瀚亞投資
eastspring investments
英國保誠集團成員

拜登政府新上任
投資跟著政策走

2021年第二季市場展望

報告大綱

一、市場回顧：股優於債

二、焦點議題：財政支出

三、股市展望：聚焦政策產業

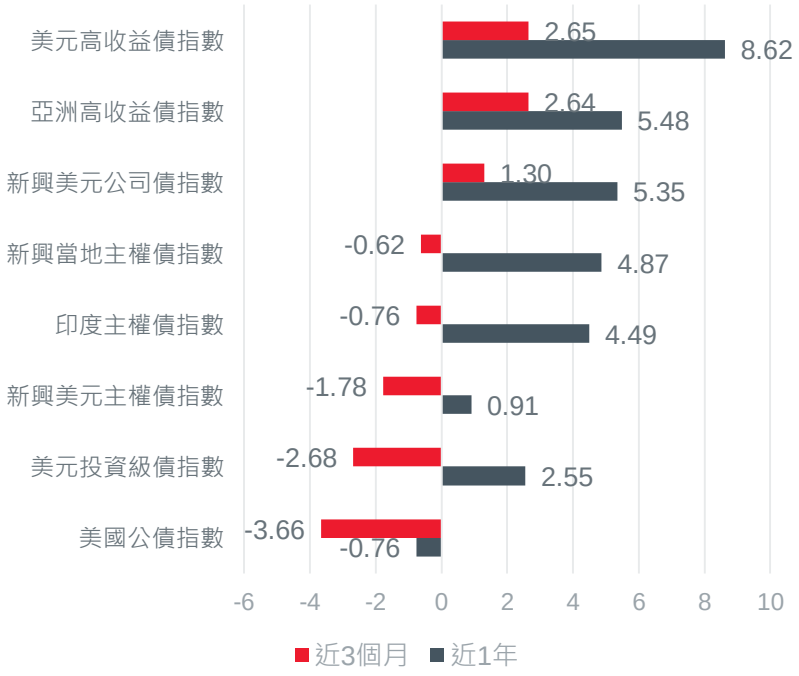
四、債市展望：縮短存續期間

五、焦點基金：瀚亞精選

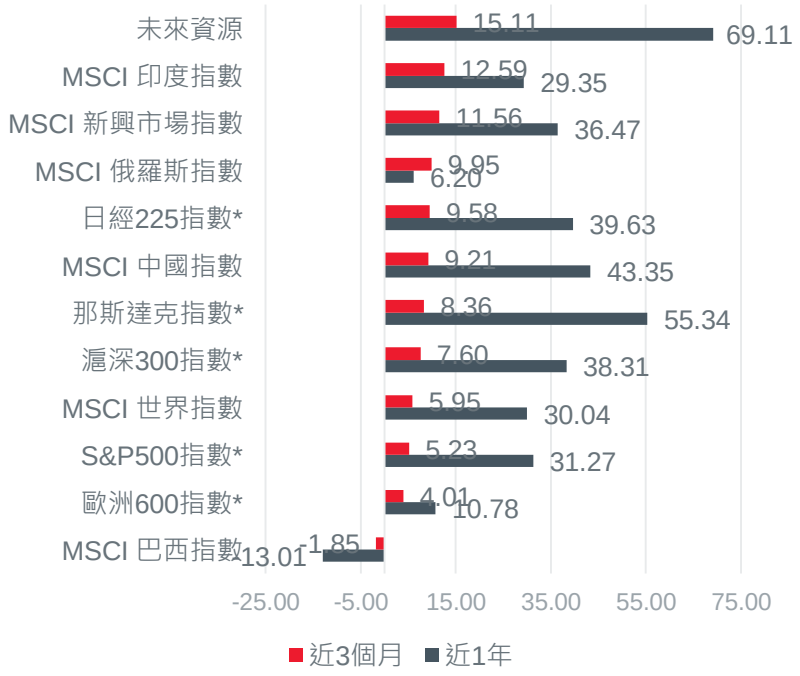
債券市場：高收益債系列表現佳
股票市場：新能源與新興市場相對強勁

- 總體經濟持續復甦，風險債表現優於保守債。股票市場則受到美國總統拜登所拉抬，新能源政策行情持續發酵。

債券市場回顧



股票市場回顧



資料來源：Bloomberg, 2020/02/28-2021/02/28；*為原幣計價、其於為美元計價。

報告大綱

一、市場回顧：股優於債

二、焦點議題：財政支出

三、股市展望：聚焦政策產業

四、債市展望：縮短存續期間

五、焦點基金：瀚亞精選

拜登入主白宮推動1.9兆紓困案
財政支出與綠能政策為市場焦點

2030年前致力綠能相關基礎建設

- 達50萬輛電動車充電站，建立綠色電網及改良的水利基礎設施。

2035年實現無碳發電，100%採用清潔電能

- 使用太陽能、風力發電等再生能源取代燃煤

2050年之前，美國溫室氣體零排放

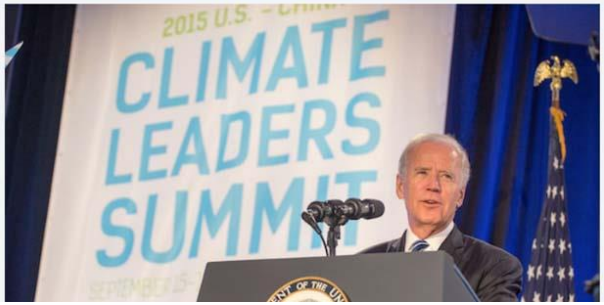
- 5年內安裝5億個太陽能電板及6萬台風力發電機。
- 提供稅務減免優惠、鼓勵零碳工業政策等措施。

整體目標：未來4年美國氣候變化投資支出達兩兆美元，每年減碳投資支出達GDP的1.5至2.5%。

BIDEN HARRIS

THE BIDEN PLAN FOR A CLEAN ENERGY REVOLUTION AND ENVIRONMENTAL JUSTICE

Biden believes the Green New Deal is a crucial framework for meeting the climate challenges we face. It powerfully captures two basic truths, which are at the core of his plan: (1) the United States urgently needs to embrace greater ambition on an epic scale to meet the scope of this challenge, and (2) our environment and our economy are completely and totally connected.



資料來源：瀚亞投信

技術突破和創新 推動全球能源供應向再生能源發展與轉型

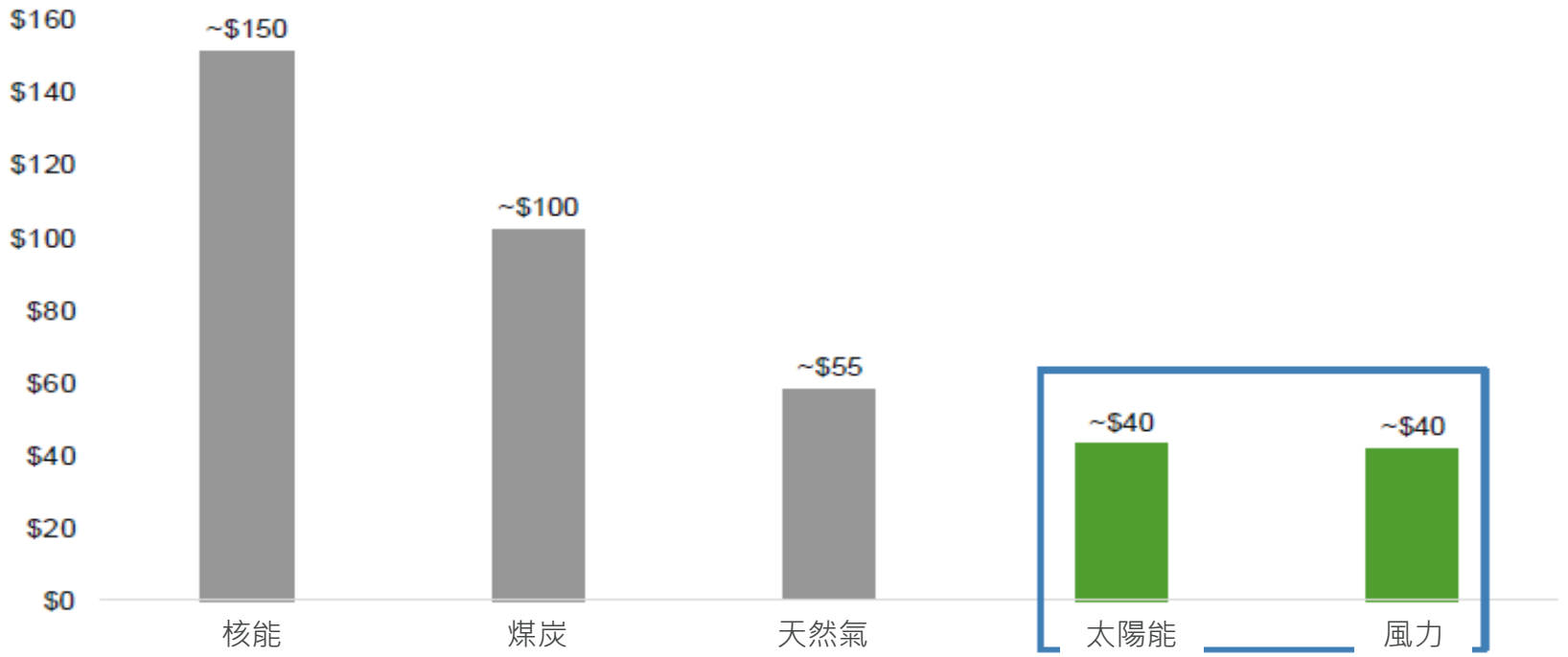
再生能源為未來能源的發展趨勢

資料來源： Brookfield Public Securities Group LLC.

