港住宅市場的新動力，這些因素都有利樓市。

然而，失業率仍然高企在7%以上，加上經濟仍然有多個不確定性，例如疫情可能反覆、中美關係不明朗、香港移民人數持續上升等，將影響買家入市步伐。因此，我們預計香港住宅樓價在2021年只會有溫和升幅。

值得注意的是，目前香港住宅樓價仍處於較難負擔的水平。2020年第四季，按揭供款佔家庭入息中位數的72%。不過，長遠而言，隨著土地供應增加，利率正常化，同時人口老化加劇等因素或令需求追不上供應增加，樓價升幅仍受到限制。

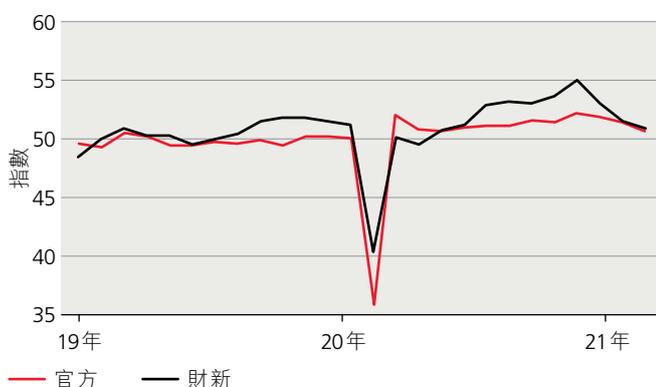
宏觀經濟

中國內地經濟展望

國內疫情拖累近期經濟表現

由於今年農曆新年在2月，同時受制於全球疫情仍然嚴重，官方製造業採購經理指數(PMI)雖然仍然處於擴張區間，但已由1月份的51.3降至50.6，新出口訂單亦急跌至48.8。同時，財新製造業PMI由51.5跌至50.9的9個月低位。但是，隨著全球進行大規模疫苗接種及推出大規模刺激經濟方案，美國及其他西方經濟體的經濟復甦加快，中國製造業預計只是短暫放緩。

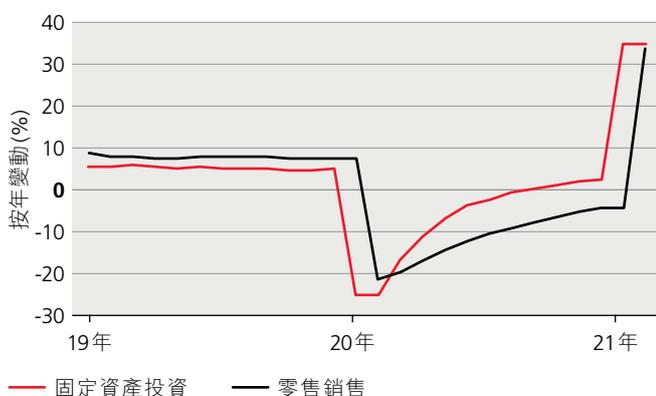
中國製造業PMI



資料來源：國家統計局、財新、IHS Markit，數據截至2021年3月15日

儘管首二個月的零售及投資分別大幅增長33.8%及35.1%，但剔除基數影響後，兩者的增速均較12月有所放緩。與2019年相比，零售銷售增長6.4%，折合平均按年增長3.2%，低過12月的4.6%。透過類似的計算，投資平均按年增長1.7%，亦低於12月份的2.9%。鑑於新增感染增加，1及2月重新實施社會隔離措施，導致增長放緩。

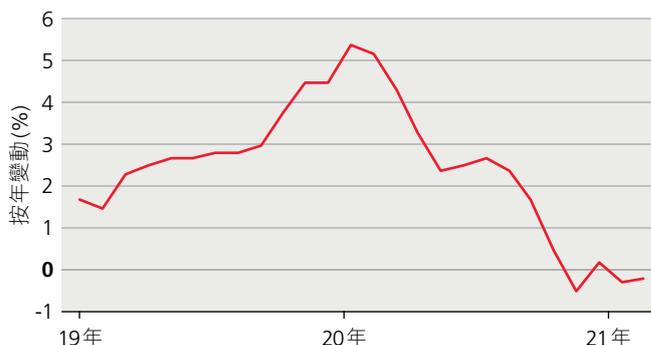
中國累計固定資產投資及零售銷售



資料來源：國家統計局，數據截至2021年3月15日

同時，消費者需求仍然低迷。扣除食品價格的通脹於1月份按年下跌0.8%之後，於2月繼續下跌0.2%。

中國通脹率

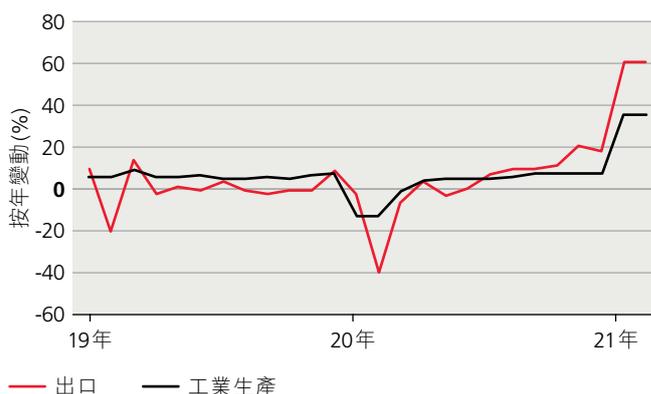


資料來源：國家統計局，數據截至2021年3月15日

復甦仍然持續

然而，其他2月份的經濟數據顯示，中國仍處於復甦軌道。出口增長於2021年首二個月達60.6%，高過市場預期，即使與2018年及2019年的數據作比較，出口仍然增長25%以上。於疫情下，全球對口罩及醫療設備等抗疫產品的需求依然堅挺，而在家工作的興起亦帶動電子產品的需求。受惠於強勁的出口，首二個月的工業生產進一步增長，與2019年相比平均按年增長8.1%，高於12月的7.3%。

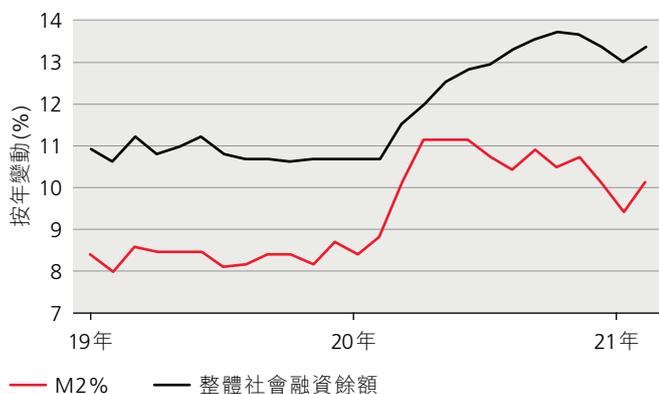
中國出口及工業生產



資料來源：國家統計局，數據截至2021年3月15日

信貸數據亦釋出正面的經濟信息。整體社會融資餘額於2月底按年增長13.3%，高於1月份的13%。信貸增加主要是由於公司貸款增加，反映公司對資金的需求仍然強勁及經濟持續增長。

中國 M2% 及整體社會融資餘額



資料來源：國家統計局，數據截至2021年3月15日

政府工作報告 — 繼續支持經濟並降低風險

於經濟穩定復甦下，政府已將重點轉移到平衡經濟增長及降低風險。今年的政府工作報告將經濟增長目標定於6%或以上，遠低於市場普遍預期的8%以上。這為政府進行結構性改革、將財政及貨幣政策回復正常提供空間，同時為不明朗因素提供緩衝空間，例如新一輪病毒感染及中美摩擦加深。財政政策將維持積極及可持續，資金將直接撥給基層政府，同時稅率將會進一步下調以支持經濟復甦。貨幣政策亦將保持穩健及靈活。今年大型銀行的普惠小微企業貸款須增加最少30%。於疫情打擊之下，就業仍然是政府面對的最大問題。政府將發掘更多的就業渠道，並提供職業培訓。

政府工作報告目標

	2021年目標	2020年目標
實質國內生產總值 (按年增長)	6.0%	-
居民消費價格 (按年增長)	3.0%	3.5%
廣義貨幣 M2% (按年增長)	與名義經濟增速基本匹配	明顯高於去年
社會融資總量餘額 (按年增長)	與名義經濟增速基本匹配	明顯高於去年
城鎮新增就業 (人數)	1,100 萬	900 萬
城鎮調查失業率	5.5% 左右	6.0% 左右
居民收入	穩步增長	與經濟增長基本同步
財政赤字率	3.2%	3.6%
地方政府專項債券 (人民幣)	3.65 萬億	3.75 萬億

資料來源：2020 及 2021 年政府工作報告，數據截至 2021 年 3 月 15 日



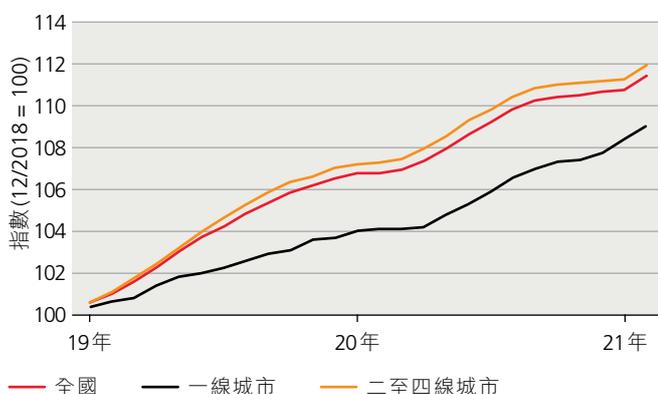
Image source: Unsplash

宏觀經濟

另一方面，政府處理金融市場的風險問題。去年11月發生的一系列債券違約事件反映企業依賴貸款來營運。政府將保持宏觀槓桿率基本穩定，減低潛在的金融風險。

除了金融市場的風險，政府亦會穩定樓市，避免資產泡沫。政府重申「房住不炒」，並會穩定地價、樓價及市場預期，代表於過去數月樓價飆升的一些熱點地區，將會推出更多的樓市調控措施。此外，為減少買樓需求，政府將會發展長期住宅租賃市場，包括深圳在內的多個城市將會撥出一定比例的新土地用於出租房屋。

中國按線新建商品住宅價格指數

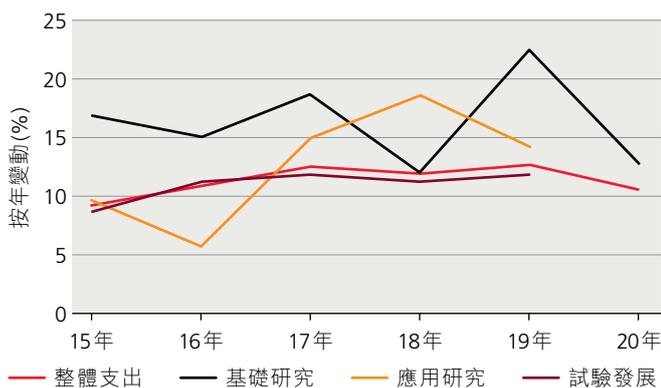


資料來源：國家統計局、東亞銀行經濟研究部，數據截至2021年1月19日

「第十四個五年規劃」的開始 — 創新與改革

同時，關於今年的經濟發展，作為「十四五」規劃的開端，政府將會專注於創新及改革。創新對於中國互聯網經濟的發展尤其重要。政府將會為製造業提供更大的稅收優惠，鼓勵製造業企業從事研發活動，亦會實施「科技創新2030重大項目」，務求於核心技術方面作出突破。另外，為彌補基礎研究的不足，中央對有關支出將增加10.6%，並會改善項目審查及人才評估機制，令研究人員可以集中精力研究。

中國研究與試驗發展支出



資料來源：國家統計局，數據截至2021年3月15日

政府亦會改革，協助經濟升級，實現可持續發展。「雙循環」是經濟轉型的框架。於「內循環」方面，政府將通過擴大消費及投資來拉動內需。雖然政府鼓勵大型耐用商品消費，例如汽車及家用電器，亦會利用「互聯網+」，推動線上及線下消費，但這些政策曾於過去數年推出，效果有限，政府須要採取更創新及針對性的政策來刺激消費。

於投資方面，政府將繼續支持新型基礎設施建設、新型城鎮化建設及重大工程建設，並將改造53,000個城鎮老舊小區，改善居住環境並提升公共服務水平。與擴大消費類似，這些政策亦曾於過去數年提出。但新型基礎設施建設對於中國全面轉型為數字經濟至關重要，有望為中國的創新戰略鋪路。

「外循環」方面，中國將繼續開放經濟，輔助國內經濟。服務業將會逐步向國外投資者開放，同時將會制定跨境服務貿易負面清單。中國亦會尋求加入《跨太平洋夥伴全面進展協定》(CPTPP)，並達成中日韓自由貿易協定。

挑戰在前，但經濟持續增長

展望未來，儘管全球需求將會受制於疫情，為中國經濟帶來挑戰，但製造業及出口仍會繼續支持中國自疫情中迅速復甦。同時，政府工作報告缺乏刺激消費的新政策，可能會削弱政府於支持經濟及升級需求方面的成效。另外，貨幣及財政政策的逐步收緊亦會影響下半年的經濟增長。

總而言之，我們預計2021年的GDP將增長8.6%。同時，由於食品價格下降及國內需求疲弱，我們預計通脹平均為1.2%。



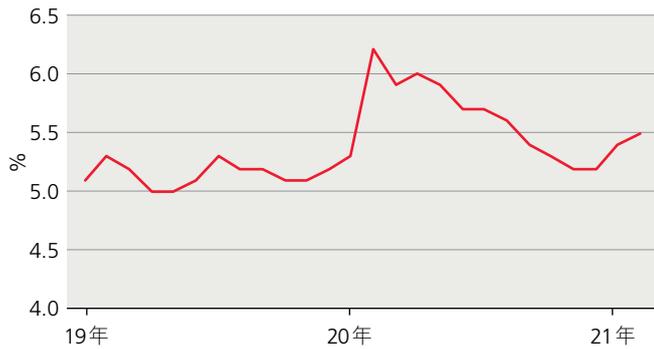
Image source: Unsplash

國民經濟和社會發展「第十四個五年規劃」和「2035年遠景目標」綱要

中國政府推出「十四五」規劃，作為國家於2021至2025年期間的發展方向。該規劃是中國實現「2035年遠景目標」的第一步，即到2035年基本實現社會主義現代化，中國亦將成為一個最先進的創新型國家，擁有現代化經濟體系，人均國內生產總值達到中等發達國家水平。

「十四五」規劃的主題是透過新發展階段、新發展理念、新發展格局，推動高質量可持續發展。與以前的五年計劃不同，「十四五」計劃沒有為2021至2025年的經濟增長定下目標，而是根據各個年度的實際經濟情況，設定經濟增長目標。為實現更高效及可持續的發展，全員勞動生產率的目標是增速高於國內生產總值，而城鎮調查失業率將保持於5.5%以下。

中國城鎮調查失業率



資料來源：國家統計局，數據截至2021年3月15日

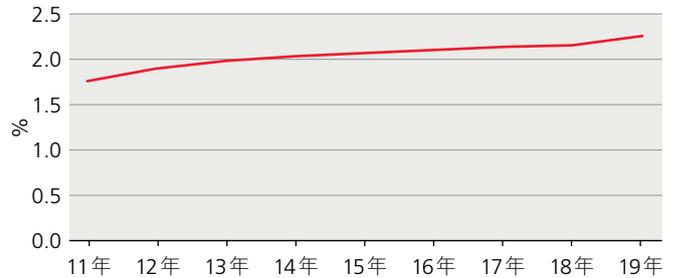
刺激創新以發展數字經濟

為了達到目標，政府將進行創新及改革。政府強調科技自立自強。儘管於「十三五」規劃中，創新亦被列為核心發展領域之一，但該議題於「十四五」規劃中升級為國家的戰略支持。政府將通過發展數字經濟，並協助傳統產業及社會向數字化轉型，建設「數字中國」。通過於經濟發展、公共服務及監管方面運用先進技術，經濟有望於數字產業的新模式下發展，民眾的生活質素及滿意度亦會提高。

全社會研發經費投入的目標年均增長為7%，而研發支出佔國內生產總值的比例亦要高於「十三五」規劃的2.4%。並將支持人才從事創新，及加強保護知識產權。

為了應對基礎研究方面的弱點，政府首次設定基礎研究支出的目標。基礎研究經費投入佔研發經費投入的比例將會提高到2025年的8%以上，遠高於2020年的6.2%，並會實施基礎研究十年行動方案。

中國研究支出佔國內生產總值



資料來源：國家統計局，數據截至2021年3月15日

進行改革以發揮更大潛力

「十四五」規劃包含「雙循環」的構思，並會透過改革，釋放經濟增長潛力。國有企業的結構性改革將繼續，提升標準及效率。民營及外資企業的營商環境將會改善，促進競爭及創新。

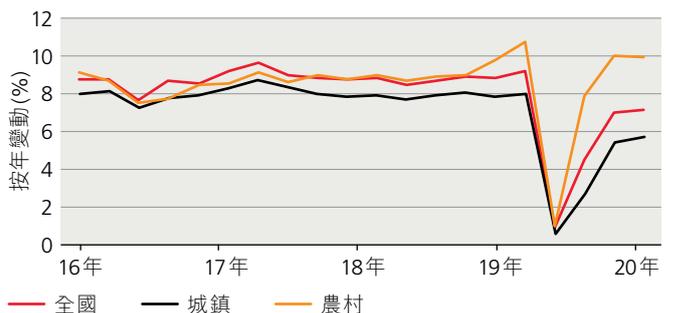
此外，城市及農村地區的生活質素將會提高，支持消費及服務業升級。政府將繼續城鎮化，務求常住人口城鎮化比率達到65%。政府亦會發展城市群及一小時通勤圈，並將重建城市，提高商業及居住質素。京津冀地區、長江經濟帶、粵港澳大灣區及黃河流域將會繼續作區域發展。同時，農村地區亦會進行改革，提高農業生產率及振興農村地區。

為響應可持續發展的主題，政府繼續促進綠色發展。空氣及水質將得到改善，並會限制環境污染。單位國內生產總值能耗將會減少13.5%，而單位國內二氧化碳排放量則減少18%，亦會鼓勵企業向綠色轉型，提高利用資源的效率。

提高人們的收入及生活水平

基於上述目標，政府亦會致力提高民眾的生活水平。政府將繼續實施就業優先的戰略，提供更多的就業機會。通過支持勞工市場，工人收入有望增加。政府的目標是居民人均可支配收入增長與國內生產總值增長基本一致，及擴大中等收入群體。通過將基本養老保險參保率提高到95%，社會保障系統亦可加強。隨著收入及社會保障的增加，私人消費將會受惠，並進一步促進「內循環」。

中國人均可支配收入



資料來源：國家統計局，數據截至2021年3月15日

對外方面，政府將繼續為國外投資者開放市場，作為「外循環」的一部分。「一帶一路」將繼續推行，促進國際合作。

兩者兼得？

東亞銀行財富管理部首席投資策略師 | 李振豪
東亞聯豐投資團隊



東亞銀行財富管理部首席投資策略師 李振豪

股市仍是配置中最佳之選

年初的分析，認為股票是資產配置中最佳的選擇。截至3月29日的數據，參考環球主要股指和債指年初至今(Year-to-date)的表現，結果符合預期(請參閱「東亞睿智」2021年第一季「股市」章節)。

各項資產指數在年初至今的表現

指數	年初至今表現(%)
MSCI世界	4.52
MSCI美國	4.88
MSCI歐洲	7.33
MSCI亞洲(除日本)	2.35
MSCI新興市場	1.46
彭博巴克萊環球累計債券	-4.31
彭博巴克萊成熟國債	-5.43
彭博巴克萊美元高息企債	0.65
彭博巴克萊美元高評級企債	-4.99

資料來源：彭博，數據截至2021年3月29日

進入第二季，環球股市將受制於以下因素：

1. 復甦起動加上龐大的財政支援(尤其美國)，市場一方面憧憬經濟復甦加快，另一方面擔心通脹重臨，刺激債息急升；避險情緒發酵下環球股市受壓，甚至以通脹失控為藉口，加速套現和板塊輪動的炒作，產生的磨擦力造成部份地區或板塊出現技術性熊市。
2. 疫情的變化，疫苗的誕生刺激投資氣氛，但衍生出環球分配不均而接種比例差異的問題，導致復甦步伐不一，甚至有部份國家在病毒變種和缺乏支援下再度封城，令資金趨向偏重於復甦一方和板塊，形成資金過度擠擁後風險日增；同時，資金亦尋找處於疫情改善初期的地區，受惠其爆發力的股市。
3. 美元受惠於國債息差(尤其相對歐債)的優勢，美匯指數由年初不及90，其後衝上93以上水平，打擊新興市場和亞洲區內股市；歐元下跌有利剛復甦的經濟，年初至今歐股的表現亦算名列前茅，但疫情飄忽可能令國際資金卻步；加上中美關係再度緊張，陰霾漸濃。

環球疫情穩步改善，經濟數據逐漸向好，流動性未見逆轉下，反映基調未見改變，仍支持股市是配置中最佳之選。雖然前路崎嶇，更須要勇往直前，冷靜分析，管控風險，復甦可期。

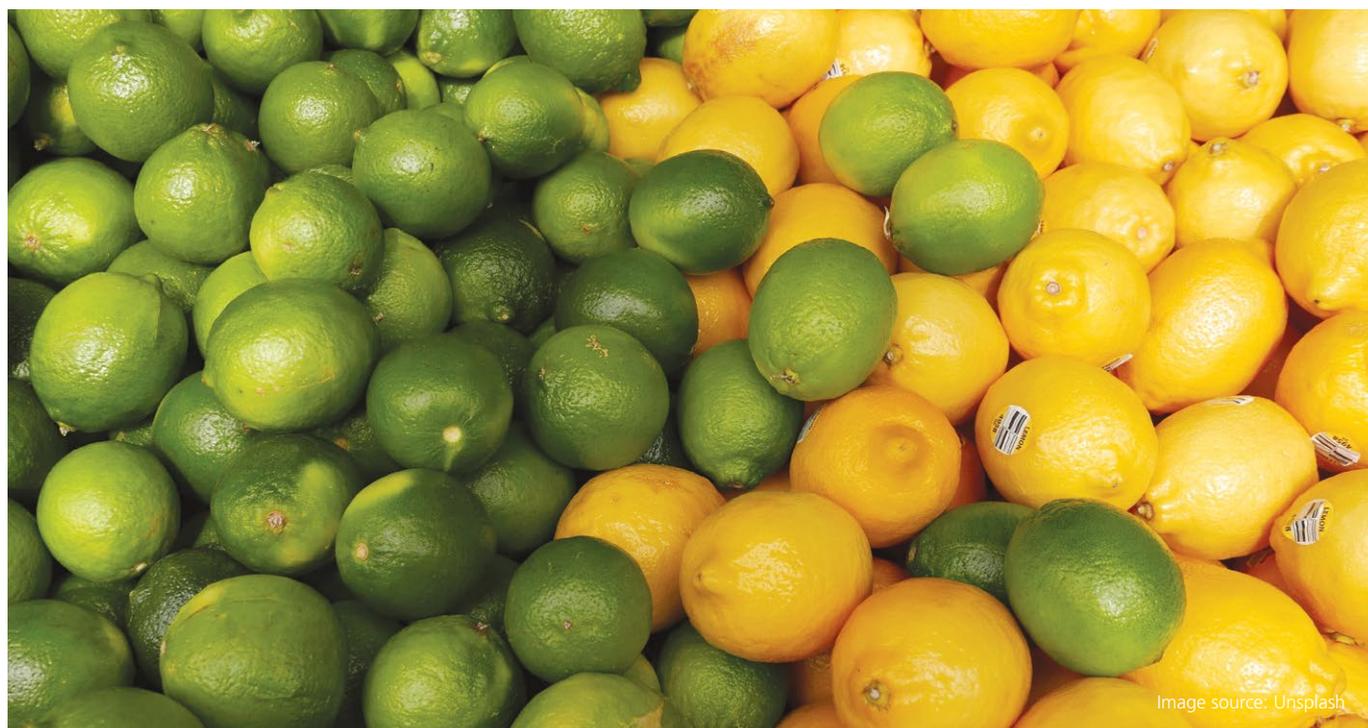


Image source: Unsplash

股市

宏觀數據支持復甦下有利環球股市走勢

採購經理人指數 (PMI) 數據反映環球經濟正在復甦

判斷經濟是否復甦，PMI數據是其中一個普遍被市場認可的指標。截止3月31日，由經濟分析公司 — IHS Markit提供的PMI數據顯示，環球主要經濟體或地區的製造業，由上年第三季起進入復甦期，並且逐步加速。雖然進入2021年後，在美元趨強下新興市場的PMI數據停滯不前，徘徊在51至52水平，但仍處於「擴張」的區域；而中國亦出現同樣情況，可能由於中國的復甦期較早，在上年5月已處於50以上水平，直到今年1月起跌穿53水平至今，但仍處於50以上。其他國家明顯加速，尤其歐美為首的成熟市場，3月

份高見58.5，美國為59.1，歐元區更突破60，錄得62.5水平，反映歐元區由剛擺脫疫情的谷底後，所產生的爆發力，與中美在多月前的表現相若。

綜合PMI方面，結果與製造業PMI數據相若，只是相對滯後了一季。可能受各國限聚措施影響，如實體消費、旅遊出行、娛樂場所等拖累，服務業的復甦仍然呆滯。整體而言，中美兩國的數據持續向好，雙雙高過55水平，歐元區亦顯示出其爆發力，由2月份的48.8急升至3月份的52.5，結果與該製造業PMI數據相若。

Markit PMI 製造業指數																
國家/地區	參數	21年3月	21年2月	21年1月	20年12月	20年11月	20年10月	20年9月	20年8月	20年7月	20年6月	20年5月	20年4月	20年3月	20年2月	20年1月
環球	製造業	55.0	53.9	53.6	53.8	53.8	53.1	52.4	51.8	50.6	48.0	42.4	39.6	47.3	47.1	50.3
成熟市場		58.5	56.4	55.2	54.8	53.8	52.8	52.2	51.2	49.8	46.4	39.5	36.8	45.9	49.5	49.8
新興市場		51.3	51.5	52.1	52.8	53.9	53.4	52.8	52.5	51.4	49.6	45.4	42.7	49.1	44.6	51.0
美國		59.1	58.6	59.2	57.1	56.7	53.4	53.2	53.1	50.9	49.8	39.8	36.1	48.5	50.7	51.9
中國		50.6	50.9	51.5	53.0	54.9	53.6	53.0	53.1	52.8	51.2	50.7	49.4	50.1	40.3	51.1
歐元區		62.5	57.9	54.8	55.2	53.8	54.8	53.7	51.7	51.8	47.4	39.4	33.4	44.5	49.2	47.9

Markit PMI 綜合指數																
國家/地區	參數	21年3月	21年2月	21年1月	20年12月	20年11月	20年10月	20年9月	20年8月	20年7月	20年6月	20年5月	20年4月	20年3月	20年2月	20年1月
環球	綜合	N/A	53.2	52.3	52.7	53.1	53.4	52.5	52.5	51.1	47.9	36.3	26.2	39.2	46.1	52.2
成熟市場		N/A	53.8	52.4	52.0	52.2	52.7	51.9	52.2	51.1	46.9	33.2	22.2	36.4	49.5	52.1
新興市場		N/A	52.0	52.1	54.1	54.9	54.5	53.7	53.0	50.9	49.8	42.7	34.6	44.9	38.9	52.2
美國		59.1	59.5	58.7	55.3	58.6	56.3	54.3	54.6	50.3	47.9	37.0	27.0	40.9	49.6	53.3
中國		55.3	51.7	52.2	55.8	57.5	55.7	54.5	55.1	54.5	55.7	54.5	47.6	46.7	27.5	51.9
歐元區		52.5	48.8	47.8	49.1	45.3	50.0	50.4	51.9	54.9	48.5	31.9	13.6	29.7	51.6	51.3

■ >53 ■ >50

資料來源：彭博，數據截至2021年3月31日

負實質利率支持股市走勢

市場擔心在流動性充裕的環境下經濟復甦，通脹有可能失控地反彈，從而迫使美聯儲提早在2023年之前加息，這是近日環球股市大幅波動的套路。此立論可能對高估值的股份或虧損的企業帶來負面影響；可是在宏觀的角度，通脹是否失控須要與當時國內生產總值(GDP)的增長比較(請參閱本刊「宏觀策略」章節)，今天各國和世界經合組織皆上調了該國和環球經濟增長的預測，帶來相對的通脹實屬合理，而且在過去十年的高流動性環境下，各央行擔心通縮而非通脹的威脅，如出現市場預期的持續式通脹上升，相信各央行更樂見其成！正如美聯儲主席鮑威爾表示，現在的經濟水平可以接受一段時間內高過2%目標的通脹，暗示「問題」出現後才採取行動亦未嘗不可。

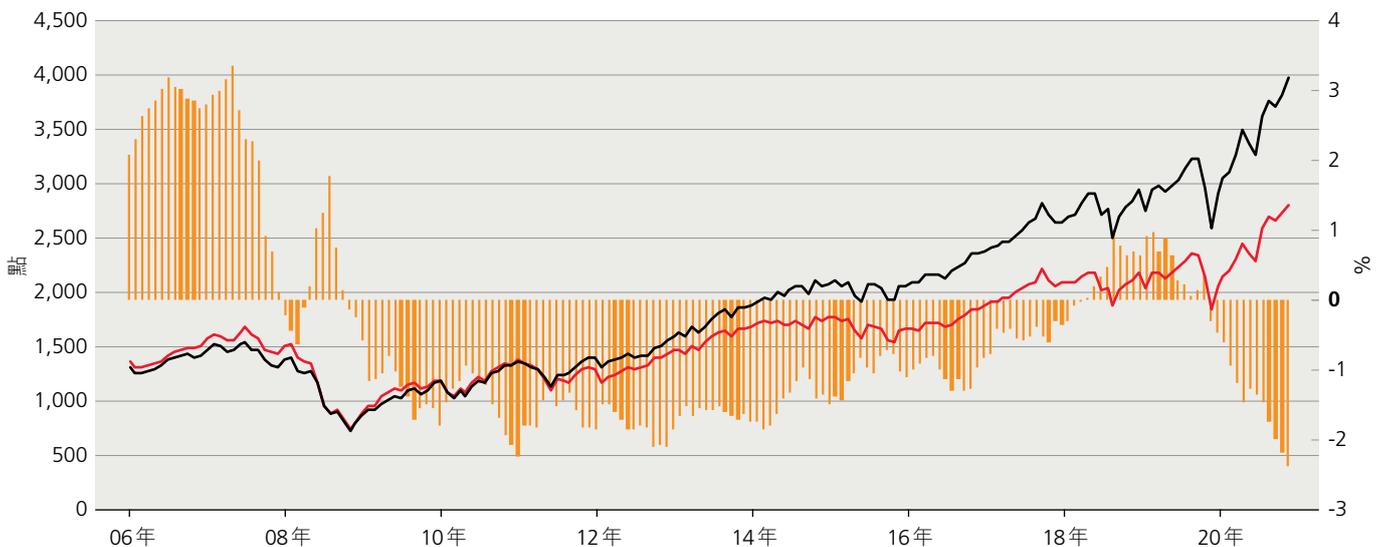
相反，如在經濟增長或復甦，配合溫和的通脹和低息的環境，提險(Risk On)而非避險(Risk Off)的策略應更可取。參考過去15年的數據，實質利率處於負值的時候，對環球股市和美股是有利的。今天美國聯邦利率在0%至0.25%，透過五年期通脹收支作為市場對通脹預期的指標(該指標屬市場前瞻性，消費者物價指數(CPI)屬滯後性)，不論MSCI世界股指或是標普500指數，當實質利率處於正值時，尤其在2006至2009年期間，兩項股指表現遜色，及後在2009年起各央行逐步推出量化寬鬆措施，股指便持續上升。至2016至2017年，美聯儲開始縮表計劃後股指在2018至2019年出現平穩向好格局。直到今天，在疫情影響下美國



