



2021下半年 投資展望

變化中航行 邁向正常化之路

2021年8月

目錄

- 4 序言：
邁向正常化的一年
- 上半年經濟大致復甦
 - 新冠疫情風險未散
 - 市場回顧
 - 東盟市場繼續落後於其他地區
 - 中國：增長放緩，監管方向主導市場走向
 - 韓國、台灣的基本面向好
 - 惠理多元資產配置觀點
- 16 股票主題：
聚焦高質素和結構性增長
- 區域科技硬件
 - 中國消費升級
 - 醫療保健
 - 金融：財富管理
- 25 亞洲信貸：
經歷政策緊縮週期的考驗
- 關注個別特殊事件
 - 行業觀點



序言： 邁向正常化的一年

今年上半年，隨著環球範圍內廣泛實施疫苗接種計劃，各地區逐漸回復正常，部分國家經濟逐步復甦。不過要經濟完全復甦仍需時日，經濟環境不斷改變亦會帶來新的風險，或會在今年餘下時間影響投資者的風險胃納。

上半年經濟大致復甦

去年末，備受期待的疫苗研發進展為2021年環球經濟重啟奠定基礎。去年12月，我們曾預測疫苗普及可望開啟經濟逐步復甦階段。事實上，我們確實看到經濟狀況於上半年有所改善。

亞洲的宏觀經濟前景令人鼓舞，我們預計今年餘下時間內，亞洲所有市場均有望錄得經濟增長（圖1）。

今年首季，由於在遏制新冠疫情方面較亞洲其他地區更為成功，北亞地區引領了亞洲的經濟復甦（圖2）。

此外，相較於去年，今年亞洲的每股盈利（EPS）增長大致正面，復甦狀況更平衡，反映盈利亦趨於正常化（圖3）。

圖1：預期今年亞洲經濟正常化



資料來源：彭博，2021年6月

圖2：在遏制新冠疫情較有效的地區帶領年初經濟增長



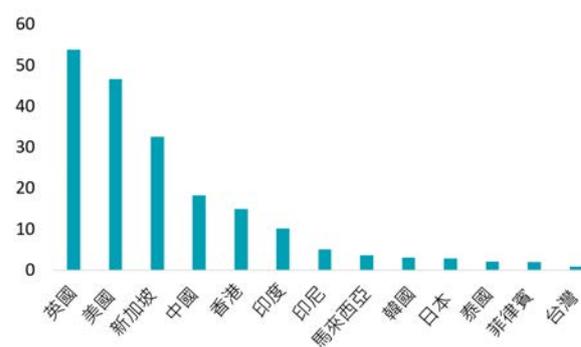
資料來源：各國/地區政府公佈的官方數據

圖3：今年亞洲EPS增長更加均衡



資料來源：FactSet · I/B/E/S · MSCI · 高盛研究 · 2021年7月16日

圖4：新冠疫苗接種率（每百人，至少接種一劑疫苗）



資料來源：Worldometer · 彭博 · 摩根士丹利研究數據 · 截至2021年5月15日

新冠疫情風險未散

於金融市場而言，新冠疫情仍是一個風險因素。我們持續關注新冠疫情的發展，自出現新變種病毒以來，尤其具高度傳染性的德爾塔毒株(Delta)，環球部分地區的經濟復甦被煞停。

在亞洲，部分市場的疫情再度來襲。例如台灣5月份疫情復燃，導致當地金融市場波動增加。儘管市場基本面整體穩健，但MSCI台灣指數於5月中旬先是下跌11.5%，隨後反彈，至月底時僅下滑1.2%。¹

新冠疫情風險在東南亞亦揮之不去，部分市場的感染人數在上半年持續增加。

相較於英國和美國，亞洲的疫苗接種率仍然較低，新增感染風險更高（圖4）。

我們認為，疫苗接種意願、供應及安排，以及對變種病毒的有效性均會影響到經濟復甦。阻止新冠疫情蔓延仍需要採取預防措施、邊境管制和積極檢測。

¹ 資料來源：MSCI · 2021年6月1日



亞洲宏觀經濟前景令人鼓舞，
今年餘下時間預料所有市場
有望錄得經濟增長。

市場回顧

東盟繼續落後於其他地區

東盟市場，尤其是新興市場國家，由於仍在竭力遏制新冠疫情的蔓延，其經濟增長預計將繼續落後於亞洲及環球其他地區（圖5）。

圖5：年初至今，東盟市場中只有新加坡錄得正回報



資料來源：MSCI，2021年6月30日

不過，整個亞洲地區的疫苗接種人數正在增加，並逐漸超出最初預期，而在6月和7月將有大量疫苗送達亞洲各地區。我們預期，到今年第三季度或第四季度，疫苗普及將有助改善亞洲經濟狀況。

儘管我們在東盟市場的持股較低，我們會繼續關注市場動態，尋找合適機會，特別是受惠於經濟復甦的領域。例如，我們或可在東盟新興市場中的較發達國家，如新加坡發現投資機會，今年早些時候，新加坡的表現較區內亮眼。我們仍會繼續偏好亞洲新經濟領域的企業，例如電商和個別虛擬銀行，相關板塊有望受惠市場結構性滲透率低的情況。

中國：增長放緩，監管方向主導市場走向

經濟增長放緩跡象

儘管中國經濟於新冠疫情之後復甦強勁，我們預期下半年中國經濟會繼續增長，但增速有所放緩。

若干經濟指標均反映出這種正常化的趨勢。例如，中國第二季度國內生產總值（GDP）增速已開始放緩（圖6）。

圖6：中國GDP增長正常化



資料來源：中國國家統計局

其他增長指標也顯示出正常化的趨勢。例如採購經理人指數（PMI）、出口和投資規模均呈現下降趨勢（圖7a和7b見下頁）。

指標數據顯示，信貸增長亦有所放緩。中國的信貸擴張於2020年達到峰值，最近數月開始放緩（圖8見下頁）。我們留意到中國的流動性水平指標——社會融資總額（TSF）的增長亦有所放緩。這些指標增長放緩不足為奇，因為中國政府已明確表示為避免經濟過熱，今年將限制信貸增長。我們預期，下半年信貸擴張和社會融資總額的增長亦將放緩。對增長放緩擔憂之餘，通脹回升亦令市場擔憂貨幣政策或會早於預期收緊，並阻礙經濟增長（圖9見下頁）。