風力和太陽能是現今最具經濟效益的電力來源
風力和太陽能發電成本僅為核能發電成本的將近1/4倍

- 綠能與科技結合的發展趨勢，已經成為未來趨勢。

2020年電力成本(美元/千度)



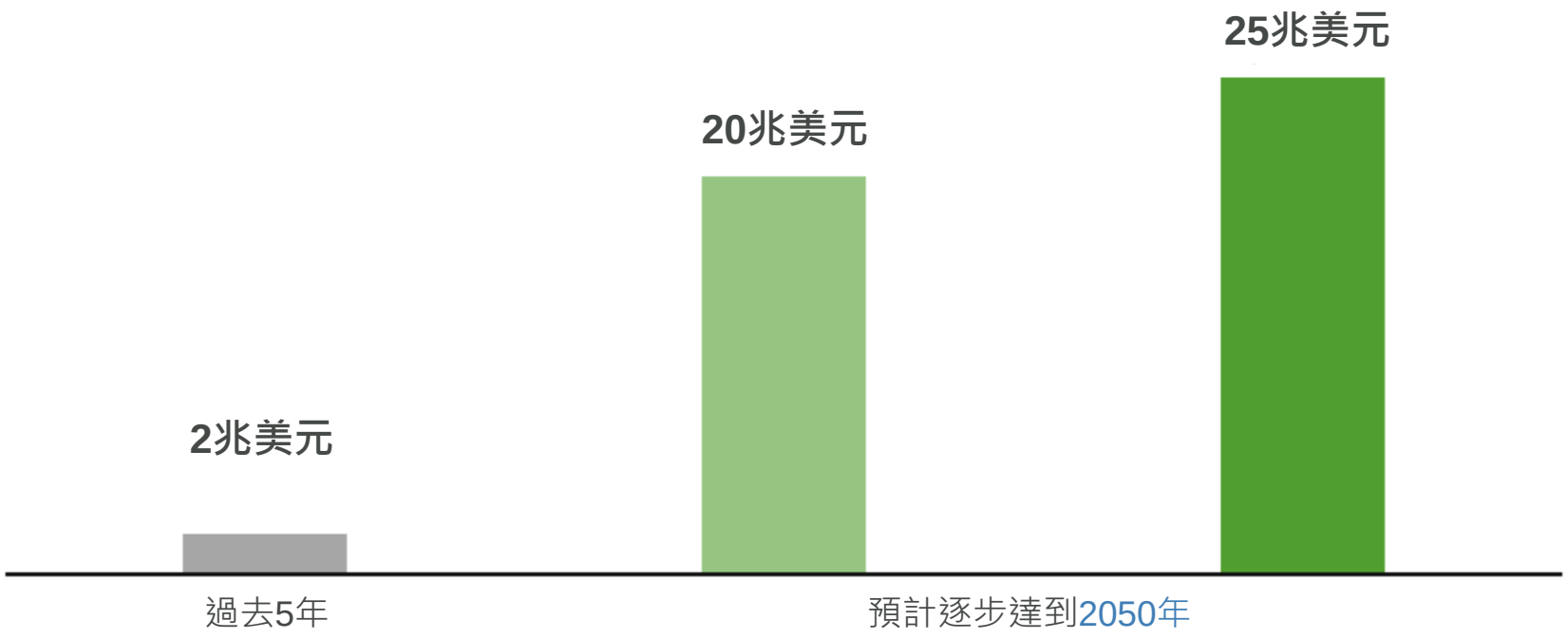
資料來源：As of September 30 2020 Source Bloomberg New Energy Finance, Brookfield Public Securities Group LLC.

全球可再生能源投資機會正在成長

成本優勢和政策支持推動再生能源發展機會

- 再生能源投資額，在拜登政府的政策推動之下，投資額預計將大幅增加。

再生能源投資額

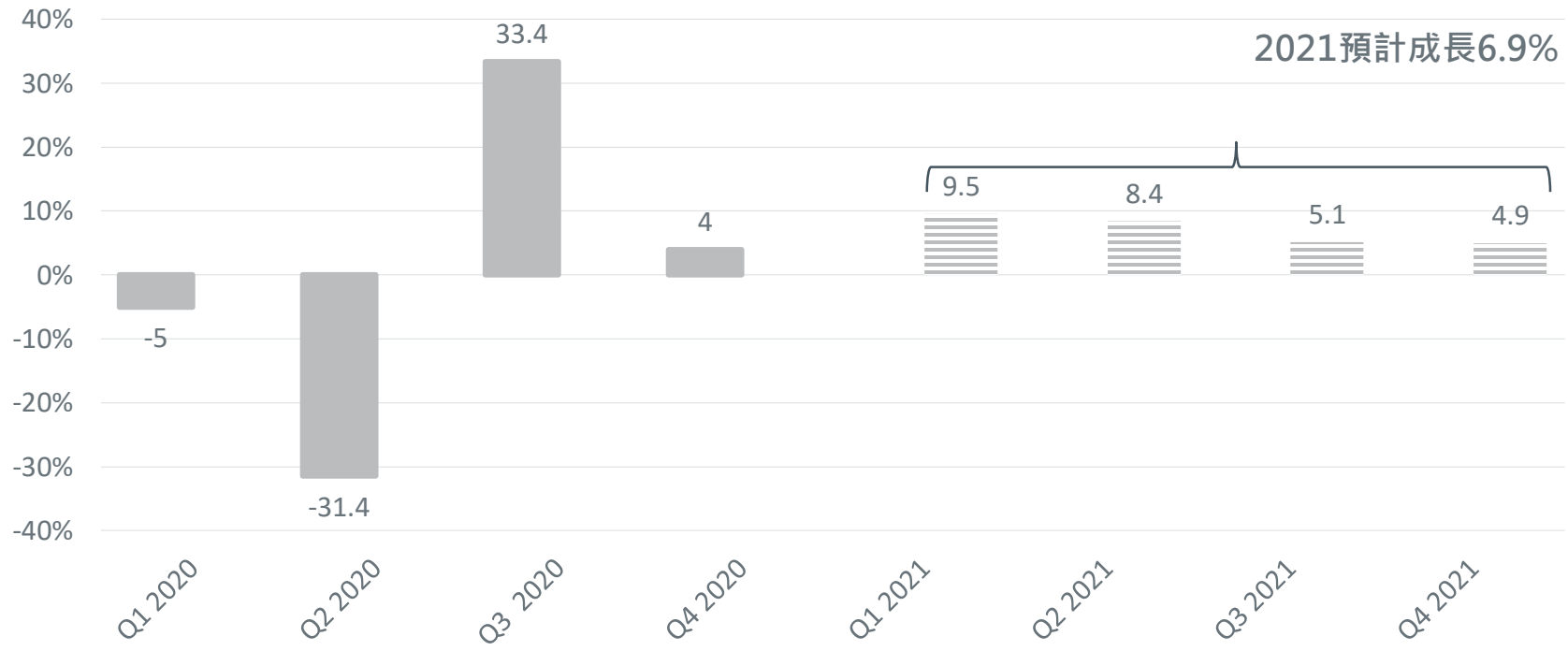


資料來源：As of September 30, 2020. International Renewable Energy Agency.