Image source: Unsplash

聯邦利率貼近0%水平，股指皆表現理想。不過，如通脹升幅較經濟增長為大，而且嚴重超出央行的目標時，才會提早加息令此負實質利率收窄。可是以今天環球疫情的狀況，料央行們亦不會輕舉妄動，靜觀其變的機會較大。截至3月30日實質利率正處於負2.36%，15年數據中最低水平，未來如市場的預期下通脹繼續升溫，即負實質利率水平將持續上升，將有利提險情緒下支持股指向好的走勢。

MSCI世界股指、標普500與美國實質利率(五年期)



— MSCI世界股指(左) — 標普500(左) — 美國聯邦利率減去五年期通脹收支水平(右)

資料來源：彭博，數據截至2021年3月28日

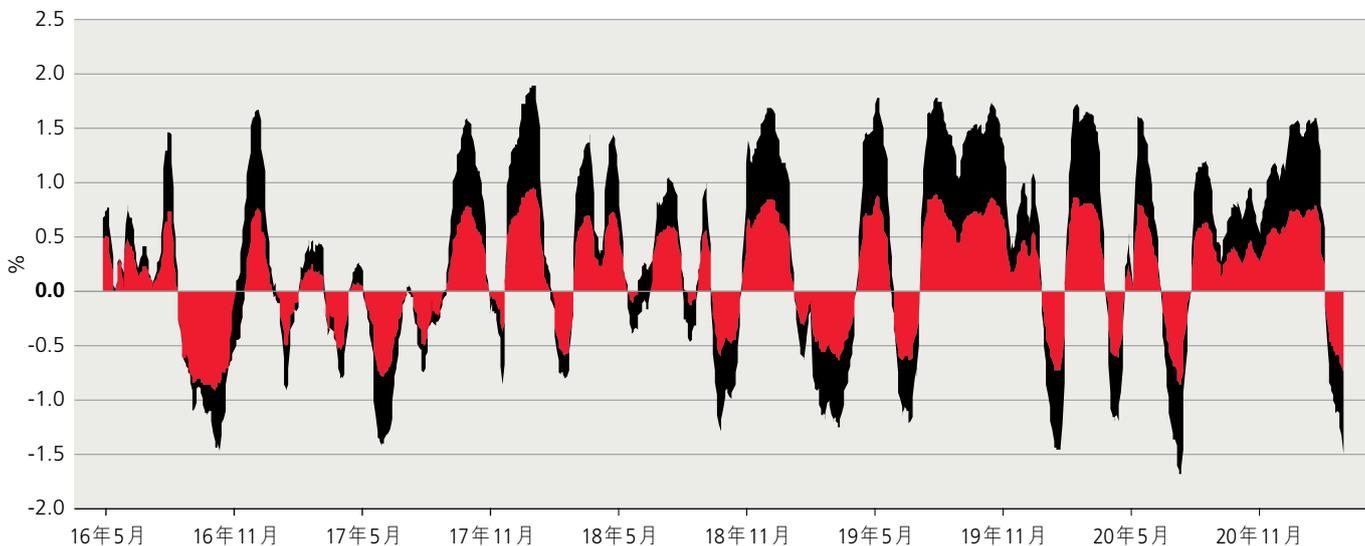
股市

風險在於息差而非債息水平

通脹重臨無疑會刺激債息上升，由2月中起環球股市出現明顯的調整，大部份源於美國十年期債息的升勢。可是，數據上是否每次債息的上升都令到股市，尤其新經濟股份下跌？參考過去五年每個交易日的數據，透過MSCI增長型股指和納指與美國十年期債息的兩項相關係數，發現正負比例出現的次數相若，兩項指數正關係的比例分別是約62%和65%，反映輕微偏向同步升跌(正向關係)，而非今天逆向的關係。



相關係數 — 美十年期債息與MSCI增長型股指或納指



■ 相關係數 — 美國十年期債息與MSCI增長型股指 ■ 相關係數 — 美國十年期債息與納指

資料來源：彭博，數據截至2021年3月28日

在第一季的報告中，已預告環球資產市場的震央在債券市場(請參閱「東亞睿智」2021年第一季)，而問題的核心不在債息上升的幅度，而是速度太快，令過度傾斜於新經濟而估值偏高的股份，在資金成本與債息同步上升的時候，其回報或應有的價值受壓，迫使大量資金同步下調持倉，出現技術性熊市。

透過五年期通脹平衡點推測，債息在約1.6%至1.8%實屬合理水平。可是另一問題是美債收益率，曲線的斜度隨之上升，主要是在拜登政府宣佈1.9萬億救市方案及約3萬億基建計劃後，市場擔心通脹有可能升至3%，遠超過美聯儲預期的2%，加上各委員在公開場合中多次表示暫時沒有計劃調解債息急升的影響，斜率上升開始令市場憂慮。

參考過去30年的數據，美國國債2年期與30年期息差曾經出現過三次持續上升，分別在2000至2003年(共三年)、2006至2011年(共五年)，和2018年至今(約三年)。在2000年時更出現負息差73點子，暗示經濟將面臨衰退，及後息差持續上升至361點子，MSCI世界股指共下跌了約48.45%；2007年處境相若，息差最低見約負17點子，之後上升至近400點子時，MSCI世界股指共下跌了約55.37%；今天息差已上升近三年，市場正擔心持續的攀升會否得出上兩次的結果，環球股市將出現災難式下跌？可是，2018年至今債息未曾出現負值，即收益率曲線上未見「倒掛」的衰退訊號，這點是與前兩次完全不同的；而歷史上都出現過在正息差的起點上持續擴大(2012至2014年)，當時股市反覆但保持升勢；另外，如以過去30年的平均息差比較，今天的水平(約230點子)只屬平均水平，而非脫軌走高，相信短期內出現急挫的機會不大。但是，如果美聯儲放棄清晰地闡述政策方向藉以冷卻對通脹的炒作，放任地令曲線失控從而激化息差的脫軌，歷史上說明其後果將十分嚴重。

MSCI世界股指與美國債息2年期至30年期息差



資料來源：彭博，數據截至2021年3月28日

股市與國債收益率的息差同樣影響環球股市，因投資的核心是資金尋求最大的實質回報，此差距便是投資股市的風險溢價。理論上，如美國十年期債息不斷上升將收窄投資美股與美債實質回報的差距，即投資股市承受額外風險的誘因將減低，資金便套現手中的持股，轉投債市；及後股價下跌令實質回報逐步回升，而資金投入債市令收益率下跌，直到兩項回報的差距反彈至吸引水平後，資金輪動才會平穩。

參考過去30年，標普500與國債的收益率差距，便發現與標普500走勢大部份時間皆成反比，當中曾出現過六次由低位持續反彈的例子：

次序	時期	收益率升幅 (%)	標普500走勢 (%)
1	1992至1994年	2.77	+12.35
2	1999至2001年	1.28	-15.47
3	2002至2003年	2.00	-28.94
4	2008至2009年	3.05	-42.70
5	2010至2011年	3.77	+14.39
6	2018至2019年	1.54	-11.22

資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

數據大致反映理論上的逆向預期(六次中出現四次)，而且當收益率升幅愈大，標普500下跌的幅度便愈大(表中第二至四次和第六次)；可是，1992與2010年的數據卻錄得區別，標普500指數上升約12%至14%，反映息差是源於股市回報的大幅上升。今天股債收益率的差距約3.05%，為30年來最低水平，宏觀層面上美股在債息持續上升下受壓愈來愈大，如未來股市盈利表現有所差池，尤其新經濟股在上年錄得可觀的增長後，今年較難維持；相反，舊經濟股受惠復甦勢頭，而且低基數效應下預期增長表現理想，互相抵消之中，大幅度板塊輪動較指數調整的機會更大。

標普500與股債收益率差距



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

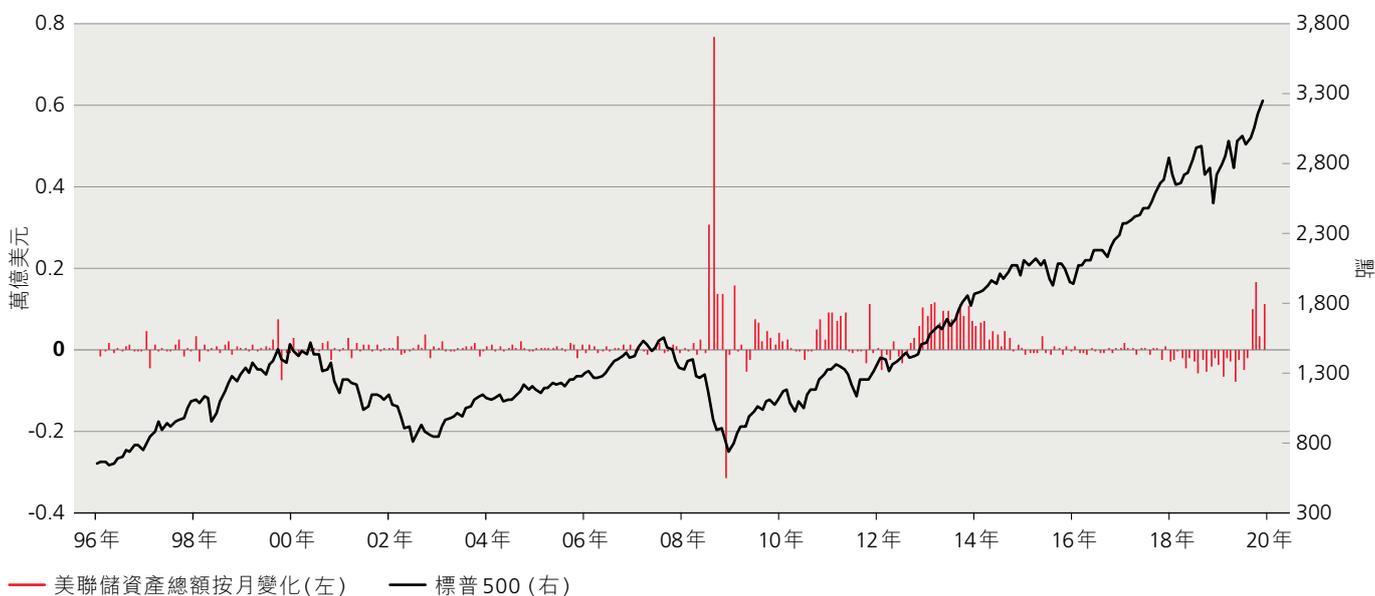
股市

短期內美國改變貨幣政策的可能性不大

除了以上宏觀的陰霾，市場亦炒作美聯儲正計劃提早「縮表」的安排。2013至2015年期間，市場出現「縮表恐慌」(Taper Tantrum) 的炒作，環球股市出現波動，因為金融海嘯後市場過度依賴央行不斷提供的流動性，才支持不斷上升的股市。到2014年11月，美聯儲的資產負債表出現第一次按月下跌時，「縮表」的來臨令避險情緒湧現，當時標普500亦在8%之間振盪，直到2015年落實第一次加息後美股回升。

另一次「縮表」在2018年1月至2019年8月，美聯儲的資產負債表持續下跌了20個月，美聯儲主席鮑威爾繼承上任主席耶倫的政策方向，積極收緊流動性，加息外亦減少購債規模，由4.41萬億美元縮減至3.76萬億美元，當時標普500在16%之間振盪，直到中美貿易戰等政經事件發生後，美聯儲便開始減息以穩定經濟，美股才回升。以上皆反映如政策能充分闡述，對市場的影響仍是可控的。

美聯儲資產負債表按月變化與標普500



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

美國聯邦基金利率與標普500



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日



今天美國疫情雖然受控，但未至於樂觀的階段，例如每日新增感染仍有約6萬人，未至清零階段；社會仍執行不同程度的限聚措施，國民仍未回復疫情前的正常生活。參考接種疫苗的進度，預期最快到本年第四季才能達到全民70%接種的目標，其他成熟經濟體更不在話下，如明年內達標已是非常樂觀的預測，料美聯儲不會在現階段輕舉妄動。再者，參考2013與2018年的經驗，美聯儲由暗示到真正縮表相差約18個月，加息更要約30個月（詳情請參閱本季「債市」章節）。如此種種，市場炒作提早「縮表」仍言之尚早，屬炒作成份較大。

除了「縮表」外，市場更炒作加息對美股的打擊。雖然美聯儲已多次解釋，並在最新的點陣圖中顯示，最快將在2023年才第一次加息，其預測亦與2015年的歷史數據吻合（詳情請參閱本季「債市」章節），但炒風仍為美股帶來負面影響。

參考過去25年的數據，在2008年實行量化寬鬆政策之前，美國聯邦利率與標普500指數走勢相若，加息的年份支持美股向好，反而減息時美股走弱，好比經濟低迷時希望透過減息刺激經濟，股市只是反映當時的衰弱而走低，反之亦然。利率的改變對股市的影響是因或果，雖然在長線的圖表未能細緻地表達，但至少反映它們偏向正面的關係。如加息對股市不利，更精準的表達，應是對負債或利息佔盈利比例較高，派息類股份影響較大，亦反映當時普遍的提險情緒較高。

未來財政政策對股市的影響較大

過去多年，各國央行不斷利用貨幣政策以刺激經濟，但成效每況愈下。在第一季的報告中已預測（請參閱「東亞睿智」2021年第一季）。到了聯邦利率接近0%的今天，而美聯儲表示並未考慮負利率時，黔驢技窮之下相信財政政策（同時增加開支和稅收）將是拜登政府未來的焦點。

拜登在競選時以至近日的公開場合中多次表示，直接加大政府開支（如增加基建投資）以刺激復甦步伐。在疫情期間，預算財赤佔GDP比例已由2020年4月約負4.8%，單月急升至負9.9%，直到本年2月份，數字已攀升至負16.5%，相比G13成員國，美國正名列前茅。

G13成員國之財政預算佔GDP之百分比

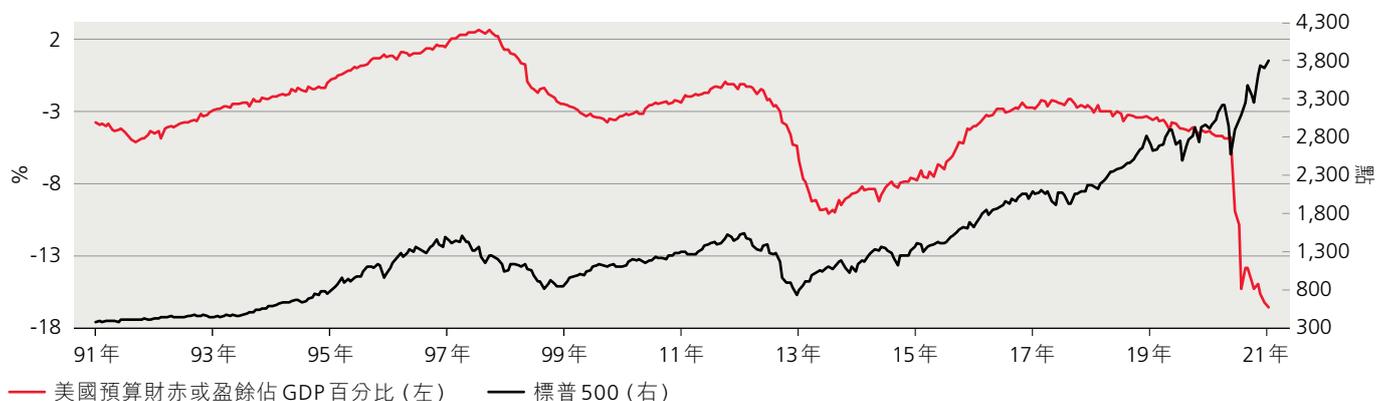
國家	財政預算佔GDP%
美國	-16.54
中國	-6.17
加拿大	-5.79
澳洲	-5.07
日本	-3.51
法國	-3.00
英國	-2.30
比利時	-1.90
意大利	-1.60
瑞典	+0.50
德國	+1.50
荷蘭	+1.70
新加坡	+8.63

資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

市場普遍預期在拜登的領導下，財赤佔GDP比例將持續上升。這結果除了會打擊美元的信心外，反而對美股不利。參考過去30年數據，預算財赤佔GDP比例與美股走勢相若，但在過去高度依賴貨幣政策和疫情的突襲後，財赤急升下美股反見不斷走高。今天如拜登有意把焦點由貨幣政策轉向財政政策，同時疫情漸見改善，相信財赤佔GDP比例須要出現明顯的改善，例如政府收入比支出較大或GDP增長比財赤上升較快，才能支持今天美股的升勢。

股市

美國預算財赤或盈餘佔 GDP 百分比與標普 500



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

問題之一是資金從何而來？稅收相信是一個選項(詳細內容請參閱本刊「宏觀策略」章節)，當中企業所得稅和「富人稅」能否順利得到參眾議院支持？稅務改革後的總收入能否抵消(甚至超越)已宣佈的1.9萬億救市方案和約3萬億基建支出？其次是將投放的支出能否刺激GDP增長？相信以上問題，才是左右未來美股走勢的焦點。

疫情反覆下新舊經濟股份並存為佳

疫苗的誕生有利環球經濟復甦，可是在極端的環境下，疫苗分配已脫離了經濟學中價高者得的定律，甚至並非透過危急嚴重、疫情的嚴重性(如感染或死亡人數)，而是其他的意識形態或國際政治角力來分配資源，形成全球接種比例出現明顯的差異(詳情請參閱本季「宏觀策略」章節)，出現「復甦斷層」。當然，「聰明錢」自然會流向復甦勢頭較好的地區或盈利改善的板塊，部份或出現資金過度擠擁的板塊因而出現反覆波動，資金在高低估值股份之間流竄；同時，疫情的反覆亦會支持新舊經濟股份的輪動。復甦的前路崎嶇而顛簸，疫情的變化被動而反覆，因此在股票配置中不宜偏重一方，兩者並存，未嘗不可。

價值型比增長型股份的表現更亮麗

過去數年，科技的創新造就「工業革命4.0」的趨勢，顛覆了各傳統行業的營運，甚至大家生活的方式，支持所謂新經濟或增長型股份屢創新高，加上疫情的突襲，此類股份大幅拋離舊經濟或價值型股份。隨著全球疫情的改善(尤其歐美市場)和債息急升打擊估值偏高的股份下，由2月中起板塊輪動明顯加速。參考年初至今，MSCI價值型與增長型股份表現的比例，不難發現在大市波動下，價值型股份更受資金的支持；道指作為舊經濟股份的代表(如金融、工業)與納指作為新經濟的代表(如科技、通訊)，其表現的比例同樣出現舊經濟贏出的結果，預期美國在疫情逐步大幅改善的環境下，料價值型股份與道指的表現將更亮麗。

歐洲的疫情仍然嚴峻，MSCI歐洲價值型與增長型股份表現的比例未見如美股般突出，但相信在第二、三季，疫情逐步受控後，該股份表現將重複今天美股般，價值與舊經濟股將領航。

MSCI 價值型與增長型股份表現之比例和道指與納指表現之比例



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

當然，參考亞洲各國在疫情改善之路上，都出現第N波的反覆，新經濟股份藉疫情惡化而反撲時有出現，但其升幅將逐步收窄，即新舊經濟輪動的幅度和次數將逐步減少，直到完成「均值迴避」(Mean Reversion)，重新找到新舊經濟的平衡點為止。新經濟方面，偏好以顛覆傳統行業的科技龍頭較佳，預期其盈利優勢將順利過度至經濟復甦，畢竟受惠「宅經濟」的新經濟股在疫情逐步改善，限聚逐步解封後，其優勢將被蠶蝕，盈利增長存疑。因此，在資產配置上，新經濟股份亦須要作出明智的選擇。

多項股份量值支持新舊經濟股份並存的策略

雖然通脹預期令債息上升，打擊高估值(市盈率)股份，但

不能否定在配合拜登的防疫和疫苗接種政策，美國經濟已明顯出現反彈，經濟正在復甦。

參考標普500中11項行業分類，並透過以下量值的分析，分別是每股盈利增長(EPS Growth)、每股派息增長(DPS Growth)、每股淨負債增長(NDPS Growth)、股息率(DY)、12個月前瞻市賬率(12m-Forward PB)和12個月前瞻市盈增長率(12m-Forward PE/G)，每項量值中得到最佳表現最多的首五大行業分別是原材料、醫療保健、非核心消費、資訊科技和能源板塊(註：相同得分下，假設未來債息與提險情緒上升，公用板塊前景較遜色而落選)，反映新舊經濟股份並存將是未來一季的策略。

量值	標準	標普500	資訊科技	醫療保健	非核心消費	金融	核心消費	工業	原材料	公用事業	能源	通訊服務	房地產
每股盈利增長(%)	最高	7	8	14	24	1	-2	8	11	1	4	10	6
每股派息增長(%)	最高	27	31	40	38	24	16	7	56	78	7	22	15
每股淨負債增長(%)	最低	37	-67	-17	-14	218	-18	3	-12	3	-13	-17	-7
股息率(%)	最高	1.56	1.00	1.82	0.76	1.85	2.71	1.54	1.89	3.40	4.50	0.98	2.90
12個月前瞻市賬率(倍)	最低	4.03	9.34	4.24	9.89	1.47	6.19	5.67	3.01	1.92	1.70	3.87	3.81
12個月前瞻市盈增長率(倍)	最低	1.93	2.26	2.47	2.25	(1.76)	3.56	2.66	1.90	2.92	2.18	3.16	10.28
錄得最佳表現的次數			3	4	4	1	2	1	5	3	3	2	2

資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日



Image source: Unsplash

股市

美元強勢下投資市場有利亦有弊

美國十年期債息受通脹預期刺激而急升，年初至今已上升超過70點子，而同時歐洲各國十年期債息普遍只上升了20至30點子，除了反映地區經濟復甦步伐不一外，兩地債息差距擴大亦推高美匯指數的走勢（註：美匯指數中歐元佔57.6%）。參考由2008年金融海嘯後，兩地息差與美匯指數走勢十分相似，預期未來美國債息將跟隨通脹，有可能升至2%以上，而歐洲仍待疫情好轉，此消彼長下預期兩地息差將短期內支持美元處於高位徘徊。

美匯指數與歐美十年期國債息差



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

美匯指數與日經225



資料來源：彭博，數據截至2021年3月28日

短期內強美元有利日股

亞洲在疫情下算是較早改善的地區，尤其由中國主導的區內經濟，在年初至今皆出現明顯反彈，在2月中旬時，MSCI亞洲(除日本)指數的年初至今表現高見約14%，而當時MSCI世界指數只有約5%的升幅。可是，及後美國債息急升刺激美元強勢和中美關係緊張，資金流出區內股市，截至3月30日，MSCI亞洲(除日本)的年初至今表現只有約3%(MSCI世界指數約4%)，即一個半月內大幅下跌了11%，反映資金對不利因素的敏感度較高。

傳統的投資概念指出，美元強勢將不利新興(非美元)市場。由2019年至今，美匯指數與MSCI亞洲(除日本)指數走勢背道而馳，反映強美元下投資非美資產上的匯率風險較高，不利大部份亞洲區內股市，加上最近中美關係緊張，部份依賴中美貿易為盈利基礎或兩地上市的北亞區股份影響較大；而南亞地區方面，在缺乏特朗普執政時，大力鼓勵在內地的海外企業遷移工業到南亞各國的政策，資金的熱度已大不如前，加上疫情在部份南亞地區仍然嚴峻，疫苗接種率偏低，料資金大舉在區內投資的機會不大。相信須要等待美元回軟和中美關係改善(如兩國元首成功會面)，才令資金對該地區重拾信心。

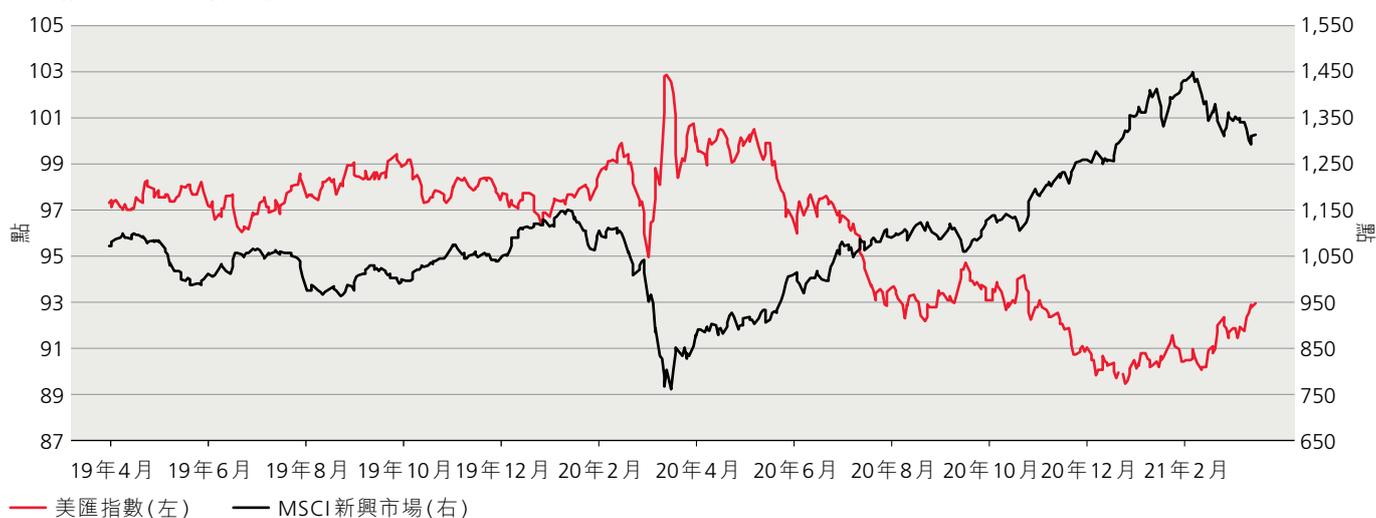
另一傳統概念是，在強美元下日圓轉弱，將有利日股走勢。在過去15年間，美匯指數與日經225的走勢相若，反映出出口為重的日本經濟，在弱日圓下將更有利復甦。雖然疫情和奧運會的陰霾未見消散，亦非股票配置的首選，但日股作為強美元打擊區內股市的短期對沖策略亦無不可。

美匯指數與MSCI亞洲(除日本)



資料來源：彭博，數據截至2021年3月28日

美匯指數與MSCI新興市場



資料來源：彭博，數據截至2021年3月28日

歐洲股市是不可忽視的「黑馬」

參考上年中國疫情受控，預期經濟復甦將較其他國家更快，環球資金便逐步投入，2020年滬深300指數共升了約27.21%；到了上年第四季，美國疫情開始受控，1月中拜登上台後，在防疫和疫苗接種下疫情得到明顯改善，標普500由上年第四季至今年第一季，共上升了18.14%；反映「聰明錢」不斷尋找疫情改善初期的地區，畢竟已好轉地區的股市已有一定程度的升幅，吸引力漸降。在環球主要股市中，相信歐洲走出陰霾的機會仍在。

截至3月27日，英國接種比例已約50%，而在疫苗護照上，料英國和歐洲達成共識機會仍高，區域性「旅遊氣泡」將是互利之舉，該憧憬下歐洲和英國在疫苗上的爭端相信可以解決，而且法德兩國封城至5月，如順利的話，相信疫情在第三季受控的機會較大（可能由於天氣或不明原因，上年環球疫情在第三季普遍出現改善）。參考2020年已公佈的GDP實質增長與2021年最新的官方預測，兩者差距最大的地區正是歐洲，法國、比利時、意大利和英國分別是14.1%、11.6%、12.4%和15%，比較中國（3.7%或以上）和美國（10%）更吸引（詳情請參閱本季「宏觀策略」章節）。雖然歐洲前景崎嶇，亦非股票配置的首選，但分段作中長線吸納相信亦是可取之策。

中國及亞洲股市展望

環球量化寬鬆政策未變 市場資金仍見充裕

經濟復甦 通脹預期升溫

新冠疫情隨著疫苗陸續推出市場而漸見放緩，市場憧憬包括美國等先進國家經濟活動將逐步重啟，經濟復甦步伐加快。投資者轉而憂慮通脹將升溫，促成聯儲局的量化寬鬆政策或將收緊。美國國債收益率由去年底0.9%升至3月高見1.7%或以上水平。

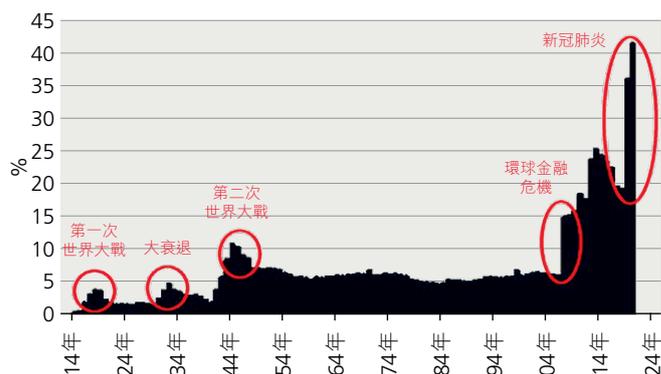
儘管美國短期通脹仍有上升可能，但鑑於環球經濟復甦處於起步階段，而疫苗成效仍存在不確定性，物價仍缺乏全面上升的動力。即使基數效應有機會令美國通脹率在3及4月輕微上升，但消費者擴大開支的力度暫不足以全面推升通脹。而聯儲局主席鮑威爾亦重申大規模的貨幣政策及買債計劃仍維持不變。

同樣地，歐洲經濟前景未明，估計區內市民得到廣泛接種疫苗之前，封城措施仍有機會間斷出現。歐洲央行預料至少到今年底才有機會回復常態，所以不會過早撤出支持經濟政策，實質利率過快或過度飆升可能窒礙復甦步伐，所以在不必要的情況下，歐央行將確保不會收緊融資條件。

