

2021年

全球市场展望

概述

乐观看待2021

长期前景仍不明朗，但2021年对投资者来说较为乐观。

虽然2020年对于大多数人来说都是不愿回想的一年，但它为我们带来了放慢脚步的契机（虽然我们别无他法），让我们重新考虑优先次序，改善与亲人之间的关系，并快速学会应变。

2020年，年初有澳大利亚的山林大火，东海岸大部分地区都严重受灾，年末则是美国自2000年以来最具争议的总统大选。其间，贸易紧张升温局势逐渐得到平息，这原本会成为2020年最重要的投资新闻，不曾想却又爆发了一场一个多世纪以来最严重的全球大流行疫情。

对于投资者而言，2020年市场用到了所有“动物比喻”。先是“牛”“熊”交替，波动性达到历史高点。部分市场月度跌幅创下历史纪录，之后又出现了有史以来最大的月度涨幅——政府向金融系统注入了大规模财政刺激措施。“鸽”派央行全程支撑市场，而随着拜登当选入主白宫，共和党或将在参议院掌握主导权，财政“鹰”派有可能随之回归（但未成为现实）。当然，还有一只“黑天鹅”——新型冠状病毒疫情，它的影响很可能会持续多年。

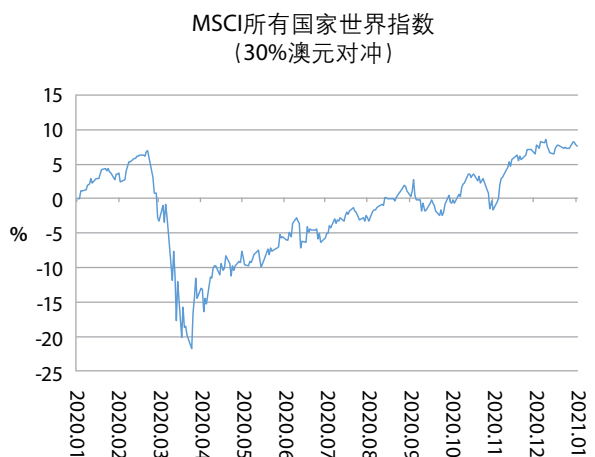
虽然市场动荡，但收盘时仍高于年初水平。根据MSCI ACWI指数（30% 澳元对冲）的测量，股票市场收盘时比2020年1月1日开盘上涨了7.6%（图1），同时经济基本面和经济环境也发生了显著变化。

尽管风险资产的中短期前景呈乐观态势，但所有为推动2020年经济复苏而采取的经济刺激措施，最终都需要买单，全球现金利率几乎为零，全球化看来将在相当一段时间内受到威胁。因此，我们现在对资本市场的长期前景不那么乐观，并在10月份，我们已将多元化投资组合十年滚动期的年回报率预期降低了0.5%。

虽然10年期前景仍不明朗，但本文件的关注点是2021年。意料之外的是，2021年对投资者来说是较为乐观的。

在2020年的大部分时间里，我们都减持成长型资产，直到10月中旬，我们在美国大选前将投资组合恢复到基准水平。11月，市场对选举结果持乐观态度，疫苗开发迎来曙光，经济复苏前景变得更加明朗，因此我们转向了温和增持成长型资产。我们看到这种乐观的情绪将在2021年延续。

图 1: MSCI ACWI (对冲 30%)
2020年表现



资料来源：彭博、ANZ首席投资办公室(CIO)。截至2021年1月。

值得注意的是，如果没有中国，2021年的全球经济不太可能会恢复到2019年的产出水平。尽管如此，股市目前仍处于创纪录高位。怎么会出现这种现象呢？2020年的情况证明，投资者必须学会理解经济和市场之间的差距。虽然市场与经济密切相关，但前瞻性情绪一直是市场定价更主要的驱动因素。

在当前经济不景气的背景下，市场却没有崩塌，共有三个关键因素：

1. 在经历了十多年的增长后，人们长期担心的经济衰退已然显现，而且似乎不太可能重演，至少在一段时间内不会。
2. 预计经济会强劲复苏，由于产能利用率尚且不足，所以经济过热以及随之而来的通胀压力的可能性很小。
3. 大流行疫情爆发之初，各国央行大幅放松货币政策。由于没有通胀压力，央行能够进一步坚守其利率更低、降息时间更长的路线。

尽管经济基本面继续产生阻力，但是央行维持低利率的持续承诺以及强劲的公司收益增长（预计大多数市场的每股收益回升25-30%），为我们对股市的乐观看法提供了基础，并使我们能够提高2021年的目标市盈率。这些因素，再加上TINA（即，别无选择）、FOMO（即，害怕错过）等情绪和经济活动回弹，应该会推动股市上涨潜力达到个位数高位——亚洲有可能达到两位数。

从风格上来看，2020年末传出的疫苗大好进展消息，令资产转向周期性股票，“价值股”又突然回复流行。我们预计，2021年内会有短暂的相似回弹，低利率和经济增长前景使这些回弹不可持续。因此，我们认为今年“成长型”股票将有适度更优表现。

2020年，相当多的证据表明，许多企业坚守了负责任的经营方式，并因此而得到了消费者、员工和政府的欣赏和支持。这进而推动这些公司获得了更高估值和（或）更高利润，让投资者获得了更好的回报。我们预计，这一大趋势将在2021年及以后进一步延续，而且速度会更快。我们将在投资主题部分对此进行深入讨论。

当然，2021年也仍然存在重大风险。美国政治局势及其国内进一步动乱的可能性、大流行疫情应对当中衍生的复杂问题以及澳中贸易紧张局势是目前最严重的风险因素。人们也不应忽视其他地区的自然灾害或地缘政治冲突所带来的影响。尽管如此，我们认为，随着2021年开始，风险偏于上行，利润增长和低利率会推高市场。继2020年一系列灾难性事件之后，2021年市场会更加乐观。

我相信，本文件可以让您了解本行对2021年的预期。借此机会，我谨代表澳新银行感谢各位一直以来的支持。期待今年继续帮助您满足您的投资需求。



Dan Simpson
投资组合管理总监

表 1：投资回报

资产类别	2011-2020年 年化收益率	2020年收益率	2020-2030年 预测年化收益率*
澳大利亚股市	7.8%	1.7%	7.0%
国际股市（对冲）	11.9%	10.6%	5.6%
国际股市（未对冲）	13.2%	5.7%	5.9%
新兴市场股市	6.6%	7.8%	8.1%
国际房地产	7.8%	-13.3%	5.7%
基础设施	11.0%	-3.6%	5.6%
澳大利亚固定收益资产	5.6%	4.5%	0.7%
国际固定收益资产	5.9%	5.1%	0.4%
现金	2.4%	0.4%	1.5%

指数信息：截至2020年12月31日。澳大利亚股市——标普/澳交所300累积指数 | 国际股市（对冲）——MSCI世界（不含澳大利亚）净指数（澳元对冲） | 国际股市（未对冲）——MSCI世界（不含澳大利亚）净指数 | 新兴市场股市——MSCI新兴市场净指数（澳元为单位） | 国际房地产——富时EPRA/NAREIT发达市场（不含澳大利亚）租赁指数（对冲） | 基础设施——富时发达市场核心基础设施净指数（澳元对冲） | 澳大利亚固定收益资产——彭博澳洲债券综合0+年指数 | 国际固定收益资产——彭博巴克莱全球综合指数（澳元对冲） | 现金——彭博澳洲债券银行票据指数。资料来源：FactSet、ANZ PB&A CIO。

* 年化收益率使用Mercer资本市场感知假设（CMA）预测，自2020年9月开始，直至2030年9月。除非另有说明，否则CMA是费用和税款的总和。列报几何收益率。