1.9兆財政紓困案 將推升美國GDP持續走升
第1-2季為關注焦點

- 第一季GDP將於4月份公布，市場將會關注GDP成長是否符合預期。

美國實質GDP成長季增率(%)



資料來源：Jefferies, February 2021; *includes a 1.7% boost to GDP from 1.5 trillion USD "American Rescue Plan" likely to be passed in March (current proposal is 1.9 trillion USD);

瀚亞投資 eastspring investments
英國保誠集團成員

經濟成長(GDP)可望持續復甦
同步堆升通膨預期走揚

- 次級市場交易持續預期通膨上升，將打壓美國公債價格，導致殖利率快速上升。

通膨率*預估值續上升

資料來源：Bloomberg, 1st March 2021. 通膨率採用breakeven rate為相同年期的美國公債與TIPS的差異，向上代表交易市場預期通膨上升，反映出公債交易者對於未來通膨的預期。

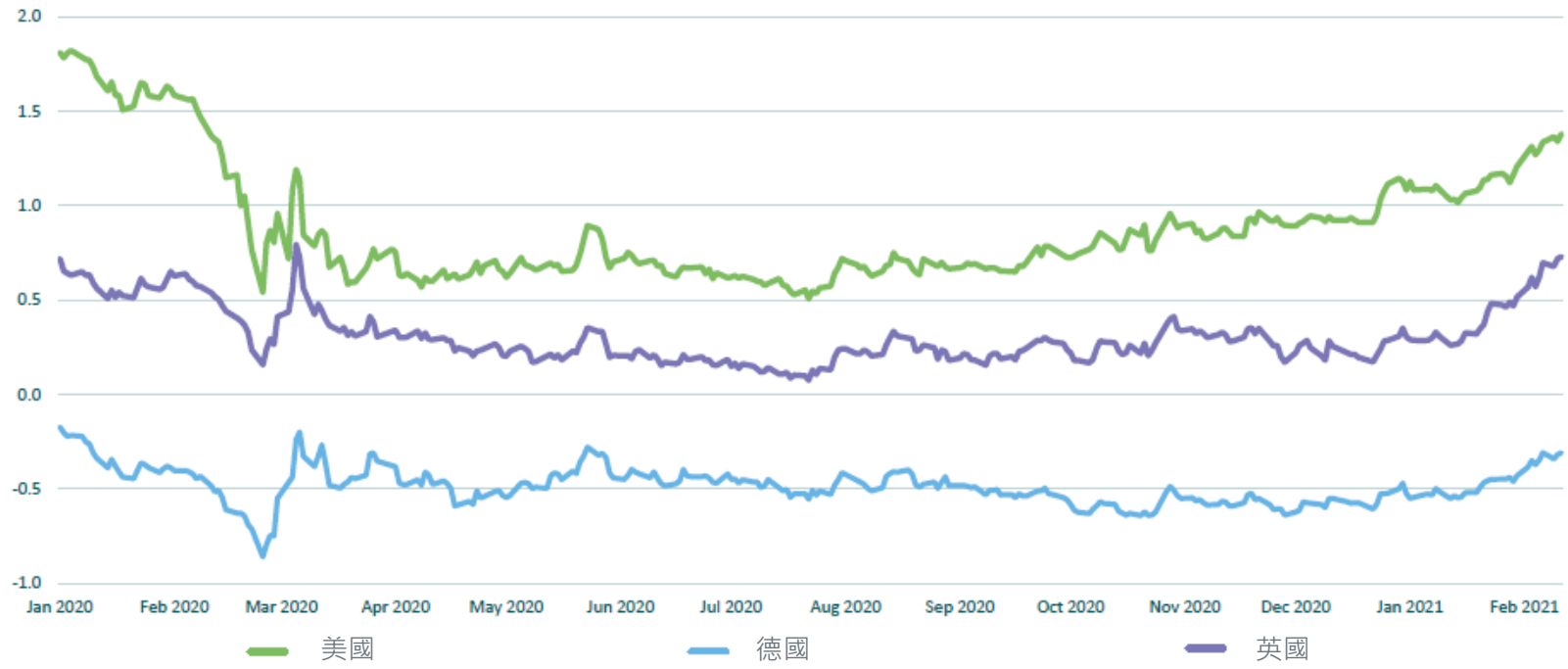
瀚亞投資 eastspring investments
英國保誠集團成員

通膨預期上升引發公債賣壓

公債殖利率快速彈升

- 通膨預期增加引發債券殖利率彈升，美國10年期公債殖利率也自低點0.5%上升至1.5%附近的水準，上升幅度約100bps。

核心國家10年期公債殖利率

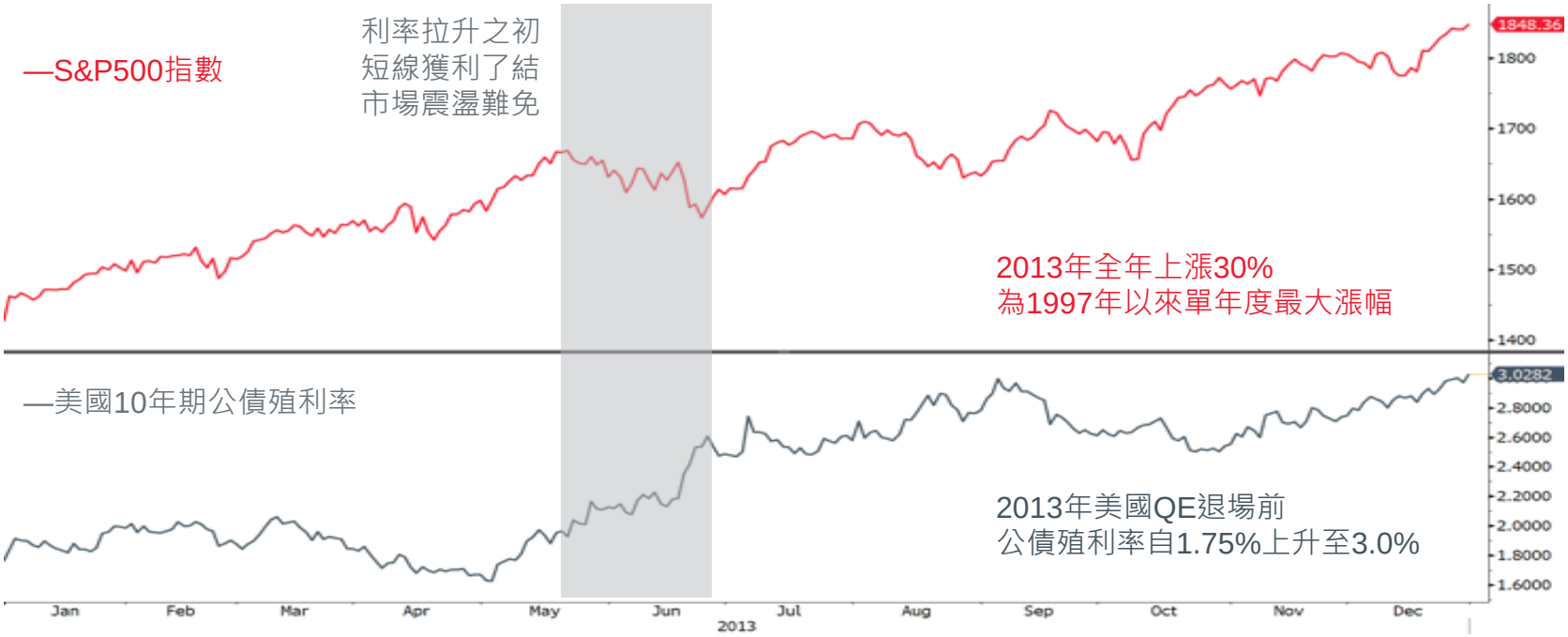


資料來源：Bloomberg, 1st March 2021.

利率上升隱含看好未來經濟表現
2013年美股創下16年來最佳表現

- 2013年QE退場前夕，美國10年公債殖利率大幅攀升125bps至3.0%，美股全年度上升30%，創1997年以來單年度最大漲幅，顯示公債殖利率上升，隱含看好未來經濟表現。