寬鬆貨幣政策持續

目前美國聯儲局資產負債表已相當於國民生產總值的40%，處於歷史高峰水平。我們認為今季環球寬鬆貨幣政策方向仍保持不變，市場的資金水平仍然充裕。

美國聯儲局資產負債表佔國民生產總值百分比



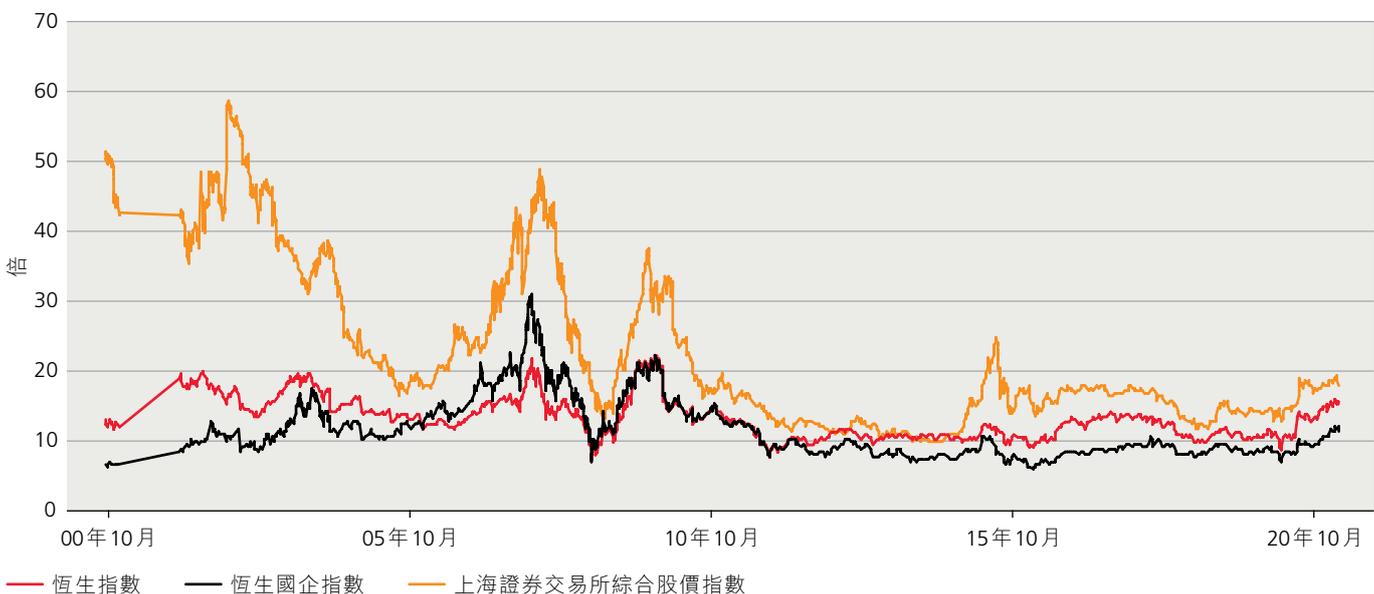
資料來源：美銀美林環球研究、GFD、Haver，數據截至2020年8月11日

亞洲地區：歐美開展復甦帶動亞企盈利增長

亞洲市盈率仍算吸引

隨著中國較早恢復經濟活動，令亞洲主要股票市場有不俗表現，其中南韓、台灣、中國內地市場主要指數升幅介乎23%至31%。儘管區內個別股市去年急升，惟相較歷史走勢，現水平與高峰仍有距離。以中國市場為例，目前滬深300指數與2007年高峰仍有逾一成的空間。

中國和香港主要股票指數市盈率



資料來源：東亞聯豐、彭博，數據由2000年10月4日至2021年3月11日

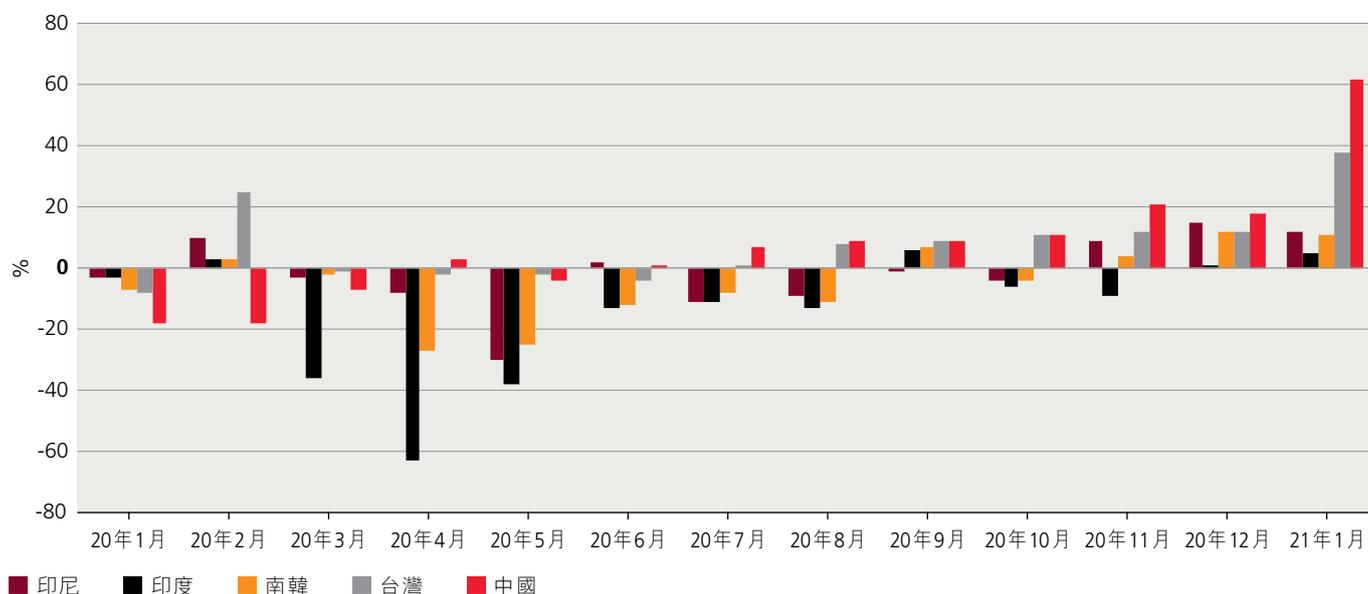
同時，今年亞洲區內企業盈利，尤其上半年有望於去年的較低基數下，錄得較佳表現，變相令區內股市市盈率下降，相較其他國家更為吸引。

環球經濟復甦支持亞洲出口表現

隨著歐美開始陸續恢復經濟活動，對亞洲出口貿易無疑提供了頗大動力。事實上，自去年第四季開始，南韓、台灣等主要高端電子產品部件出口國的出口增長大幅反彈，台

灣的出口增長於1月份更達36.8%，創出單月出口額歷史新高；中國今年首兩個月合併計算出口增長更按年急升60.6%。隨著歐美零售商業活動逐步重啟，令庫存回補的需求上升，相信亞洲出口表現將會穩步上揚。我們預料台灣、南韓的科技產品、電腦手機零部件，可繼續受惠於去年下半年環球電子產品、手機產業鏈全面復產。至於全球製造業復產，將會推升上游資源及原材料庫存需求，故印尼能源、原材料行業將會成為投資焦點。

亞洲各地每月出口同比變幅



資料來源：彭博、中國海關總署，數據由2020年1月31日至2021年1月31日，以美元計算變幅



Image source: Unsplash

股市

中國股市：「十四五」規劃支持政策可冀

內需、產業升級、綠色能源政策

剛於3月初召開的兩會中提及「十四五」規劃的綱領及政策方向，中國總理李克強在政府工作報告中強調在「雙循環」政策下，推動內需，繼續提倡產業創新升級，加快電子商貿及農村物流網絡發展，擴大縣市鄉鎮消費零售額度，穩定增加汽車、家電等大宗消費品需求措施；亦要推動產業提高科技應用，進行數碼化轉型。另外，為達致2060年「碳中和」目標，並推動綠色發展，預期具體的支持政策將陸續出台，綠色產業前景可期。

貨幣政策穩定 人民幣保持平穩

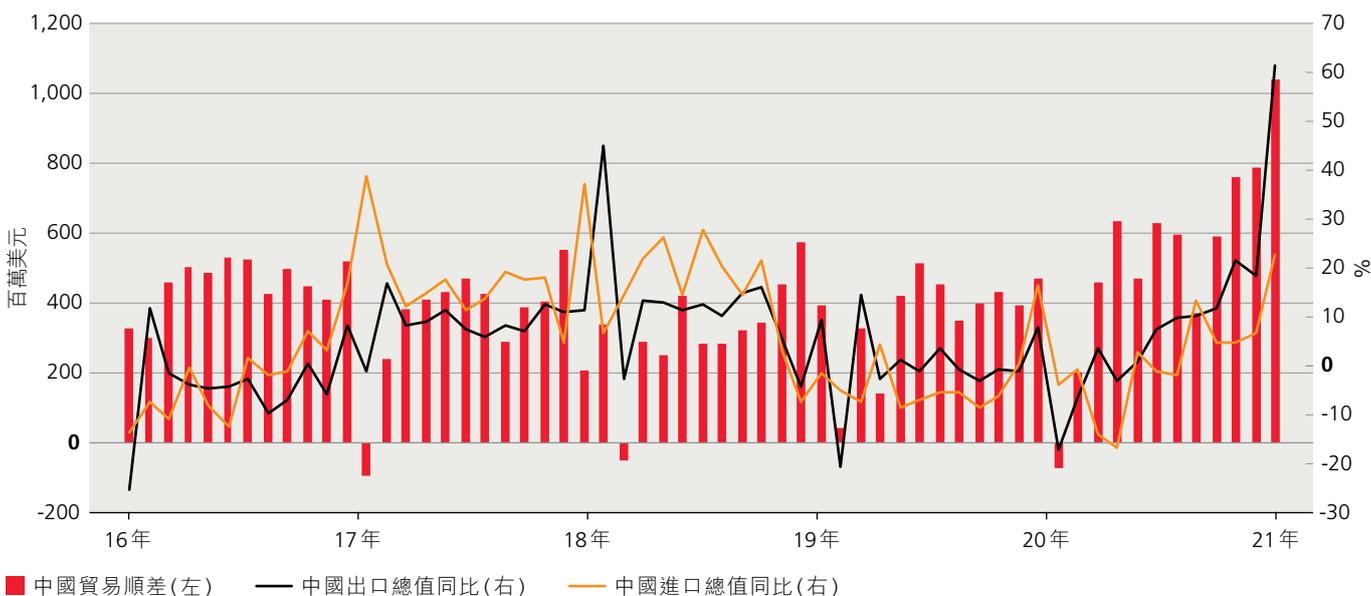
中央政府將維持穩定的貨幣政策，並靈活調節，相信不會跟西方國家同樣作大規模的量寬措施，以免造成結構風險及資產泡沫，因信用收窄而引發風險的機會比較低。預料此舉將有利內地金融機構的淨利息收入。我們預計人民幣匯率將保持穩定，主要是由於中國貿易順差仍保持強勁增長，2020年全年貿易順差達到5,350億美元，創2016年以來最高水平。同時受惠中國債券與其他國家同類形資產仍存有頗大息差，估計將繼續吸引環球資金流入。

中港金融市場加快融合

今年初，港股因受惠於大量南向資金流入而急升。截至2月底，滬港股通南向淨流入資金接近3,856億元，相當於去年全年總額的57%。雖然3月首六個交易日，南向資金出現淨流出合共有132億元，但相比今年首二個月的淨流入規模，暫時「北水」流走的規模仍較小。「北水」南下的主因，仍是本港H股估值相對A股存有折讓。此外，個別中資企業只在香港上市，都成為吸引內地投資者的原因之一。而隨著更多中概股回歸，並以香港作為首選掛牌地，本港未來將有更多具質素的中概龍頭股上市，讓投資者全面捕捉中國新經濟的機遇。

另一方面，中港兩地金融市場加快融合，亦有助兩地金融市場擴容，吸引更多海內外資金。去年10月，深港ETF互通服務正式展開，首批四隻ETF(交易所買賣基金)已在深圳交易所及香港交易所同步上市。此外，香港較早前出爐的《財政預算案》中提及，金管局與人民銀行已成立工作小組推動「債券通」南向交易(即容許內地投資者買賣本港債券產品)，爭取在年內開通，以上種種措施及政策將推高中港兩地的投資互動，加快兩地金融市場的融合。

過去五年中國進出口與貿易差額的變化



資料來源：財經M平方，<https://www.macromicro.me/collections/27/cn-trade-finance-relative/276/cn-china-trade-balance>
數據由2016年2月至2021年2月。2020年起，中國將1月及2月數據合併公佈



行業輪動主宰亞洲市場資金流向

傳統經濟重獲青睞

去年受疫情影響，經貿活動幾陷停頓，新經濟行業如互聯網服務供應商因此受惠，當中互聯網視像會議、遙距辦公室工作軟件、雲業務；又或是網上手機遊戲、視像音樂串流服務等需求大增，令「宅經濟」相關的行業一時獨領風騷。但由於新冠疫苗陸續開始廣泛使用，投資者憧憬經濟將會穩步復甦，傳統行業如能源、內需等有望迎來強勁增長。我們估計當經濟確切復甦，而投資者力爭高增長回報的情況下，亞洲區內市場仍會出現行業輪動，資金去留速度更快，投資者宜捉緊輪動機遇，適時進行策略性配置。

中國市場焦點行業

中國內需消費：受惠於中國政府推行「雙循環」策略及消費升級，中國內需消費成為今年的投資焦點。事實上隨著內地經濟發展，中產階級以致高端中產人口佔比顯注上升，並成為內地核心消費群。根據麥肯錫一份研究報告指出，至2020年中國城市中產階層人口(年收入介乎10.6萬元至22.9萬元人民幣)比例，將由2012年的14%升至54%。¹城市中產階級人口上升，直接支持內地高端消費的需求增長。

高端消費品當中，我們較看好白酒及體育服飾行業。前者作為高端消費代表商品之一，基於供應產能有所局限、未能短時間內大量提升，令產品零售價可以穩定向上，帶動整體行業收入增長。至於體育服飾行業，中產階級越見注重個人健康，而疫情亦令國民對日常運動更為關注，長遠為行業提供增長機遇。尤其本土品牌近年的產品質素日漸提升，亦有力併購國際知名品牌，增強營運競爭力，有望搶佔國際品牌的市場地位。

電貿互聯網服務：中國電子商務滲透率仍偏低，二、三線城市有莫大發展空間，新冠疫情更促使互聯網服務需求大大提升。企業加大對互聯網服務應用，以應付員工在家工作安排及支援遠程搖距辦公室服務。例如雲業務便成為近年中國急速發展的互聯網商應用服務之一。根據弗若斯特沙利文報告，中國雲端商業及營銷服務市場規模預計將有26.8%的複合年增長，即由2017年的62億元人民幣增至2022年的203億元。²

此外，總理李克強於政府工作報告提出，要推動產業數碼化，鼓勵企業加強應用資訊科技作為「十四五」規劃其中一個發展方向。即使2月中以來，受美國國債收益率攀升影響，相對高估值的互聯網服務行業被受沽壓，但我們認為在行業需求，以致政策前景都具備長線投資價值。

¹ 見麥肯錫網站，<https://www.mckinsey.com.cn/mapping-chinasmiddle/>

² 見微盟招股文件P.90，https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2018/1231/lt20181231032_c.pdf

股市

綠色能源：發展綠色能源早已是國際熱話，中國爭取於2030年碳排放達到高峯值(意思即及後開始逐年下降)；至2060年實現「碳中和」。政策目標令中國今後於新能源投資支持相關行業需求持續增長。例如今年2月，中國生態環境部發印《碳排放權交易管理辦法(試行)》啟動，意味籌備十年的全國碳市場終於啟動，促使有大量碳排放行業，如水泥、冶煉、火電等提高綠色能源投資，以減少購買碳排放額度的開支；另邊廂，水電、風電、光電能源企業則可透過出售綠色能源證書予有需要企業，賺取額外收入。交易機制的設計，旨在增加各行各業於綠色能源的投資，對光電、水電等非石化能源行業長遠發展有利。此外，中國於汽車行業提倡加快混能以致純電能汽車研發及使用，對汽車用電池市場提供長遠支持。

台灣電子工業：全球經濟復甦，令電子產品部件、半導體等需求增長持續，台灣作為全球主要半導體，電子零部件出口地區直接受惠。以智能手機行業為例，根據研究機構IDC預測，今年全球智能手機市場付運量將按年升5.5%，當中第一季增長更達13.9%，付運量主要受到市場需求增加，以及5G新手機推出市場刺激影響。³事實上，今年1至2月，台灣出口總值累計按年升23.2%，當中包括半導體、顯示面板、晶圓等電子零組件出口達240.3億美元，創同期新高，按年增30.6%，為近11年來最大增幅。⁴可見環球電子產業鏈的持續復甦，對台灣電子工業的需求帶來長遠支持。

本文由東亞聯豐投資管理有限公司(「東亞聯豐投資」)編製，僅供參考之用。東亞聯豐投資並不以此資料邀請作任何行動，或提供任何建議或推介。本文或其內容並不構成任何促使、邀請、廣告、誘因、承諾、保證或作出任何類型或形式的代表及東亞聯豐投資就此表明並不為此負上相關責任。本文所載資料根據東亞聯豐投資認為可靠並以「現況」的基礎下提供。即使竭盡所能力求準確，東亞聯豐投資及其轄下董事/職員並不為其內容的準確性、完整性或時間性負上任何責任。所載資料乃屬東亞聯豐投資擁有。未經東亞聯豐投資事先書面同意，本文或其任何內容均不可予以複印或分發予第三者。本文未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

東亞聯豐投資為東亞銀行有限公司及德國德聯豐投資(Union Asset Management Holding AG)在2007年成立的合營公司。



³ 見IDC網頁，<https://www.idc.com/getdoc.jsp?containerId=prUS47523321>

⁴ 見《中央通訊社》2021年3月9日報道，<https://www.cna.com.tw/news/firstnews/202103090215.aspx>

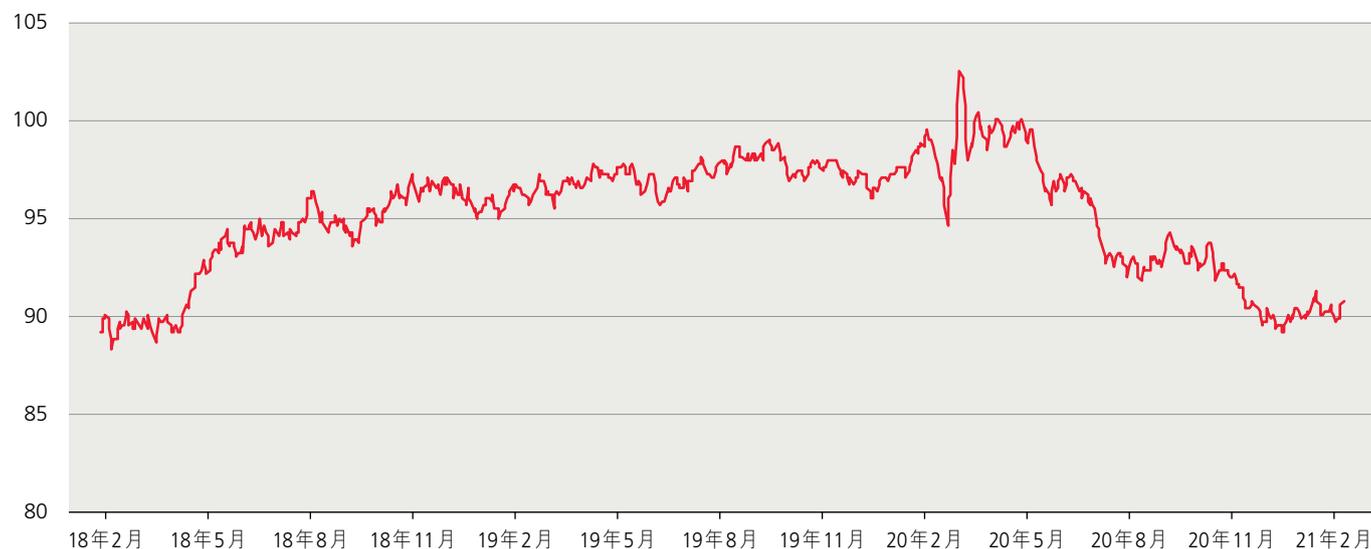
美元的衝擊

東亞銀行高級外匯市場策略師 | 葉澤恆



經濟刺激方案浪接浪惟需慎防疫情再反彈 留意聯儲局會否提早減少購買資產料美元有支持

美匯指數三年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2021年3月1日

2021年 美匯指數第二季預測波幅

88
至 95

利好 因素

1. 物價上升或令聯儲局提前減少購買資產
2. 經濟刺激方案一個緊接一個
3. 接種疫苗及持續收緊社交距離有利防疫

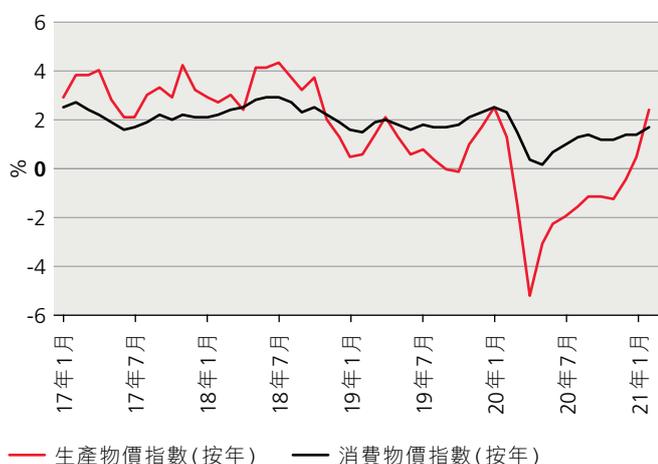
利淡 因素

1. 慎防疫情於假期後出現反彈
2. 債息抽升不利企業投資

資源及能源價格上升速度加快或會帶動整體物價向上

在更多國家於今年首季開始接種疫苗後，投資者已經預期全球經濟將於今年較後，或明年陸續重開，對貨品的需求將會逐步恢復到疫情前的水平。另外，不少國家政府推出大規模的財政刺激措施，以推動經濟復甦。由於當中不少涉及基建等方案，對資源及能源需求大幅增加，有利資源及能源價格向上。加上去年同期疫情首次爆發時，能源及資源價格一度暴跌，令去年的基數變得甚低。目前能源及資源價格已經回復到疫情前的水平，預料帶動整體物價向上。如果物價升至令聯儲局難以忍受的地步，那麼局方便可能提前減少購買資產，將有利美元表現。

美國生產物價指數升勢較消費物價指數為快



— 生產物價指數 (按年) — 消費物價指數 (按年)

資料來源：彭博，數據截至2021年3月16日

刺激經濟方案浪接浪有利推動經濟復甦

美國國會於3月初通過總統拜登上任後提出的1.9萬億美元紓困方案。雖然上調最低工資方案因未獲得足夠票數而被刪除，但向大部分美國民眾派發1,400美元的計劃卻不受影響。美國消費佔經濟增長的比率達到七成左右。雖然美國2月零售銷售下跌3%，但主要原因是由於多個州份受到惡劣天氣的影響，特別是暴風雪吹襲美國德薩斯州及大平原地區。另外，美國國稅局納稅申報的時間延後了兩星期，令退稅受到影響，亦影響了零售表現。但估計民眾於3月底至4月陸續收到現金支票後，大部分將會用於消費，預料對美國第二季的經濟增長有幫助。與此同時，拜登政府及民主黨議員正準備於8月前再通過另一份刺激經濟方案，預料規模可能達到數以萬億美元計，並主要針對基礎建設及環保方面。



獲得通過的 1.9 萬億美元紓困方案主要內容

1. 向大多數合資格的美國民眾派發 1,400 美元
2. 每星期的失業救濟金，由 400 美元降至 300 美元，但延長至今年 9 月 6 日
3. 刪除上調最低工資，由每小時 7.5 美元增至 15 美元的建議
4. 把兒童指定免稅額延長一年
5. 為美國航空公司提供第三輪 140 億美元援助
6. 預留 3,500 億美元紓地方提供援助
7. 替高等教育及幼稚園預留 1,700 億美元開支

拜登提出的環保及基建方案主要內容

清潔能源	希望在首個任期推出 2 萬億美元綠色環保方案政策包括推動發展太陽能及風力發電外，亦推動電動車行業
基礎建設	希望在未來十年推出 1.3 萬億美元基礎建設，特別是在鐵路及公路網絡，與及提供穩定的清潔食水及能源、發展 5G 網絡、更新寬頻網絡及重建機場等

考慮加稅的初步內容

1. 上調企業稅，由目前的 21%，上調到 28%
2. 減少對所謂商業實體 (Pass-through Business，例如有限責任公司和合夥企業) 的租稅優惠
3. 調高個人收入超過 40 萬美元的所得稅
4. 擴大徵收遺產稅的範圍
5. 上調個人一年至少獲得 100 萬美元的資本利得稅

資料來源：彭博，數據截至 2021 年 3 月 16 日

美國兩年、十年及三十年債息月線走勢圖



資料來源：彭博，數據截至 2021 年 3 月 16 日

拜登政府嚴厲防疫措施似乎有效

拜登政府上台後，實施嚴厲的防疫政策，有利美國的感染宗數下降。在執筆時，當地每日新增確診感染個案維持於四萬至六萬宗左右。至於接種疫苗方面，截至 3 月 15 日止，疫苗施打劑數已經超過一億劑，而施打劑數佔總人口的比率為 32.62%。至少施打一劑佔總人口的比率為 21.25%，而施打兩劑比率為 11.46%。從數據可見，美國的防疫及接種疫苗的政策，似乎較歐洲成功。如果防疫措施及接種疫苗仍維持快速，可以預期美國經濟重啟的時間可能較歐洲為早。

慎防假期後疫情出現反彈

執筆之時仍在 3 月中，但 4 月初便到復活節長假期。由於疫情已經略為緩和，部分州份已經略為放寬防疫限制。由於聖誕節期間疫情嚴重，不少美國人未有與親友團聚，在復活節長假期，以及疫情緩和下，預料不少人會打算團聚，有機會增加受感染的風險。因此，投資者宜留意美國的疫情會否於假期後出現反彈。

美聯儲不憂慮債息上升 惟可能影響企業投資

美國聯儲局 3 月份的議息會議，維持利率及寬鬆貨幣政策不變。聯儲局主席鮑威爾認為，短期通脹上升，不足以支持聯儲局加息，而目前亦非縮減購買資產的時間。但要留意，預期明年及後年會內支持加息的人數增加，或多或少反映局內委員對未來美國經濟復甦前景信心增加。然而，局方不太憂慮債息上升的問題，或可能引來投機者測試聯儲局的底線。因此，債息或可能進一步上升，吸引資金流向美元，但會壓抑私人企業投資。

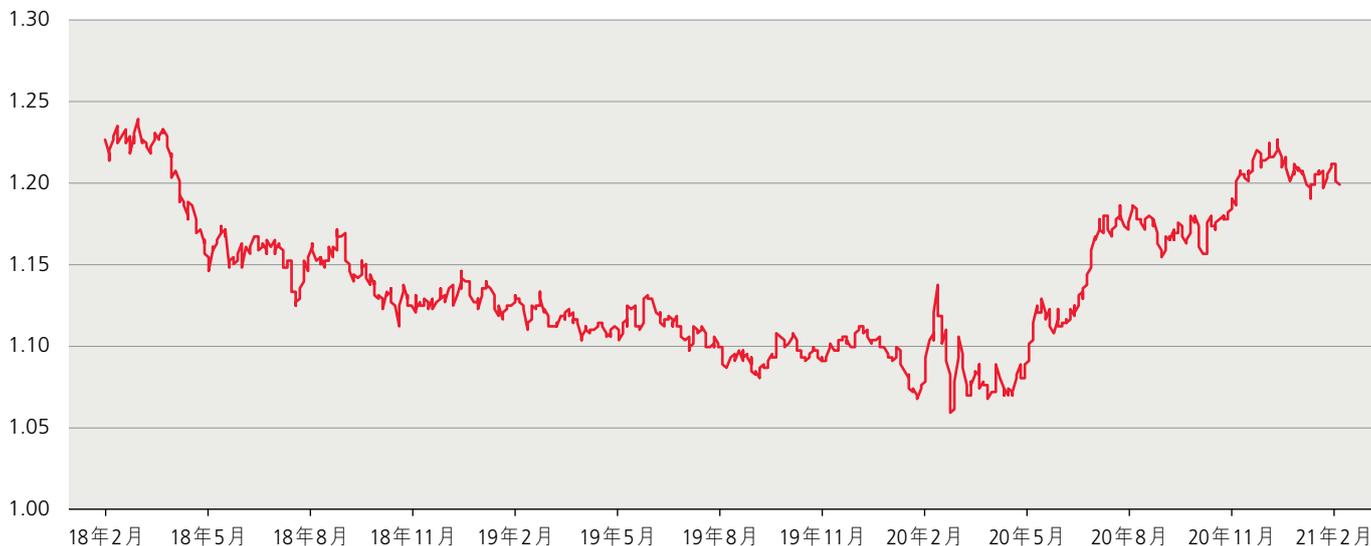
總括而言，在經濟復甦從而推動資源價格上升，以及基數效應的影響下，短期美國通脹可能超出聯儲局的預期，但不足以影響其維持寬鬆的貨幣政策。惟美國債息進一步上升，可能令其債息與其他國家的債息拉闊，有可能對美元匯價帶來支持。因此，預料第二季美匯指數將在 88 至 95 之間上落。

美匯指數的短中長期的看法

時間	目標
短期(0 至 3 個月)	88 至 95
中期(3 個月至 12 個月)	84 至 93
長期(12 個月至 36 個月)	75 至 85

利淡因素推動歐元於首季先升後回 能否扭轉劣勢還看控疫能力及疫苗接種

歐元兌美元三年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2021年3月1日

2021年 歐元兌美元第二季預測波幅

1.16
至 1.24

利好 因素

1. 央行官員容忍歐元匯價升值
2. 失業率逐步回落

利淡 因素

1. 接種疫苗速度落後美英
2. 物價升幅輕微通縮壓力未消除
3. 與美國債息息差欠優勢

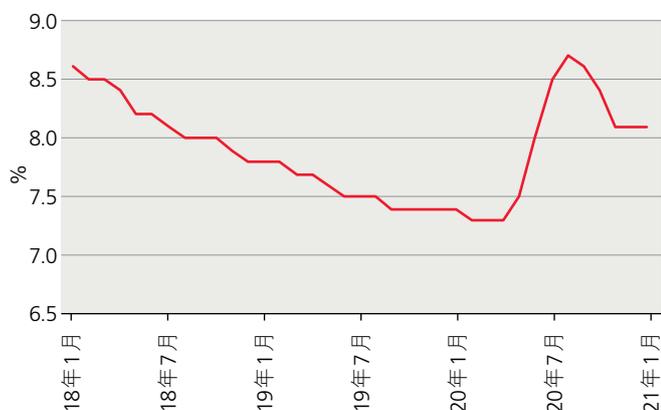
歐洲央行官員似乎頗為容忍歐元匯價升值

歐元兌美元匯價於今年1月初曾經高見1.2349，主要是投資者認為當時美國疫情未受控，再加上憂慮時任美國總統特朗普可能於拜登上任前，做出一些意想不到的行為，令投資者沽美元，買其他非美元貨幣。雖然歐洲央行官員曾經對歐元匯價的升勢表達關注，但未有實際行動進行，或許反映央行頗為容忍歐元匯價的升值。因此，假若往後美元轉弱，投資者可以預期歐元匯價將有不俗的上升空間。

區內就業市場逐步改善

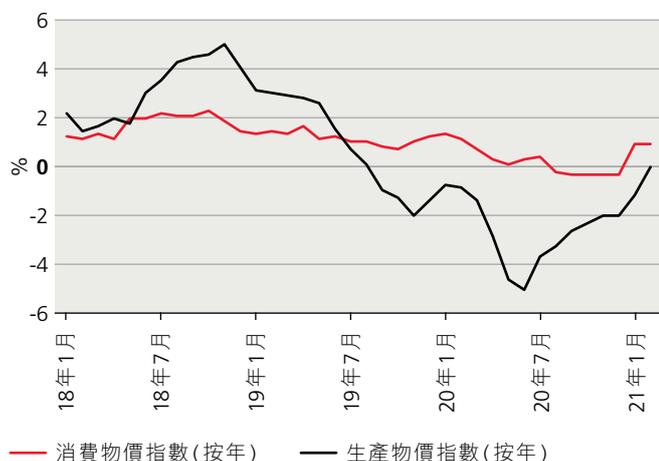
區內疫情方面，雖然德國、西班牙及荷蘭每日新增確診人數都回落至大約5,000宗左右，但是法國的疫情仍未受控，每日新增感染個案仍超過20,000宗，而意大利每日新增感染個案亦超過10,000宗。由此可見，區內的疫情仍未受控。因此，難怪大部分國家的封城措施延長至3月底，甚至可能延長至第二季尾。但同時，由於歐元區國家推出了不少對就業市場的支援措施，故令區內失業率有所回落。假若當地可以加快疫苗接種及實施更嚴厲的防疫措施，預料可以令當地提早經濟重啟，以免由於時間被拖延，而令經濟持續低迷。