圖7a：中國製造業採購經理人指數（經季節調整數據）



資料來源：中國國家統計局

圖7b：出口和固定資產投資（按年增長%）



資料來源：萬得、國家統計局、CEIC、彭博、高盛環球投資研究，2021年7月

圖8：近月信貸擴張和TSF均呈下降趨勢



資料來源：國家統計局、中國央行、萬得、麥格理宏觀策略，2021年7月

圖9：年初以來，中國通脹指標呈上升趨勢



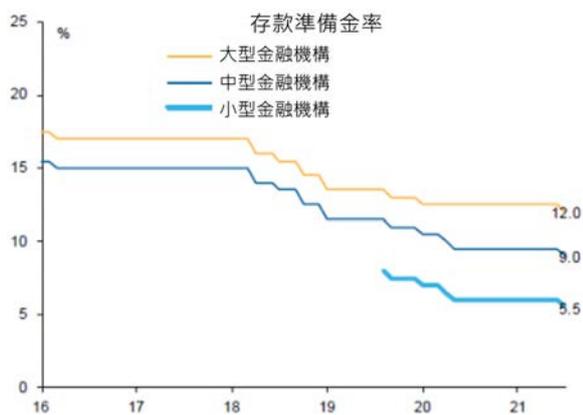
資料來源：萬得、國家統計局、CEIC、彭博、高盛環球投資研究，2021年7月

政策：保持寬鬆但具針對性

儘管如此，我們認為政策將保持寬鬆，但同時具有針對性，因為保持經濟穩定仍然是中國當局最重要目標。中國人民銀行重申會把握好貨幣政策出台的時間、力度和有效性，保持流動性合理充裕，讓貨幣供應量和社會融資規模（AFRE）增速與名義經濟增速基本匹配。政府亦設定了「超過6%」的國內生產總值增長目標，聚焦高質素經濟發展。

中國當局近期的舉動反映其採取總體寬鬆但具針對性的政策，以實現高質素經濟增長的目標。例如，政府能夠通過釋放國家金屬儲備來抑制大宗商品價格上漲，使中國的通脹得到控制。與此同時，中國央行於7月下調存款準備金率，反映央行旨在提供流動性支持，將融資成本維持在較低水平，以支持經濟進一步復甦（圖10見下頁）。另一方面，對房地產行業的「三道紅線」監管措施依然嚴格，未償還房地產貸款的增長，以及新增貸款總額中的房貸佔比均呈下降趨勢（圖11見下頁）。防止地產市場過熱正符合高質素經濟增長主題的要求。

圖10：中國7月下調存款準備金率



資料來源：中國人民銀行·財政部·萬得·麥格理宏觀策略·
2021年7月

圖11：新增房地產貸款呈下降趨勢



資料來源：萬得·野村環球經濟·2021年7月

圖12：聯儲局理事會成員預計今年通脹漲幅 (%)

可變因素	中位數		
	2021	2022	2023
個人消費支出 物價通脹率	3.4	2.1	2.2
三月預測	2.4	2	2.1
核心個人消費 支出物價通脹率	3	2.1	2.1
三月預測	2.2	2	2.1

資料來源：聯儲局。2021年6月，聯儲局理事會成員和聯邦儲備銀行
行長根據各自對恰當貨幣政策的假設所做之經濟預測

儘管我們預計下半年中國的經濟增長不會如上半年那樣令人振奮，但我們認為，政策應有助於中國經濟復甦得以延續。

除了關注環球經濟復甦，投資者亦憂慮通脹壓力，尤其美國的情況可影響環球市場。因此，我們不能排除通脹及貨幣政策收緊帶來的潛在風險。

在美國，聯儲局已上調今年通脹預期 (圖12)，明確表示擔憂通脹，亦將加息時間表由2024年 (3月時表示) 提早至2023年。聯儲局貨幣政策的語調若急劇轉向，將影響環球市場投資氣氛。



儘管近月監管變化引致市場愈發動蕩，但我們認為這些改革符合中國政府實現高質素、構建長期發展目標。

監管方向：監管和政策改革會否干擾市場？

除了貨幣政策緊縮的擔憂之外，中國當局針對互聯網和電商、醫療保健、房地產和教育等行業的監管政策變化，也讓投資者對這些行業的盈利能力感到擔憂。

現時，投資者認為這些於去年疫情封城時獲益的行業，其長期前景已大不如前。例如，隨著電商行業開始受反壟斷法監管，預料競爭將會更劇烈，因陸續會有新公司加入，爭奪行業龍頭的市場份額。與此同時，醫療保健領域的改革，亦促使製藥業整合重組，剩下少數企業主導市場。

儘管最近數月監管變化引致市場愈趨波動，但我們認為，這些改革均符合中國政府實現高質素發展、構建長期發展的目標。與發達市場不同，中國的新經濟板塊仍處於起步階段，監管環境仍較為寬鬆。事實上發達市場早已經歷，甚至尚在面對這些監管挑戰，例如美國互聯網企業，無論過往或是現時仍就私隱問題受到質疑。

這些改革措施還將強調中國正朝著聚焦社會福祉和社會平等的「共享繁榮」方針出發，面臨改革的行業還包括醫療保健、教育和住房。

我們預計，在政策壓力下，中國市場將持續波動。與此同時，我們認為由於通脹預期已改變，貨幣政策或早於預期收緊，這對於股市來說可帶來風險，而經濟增長放緩亦可使股市進入低迷階段。

儘管如此，我們仍然對中國股市持審慎樂觀取態，亦持續看好那些受惠結構性增長週期的企業，但我們深信要時刻了解政策變化如何影響個別企業，這同樣至關重要。與此同時，我們堅持自下而上的投資策略，篩選高質素企業，都是關鍵所在，那些資產負債表穩健、具有良好企業管治和合規管理的企業，將能夠受惠於現時的宏觀環境。

韓國、台灣的基本面向好

韓國

韓國股市是2020年環球表現最佳的市場之一（圖13）。韓國股市以科技企業為主，在新冠疫情期間，相關板塊廣受投資者青睞，韓國股市的整體表現做好。

2021年，在環球經濟復甦的背景下，韓國的出口和投資保持強勁，本地消費亦有所改善²，整體宏觀經濟前景正面。

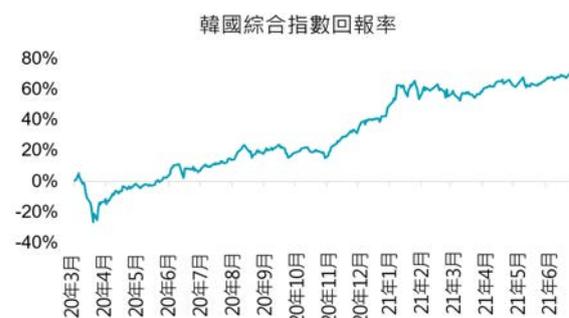
此外，今年大多數企業盈利增長強勁，第一季度，約63%的企業業績超出市場預期，19%的企業業績與預期一致。³

儘管韓國股票市場前景樂觀，但我們認為，現時股價已反映去年底的強勁經濟復甦，以及2021年受惠疫苗研發及大規模接種的盈利增長因素。對市場而言這並非樂觀現象，韓國現時的疫苗接種率仍然較低，下半年新冠病毒若再度大爆發，很可能會打擊市場情緒。

