



市場觀點



駕馭不斷湧動的暗流

道明財富資產配置委員會 (TD Wealth Asset Allocation Committee) 概觀

- 策略性投資期內的宏觀經濟前景依然對股票有利。然而，相對於之前 12 個月來看，全球股票的增長步伐可能會顯著放緩。雖然我們仍然看好股票，但與過去一年相比，我們對前景更加謹慎。採取防禦性定位和注重質素應是合理做法，因為潛在的不利因素可能推動不時出現的波動。
- 通脹壓力在經濟局部領域持續存在，這是由於全球供應鏈出現瓶頸、消費者需求殷切，以及勞工市場迅速收緊。我們繼續將這些壓力視為暫時性質，但其影響可能比最初想像的持續更長時間；然而，價格應會從當前水平恢復正常。
- 除了通脹風險之外，未來12至18個月內各種不利因素可能會影響全球市場，包括勞工市場復甦中斷、見頂的經濟和企業盈利增長，以及變種新冠病毒的長遠影響。
- 我們維持在整體上適度減持固定收入，但相信固定收入仍然重要。投資組合中包括固定收入，可提供優質的收入、多元化的好處，並且可以在波動加劇時隔離其影響。
- 在適當情況下，另類資產可能更加重要，有助投資組合擴大收入來源，並在更可接受的波動程度下取得更高的相對回報。按揭貸款、基建設施和房地產等另類資產，亦可以對沖通脹風險。

第三季回顧

2021年頭三個季度並沒有讓投資者對風險較高的資產感到失望。標普 500 指數和標普多倫多綜合指數都在今年上漲了逾 15%，而全球市場已從 2020 年 3 月健康危機最糟糕之時的崩盤飆升（圖 1）。各地的政府和中央銀行在刺激措施上竭盡全力，為市場提供了充足的流動性，隨著疫情繼續影響全球許多地區，市場流動性不僅支持個人和企業，而且還推動了股市的大幅反彈。處於低水平的實際收益率仍是全球風險資產增長的重要催化劑。

在今年的大部分時間裡，股市表現良好，標普 500 指數連續每月上漲，在 8 月下旬創下 53 次收盤新高紀錄。然而，波動性在 9 月重現，推動指數從歷史收盤高位下跌 5%。北美股市仍接近歷史高位，經濟和企業增長指標仍然良好，但顯示放緩跡象，許多指標正在敲響警鐘，警告可能會出現更為顯著的調整。

除了對高估值的擔憂外，人們一致關注的焦點集中在今年大部分時間支配著市場的許多主旋律。通脹壓力持續存在於若干市場部分，而且比最初所想的縈繞一段更長時間。一眾央行似乎變得沒那麼鴿派，財政刺激正在減弱。Delta 病毒和其他新生變種仍令人擔憂，尤其是在秋冬季節來臨之時。此外在 9 月下旬，恒大集團可能導致中國房地產崩盤的風險，

令投資者恐怕涓滴效應會在全球市場出現，引發了全球股市短暫但急劇的拋售。

要考慮的事情很多，雖然道明財富資產配置委員會（「我們」）意識到不利因素，但重點仍在於長期的投資組合定位，以及抵銷這些短期風險的因素。我們預期企業的資產負債表和獲利能力持強，雖然經濟增長步伐也許正在放緩，但增長放緩並不意味著負增長或沒有增長。深層的經濟暗流強勁，全球製造和服務業採購經理指數的數據於近月緩和下來，但大體上仍處於全球擴張狀況。疫情是一大問題，但應不會導致廣泛的停工。我們認為決策者亦已作好準備，盡一切努力減輕市場衝擊，並保持經濟活躍。

基本重點：從較長期來看，我們繼續偏好股票而非固定收入。想要預測調整於何時發生或有多嚴重，這幾乎是不可能的。謹記拋售有助清除市場上的過剩供應，而在宏觀經濟和基本面強健積極背景下，任何顯著的市場疲軟都可能帶來具吸引力的買入機會。

我們將在下文中表達對未來投資環境的想法，並以一個重要的衡量指標來洞察市場。如需深入了解我們目前對各主要資產類別的看法，以及我們對未來 12 至 18 個月的策略展望，請細閱本報告內道明財富資產配置委員會的投資定位和展望。