2013年公債殖利率 VS S&P500指數



資料來源：Bloomberg, 2012-2013。2014年1月美國QE正式退場，聯準會已於2013年下半年，預告QE退場機制。

瀚亞投資 eastspring investments
英國保誠集團成員

利率上升隱含看好未來經濟表現
2016年聯準會升息 美股持續上漲

- 2016年起聯準會持續升息，美股不受升息影響，持續創下歷史新高。

2016年公債殖利率 VS S&P500指數

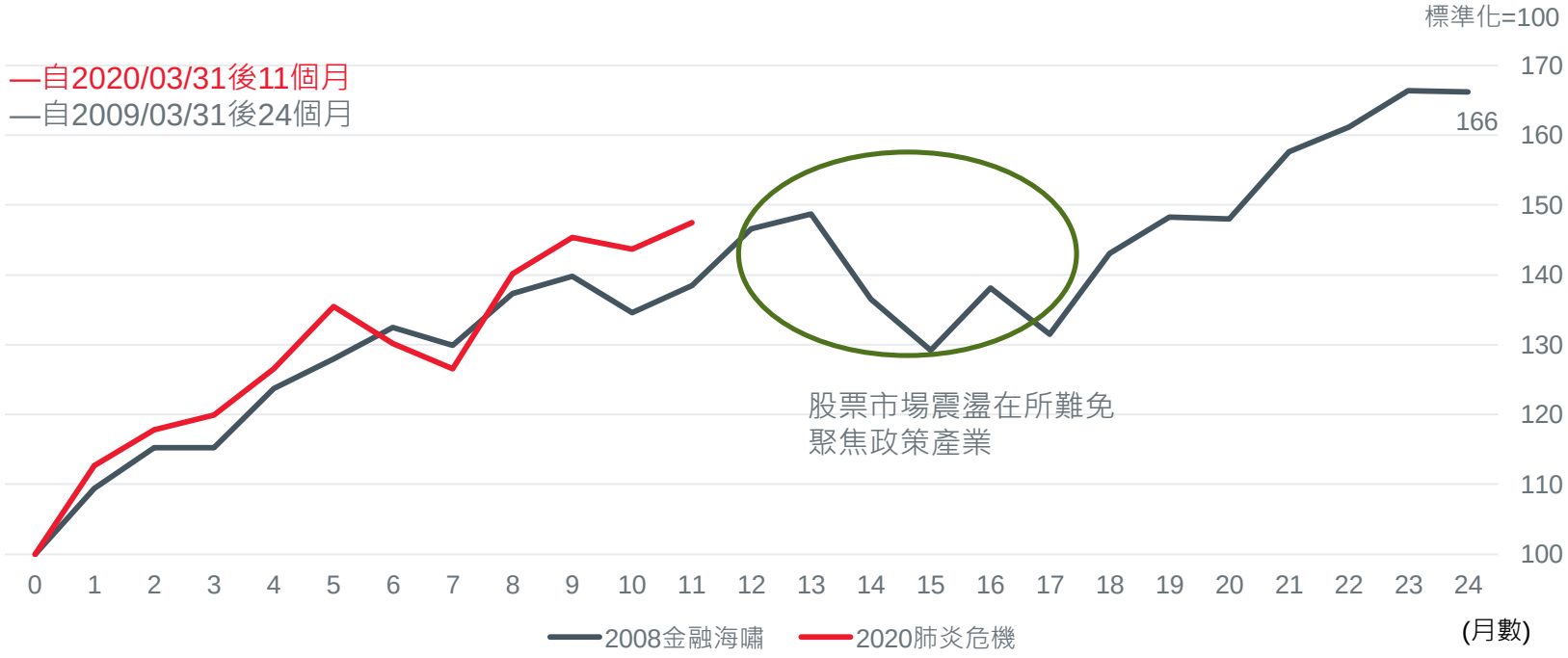
資料來源：Bloomberg, 2016/06-2018/06。

瀚亞投資 eastspring investments
英國保誠集團成員

後疫情時代股票已經漲多了嗎？
回顧歷史 股票投資永遠不嫌晚

- 2008金融海嘯於2009/03見底，隨後的24個月S&P500指數上漲66%。2020正逢肺炎危機，股票市場自2020/03反彈，近期市場略有震盪，股市拉回仍可找到投資機會。