鑒於韓國經濟好轉和通脹上升，韓國提前收緊貨幣政策也可能成為市場面對的另一個下行風險。今年5月，韓國央行將2021年GDP增長預期從2月份的3%上調至4%，並將今年的通脹預期從此前的1.3%上調至1.8%（圖14）。

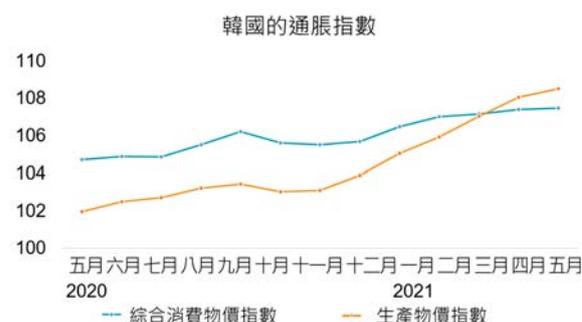
儘管上述潛在風險存在，我們在市場亦留意到個別的投资機會，特別在科技硬件板塊，包括半導體和電子部件，都獲得持續的環球需求支持。

圖13：2020年3月拋售潮後的市場表現



資料來源：彭博，2021年6月

圖14：韓國通脹上升



資料來源：韓國央行。2015年價格被重設為基值（2015=100）

台灣

今年上半年，台灣股市繼續跑贏亞洲其他地區股市，MSCI台灣指數錄得回報18.8%。

如前所述，5月份新冠疫情捲土重來，引發當月市場波動。台灣當局積極應對，增設檢測站，並加快疫苗採購。此外，針對受到疫情影響的個人和企業，當局還以一次性現金補貼、銀行貸款和減稅等不同措施，提供合共4,200億新台幣（約152億美元）的財政刺激措施。

儘管如此，在強勁的出口增長（圖15見下頁）帶動下，台灣經濟依然穩健，整體基本面未受影響。

² 資料來源：韓國央行，2021年5月27日

³ 資料來源：彭博，里昂證券研究部，截至2021年5月

圖15：台灣出口保持強勁



資料來源：中國台灣財政部門

雖然疫情復燃，台灣當局仍預料製造業企業的整體生產保持正常水平，並重申對環球經濟重啟和數字化普及趨勢持樂觀取態。

台灣地區政府預計，由於出口需求強勁和本地產能持續擴張，2021年GDP可望增長5.5%，較2月份預測值調高0.8個百分點⁴，而出口預計增長為15.4%。

與韓國類似，我們繼續看好台灣市場，尤其是科技硬件領域將受惠於半導體超級週期。

⁴ 資料來源：中國台灣行政院主計總處，2021年6月4日

惠理資產配置觀點

2021年第二季度，環球經濟從新冠疫情低谷反彈見頂，數據顯示儘管環球經濟復甦趨勢不變，但經濟增速正在放緩。環球收益率曲線趨於平緩，反映投資者的擔憂已經從高通脹和長期通脹轉為經濟增長放緩。

因此，未來12個月，我們對風險資產的取態更為謹慎（圖16）。

由於市場現時正等待聯儲局的表態和針對縮減資產購買的信號，我們預期美國股市將很可能窄幅上落。鑑於經濟數據顯示增長已開始放緩，聯儲局的縮減資產購買決定可能會推遲到明年。在貨幣及財政政策支持下，資產類別亦有望

向好，而美股現時估值昂貴，在經濟增長放緩的環境下上漲空間將受限。

至於歐洲股市，雖然經濟復甦略落後於美國，但預料今年7月的經濟增長亦將見頂。歐洲央行已延長支持性措施，這同時會對歐洲股市帶來支持，可是所有利好因素大部分已反映在股價之中。

在日本，隨著6月以來疫苗接種速度加快，第四季度經濟復甦料將提速。然而，隨著日本出現更多新冠病毒確診個案，且大多城市仍處於警戒狀態，日本股市的投資氣氛仍會受影響。自日本政府宣布舉辦閉門奧運會以來，外資持續流出日本。奧運結束後，市場情緒有望好轉，因為最壞的時期已經過去。

圖16：未來12個月的資產配置觀點

股票	債券	另類投資
美國	美國國庫	房地產
歐洲	其他發達市場國庫	貴金屬
日本	美歐投資等級	週期性商品
北亞(除日本)	亞洲投資等級	黃金
南亞	美歐高收益債券	現金
其他新興市場	亞洲高收益債券	
	新興市場債券	

↑ 增加持倉 → 維持不變 ↓ 降低持倉

資料來源：惠理基金，2020年7月

在亞洲股市中，我們對北亞市場，尤其是台灣的股市較為樂觀。台灣地區已經逐漸擺脫新冠疫情的壓力，且大部分行業並未受到疫情影響。科技硬件行業的盈利增長勢頭最為強勁，盈利應當能夠維持在較高水平直至明年。現時，科技硬件市場的需求依然非常強勁，而供應短缺的情況未見明顯改善。對中國大陸而言，鑒於經濟增長放緩，我們著重挑選可受惠於第四季度一系列扶持措施的行業。當前，政府政策重點是提高個人/家庭收入和保障勞動者權益，因此，我們繼續看好具議價能力的消費行業。

至於南亞和新興市場，我們預計強美元將對整體市況不利。投資者開始擔憂經濟增長放緩，影響市場氣氛，美元料將保持強勢。此外，由於新冠疫情擴散和疫苗接種進度落後於其他地區，我們預計這些地區的復甦進程將十分艱難。

固定收益投資方面，儘管市場的憂慮已經從高通脹和縮減買債轉向經濟增長放緩，但收益率下降的速度比預期快。在環球經濟，尤其是發達市場經濟保持增長的情況下，長端收益率應高於現時水平。因此，我們仍不看好政府債券和長存續期債券。與發達市場債券相比，亞洲債券的收益率息差仍然具吸引力。隨著投資者繼續尋求更高收益，這等需求料將對亞洲投資級債券和高收益債券帶來支持。

在另類資產方面，由於收益率曲線扁平化，我們預計投資者對房地產投資，如房地產投資信託基金 (REIT) 的需求將會增加。雖然黃金於年初至今的表現一般，但我們預計資金將從週期性大宗商品撤出，重新流入黃金市場。在中美關係持續緊張的狀況下，黃金依然是投資者對沖經濟增長放緩和政治不確定性的資產選擇。

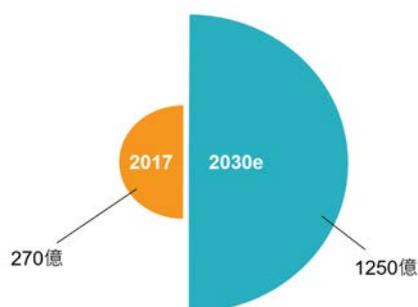
股票主題： 聚焦高質素和結構性增長

1. 區域科技硬件

我們持續看好區內的科技硬件行業所帶來的長期機遇，尤其是半導體領域。

環球物聯網（IoT）設備的增加將推動半導體領域增長，預計到2030年，物聯網設備的數量將增長五倍（圖17）。

圖17：全球已聯系物聯網設備數量



資料來源：Markit

我們認為，物聯網時代開拓巨大的成長道路，為相關價值鏈中的企業帶來可持續的盈利增長空間。物聯網連接個人、企業和工業應用，使用相關設備需兼容軟件、配件和系統，這能催生更能增添價值的新形式娛樂、消費、交通、智慧城市基建和金融範疇。物聯網設備的應用也開啟了製造業的新時代，例如工業自動化，