圖 1：過去 12 個月的指數回報（以美元為單位）



資料來源：彭博財經 (Bloomberg Finance L.P.)，2021 年 9 月 28 日數據。

市場預示前景宜謹慎以待

從表面上看，全球指數徘徊在歷史高位，市場情緒對經濟的未來狀況仍然普遍樂觀。許多人心中的問題是「這些美好時光能維持多久？」由於市盈率很高、盈利達到高峰、經濟數據減弱，以及某些地區的新冠病毒個案高企，部分人預測市場可能面臨一次早該出現的重大調整 (10% 或更多)。

衡量潛在的市場低迷風險的方法之一是觀察某些指標，例如芝加哥期權交易所波動率指數 (CBOE Volatility Index)。該指數反映股票市場內的波動性或恐懼，以標普 500 指數期權來衡量。波動率指數目前處於歷史平均水平，這表示投資者對風險的感知既不高於也不低於平均水平。儘管波動率指數是流行的恐懼指數，卻未必能全面反映情況。

另一個衡量波動性的芝加哥期權交易所偏斜指數 (CBOE Skew Index)，描繪的情況卻是另一回事。偏斜指數以標普 500 指數的期權為依據，專門衡量投資者對極端事件的避險需求。較高的偏斜指數水平意味著投資者越來越擔心股市最終會遭受負面衝擊。

圖 2 顯示 3 個月期的偏斜指數走勢，數據顯示偏斜指數處於疫情最嚴重時期以來未見的水平。這個現象正在目前出現，儘管現在與去年相比，疫情和經濟復甦之路可說是更明朗。3 個月期偏斜指數走高，這表示市場情緒可能正在變化，投資者正在尋求保護。既然市場接近歷史高位而波動性低，為何會在復甦期間出現這個情況？

圖 2：偏斜指數走高可能顯示美股的市場情緒變化

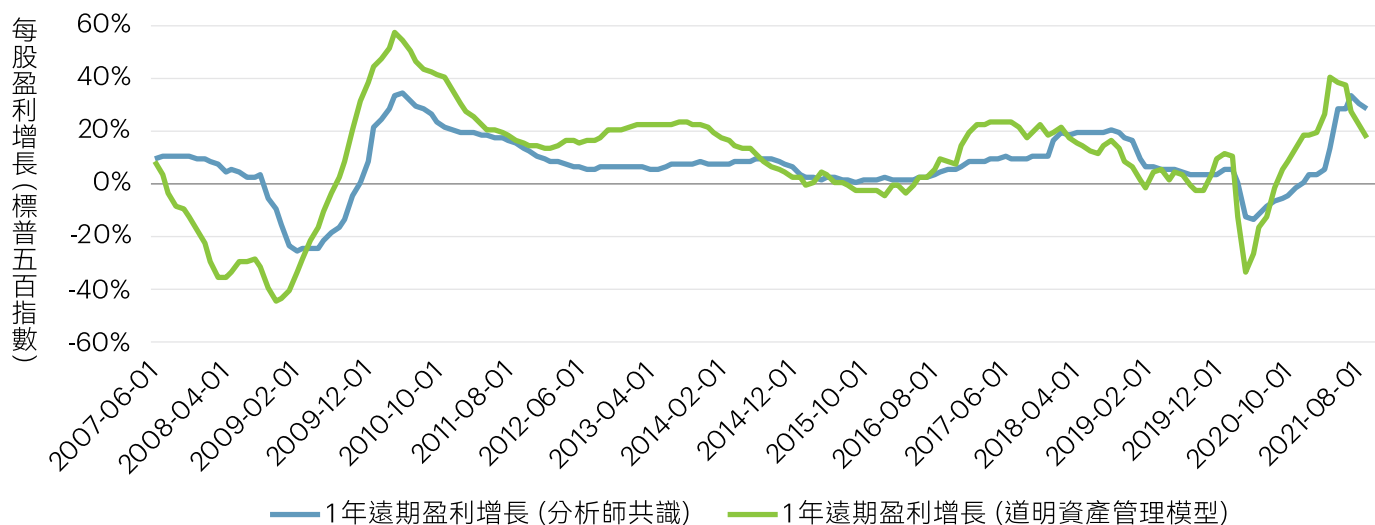


資料來源：彭博財經 (Bloomberg Finance L.P.)，2021 年 8 月 31 日數據。

讓我們看看可能導致謹慎程度不斷提高的幾個關鍵因素。

1. **盈利增長放緩**：盈利最終會推動股價。我們認為經濟現正處於復甦週期的中期。盈利增長正在放緩，可能已經過了增長率的高峰（圖 3），而且相對於歷史標準，許多股票可能已被充分估值。公司下調盈利前瞻指引的消息陸續出現，雖然仍有正面的盈利不符預測和修正，但程度遜於復甦初期。勝過去年同期是越來越難，推動股價走高的順風減少。跟過去12個月相比，我們相信現正進入一個股票回報較低的時代。