S&P500指數大跌後反彈走勢



資料來源：Bloomberg, 2008-2021

報告大綱

一、市場回顧：股優於債

二、焦點議題：財政支出

三、股市展望：聚焦政策產業

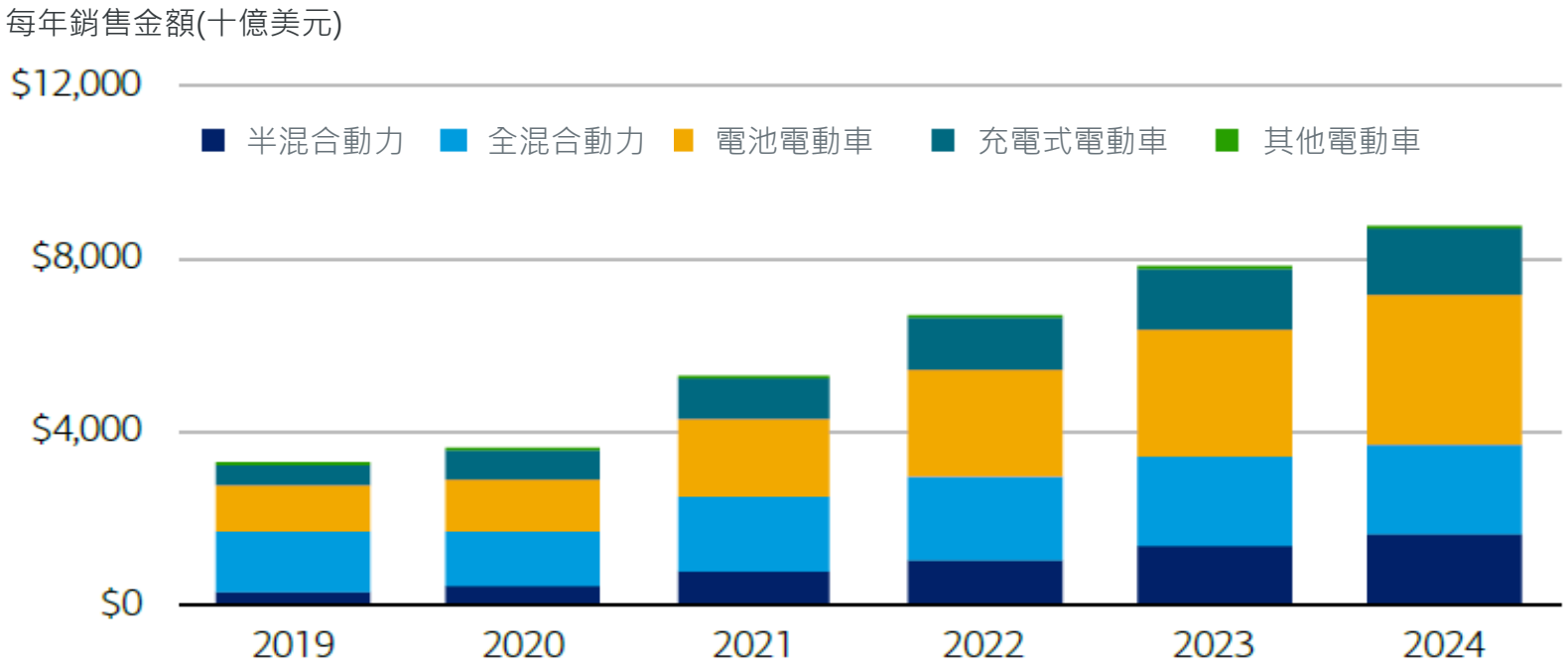
四、債市展望：縮短存續期間

五、焦點基金：瀚亞精選

綠能政策帶動全球自動車銷售成長
自動車將成為未來車市主流

- 2020年全球自動車銷售逼近4兆美元，2023年預計將成長至8兆美元，預計3年成長100%。

電動車銷量

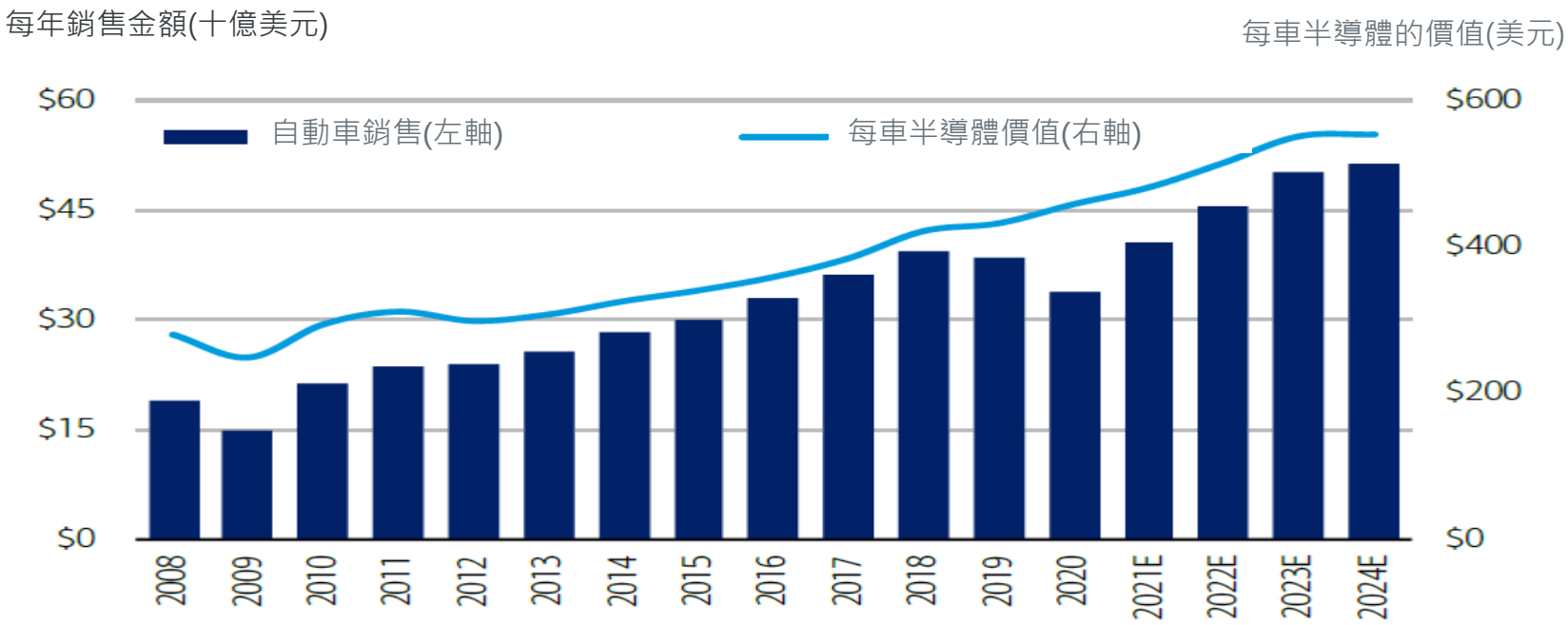


資料來源： BofA Securities, 2021/2/28

自2021年起車用半導體將有11%的複合年增率
2008-2020的車用半導體年增率為5%

- 科技當中半導體族群有望脫穎而出。

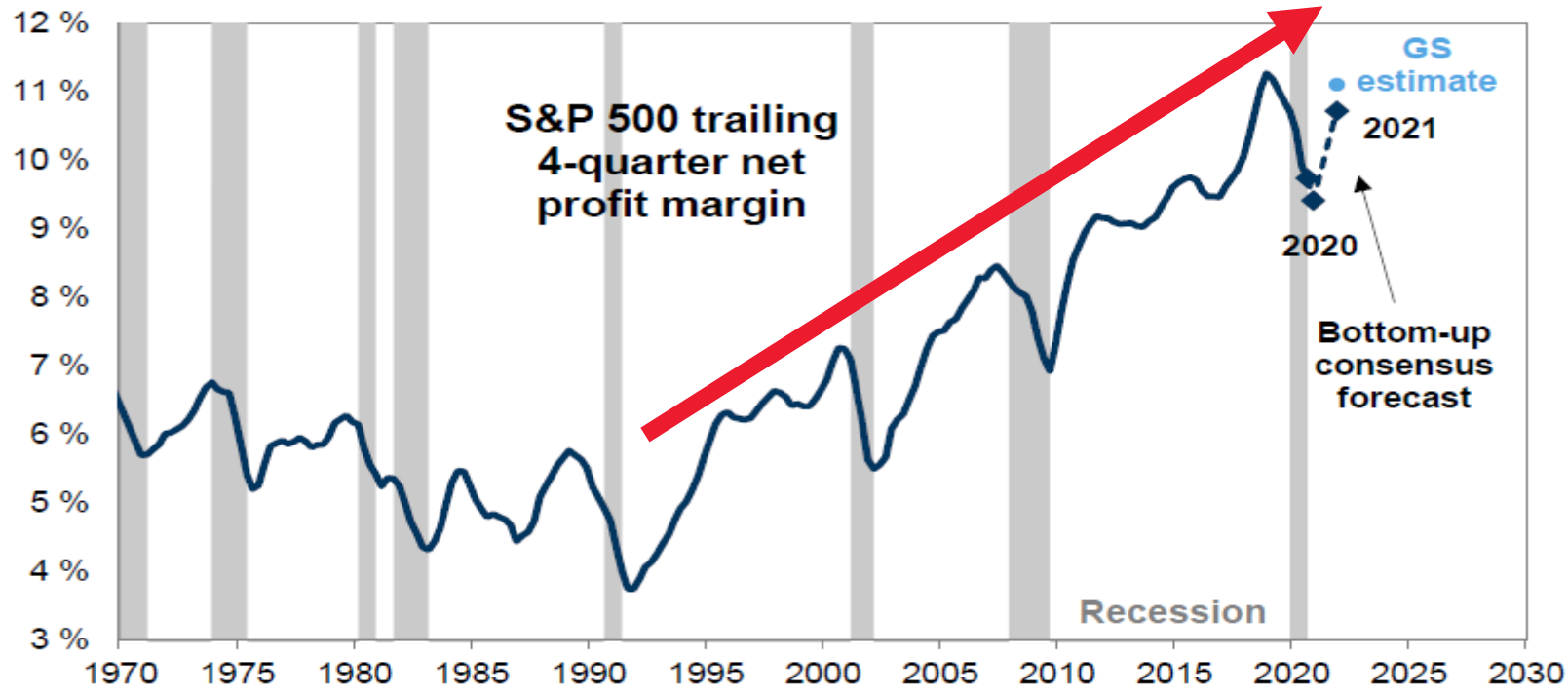
車用半導體將快速成長



資料來源： BofA Securities, 2021/2/28

美股的淨利潤率將持續回升
科技帶動生產力是推升美股利潤率的主因

美國S&P 500指數最近四季的淨利潤率

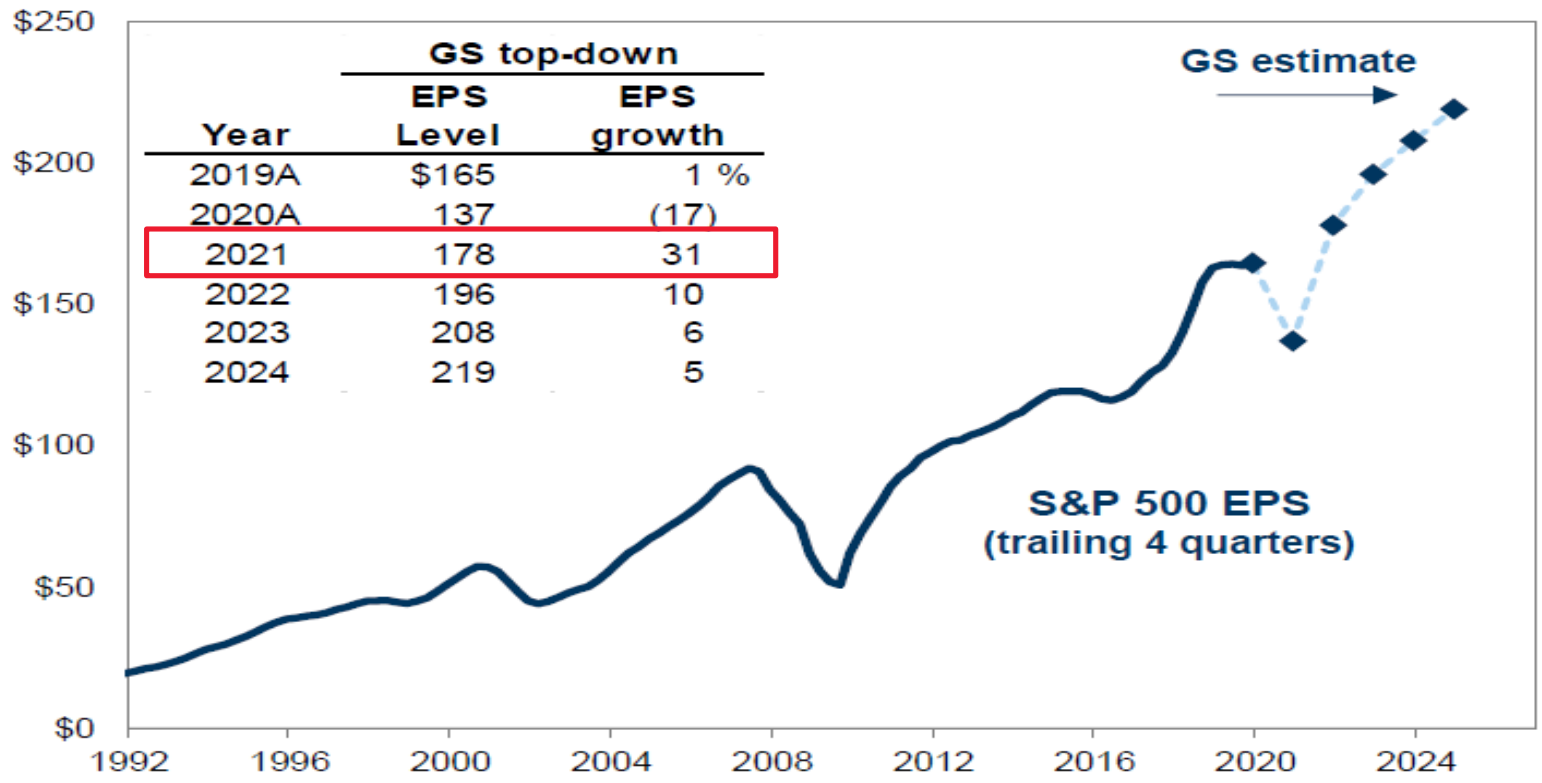


資料來源：Goldman Sachs, 2021/01/13

美股的每股盈將會再創新高

2021年每股盈餘預計成長率將達31%

美國S&P 500指數最近四季的每股盈餘



Year	GS top-down EPS Level	GS top-down EPS growth
2019A	$165	1 %
2020A	137	(17)
2021	178	31
2022	196	10
2023	208	6
2024	219	5

