



展望未來：深入剖析亞洲市場

繼2021年中期展望報告後，我們的投資團隊更加深入剖析亞洲市場，就區內的宏觀環境以及未來6個月及往後的機遇提供觀點。

宏觀透視

亞洲的疫苗接種計劃如何影響該區前景？

2021年年初，相比全球其他地區，整體亞洲新興市場似乎對新冠病毒疫情應對得較好。但6個月後，亞洲新興市場在推行疫苗接種方面似乎較為落後，以致推遲區內經濟重啟步伐。從正面角度看，隨著更多亞洲新興國家獲得疫苗供應及認真落實疫苗接種計劃，最近的情況似乎有所改善。中國及印度兩個最大經濟體目前正以前所未有的速度為國民接種疫苗。兩國大多數人口在2021年年底或2022年年初應已接種疫苗。

由於內需佔國內生產總值很大比例，疫苗接種對於東盟尤其重要。舉例而言，越南及菲律賓的國內消費分別佔國內生產總值的68%及73%。該等國家只有在疫苗接種率上升及消費信心增強帶動國內消費回暖的情況下，經濟活動才有望回升。

中國經濟復甦似乎失去動力。投資者應該擔心嗎？

中國服務業的復甦落後於製造業，因為當局在有需要時對特定城市實施防疫措施限制。與此同時，中國

家庭收入升幅遜於許多已發展國家，因為中國決策官員將較多刺激措施用於基建支出及企業減稅，而非直接向家庭轉撥。

話雖如此，中國的採購經理指數數據仍處於擴張區間。投資者在比較中國與已發展市場的採購經理指數指標時需要保持審慎，因為中國經濟在2020年並無顯著收縮，而且在第二季已開始復甦，當時多個已發展經濟體的經濟甚至仍在加速下滑。

股市

中國股市年初至今表現落後於已發展市場及其他亞洲市場。這是否為投資者帶來機遇？

中國股市表現欠佳必須與之前的升幅同時分析。以美元計算，MSCI中國指數在2019年及2020年的回報率為55%，滬深300指數則上升91%。MSCI中國指數的12個月預測市盈率為16倍¹。股市的估值看來合理，預計2021年企業盈利將增長23%，2022年將增長15%。滬深300指數同樣如此，12個月預測市盈率为15.3倍。同時，預計2021年及2022年的企業盈利將分別增長23%及13%。

監管不利因素在2021年拖累中國科技股，個別股票的估值看來越加吸引，尤其對於具長線目光的投資者而言。儘管相關不利因素將來如何發展難以預測，但我們認為科技股應為投資者投資組合的核心，



因為科技創新及自給自足屬於中國政府增長議程的關鍵支柱，當局亦加大對國內科技研發的支持力道。同時，隨著中國成為全球最大電動車市場，我們亦看到國內電動車供應鏈企業的重大創新成果。

在中國市場內，我們亦看好**中國的物業管理**及物流公司，因為相關服務需求不斷增長。相比房地產開發商，物業管理屬於輕資產業務，可賺取穩定經常性收入。同時，隨著中國電子商貿市場不斷增長，倉儲物流越加重要。最近9隻新中國基建房地產投資信託(C-REIT)成功上市亦為投資者帶來有價值的機遇，同時讓房地產公司獲得更具成本效益的資本。

東盟市場年初至今表現欠佳，前景如何？

經濟重啟推遲、疫情處理不善及疫苗接種率偏低，均拖累大多數東盟市場。鑑於大宗商品出口國應受惠於商品價格上漲，投資者可能已經預期相關市場將會反彈。如早前所述，東盟各國需要加快疫苗接種步伐以推動國內消費，繼而增加經濟活動及企業盈利。從市盈率角度來看，由於企業盈利疲弱，東盟市場的估值似乎偏高。然而，如果企業盈利正常化，估值看來將很吸引。從市賬率角度來看，菲律賓市場的市賬率較其10年平均低超過一個標準差。印尼及馬來西亞市場的市賬率亦低於其10年平均，而新加坡及泰國市場的市賬率則與歷史平均值一致（圖1）。若政治環境穩定，消費支出的潛在反彈及吸引估值將利好東盟市場的長線吸引力。