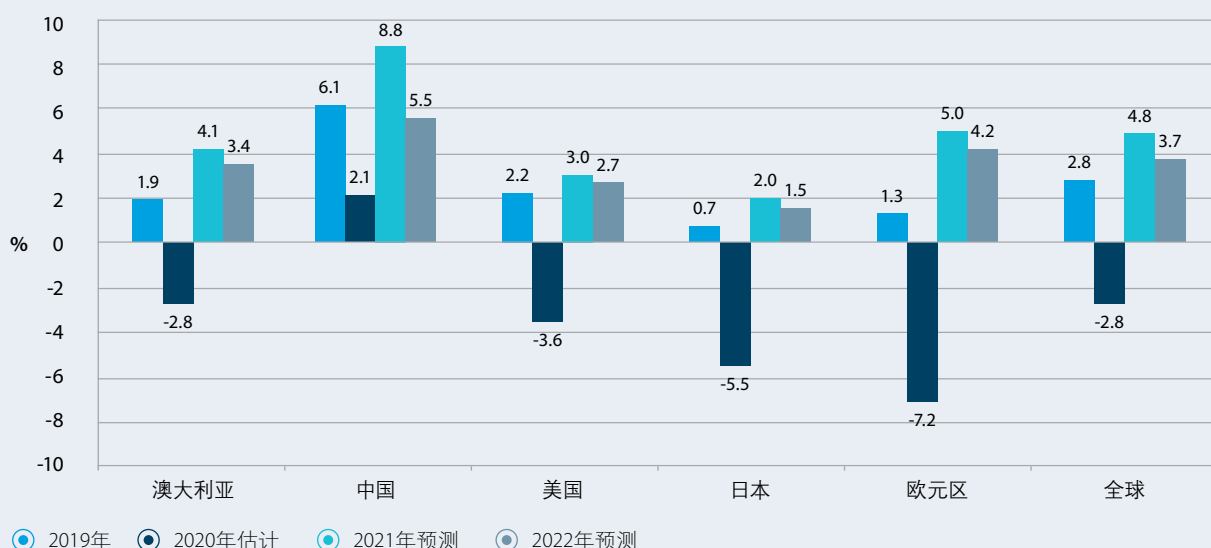


经济展望

疫苗是关键

在经历了2020年的多个极端情况后，2021年下半年在疫苗引领下出现强力复苏的可能性越来越大。如何筹划财政和货币刺激政策的退出，将是政策制定者在今年及以后面临的重大挑战。

图 2：全球GDP增长率



● 2019年 ● 2020年估计 ● 2021年预测 ● 2022年预测

资料来源：ANZ研究部、PB&A CIO，2020年12月。

2020年，全球各个国家同步实施了有史以来规模最大的政策宽松。许多经济体都以前所未有的力度增加了货币供应量，足以抵消大部分危机时期中金融市场预测会遭受的可怕影响。

步入2021年后，疫苗普及路线将会更加清晰，经济刺激政策退出及其执行方式将成为全球市场的关键问题。疫苗前景将让政策制定者能够制定刺激政策退出路线图，并会更加清楚刺激措施的必要存续时间。

疫苗将为受新冠疫情影响最严重的行业（包括交通出行行业、旅游业和休闲业）带来复苏希望，并让企业和消费者更敢于制定长期决策。简而言之，疫苗会让人们看到在2021/2022年回复至某种常态的希望。

最近的疫苗研发情况预示，这场危机在很大程度上是暂时性的，虽然并非所有行业、地区和收入群体都将回复到疫情前的水平，但政策宽松将很可能在某个时间点收紧。这一政策收紧的量化和排序将是一大难题。

令人欣慰的是，鉴于宽松政策即将退出，与全球金融危机相比，许多国家的失业率上升情况都不会持续太久，这应该有助于铺平复苏之路。中国的失业率已经恢复到疫情前的水平，而美国的失业率自峰值以来已经下降了四分之三。

在刺激措施退出方面，我们的主要焦点是货币政策。部分央行——包括美联储和澳大利亚储备银行，已改变了通胀目标，以让加息速度慢于以往周期。这表明在自全球金融危机以来过长的低通胀时期之后，出现了应对通胀的新方式。因此，我们认为至少在2022年底之前，全球央行都不会加息。政策收紧的延后，将有利于经济增长，有助于稳固全球复苏。这将支持我们对2021年可能出人意料乐观展望。

免责声明：22页上与澳元和大宗商品相关的“经济展望”章节组成部分，相关图表与内容源自ANZ研究部季度报告，2020年12月。



澳大利亚

澳大利亚经济已从新冠大流行疫情中稳步回弹，这主要归功于货币和财政方面的大力刺激（第三季度超过GDP的13%），而且鉴于病毒遏制情况和2021年上半年的疫苗预期，澳大利亚经济现在看来将在2021年实现强劲增长。因此，我们预计2021年澳大利亚GDP将增长4.4%，到2021年第三季度将达到疫情前水平。消费者和企业的信心现已回复并超出疫情前水平，支持我们对2021年相对乐观的展望。

未来几年，财政和货币刺激措施如何退出将是政策制定者面临的一大关键难题，刺激措施出现早于预期的退出，仍是一项主要风险。虽然2021年会出现这些不利因素，但疫情封锁所导致的支出受限，加上收入支持措施，在两者共同作用下，已将家庭储蓄率推至创纪录水平，将能在刺激措施退出时提供重要缓冲（图3）。

目前财政政策的重点是推动私企强劲复苏，包括削减所得税和大规模的投资激励等措施。在自住业主和首次购房者的主要推动下，住房融资和建设施工工业已强劲复苏。加之稳定的拍卖成交率，预计2021年房价将大幅上涨。然而我们预计，2021年非住宅类建筑工业仍将疲软。商业投资虽然大幅下降，但预计将在2021年和2022年有所恢复，这是考虑到政府的临时全额扣税计划提高了机械和设备支出额度的缘故。

虽然国际边境仍然关闭，旅游业和服务业出口在2021年上半年很可能继续疲软，但2021年下半年，疫苗的问世可以为其提供一些喘息空间。对华贸易紧张局势

加剧仍是2021年澳大利亚国内经济的主要下行风险，尤其影响教育和旅游出口。

劳动力市场现已强劲复苏，预计2021年将延续这一趋势。到2021年底，失业率将逐步降至6.6%。有效失业率已经从早期的极端水平大幅下降，我们现在认为官方失业率已在2020年7月达到峰值（7.5%）。尽管如此，劳动参与率及劳动力未充分利用率的预期上升，均将抑制工资增长，并减少工资水平出现“回追”的几率。考虑到通胀预期，2021年大部分时间内实际工资都会下降，导致家庭购买力被削弱。

总需求以及劳动力市场快于预期的复苏，导致通胀预期将比之前预测回升得更快一些。尽管预计2021年的增长速度将超过最初预期，但鉴于工资前景低迷，我们预计到2022年底，年度潜在通胀率才会重回疫情前水平。

澳大利亚储备银行的量化宽松（QE）和定期融资机制（TFF）当前结束日期预示，货币政策会有所收紧，但我们预计TFF和QE都会延续至当前结束日期之后。这些计划的具体规模是否会改变，将取决于澳大利亚经济的健康状况和其他央行的作为。

图 3：财政刺激措施退出后，储蓄率的上升可以为家庭提供缓冲

— 家庭储蓄率

资料来源：ABS、Macrobond、ANZ研究部，2020年12月。





美国

美国仍在努力应对新冠大流行疫情，加上最近的国内动乱和政治紧张局势，形成了对其2021年短期增长前景的最大阻碍。从中期来看，风险似乎倾向于上行，疫苗的推出和拜登政府的促增长计划，对2021年下半年的增长前景应有有利作用。总体而言，我们预计美国GDP在2020年下滑约计3.6%，之后在2021年回弹3.0%。

1月初乔治亚州参议院的选举结果，决定了民主党支配国会的局面，为强力的财政激励措施和基建支出铺平了道路。新国会应在疫苗普及接种之前，对就业和收入增长提供支持。拜登总统已开始组建一支出色的经济管理队伍，前FOMC主席耶伦将担任财政部长。这支队伍的工作重点将为就业。我们预计，他们将希望尽快将整体劳动力市场状况恢复到疫情前水平。

2021年拜登就任总统，预期会对外交关系和贸易有利，因为拜登的战略重点为建立互惠互利关系。然而，这种利好不太可能全面惠及美国对中关系，预计拜登政府将传承特朗普对中国的评估，认为中国

是一个破坏性的竞争对手和国安威胁。不过，拜登很可能会改变策略，着手重建战略联盟，以便向中国施压，同时建立人工智能和量子计算等国内产业，以提升竞争力，并且应会推动关键商品的美国国内制造，以减少对中依赖。