資料來源：Goldman Sachs, 2021/01/13

美國股市的本益比是否過高呢？
但目前評價面仍處於合理區間

美股評價面仍處於合理區間

資料來源：Goldman Sachs, 2021/01/13;但報價資料截至2021/3/5。S&P500指數的E/P比-美國10年期公債殖利率

美國股市及科技股看法及投資策略

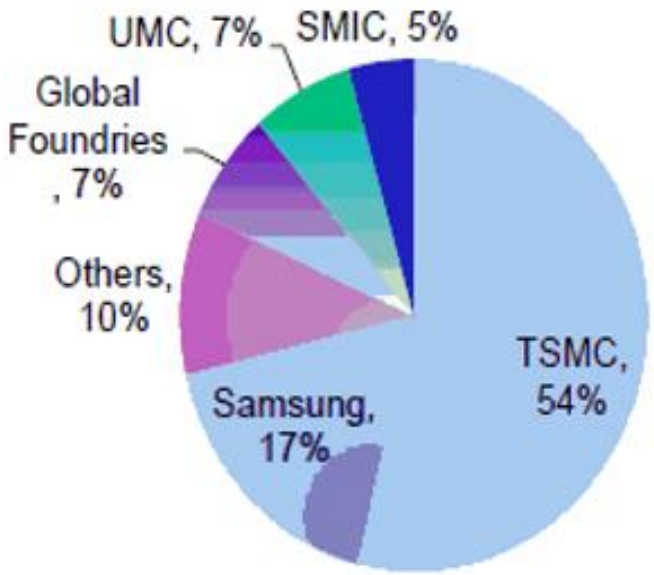
科技股仍是美國股市主要的成長動力

- 科技帶動生產力的提升是推動美股利潤率自1990年以來持續走升的的主要原因之一。走出疫情的陰霾，S&P 500獲利預計將於2021年再創新高。
- 雖然近期公債殖利率走升使得市場出現震盪，但因股票相對於公債的評價仍然相對具吸引力，故我們仍然持續看好科技產業的表現及科技股領軍的美國股市。

綠能政策推升自動車銷售 全球爭奪車用半導體
台灣半導體晶圓代工業-美中貿易戰下的得利者

- 2H20全球晶圓代工發生巨變：1.Intel鬆口尋求外包IDM商業模式將發生變化；2.中美關係不確定性仍高，兩方對第三方晶圓代工業者依賴性將持續提高，預期晶圓代工產業成長性未來幾年仍將優於整體半導體產業。
- 台灣以台積電為首的晶圓代工產業，不管在先進製程或是成熟製程,都具完整供應鏈，預期將是主要受惠廠商。

全球晶圓代工市占率



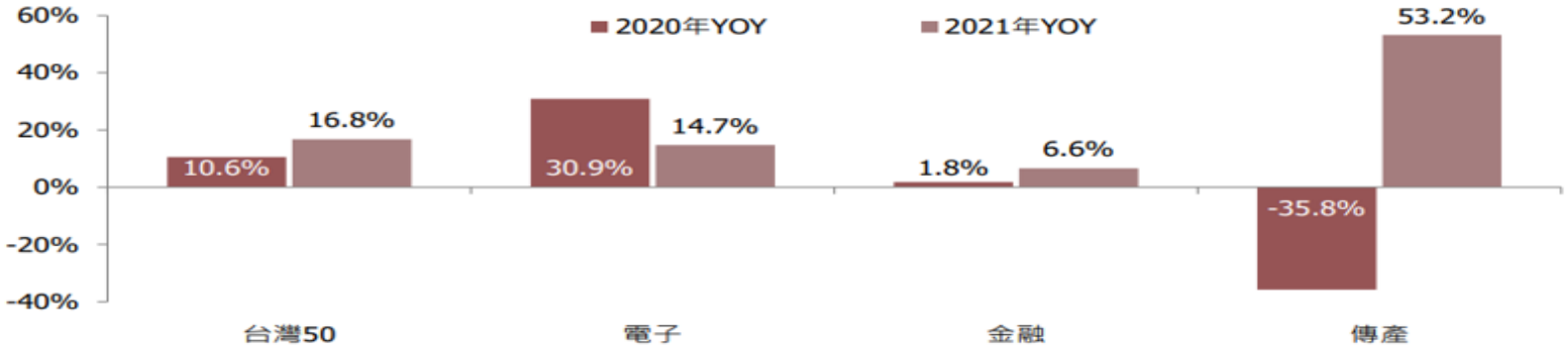
全球IDM與Foundry成長預估

資料來源：Bloomberg, 2021/01。IDM為垂直整合之半導體公司。Foundry為晶圓代工。

2021年台股將以台積電為主軸
資金效應將會更全面

- 2020台積電漲幅貢獻台股漲幅約一半，2021年在預期全球景氣回升下，台股產業結構成長性將更為完整。以台積電為首的電子族群成長性仍將維持雙位數成長，搭配低基期傳產+金融，資金效應將更為全面性。

台灣50成分股2020-2021年獲利成長性預估



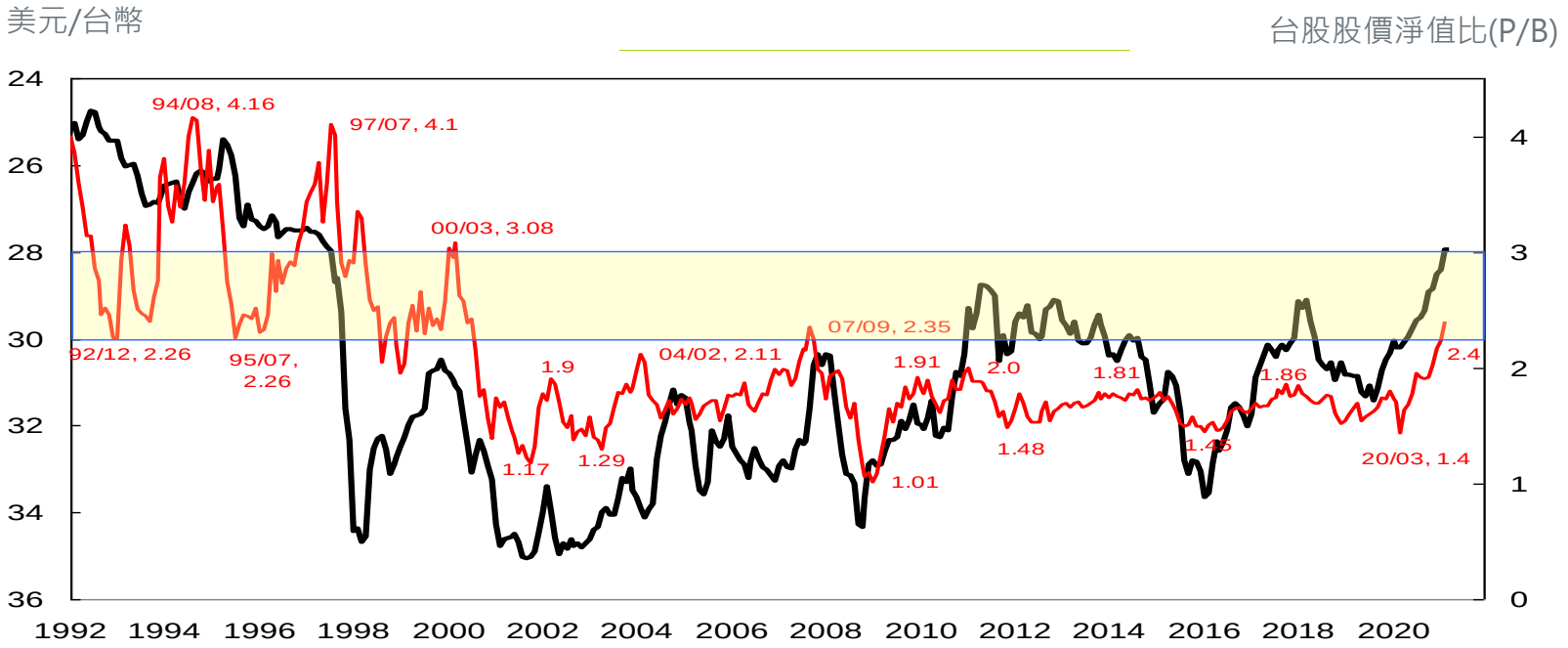
	2021年獲利 (百萬)	2021年YOY	2020年YOY
台灣50	1,727,491	16.78%	10.58%
電子	1,085,547	14.71%	30.91%
金融	398,975	6.61%	1.79%
傳產	242,969	53.19%	-35.82%