歐元區失業率三年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2021年3月10日

歐元區消費物價指數及生產物價指數三年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2021年3月10日

美國十年期債息及德國十年期債息三年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2021年3月10日



區內疫苗接種速度落後美英

在疫苗接種方面，根據財經M平方截至3月8日的數據，美國已經施打超過9,200萬劑疫苗，而至少施打了一劑佔總人口的比率達到17.94%，施打兩劑的比率為9.42%。至於英國方面，已經施打超過2,300萬劑疫苗，而至少施打了一劑佔總人口的比率達到32.96%，但施打兩劑的比率只有1.68%。對比美英兩國，德國施打了接近800萬劑疫苗，而至少施打了一劑佔總人口的比率為6.39%，施打兩劑的比率為3.04%。法國施打了接近600萬劑疫苗，而至少施打了一劑佔總人口的比率為5.72%，施打兩劑的比率為2.84%。因此，從數據上看，歐洲地區接種疫苗的速度的確較美英為慢，或許成為區內經濟遲遲未獲重啟及放寬社交距離的主要原因。

物價升幅較慢令央行需要維持極度寬鬆的貨幣政策

由於區內疫情未受控，故多國政府仍以封城及實施嚴格社交距離，以減低疫情的傳播速度。由於防疫措施持續，故就業及經濟復甦的速度均較市場預期為慢。在這情況下，即使能源及資源價格過去大半年持續上升，但區內物價升幅仍然輕微。當中，生產物價指數按年亦僅僅回升到持平的水平。由此可見，歐洲央行其實仍需要維持極度寬鬆的貨幣政策，以帶動物價回升，及促進區內經濟復甦。

債息對比美國欠吸引力

美國債息自去年下半年其實已經悄悄回升，執筆之時美國十年期債息報1.63厘左右。至於歐洲方面，以德國的十年期債息為例，執筆之時的息率仍處於負數。因此，兩地十年期債息的息差已經擴大至超過1.9厘。在這情況下，亦解釋了為何歐元匯價欠缺上升動力之餘，更出現回落的情況。

歐元兌美元的短中長期的看法

時間	目標
短期(0至3個月)	1.16至1.24
中期(3個月至12個月)	1.16至1.27
長期(12個月至36個月)	1.16至1.40

總括而言，由於息差欠優勢，加上物價升勢緩慢，與及疫苗接種的速度落後於美英兩國，故預料歐元兌美元於第二季可能在1.16至1.24之間上落為主。

接種疫苗見成效開始分階段放寬措施 多項紓困措施獲延長惟要留意疫情會否出現反彈

英鎊兌美元三年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2021年3月1日

2021年 英鎊兌美元第二季預測波幅

1.30
至 1.43

利好 因素

1. 接種疫苗見成效感染個案大幅回落
2. 政府落實分階段放寬防疫措施
3. 政府公佈財政預算案延長多項防疫紓困措施

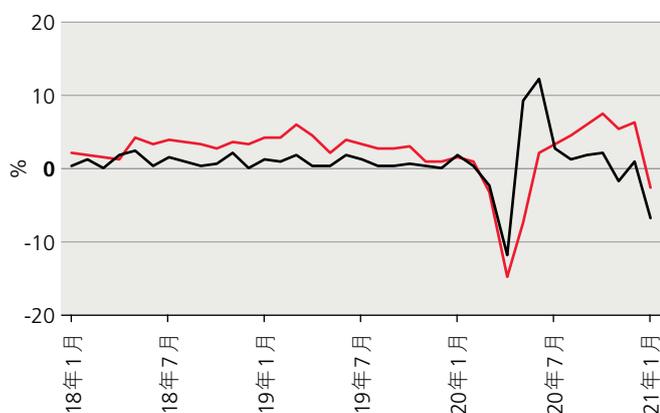
利淡 因素

1. 蘇格蘭及威爾斯5月將舉行議會選舉
2. 放寬防疫措施或需慎防疫情出現反彈

疫苗及防疫措施令新增感染個案大幅回落

英國於去年年底開始，為全英國居民接種疫苗，而政府亦曾經採取24小時的疫苗接種措施。據財經M平方的數據顯示，直至3月10日止，當地施打疫苗的劑數超過2,400百萬劑，而至少施打一劑佔總人口的比率為33.6%，是已發展國家中接種疫苗比率最高，僅次於以色列。由2月24日起，截至執筆時的3月11日，每日新增受感染的個案未見超過10,000宗，而3月11日當日的新增感染個案只有5,000多宗，反映疫苗接種及大幅收緊社交距離的成效顯著。隨著更多藥廠開發更多疫苗，並大規模為市民接種疫苗，故預料英國的防疫措施逐漸見成效。

英國零售銷售(不含汽車燃料)按月及按年均告下跌



— 零售銷售(不含汽車燃料)(按月)
— 零售銷售(不含汽車燃料)(按年)

資料來源：彭博，數據截至2021年3月12日

政府分階段放寬防疫措施

在疫情開始出現緩和後，英國政府於2月尾公布放寬防疫措施的時程表。當中，中小學已經全面復課。之後分別是放寬人們聚集的人數限制、非必要商店、動物園及主題公園重開，再之後是戶外、餐飲及酒店將會重開。至於何時會完全解除社交距離限制措施，似乎最快要到6月份才知道。但英國政府在放寬防疫措施方面訂下四大條件：疫苗接種工作順利及按原定計劃進行、疫苗有效減低病毒的傳播率、感染率不會令住院人數急升，以及變種病毒不會提升傳染風險。如果符合四大條件，預料英國經濟將會逐步獲得重啟。

新一份預算案為支持英國經濟復甦為主

英國財相辛偉誠於3月份公佈的新一份預算案中承認，疫情對當地經濟帶來重大打擊，故英國政府會動用所有財政力量去支持國民的生計和生活。預算案提出英國經濟復甦三步曲，首先是動用國家所有力量去支持國民及企業渡過疫



英國新財政預算案的主要內容	
稅項	<ol style="list-style-type: none"> 1. 上調企業利得稅到25%，但押後到2023年4月才實施 2. 2022至2026年的薪俸稅凍結。繳交月薪20%基本稅率，以及月薪40%高稅率人士受惠 3. 凍結上調燃料稅
支持企業	<ol style="list-style-type: none"> 1. 向受疫情影響的零售、休閒及接待等行業提供的寬免營業房產稅計劃延長 2. 把削減接待及旅遊業增值稅計劃延長 3. 向小企業提供科技建議，購買軟件獲得特價優惠，提供5.2億英鎊以支援小型企業 4. 改革上市規則，以加強倫敦作為全球主要金融城市的競爭力 5. 將設立新的國家基建銀行，政府將提供220億英鎊資金及貸款擔保
保障就業	<ol style="list-style-type: none"> 1. 保就業的補貼計劃將延長至9月底 2. 向自僱人士提供第四輪的補貼計劃，每人一次過可以最多獲得7,500英鎊
房屋政策	<ol style="list-style-type: none"> 1. 把減免房產稅的計劃延長至6月底 2. 為首次置業人士提供95%按揭

資料來源：英國財政部(截至2021年3月12日)
<https://www.gov.uk/government/speeches/budget-speech-2021>

英格蘭分階段放寬防疫措施	
時間	放寬的措施
3月8日	英格蘭所有學校可以恢復面對面授課
3月29日	批准市民進行戶外團隊運動 限聚令放寬到最多6人或來自兩個家庭的聚會 取消居家避疫指引
4月12日 或之後	批准髮廊、零售商店及戶外食肆重新營業
5月17日 或之後	准許室內食肆、酒吧、戲院、酒店重新營業 有限度准許觀眾入場觀看體育賽事及音樂表演
6月21日 或之後	解除所有社交距離措施、批准夜店重開、 出席婚禮及喪禮的人數不設上限

資料來源：英國每日衛報(截至2021年2月22日)
<https://www.theguardian.com/politics/2021/feb/21/lockdown-easing-in-england-key-dates-and-phases-in-the-roadmap>

英鎊兌美元的短中長期的看法	
時間	目標
短期(0至3個月)	1.30至1.43
中期(3個月至12個月)	1.28至1.43
長期(12個月至36個月)	1.30至1.50

情危機。第二，提高企業稅的稅率，以修補英國政府的財政缺口。第三，更著重科研及教育等行業，以打造英國未來經濟。政府推出多項措施，期望把明年的失業率限制於6.5%，以及保持就業市場穩定。政府對於即將可以重開的商店，亦提供了不同程度的補貼。例如：非必須品零售店每間可以獲得6,000英鎊的補助，而個人護理及健身室等每間可以獲得18,000英鎊的補助。政府對自僱人士提供一筆過的補貼，可望有60萬人受惠。至於保就業計劃方面，僱主所需要承擔的工資，由7月起的一成，增至8至9月的兩成。

蘇格蘭及威爾斯國會選舉後可能進行獨立公投

在英國脫歐的問題上，其實英國內部亦各有盤算。當中，曾經尋求獨立的蘇格蘭，將於5月份舉行地方議會選舉。在民調中領先並提出再次舉行獨立公投的蘇格蘭民族黨，其黨魁施特金表明，如果該黨於國會選舉中勝出，將會尋求蘇格蘭再進行獨立公投，相信可能於今年秋季舉行。但為何蘇格蘭會希望再舉行獨立公投？這是因為英國脫歐協議中，蘇格蘭出口海鮮到歐洲需要申請認證及海關批文，令成本大幅增加及交易時間拉長，影響海鮮的新鮮度。蘇格蘭政府估計，英國脫歐可能令蘇格蘭損失90億英鎊。同時，蘇格蘭出口往歐盟的馬鈴薯亦受到禁止。蘇格蘭過去每年出口馬鈴薯到歐盟的金額超過450萬英鎊，如今亦受到影響。至於威爾斯方面，當地由2014至2020年，累計獲得歐盟近20億英鎊結構性資金。另外，歐盟亦向威爾斯的農業及魚業，提供每年2.5億英鎊的補助金。在英國脫歐後，威爾斯失去有關的資助。假若，支持蘇格蘭及威爾斯獨立的政黨在5月國會選舉中勝出，可能會為英國的政治及經濟帶來新一輪不明朗因素。

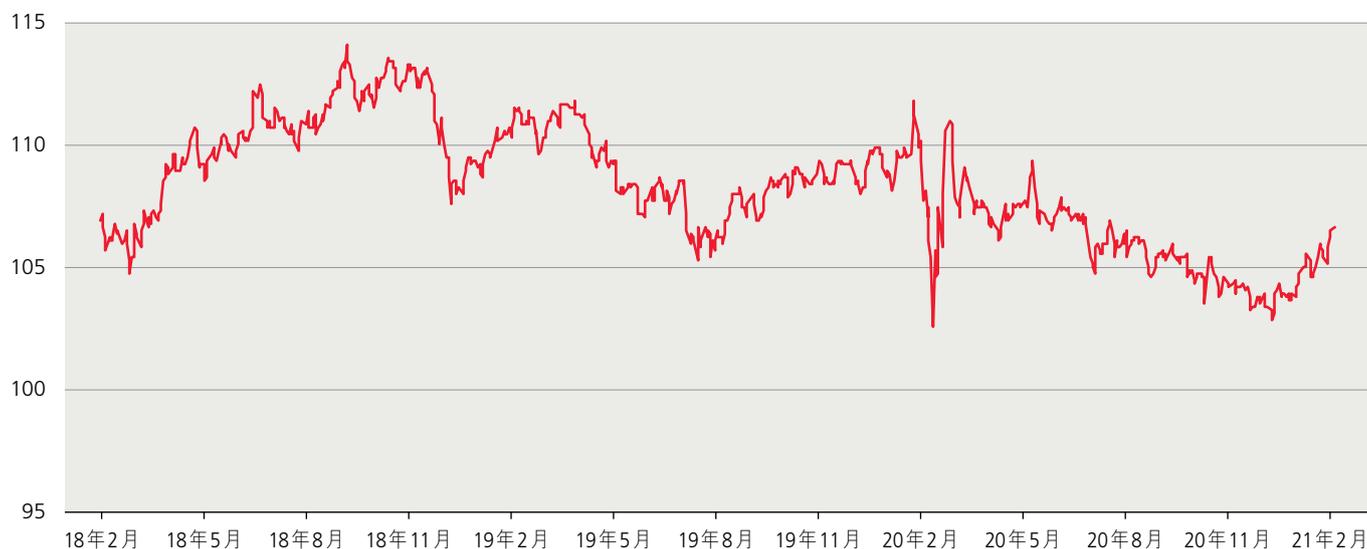
留意放寬防疫措施會否令疫情出現反彈

雖然英國的防疫措施漸見成效，令英國逐步放寬社交距離限制，但要留意疫苗能否抵禦新發現的變種病毒，以及市民在接種疫苗後，會否掉以輕心，不再嚴守社交距離的指引，令疫情出現反彈。一旦疫情反彈，預料英國政府又需要實施嚴格的防疫措施，到時對英國經濟可能帶來新一輪的衝擊。

總括而言，英國的防疫措施漸見成效，令英國有條件逐步放寬社交距離限制措施。但要留意一旦出現人群聚集，會否帶動疫情反彈。另外，投資者要留意蘇格蘭及威爾斯5月份的地方議會選舉結果。一旦由尋求進行獨立公投的政黨勝出，預料會對英國政治及經濟帶來不明朗因素。投資者亦要留意英國與歐盟就金融服務業問題，所進行的談判進展。預料英鎊兌美元於第二季將在1.30至1.43之間上落。

經濟復甦慢或令央行考慮進一步加碼 美日息差擴大料日圓走勢略為偏軟

美元兌日圓三年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2021年3月1日

2021年 美元兌日圓第二季預測波幅

104
至 111

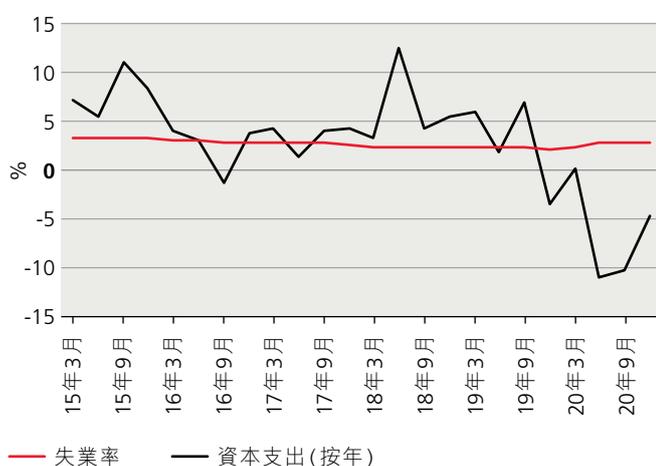
利好 因素

1. 政府可能考慮加碼財政刺激措施
2. 日圓弱勢有利日本出口及推動進口物價上升

利淡 因素

1. 奧運規模大縮減令刺激消費可能落空
2. 日本央行可能考慮加碼寬鬆措施
3. 美日息差擴大不利日圓走勢

日本失業率及資本支出走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2021年3月12日

日本經濟復甦動力弱政府可能加碼財政刺激措施

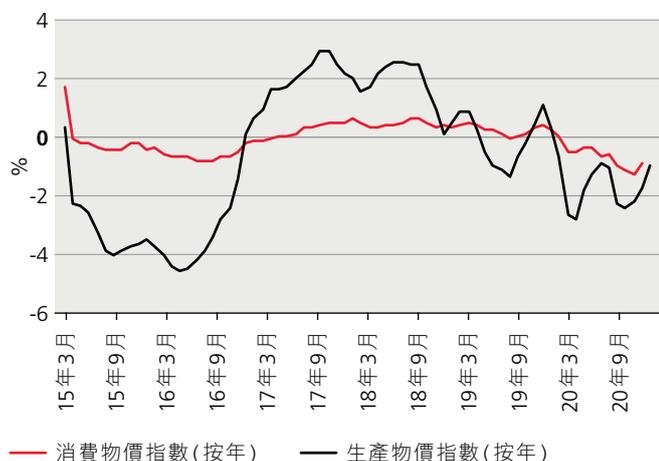
日本疫情於去年第四季至今年年初曾經惡化，惟及後日本政府收緊社交距離等措施，令疫情有所緩和。但是，日本經濟復甦的動力，似乎不及歐美等國家。因此，日本自民黨議員兼「安倍經濟學」的起草人之一的山本幸三於3月中表示，日本政府應該仿效美國政府做法，推出大規模的預算刺激措施，他初步估計需要大約7,000億美元。他表示，日本央行已經無法再推出更多貨幣政策去刺激經濟。當地企業資本支出，於去年第四季按年下跌4.8%，是連續第三個季度出現負增長，反映企業開支疲弱。同時，失業率亦由2019年底的2.2%，反覆升至今年1月的2.9%，反映當地就業市場表現惡化，亦支持日本政府推出大規模預算的理據。他表示，即將向首相菅義偉提出新的刺激經濟方案。如果首相菅義偉接納他的意見，而且肯向前首相安倍晉三諮詢意見，相信有機會於今年第二或第三季有一個財政刺激計劃推出。

日圓持續弱勢有利推動日本出口及拉高物價

日圓匯價於今年首季持續走弱，美元兌日圓由1月份的103水平，反覆升至3月中的109水平。一個國家的貨幣疲弱，可能對本土出口往海外，以及拉動進口物價上升有幫助。日本今年1月的消費物價指數，按年下跌0.6%。至於生產物價指數方面，按年跌幅由去年11月的負2.3%，逐步收窄至今年2月的負0.7%。當中要留意的是，日本本土欠缺資源，大部份資源都是依賴進口的，例如石油。紐約期油於去年4月，曾經低見負40美元，而執筆之時是65美元。因此，預料日圓弱勢，可以更进一步推高物價。另一方面，雖然外圍的疫情仍然反覆，但日圓匯價的弱勢，似乎對日本出口帶來幫助。日本出口由去年年中起，按年跌幅逐步收窄，並且於今年1月錄得自2018年10月以來按年最大的出口增長。因此，日圓匯價轉弱，似乎對日本出口有幫助。

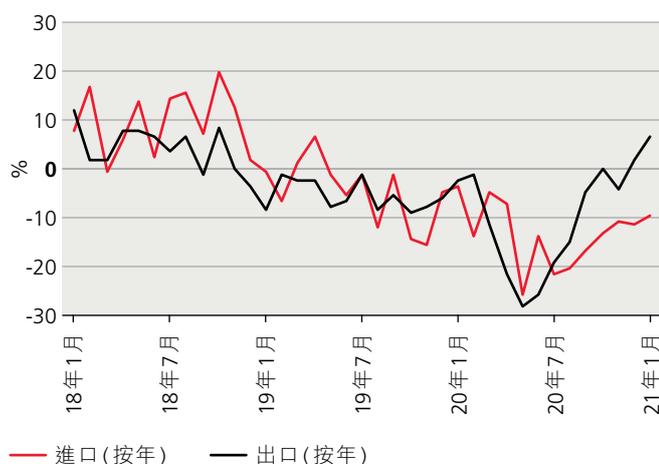


日本的消費物價指數及生產物價指數走勢圖



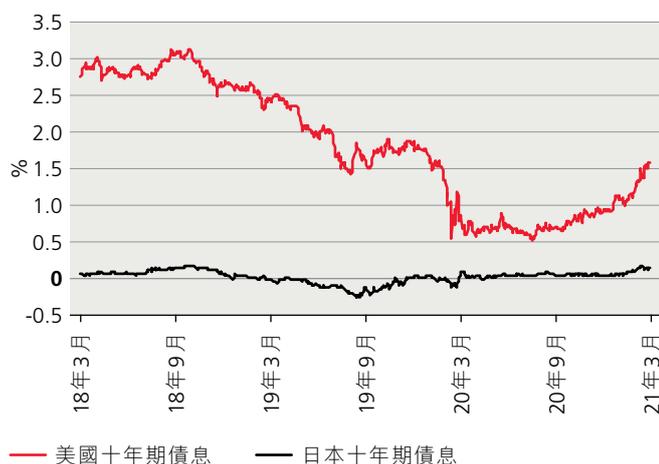
資料來源：彭博，數據截至2021年3月12日

日本進口及出口走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2021年3月12日

美國十年期債息與及日本十年期債息的三年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2021年3月15日

料奧運以閉門形式舉行旅遊收入將大減

受到疫情影響的東京奧運會，在押後一年後，於執筆之時似乎仍未確定東京奧運會是否如期舉行。但有報導指，日本奧運委員會傾向維持於今年舉行，但以閉門形式作賽，以減低病毒的傳播風險。假若今次奧運會真的以閉門形式舉行，預料將會令旅遊收入大幅減少，甚至影響本土消費市場。

日本央行可能為再減利率鋪路

執筆之時，日本央行仍未舉行3月份的議息會議。但有日本媒體於議息前報導，日本央行可能於議息會議時，就發放一份有關進一步下調負利率的潛在影響分析報告，以反映日本央行有決心必要時會採取行動。與此同時，亦有媒體報導指，日本央行可能調整目前的三級存款體系，令更大比例的準備金不受負利率所影響。日本央行的存款目前分成三級，對一小部分資金徵收0.1%的利息，對另一部分資金就實施零息，而對餘下的準備金就支付0.1%的利息。與此同時，日本央行可能會列出額外措施，以紓緩在實際減息時對銀行業帶來的壓力。媒體亦指日本央行可能會討論如何重振因為央行主導而陷入冬眠的債券市場，但首要任務是要確保借貸成本保持在低水平，以保護脆弱的日本經濟。

美日息差擴大令日圓有沽壓

美國經濟復甦勢頭較市場預期強勁，加上當地疫情受控，令美日十年期債息息差擴大。由於息差擴大至1.5厘左右水平，令資金流向美元更為明顯，對日圓匯價帶來壓力。

總括而言，日本政府有機會跟隨安倍政府的政策，再推出大規模的財政刺激措施，以免經濟受到影響。同時，日圓匯價轉弱，有利當地出口及推動進口物價上升，從而推高通脹。假若日本央行進一步以負利率去刺激經濟，可能會令日圓匯價進一步走弱。再配合美日息差擴大，將對日圓匯價不利。預料第二季美元兌日圓將在104至111之間上落。

美元兌日圓的短中長期的看法

時間	目標
短期(0至3個月)	104至111
中期(3個月至12個月)	101至109
長期(12個月至36個月)	95至106

首季急升後或藉利淡因素回調 投資者仍可藉此作部署

澳元兌美元三年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2021年3月1日

2021年
澳元兌美元第二季預測波幅

0.72
至 0.79

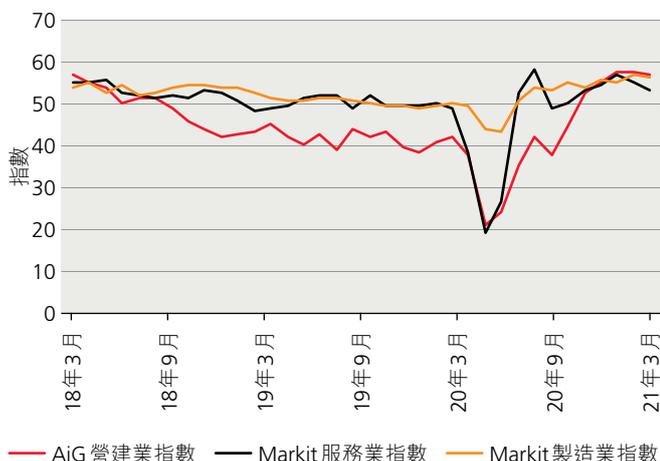
利好因素

1. 商品價格高企利好商品貨幣
2. 料疫情受控後移民及赴澳升學的人數回升
3. 開拓市場及出口產品多元化以抵銷中國限制的影響

利淡因素

1. 央行貨幣政策及美元美債息走勢存在變數
2. 與中國關係未改善對澳洲經濟帶來威脅

澳洲的營建業、服務業及製造業指數已回升到疫情前水平



資料來源：彭博，數據截至2021年3月3日

經濟重啟與政府催谷經濟利好商品價格

多國開始接種疫苗，而疫情較嚴重的美國及英國，接種疫苗的速度頗快，有很大決心希望在第二季控制疫情，以便下半年加快經濟重啟。雖然病毒持續變種，但更多國家或地區投入資源研發疫苗，以及防疫措施未鬆懈，將有利控制疫情。另一方面，由於疫情仍未完全過去，更多國家的政府將透過增加開支及減稅，去刺激經濟增長。當中，不少國家提出基建及環保刺激經濟方案，將有利對資源的需求。因此，對透過出口資源為主的澳洲經濟將會有幫助。

料疫情受控可令赴澳移民及升學的人數增加

雖然疫情衝擊多國的經濟，但不少調查發現，樓市似乎未受到衝擊，而澳洲樓市亦是其中之一。據CoreLogic發表的報告指出，除了墨爾本外，去年多個城市的樓價均告上升。但疫情令國與國之間的邊境持續封鎖，截斷了海外移民，令去年申請移民往澳洲的人數大幅減少。據估計，由2019年底疫情開始至今年年底，預料由移民所帶動的房屋需求將會因此減少介乎12.9萬至23.2萬間。另一方面，澳洲政府將於今年7月起，把移民的門檻要求提高，由以往的九種類別縮減至四種(包括商業投資、創業、投資者及重大投資者)，以刺激經濟復甦及改善就業機會。澳洲目前的疫情基本已經受控，再加上更多國家為國民接種疫苗，與及防疫措施開始漸見成效，預料移民及留學生前往澳洲的數目將逐步回升，有利澳洲經濟及樓市的發展。

開拓國際市場及出口產品更多元化以抵銷中國的進口限制

繼龍蝦、大麥、牛肉及礦產後，澳洲的魚業及紅酒業成為中澳關係惡化的最新受害者。截至去年9月的十二個月，當地

全球十大住屋最難負擔的城市		
排名	城市	屋價與家庭平均收入比率
1	中國香港	20.7
2	溫哥華	13.0
3	雪梨	11.8
4	奧克蘭	10.0
5	多倫多	9.9
6	墨爾本	9.7
7	聖荷西	9.6
8	三藩市	9.6
9	檀香山	9.1
10	倫敦	8.6

資料來源：Demographia，數據截至2021年3月1日
<http://www.demographia.com/>
 報告名稱：Demographia International Housing Affordability (2021 Edition)

中國去年在澳洲投資的行業及金額	
行業	金額 (億澳元)
房地產	4.61
礦業	4.14
製造業	1.53

資料來源：SBS，數據截至2021年3月1日
<https://www.sbs.com.au/chinese/cantonese/zh-hant/chinese-investment-in-australia-plunged-by-61-last-year-new-data-shows>

澳元兌美元的短中長期的看法	
時間	目標
短期(0至3個月)	0.72至0.79
中期(3個月至12個月)	0.71至0.82
長期(12個月至36個月)	0.72至0.88



出口的酒類總額達到29.9億澳元，按年升4%。當中，中國是澳洲出口酒業最大的市場，規模達到11.7億澳元。但是，出口到中國的酒類數量就下降12%，降至只有1.23億公升。由於美英兩國去年的疫情嚴重，故對澳洲葡萄酒的需求帶來影響。但英國人似乎較喜歡澳洲的葡萄酒，故估計在疫情緩和後，英國對澳洲的葡萄酒需求將會回升。至於亞洲區方面，澳洲酒類生產商正希望開拓印度市場。印度目前有13億人口，而其中七億人已屆法定飲酒年齡，故當地是澳洲酒業的巨大市場。中國未有限制由澳洲進口鮑魚，澳洲漁民由捕撈龍蝦，改為捕撈鮑魚，以維持生計。據澳洲農業及資源經濟與科學局數據顯示，2018至2019年澳洲出口鮑魚往中國的價值超過8,000萬澳元。至於龍蝦方面，澳洲出口往中國的價值超過七億澳元。

央行貨幣政策及美元美債息走勢存在變數

澳洲央行於3月份的議息會議後，維持現金目標利率在0.1%不變。央行的議息聲明指出，雖然澳洲的經濟復甦較央行的估計為強，但是工資及物價仍欠缺上升動力，而且仍有相當多的經濟閒置空間。央行並預期將不會上調利率直至2024年，亦會維持高度寬鬆的貨幣政策。雖然央行在議息聲明提及全球債息上升，但未有提及要推出措施壓抑債息上升。惟澳洲央行持續關注澳元高企，對當地經濟的影響。因此，未來要留意澳洲央行會否推出一些措施，以免往後可能要面對更高的澳元水平。另外，美國債息於今年首季持續上升，引發市場於第一季較後時間出現波動，要留意未來對澳元匯價帶來的影響。

中澳兩國關係仍存在較大變數或影響澳洲經濟

澳洲與中國的關係仍處於冰點。雖然澳洲擴大出口農產品至其他市場，但仍未能填補因失去中國市場份額所帶來的損失。另外，中國教育部於2月份發出通知，提醒前赴澳洲升學的學生與及正在當地升學的人士要留意自身安全，指出當地近期發生多宗針對中國留學生的襲擊事件。據估計，在2019及2020年赴澳洲升學的人數分別為26.1萬及超過17萬人。澳洲統計局指，2018至2019年度，國際教育對澳洲經濟帶來376億澳元貢獻，按年升16%，是當地第三大的出口產業，僅次鐵礦及煤炭。如果兩國關係持續處於冰點，除了不利澳洲的出口往中國外，亦會影響到澳洲的教育收入，以至關連的消費開支等。

總括而言，澳元一度於今年首兩個月升幅超過3.5%，但踏入2月底開始出現回調。雖然澳洲經濟仍處於復甦期，但要留意能否持續，與及中澳兩國的關係會否有改善。預料澳元兌美元於第二季在0.72至0.79之間上落。

外匯 紐元兌美元

東亞銀行高級外匯市場策略師 葉澤恆

打壓樓市或影響經濟復甦步伐 惟利好因素仍存在可藉此作部署

紐元兌美元三年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2021年2月26日

2021年
紐元兌美元第二季預測波幅

0.67
至 0.74

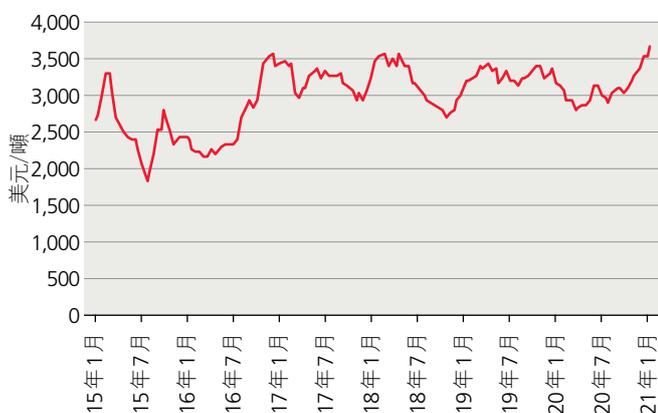
利好因素

1. 奶製品拍賣價格持續上升有利當地農業
2. 疫情轉穩及政府補貼有利當地就業及物價穩定

利淡因素

1. 進一步壓抑樓市或令經濟復甦放緩
2. 出口往中國受阻未知會否影響兩國貿易
3. 留意美元及美債波動所帶來的影響

紐西蘭全球乳製品拍賣價格平均中標價



資料來源：彭博，數據截至2021年2月26日

需求增加及供應減少有利紐西蘭乳製品價格表現

承接去年第四季乳製品價格的升勢，紐西蘭的恆天然合作社集團旗下的全球乳業貿易平台 (Global Dairy Trade) 的乳製品價格按年升近 18%。截至 2 月 16 日，當地乳製品價格報 3,746 美元/噸。當地乳製品拍賣價格上升，主要是由於中國的需求增加及受澳洲天氣乾燥所影響。其他國家的天然災害及疫情，亦令供應量受到影響。中國與澳洲的關係欠理想，令中國在應對國內乳製品需求增加時，可能傾向向紐西蘭購入，有利當地農業發展。另外，在去年疫情在全球多國大爆發時，由於對乳製品需求一度大幅下跌，令奶價曾受拖累而下跌，故美國及日本等地的農夫把牛隻殺掉。目前全球疫情有機會受控，但乳牛的供應未必可以即時恢復，令奶價亦水漲船高，有利當地乳製品價格表現。

