

諾亞研究

2020年9月2日

主題 | 9月海外資產配置建議

鄭梅玫 諾亞國際高級研究員

核心觀點

我們在9月下調了對美國股票的看法至中性，同時上調了大中華地區及新興市場，且維持對科技、健康護理及消費行業三大主線的觀點，但上調了房地產股票至中性。在債券類別資產中，仍然相對看好投資級別債券及亞洲債券。

隨著海外疫情整體相對好轉，大多數經濟體在8月繼續逐步解除封鎖，經濟復蘇仍然在上行軌道上。就疫情來看，美國疫情在8月顯示出見頂回落的趨勢；歐洲範圍內有小幅反撲，其中法國及西班牙新增病例數明顯反彈；亞洲區內除了印度疫情愈發令人擔憂以外，其他地區初步顯示出「第二波」疫情的相對受控。

隨著解封及經濟活動的逐步恢復，大多數經濟指標在8月繼續好於預期，主要經濟體的製造業及服務業採購經理人指數維持在50以上的擴張態勢。8月美國Markit製造業和服務業PMI均顯著上升，綜合PMI從前值50.3上升至54.7，其中製造業PMI從7月的50.9改善至53.6；歐洲製造業和服務業PMI在7月較高的前值基礎上小幅下滑，綜合PMI從54.9下滑至51.6。雖然從資料的走勢顯示出採購經理人指數的「V」型的復蘇，但改善幅度還不足以彌補疫情初期的大幅下滑，實際經濟活動的水準仍然較疫情前有差距。

我們看到，目前美國花旗經濟意外指數已經升到200多，是有記錄以來的最高，而這一指標簡單的理解是用來衡量實際公佈資料與市場預期之間的差距，此前的較高水準也只是在75至100左右。那首先，的確是近期公佈的實際經濟資料要普遍好過預期，同時這一指數也具有較強的均值回歸特點，預測值可能在接下來提高，而未來出現意外向好的機會就相對減小。過往歷史資料統計研究顯示，花旗經濟意外指數在突破75之後的兩個月裡，有70%的時候股票跑輸債券，但是在此後的6個月裡，高波動的股票在70%的時候會跑贏高品質的股票。

在經濟資料帶來驚喜和復蘇的預期下，海外市場整體情緒仍然偏好風險資產。從全球股市來看，成熟市場跑贏新興市場，MSCI全球指數及新興市場指數在8月份分別上漲了6.3%及4.0%。具體來說，表現最好的是美國市場，標普500指數8月上漲7.2%，創下1986年以來同期最大漲幅，納斯達克指數屢次創新高，道瓊斯指數收復年初至今跌幅。日本股市也表現不俗，日經225指數在8月錄得7%的漲幅，德國等歐洲主要市場緊隨其後。新興市場中韓國及印度表現最佳，分別上漲5.5%及5.2%，受疫情拖累明顯的阿根廷和巴西股指表現最差。

邁入9月，我們預計經濟顯著改善的情況將會趨緩，復蘇的大方向不會改變，但過程面臨挑戰。不過即使疫情在秋季再度反彈，我們預計海外不太可能重回四五月的全面封鎖措施。此前有一個著名經濟學家的研究發現，雖然確診病例的數量和死亡人數在各國有很大的差距，但是死亡的增速卻在各國顯示同樣的模式，也就是在出現25個死亡病例的一個月後，死亡的增速都快速降到零和負數，並沒有因為不同國家採取的防疫措施差別非常大而不同。如果這個結果被政府所採用，接下來各國可能在疫情控制上有所放鬆，把重心放到重啟和恢復經濟運行上來。不過從歷史表現看，9月份往往是市場疲軟的月份。不同行業或板塊的復蘇的分化，將繼續影響資產價格的分化。

分地區來看，我們在 9 月下調了對美國股票的看法至中性，主要基於經濟復蘇的不均衡，勞動力市場尚未明顯改善，且大選臨近將成為左右市場的重要短期不確定因素，頭部公司的高度集中市場結構也是需要留意的風險之一。同時我們上調了大中華地區及新興市場，均基於受惠中國經濟韌性復蘇的主要邏輯。我們上調對大中華股票的看法至偏樂觀，主要基於其估值具吸引，香港疫情回落令本地消費恢復重啟，同時內地企業重拾盈利增長動力。未來數月，將有更多新經濟企業赴港上市，有助於從資金層面及估值層面進一步改善港股市場的投資機遇。對新興市場股票的看法上調至中性，同樣是考慮到受惠於中國經濟韌性，資金有回流新興市場的趨勢，但區內分化明顯是制約我們進一步上調的阻力。

分板塊來看，我們基本維持對科技、健康護理及消費行業三大主線的觀點，但上調了房地產股票至中性。科技行業盈利基本面仍然得到支持，但未來進一步增長空間可能相對有限，大選前後政黨對於科技行業的政策可能造成板塊波動，我們暫時保持謹慎樂觀。健康護理板塊的企業盈利在疫情危機中體現防禦性，標普 500 和歐洲 Stock 600 指數中，健康護理行業都是為數不多的盈利錄得平均正增長的板塊之一，疫苗研發的預期刺激投資者情緒，且估值相對於科技板塊較為合理。消費板塊在過去一段時間表現還不錯，主要受到與線上銷售相關的零售企業明顯表現較佳的推動，但受制於勞動力市場及復蘇前景的不確定性，傳統消費預計短期承壓，可能對整體消費板塊造成拖累。

我們上調了對房地產板塊股票的看法至中性，住宅地產板塊實現 V 型復蘇，以美國為例，7 月新屋開工、新屋銷售、成屋銷售及 8 月住宅建築商信心指數均大幅好過預期。但行業內分化仍然加劇，尤其是零售商舖、商場及酒店等板塊受損嚴重，是制約我們對房地產股票進一步上調的主要原因。

在債券類別資產中，我們維持此前的策略觀點，仍然相對看好投資級別債券及亞洲債券。我們看到市場對高品質風險資產的需求仍然較大，不過隨著風險情緒重啟，高收益債券息差大幅收窄，估值得以修復，雖然我們對整體高收益債券持中性觀點，但相對於歐美高收益，我們更加看好基本面穩健且具估值吸引的亞洲高收益板塊。整體上我們看好亞洲債券資產，預期區內經濟復蘇前景逐步改善，目前市場上的供需情況也對亞債提供較好的支撐。

免責聲明: 本文件所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本文件而產生的任何後果承擔法律責任。本文件包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本文件均視為同意以上聲明。