儘管市場焦點集中於印度的疫情發展，但年初至今該國股市一直相當穩健。為何會出現這種情況？未來市場的主要動力何在？

儘管疫情惡化，但印度股市的企業盈利與大市一致。在2021財政年度第四季，38%MSCI印度公司的盈利勝預期，另外38%則符合預期，主要因為印度股市包含各式各樣規模不同的行業，收入來自印度境內或海外。隨著疫苗接種推展，目前4.1%² 印度人口已完全接種疫苗，12%人口則至少接種一劑疫苗。莫迪(Modi)政府最近決定，18歲及以上的印度國民均合資格免費接種疫苗，預計疫苗的接種進度有望加快。隨著疫苗接種率上升，經濟活動及企業盈利將得到進一步支持。

日本股市相比環球其他市場繼續存在折讓。這是買入良機或價值陷阱？

日本股市表現正面，但年初至今普遍落後於環球其他市場。國內市場近期的波動可能反映在原定7月揭幕的奧運會前夕，市場憂慮日本第四波疫情的衝擊。投資者普遍認為，日本人口老化，並面對低增長、低通脹及低利率的環境。然而，我們認為該觀點忽略支撐日本企業基本健康因素改善的長期結構性轉變。過去十年，企業重組循序漸進，造就良好的資產負債表健康狀況，從而使日本更有能力抵禦重大外來衝擊，有助日本企業在疫情肆虐下保持令人驚喜的穩健性。宏觀方面，國內經濟普遍展現令人驚喜的韌性。舉例而言，儘管出現短期波動，但工業生產卻呈改善趨勢。與此同時，就業市場仍然緊張，失業率相對溫和，僅為2.8%。

儘管我們看到市場近期出現輪動，但增長股與價值股之間的估值差異仍然很大。對於我們這些有耐心及根據基本因素選股的投資者而言，此乃有利環境。除了耐心等待外，我們認為這種建基於估值的嚴謹流程不僅在目前環境下有望實現超額回報，亦是使我們的策略經得起時間及週期考驗的關鍵。