資料來源：Bloomberg, 2021/01。

台幣走升將帶動資金回流台灣
台股的股價淨值比將有上調的空間

- 相較2000年科技泡沫及2008年金融風暴，目前新台幣更加強勢，顯示台灣經濟/產業狀況更加具競爭力。
- 新台幣持續強勢，帶動更多資金回流台灣，台股每股淨值比上調的空間。

台股股價淨值比VS美援/新台幣匯率



資料來源：Bloomberg, 2021/02。

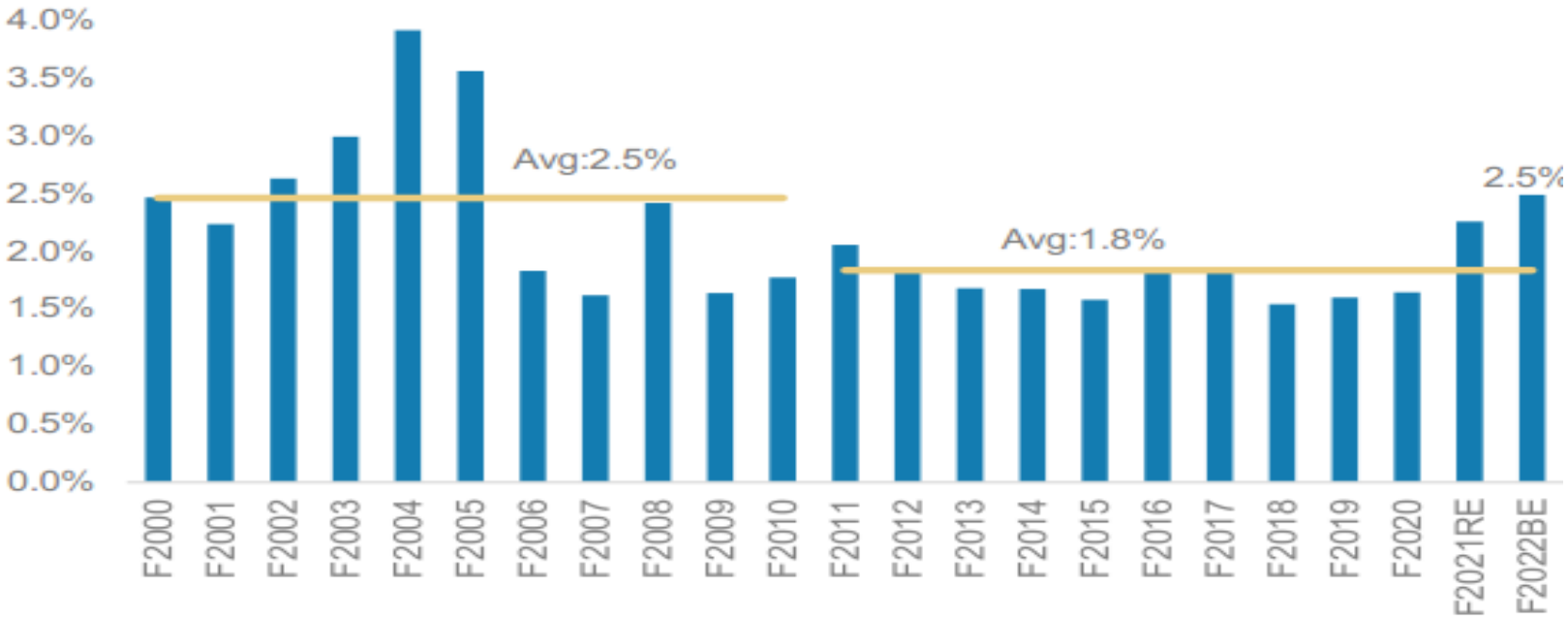
晶片為稀缺資源
台灣股市將持續受惠

- 中美對第三方晶圓代工業者依賴性將持續提高，預期晶圓代工產業成長性未來幾年仍將優於整體半導體產業。
- 以台積電為首的電子族群成長性仍將維持雙位數成長，搭配低基期傳產+金融，資金效應將更為全面性。
- 強勢台幣匯率，將使台股重新訂價，推升股價淨值比。

印度政府推出大規模財政刺激計畫
經濟成長為主軸 財政體質改善為輔

- FY2022預算案呈現出以”成長”為主軸，對大多數產業幾乎都為正向激勵，其中尤其以金融、基礎建設相關、以及與經濟發展層面敏感度最高的工業及循環消費最為正向。

資本支出占比GDP比重持續提高

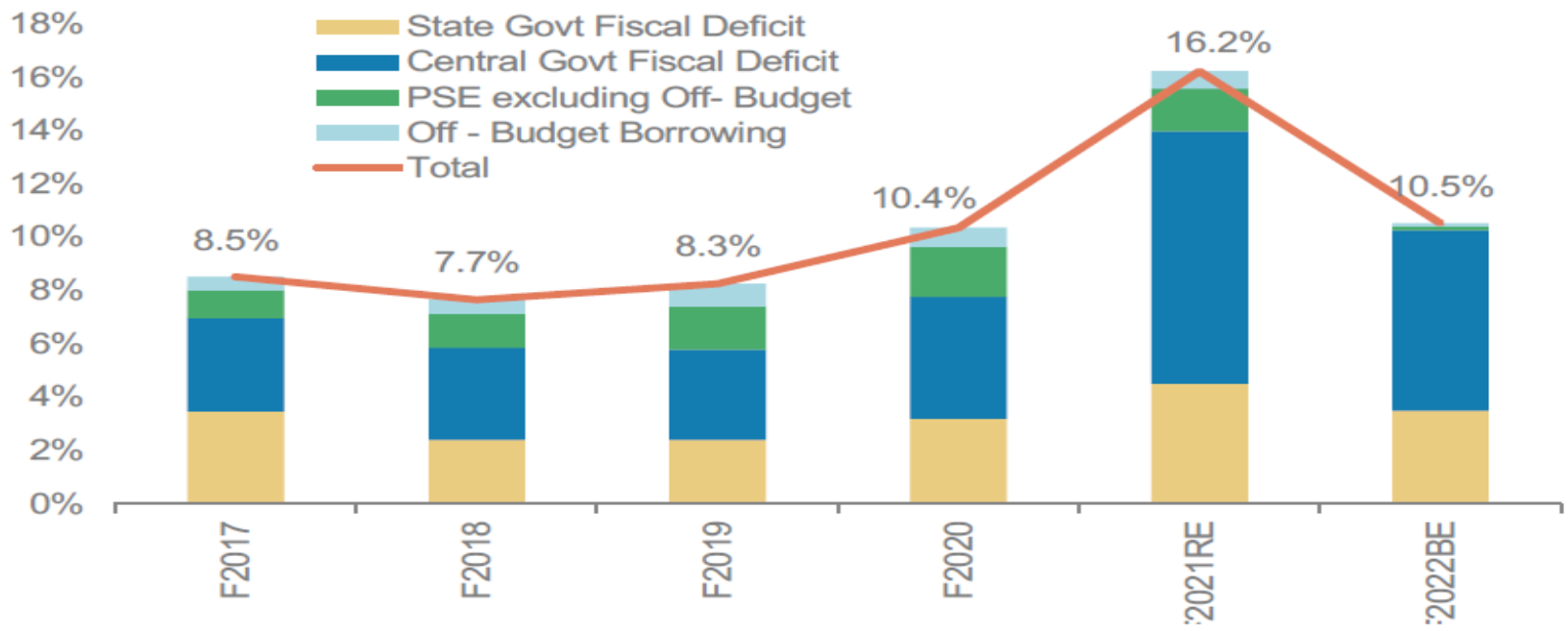


Source: Morgan Stanley, 2021/02/03。2021/03過後，即為印度2022財政年度。

經濟成長帶動稅收增加 印度財政赤字將大幅下降
有利於印度匯價穩定

- 印度年度預算最大的重點就是重成長，而將財政赤字目標作為其次的考量。政府預估財政赤字於FY2021將上升至GDP的16.2%，到FY2022將下降至GDP 10.5%。