在货币政策方面，我们预计2021年美联储将转向更大规模的宽松政策，越来越有可能通过购买更高份额的更长期美国国债来改变其资产构成，以对长期收益率施加进一步的下行压力。FOMC在2021年的优先事项之一将是对其资产购买进行更详细的前瞻性指导。





日本

日本经济在2020年第三季度实现了正增长（环比增长5%），此前三个季度均为下滑。尽管如此，产出水平仍比2019年第三季度的峰值低5%以上。下行风险广泛存在，国内病例数量日益增加，日本2021年的前景看来有些暗淡。

2020年末，鉴于国际旅游业的大幅下滑，日本政府公布了40万亿日元刺激计划的细节，旨在促进国内经济活动。计划还包括对中小企业的减税和补贴以及绿色科技拨款的细节内容。此前，日本首相菅义伟承诺到2050年日本实现净零碳排放。

财政政策预计将有助于在2021年上半年以温和速度提振私人消费。在2021年上半年结束前，经济活动可能会有所起伏，之后会有所改善，因为日本政府正着力在2021年6月结束之前为所有公民接种疫苗。如果奥运会得以在2021年如期举办，将为2021年下半年的增长提供额外刺激。

家庭收入增长收缩，实际工资增速下降，加上就业前景暗淡，因此总体消费很可能只会有无关痛痒的发展。家庭支出应仍然会是多方面考虑，商品消费保持在合理水平，服务消费则较为艰难。

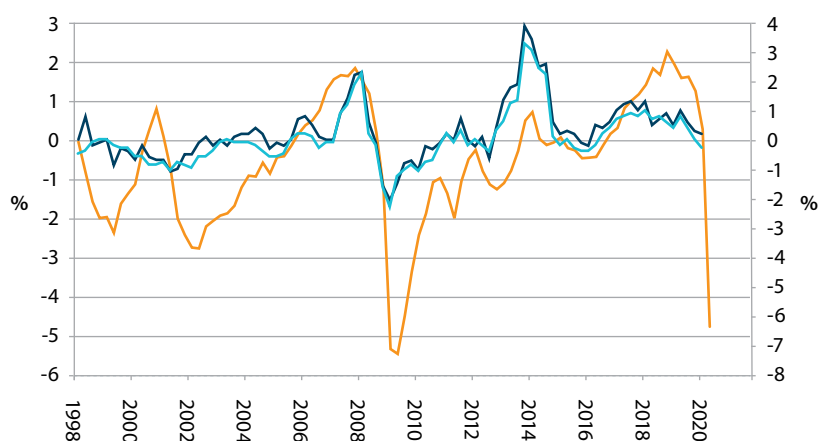
日本银行首选的核心通胀指标仍远低于其2%的目标，2020年底仍处于负值。这种下滑已广泛分布，并且预示2021年通胀率极有可能不会上升。因此，短期内不太可能消除巨大的负产出缺口。

总体而言，我们预计日本经济将在2020年下滑5.5%，然后在2021年回升2%。

图 4：日本产出缺口与通胀情况

— 产出缺口（左轴）
— 整体通胀（右轴）
— 核心通胀（右轴）

资料来源：日本银行、统计局、Macrobond、ANZ研究部，2020年12月。





欧洲

随着2021年的推进，欧元区经济周期背景应会有所改善，封锁力度会减轻，接种新冠肺炎疫苗的公民和之前受病毒抑制的行业将可恢复正常活动。解封速度将决定第一季度的增长情况，但我们预计，从第二季度开始，复苏会更加强劲，而且会日益均衡。

尽管如此，GDP很可能在一段时间内低于潜在水平，造成失业上行压力和物价下行压力，2021年的上半年将尤为如此。

欧元区目前正经历自2009年以来最长时间的负通胀，随着通缩压力的持续，这种情况看来很可能会延续到2021年的前几个月。

这种态势持续的时间越长，它影响价格设定行为常态的风险就越高，导致在GDP达到危机前水平之后，更加难以恢复至持续趋势或高于趋势的经济增长。

欧洲央行预期将在今年完成货币政策审查，并有充分理由将通胀目标从目前的“接近但低于2.0%”上调至2.0%。

财政和货币刺激政策应会保持扩张性，该地区将会受益于全球贸易复苏以及与美国贸易紧张关系的缓解。我们预测，2021年该地区实际GDP将增长5.0%，到2022年初经济将恢复到疫情前水平。

图 5：欧元区服务业通缩是欧洲央行面临的一个主要问题

资料来源：Eurostat、Macrobond、ANZ研究部，2020年12月





中国

中国出色地应对了新冠肺炎疫情，并且在2021年，中国经济可能会恢复其全部潜力。我们保守的假设是，从2021年第二季度到第四季度，中国GDP将以1.3%的平均速度环比增长（经季节性调整），与2019年第四季度持平。这将使中国2021年全年GDP增长8.8%（经季节性调整）。

国务院将在3月把国民经济和社会发展的第十四个五年规划（十四五规划）转化为一系列量化目标，并在全国人民代表大会上宣布。由于疫情原因，中国未能在上一届全国人民代表大会上公布2020年的官方GDP目标，预计这一次将使用宽泛的措辞来表示一个软目标。

我们预计中国将继续对外开放，进口必需品，但将同样关注更广泛的内部经济和社会目标，重点关注促进区域增长。科技和创新将作为推动这一进程的“急先锋”。

贸易和国际关系在2021年仍将存在诸多不确定性，但应该比特朗普担任总统期间稳定。尽管不太可能回到特朗普之前的外交水平，但从现实来看，中国仍是全球供应链的

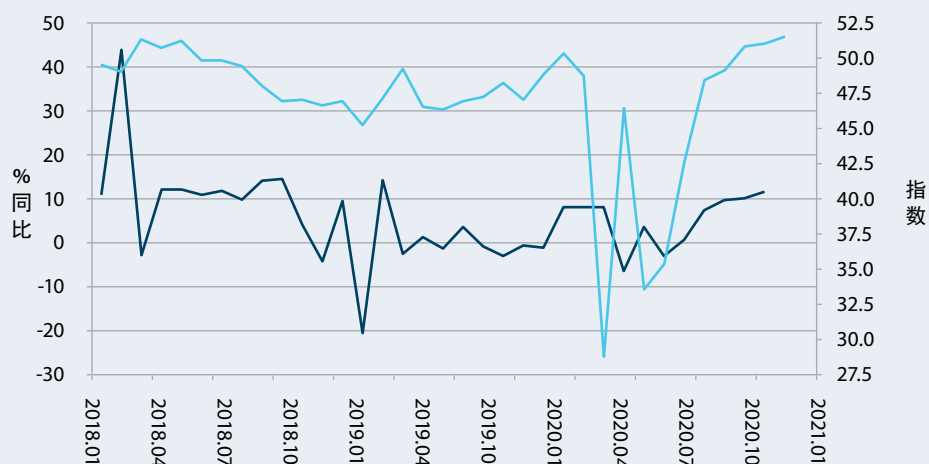
重要组成部分。尽管疫情蔓延，但是中国的出口仍保持出色表现，中国持续致力于全球化进程，世界最大贸易圈的建立——11月15日达成的区域全面经济伙伴关系（RCEP）就是明证。RCEP的签约国中有澳大利亚和新西兰，尽管最近地缘政治紧张，但它们仍认同中国在区域贸易中的重要作用。

许多中国高级官员已经开始围绕疫情相关刺激政策的退出策略发表言论——预计2021年将开始积极去杠杆。很可能会通过宏观审慎措施或其他有针对性的措施，减少特定行业（如房地产）的信贷，从而减缓中国的信贷脉冲。我们认为，政策制定者将在实现货币政策正常化当中采取谨慎的方法，维持利率不变，央行将延长大部分流动性支持措施。

图 6：中国的出口量

— 中国出口，同比，美元（左轴）
— 中国新出口订单PMI，季节性调整（右轴）

资料来源：彭博、Macrobond、ANZ研究部，2020年12月



投资主题

2021年投资关注点

2020年迫使全球做出了快速改变。2021年，有多个投资主题看来将继续加速，进而影响市场结果。

可持续性——投资的大势所趋

2020年，可持续性已成为普遍的大趋势，对投资市场产生了重大影响。从2021年开始，可持续类投资会占据更加主导地位。

在过去十年左右的时间里，人们一直在谈论可持续类投资，但很少采取行动。但现在世殊时异，已有不同。不仅如此，它正在产生滚雪球效应，我们预计会发展成一场“雪崩”。投资行业越来越意识到环境、社会和治理（ESG）问题带来的风险，但在管理与ESG问题相关的投资方面却做得很少。然而，随着退休公积金基金和资产配置人认识到，作为受托责任的一部分，在管理和减轻其他市场风险之余，它们在定制投资方案时也有着与之相似的规避ESG风险的责任，因此它们非常积极地督促公司对ESG事宜负责。