這衍生更廣泛的定製服務和更具智慧的生產過程。

儘管半導體將受惠於物聯網發展，但上半年投資者一直擔憂半導體行業已接近週期頂點，可是半導體庫存持續處於多年低位，新冠疫情後，庫存回復至正常水平仍需一段長時間（圖18）。

圖18：半導體庫存週轉時間（與5年中位數相比）



資料來源：美銀環球研究預測值，FactSet

儘管半導體製造商已宣佈擴大產能，但產能擴張仍需時間，因此供給仍然難以滿足需求。鑒於半導體相關工藝的複雜程度⁵（圖19a），市場估計生產成品芯片可能需耗時6個月以上。在製造商近乎滿負荷的情況下，半導體的平均銷售價格已經提高，令相關製造商獲益（圖19b）。我們預計當前的週期將持續到2022年甚至更晚時候。

半導體製造商能夠受惠於這種環球需求增長，包括佔據環球近60%產能的亞洲製造商（圖20）。

圖19b：每季度工廠負荷率



資料來源：VLSI研究

圖19a：半導體晶圓生產所需時間



資料來源：SIA · 2021年2月

圖20：亞洲半導體產能佔環球總產能的一半以上

按地區劃分的全球製造能力



資料來源：美銀環球研究

5 資料來源：www.semiconductors.org



2. 中國消費升級

我們持續看好中國的消費升級趨勢。即便是去年新冠疫情的衝擊，亦未能影響消費升級這種結構性上升趨勢，更多消費者願意增加開銷來提升生活質素。消費升級的驅動因素——中產階層人口數量增加、家庭收入激增和城市化發展趨勢不變，並在未來繼續拉動本土消費增長。

消費市場的增長空間巨大，現時消費佔中國GDP僅較小比例，亦低於日本和美國。市場預期消費市場將加速增長，特別是中國正透過雙循環政策，以實現更可持續發展的經濟體。中國的中產階層有6億人⁶，約為美國人口總量的兩倍，其購買力不斷提高可為消費市場帶來支持。

不過，當前驅動中國消費升級的故事，或許只是「國潮」的興起。所謂「國潮」，即是將傳統文化元素融入時尚之中。鑑於「國潮」與民族主義相緊扣，消費者才偏好本地品牌而非外國品牌。的而且確，近年外國品牌在中國消費者中的受歡迎程度已經下降（圖21）。

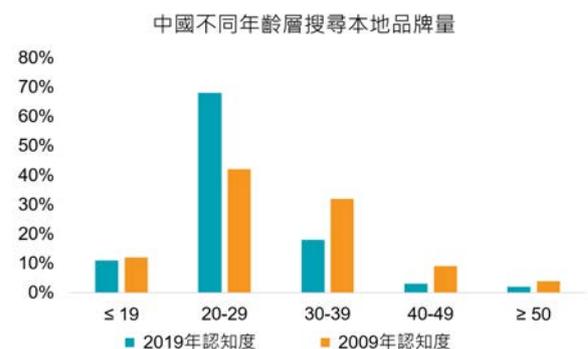
推崇「國潮」產品的大多是年輕消費者，包括Z世代和千禧一代，而他們也是消費升級的主要動力來源。隨著中國發展成為一個環球強國，中國年輕一代的成長環境中，民族自豪感愈來愈強，與上一輩認為外國品牌等於更好品質的想法不同（圖22）。

圖21：中國快消行業品牌整體增長高於外國品牌。市場份額同比增幅



資料來源：貝恩·Kantar Worldpanel。基於快消產品類別

圖22：年輕消費者引領「國潮」



資料來源：百度指數

6 資料來源：花旗預測值

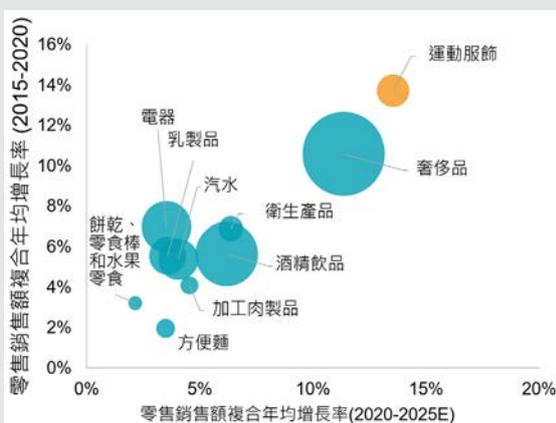
中國消費升級案例分析：運動服裝

過去五年裡，運動服裝已成為增長最快的消費品類別之一，並可望在未來五年保持這一增長勢頭（圖23）。我們認為，運動服裝現時正處於行業發展的「蜜月期」，多種驅動因素，包括民族自豪感增強和溢價上升等因素，都正在推動行業持續發展。

過去數年，國內運動服裝生產廠商開始將「國潮」潮流，融入休閒運動服裝的設計中，增加產品對年輕一代的吸引力。事實上，國內品牌在過去幾年已贏得市場認可及人氣，市場份額亦相應增加（圖24）。

在民族主義這個感性因素之外，運動服裝生產商亦提升產品質量和個性化形象，激發消費者願意為更好產品體驗支付更高價錢，從而優化品牌形象。

圖23：運動服裝是中國增長最快的消費品類別之一



資料來源：Euromonitor

圖24：國內運動品牌正獲得更多市場份額



資料來源：美銀環球研究·Euromonitor

3. 醫療保健

人口結構轉型、監管改革、行業整固，以及環球競爭力仍然是中國醫療保健行業保持發展的正面驅動力。

中國老年人口正迅速增多，預計到2050年，65歲以上的人口總量將達到3.66億人，超過美國、日本和歐洲65歲以上人口總和⁷，這意味著社會將增加對完善醫療保健系統和可負擔優質藥品的需求。除此之外，中國現時的醫療支出規模仍落後於其他市場，僅佔GDP總額6.6%，相較美國醫療支出佔GDP總額17%、日本和德國均為12%⁸。這意味著中國醫療保健相關投資仍有上升空間，亦反映行業具有龐大的增長潛力（圖25見下頁）。

醫療行業不斷增長的需求正驅動改革措施，中國當局在2018年已推行「醫療用品集中採購」（GPO）模式，以穩固相關採購的議價能力，令獲挑選的非專利藥和醫療設備購入價更優惠，並淘汰質素差劣的藥品製造商。