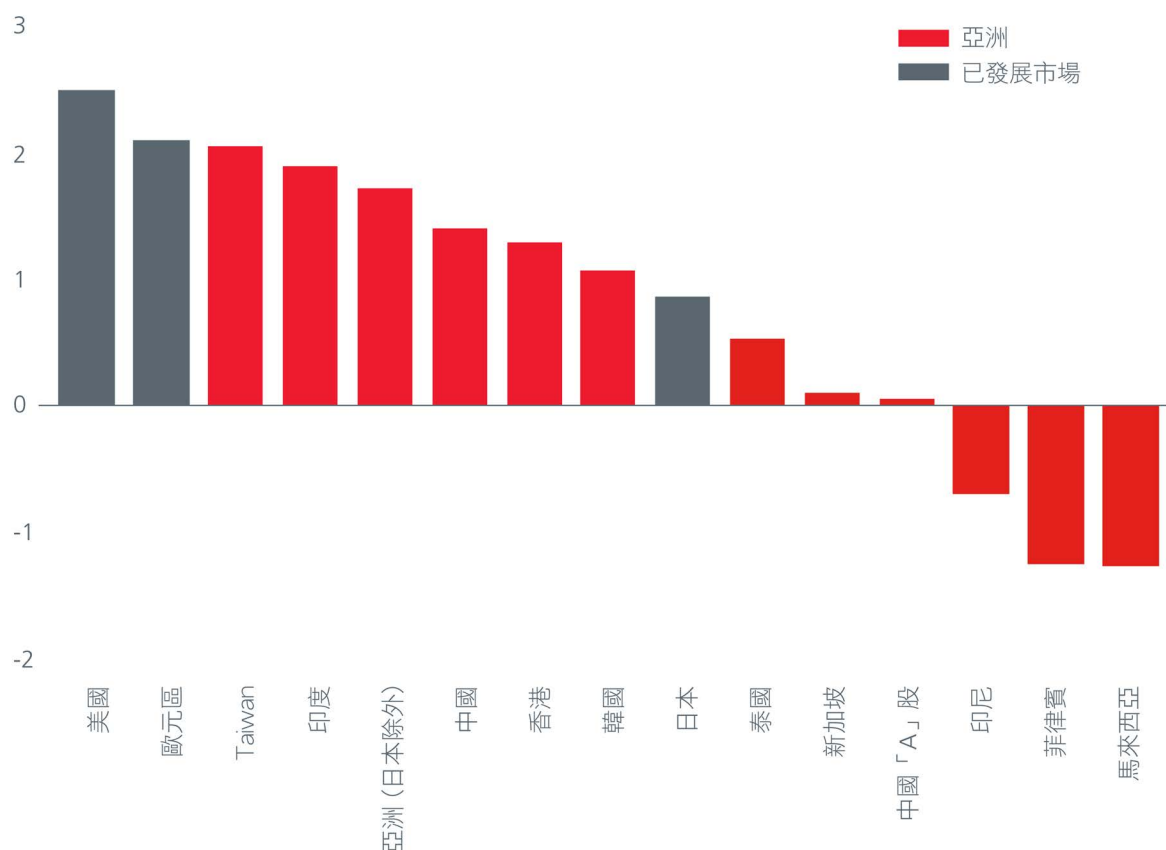
債市

全球各國政府已經承擔大量債務，為其刺激計劃提供資金。我們應否擔心亞洲政府及企業債務水平上升的情況？

相比已發展市場，亞洲各國政府的財政刺激計劃較為溫和，承擔的債務亦較少。中國正是很好的例子。事實上，其監控房地產市場槓桿水平的「三條紅線」政策似乎屬於逆週期措施，中國的影子融資市場已經萎縮。中國政府預計應會繼續致力去槓桿。儘管可能對市場造成波動，但中國金融體系出現不穩的機會不大。

2021年，亞洲的違約率預計僅略高於歷史平均水平，引證了亞洲的槓桿紀律（圖2）。儘管市場消息充滿不利消息，但2021年中國債券市場的違約率與2020年相若。話雖如此，我們留意到年初至今中國的7宗債券違約事件中，包括相關行業具有重要市佔率的大型公司。這值得投資者關注。我們還留意到，**亞洲高收益**領域方面，公司與投資者保持定期穩定的溝通越加

圖1：市賬率—Z評分



資料來源：Refinitiv Datastream及MSCI（中國「A」股除外），2021年6月17日。Z評分根據12年滾動市賬率計算

重要，這可避免成為炒作新聞及謠言的目標，以免因而損及其債券價格。

隨著投資者關注聯儲局何時開始減少買債規模，亞洲債券市場是否面臨出現另一場縮表恐慌的風險？

我們預計未來出現縮表恐慌的風險較低。首先，相比2013年，聯儲局任何政策正常化的訊息有望傳達得更好，而政策正常化的步伐亦將更為循序漸進。同時，踏入2021年後，大多數債券基金的現金水平均有所提高，似乎已作好更充分的準備。這顯示機構投資者可能把握任何縮表觸發的拋售潮，藉此增加債券持倉，從而緩和債市的下跌幅度。