疫情及政府提供的補貼措施有利就業市場穩定及物價回升

雖然全球疫情仍未完全受控，但個別國家的疫情基本上趨於穩定，而紐西蘭亦屬其中之一。在疫情已經受控下，當地的社交距離措施已經開始放寬，有利餐飲及酒店業的營運。據紐西蘭統計局公佈，去年第四季餐飲及酒店業的價格上升 4.4%，是自 1994 年 6 月開始有統計以來的最大升幅。若果疫情可以持續受控，預料當地零售及餐飲等行業進一步復甦時，可以推動當地就業市場進一步有改善，而物價將會緩慢上升。

與此同時，紐西蘭政府於 2 月中推出「復甦支援補貼」(Resurgence Support Payment) 計劃，主要是對受疫情影響的企業提供支援。計劃是在警報級別上調時，一旦企業連



紐西蘭就業市場開始見改善，惟物價仍然偏低



資料來源：彭博，數據截至2021年2月26日

續七日的收入下降三成，都有資格獲得補貼。每間企業可以獲得1,500紐元，再加上每位員工400紐元，最多可以覆蓋50名全職員工，即有關企業可以最多獲得21,500紐元。有關計劃，可以在一旦出現疫情時，令企業獲得即時支持。另外，政府亦向正在等待檢測結果，而無法在家工作的員工，提供350紐元的「短期缺勤補貼」(Short-term Absence Payment)。這些資助可以減少企業因為應對疫情，而可能作出裁員行動，故有利失業率進一步回落或趨於穩定。

央行干預樓市或連帶相關行業可能受到影響

紐西蘭樓市持續活躍，終於引發央行及政府的關注。當地今年1月的住房平均達到76.9萬紐元，按年升15%。除了受到移民人士增加外，當地房屋供應按年下跌18%，亦有利當地樓市升溫。當中，威靈頓的待售房屋更大減27%。與此同時，1月份投資者入市買住房的比率升至30%，而首次置業的比率只是略高於20%，是三年來最低的比率。因此，紐西蘭央行於2月份實施更嚴格的貸款對價格比率(Loan-to-value Ratio)的限制，以減少高風險抵押貸款對穩定金融市場的影響，但不適用於新的住宅建築。有關措施將分階段於3月1日及5月1日實施，預料會對樓市所帶動的需求帶來影響，間接影響經濟復甦。

出口往中國受阻未知會否影響兩國的政經關係

中國海關於今年1月較後時間，對兩間紐西蘭海鮮商進行視頻審計後，於2月中決定暫時不容許這兩間紐西蘭海鮮供應商的海產進口。消息指，有關企業已經遵守了疫情一級警報的相關規定，但中國對進口的肉類及魚類進行非常嚴格的檢測，故未知是否與疫情有關，亦未知會否影響中紐兩國的關係。每年有大約35%的紐西蘭海產出口往中國。當中，以魚及青口等貝殼類海產為主。

留意美元及美債波動所帶來的影響

投資者憧憬美國經濟在疫情受控及國會通過刺激經濟方案後，會有明顯反彈，故先行在債券市場上反映聯儲局將會收水的可能性增加。由於美國經濟似乎較其他國家先行出現反彈，故投資者宜留意美元及美債息的波動，對紐元匯價帶來的影響。

紐西蘭央行對經濟資料最新預測

經濟成份表現預測 (基本預估)

	2021年	2022年	2023年	2024年
私人消費	-0.50	3.70	3.10	2.00
固定資產投資	-4.70	8.00	4.30	4.60
貨品及服務業出口	-15.90	1.00	12.90	5.90
貨品及服務業進口	-20.00	11.40	12.90	6.30

消費物價指數、經濟增長及失業率的預期 (基本預估)

	2021年	2022年	2023年	2024年
消費物價指數	1.70	1.50	1.70	2.10
勞工成本	1.60	2.40	2.40	2.30
出口物價(以紐元計)	-6.40	0.30	1.00	1.70
進口物價(以紐元計)	-5.50	-1.80	0.50	0.60
經濟增長	-2.40	3.80	3.20	2.40
失業率	5.00	5.10	4.80	4.60

資料來源：紐西蘭儲備銀行，數據截至2021年2月26日
<https://www.rbnz.govt.nz/-/media/ReserveBank/Files/Publications/Monetary%20policy%20statements/2021/mpsfeb21.pdf?revision=15b3fcac-81f3-48de-bb6f-f9e69a428181&la=en>

紐元兌美元的短中長期的看法

時間	目標
短期(0至3個月)	0.67至0.74
中期(3個月至12個月)	0.67至0.76
長期(12個月至36個月)	0.67至0.78

總括而言，預料當地零售行業會受惠逐步重啟，而政府就疫情應對的緊急措施亦頗為到位，故預料對當地樓市及物價起穩定作用。但是，央行干預樓市的措施，可能影響到其他相關行業，以至經濟復甦。至於出口往中國受阻一事，暫時作觀望為主。預期後市將先作調整後再反彈的機會較大，預料紐元兌美元於第二季將在0.67至0.74之間上落。

外匯 美元兌加元

東亞銀行高級外匯市場策略師 葉澤恆

美國經濟復甦加快或有利加國經濟 油價高企亦有利當地經濟復甦

美元兌加元三年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2021年3月1日

2021年
美元兌加元第二季預測波幅

1.21
至 1.29

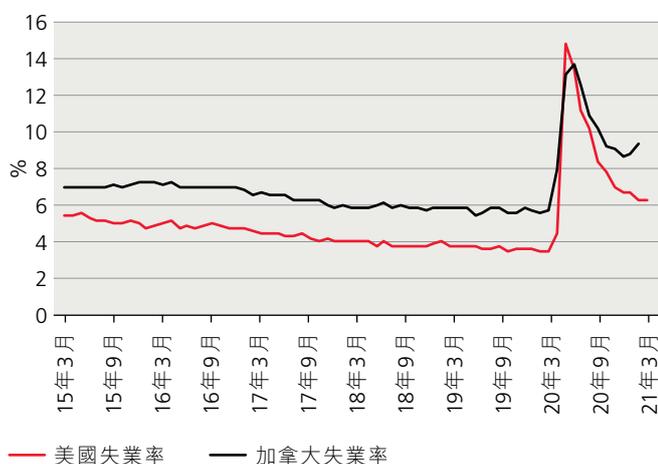
**利好
因素**

1. 鄰國美國防疫及經濟復甦有利推動加國經濟
2. 油價上升利好當地石油開採行業及帶動通脹
3. 移民政策或帶動當地樓市及相關行業表現

**利淡
因素**

1. 政府或削減疫情對就業的支援
2. 央行暫時欠缺加息空間

美國失業率已經明顯回落，惟加拿大失業率仍高企



資料來源：彭博，數據截至2021年3月1日

美國經濟較預期強勁加上快速接種疫苗 料美國經濟轉強之餘亦會推動加國經濟

於特朗普下台前，投資者憂慮美國今年首季經濟將會陷入停滯不前的局面，主要是由於去年年底疫情大規模爆發，與及國會於年底通過的刺激方案規模較預期少。但是，拜登接任總統後，不但在防疫措施上收緊，而且加快接種疫苗，令美國的疫情逐步受控。同時，美國總統拜登及國會議員籌備1.9萬億美元紓困方案，以便令領取失業保險救濟的計劃延長至今年9月，與及籌備數以萬億美元的基建環保方案，希望在8月份通過。由於加拿大是美國的鄰國，亦是加拿大最大的出口國。按照目前美國經濟強勁復甦勢頭，預料會對加拿大經濟有幫助。執筆之時，美國的2月份失業率已經降至6.2%，但加拿大2月份的失業率仍在8.2%。因此，如果美國經濟進一步復甦，預料會帶動當地失業率回落，將可推動加拿大經濟表現。

沙地繼續自願減產利好石油市場 全球經濟復甦帶動石油需求利好當地能源業及拉動通脹

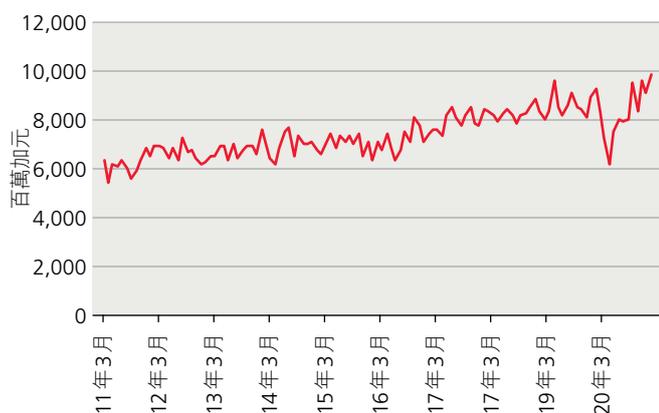
油組與非油組的成員國舉行會議後，雖然容許俄羅斯及哈薩克小幅度增產，油組最大生產國的沙地阿拉伯4月將延長每日自願減產100萬桶，而油組將於4月份再召開會議，以決定5月份的產量。沙地維持自願減產的決定，無疑會對石油價格起了穩定作用。另一方面，中東局勢亦持續不穩。除了歐美陣營與伊朗時有針鋒相對的情況外，也門胡塞武裝部隊亦多次嘗試偷襲沙地阿美石油公司的石油設施及沙地軍方的設施。雖然偷襲未能成功，但是始終對沙地

加拿大核心消費物價指數及生產物價指數



資料來源：彭博及Trading Economics，數據截至2021年3月3日

經季節性調整後的加拿大建築許可價值



資料來源：彭博，數據截至2021年3月3日

美元兌加元的短中長期的看法

時間	目標
短期(0至3個月)	1.21至1.29
中期(3個月至12個月)	1.20至1.31
長期(12個月至36個月)	1.18至1.30



的石油設施帶來威脅。與此同時，由於更多國家開始接種疫苗，預料全球經濟將會加快重啟。預料全球對能源的需求將會回升，有利加拿大的能源業發展外，能源價格上升亦可拉高當地通脹。

加拿大政府增加移民數量料帶動房屋及相關需求

加拿大政府於今年初公佈了最新的2021至2023年移民數量計劃。加拿大的目標是於未來三年，每年迎接40萬名新移民，這會是加拿大歷史上最高的紀錄。當中，加拿大放寬予香港人申請工作簽證的要求。過去五年曾於當地大學畢業的香港居民，可以申請三年工作簽證。新增大量移民配額，主要是反映當地極需要大量新移民，以推動疫後的經濟復甦。由於預期未來會有更多新移民，對當地房屋需求增加。因此，當地1月份的樓房建築投資金額便達到160億加元，並主要以住宅類別帶動。當中，住宅的建築金額便達到116億加元，按年升3.9%。通常在樓市升溫時，室內的裝修以至傢俱等需求都會增加。因此，會對推動當地經濟復甦有幫助。

政府或削減疫情對就業市場的支援

加拿大國會下議院將於4月12至5月14日舉行定期會議。預料杜魯多政府將於這段時間內公佈預算案。雖然當地失業率仍然高企，但估計由於疫情開始放緩，與及加快接種疫苗，故預料加拿大政府可能減少因為疫情而對就業市場的支援。若果屬實，可能對當地經濟復甦帶來影響。

加拿大央行將維持寬鬆貨幣政策

加拿大央行於3月份議息後，維持利率及貨幣政策不變。央行的聲明指出，在疫情所帶來的損失未恢復前，將不會提高借貸成本。央行預期，完全的經濟復甦可能要等到2023年才可以達到。但有一點值得注意的是，央行雖然承諾維持每星期購買價值40億加元的國債，但暗示一旦經濟復甦穩固，將可能削減購買量，但預料減幅不大，否則可能對經濟復甦帶來傷害。

總括而言，鄰國美國的經濟復甦速度加快，預料可以對加拿大的出口及經濟增長有幫助。油價上升及放寬移民限制，預料對當地石油開採及建築等相關行業有幫助。但是，政府可能因為疫情放緩，與及政府財赤嚴重，或減少就著疫情而對就業市場作出的支援。預料美元兌加元第二季在1.21至1.29之間上落。

外匯 美元兌離岸人民幣

東亞銀行高級外匯市場策略師 葉澤恆

料今年經濟穩定增長兼央行維持中性貨幣政策 調整後反彈的預期不變

美元兌離岸人民幣三年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2021年3月1日

2021年
美元兌離岸人民幣
第二季預測波幅

6.40
至 6.60

利好
因素

1. 兩會對經濟提出多項重點計劃以刺激經濟增長
2. 貿易及通脹數據反映經濟復甦

利淡
因素

1. 外圍疫情及中美關係仍存在不明朗因素
2. 中美息差收窄或影響資金流向速度

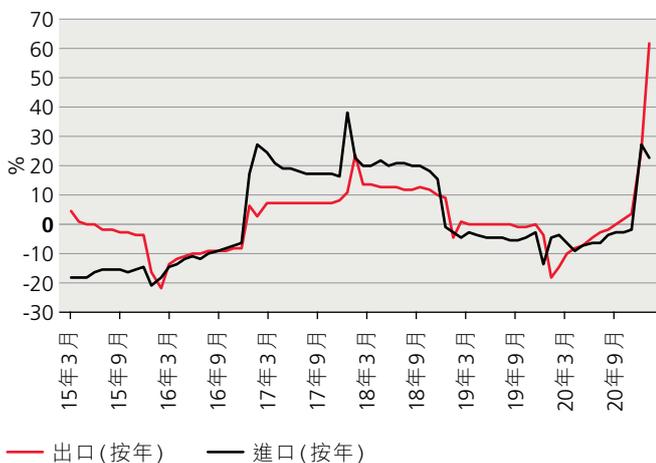
「兩會」推出多項刺激經濟措施

「兩會」期間，國家發改委就「十四五」規劃發表重點報告。雖然報告未有提及經濟增長目標，但發改委表示並非不追求經濟增長。當中，對內需、基建及外資投資提出了刺激措施。內需方面，開展汽車下鄉及汽車以舊換新的計劃，並引導一些城市及地方繼續放寬對新能源汽車限購政策及增加的指標。至於基建方面，今年將推出「十四五」新型基礎建設規劃，主力發展數字經濟、拓展5G應用、加快工業互聯網及數據中心的建設。至於鼓勵外資投資方面，發改委表示會進一步縮減外資進入的負面清單，並擴大鼓勵外商投資的行業。對於科研方面，發改委表示去年科研投入佔GDP的比率為2.4%，希望在「十四五」規劃期間超過有關目標，而且預料到2025年有關研發的經費投入超過3.7萬億元人民幣。預料相關的刺激經濟措施，會對推動內需及投資等行業有幫助，而且屬中長線經濟發展的規劃。由於預期經濟穩定增長，故預料人行將維持中性貨幣政策。

中國進出口貿易大幅改善 通脹及生產物價有逐步回升的空間

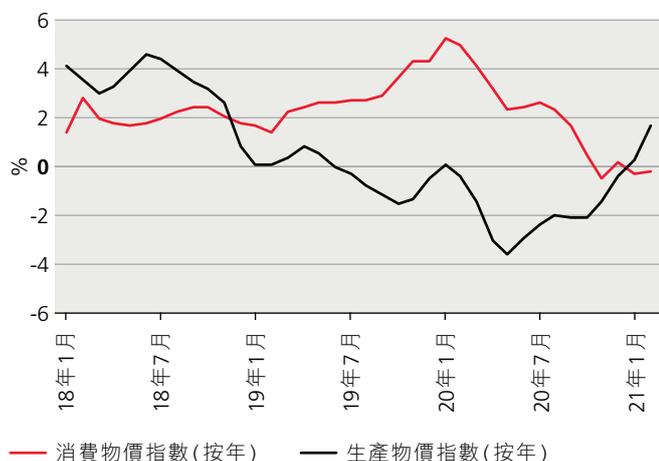
中國本身疫情已經受控多時，而且經濟復甦持續，加上去年同期基數較低，故今年2月的進口按年大增大約三成。出口方面，受惠對疫情用品的需求持續，出口貨物金額按年更急升大約六成。由於海外疫情到目前仍時有反覆，而且不少國家每日新增感染人數仍有數千至數萬人，故估計對防疫用品的需求仍有一段較長時間的增長，對出口有利。

中國的進口及出口雙雙出現按年大幅上升



資料來源：彭博，數據截至2021年3月11日

中國消費及生產物價指數走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2021年3月11日

中國十年期債息及美國十年期債息三年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2021年3月11日

中國與美國十年期債息息差有所回落



資料來源：彭博，數據截至2021年3月11日



至於物價方面，中國2月份消費物價指數按年下跌0.2%，跌幅較1月份收窄0.1個百分點。期內食品價格因為生豬供應恢復而下跌，當中豬肉價格上月跌幅擴大至近15%，是超過三年半以來最大的跌幅，而按月亦由升轉跌超過3%。雖然食品價格下跌，令物價受壓，但要留意能源及其他資源價格已經持續上升，工業生產者出廠價格更連續兩個月上升，預料中國的物價可能會恢復到正數。因此，估計人行暫時無意改變中性貨幣政策。

外圍疫情及中美關係仍存在不明朗因素

海外的疫情仍未明朗，美國及法國每日的新增感染個案仍達數萬宗，故預料防疫措施短期未能鬆懈，影響經濟重啟進度，而中國部分出口貨品亦難免受到影響。另外，中美的關係仍然存在不明朗因素。預料中美兩國目前只會重啟初步接觸，但未來一段時間的關係，將不能重返如以往般密切。

中美息差收窄或影響資金流向人民幣的速度

隨著美國疫情有所改善，加上拜登政府推出刺激經濟措施，投資者目前預期美國經濟的復甦步伐將會加快。由於市場提早預期，聯儲局可能於今年年底或明年首季減少購買資產，令債息於今年年初起升勢加快。與此同時，中國的債息未見有大幅上升，故兩國十年期債券息差收窄，由最高峰時大約2.5厘，回落至3月份時的1.65厘左右。在息差收窄下，無疑減慢資金流向人民幣的速度。

總括而言，預料中國經濟仍會以較快和穩定的步伐增長，而貿易及通脹將可以維持向好兆頭，有利人民幣匯價。但是，中美外交因素及兩國息差收窄，亦會對人民幣匯價帶來影響。因此，預料美元兌離岸人民幣於第二季在6.40至6.60之間上落。

美元兌離岸人民幣的短中長期的看法

時間	目標
短期(0至3個月)	6.40至6.60
中期(3個月至12個月)	6.25至6.55
長期(12個月至36個月)	6.20至6.45

隱藏的暗湧

東亞銀行財富管理部首席投資策略師 | 李振豪
東亞聯豐投資團隊



債券

收益率是相對而非絕對的概念

存續期風險將是短期內的焦點

市場出現不同的分析去預測美國十年期國債收益率的水平，普遍預期年內將見2%以上，部分甚至預期3%以上。數值反映對絕對值的預期，但更值得注意的是其相對變化的速度。參考年初至今環球各主要國債市場，其十年期國債收益率的變化，便發現北美洲債息上升的速度明顯拋離其他地區，美國在第一季的變化約80點子，加拿大更超過83點子，暗示其國債市場大幅波動；相比歐洲國債市場，除了英國偏高外(約60)，其他主要國家只是在20至30水平，即以點子計算，美國比歐洲的變化快超過1.5倍以上；亞洲區方面，除了澳洲和紐西蘭外，中、日、韓國債收益率相對平穩，可能反映該國的通脹壓力不大(中國在負消費者物價指數(CPI)數據下國債收益率變化只有約六點子)。

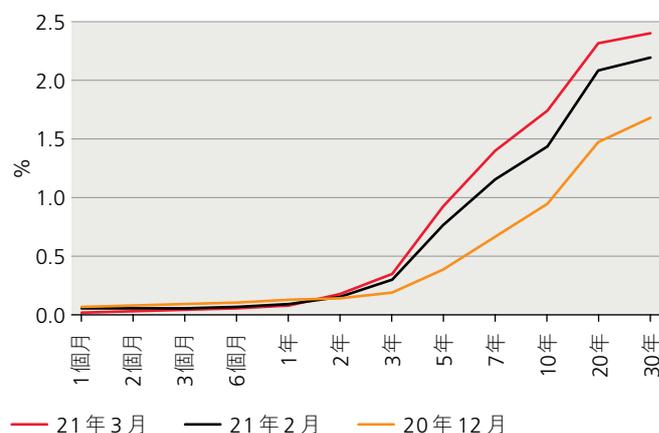
環球各國十年期國債收益率及變化

地區	最低(%)	最高(%)	年初至今變動(點子)
美洲(成熟市場)			
美國	0.913	1.740	80.8
加拿大	0.673	1.609	83.2
歐洲			
英國	0.170	0.872	60.4
法國	-0.371	0.025	26.5
德國	-0.607	-0.234	24.6
意大利	0.454	0.797	8.90
西班牙	0.018	0.471	26.6
葡萄牙	-0.030	0.359	18.0
瑞典	-0.025	0.443	34.8
荷蘭	-0.533	-0.098	30.2
瑞士	-0.630	-0.222	25.7
希臘	0.569	1.118	20.0
亞太			
日本	0.003	0.150	10.2
澳洲	0.966	1.898	86.7
紐西蘭	0.910	1.908	82.8
南韓	1.686	2.175	33.5
中國	3.106	3.279	5.90

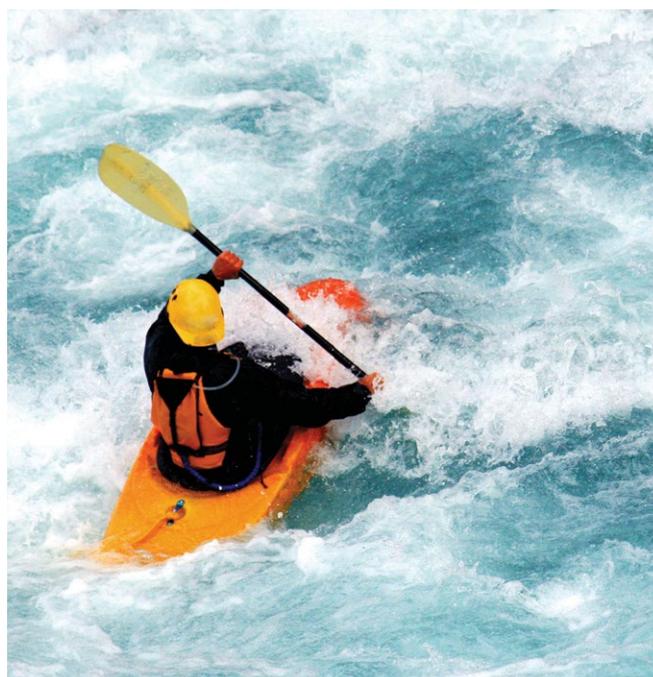
資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

美國債息的迅速變化迫使資金流出債市，當中不同債券對收益率變化的敏感度(即存續期)各異，收益率曲線的變化將成為未來國債走勢的焦點。參考美國國債收益率曲線截至3月30日的數據，年初至今和一個月前的比較，便發現一年期或以下的收益率全部下跌，反映市場上資金仍然充裕，利率變化不大。可是在五年期或以上的收益率變化，明顯拾級而上，暗示收益率的變化集中在五年期或以上的債券，而理論上債券年期愈長的債價相對收益率變化的敏感度愈高，因此債券投資者須注意未來債券組合中年期的分佈，目標以五年期或以下為佳。

美國國債收益率曲線



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日



曲線的斜率處於長期平均水平

除了須要考慮個別年期對不同債價的影響外，收益率曲線的斜率亦可預測經濟的表現，例如分析上收益率曲線如出現「倒掛」(即短息較長息高)時，暗示未來經濟將出現衰退。今天的曲線斜率，在五年期為關節點，之後年份的收益率隨年期上升，即反映經濟正在復甦。

分析曲線的斜率，一般用十年期作分水嶺，二至十年期為「短期」，10至30年期為「長期」，參考過去30年數據，短期息差的變化一般較同時期的長期息差為大，而且今天各息差水平只是處於30年平均價值水平，即在過去多年

和多次的量化寬鬆，曲線長期平坦後正逐步回歸正常化(Normalization)，今年的債息急升只是把息差回歸正常水平而非失速，正如美聯儲主席鮑威爾表示，不認為今天債息的走勢失去秩序。

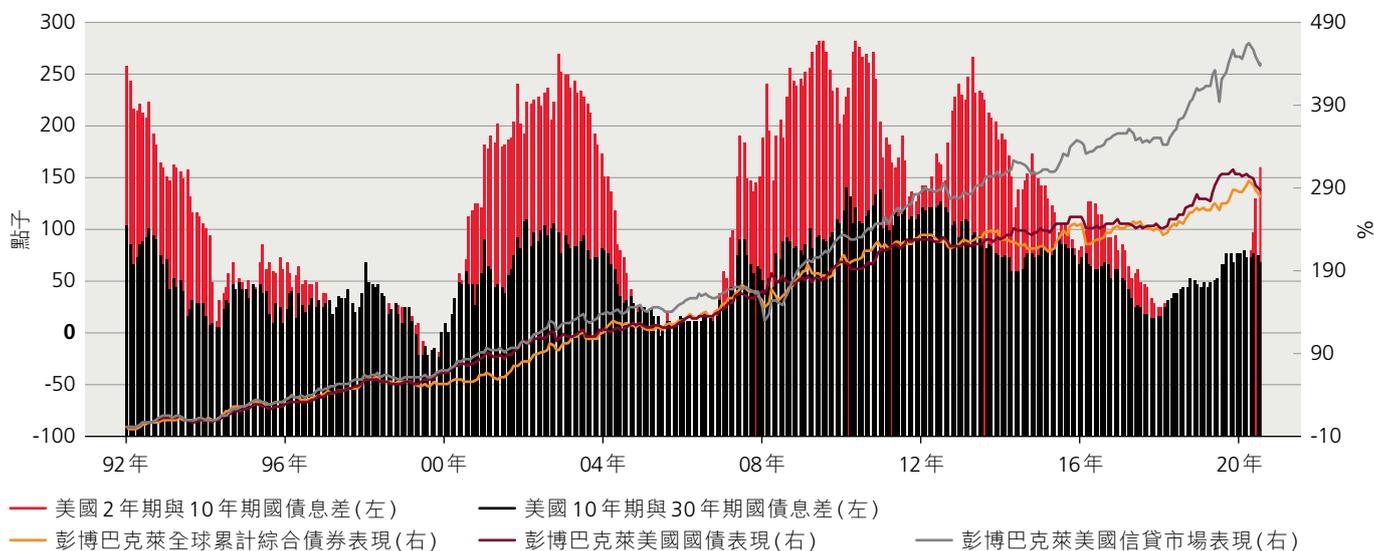
另外，參考長短息差對美國債券市場的長線影響，在過去30年，長短債息不斷變化的時候，彭博巴克萊三大債券指數 — 全球累計綜合、美國國債、美國信貸市場 — 皆沒有隨息差而出現明顯變化，反映不論經濟週期如何，市場對債券市場的需求始終如一，只是須注意在息差改變下，債券組合的年期分佈作出配合，例如短期內「沽長買短」的策略相信較為可取。

美國國債息差 — 2年期與10年期和10年期與30年期



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

美國國債息差與美國債券指數表現



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

債券

通脹亦是相對而非絕對的概念

取決於國策與經濟的平衡

通脹實際上受制於經濟和政策所主導，經濟的復甦帶來相應的通脹實在是自然和正常的，風險在於兩者的比例與歷史的比較。太多的資金(流動性，M2%)追蹤太少的貨品(GDP)便形成通脹，而通脹的多寡便取決於兩者的變化速度，如經濟衰退時可增加流動性以刺激經濟，反之亦然。因此我們可以透過分析歷史數據去衡量今天的通脹有否失控，並以成熟市場的代表——美國和歐元區，與新興市場的代表——中國，去分析各國不同的效能。

參考美國過去25年的數據，M2%和GDP增長存在著一定程度的比例，25年平均值為2.67，而該比例亦與通脹長期的走勢相若，加上CPI的25年平均值為2.27，與該比例的數值十分相近。除了在2001年(科技泡沫)、2008年(金融海嘯)和2020年(環球疫情)，共3次全球大型災難外，兩項數據的走勢十分穩定，反映在成熟的經濟體中，美國在調節GDP和M2%的變化以控制通脹的效能顯著。截至上年12月30日的數據，該比例值為負10.37，通脹率為1.36，假設GDP在復甦期間穩定增長，就算今天加大M2%(流動性)都不會影響其平衡，亦不會導致通脹失控，暗示美聯儲不急於收緊流動性的其中一個原因。

同一分析在歐元區的結果亦差不多，除了在該地區出現的大型災難之外，其比例與通脹走勢十分相若和穩定，反映其控制通脹的效能突出。截至上年12月30日的數據，該比例值為負2.38，通脹率為負0.3，區內仍是徘徊在通脹與通縮之間，加上歐洲出現病毒變種、區內防疫意識較弱、疫苗接種偏低，新增感染人數未見改善，迫使各國再次封城。如經濟基本面未能改善，歐央行在拉動經濟復甦上可作的工作有限，畢竟解決疫情並非財金官員的範圍，再加大寬鬆政策的實質功效有限，因此M2%受制於GDP下墜所影響，通脹仍是一個遙遠的預期。