除了ESG考量之外，可持续性还鼓励企业以长远视角针对其环境和社会影响做出决策，而不是仅仅着眼短期季度收益。可持续性不再是“锦上添花”，它成为了对企业而言至关重要的成分。消费者要求企业以可持续和负责任的态度生产产品和服务。工人则对其雇主也提出同样要求。政府逐渐意识到，不负责任的商业行为会耗费大量社会和经济成本，并着力针对这些外部效应设立收费（征税）。对投资者而言，这意味着我们需要了解公司在可持续性方面的表现。

研究表明，真心关注可持续性的公司，都在蓬勃发展，而不关心可持续性的公司，则举步维艰。

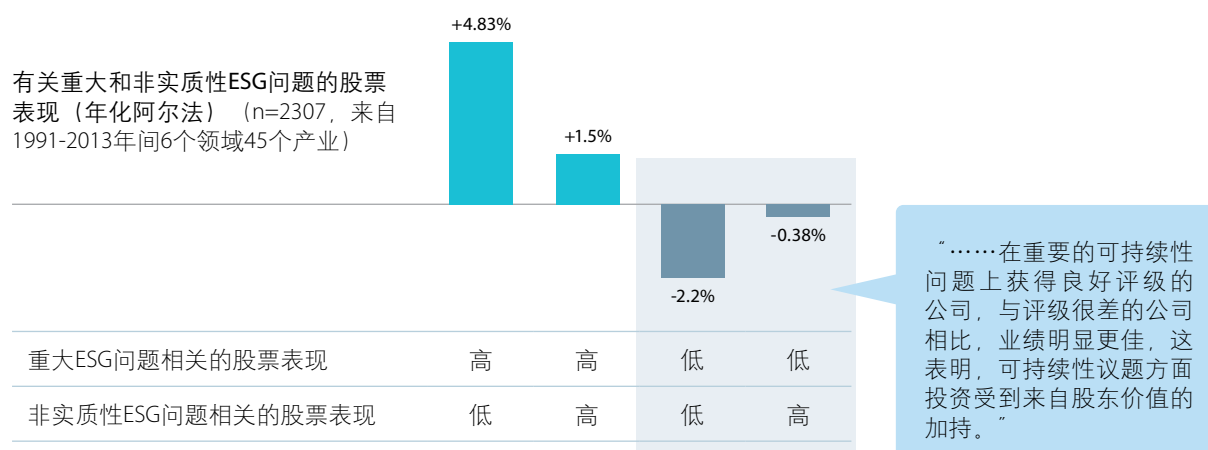
Khan、Serafeim及Yoon利用1992-2013年收集的数据撰写了一篇学术论文，标题为《企业可持续性：重要性的首个证据》。文章中，作者得出的结论是，在重要的可持续性问题上获得良好评级的公司，与评级很差的公司相比，商业表现明显更佳（图7）。

除此之外，在投资中纳入可持续性视角，意味着可以避开那些因其不负责做法而导致自身利润受损的公司。随着消费者纷纷选择避开这些他们认为以无礼方式行事的个人和企业，一个新词也随之诞生——“Cancel Culture”（取消文化或取关文化），用来形容这种消费者行为。最近便有一个实例：反特朗普的消费者用自己的钱包对墨西哥食品商Goya Foods进行了抵制，原因是其公司CEO参加了7月份的白宫活动并赞扬了特朗普。去年，我们也看到，随着主流媒体关注董事会问责，全球各地出现了多例退出董事会的情况，澳大利亚亦包含在内。虽然抵制品牌不算新现象，但声誉损害和对利润的影响可能会产生挥之不去的后续效应。

气候变化行动是可持续性的另一个重要组成部分。2020年，各国政府均在净零排放承诺方面进一步做出了努力。日本首相菅义伟承诺日本到2050年将实现净零碳排放，英国则宣布从2030年起，将完全禁止销售汽油和柴油新车。

虽然在这方面登上新闻头条的大部分都是坏消息，但可持续类投资不仅仅是管理风险。和风险管理同样重要的是，寻找顺应可持续大趋势的成功企业所带来的投资利润机会。施耐德电气便是很好的实例。这是一家法国跨国公司，由我们的全球股票管理人之一MFS控股。施耐德的建筑能源管理产品可以降低电力消耗，平均可节省约30%的成本。有些情况下可达85%。该公司针对商业建筑推出了新型中压开关设备，不再需要SF6气体，而该气体的升温潜能值约为二氧化碳的2万倍，是最强的温室气体。

图 7: ESG问题的重要性愈发显著



该研究测试了SASB实质性因素的影响，并考虑了公司规模，市账率，获利能力，杠杆和行业方面的影响。

资料来源：Khan, M., Serafeim, G.与Yoon, A. (2016)。《企业可持续性：重要性的首个证据》。《会计评论》：91卷，6期，第1697-1724页。

ANZ私人银行与理财部也正采取多种手段，应对可持续性大趋势，并对相关基金的经理提出更多要求。我们要求我们所有线上经理能够将ESG因素整合纳入各自的投资流程，以便能管理风险和利用机会。我们还要求基金经理积极参与代理投票，并就负责任的做法与公司沟通合作，比如打击现代奴役制等。我们所有多样化投资组合经理都签署了《联合国负责任投资原则》。

然而，2020年，我们最大的可持续类投资亮点是向我们的批发客户推出的一项影响力投资提议。影响力投资是指在不损害回报的情况下，投资于造福人类

和地球的事物。这开辟了许多专题驱动型的新机会，如无障碍住房和再生农业。

可持续性曾经是少数人谈论的话题。ESG因素过去是烦人的小风险，连表面文章都几乎没有。但现在，人们正视了ESG风险的存在及影响，也出现了大量利用ESG因素的机会。对我们来说，我们将更加重视可持续性投资，不仅是因为这是正确的做法，而且还因为它拥有充分的投资价值。

“TINA——别无选择”（除了股市以外）

债券和股票的收益预期均已降至历史低点，有效边界也因此大幅下降（图8）。但债券的转变却是最为极端。

这与低经济增长、低通胀以及随之而来的低收益率是相符的。低债券回报率“拉陡”了有效边界，因此意味着应增加对股票的配置。另一方面，股票估值越高，未来回报潜力反而更低。

实际回报预估看起来则更加令人沮丧：通胀预期上升，意味着实际预期回报低，一些固定收益资产的预期回报为负。在近一时期，甚至整个新冠疫情期间，投资者都获得了丰厚的回报。这种情况预计不会持续，因而为投资者带来了两难困境——究竟该如何配置？