圖 3：盈利增長似乎正在減速



資料來源：彭博財經 (Bloomberg Finance L.P.)，2021 年 8 月 31 日數據。

2. **刺激規模縮減**：我們相信美國聯邦儲備局將於今年稍後開始縮減購債計劃的規模，但未能確定縮減的程度及對利率所帶來的影響。聯儲局最近表示可能會在 2022 年底或 2023 年初前開始加息，但也強調，在完成縮減計劃並在實現最大就業率方面取得實質進展之前，不會開始加息。就業情況已於今年明顯改善，但仍遜於疫情前的水平。通脹仍是一個令人關注的問題，在某些經濟領域可能比最初所想的持續更久。交通運輸的挑戰、迅速收緊的勞工市場，和上升的消費者通脹預期，正在提高可能屬暫時性質而非長期的通脹的下限。聯儲局若作出令人意外的政策舉措，可能會使市場震驚，並導致波動增加。
3. **Delta 變種病毒**：全球許多國家出現另一波引起極大關注的新冠疫情，對人們的流動和消費者信心產生了負面影響，尤其是在那些疫苗接種率較低的國家。情況正迅速變成未接種疫苗者的流行病，各國現在正加大力度為國民接種疫苗。
4. **政治風險**：鑑於加拿大聯邦大選的結果及美國的立法努力，兩國都有公司稅率上調的風險，這可能會對經濟增長產生影響。美國、加拿大和其他國家的巨額支出，帶來了創紀錄的政府赤字，需要在某個時候解決。基礎設施和社會計劃的新開支可能會提振美國經濟，但將繼續增加債務負擔。如果國會不提高債務上限，美國政府有可能停擺，這種擔憂會給經濟構成一些近期風險，並可能導致市場波動加劇。在國際方面，中國對科技公司、數據使用和反壟斷行為的鎮壓已動搖了市場，更遑論最近中國房地產領域所出現的問題。這種政治和金融不明朗局面可能導致股市於未來數月進一步波動。



這些感知風險會導致投資者使用期權來緩沖投資組合可能會受到的調整，偏斜指數的高水平明顯反映了這一點。雖然我們預計不會出現市場崩盤，但的確承認股市或會回調，這對市場來說是正常而健康的。由於我們已進入經濟復甦的中期階段，投資者可能需要牢記以下幾點：

- 1 專注於風險管理和全面的資本保值。堅持投資，因為長期來看是升市多於跌市，並分散投資在不同行業和資產類別。
- 2 股票方面，我們基於當前背景的看法是要注重盈利和股息都有增長的優質公司，而非週期性的公司。從多元化來源尋求收入的同時，也宜採取防禦性定位。
- 3 在當前環境下，一些積極管理的基金可以使用期權來幫助降低投資組合的波動性和風險，或者創造更多的收入。

在經濟不穩定和市場環境不斷變化的時期，投資組合多元化尤為重要。您可能需要考慮與顧問合作，檢討您的投資組合，以確保組合不會承受過度的風險。這有助於您的投資組合在調整發生時免受影響。道明資產管理提供多元化的投資方案，涵蓋不同的地域、資產類別和行業，透過戰術性資產配置，可以幫助提供穩定回報，同時在不明朗時期降低風險。如需更多資料，請瀏覽我們的網站 tdassetmanagement.com 或聯絡顧問。

道明財富資產配置委員會的投資定位和展望

道明財富資產配置委員會認為，全球經濟增長將繼續超出其潛力，但步伐較復甦初期緩慢，許多發達國家的增長率似乎已達高峰。市場看來正在充分消化盈利和經濟增長潛力，所以回報可能會大幅放緩。

股票

| | 盡量減持 | 適度減持 | 中性持平 | 適度增持 | 盡量增持 |
|--------------|------|------|------|------|------|
| 美國股票 | | | | ● | |
| 加國股票 | | | | ● | |
| 國際股票 | | | | ● | |
| 中國股票 | | | | ● | |
| 新興市場股票（中國除外） | | | ● | | |