7 資料來源：人口金字塔（Population Pyramid），各國統計局

8 資料來源：Statista，經合組織（OECD），截至2019年12月31日

事實證明，這一措施非常有效，例如，最近一輪（第五輪）集中採購的62種醫藥產品，平均降價56%（圖26）。

然而，隨著價格大幅下降，低附加值的非專利藥的盈利空間受到擠壓，導致相關藥廠的股價發生波動。

這改革推動行業作出整固，只留下少數龍頭企業，而這亦代表可為投資者帶來投資機遇。這些機遇包括讓財務狀況良好的龍頭製藥廠，能消化盈利下降的影響，並持續增加市場份額，因為這些龍頭藥廠已贏得大部分投標。預計2025年，頭四大非專利藥品製造商的市場份額，將由2017年的8%提升至30%。⁹

同時，中國藥品研發成本僅為美國頂級製藥企業的十分之一，有利於本土創新藥廠（圖27），令其在環球市場競爭中更顯優勢。例如，中國兩家領先的生物科技企業均以10億美元的對價將藥品授權予其他環球製藥企業。愈來愈多國內生物科技企業也在進行多國臨床試驗，旨在贏得更大環球市場份額。

我們亦留意到中國領先的藥品分銷商的持續發展機遇，隨著合作醫院網絡、物流、倉儲和融資支持的改善，它們料將獲得更大市場份額。我們預計，中期內，中國頂級藥品分銷商可望實現10-15%的盈利增長，較之醫療保健行業整體8-9%的增幅為高。

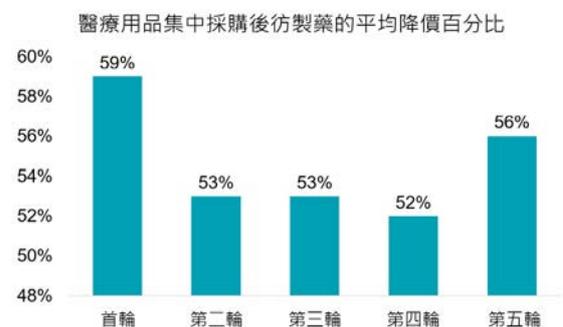
從歷史數據來看，這些藥品分銷商的估值亦具有吸引力，現時其市盈率約為6-7倍，而歷史平均水平約為16倍。

圖25：預計到2030年，中國醫療支出總額較2021年增長逾一倍



資料來源：Frost & Sullivan，高盛研究，2020年11月。2020-30年數據為預測值

圖26：集中採購非專利藥品的價格下調50-60%



資料來源：陽光醫藥採購集合平台，中銀國際研究，2021年6月8日

圖27：國內藥企受惠於較低勞工和研發成本

	中國十大製藥商	美國十大製藥商
每年平均員工成本 (人民幣)	300,000	1,500,000
每藥平均研發成本 (百萬人民幣)	700	7,000
2019年獲批創新藥數量	48	47
研發成本佔收入百分比	15%	18%
研發支出 (十億美元)	3	82

資料來源：惠理數據，截至2021年1月

9 資料來源：花旗研究，2021年1月



人口結構轉型、監管改革、行業整固，以及環球競爭力仍然是中國醫療保健行業保持發展的正面驅動力。

4. 金融

儘管自年初以來，金融業已經展現復甦跡象，但我們認為，金融業能夠提供長期投資機遇，尤其是中國的財富管理板塊。

我們預計，零售投資者對理財產品的需求不斷增長，將惠及提供財富管理服務的金融機構。由2020年到2030年，零售金融（富裕階層和大眾富裕階層）的可投資資產規模可望增長一倍以上，達51萬億美元，反映財富管理領域投資機遇巨大（圖28）。

圖28：中國財富管理領域的潛在市場龐大（房地產和奢侈品資產除外）¹⁰



資料來源：波士頓諮詢公司，中國央行，中國銀保監會，萬得，高盛環球投資研究，高華證券研究。

此外，中國投資者在理財產品方面的資產配置處於較低水平，其中大部分金融資產投資於房地產，其次是現金（圖29）。

清華大學的一份研究亦指出，零售投資者需要專業服務協助管理投資。調查結果顯示，儘管2016-2019年間，零售投資者的交易佔中國證券交易規模80%，但他們持有的流動股比重僅佔21%。這顯示內地的零售投資者為頻繁交易者，而非長線投資者（圖30a和30b見下頁）。

10 註釋：個人可投資金融資產包括存款、證券、共同基金、銀行理財產品以及中國家庭持有的其他金融資產，但不包括房地產、奢侈品等非金融資產

數據亦反映出，大部份中國內地股市產生的投資回報，均由機構和企業投資者賺取（圖31a和31b見下頁）。這一現狀讓財富管理機構帶來機會，可為投資者扮演提供專業建議的角色。

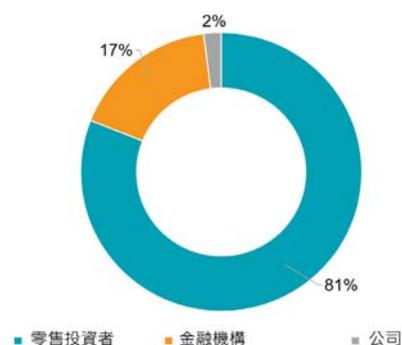
在財富管理領域，我們看好行業龍頭。中國的財富管理行業具有較高的門檻，投資者通常選擇品牌聲譽良好、成熟的機構。

圖29：中國內地投資者偏愛房地產投資，而非理財產品



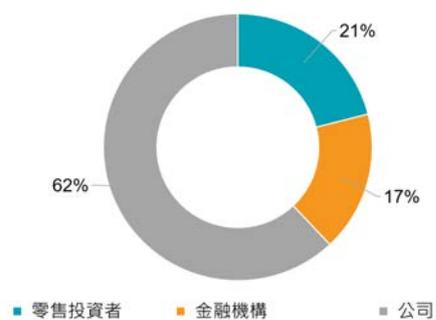
資料來源：NFID，CEIC，萬得，高盛環球投資研究，高華證券研究。數據截至2019年。