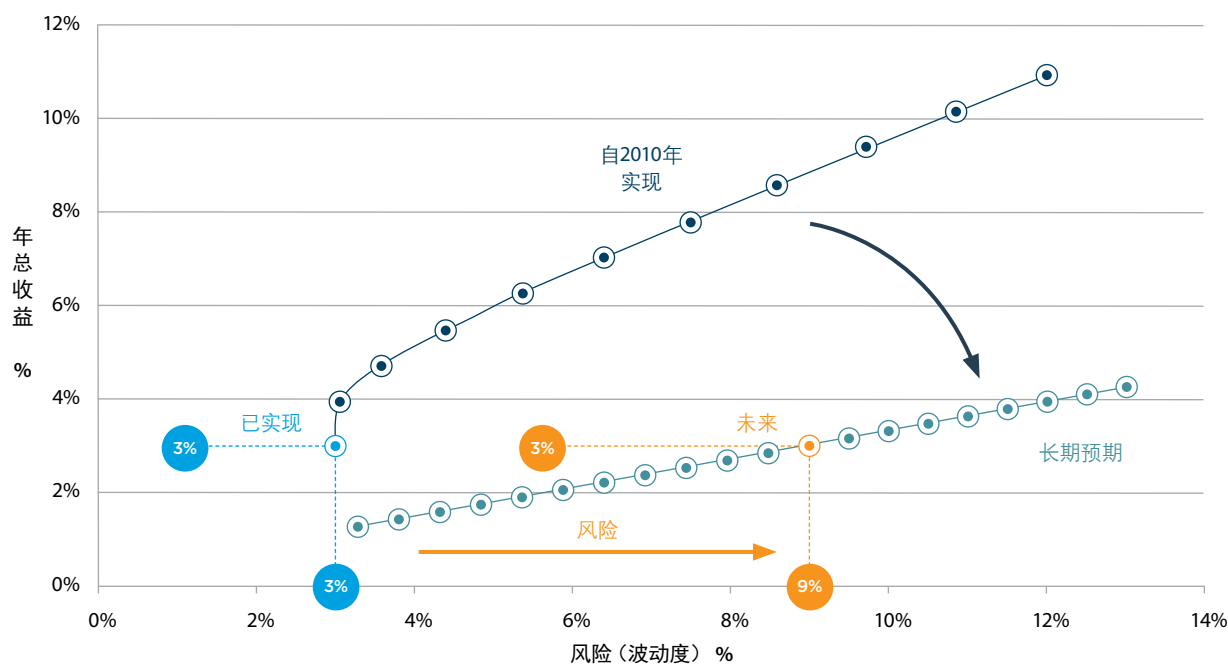
不幸的是，新冠疫情在2020年3月带来的股市崩盘产生了一些新的市场动态。多样化配置（一直是投资决策当中唯一的“免费午餐”）受到了进一步质疑。股市大幅下跌，波动性飙升至历史高点，美国国债收

益率（安全“避风港”）也在市场崩盘高峰期上涨。通俗地说，随着几乎所有资产都朝着负面方向发展（至少持续了几天），跨资产相关性增加了。多样化配置变得难以实现，令人们对未来提出了疑问。

当然，针对这种环境的应对方案是存在的。首先，我们认为，相对于现金，可能需要加大对股票的战术性配置并增持政府债券，以维持一定水平的投资组合回报，同时不冒过多的风险。进行专业的战略资产配置，这对于确保妥善完成上述任务、避免集中风险以及通过扩展传统机会来实现投资多样化来说，至关重要，例如，配置另类资产或私有市场。我们还认为，这增加了战术性资产配置带来的益处，例如逆向交易，并由此产生额外的超额收益（阿尔法）。

2020年为投资公司提供了引导客户度过动荡时期的机会，我们认为，随着未来一年乃至多年市场动态的发展，对这种管理方式的需求会只增不减。

图 8——有效边界正在向低处移动



以往表现并非未来收益的可靠指标。预测并非未来收益的可靠指标。预测根据假设、估计、意见和假设模型或分析而做出，而这些可能会被证实错误。资料来源：Bloomberg Finance L.P.、DWS Investment GmbH，截至2020年11月。



中澳争端

2020年末，澳大利亚与其最大的贸易伙伴——中国的关系陷入困境。两国关系跌至最低点，澳大利亚和中国官员言语交锋不断，与中美关系十分类似。不久之前，此类语句还是只属于中美关系的“特色”。

中国最近对澳大利亚出口商品（包括葡萄酒、煤炭、木材、铜、大麦和龙虾）实施贸易管制。在此之前，澳大利亚政府曾决定阻止中国电信巨头华为进入5G网络，批评中国政府在香港的行为，并倡导对新冠肺炎疫情的起源进行独立调查。而在2020年8月，国库部长乔什·弗莱登伯格决定阻止中国蒙牛乳业（香港上市公司）收购总部位于澳大利亚的日资乳品饮料商雄狮乳业，则似乎成为了导火索。国库部长的决策也无视了澳大利亚外国投资审查委员会和国库部对这笔6亿美元收购的支持。

毫无疑问，中澳关系恶化是2021年澳大利亚经济的一大不利因素。然而，中国即使可以离开澳大利亚的煤炭、葡萄酒和各种食品出口，却离不开澳大利亚铁矿石（在至少短期内是如此）——中国的年进口量远远超过非澳大利亚铁矿石的海上供应量。

任何铁矿石贸易禁令都会给澳大利亚经济造成灾难性影响。2019年澳大利亚对华铁矿石出口总额为790亿美元，占澳大利亚铁矿石出口总额超过80%。然而，考虑到中国对澳大利亚的依赖，以及澳大利亚可能会向其他市场进行部分供应量的分散转移，降低了这一方面的任何有意义风险。

短期内更严重的后果是潜在的二阶效应。这种效应可能会因紧张局势而加剧。如果到边境重新开放时两国关系还没有得到改善，那么旅游业和教育出口就有可能受到进一步冲击。2019年，澳大利亚旅游业和



教育出口收入为630亿澳元，其中中国约占27%。尽管澳大利亚可以用非中国的亚洲需求来取代教育领域的大部分出口，但目前受冲击最严重的是中国留学生在零售行业的消费和对澳洲房地产市场的溢出影响。

这一话题正受到人们的广泛讨论。虽然很难预测澳大利亚2021年经济和股市因此会受到的影响（因为现有关系有很多细微之处以及和解途径），但我们认为，澳大利亚本土股市面临重大风险的可能性仍然相对较低，而且仅限于ASX 300中少数特定股票。

宏观和地缘政治的不确定性对市场来说是持续存在的因素——英国脱欧、中东冲突、持续的贸易紧张局势，都是如此。市场经常会对这些不确定性做出过度反应，带来波动和机会，让积极管理受益。

过去，中国和其他国家（包括韩国和日本）之间的冲突通常需要两年左右的时间解决。尽管目前一些人可能夸大了风险，但在2021年的大部分时间里，中澳的贸易紧张局势很可能会继续占据新闻头条，并有可能进一步延续。

投资策略

“TINA”情绪是2021年乐观展望的支持力量

利率处于历史低点，寻求正实际收益的投资者应该成为2021年成长型资产价格的支撑力量。

如前所述，我们对2021年持有的是出人意料的乐观态度。各国政府重申了通过进一步财政刺激来支持经济的计划。下半年，新冠疫苗有可能得到更大范围的普及。2020年末的市场风险——美国大选和贸易紧张，看来有所减少。利率稳定在历史低点，预计在可预见的未来将保持不变。鉴于在产生实际收益方面的“别无选择”情绪（即TINA），我们预计成长型资产在2021年将继续表现出色。

这并不是说2021年风险资产会一帆风顺。事实远非如此。我们预计投资者将面临动荡，但我们相信，今年股票将继续是比现金和固定收益资产更好的投资选择。

在预测成长型资产的相对表现时，收益预期需要有所调整。由于市场目前是依据完美情况而定价，我

们预计投资者不会像2019年和2020年那样在某些股市获得两位数高位甚至更高的回报。

总体而言，我们认为，2021年的股市可能会产生个位数高位的回报——以亚洲为首。亚洲还有可能达到两位数，这在很大程度上归功于其遏制病毒和随后复苏的努力。

澳大利亚本土股市看来将继续受益于2021年初商贸重开的前景——在周期性循环之后，矿业公司和银行在2020年下半年强劲回弹。虽然我们目前对这一资产类别的态度是温和增持，但前提在很大程度上是短期增加“价值型”股票的敞口。我们总体上认为，“成长型资产”在2021年应该会有适度更好的表现。因此，我们预计今年在发达市场的其他地方会有更好的机会。



在其余主要发达市场，我们预计美国股市的表现会好于欧洲和日本股市——预测欧洲和日本股市的回报率都在个位数中位水平。1月初始料未及的乔治亚参议院选举结果，让民主党在参众两院都以微小优势取得了支配，美国企业有可能将面临大幅增税——但我们认为这一可能性现在有些被夸大了。与之相比，我们预测美国政府将出台更大力度的财政支出，以期振兴经济——这对于市场的部分区块来说是利好结果。

尽管我们目前对新兴市场股票持中立观点，但我们认为，2021年这一资产类别的上涨幅度最大。我们会等待更好的切入点，由于亚洲地区在2021年回报将最为强劲，而且亚洲占整个新兴市场指数的70%以上，因此我们认为，新兴市场在2021年有两位数回报的巨大潜力——以中国大陆、韩国和台湾为首。