整體而言，我們對股票維持適度的風險偏好，但對前景變得更加謹慎。雖然股價處於歷史區間的高端，但鑑於盈利增長和修正的步伐，我們並不認為估值過高。隨著強於預期的盈利增長推動市場上升，遠期市盈率已收縮，以致股票有更合理的估值。長期的結構性趨勢保持不變並支持股票；然而，在更昂貴領域發生的市場回調可能會加劇廣泛的波動。

在美國，標普 500 指數公司仍然受到強勁的盈利和收入增長支撐，儘管增長步伐有放緩跡象。隨著經濟復甦繼續展開，我們預料長期增長的優質公司將跑贏大盤，因為它們也許沒那麼容易受到近期經濟干擾的影響。

在加拿大，正在降溫的樓市和持續的供應鏈中斷抑制了近期的市場活動。然而，高頻數據顯示經濟仍然健康並將繼續復甦。我們對加拿大股市的策略展望仍然是積極的，但是由於復甦需求放緩，經濟敏感行業（即材料、能源）的潛在疲弱可能會拖累大市回報。低利率可能拖累標普多倫多綜合指數中佔最大比重的金融板塊，但是加拿大銀行業資本充足，繼續帶來良好盈利和穩定股息；如果金融機構監管辦公室 (Office of the Superintendent of Financial Institutions) 取消限制，股息率可能會上升。這個板塊可能會提供具吸引力的長期增長機會。在撰寫

本文時，無論聯邦大選的結果如何，加拿大股票似乎無視任何可能對市場和經濟產生實質影響的重大政策變化。

在第三季度，我們對新興市場（不包括中國）的展望已從適度增持轉向中性持平。持續的財政刺激和大宗商品的復甦對新興市場有利，但病毒爆發、疫苗分發較發達市場落後，以及部分國家的通脹壓力上升，都是構成逆風的可能因素。

在國際市場，歐洲的營商信心仍高，經濟活動正在加速。我們仍然樂觀看好對經濟敏感的歐洲國家（英國、德國、法國），它們繼續受惠於經濟重開。消費者活動繼續反彈，應會支持企業基本面和推高股票回報。然而，最近歐洲部分地區的病毒爆發仍然令人擔憂。我們維持適度增持的看法，因為我們認為股票估值並沒有充分反映歐元區的增長潛力。

今年中國股票表現相對遜色，部分原因在於廣泛的監管鎮壓，以及最近對中國房地產市場陷入困境的擔憂，驅使了投資者抱觀望態度。然而，由於基本面仍然相對穩健，而且估值合理，我們的長期看漲論點維持不變。有關當局暗示在必要時透過政策干預提供支持，經濟增長應會於今年稍後和明年穩定下來。

另類資產 / 實物資產

| | 盡量減持 | 適度減持 | 中性持平 | 適度增持 | 盡量增持 |
|--------|------|------|------|------|------|
| 基建設施 | | | | ● | |
| 商業按揭貸款 | | | | ● | |
| 加國地產 | | | ● | | |
| 環球地產 | | | | ● | |

在一個收益率乏善可陳的市場，商業按揭貸款繼續提供增量收入。我們認為增利的息票支付伴隨著較低的利率風險，在現今收益率曲線平坦而低的環境下，增加了私營商業按揭貸款的吸引力。我們的投資敞口在疫情期間毫無減值或違約事件，保持穩定的收入徵收，目前收取100%的預定本金和利息支付。儘管商業按揭貸款的息差處於新冠疫情發生前的水平，從存續期調整後的角度來看，商業按揭貸款相對於企業和領域債券帶來的收益優勢，仍然接近歷史新高水平。

隨著全球若干地區加強推行疫苗接種，一些國家於今年上半年出現了更廣泛的經濟活動。然而，投資者對新冠病例的回升仍持謹慎態度，尤其是涉及較新變種的病例，以及其對全面重開計劃的潛在障礙。在全球範圍內，由於基本面依然強勁，工業房地產的表現繼續領先。在電子商務供應鏈不斷擴張的推動下，投資者和用戶的工業需求依然殷切。對傳統辦公空間的需求仍不穩定，因為在家工作對許多公司來說仍然符合現實。辦公室容量在夏季有所增加，但對持續重新佔用的預期略為下降，因為僱主都在重新考慮重返辦公室的計劃。另一方面，在持續的研發、風險投資資金和專門生命科學房地產需求的推動下，包括美國實驗辦公室在內的另類房地產於過去一年有極大的增長。長期人口趨勢和醫療保健需求可望持續，並刺激在美國實驗辦公室領域的增長。