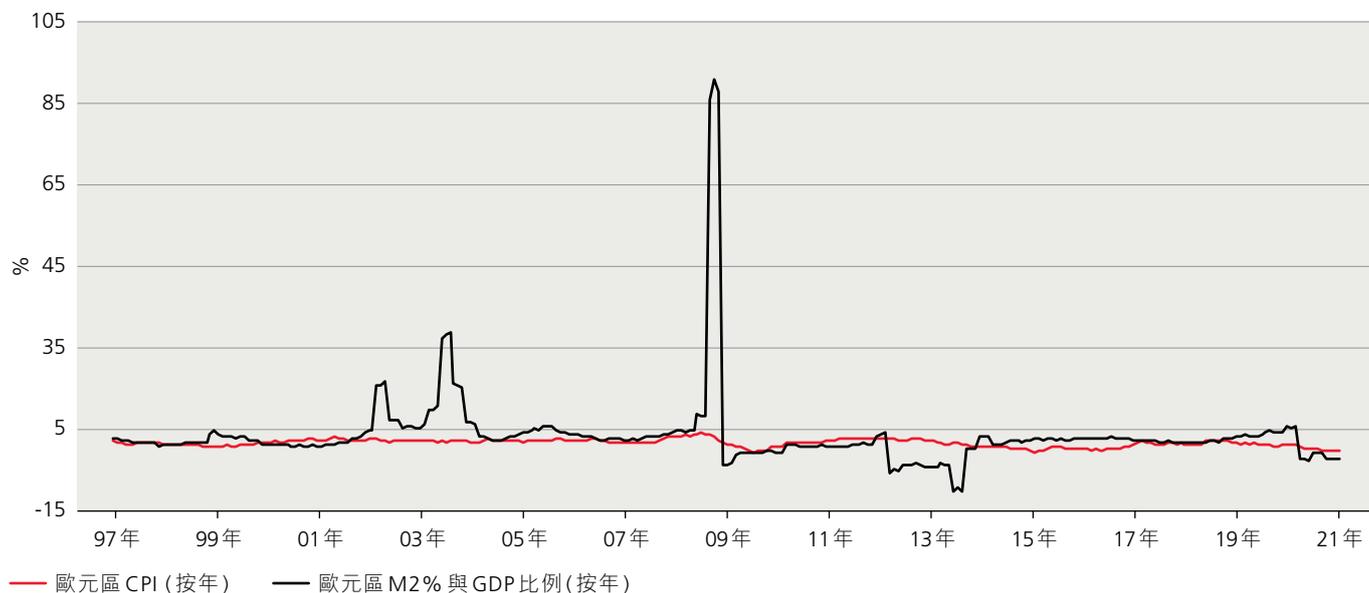
中國的數據反映了由新興國家逐步改善經濟的崎嶇之路。新興市場的國家在GDP增長上普遍受成熟市場影響，處於被動的位置(如依賴貿易順差達到經濟增長)。在1996至2012年間，經歷了多次全球或區內打擊，M2%與GDP增長比例非常不穩定，就如單車的初學者般，如何拿捏平衡是透過多次的反複試練。直到2012年後(第十二個五年計劃)，數據已趨向穩定發展。截至上年12月30日的數據，該比例為1.55而25年平均值為1.75，暗示不論在流動性和GDP增長皆以「穩定」為原則，大幅變化的機會不大；通脹方面，如以2012年為分水嶺，之前和之後的平均值皆是2.14%，反映在計劃經濟主導下，通脹控制效能顯著。截至今年2月，通脹為2.5%，與2.14%的25年平均值相若，相信未來通脹率可變化的空間不大。

美國CPI和M2%與GDP的比例



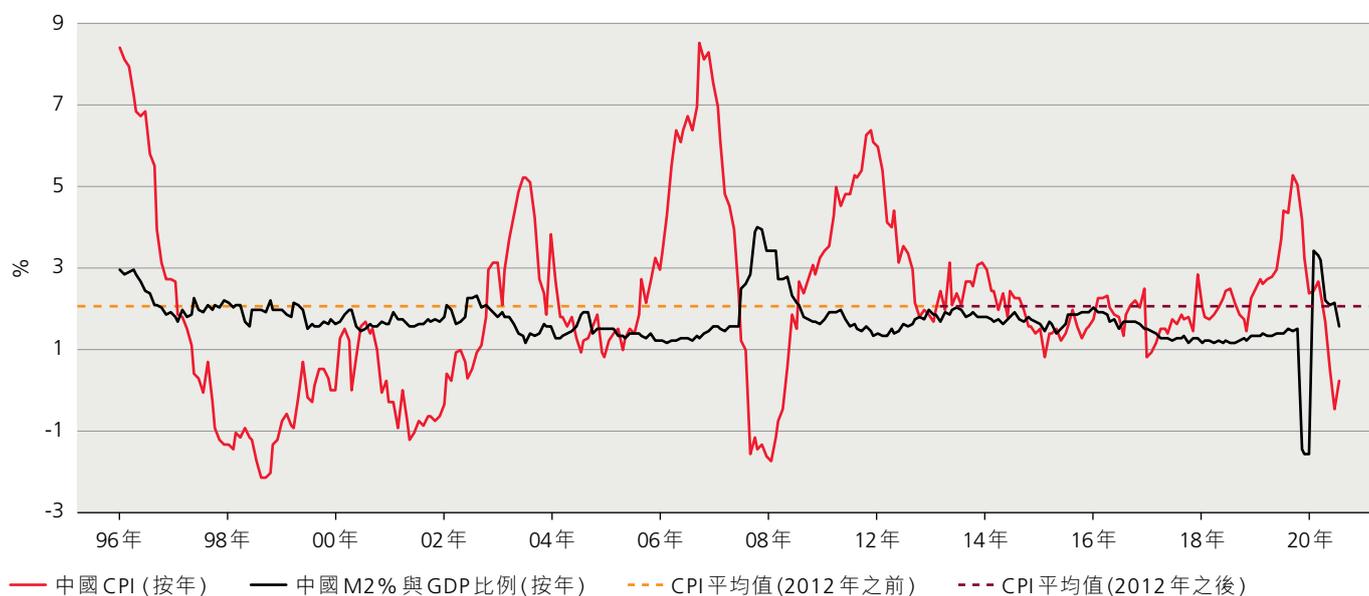
資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

歐元區CPI和M2%與GDP的比例



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

中國CPI和M2%與GDP的比例



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

債券

官方與市場預測偏差影響債息走勢

疫情的反覆和疫苗分配不均引發環球「復甦斷層」(請參閱本季「宏觀策略」章節)，其影響蔓延至市場對各地通脹的預期，並影響當地債市。截止3月31日，參考美、歐、日、中，世界最大四個經濟體(佔全球GDP約62%)，加上亞洲區代表——香港和南韓——已公佈的通脹數據和該目標比較，顯示兩者落差頗大，反映環球經濟須要比今天更大的復甦，才能達到官方的目標。

各主要經濟體的通脹預期與實際數據

經濟體	年內目標(%)	實際數字(%)	兩者差距(%)
美國	2.0	1.6	-0.4
歐盟	<2.0	1.3	區間內
日本	2.0	-0.4	-2.4
中國	3.0	-0.2	-3.2
香港	1.6	0.3	-1.3
南韓	2.0	1.5	-0.5

資料來源：彭博，數據截至2021年3月31日

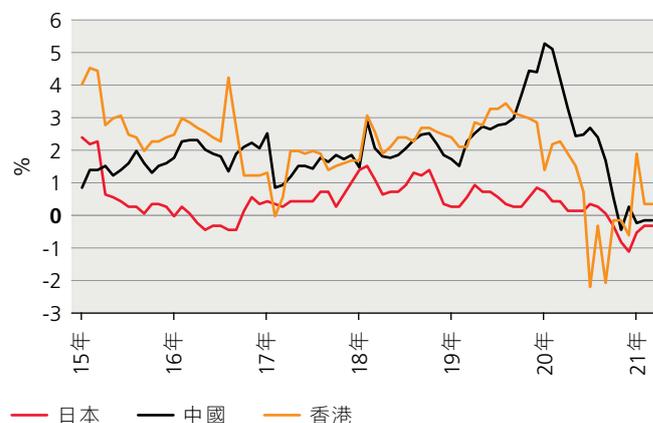
CPI — 美國、歐盟、南韓



資料來源：彭博，數據截至2021年3月31日



CPI — 日本、中國、香港



資料來源：彭博，數據截至2021年3月31日

CPI是滯後的數據，如希望了解通脹預期如何影響債息走勢，可以參考由資本市場，以市場力量透過金融工具去計算通脹的預測——五年期和十年期盈虧平衡通脹率(Breakeven Rate)和五年/五年期通脹掉期利率(Inflation Swap Rate)。

五年/五年期通脹掉期利率是市場對五年後的五年通脹預期，提供市場對長期通脹的觀點，此數值與CPI差距亦暗示市場對央行政策工具的可信度(如差距較大即可信度較低)；十年期盈虧平衡通脹率則衡量市場對十年內通脹的預期，數值是從美國抗通脹債券(Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS)中推算出來的。

盈虧平衡通脹率

經濟體	5年期(%)	10年期(%)
美國	2.63	2.37
英國	3.42	3.58
德國	1.25	1.34
法國	0.00	0.00
意大利	1.27	1.31
日本	0.04	0.23

資料來源：彭博，數據截至2021年3月31日

通脹掉期利率

經濟體	5年期(%)	10年期(%)
美元	2.566	2.484
歐元	1.245	1.398
英鎊	3.720	3.760
日圓	1.051	1.334

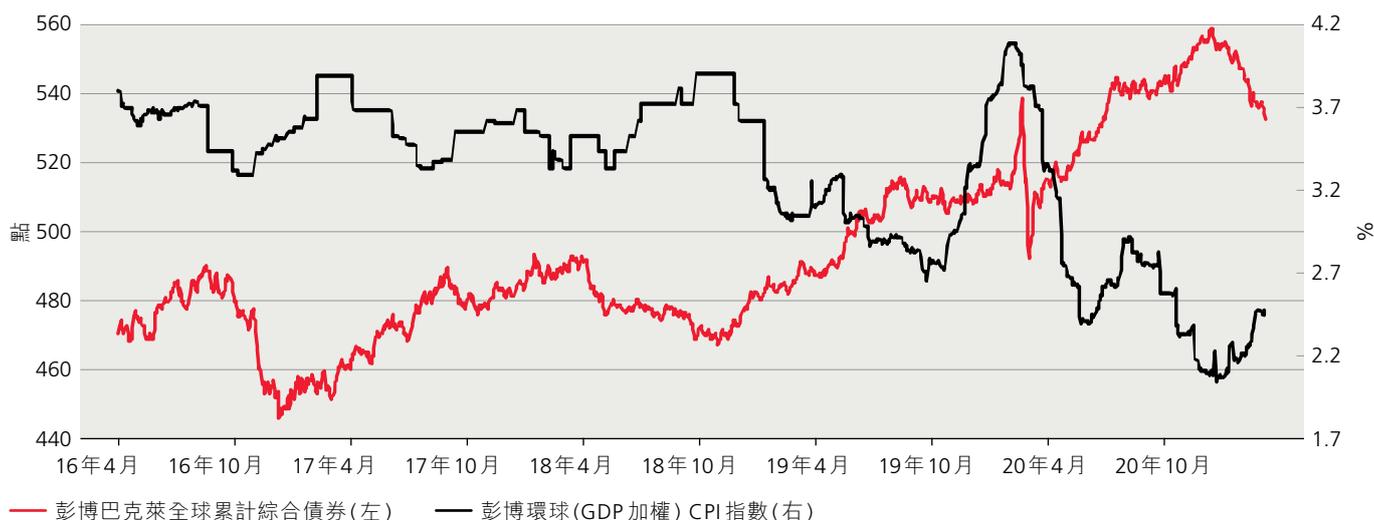
資料來源：彭博，數據截至2021年3月31日

以兩項資本市場的預測和官方公佈的目標比較三個地區，只有美國、歐元區和日本能提供分析結果，顯示美國官方目標(2%)明顯低過市場預期約2.6%，反映市場對官方的預測並不信任，未來的實際通脹遠比官方預期的進取；歐元區方面，資本市場和官方的預測相若，除了法國、意、德兩國都徘徊在1.3%水平；因此，亦可解釋近期美國債息上升的速度比歐元區明顯加快的原因；日本的數據結果分別很大，除了實際數值與官方目標差距頗大外，資本市場的分歧亦大，兩項指標的五年期和十年期差距分別是1.011%和1.104%，佔官方的目標水平50%以上，畢竟日本由90年代推行不同的量化寬鬆政策，資本市場的訊息傳導效能偏弱。

未來資本市場的預測如持續高過官方目標或實際數值，料債息波動的情況將會持續，直到彼此找到新的平衡點。

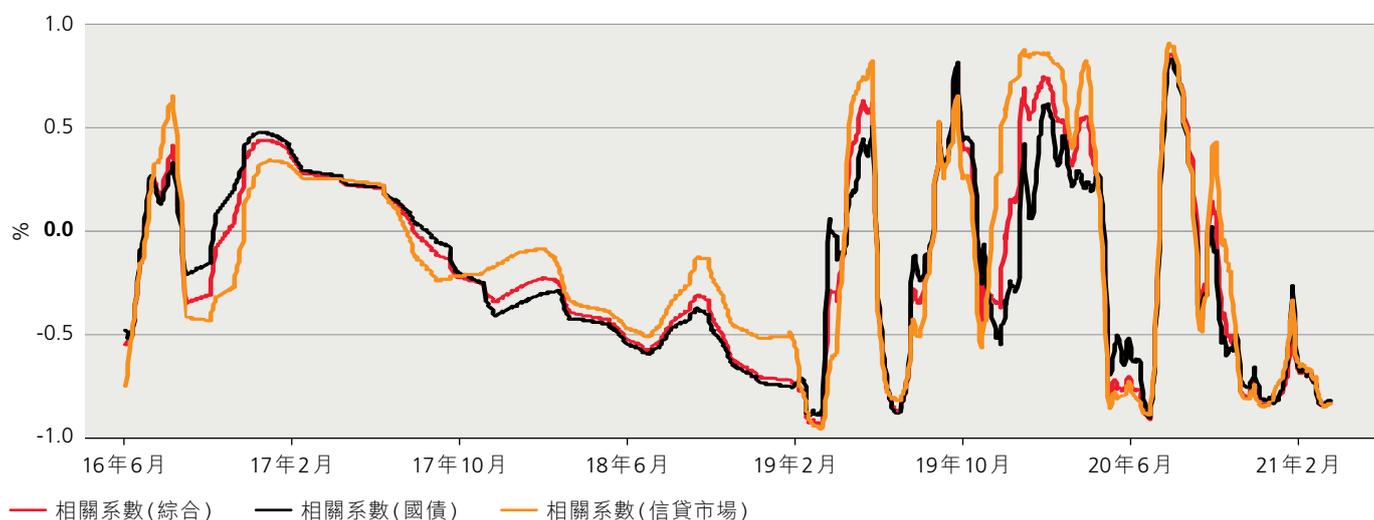
當然，通脹上升將引導債息跟隨，最終影響債價是傳統的投資智慧。參考過去五年彭博提供的兩項指標 — 環球CPI與全球累計綜合債券指數，目測兩者的走勢背道而馳；但如以相關系數來衡量，便發現系數的波幅很大，正負關係並不穩定；如計算正負系數出現的比例，截至3月30日，累計綜合債券指數與環球CPI出現負關係次數的佔比為63.53%；同樣分析套用在累計國債和累計信貸市場指數，結果分別為62.25%和64.25%，反映兩者負關係的機會較大，但幅度並非顯著(超過75%)，因為通脹只是影響債價的原因之一，投資時不能以偏概全。

環球CPI與全球累計綜合債券



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

環球CPI與累計債券指數的相關系數 — 綜合、國債、信貸市場



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

債券

各國央行大相逕庭的貨幣政策將影響債市資金流向

除了以上宏觀的分析和通脹預期在市場與官方層面上出現偏差外，各國央行的政策取向出現分道揚鑣，亦為未來的環球債市造成另一陣暗湧。

保持寬鬆的政策包括歐洲、英國和澳洲。歐洲央行在3月的會議後表示，維持存款機制利率於負0.5厘，主要再融資利率及邊際借貸利率亦分別維持0及0.25厘不變。將緊急抗疫購債計劃(Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP)規模至少維持直到2022年3月不變，總規模仍為1.85萬億歐元，並繼續對通過PEPP購買的到期證券的本金進行再投資，更表示下個季度(即第二季)購債速度將會比今年首幾個月顯著加快。

英倫銀行維持0.1%指標利率不變，同時維持8,950億英鎊的買債規模不變，並表示目前經濟存在大量閑置生產力，經濟前景仍然異常不確定，在實現2%通脹目標前並不算收緊貨幣政策。

為應對債息急升可能打擊經濟復甦的影響，澳洲央行在2月的會議後表示，除了維持0.1%現金利率外，決定在4月中旬後額外購買政府及各州與領地發行的1,000億澳元債券，每週購債金額將維持50億澳元。

有意逐步收緊流動性的包括日本、美國。日本央行維持主要政策利率不變，宣佈擴大十年期國債收益率在0%目標，由先前浮動0.2%擴大至0.25%，並取消承諾每年約6萬億日圓購買ETF的指引，但保留了12萬億日圓的上限。

美國聯儲局主席鮑威爾及多名委員多次表示，他們注意到美國債息大幅上升，但不認為走勢失去秩序，亦不認為長期利率推高會令聯儲局須要採取強而有力的行動，重申目前政策立場恰當。美國財長耶倫亦多次指出，疫情逐步受控下經濟能夠重回正軌，重申今天的通脹未足為患；言論反映美國財金官員將不會大力處理債息急升的現象。



當各主要央行各持己見的時候，新興市場卻急於防禦未來資本市場的衝擊。美國債息大幅攀升刺激投資者追捧美元，並從高風險的新興市場撤走資金。截至3月30日，新興市場貨幣已明顯貶值，年內最大跌幅的三個國家分別是土耳其(負10.74%)、巴西(負9.97%)和阿根廷(負8.49%)。除了守住資金外，參考JP摩根環球(貿易加權)CPI指數，顯示成熟市場與新興市場的通脹往往是背道而馳的。因此預期各新興市場央行不得不保持相對較高的利率，以遏止通脹失控；另外，每當出現金融危機時，央行的行動普遍受政府或地區阻撓，令貨幣政策更不穩定，造成環球投資市場的「灰犀牛」。

CPI — 成熟市場與新興市場



— JP 摩根成熟市場(貿易加權)CPI指數
— JP 摩根新興市場(貿易加權)CPI指數

資料來源：彭博，數據截至2021年3月31日

土耳其央行決定上調指標利率2%，七日回購利率為19%，並表示採取預先及強力地收緊貨幣政策，因當地通脹高達16%，遠高政策目標的5%，貨幣升值有助該國應對入口性通脹。可是在宣佈後兩天，央行行長阿巴爾直接被總統革職。

巴西央行決定把基準利率上調0.75厘至2.75厘，加幅是逾十年來最大，亦是2015年以來首次加息，並表示由於通脹(5.2%，創四年高位)持續高過目標水平(3.75%)，預告除非通脹預期明顯改善，否則5月會再加息0.75%。

阿根廷1至2月的通脹率均為8%，2021年2月的食物價值連續九個月上升，按年上漲了26.5%。

俄羅斯央行加息0.25%，把目標利率上調至4.5厘，並表示風險已轉為偏向於通脹和各種地緣政治問題，對未來再加息持開放態度。



經濟學和歷史上，環球官方利率的變化週期存在一定的規律，轉捩點往往出現在災難的爆發或經濟復甦的階段，衰退時成熟經濟體的需求急挫，並先行減息，及後衰退蔓延至製造業為主的國家而減息，最後因製造業積極地去庫存，迫使資源出口國跟隨(相對大幅)減息。反之，復甦時預期成熟國家的需求上升，資源出口國的通脹普遍率先上升(因經濟收入單一並依賴大量入口為生，低息時資金大幅流出等)，迫使其央行不斷加息(兩難局面下違約風險上升)，隨後傳導至製造業國家加息，成熟經濟體作為終端需求者，最後進入加息週期。

今天環球利率正逐步踏入週期的轉捩點，當中釋出的磨擦力，包括資金流竄、政策傳導、市場炒作等往往產生不同階段和程度的不穩定性，預期由新興市場引發的風險將不能忽視。

炒作美聯儲「縮表」將是未來的痛點

除了以上宏觀的陰霾，短期內市場將炒作美聯儲有意提早縮減其資產規模，即所謂「縮表」(Quantitative Tapering, QT)，料將成為債市中不能避免的痛點。

美聯儲主席鮑威爾近日決定，因疫情而執行的《巴塞爾協定 III》(Basel III)補充槓桿率(Supplementary Leverage Ratio, SLR)豁免措施，按原定計劃於3月31日屆滿後，將不再獲得延續，加上近日通脹預期升溫，市場便開始炒作聯儲局有意如2013年時「縮表」，逐步收緊流動性，對投資市場不利。

「縮減恐慌」(Taper Tantrum)發生於2013年下半年，當年美聯儲預告有意結束已實施多年的量化寬鬆政策，市場對美國削減買債及加息的憂慮，隨即令環球債市引發拋售潮，因為金融海嘯後市場過度依賴央行不斷提供的流動性，「縮表」的來臨令避險情緒湧現。直到2015年落實第一次加息後，債市才出現回升。反映市場波動往往發生在執行之前，流言蜚語是風險的元兇，因此在實行前官員們詳細闡述政策的取向和安排才是穩定市場的要素。

債券

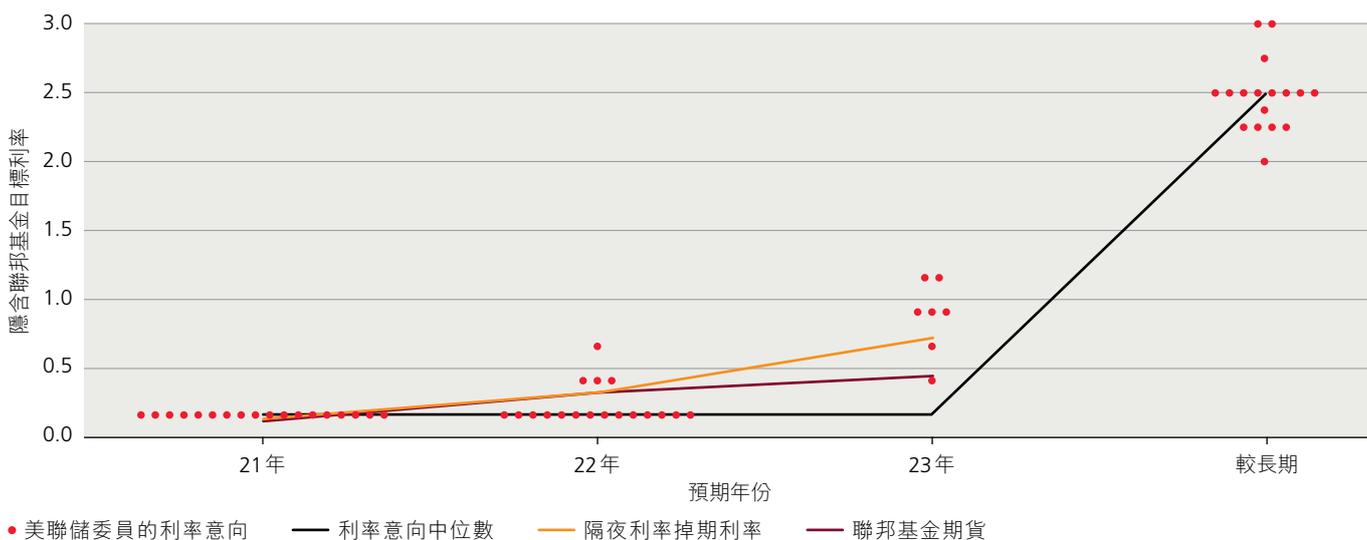
政策的執行非一朝一夕

參考現任財長耶倫和聯儲局主席鮑威爾，當年執掌時的歷史以預測未來美國財金政策的走向。在2008年之前，美聯儲的資產規模相對穩定，由1996年約0.46萬億美元至2007年底約0.89萬億美元，11年間上升1.93倍，平均按年升約17.6%。直到2008年金融海嘯，時任美聯儲主席伯南克提出量化寬鬆措施救市，及後其資產規模不斷上升至2014年11月的4.49萬億美元才出現第一次按月下跌，原因是在2013年5月，伯南克開始暗示有意把資產負債表規模縮小。參考標普美國國債平均債息指數，同時當月起開始上升；但注意，由伯南克暗示到資產負債表出現第一次下跌相差約18個月。今天市場炒作美聯儲因通脹預期而提早「縮表」，

美聯儲堅持否定有此安排。就算在4月28日會議中提出暗示，參考過去歷史，至少到2022年下半年才會實行。

預期加息更將是2023年以後的事，與美聯儲最新點陣圖的預期吻合。美國聯邦目標利率上限由金融海嘯後長期處於0.25%，直到2015年12月，時任美聯儲主席耶倫宣佈第一次加息，即由2013年5月伯南克有意「縮表」至加息，相差約31個月。之後加息週期開始，耶倫在2016和2017年分別加息一和三次；之後鮑威爾接掌美聯儲，在2018年上任後，更加息四次，前任和現任兩位主席合共加息九次，共2.25%，美國聯邦利率由0.25%上升至2.5%。

美聯儲點陣圖



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

標普美國國債平均債息指數、美國聯邦利率與美聯儲資產規模



資料來源：彭博，數據截至2021年3月28日

第二季中國及亞洲債市展望

2021年首季債市回顧：通脹升溫、債息飆升

全球債市於第一季出現顯著波動。市場憂慮通脹升溫，導致美國國債收益率飆升。十年期國庫債券收益率於3月初大漲，創13個月以來新高。對聯儲局政策敏感度較高的二年期國庫債券收益率亦展現升勢。

美國1月核心個人消費支出(PCE)物價指數按年升1.5%，為一年來最大升幅，但仍低於聯儲局的2%目標，惟美國近期的零售銷售數據、耐用品訂單、以及失業率等數據，均顯示通脹逐步升溫。

除了通脹升溫預期增加，2月份美國拍賣620億美元的七年期國債反應異常冷淡，亦是導致債息飆升的原因。是次投標倍數2.04，創自2009年以來歷史新低。而此前六次國債拍賣的認購倍數平均為2.35。拍賣反應冷淡，反映市場對國債需求下跌，令債息飆升。而債息飆升的結果，觸發了債市出現拋售潮，影響了全球債券表現。

債市展望：債券市場有危有機

美聯儲重申維持量寬政策

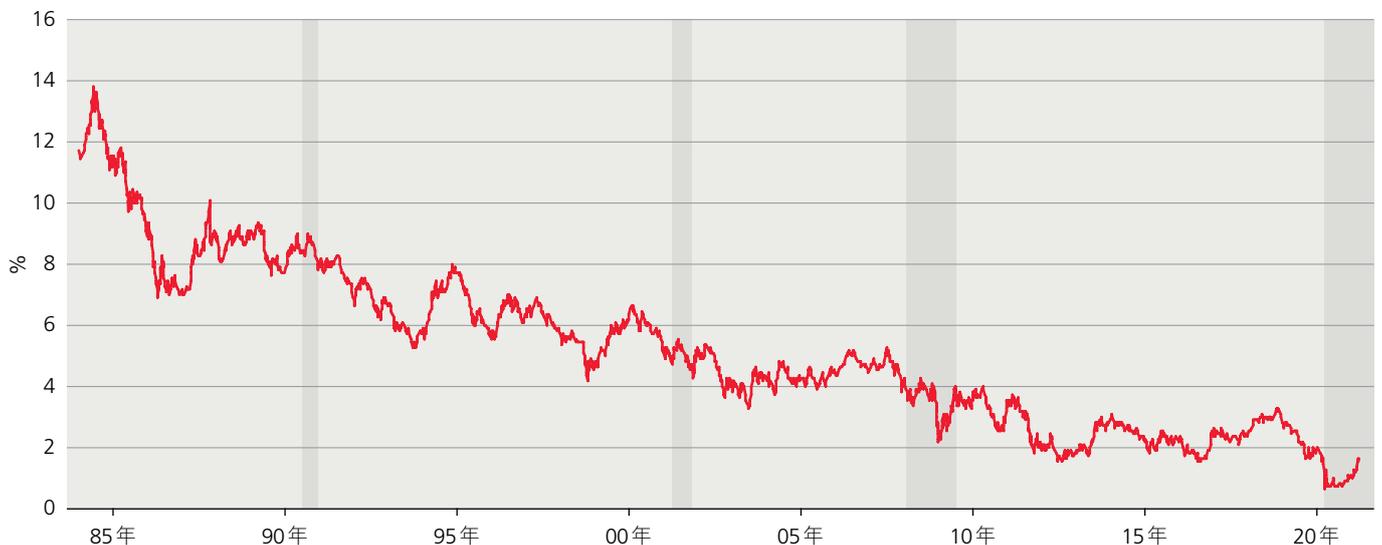
債息飆升引發債市動盪，投資者記起2013年的「縮減恐慌」(Taper Tantrum)，擔心債息飆升，降低亞洲等新興市場資產的吸引力，資金流進亞洲市場趨緩，甚至出現資金流出亞洲的可能。我們認為，美國的量寬政策仍會持續一段時間，加上各國經濟仍處復甦初段，政府加大力度推動民生，市場資金仍然充裕。

在債市出現顯著波動後，聯儲局主席鮑威爾亦公開表示，收益率飆升的情況已引起了他的注意，指出經濟重啟或帶來通脹壓力，但仍不足以令央行改變量寬政策。加息需要配合兩大條件，包括充份就業，以及通脹能持續地高於2%，他認為兩個條件均不會在年內達到。

另外，美國財長耶倫亦向市場大派「定心丸」，指長債收益率上升是反映市場預期經濟將有強勁增長，並反映通脹升溫。她更支持國會通過總統拜登1.9萬億美元的新冠疫情紓困方案。言論風向明顯與鮑威爾一致，說明量寬的大方向不變。



美國十年期國庫債券收益率仍處歷史低位



資料來源：Macrotrends.net 1984年3月2日至2021年3月5日走勢圖，灰色部分顯示經濟處衰退周期 (<https://www.macrotrends.net/2016/10-year-treasury-bond-rate-yield-chart>)

債券

長債收益率仍處歷史低位

儘管長債收益率飆升至年度高位，但綜觀長期數據，收益率其實仍處歷史低位，近期升勢是暫時讓收益率回到相對合理的水平，亦令去年升幅顯著及曾被超買的債券市場作出適度調整。隨着經濟反彈、資源價格上漲、加上去年同期的低基數效應，都會讓市場出現通脹升溫的疑慮，相信債息短期內仍會較為波動，我們較喜歡較短年期債券，並審慎挑選現金充裕及有良好資產負債表的企業作為債券組合。

亞洲市場實力雄厚，撐起區內復甦

引述《彭博》報道，亞洲新興經濟體的央行外匯儲備去年增加4,677億美元，增額為2013年以來最大。龐大的外匯儲備有助緩減收益率飆升帶來的衝擊。目前，投資者預期全球經濟復甦力強勁，但須留意亞洲，尤其中國才是全球經濟復甦的主要引擎。在經濟實力穩固的前題下，亞洲企業的信貸息差，仍較美國企業的信貸息差大。儘管亞債估值已較去年上升，但亞企的信貸息差將繼續吸引資金流入市場。