我们预计，2021年美国10年期政府债券收益率在1%左右，全球政府债券将呈横向趋势，稳定在历史低点。我们继续倡导投资组合的多样化，与现金相比，我们目前偏好固定收益资产——主要是美国国债和澳大利亚利率。鉴于其各自的量化宽松计划，我们认为其短期内风险最小，并认为相对于现金而言，上涨的投资收益更具有吸引力。因为风险较低，信贷市场有望在全年提供一些有吸引力的机会。

我们必须重申，我们预计2021年会有许多波动时段。风险很高，上半年尤为如此。由于估值已经过高，有关疫苗普及相关的任何失望情绪都可能为市场带来风险。就澳大利亚本土而言，我们与本国最大的

贸易伙伴——中国之间的问题仍然存续，同时我们需确保在2021年下半年任何财政刺激措施的收紧与澳大利亚储备银行的利率支持，都得到谨慎正确的筹划。

在潜在回报前景和改善的宏观经济背景下，我们平衡这些风险的同时，带着对投资者的谨慎乐观态度进入2021年。

表 2：资产类别偏好

	当前
成长型资产	
发达市场股票	MO
澳大利亚股票	MO
新兴市场股票	B
房地产	MO
防御性资产	
澳大利亚固定收益资产	MO
国际固定收益资产	MO
现金	U
澳元	B

U 减持

MO 温和增持

MU 温和减持

O 增持

B 基准



资产类别

当前策略与未来展望



澳大利亚股票

MO 当前

我们目前对澳大利亚股票的偏好是**温和增持**。

2020年末，随着美国总统选举风险的消除和新冠肺炎疫苗的进展，全球解封的时间计划逐渐成型，我们也因而增加了对澳大利亚股票的配置。澳大利亚本土股市受益于周期性资产循环，金融和材料行业的高权重“价值”区块表现更佳（图9）。

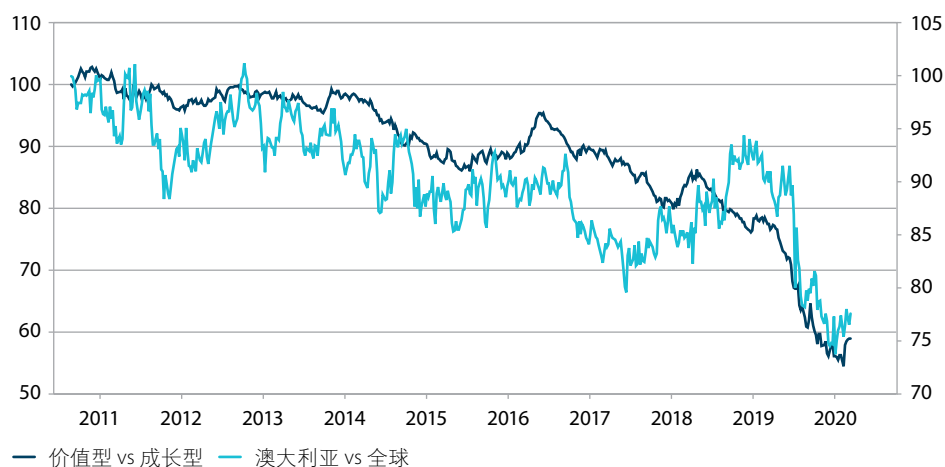
总体而言，与全球其他国家相比，澳大利亚对新冠疫情的应对是较为成功的。2021年上半年，在疫苗得到更广泛部署之前，澳大利亚应能保持良好的经济形势。事实上，在2020年澳大利亚落后于全球股市的表现之后，大宗商品行业的积极形势，特别是铁矿石价格创下新高，支撑了后期经济复苏，并可能持续到2021年初。同样，无论从经济角度还是从市场表现的

角度来看，中国和整个北亚地区的主导作用将很可能对澳大利亚有利。但目前与中国的争端对此构成了威胁。

虽然我们预计2021年行业和风格趋势不会发生根本性变化，但随着全球经济重新开放并进入周期性复苏轨道，澳大利亚市场更具周期性的特点预计将使其进一步回弹。

虽然我们目前偏好战术性温和增持，但我们认为，2021年期间，亚洲其他地区 and 发达市场地区的表现很可能会优于澳大利亚股市。

图 9：澳大利亚——“价值型”市场



过往表现不能预示未来收益。

资料来源：Bloomberg Finance L.P.、DWS Investment GmbH，截至2020年12月。



发达市场股票

MO 当前

我们目前对发达市场股票的偏好是**温和增持**。

正如我们在引言中所提到的，我们假设财政和货币支持政策会继续实施，并以此为依据建立了我们对2021年股票市场的预期。更关键的是，我们的预测还依据于高效新冠肺炎疫苗问世、我们在2021年底前恢复“常态”的情境。

我们预计大多数市场的每股收益将回升25-30%，利率“在更长时期内持续走低”（到2021年底美国10年期利率达1.0%）。每股收益增长和低利率环境构成了我们对股票持有乐观看法的基础。我们因此得以提高目标市盈率。上升潜力因此而增大，迈入个位数更高位的比率区间内。除了一些暂时的“价值型股票”回弹可能会持续之外，我们预计成长型股票在2021年的表现将适度优于价值型。

在美国，乔治亚在1月出人意料的民主党大胜，胜选差距几乎是60年以来最小。

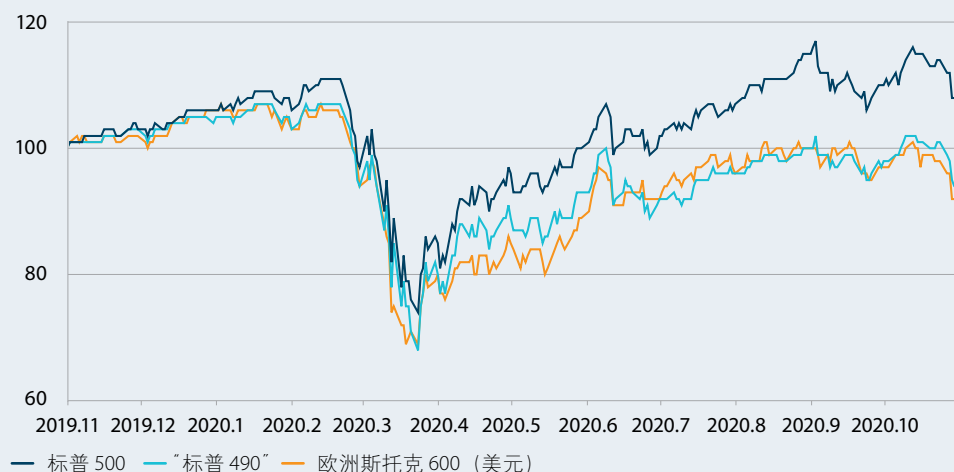
拜登当选总统的选民票占比只有51%（奥巴马在2008年为53%），民主党虽在议会占多数，但只有11席，而民主党在50/50参议院之所以能取得支配，是靠副议长哈里斯投票打破了持平僵局。在民主党支配国会的背景下，我们预测美国政府会加大财政刺激力度以振兴经济，而考虑到胜选差距之微，我们认为目前人们对税收或监管力度大幅调整的恐惧很有可能过于夸大。

鉴于高增长股票的相对权重较低，我们预计美国以外的市场将继续以高于美国的估值折价进行交易。尽管如此，我们仍预期欧洲和日本股市的总收益率将在个位数中位水平。

尽管目前市场似乎很容易忽略估值，但中央银行政策的任何改变或长期的锁定都可能导致股票市场疲软。但任何抛售也可能为我们提供机会，把股票配置到更具吸引力的水平。

图 10：“成长型股票”决定胜负

单位：%；指数，2019年10月=100



标普500、标普500（不含贡献最大的10只股票）和欧洲斯托克600（美元）之前的对比。过往表现不能预示未来收益。
资料来源：FactSet Research Systems Inc.、Bloomberg Finance L.P.、DWS Investment GmbH，截至2020年11月。