根據上半年交易量趨勢，一些預測表明 2021 年加拿大的商業地產市場交易活動可能接近 500 億元，超過 2018 年創下的紀錄。工業資產具有吸引力的基本面和強勁的業績展望，投資者繼續對工業資產有強烈需求。即使在亞省，工業活動和租賃需求一直活躍，卡加里的工業物業空置率下跌至低於 5%。上一次如此低的空置率是在 2015 年石油和天然氣工業衰退之前錄得。多戶住宅和用於混合式發展的土地也有強勁的交易量（所有投資者類型），海外買家的興趣也越來越大，他們希望將其國內投資組合多元化。在辦公室和零售物業類型中，疫情所造成的長期影響仍不明朗，但在不同的子類型和地域中，大部分的物業估值已經穩定。辦公室市場的轉租活動已逐漸減少，而隨著消費者信心和購物銷售額的復甦，某些零售商正在尋求擴大或重新進入市場。重要的是這兩類物業正在施工的新供應量，仍處於可供市場逐漸吸納的健康水平。

基建設施繼續為固定收入提供良好的額外補貼，其回報穩定，與其他資產類別的相關性低，並有能抵禦通脹的收入。我們預料基建設施市場將出現大量的活動，因為投資者繼續考慮增加對這個資產類別的資金配置，並且隨著限制的解除，交易團隊可以再次出差。我們預期正在進行的能源轉型將為私人基建設施投資帶來最大的機會。可再生能源領域內一些成熟平台透過綠地資產敞口得以推高投資回報，將能繼續為投資者提供相比基建設施市場其他領域更高的風險調整後回報。

固定收入

| | 盡量減持 | 適度減持 | 中性持平 | 適度增持 | 盡量增持 |
|----------|------|------|------|------|------|
| 投資級別企業債券 | | | | ● | |
| 通脹掛鈎債券 | | | | ● | |
| 高收益債券 | | ● | | | |
| 加國政府債券 | | ● | | | |
| 發達市場債券 | ● | | | | |
| 新興市場債券 | | | ● | | |

我們預計隨著大量資本流入經濟的情況消退，以實際國內生產總值衡量的美國經濟增長將在今年剩餘時間和 2022 年放緩。隨著與疫情相關的限制放鬆，美國勞工市場繼續改善，儘管失業率上升，加上僱主難以填補空缺職位，正在增加工資壓力和刺激有關通脹的爭論。

債券市場可能會出現波動，這是因為復甦不平衡、全球疫苗接種速度不同，以及額外財政刺激措施的影響。我們認為隨著聯儲局和其他央行繼續在利率及其資產負債表方面採取寬鬆立場，利率將保持在歷史低位。由於經濟前景樂觀，中期和長期利率攀升，收益率曲線可能會略為變陡。

我們對企業信貸保持積極，並安於策略性地適度增持企業債券。企業信貸與政府債券相比，繼續提供相對價值和收益優勢。我們的展望亦注重對流動性和質素的關注，我們預期企業收入和盈利持續強勁，將繼續支持信貸市場。

高收益債券於過去一年大升，雖然它們仍是多元化固定收入投資組合的一個考慮因素，但估值和極低的息差使高收益債券變得沒那麼吸引。強健的企業基本面加上有利的信貸狀況表明，高收益市場的某些領域仍可提供足夠的風險補償，但我們現在仍持嚴格篩選的態度。

我們適度增持通脹掛鈎債券。我們認為這個資產類別的近期疲弱可能是一個吸引的切入點，尤其是相對而言。通脹掛鈎債券與傳統固定收入和股票的相關性低，所以亦可作為通脹上升的對沖工具，並提供令投資組合多元化的好處。

我們維持盡量減持發達市場債券的立場，原因在於其負值的實際回報和缺乏吸引力的價值前景。

固定收入

子類資產

| | 盡量減持 | 適度減持 | 中性持平 | 適度增持 | 盡量增持 |
|-----------|------|------|------|------|------|
| 黃金 | | | ● | | |
| 美元相對一籃子貨幣 | | | ● | | |
| 加元相對美元 | | | | ● | |

美元一直在窄幅徘徊，但對 Delta 變種病毒的憂慮加劇，收益率溫和反彈，對美元帶來支持作用，並推動近期的良好表現。更多的支持力可能來自更高的通脹、逐漸減弱的前景，以及美國與其他國家相比的經濟表現。我們維持中性展望。