亞企信貸息差仍較美企優勝

成熟市場的美元信貸息差已達最低水平



亞洲市場的美元信貸息差仍有收窄空間



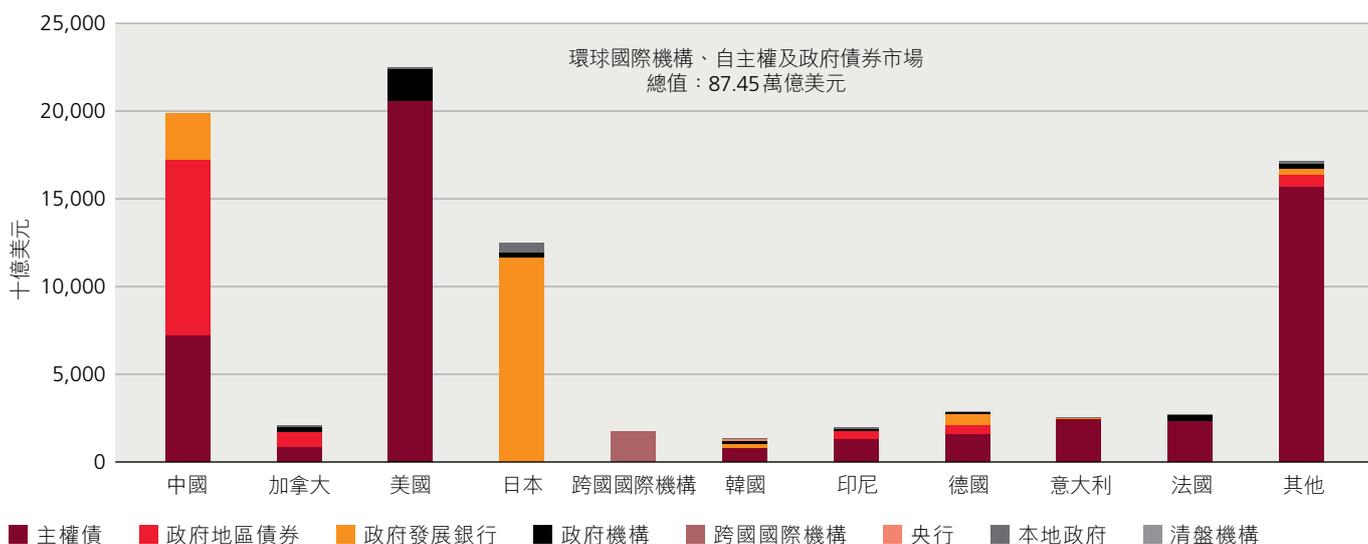
資料來源：東亞聯豐、彭博，資料由2020年1月3日至2021年3月11日

無懼「收水」，內地債券被追捧

中國在岸債券市場是全球第二大債券市場。據投資中國國債登記結算公司公佈的數據，外國投資者持有中國國債總值達2.06萬億元人民幣，創歷史新高。息差優勢，再加上人民

幣前景穩健，亦是中國國債備受追捧的主因。早前，人民銀行首次在港發行250億元人民幣債券，分別是一年期及三個月期，錄得超額認購逾二倍，顯示在低息環境下，低風險的人民幣債仍獲得投資者的青睞。

中國是全球第二大債券市場



資料來源：ICMA、彭博，2020年8月31日 (<https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Secondary-Markets/bond-market-size/>)



債券

投資級別債券

近期受美國債息上升影響，亞洲新興地區投資級別企業債信貸息差有所收窄，但由於亞洲地區經濟復甦較快，基本面良好及信貸評級展望相對穩定，而且在低基數因素下，今年企業盈利預期增長強勁，加上亞債違約率較美國地區為低，相對於歐美同類型債券仍能提供更高收益，資金將尋找相對穩健型資產，亞洲投資級別債表現相信更具吸引力。

投資級別債券中，中國國有企業近期表現較佳，由於投資者對美國制裁相關企業憂慮減退，而且部分國有企業債券對比於疫情前的估值仍有一段距離，中長線較為看好。另外香港永續債在美債走弱情形下仍能展現其韌性，發行價格以及債券表現理想，但投資者須注意此類債券的存續期風險。

高收益級別債券

中國房地產債券

「三條紅線」融資規定於2021年全面推行，包括剔除預收款後的資產負債率不得大於70%、淨負債率不得大於100%，以及現金短債比不少於一倍。新政策有助防止樓市出現過熱情況，及降低內房企業的槓桿比率。

自去年第二季起，內地房屋銷情理想，令相關企業利潤增加，資產負債表改善。相對於其他行業，內房藉發債集資相當普及，令內房債券的發展較其他行業債券更為成熟。儘管行業短期內或因融資問題而受壓，但相信「置業」這個中國人的傳統概念，對內房銷情提供了持續不斷的支持，中長線利好內房債券。

中國房地產高收益債券最近表現走勢不一。由於內地多個城市信貸資金管控趨緊，政府對於國內房地產發展商的借貸要求提高，此等措施特別對於高貝塔值而且集資渠道單一的內地房地產發展商影響較大，措施將降低它們在二線城市土地競投的成功率；相反，措施對一些較大型房地產發展商有利，因為它們擁有較佳集資渠道，有能力負擔提高了的投地保證金。我們因此看淡較長年期的中國房地產高收益債券。

印尼房地產債券

作為去年流動性緊縮中遭受打擊的行業之一，印尼高收益房地產債券在2020年第四季度開始回升，因為債券投資者伺機尋求收益率和多元化投資。

由於該行業的利好消息流出，印尼房地產在最近的市場調整中具有韌性。從2021年3月1日開始，印尼銀行放寬抵押貸款的按價值計算的貸款額度和貸款支付要求，第二抵押貸款及以後的抵押貸款額度將從85%至90%上調至100%。

隨著疫苗接種的推出和城市陸續解禁，銀行將更加渴望和有信心放貸。新規定將為銀行提供貸款給客戶的靈活性，並顯著提高購房者的承受能力，這反過來有助於房地產發展商的現金流，因為它允許發展商在簽署貸款契約後從銀行獲得100%的現金抵押。

再加上政府較早前推出了減稅計劃，以進一步刺激房地產市場。該政策從今年3至8月開始生效，鎖定期為一年，屆時將禁止購房者在此期間出售房產。我們認為，上述減免增值稅將有利於房地產庫存較高和營運資金緊張的發展商。

大宗商品類債券

大宗商品屬週期性行業，當經濟重啟令各行業重新投入生產，加上政府刺激經濟方案漸見成效，預期今年中，亞洲區經濟將展現更強勢復甦，繼而帶動大宗商品需求，令相關開採企業受惠。

投資者憧憬隨著全球疫苗接種普及化，邊境關閉等防疫措施也將逐漸取消，先前受到壓抑的休閒及商務旅行等需求將有反彈，加上石油輸出國組織與俄羅斯等產油國決定減產引致求過於供，繼而推動國際油價升至過去一年高位。由於現時油價處於較高水平，隨著冬季過去，原油需求將有所放緩，原油及煤炭等大宗商品類預料表現較差，印尼及印度石油及煤炭企業債券表現將遜於大市。

本文由東亞聯豐投資管理有限公司(「東亞聯豐投資」)編製，僅供參考之用。東亞聯豐投資並不以此資料邀請作任何行動，或提供任何建議或推介。本文或其內容並不構成任何促使、邀請、廣告、誘因、承諾、保證或作出任何類型或形式的代表及東亞聯豐投資就此表明並不為此負上相關責任。本文所載資料根據東亞聯豐投資認為可靠並以「現況」的基礎上提供。即使竭盡所能力求準確，東亞聯豐投資及其轄下董事/職員並不為其內容的準確性、完整性或時間性負上任何責任。所載資料乃屬東亞聯豐投資擁有。未經東亞聯豐投資事先書面同意，本文或其任何內容均不可予以複印或分發予第三者。本文未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

東亞聯豐投資為東亞銀行有限公司及德國德聯豐投資(Union Asset Management Holding AG)在2007年成立的合營公司。

黯然的黃金

東亞銀行財富管理部首席投資策略師 | 李振豪



黯然的黃金

上年在疫情的突擊下，環球避險情緒急升，金價在上年8月突破2,000美元；可是，及後走勢不斷向下，部份原因是疫情(尤其在中國)初見好轉，加上各央行出手防止經濟急速衰退，流動性支持環球股市反彈，MSCI世界股指在去年7月31日起至今年3月31日，上升22%，同期黃金則下跌了14%。在各國多重努力下，環球疫情最差的情況相信已經過去，在避險情緒漸降的前提下，黃金的走勢偏弱將是預期之內。

疫情的變化並非在金融分析範圍，然而黃金的走勢亦非受單一因素影響，以下因素亦不容忽視：

- 宏觀的供求關係
- 通脹預期
- 國債收益率
- 黃金交易所買賣基金(Exchange-traded Funds, ETF)的變化
- 美元與外匯市場走勢
- 黃金衍生工具市場的變化

長期：外匯儲備增持黃金將有利金價走勢

各國的外匯儲備是黃金市場大型的需求者，當中的變化直接影響金價的走勢。

美聯儲的總資產值因疫情影響下，由上年3月份約4.3萬億美元急升至今年3月31日約7.7萬億美元，升幅近80%，各主要經濟體亦有不同程度的升幅。外匯儲備中除了美債外，黃金亦是不可或缺，因此透過黃金在外匯儲備的佔比，便可推測各國未來對黃金需求的變化。



參考世界黃金協會和彭博提供的數據顯示，全球各國外匯儲備持有的黃金總額共35,245噸，外匯儲備中持金總量最高的國家是美國，共持有8,134噸，佔全球總比例約23%，而黃金佔美國的外匯儲備總額約78.6%。第二至四位都是歐洲國家，俄羅斯和中國分別是第5和6位。

全球外匯儲備中持有黃金比例之排名

排序	國家	噸	佔外匯儲備(%)
1	美國	8,133.5	78.6
2	德國	3,362.4	75.7
3	意大利	2,451.8	70.8
4	法國	2,436.2	66.0
5	俄羅斯	2,295.4	23.3
6	中國	1,948.3	3.5
7	瑞士	1,040.0	5.8
8	日本	765.2	3.3
9	印度	676.6	6.9
10	荷蘭	612.5	68.6

資料來源：世界黃金協會、彭博，數據截至2021年3月31日

按月變化方面，由2019年1月起至今年1月(共25個月)，以上十個國家中，美國、意大利、瑞士、日本和荷蘭，即使經歷過疫情的衝擊，卻完全沒有改變持有總額；當中最大增持者是俄羅斯，共增持182.4噸；其次是中國和印度，分別增持95.8噸和76.2噸。這三個「金磚四國」成員過去不斷增持黃金是不爭的事實，但其實總體來說在持金的比例上遠低過歐美國家，所以這分析結果也不足為奇。而且中國和印度2020年國內生產總值(GDP)的增長分別是2.3%和4%，是少有在疫情下仍得到正增長的國家，再增持也是預期之內。

傳統上外匯儲備的持倉是長線的，而且交易數據中「增持」較「減持」的比例更高(十大持金比例的國家，在過去25個月內所有的交易次數中，增持佔比為76%)，如未來這三個國家繼續增持黃金作為外匯儲備，將有利金價長線的走勢。

國家	19年1月	19年2月	19年3月	19年4月	19年5月	19年6月	19年7月	19年8月	19年9月	19年10月	19年11月	19年12月	20年1月	20年2月	20年3月	20年4月	20年5月	20年6月	20年7月	20年8月	20年9月	20年10月	20年11月	20年12月	21年1月	總變化(噸)
美國	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
德國	0.0	0.0	0.0	-1.8	0.0	-1.2	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.3	-0.6	0.0	-0.7	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-7.3
意大利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
法國	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	
俄羅斯	6.2	29.6	19.4	15.1	6.7	16.9	12.2	11.3	11.4	10.2	9.4	9.7	8.1	10.9	9.0	-0.4	0.5	0.6	-0.5	-0.1	-0.7	-0.1	0.0	0.0	-3.1	182.4
中國	11.8	10.0	11.2	14.9	15.9	10.3	10.0	5.9	5.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	95.8
瑞士	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
日本	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
印度	6.5	1.9	3.7	5.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.5	7.5	1.9	0.0	6.8	11.2	1.9	2.8	3.7	2.8	4.0	0.0	1.9	2.8	3.7	0.0	76.2
荷蘭	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

資料來源：世界黃金協會，數據截至2021年3月31日

長期：民間和投資需求上升將有利金價走勢

除了國家層面對黃金有儲備性的需求外，民間對黃金的需求亦是主要支持長線金價走勢的動力。參考世界黃金協會提供的數據（截至3月31日），有紀錄的需求劃分為五大類別：製造業（珠寶類）、製造業（技術類）— 例如工業（如電鍍）和醫療（如牙醫）等、金條和金幣、ETF和相關產品和央行及其他機構；參考上年第三和四季的數據，前三項（即民間需求）都錄得升幅，而且有持續上升之勢，當中首飾珠寶類升幅最大；另外，值得注意的是數據中央行的需求由2019年第三季起持續下跌，上年第三季更明顯，可能與美元升勢有關。

按年數據方面，要留意ETF和其他金融產品的需求由2019年的398噸急升至2020年的877噸，大幅上升了120.23%，反映在環球經濟和金融風險升溫的時候，黃金ETF的盛行和市場對該類型金融產品的需求激增有關。

供應方面，礦業生產下跌了3.71%，其他項目（對沖和再生黃金）變化不大，反映全球供應穩定；以按月層面分析，整體接近沒有變化（0.07%），只是當中再生黃金下跌了0.14%。

總供應和需求層面，除了2018年第四季外，所有時間皆出現盈餘，反映除了五大分類外，民間藏金量逐步上升，由2018年第一季（147.75噸）至2020年第四季（431.27噸），升幅約為2.9倍，顯示在其他層面上的吸納量增長強勁。

	19年	20年	變化(按年%)	18年第1季	18年第2季	18年第3季	18年第4季	19年第1季	19年第2季	19年第3季	19年第4季	20年第1季	20年第2季	20年第3季	20年第4季	最新變化(按季%)
供應																
礦業生產	3,531.82	3,400.84	(3.71)	826.83	870.67	928.50	928.19	829.28	863.66	915.72	923.15	819.57	773.25	911.72	896.31	(0.02)
淨生產者對沖	6.18	(65.10)	-	37.52	(37.68)	(24.10)	11.78	(7.01)	50.91	(4.06)	(33.66)	34.70	(37.20)	(22.89)	(39.72)	0.74
再生黃金	1,281.90	1,297.38	1.21	269.45	283.68	313.12	280.85	284.83	307.99	355.08	334.00	298.91	288.69	381.17	328.62	(0.14)
總供應	4,819.90	4,633.13	(3.87)	1,133.81	1,116.67	1,217.52	1,220.82	1,107.10	1,222.56	1,266.74	1,223.50	1,153.18	1,024.74	1,270.01	1,185.21	(0.07)
需求																
製造業：珠寶 ¹	2,136.67	1,327.30	(37.88)	529.72	533.47	589.68	631.77	537.95	554.95	479.89	563.87	331.92	197.23	311.72	486.44	0.56
製造業：技術	325.96	301.94	(7.37)	81.80	83.30	85.38	84.31	79.91	80.70	82.01	83.35	72.96	67.83	77.17	83.97	0.09
金條和金幣總需求	870.92	896.12	2.89	261.21	247.95	297.36	283.74	257.33	219.05	149.28	245.27	250.32	154.21	222.89	268.70	0.21
ETF和相關產品 ²	398.27	877.12	120.23	28.54	30.41	(100.21)	111.37	40.51	75.30	258.98	23.48	299.13	435.79	272.17	(129.97)	(1.48)
央行和其他機構 ³	668.49	272.89	(59.18)	84.79	152.77	253.02	166.00	154.00	231.92	141.87	140.70	120.13	114.48	(6.51)	44.80	(7.88)
黃金需求	4,400.32	3,675.36	(16.48)	986.06	1,047.90	1,125.24	1,277.20	1,069.69	1,161.92	1,112.04	1,056.67	1,074.46	969.53	877.44	753.93	(0.14)
盈餘/赤字	419.58	957.76	128.27	147.75	68.77	92.28	(56.38)	37.41	60.64	154.70	166.83	78.72	55.21	392.56	431.27	0.10
總需求	4,819.90	4,633.13	(3.87)	1,133.81	1,116.67	1,217.52	1,220.82	1,107.10	1,222.56	1,266.74	1,223.50	1,153.18	1,024.74	1,270.01	1,185.21	(0.07)

¹ 有關珠寶製造的說明，請參見下載的註釋和定義，<https://www.gold.org/goldhub/data/gold-supply-and-demand-statistics>

² 有關交易所交易基金和類似產品的清單，請參閱下載的註釋和定義，<https://www.gold.org/goldhub/data/gold-supply-and-demand-statistics>

³ 不包括任何央行的風險對沖期權

⁴ 有關盈餘/赤字的說明，請參見下載的註釋和定義，<https://www.gold.org/goldhub/data/gold-supply-and-demand-statistics>

資料來源：Metals Focus、Refinitiv GFMS、ICE Benchmark Administration、世界黃金協會，數據截至2021年3月31日

另類投資

中期：美國通脹溫和將有利金價走勢

經濟上有所謂「滯脹」(Stagflation)，意指經濟停滯或失去動力，但失業和通脹同時上升，令國民對本幣失去信心下增持黃金；更甚是「惡性通脹」(Hyperinflation)，意指通脹與經濟嚴重失衡，物價在惡性循環中自我膨脹(一般定義為每月增長50%或以上)，源於當地貨幣供應異常地增加或本幣兌外幣(如美元)大幅的貶值，常與戰爭、經濟蕭條及政治或社會動盪等有關。

今天市場炒作美國因大規模的財政政策和疫情打擊經濟增長，有可能出現「滯脹」甚至「惡性通脹」，這預期實在有點言過其實，環球經濟復甦是有跡可尋(請參閱本刊「宏觀策略」章節)，但數據上通脹的升溫實在是為金價帶來正面的作用。

參考過去20年，美國通脹盈虧平衡(即市場推測而非官方公佈的通脹預期)一五和十年的數據與金價的相關性比較，發現大部份時間處於正值，即通脹上升時，不論中或長期，都有利金價表現；但在環球大型事故發生時，如2008年金融海嘯、2019年中美貿易磨擦和2020年疫情大流行，當時在高度悲觀的情緒下通脹預期急挫，但黃金卻急升，兩者的相關性便出現明顯的負值(上年中錄得超過負80水平)。

因此，如未來預期美國通脹將溫和而非失控地上升，將有利金價中線的走勢。

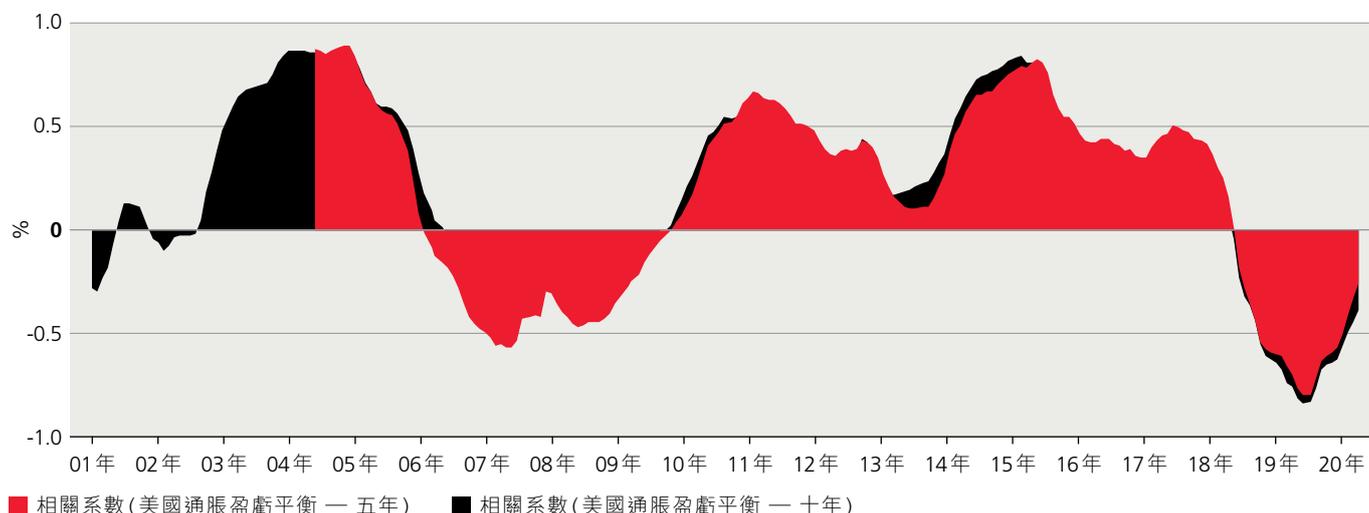


美國通脹盈虧平衡 — 五年和十年與黃金



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

相關系數 — 美國通脹盈虧平衡(五年/十年)與黃金



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

中期：國債收益率上升將不利金價走勢

傳統上黃金視作避險的工具，而國債亦有類似的功能，尤其美國國債在各國的儲備或金融市場上都被視作「無風險」資產，但大部份債券帶有收益率(Yield)，即除債價的變化外，還有票息(Coupon)的現金流收入。因此，分析上國債收益率被視作持有黃金的機會成本(Opportunity Cost)。

參考過去十年，美國十年期國債收益率與金價走勢出現明顯的反向，這點不難明白。但在歐債危機時，歐央行實行負利率政策，令市場上大量湧現一些負收益率的債券，即持有者須要給予發行人利息，逆轉了債券傳統的概念，同時亦吸引了資金轉投黃金市場(因亦逆轉了機會成本的概念)，不用付息的黃金受到資金青睞。

參考過去10年彭博巴克萊累計負收益率債券指數與黃金的走勢，自2014年開始，即歐債危險嚴峻的時候，金價受到支持，當負收益率的債券發行量愈高，金價表現愈好。到了今天，疫情過後市場預期通脹上升，歐洲亦不例外。參考主要國債的十年債息，年初至今皆出現不同程度的上升(請參閱本刊「債券」章節)，當中法國收益率曾出現正0.025%，而「歐豬五國」中，意大利、西班牙和葡萄牙分別最高為0.797%、0.471%和0.359%，甚至希臘的收益率曾高見1.118%。

如未來歐洲疫情開始緩和，經濟重啟後跟隨美國炒作通脹回歸，參考美國的例子，歐債收益率有可能重回「正」軌，並將對負收益率的債價和發行人造成壓力，而機會成本的正值將間接打擊金價走勢，但相信這將是明年或以後的事。

美國十年期國債收益率與黃金



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

負收益率債券指數與黃金



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

另類投資

中期：黃金ETF需求下降將不利金價走勢

上文提及投資市場對黃金ETF的需求按年(2019至2020年)急升，主要是環球投資風險上升，資產配置中作保守的選擇。參考ETF Database提供的數據(截至3月31日)，顯示在環球商品ETF類別中，已上市的黃金ETF共有17隻，其總資產值是商品類別中最大(約920億美元)，比第二位的白銀ETF(約153億美元)高出約五倍，而且佔有紀錄的ETF總資產約72%，反映黃金ETF在全球ETF市場中舉足輕重。

在2021年第一季，在全球疫情改善下，提險情緒回歸並支持各地股市上升，資金明顯由黃金ETF流出。參考近三個月數據，資金總流出量約87億美元，排名最後；比流出量第二大項目—原油ETF高出4.2倍，更比第一位總流入項目—「廣泛的分散投資」類別相差約113億美元。近三個月整體平均回報方面，下跌了約9.21%，排名最後，遠遠落後於首名—錫ETF(升34.24%)。



商品	排名	總資產值(AUM, 美元)	ETF總數
黃金	1	\$92,036,328,700	17
銀	2	\$15,283,862,600	5
廣泛的分散投資	3	\$10,215,693,000	22
原油	4	\$4,842,240,700	7
鉑	5	\$1,561,420,390	3
廣泛的農產品	6	\$1,000,311,130	5
廣泛的貴金屬	7	\$881,339,770	2
鈀	8	\$404,828,000	1
天然氣	9	\$359,834,080	5
布蘭特原油	10	\$331,140,000	1
廣泛的工業類金屬	11	\$306,947,240	3
銅	12	\$250,734,300	2
玉米	13	\$164,738,000	1
廣泛的能源	14	\$113,950,950	3
碳配額	15	\$111,162,200	2
汽油	16	\$110,079,000	1
黃豆	17	\$90,922,100	1
咖啡豆	18	\$87,206,300	1
小麥	19	\$80,715,300	1
糖	20	\$36,497,400	2
穀物	21	\$25,912,320	2
廣泛的牲畜	22	\$24,609,200	1
鎳	23	\$21,564,900	1
可可	24	\$15,550,200	1
棉花	25	\$13,687,400	1
錫	26	\$6,677,190	1
鋁	27	\$5,266,570	1
廣泛的農作物	28	\$4,190,230	1
生物燃料	29	\$640,000	1
鉛	30	\$637,851	1

商品	排名	三個月資金流(美元)	ETF總數
廣泛的分散投資	1	\$2,590,840,642.04	22
銀	2	\$674,271,019.15	5
廣泛的農產品	3	\$152,357,247.23	5
銅	4	\$147,232,874.83	2
廣泛的工業類金屬	5	\$104,828,850.58	3
廣泛的貴金屬	6	\$91,353,250.00	2
碳配額	7	\$79,224,291.61	2
鉑	8	\$60,629,542.15	3
廣泛的能源	9	\$33,969,496.86	3
咖啡豆	10	\$16,132,999.99	1
小麥	11	\$11,227,000.00	1
鎳	12	\$8,928,528.61	1
玉米	13	\$8,609,750.00	1
汽油	14	\$6,280,700.00	1
鈀	15	\$4,202,450.00	1
棉花	16	\$3,838,623.38	1
糖	17	\$2,486,058.30	2
穀物	18	\$1,749,927.86	2
錫	19	\$1,206,910.77	1
鋁	20	\$611,758.12	1
可可	21	\$212,120.08	1
生物燃料	22	\$155,500.00	1
鉛	23	\$0.00	1
廣泛的農作物	24	-\$84,657.82	1
廣泛的牲畜	25	-\$4,359,872.19	1
黃豆	26	-\$6,883,500.00	1
布蘭特原油	27	-\$93,375,650.00	1
天然氣	28	-\$277,805,291.04	5
原油	29	-\$1,668,384,379.80	7
黃金	30	-\$8,740,304,488.55	17

商品	排名	三個月平均回報 (%)	ETF 總數
錫	1	34.24	1
原油	2	33.49	7
汽油	3	32.46	1
布蘭特原油	4	26.63	1
廣泛的能源	5	25.95	3
生物燃料	6	25.28	1
碳配額	7	18.76	2
銅	8	13.81	2
廣泛的分散投資	9	13.41	22
鉑	10	12.73	3
鋁	11	11.44	1
玉米	12	11.30	1
廣泛的牲畜	13	10.52	1
黃豆	14	9.14	1
鈮	15	8.89	1
廣泛的工業類金屬	16	8.07	3
穀物	17	6.55	2
天然氣	18	4.83	5
廣泛的農產品	19	4.79	5
糖	20	1.17	2
棉花	21	-1.85	1
鉛	22	-2.37	1
鎳	23	-3.00	1
廣泛的農作物	24	-3.11	1
可可	25	-3.81	1
小麥	26	-4.36	1
廣泛的貴金屬	27	-4.90	2
咖啡豆	28	-5.72	1
銀	29	-6.18	5
黃金	30	-9.21	17

資料來源：ETF Database，數據截至2021年3月31日



另類投資

黃金ETF在2021年首季表現急挫，問題何在？參考世界黃金協會提供的數據，顯示不論在持金量和資金流出，主要由北美上市的ETF帶動。單在今年首兩個月，北美上市ETF的持金量急跌約77.47噸，而資金流出約44.16億美元，明顯比歐洲、亞洲及其他地區嚴重。如參考由2019年至今年2月的月度數據，便發現歐美市場，不論在持金量和資金流出，其實早在上年11月已開始走弱，只是跌幅在今年2月明顯擴大。

如果疫情進一步改善，和各央行有意收緊貨幣政策和推行財政政策，料投資市場對黃金ETF的需求將會下降，持金量跟隨下跌時將打擊金價中線走勢；當然，以上投資取向將受疫情、政策執行及其傳導能力，甚至地緣關係緊張所影響。



黃金ETF：各主要上市地區之持金量(噸)

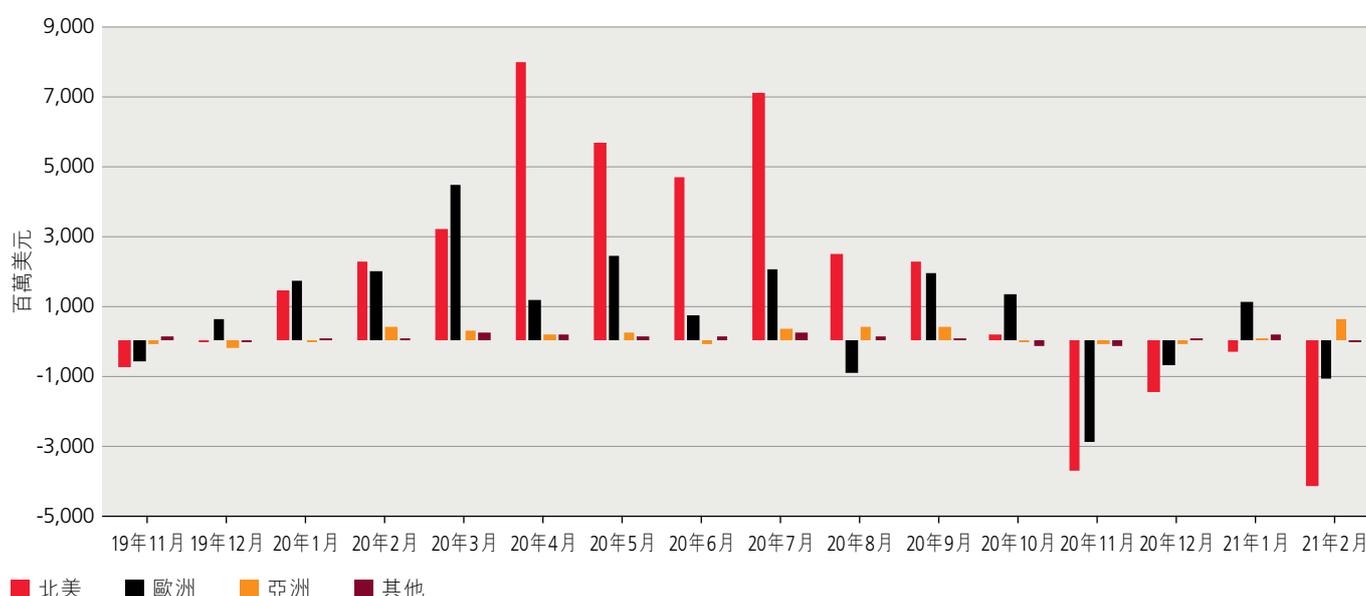
地區	已上市ETF數量	持有量	持金量變化2月份	持金量變化第一季
北美	17	1,925.69	(71.20)	(77.47)
歐洲	32	1,565.76	(23.84)	(6.38)
亞洲	28	125.73	10.60	10.57
其他	7	63.43	(0.30)	2.39
總值	84	3,680.60	(84.75)	(70.89)

黃金ETF：各主要上市地區之資金流(百萬美元)

地區	已上市ETF數量	資產值	資產值變化2月份	資產值變化第一季
北美	17	107,903.76	(4,115.10)	(4,416.71)
歐洲	32	87,735.58	(1,068.56)	37.92
亞洲	28	7,308.02	596.33	616.44
其他	7	3,554.09	(27.00)	154.82
總值	84	206,501.44	(4,614.33)	(3,607.53)