亞洲高收益債券及亞洲企業債券的存續期分別約為3年及5年，遠低於美國同類債券，這減低了債券收益率上升對亞洲債券的影響。從亞洲高收益債券在

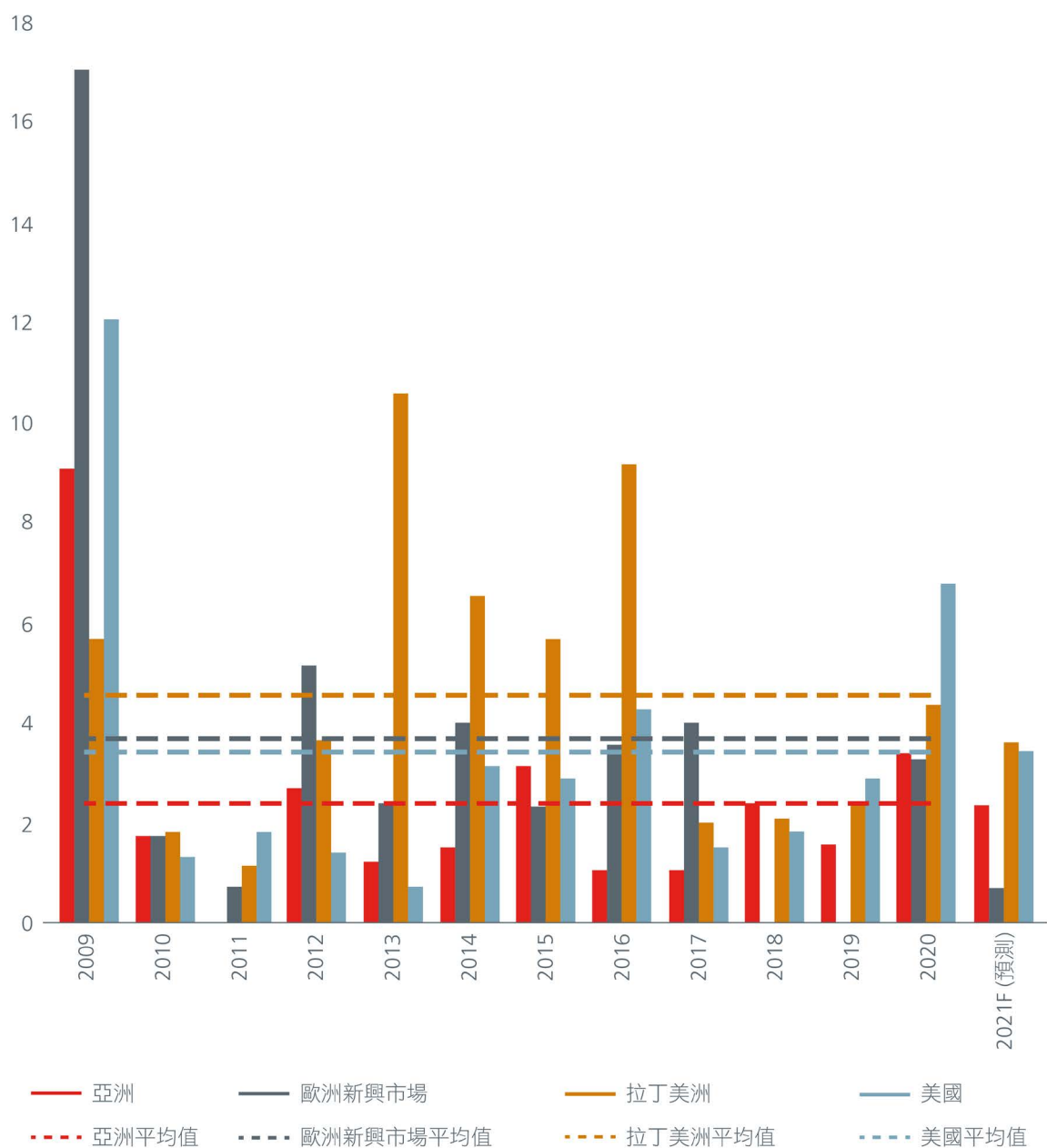
2021年第一季仍能產生正回報可見，亞洲債券帶來更高的派息收入，亦為投資者帶來更大緩衝，以抵禦收益率上升。鑑於投資者需求強勁但供應有限，在美國收益率上升下，亞洲可持續債券亦有望更趨穩健。

中國政府債券市場正逐步獲納入環球債券指數，2021年錄得大量資金流入。投資者為何應考慮中國債券？

中國政府債券市場持續擴大，規模之大令投資者不容忽視。該市場已較為容易進入，亦已更為國際化。該市場與其他已發展市場及亞洲政府債券市場的相關性較低，可為投資者帶來更大的分散投資作用。相對於其他已發展市場及多個亞洲債券市場，該市場亦提供更高收益率。此外，投資者亦可從潛在人民幣升值中受惠。

我們在此感謝 [Dean Cashman](#)、[Goh Rong Ren](#)、[John Tsai](#)、[Leong Wai Mei](#)、[Michelle Qi](#) 及 [Pearly Yap](#) 對本文作出的分析及觀點。

圖2：預計亞洲在2021年的違約率仍然可控



資料來源：摩根大通，2021年1月，根據違約債券的面值計算，不包括100%準主權債券。註：平均違約率根據2009至2019年的數據計算。

免責聲明

資料來源：瀚亞投資(新加坡)有限公司

本文由瀚亞投資(香港)有限公司(「瀚亞香港」)刊發。本文並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。本文所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表將來或有可能達致的表現。瀚亞香港是英國Prudential plc. 的全資附屬公司。瀚亞香港和Prudential plc. 與一家主要在美國營運的Prudential Financial, Inc., 和在英國成立的M&G plc 的附屬公司 Prudential Assurance Company, 沒有任何關係。

本文及資料在瀚亞投資網站 (www.eastspring.com.hk) 由瀚亞投資(香港)有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。