新兴市场股票

B 当前

我们目前对新兴市场股票的偏好是**基准持仓**。

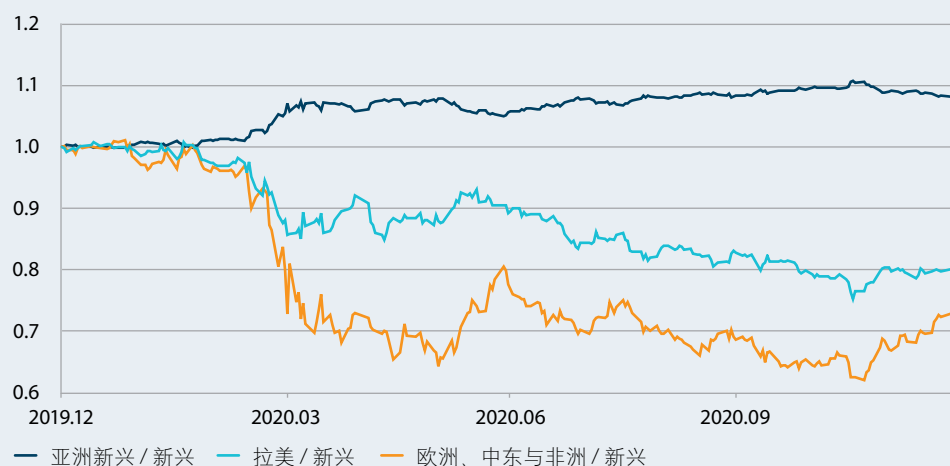
新兴市场主要由亚洲推动，该地区占整个新兴市场指数的70%以上。尽管中国及亚洲区域在2020年初首先遭受到疫情影响，但它们也是最先恢复的地区之一，疫情应对情况明显优于其他新兴市场地区，在很大程度上得益于自身更为完善的医疗卫生系统，而且也没有因此而积累大量财政债务（着实不易的成绩），这对长期增长前景来说是利好因素。新兴市场在科技领域也有领先的公司，这是2020年下半年增长回升的基础。

2021年经济持续复苏，除了结构性增长领域之外，还应考虑到各行业更具周期性的追赶。亚洲是我们2021年的首选股市区域——收益率预期在两位数区间，而且

预计以中国大陆、韩国和台湾为首的新兴市场也将继续跑赢大盘。

我们目前对新兴市场股票持中立态度，因为我们在整个股票领域采取了更加平衡的方针，而且最近的表现已经佐证了有关增长和收益方面的一些乐观论点。从战术资产配置的角度来看，我们等待今年出现更好的切入点，让我们增加对这一资产类别的配置，我们认为这一资产类别最有可能在2021年股市跑赢大盘。

图 11：新兴市场地区的相对表现（对比新兴市场整体）（1年）——亚洲领先



过往表现不能预示未来收益。

资料来源：Bloomberg Finance L.P.，DWS Investment GmbH，截至2020年12月。



上市房地产

当前

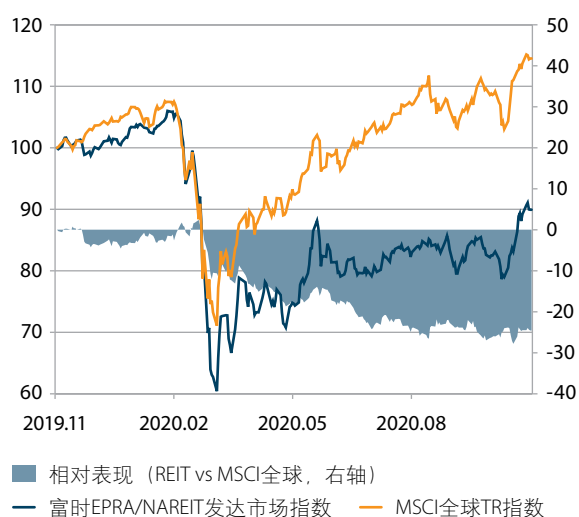
我们目前对上市房地产的偏好是**温和增持**，由**全球房地产投资信托（GREIT）敞口增持**所驱动。

在新冠疫情期间，GREIT的表现远逊于全球股市，从历史背景来看，其目前估值极其低廉。我们目前对GREIT的增持是战术性增持，建立在我们认为GREIT会得益于商贸解封的预期之上。

从更长期来看，我们预计，由于疫情引发的居家办公潮，写字楼房地产投资信托将继续承压，而网上购物的结构性转变则将导致购物中心面临诸多阻力。相比之下，住宅和医疗领域的发展前景看好。就整个行业而言，局势看来已经改变，与价值之间的负相关看来已成为过去，对收益率变化的过往依赖有所减弱。

我们目前对于基础设施的偏好是**温和减持**。我们认为，这一资产类别可发挥独特平衡作用，拥有可预测性，有助防御，其抗压力可以抵御市场回撤，其高贝塔特征则可捕捉上行波动。我们预计，非直接基于消费者需求的防御性受监管资产，在2021年将保持稳定，因为其受监管的性质，在长期风险和回报预期方面有更高的可见度。另一方面，更多以周期性为导向的“用户付费类”资产则提供了差异化风险情况和潜在收益提升，如收费公路和中游能源。因此，我们认为应采取平衡的方法，投资于防御性资产以及更多以周期性为导向、拥有高质量资产的公司。短期而言，我们预计更广泛的市场波动将为增加该资产类别敞口提供战术机会。

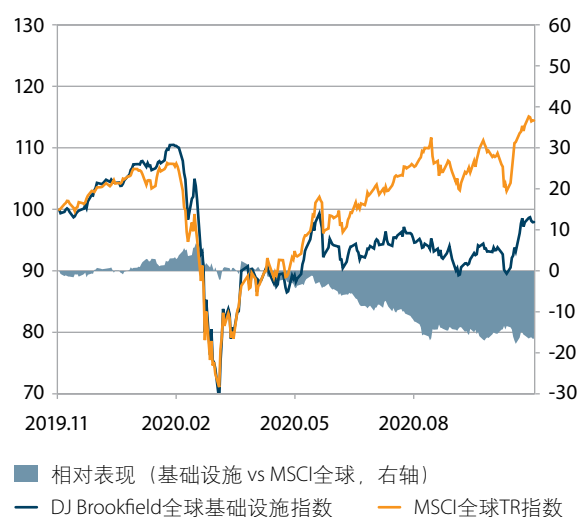
图 12：全球REIT VS 全球股票



过往表现不能预示未来收益。

资料来源：Bloomberg Finance L.P.、DWS Investment GmbH，截至2020年12月。

图 13：全球基础设施 VS 全球股票



过往表现不能预示未来收益。

资料来源：Bloomberg Finance L.P.、DWS Investment GmbH，截至2020年12月。



国际固定收益资产

MO 当前

我们目前对国际固定收益资产的偏好是**温和增持**。

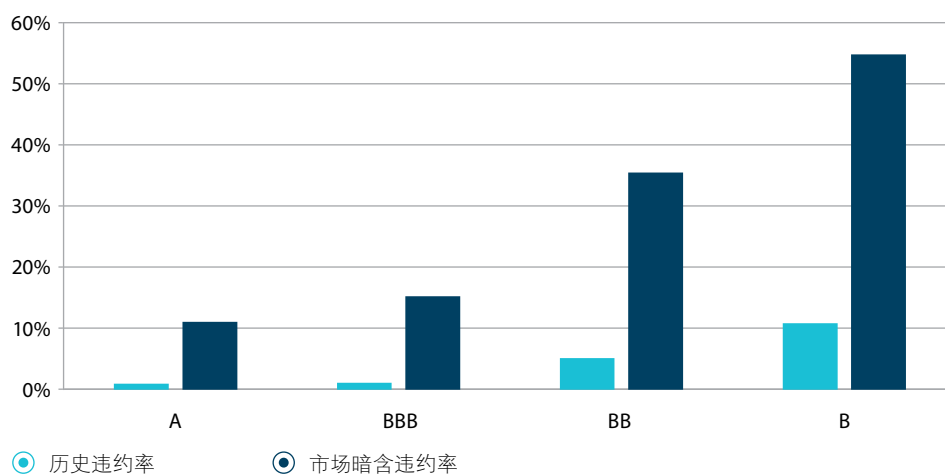
全球产出缺口和劳动力市场疲软的局势持续，预示着通胀风险在预测范围内仍然受限，而且很可能之后会持续一段时间。与此同时，央行宽松政策应会将名义收益率和实际利率保持在负值水平，以确保经济复苏以及上升的财政债务水平能够长期持续。