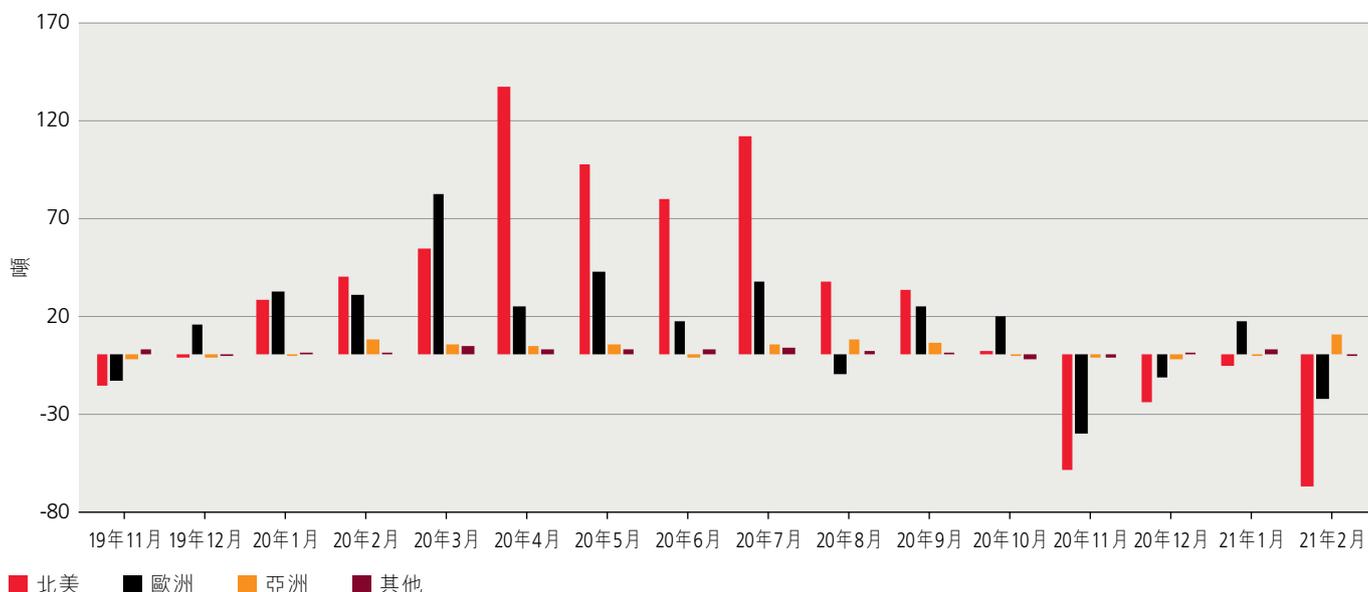
資料來源：世界黃金協會，數據截至2021年3月31日

黃金ETF：各主要上市地區之資金流(百萬美元) — 月度



資料來源：世界黃金協會，數據截至2021年3月30日

黃金ETF：各主要上市地區之持有量(噸) — 月度



資料來源：世界黃金協會，數據截至2021年3月30日

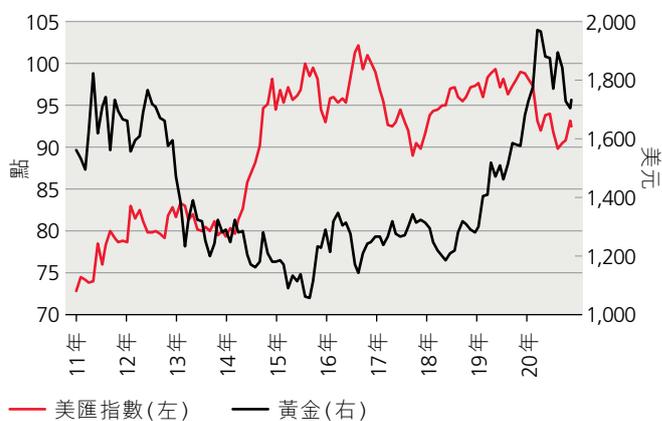
短期：美元上升將不利金價走勢

第二次世界大戰後，在1944年7月，44個國家簽訂了《布列敦森林體系》(Bretton Woods System)，當中包括由國際貨幣基金組織(IMF)和世界銀行(World Bank)提供黃金與美元之間的固定匯率，回應因世界黃金產量不足夠支持國際金融體系中不斷增長的貨幣流量性需求。雖然多年後這系統已停止運作，但美元和黃金自此便如「雙生兒」般彼此牽引下存在。

相信不難理解美元與黃金的逆向關係，未來因美元受惠與其他國債收益率的息差而走高(尤其與歐洲)，對金價短期內的走勢不利，同時新興市場的貨幣亦會受壓。參考過去十年MSCI新興市場貨幣指數與金價的走勢，發現兩者走勢十分接近。因此，如果新興市場貨幣走強，即美元趨弱時，暗示金價亦將受惠。

不過，當中亦有例外，注意在2018年起，拉丁美洲貨幣走勢忽然與金價背道而馳，當中涉及個別國家的利率風險和疫情遲遲未能改善有關(請參閱本刊「債券」章節)，但未必與金價走勢有關；當然，如果該地區出現任何違約事件，避險情緒上升時反而對金價有利。

美匯指數與黃金



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日



另類投資

MSCI新興市場貨幣指數與黃金



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

JP摩根拉丁美洲貨幣指數與黃金



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

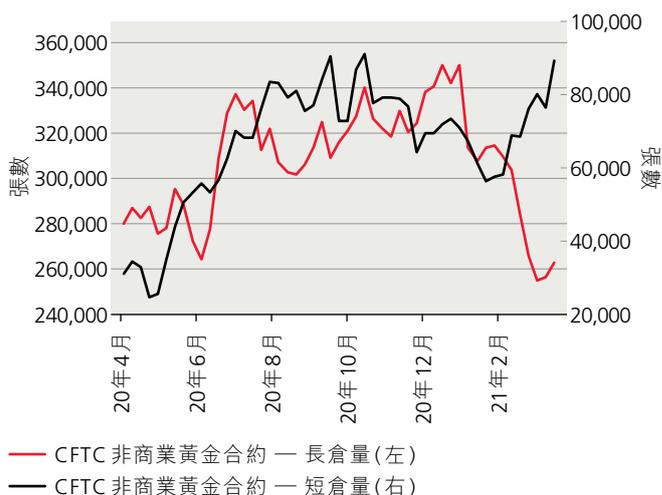
短期：衍生工具市場暗示金價走弱

更短線的預測，可參考期貨市場的數據。美國商品期貨交易委員會(Commodity Futures Trading Commission, CFTC)提供的非商業用途之黃金合約，發現由疫情爆發開始，長倉和短倉的合約量同步上升，其中金價走勢與其合約差額數量有關(而非個別長/短倉數量)：看好的持長倉，反之亦然。直到今年2月，長短倉忽然明顯反向，即長倉急跌同時短倉急升，反映投資者偏向看淡短期內金價走勢，金價本在2020年中起走弱，至今年2月起進一步下跌。雖然長短倉位不能直接準確推算金價之合理水平，但其走勢亦可作為金價短期走勢的參考。

期權方面，可參考黃金三個月隱含波動率(Implied Volatility, IV)的走勢去預測金價：即波動率愈高，未來風險便愈高。2011年間，金價曾高見1,900美元水平，當時的IV升至約32水平。之後金價跟隨IV下跌。直到2018年中環球經貿受中美磨擦和其後疫情爆發，IV再次急升至32水平，金價更突破2,000美元。在各央行努力和防疫見效後，上年中起IV逐步下跌至今年3月底約14.5水平，並回歸至10年前水平，參考當時(2011年)金價只有約1,500美元。雖然IV不能直接準確推算金價之合理水平，但其走勢亦可作為金價短期走勢的參考。

短期資金炒作風險較高，期貨市場波動較大，請注意風險管理。

美國商品期貨交易委員會(CFTC)黃金合約量 — 非商業用途



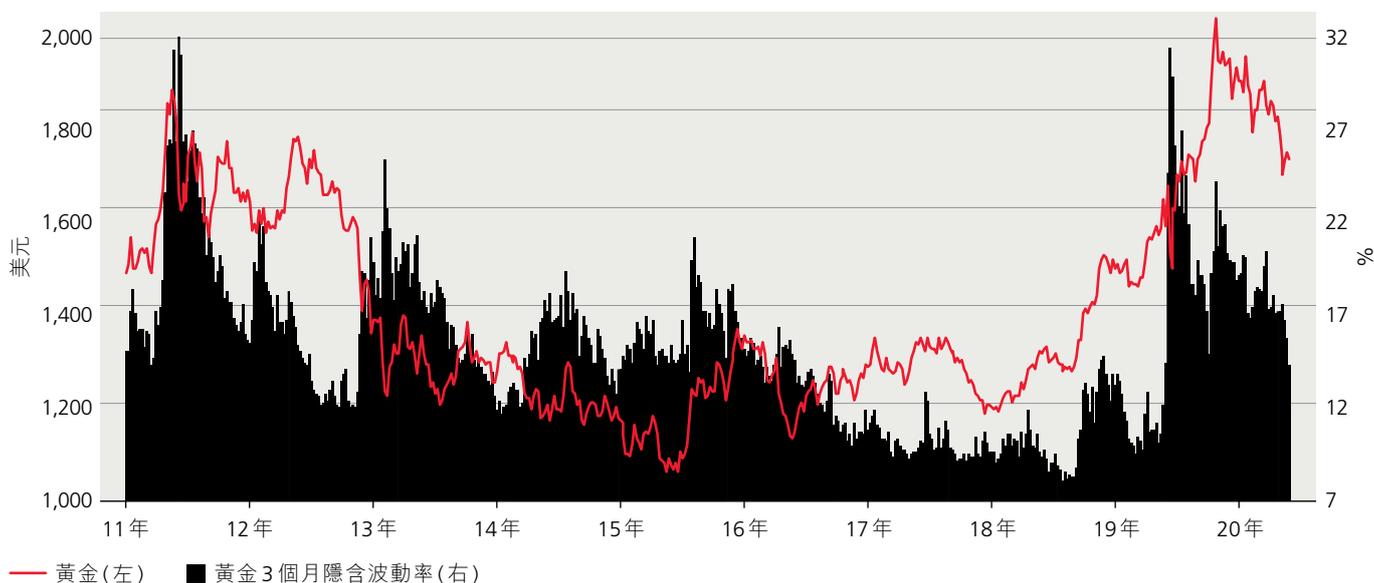
資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

美國商品期貨交易委員會(CFTC)黃金合約量差額與黃金



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

黃金三個月隱含波動率與黃金



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

黃金對沖股票和債券風險功能表現各異

在傳統的資產配置上，持有黃金可對沖其他資產，例如股票和債券的風險，在全球性災難時尤其重要。可是，在金融海嘯之後，大量流動性充斥市場，傳統風險的特性開始出現變化，亦影響了黃金的對沖風險功能。究竟黃金的功能是否如傳統智慧般運作？對股票和債券的對沖功能是否相若？

股票方面，參考MSCI世界股指與金價的走勢，由1970年12月31日至2020年3月31日，共約50年的月度數據，從中找出跌幅超過20%（技術性熊市）的時段，再與當時金價走勢比對，並將兩者的相關系數作分析。



MSCI世界股指的「技術性熊市」與金價表現

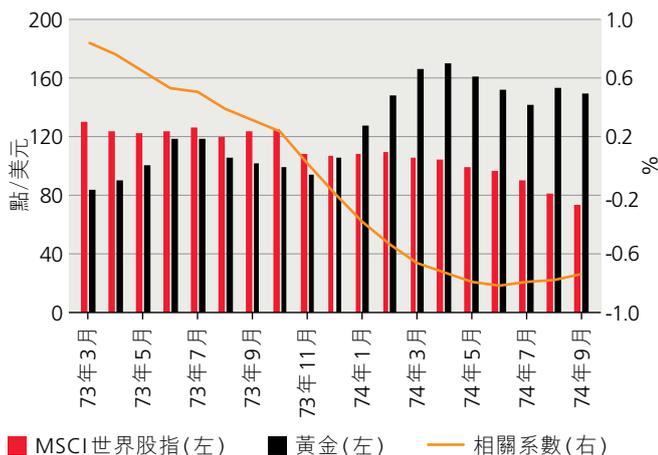
時段	股指 (%)	金價 (%)	相關系數 平均值
1973年3月30日至 1974年9月30日	-43.38	+79.89	-0.11
1987年8月31日至 1987年11月30日	-20.81	+8.62	+0.88
2000年3月31日至 2002年9月30日	-48.45	+15.93	+0.02
2007年10月31日至 2009年2月27日	-55.37	+18.26	-0.02
2011年4月29日至 2011年9月30日	-20.49	+3.84	+0.70
2019年12月31日至 2020年3月31日	-21.44	+3.95	+0.52
平均	-34.99	+21.75	+0.33

另類投資

結果發現過去六次「技術性熊市」，平均跌幅為約負35%，金價卻上升了約22%，雖然百分比並非相等，但亦反映其對沖的功能；但如平均各時段的相關系數的平均值，結果為正0.33，反映統計數字與實際結果背道而馳，當中其實與相關系數在各時段的走勢有關。

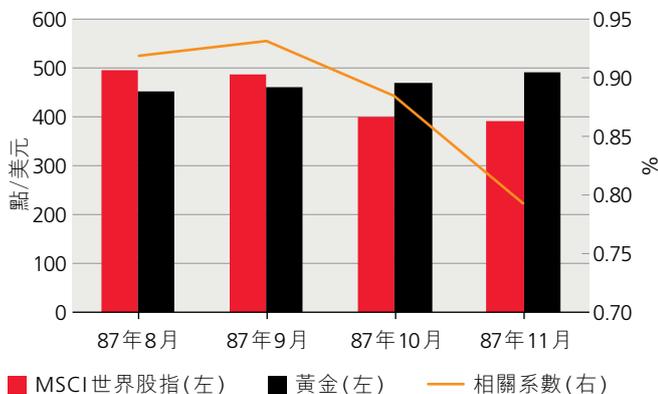
如抽出各時段的相關系數走勢分析，便發現有一個共通點，就是在時段的初段時該數字普遍偏高，到了中段才逐步下降（不論是加速或減速型）；另外，各時段的第一個相關系數皆高過最終的數值，反映股票與金價的逆向關係不斷上升，即其對沖功能正不斷增強，有利在各時段結束時，作出對沖的結果。因此，以黃金作對沖股價風險時，須要持之以恆，即當調整出現後金價需時才能發揮功能。

MSCI世界股指與黃金 — 1973年



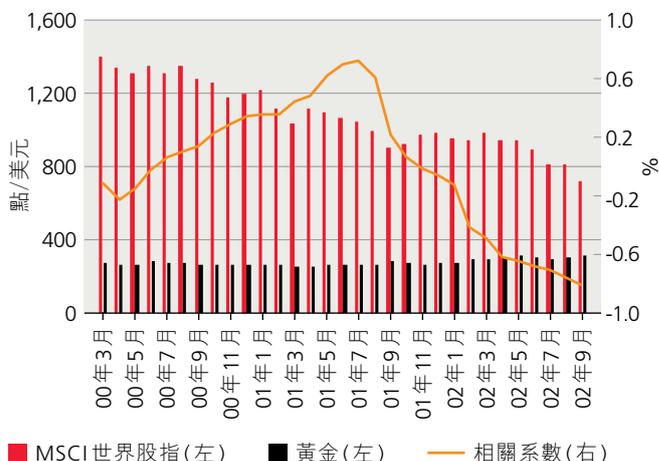
資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

MSCI世界股指與黃金 — 1987年



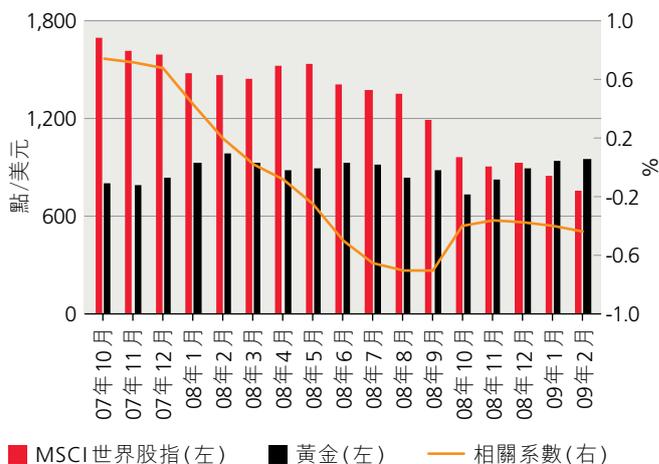
資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

MSCI世界股指與黃金 — 2000年



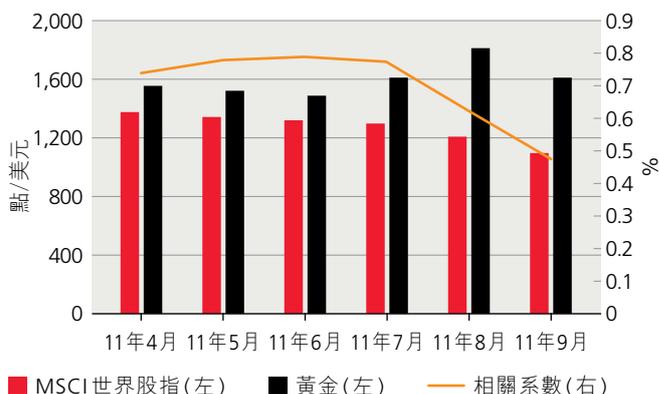
資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

MSCI世界股指與黃金 — 2007年



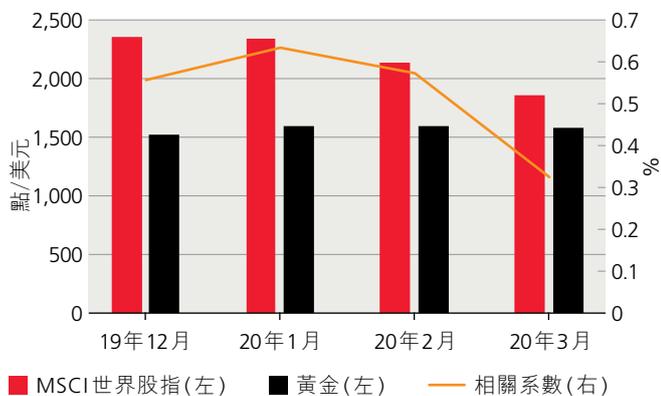
資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

MSCI世界股指與黃金 — 2011年



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

MSCI世界股指與黃金 — 2019年

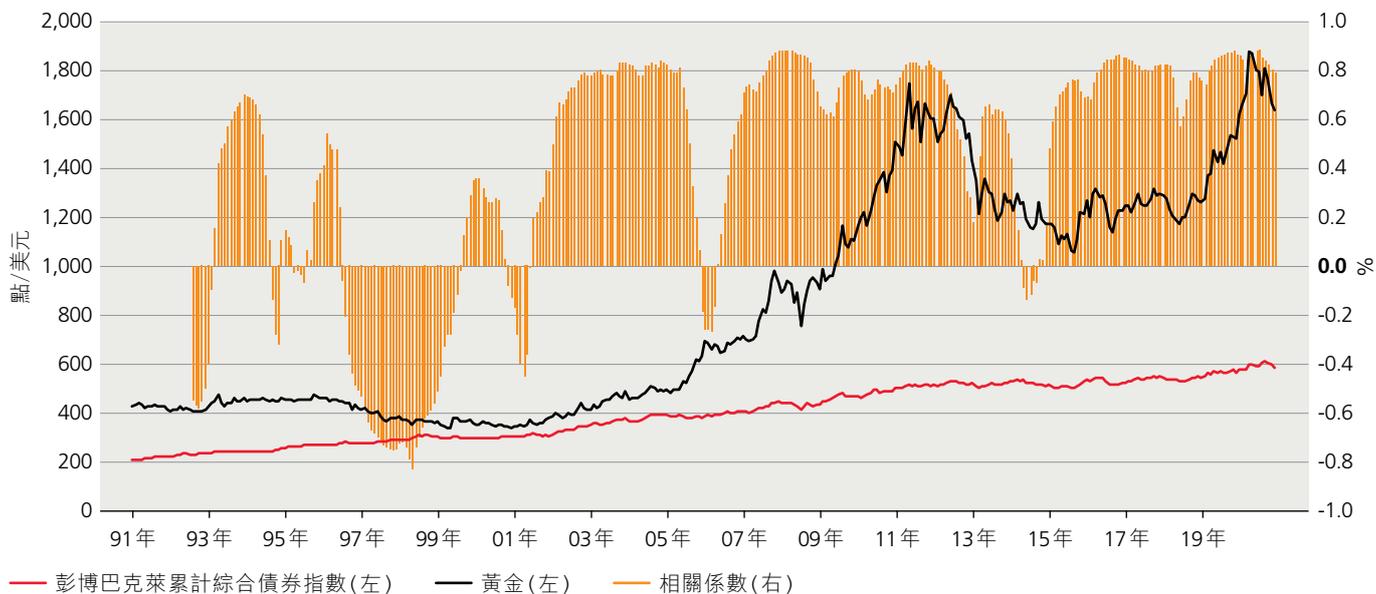


資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

債券方面，透過彭博巴克萊累計綜合債券指數作代表，參考由1991年4月30日至2021年3月31日的月度數據，發現兩者的相關係數出現正值的百分比高達79%，尤其在2000年後的情況更甚；如希望透過持有黃金在債券組合中作對沖，歷史數據反映出結果好可能是徒然的。



相關係數 — 彭博巴克萊累計綜合債券指數與黃金



資料來源：彭博，數據截至2021年3月30日

中國經濟發展藍圖 — 「十四五」規劃和「2035年遠景目標」

東亞銀行財富管理部首席投資策略師 | 李振豪
東亞中國財富管理處



東亞銀行財富管理部首席投資策略師 **李振豪**
東亞中國財富管理處

中國經濟發展藍圖 — 「十四五」規劃和「2035年遠景目標」

今年「兩會」成為全球投資者的焦點，不單是中國作為世界第二大經濟體闡述疫情後的復甦工作目標，亦規劃出未來十年的經濟發展藍圖，即「2035年遠景目標」，當中提出了多項足以影響未來經濟發展的方向和相關行業的影響。在疫情變化不定的今天，這無疑是對中國投資市場帶來了一個新氣象，亦為各投資者在中長線部署上帶來啟示。以下內容是由東亞中國財富管理處研究團隊發表，在此節錄與大家分享。

政府工作報告總覽及比較

2021年3月11日，十三屆全國人大第四次會議在北京閉幕，審批了政府工作報告、「十四五」規劃和「2035年遠景目標」綱要、全國人大常委會工作報告等。國務院總理李克強亦就宏觀經濟政策、民生就業、中國經濟、科技創新等詳細闡述。

2018至2021年中國政府工作報告主要指標

主題	指標	2021年	2020年	2019年	2018年
經濟增長	國內生產總值(GDP) (%)	6+	-	6.0 - 6.5	6.5
通脹	消費者物價指數(CPI) (%)	3	3.5	3	3
就業	城鎮新增就業(萬人)	1,100+	900+	1,100+	1,100+
	城鎮調查失業率(%)	5.5	5.5	5.5	5.5
	城鎮登記失業率(%)	-	4.5	4.5	4.5
政策總基調	財政政策	積極，提質增效，更可持續	積極，更加積極有為	積極，加力增效	積極，聚力增效
	貨幣政策	穩健，靈活精準，合理適度	穩健，更加靈活適度	穩健，鬆緊適度	穩健中性，鬆緊適度；管好貨幣供給總閘門
貨幣工具及目標	M2	與名義GDP基本匹配	增速明顯高於去年	與名義GDP基本匹配	合理增長
	信貸以及社融	與名義GDP基本匹配	增速明顯高於去年	與名義GDP基本匹配	合理增長
	流動性	合理充裕	-	合理充裕	合理穩定
財政工具及目標	赤字率(%)	3.2	3.6+	2.8	2.6
	中央財政赤字(億元)	-	37,600	18,300	15,500
	地方財政赤字(億元)	-	37,600	9,300	8,300
	地方專項債(億元)	36,500	37,500	21,500	13,500
	特別國債(億元)	-	10,000	-	-
	財政支出(萬億元)	比去年增加	-	23+	21+
	企業以及個人減稅(億元)	-	25,000	20,000	8,000
減輕非稅負擔(億元)	-	25,000	20,000	3,000	
基建	中央預算內投資安排(億元)	6,100	6,000	5,776	5,376

資料來源：中國政府官方網站(www.gov.cn)，數據截至2021年3月28日

專輯

「十四五」規劃和「2035年遠景目標」綱要之總覽及比較

「十四五」開局之年施政要點，主要概括這兩方面：

- 保持宏觀調控政策連續性：開啟全面深化改革、淡化增速要求、強化增質導向發展；財政須「一減一增」，貨幣須「穩中有降」
- 以民為主，惠民生：堅持就業優先政策；財政預算繼續大力向民生領域傾斜

「十四五」規劃未設置經濟增長目標，以高質量發展為主。硬科技、高端製造仍是未來投資主旋律，擴大消費仍是政策重心，碳達峰、碳中和將帶來能源結構調整的新機會。

- 製造強國：戰略性新興產業增加值佔GDP比重超過17%，取消了服務業比重規劃，保持製造業比重基本穩定
- 強化國家戰略科技力量：攻堅重大創新領域，攻關前沿領域和關鍵核心技術，加強基礎研究，激勵企業加大研發投入，暢通金融支持



- 「雙循環」新格局：形成以國內大循環為主體，國內國際雙循環相互促進的新發展格局，以系統思維全面構建雙循環新格局
- 綠色發展：重點圍繞「2030 碳達峰、2060 碳中和」的目標展開
- 深化金融改革：深化金融供給側改革，全面實行股票發行註冊制，建立常態化退市機制，提高上市公司質量

「十四五」與「十三五」時期經濟社會發展主要目標

主要指標體系對比		「十三五」目標	「十四五」目標
經濟發展	GDP (萬億元)	92.7	不適用
	GDP 增長 (%)	>6.5	>6
	全員勞動生產率增長 (%)	>6.6	高過 GDP 增長
	全員勞動生產率 (萬元/人)	>12	不適用
	常住人口城鎮化率 (%)	60	65
	戶籍人口城鎮化率 (%)	45	不適用
創新驅動	全社會研發經費投入增長 (%)	2.5	年均 >7，力爭投入強度高過「十三五」實際數字
	每萬人口高價值發明專利擁有量 (件)	12	12
	數字經濟核心產業增加值佔 GDP 比重 (%)	不適用	10

主要指標體系對比		「十三五」目標	「十四五」目標
民生福祉	居民人均可支配收入增長(%)	>6.5	與GDP增長基本同步
	城鎮調查失業率(%)	不適用	<5.5
	勞動年齡人口平均受教育年限(年)	10.8	11.3
	每千人口擁有執業(助理)醫師數(人)	2.5	3.2
	基本養老保險參保率(%)	90	95
	每千人口擁有3歲以下嬰幼兒托位數(個)	不適用	4.5
	人均預期壽命(歲)	累計提高1	累計提高1
綠色生態	單位GDP能源消費降低(%)	累計降15	累計降13.5
	單位GDP二氧化碳排放降低(%)	累計降18	累計降18
	非化石能源佔一次能源消耗比重(%)	15	非化石能源佔能源消費總量比重提高到20左右
	地級及以上城市空氣質量優良天數比率(%)	>80	87.5
	PM2.5未達標地級及以上城市濃度下降(%)	累計下降18	累計下降10
	地表水達到或好於Ⅲ類水體比率(%)	>70	85
	森林覆蓋率(%)	23.04	24.1
	耕地保有量(億畝)	18.65	18.65
	新增建設用地規模(萬畝)	累計<3,256	累計<2,950
安全保障	糧食綜合生產能力(億噸)	不適用	>6.5
	能源綜合生產能力(億噸標準煤)	不適用	>46

資料來源：中國政府官方網站(www.gov.cn)、英中貿易協會，數據截至2021年3月28日



Image source: Unsplash

專輯

「兩會」後對國內股市的影響和未來受惠板塊

參考自2000年3月第九屆全國人大第三次會議至2020年5月第十三屆全國人大第三次會議的數據，上證指數在「兩會」後的表現普遍向好。受惠政策紅利提振，兩會結束後一個月，上證錄得正回報有16次，佔比為76%，而平均回報約4.74%，主要是當中釋放的積極訊號對股市走勢帶來

正面的催化作用；最高(+22.61%)與最低(-12.16%)的差距較大，不過偏向利好的反應較多；而會後的三個月和六個月，較一個月後的平均表現逐步回落，正與負回報的次數相若，反映消息已逐步被消化；不過，最高與最低的差距更大，反映其風險亦相對較高。

「兩會」後國內股市表現

「兩會」時間			「兩會」後一個月漲跌幅(%)	「兩會」後三個月漲跌幅(%)	「兩會」後六個月漲跌幅(%)
第十三屆	第三次會議	2020/5/21-28	4.67	17.69	19.73
	第二次會議	2019/3/3-15	5.52	-4.79	0.14
	第一次會議	2018/3/3-20	-4.01	-11.07	-16.48
第十二屆	第五次會議	2017/3/3-15	0.13	-3.29	4.15
	第四次會議	2016/3/3-16	7.24	0.97	5.01
	第三次會議	2015/3/3-15	22.61	53.17	-7.65
	第二次會議	2014/3/3-13	5.52	2.53	16.53
	第一次會議	2013/3/3-17	-3.67	-5.11	-2.06
第十一屆	第五次會議	2012/3/3-14	-1.34	-4.76	-13.33
	第四次會議	2011/3/3-14	3.84	-7.96	-15.76
	第三次會議	2010/3/3-14	4.91	-14.72	-10.79
	第二次會議	2009/3/3-13	14.81	28.27	39.77
	第一次會議	2008/3/3-18	-12.16	-29.47	-51.32
第十屆	第五次會議	2007/3/3-16	20.06	42.20	82.78
	第四次會議	2006/3/3-14	5.82	24.31	35.62
	第三次會議	2005/3/3-14	-3.5	-14.24	-6.42
	第二次會議	2004/3/3-14	1.20	-13.14	-25.63
	第一次會議	2003/3/3-18	10.53	6.22	-5.20
第九屆	第五次會議	2002/3/3-15	2.34	-7.96	0.14
	第四次會議	2001/3/3-15	6.07	9.53	-9.92
	第三次會議	2000/3/3-15	9.05	14.60	17.66
平均回報(%)			4.74	3.95	2.71
最高回報(%)			22.61	53.17	82.78
最低回報(%)			-12.16	-29.47	-51.32
正回報(次數)			16	10	10
負回報(次數)			5	11	11

資料來源：彭博，數據截至2021年3月28日



Image source: Unsplash

細閱「十四五」與「2035年遠景目標」內容，大致可概括出以下三大受惠板塊的主軸：

- 國內大循環：堅持擴大內需，促進農村消費和服務型消費，關注農村消費升級和服務型消費，受惠於疫情變化和中長期消費活力釋放等
- 「碳达峰」、「碳中和」等節能減碳：新產業機會如新能源金屬和材料、光伏以及新能源汽車等產業鏈，舊產業機會如「供給側改革2.0」的中上游週期製造板塊，節能減排，如水電鋁、裝配式建築、多式聯運等
- 科技創新：關注「十四五」推動下，受海外禁令、制裁等以國產替代的板塊，如半導體鏈條、通訊設備等

以上章節內觀點及資料為公開資料及由東亞銀行(中國)有限公司(「東亞中國」)授權提供，並不構成任何正式的投資意見或建議，僅供參考。以上章節所載資料根據東亞中國認為可靠並以「現況」的基礎上提供。即使東亞中國竭盡所能力求資料準確，東亞中國並不為其內容的準確性、完整性或時間性負上任何責任。東亞中國不對任何依賴在以上章節發表的信息而導致的任何後果承擔任何責任。

東亞中國是東亞銀行有限公司在內地註冊成立的全資附屬銀行。

以上章節所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

免責聲明

免責聲明及重要通知

本文件由東亞銀行有限公司(「東亞銀行」)和東亞聯豐投資管理有限公司(「東亞聯豐投資」)編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據大眾可取得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

有關資料所表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。

東亞銀行會按需要更新已發佈之研究。除了定期發佈的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發佈其他報告，不作另行通知。

東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失(不論屬侵權或合約或其他方面)概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

投資決定是由閣下自行作出的，但閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式(包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介)進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。

本文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

東亞聯豐投資為東亞銀行及德國德聯豐投資(Union Asset Management Holding AG)在2007年成立的合營公司。

東亞銀行(中國)有限公司(「東亞中國」)是東亞銀行在內地註冊成立的全資附屬銀行。



www.hkbea.com