圖30a：投資者交易量佔比（2016-2019）



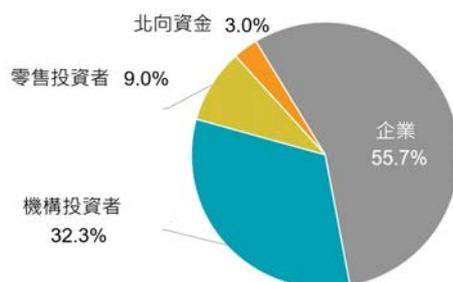
資料來源：清華大學，世界經濟論壇和Oliver Wyman，2020年7月

圖30b：不同投資者股票持有百分比（2016-2019）



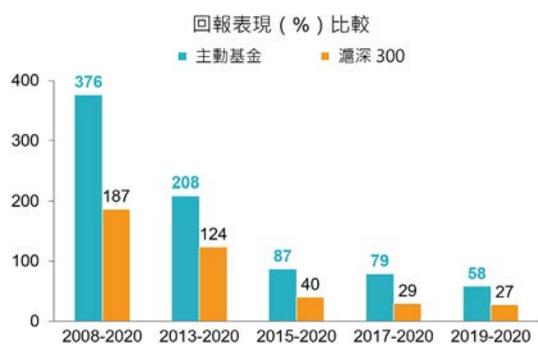
資料來源：清華大學·世界經濟論壇和Oliver Wyman·2020年7月

圖31a：不同投資者所獲回報（2017）



資料來源：上海證券交易所

圖31b：主動管理基金投資回報較佳



資料來源：CLSA, Wind, 數據截至2020年12月31日

亞洲信貸： 經歷政策緊縮週期的考驗

疫苗普及以至各類防疫措施逐漸鬆綁，使環球經濟重現增長。可是，近期的增長因德爾塔（Delta）變種病毒和去年低基數效應減退，或引至增速放緩，但我們認為，環球經濟始終能保持增長趨勢。隨著全球信貸息差反映經濟復甦和良性違約率，未來數個季度，我們將傾向關注：一、聯儲局就貨幣政策正常化和縮表立場是否有任何重大轉變；二、任何關於中國在岸融資環境的變化，因為內地今年大部分時間都因經濟放緩而處於較緊的狀態。

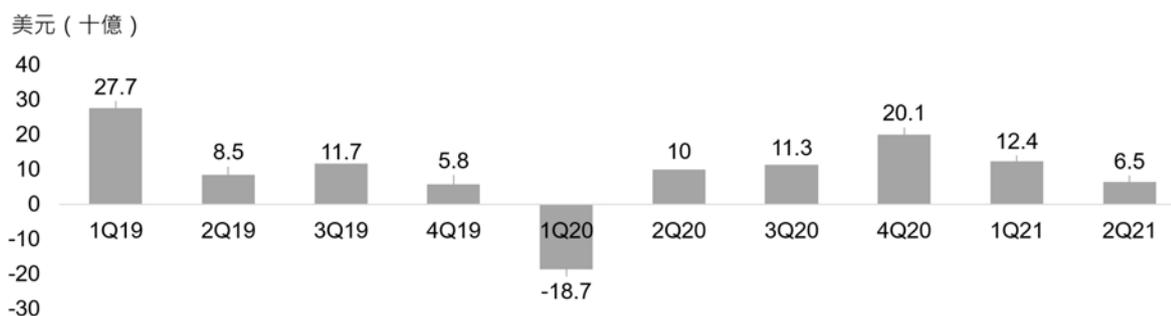
鑒於美國通脹上升由市場需求受壓抑和供應鏈面對瓶頸導致，而美國勞工市場尚未恢復正常，我們預計美國於近期加息的機會較低。即便如此，我們仍認為聯儲局鴿派政策立場的突變有可能引致定息市場情緒逆轉，我們繼續對聯儲局的縮減時間表持謹慎取態。今年第二季度，美國十年期國庫券孳息率整固後，儘管經濟增長趨於正常化，但我們認為到年底之前，十年期國庫券的孳息率仍有上升空間，而短期內，美國加息的機會依然較小。現時，市場預計到2023年可能會有一至兩次加息。

至於中國，近期存款準備金率下調，反映央行支持流動性和保持融資成本低企的用意。信貸脈衝料下降可幫助控制金融風險，經濟增長放緩的影響，加上中國國債收益率收緊11個

基點後，料可維持在較低水平（現時約為3%）。

大宗商品因持續供求失衡引導的上漲周期，下半年有可能發生轉變。儘管如此，我們認為現時預期大宗商品價格將出現大幅調整，還言之過早，雖然經濟增速有所放緩，但經濟仍在保持增長。大宗商品價格的穩定，加上美元走強，將繼續利好新興信貸市場和資金流動（圖32見下頁）。

圖32：新興市場美元債券基金年初至今錄得穩定資金流入



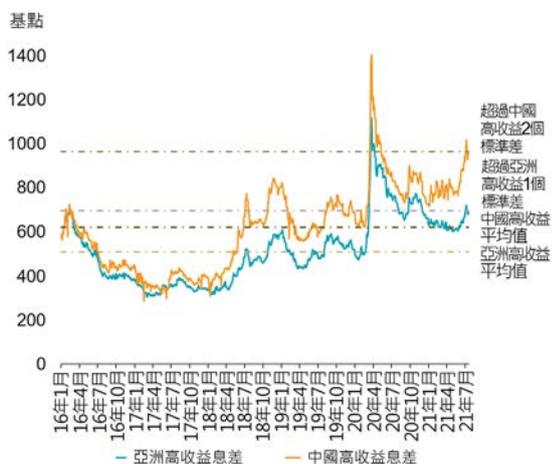
資料來源：EPFR數據，截至2021年7月20日

亞洲經濟的復甦前景和可控的違約率，均為亞洲美元債券市場提供支持。此外，由於價格已經反映中國貨幣政策緊縮週期的影響，亞洲高收益美元債券的價格仍有空間回歸均值，對尋求更高收益的大量流動性資金帶來吸引力，環球資金對亞洲高收益美元債券的需求或將增加。

總括而言，我們認為亞洲高收益債券的吸引力，較亞洲投資級別債券和美國高收益債券為高（圖33和34）。上半年摩根大通亞洲投資級信用指數（「亞洲投資級指數」）息差收緊22個基點，而摩根大通亞洲高收益信用指數

（「亞洲高收益指數」）的息差則擴大42個基點；而同期內，受息差交易的驅動，亞洲高收益指數的表現較佳，投資回報為1.3%，相對地，由於十年期美國國庫券孳息率在次季較首季下跌，亞洲投資級指數上半年的回報為負0.5%。具體而言，較受在岸緊縮政策影響的房地產債券、消費企業債券和國家主權債券繼續表現亮眼。

圖33：中國高收益債券的息差較過去五年均值高約2個標準差



資料來源：摩根大通亞洲高收益信用指數，巴克萊中國高收益債券指數

圖34：亞洲高收益指數較亞洲投資級指數和美國高收益指數更具吸引力



資料來源：彭博數據，截至2021年7月20日

關注個別特殊事件

貨幣政策變動之外，下半年，市場應聚焦個別特殊事件上。我們維持自下而上的債券篩選方法，並預計市場情緒將十分敏感，因此更偏好質素更佳的債券。我們將密切關注下列事件：

1) 華融會否在2021年8月底（原定財報發佈時間）前公佈2020財政年度業績，以避免發生違約；而政府是否會救助這些國企以維持商譽風險？又會否製定具有解決其離岸債券存續期的具體計畫？