2021年，我们看到美国10年期政府债券收益率在1%左右，鉴于央行对收益率曲线中短期的影响，收益率曲线略有变陡。由于经济回升和通胀预期趋于走高，我们预计长期会有一些波动。我们还预计，全球政府债券总体上会进入横盘，同时稳定

在历史低位，只有轻微的上升趋势。在固定收益资产领域，美国国债和澳大利亚利率仍然是我们的首选敞口。

2021年由疫苗普及带来的经济形势改善和尾部风险减少，应会令信用利差受益。对收益的追求和央行量化宽松计划的持续实施，支持了信贷/主权债券的偏好态度。我们认为，公司债券和其他信贷资产类别在2021年看来可以提供良好的风险收益预期。在新兴市场，我们选定的地区和行业同样蕴藏良好的机会，同时原材料价格企稳，美元呈现稳中略微走低的趋势。

图 14：新兴市场主权-债务违约风险低于市场反映情况？



资料来源：FactSet Research Systems Inc.、Bloomberg Finance L.P.、DWS Investment GmbH，截至2020年11月。



澳大利亚固定收益资产

当前

我们目前对澳大利亚固定收益资产的偏好是**温和增持**。

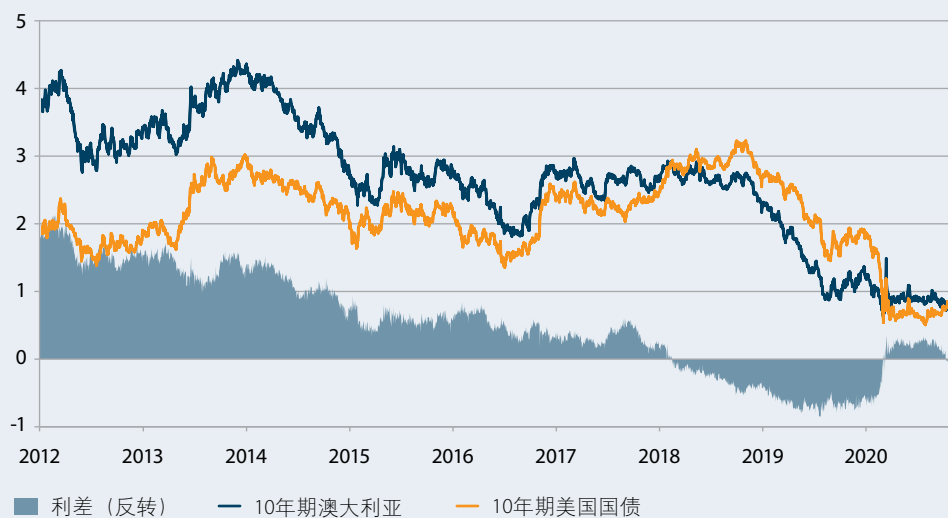
这一增持偏好与现金减持相互抵消。前提是其收益率与现金相比出现了额外回升。鉴于澳大利亚储备银行的量化宽松，我们认为澳大利亚固定收益资产在可预见的未来几乎没有风险。

澳大利亚储备银行的政策一直专注于通过降息和扩大量化宽松来缓解融资状况，同时还发出了将在“更长时期内走低”的消息，但这取决于就业和通胀前景。考虑到这一点，随着各国央行试图遏制新冠疫情危机的损害，政府债券利率可能会比我们一年前想象的还要低，甚至持续更长时间。

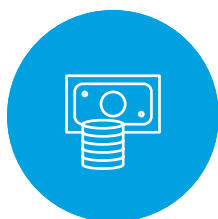
在美国国债之外，考虑到收益率曲线的陡峭程度，加上澳大利亚固定收益资产的收益率处于发达市场最高之列，因而在全球范围内我们还倾向于澳大利亚利率。

2021年，风险较高的市场细分版块可能会继续受益于低利率环境和逐利情绪。自2020年初市场恐慌以来，一些企业债券指数尚未回到危机前水平。我们预计2021年的发行量将大幅下降，但需求将依然强劲。疫苗驱动的周期性复苏和积极的风险情绪可能会在短期内带来收益率的适度走高。然而，我们对2021年整体的信心仍然没有改变，因为结构性力量会将收益率维持在较低水平。

图 15: 10年期澳大利亚 VS 美国国债（更长期）
（收益率 %）



资料来源：Bloomberg Finance L.P.、DWS Investment GmbH，2020 年 11 月。



澳元

B 当前

我们目前对澳元的偏好是**基准持仓**。

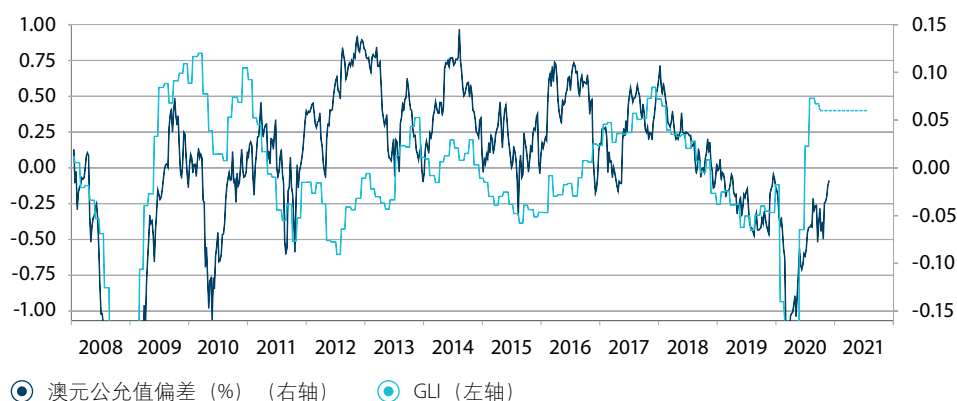
在动荡的一年之后，澳元已成为表现最佳的货币之一，并维持了其作为投资者风险情绪杠杆货币的地位。自2020年3月低点以来，澳元兑美元汇率大幅上升。

能够决定本国货币2021年表现的仍然是全球环境，这一点与2020年十分相似。2021年，预计地缘政治和贸易政策将更加稳定，相应会支撑全球贸易量。同样，2020年末贸易的重新开放至少应该会在新年延续一段时期，再加上美元下跌，应当会有利于资产流入新兴市场 and 亚洲。

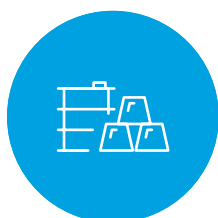
2020年的“TINA”（即，别无选择）趋势应该也会继续发挥作用，利率仍处于创纪录低位，并将投资者推入更高风险资产领域。这些通常是澳元成功的秘诀，我们预计2021年也会是类似情况。

相对于其他国家，澳大利亚国内经济看来已十分稳定，预计2021年将实现强劲增长。在财政刺激措施的帮助之下，封锁期间积累的家庭储蓄所形成的缓冲力量，应同样会推动消费。虽然部分利好形势已然被反映在定价当中，但是我们认为澳元仍有空间到年底从目前水平上涨至80分。

图 16：全球经济增长应会支持澳元超越公允价值



资料来源：美联储、彭博、Macrobond、ANZ研究部，2020年12月。



大宗商品

因大宗商品与澳元之间的紧密相关性，我们对其密切监测，但对此资产类别没有偏好。

疫苗引领的复苏，加上持续的刺激政策，看来会为2021年的大宗商品提供利好背景。这些因素，再加上美元疲软和市场各区块的供应限制，为大宗商品提供了强劲基础。

即使在中长期潜在通胀风险的背景下，原材料也为投资者提供了部分保护，因为它们代表了实物资产。此外，能源和工业金属产业应该会从经济复苏中受益。

尽管市场上的追险论调（通常是贵金属市场疲软的催化剂）可能导致投资者进一步远离避险资产，但美元走弱，加上低利率、较高通胀预期和不断上升的需求，应该会在2021年为金价提供些许正向支持。

多个强劲的供需面制约因素联合表明，2021年铁矿石市场会供不应求。中国的刺激措施和基础设施投资应会继续推动需求，而巴西淡水河谷供应持续中断，以及拉尼娜的天气变化，都将造成市场对供应问题的持续担忧。

石油应该会是重新商贸解封的受益行业。自封锁措施首次实施以来，石油贸易受到了很大冲击。但是，对可再生能源的需求给石油价格带来了巨大风险。我们预计布伦特原油价格在年底前将有适度上升。