黃金在 2021 年表現欠佳，原因在於投資者擔心美國經濟改善和通脹上升將促使聯儲局放鬆其前所未有的經濟支持。低利率向來有助於黃金與提供收益的

資產相比的吸引力。美元走強和風險資產的相對領先表現，也減少了對黃金的需求。

儘管最近加拿大的國內生產總值為負數，但是相比美元，我們對加元和經濟增長的長期前景保持樂觀。隨著加拿大陸續擺脫與疫情相關的限制，疫苗接種的顯著進展和勞工市場的復甦是加元的好兆頭。此外，聯邦大選結果的確定也應會提振加元。

前景展望

道明財富資產配置委員會

道明財富資產配置委員會成立之目的，是貫徹為道明財富 (TD Wealth) 對策略性資產配置提供一致的意見和指引。

委員會的三個首要目標：

1

提出
主要的
市場論題

2

提供
宏觀層面的
資產配置

3

識別
近期市場
主要風險

資產配置委員會成員

道明資產管理有限公司 (TD Asset Management Inc.)
首席投資總監
Robert Vanderhooft, CFA

道明資產管理有限公司 (TD Asset Management Inc.)
董事總經理
Michael Craig, CFA

道明資產管理有限公司 (TD Asset Management Inc.)
董事總經理
David Sykes, CFA

道明資產管理有限公司 (TD Asset Management Inc.)
董事總經理
Robert Pemberton, CFA

道明資產管理有限公司 (TD Asset Management Inc.)
董事總經理
Ted Welter, CFA

美國道明資產管理有限公司 (TDAM USA)
董事總經理
Glenn Davis, CFA

Epoch Investment Partners, Inc.
董事總經理
Kevin Hebner, PhD

道明財富 (TD Wealth)
首席財富策略師
Brad Simpson, CIM, FCSI

道明財富 (TD Wealth)
美國財富投資策略師
Sid Vaidya, CFA, CAIA

道明資產管理有限公司 (TD Asset Management Inc.)
副總裁兼董事
Bryan Lee, CFA

連接道明資產管理



本文資料由道明資產管理有限公司 (TD Asset Management Inc.) 提供，僅供參考。本文根據相信為可靠的資料匯編而成。圖表僅供說明之用，並不反映任何投資的未來價值或未來表現。本文資料並不提供財務、法律、稅務或投資建議，衡量個別投資、稅務或交易策略時，應相對考慮個別人士的目標和風險承受能力。本文的部分陳述可能會包含前瞻性陳述，它們屬預測性質，可能包括例如「預期」、「預料」、「打算」、「相信」、「估計」和類似的前瞻性字句或它們的否定式版本。前瞻性陳述是基於對未來整體經濟、政治和相關市場因素，例如利率和匯率、股票和資本市場、整體商業環境的當前預期和推算，假設稅法或其他法律或政府規例或災難性事件沒有改變。對未來事件的預期和推算本質上是會受到未能預見的風險和不確定性影響。此等預期和推算，將來可能是不正確的。前瞻性陳述並非對未來表現的保證。實際情況可能會與任何前瞻性陳述中所明示或暗示的大不相同。這些偏離可以由很多重要因素促成，包括上文所列出的因素。您應避免依賴前瞻性陳述。道明財富資產配置委員會 (TD Wealth Asset Allocation Committee, 簡稱 WAAC) 由道明集團內不同的投資專才組成。WAAC 的使命是發表季度市場展望報告，簡明扼要地表達對未來 6 至 18 個月內市場狀況的看法。WAAC 所提供的指引並非對未來結果的保證，而市場上實際發生的事件可能會跟 WAAC 的季度市場展望中所明確指出或默示的大不相同。WAAC 的市場展望並非投資意見的替代品。道明資產管理有限公司是多倫多道明銀行 (The Toronto-Dominion Bank) 全資附屬機構。彭博 (Bloomberg) 及 Bloomberg.com 是在特拉華州註冊的有限合夥公司彭博財經 (Bloomberg Finance L.P.) 或其附屬公司擁有的商標及服務標誌。保留所有權利。所有商標分別為其擁有機構之產權。® 道明 (TD) 標誌和其他商標是多倫多道明銀行或其附屬機構的產權。此中文譯本僅供參考之用，一切以英文原文為準。