2) 恆大規模龐大的應付帳款問題是否繼續拖延？同時會否進行任何形式的債務重組？

骨牌式的金融傳染得到有效控制，因基本面良好且聲譽較好的企業仍能發行債券，亦即是說，市況波動在市場有更清晰了解前，仍然不會減少。我們可能會看到溢出效應，但這些事件應當不會引致離岸債券市場系統性違約事件加速發生（圖35）。從指數比重來看，

華融於摩根大通亞洲信貸綜合指數的比重為1%，恆大於亞洲高收益指數（綜合指數的0.9%）的比重為3.9%，因此在債券估值已經有所改變的情況下，影響應當都是可控範圍。亞洲投資級別債券的墮落天使風險亦處於低位，而年初至今強勁的房地產預售收入，現金流儲備以及下半年中國房地產企業的離岸債券再融資需求有所放緩（170億美元，上半年：2300萬美元），相信都有助於避免亞洲投資級別債券的信貸評級惡化。

長線來看，我們認為中國平衡經濟增長和風險控制的目標，應當要創造更健康的信貸環境。為抵消中國房地產債券的風險敞口，我們選擇防禦性地增持大宗商品和消費相關的債券。

圖35：亞洲高收益債券違約率穩定



資料來源：美銀研究，截至2021年6月30日；違約率=過去12個月違約發行人數量/期初發行人總量



貨幣政策變動以外，下半年市場應聚焦個別異常狀況，鑑於市場緊張情緒將持續，我們堅守由下而上的研究，並提升信貸質素篩選。

行業觀點

中國在岸債券市場

今年大部分時間，中國在岸信貸收益率一直維持在3.1%以上，但7月9日下調存款準備金率後，收益率降至2.9%。存款準備金率下調凸顯了中國央行穩健的貨幣政策，為銀行提供長期資金，而非增加整體流動性，短期內看不到為推動GDP增長，而將採取激進的財政刺激措施的可能。由於出口不確定性上升，投資亦放緩，因此今年餘下時間不排除再次下調存款準備金率。隨著市場對更加寬鬆的政策環境和趨於正常化經濟增長的預期加強，下半年在岸信貸收益率料將持續下降。

在岸信貸市場的違約規模仍然較高，但違約機構的數量呈下降趨勢。特別是國有企業違約金額快速增加，而民營企業違約金額則減少。隨著中國經濟從追求增長轉向追求資本效率，已增加對違約事件的容忍度，這種趨勢似乎將會持續。儘管如此，我們認為政府仍會保留部分支持措施，以避免違約事件大範圍爆發。我們尋求那些受市場影響但仍保持基本因素較好企業的投資機會，由於再融資風險較高，我們同時會避開實力較弱的政府商業化的地方政府融資工具（LGFV）。

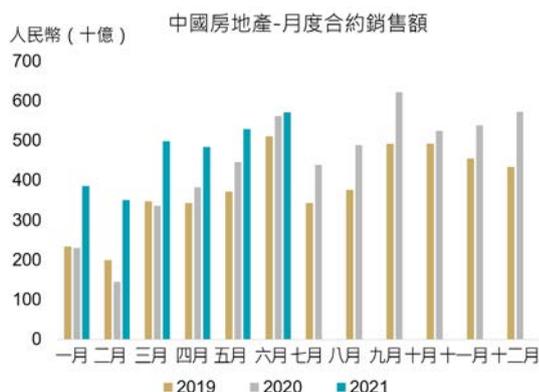
亞洲投資級別債券

亞洲投資級別債券在首季表現不佳，第二季度隨著美國利率變動有所回彈，年初至今綜合回報率為負0.5%。儘管中國的反壟斷監管依然未解，中美關係亦持續緊張，但信貸息差整體仍緊縮，反映墮落天使風險較低。印尼新冠確診病例增加以及疫苗接種率低企，將對經濟復甦構成下行壓力，並迫使財政整固措施暫停，而政策正常化或會推遲至2022年。全球貿易增長放緩和對聯儲局縮減的擔憂，對新興市場貨幣構成一定壓力。

印尼盾可能繼續受壓直至今年年底，貶值壓力或會阻礙印尼央行降息。因此，我們預計印尼降低政策利率的機會不大。自2020年6月以來，穆迪和惠譽對印度主權債一直維持負面評級展望，疲弱的經濟增長和金融體系下行風險是下調評級的主要因素。我們相信，雖然封城措施減少，但評級機構將繼續保持耐性，因印度的經濟增長前景仍不明朗，就算通脹率已經處於高位，仍有可能會迫使印度儲備銀行維持鴿派立場。

上市前再融資需求有可能推高亞洲投資級別債券的供給，市場預期下半年及未來一段時間美國國庫券孳息率將上升。總括而言，我們認為息差壓縮的空間很小，在美國國庫券孳息率可能上升的前景下，繼續對亞洲投資級別債券維持較少資金配置。

圖36：年初至今銷售合同總額有望實現年度目標



資料來源：28間上市中國發展商的公司數據，截至2021年6月

圖37：上半年銷售合同總額按年增長良好

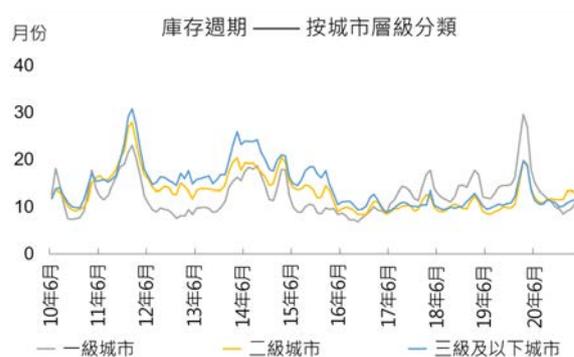


資料來源：28間上市中國發展商的公司數據，截至2021年6月

中國地產

我們追蹤的28家上市中國發展商，上半年銷售合同總額按年增長34%，保持在健康水平（2021年首季因基數較低，按年增幅高達73%）。相較於上次下行週期（圖38），上半年這些發展商的總體庫存消耗時間保持在健康水平。發展商基本已經完成2021財政年度全年預售目標的50%，這是帶來現金流的關鍵所在。然而，「三道紅線」政策出台後，土地銷售政策集中，而且整體資金收緊，加上非合併財報的合資/聯營企業項目增加，

圖38：發展商庫存水平保持穩定



資料來源：CREIS；銷售庫存比率=當前庫存/過去六個月的平均銷售額。截至2021年6月

引致土地價格上漲和土地收購速度放緩，2021年發展商將繼續面對收入增長放緩和利潤空間壓縮的局面。那些在大灣區內和城市重建項目上具有競爭優勢的發展商，利潤率可得到更好保障。

令我們感到較安慰的是：1) 年初至今，預售目標達標，現金回收率料將維持在70-80%左右；2) 上半年，發展商為保持流動性（土地收購成本約為預售收入的40%），整體採取嚴謹的土地儲備策略，由於下半年融資環境趨緊，我們預計有更多發展商執行這同一策略；3) 相較上半年，下半年發展商的債券再融資需求增速料將放緩（2021年下半年離岸債券發行規模預計為170億美元，相對2021財年全年為4,000萬美元；2021年下半年在岸債券發行規模為200億美元，相對2021財年全年為500億美元）。如果無法透過發行在岸債券實現再融資，發展商可能會透過資產處置來進行融資。

由於中國貨幣政策收緊直接影響房地產行業，上半年中國房地產債券回報率為負2.3%。自2021年6月以來，B評級和BB評級的債券收益率從年初的3%增長至6-7%。在華夏幸福和

圖39：中國房地產債券估值



四川藍光發生違約、禹洲地產營收意外減少之後，市場情緒亦受到衝擊。

我們認為部分估值吸引的B評級和高風險B評級債券具有投資價值（圖39），儘管預計下半年中國經濟增長將逐步正常化，房地產行業亦將延續偏緊的基調，但土地儲備質素較佳和財務管理審慎的發展商，應能安然渡過這次行業週期。我們相信恆大無須經歷重大重組即可解決亂局，以及中國在岸融資環境改善這兩項因素可能導致收益率壓縮。

鑒於發展商盈利能力下降，我們更關注其土地儲備質素，並特別留意那些合約負債金額相對收入處於較低水平的債券發行人。我們偏好具備以下特質的發展商：1) 能夠繼續利用在岸融資渠道進行融資；2) 將財務紀律和流動性管理的優先等級置於增長之上；3) 有能力執行銷售並維持健康現金回收率；和4) 承受較少沉重的表外負債。

中國工業

上半年，中國工業債券的表現與指數回報一致，各項技術性指標走強，資金流出房地產債券後尋求多元化投資項目，導致工業債券估值偏緊。多數發行人已經利用市場窗口發行債券來滿足再融資需求，導致信用評級普遍上調。企業基本面應能繼續受惠於營收反彈，以及有利於大宗商品價格走勢。為把握經濟持續復甦的機遇，我們增持了部分消費和大宗商品相關的債券。

澳門

受惠於中國內地與澳門之間的跨境旅行放寬部分限制，上半年博彩行業表現亮眼，回報為2.2%。更重要的是，博彩債券發行人展現應對現金耗盡衝擊的緩衝資金，並採取了措施延長債券的存續期。

未來數個季度，隨著中國內地、澳門和香港更廣泛地接種疫苗，邊境管控措施可望進一步放寬，下半年博彩行業收入有機會繼續增長。另一個需要關注的重要事件是博彩特許權

續期，現時所有特許經營權將於2022年6月到期，而澳門特區政府尚未公佈公眾諮詢議程表或續約計劃。因此，我們預期整個續期過程，從公眾諮詢、法律修訂到投標，可能耗時一至兩年。臨時特許權延期或許是一個過渡期解決方案。

大宗商品

年初至今，金屬和採礦業的表現不俗，回報為7.2%。需求復甦、資本投資不足，以及對沖通脹的需求，都為大宗商品的上升週期提供支持。下半年如供求失衡情況有所改善，我們需要留意市場是否出現調整跡象。下半年大宗商品可能面對的阻力，包括中國基礎設施和房地產行業需求進一步放緩，而大宗商品價格上漲應有助於發行人提高營收，以及降低槓桿率。與中國工業債券類似，我們偏好繼續持有這類風險敞口多樣化的債券資產。

主權高收益

上半年，在斯里蘭卡主權債的驅動下，主權高收益債券表現亮眼，錄得10%回報。斯里蘭卡從國際貨幣基金組織獲得7.92億美元的特別提款權（SDR）撥款，並從中國央行、印度儲備銀行和孟加拉國獲得多種貨幣互換貸款。展望未來，我們認為信貸狀況仍有變數，因為現時斯里蘭卡有25億美元的美元債券即將到期，我們將繼續監測未來18個月該國管理短期債務的能力，並留意是否有意向國際貨幣基金組織尋求資金支持。

更多投資觀點

影片

2021 下半年投資展望
<https://bit.ly/3IPjsRx>



抓緊中國醫療保健契機
(英文版)
<https://bit.ly/3xivBkd>



關於惠理集團有限公司

惠理是亞洲領先的獨立資產管理公司，旨在提供國際級的投資服務及產品。自一九九三年成立以來，惠理於亞洲以及環球市場一直堅持奉行價值投資策略。惠理集團於二零零七年十一月成為首家於香港聯合交易所（股份代號：806 HK）主板上市的資產管理公司。惠理集團總部位於香港，在上海、深圳、吉隆坡、新加坡及倫敦均設有辦事處，在北京亦設立代表處。惠理的投資策略覆蓋股票、固定收益、多元資產、另類投資、房地產及量化投資，服務亞太區、歐洲以及美國等地的機構及個人投資者。更多有關集團資訊，請瀏覽網站 www.valuepartners-group.com。

本文提供之意見純屬惠理基金管理香港有限公司（「惠理」）之觀點，會因市場及其他情況而改變。以上資料並不構成任何投資建議，亦不應視作投資決策之依據。所有資料是搜集自被認為是可靠的來源，但惠理不保證資料的準確性。本文包含之部分陳述可能被視為前瞻性陳述，此等陳述不保證任何將來表現，實際情況或發展可能與該等陳述有重大落差。

投資涉及風險，基金單位價格可升亦可跌，基金過往業績並不表示將來的回報。投資者應參閱有關基金之解釋備忘錄，以了解基金詳情及風險因素，投資者應特別注意投資新興市場涉及之風險。在決定認購基金之前，投資者應徵詢財務顧問之意見。如果選擇不徵詢財務顧問之意見，則應考慮該基金產品是否合適。

本文並未經證監會審閱。刊發人：惠理基金管理香港有限公司。

關注我們



香港總部：惠理集團有限公司

香港中環皇后大道中99號
中環中心43樓

電話：+852 2143 0688
傳真：(852) 2564 8487
電郵：investservices@vp.com.hk

新加坡辦事處： Value Partners Asset Management Singapore Pte. Ltd.

9 Raffles Place, #13-04,
Republic Plaza,
Singapore 048619

馬來西亞辦事處： Value Partners Asset Management Malaysia Sdn Bhd

Level 28, Integra Tower The Intermark,
348 Jalan Tun Razak,
50400 Kuala Lumpur,
Malaysia

上海辦事處： 惠理海外投資基金管理(上海)有限公司

中國上海市浦東新區花園石橋路33號
花旗集團大廈701室
郵編：200120

惠理投資管理(上海)有限公司

中國上海市浦東新區花園石橋路33號
花旗集團大廈702室
郵編：200120

倫敦辦事處： Value Partners (UK) Limited

16 Berkeley Street,
London W1J 8DZ,
United Kingdom