財政赤字占GDP比重將大幅下降

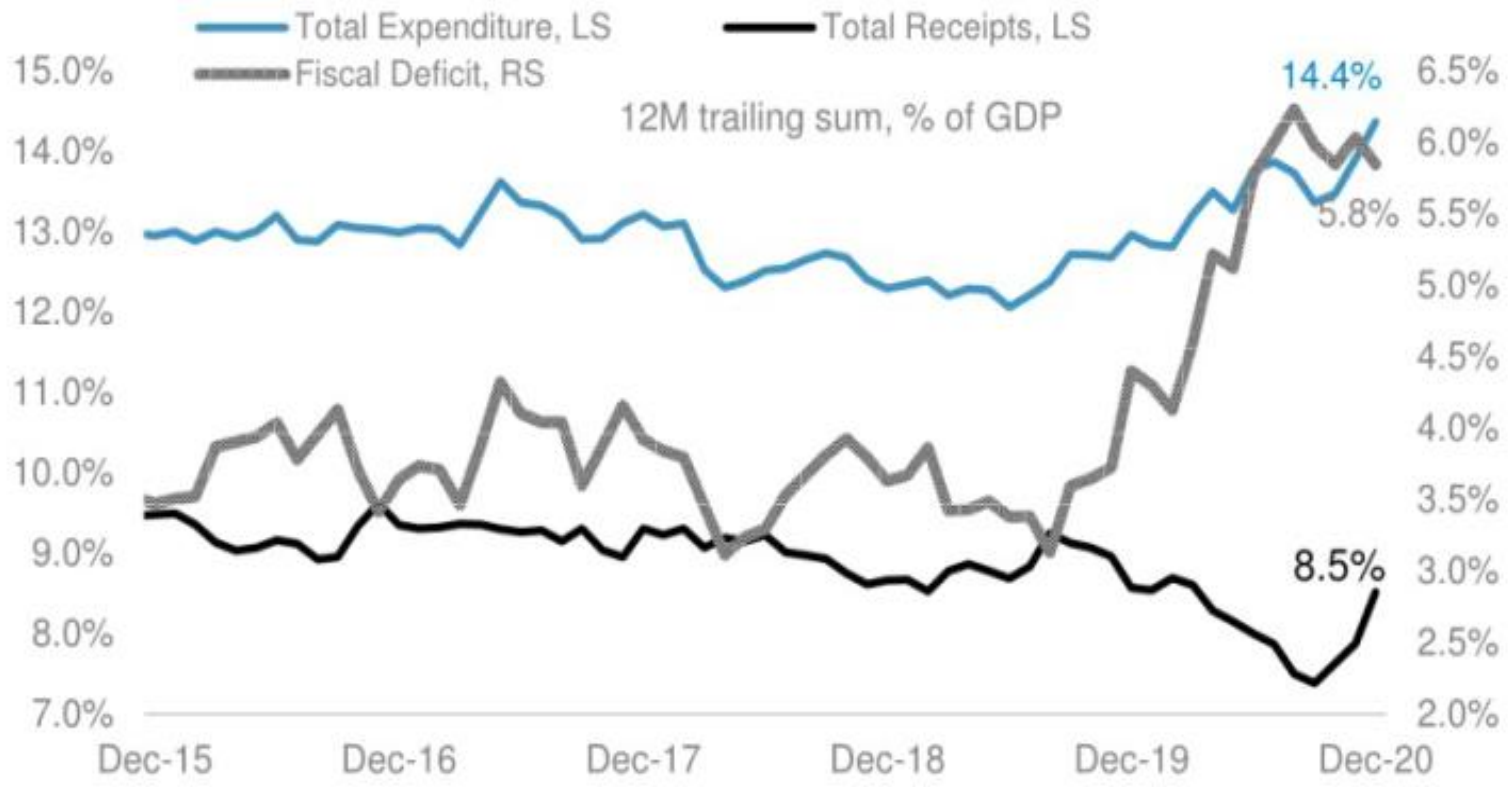


Source: : Goldman Sachs 2021/02/02

印度經濟指標持續改善

重要經濟指標及財政並沒有因為疫情或政府寬鬆政策而惡化

企業營運改善→財政稅收上升→抵銷升高的總政府支出



Source: Morgan Stanley, 2021/01/31

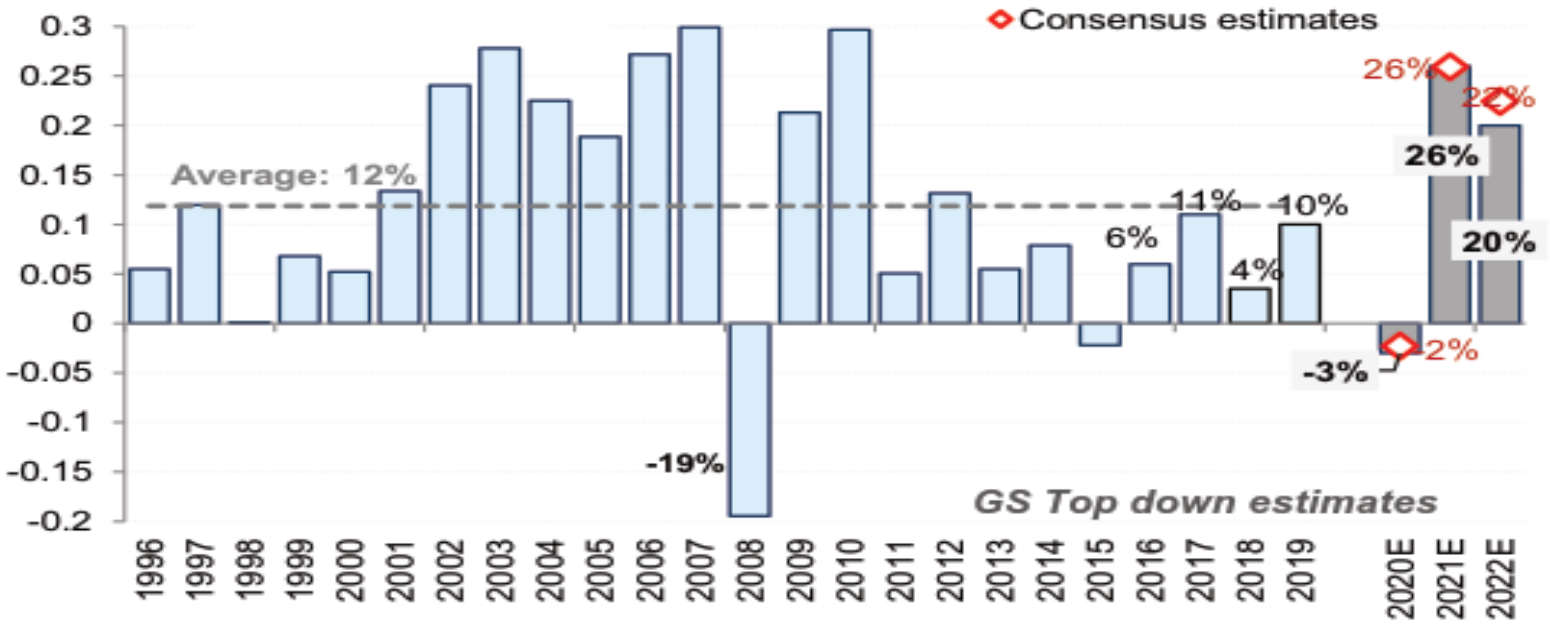
瀚亞投資 eastspring investments
英國保誠集團成員

印度經濟成長將支撐企業獲利

印度21/22財年的企業獲利可望出現雙位數的高增長

- 印度21/22財年，企業獲利每股盈餘成長率將超過20%，將推升印度股市表現。

印度股票每股盈餘(EPS)成長率



Source: Goldman Sachs, 2020/01/15

印度股市看法及投資策略

- 印度財政政策，將延續印度整體經濟成長。
- 屆滿一年的COVID-19對印度的影響來得快，去得也快。從國家財政體質、總體經濟、產業發展、以及個別公司獲利復甦等，印度充分展現大國經濟體的韌性與成長力道。
- 從財報與後市來看，印度來自外界強勁需求復甦，以及內需遞延的庫存回補，將持續推升企業財報成長。更重要的是，FY22年度莫迪政府以成長為施政主軸的預算案，以及過去疫情中包括降息、定向寬鬆等政府陸續釋放的刺激政策其所帶來的後滯性效應，將促使這波復甦走得更長更全面。

資料來源：瀚亞投信整理，2021/02/21

報告大綱

一、市場回顧：股優於債

二、焦點議題：財政支出

三、股市展望：聚焦政策產業

四、債市展望：縮短存續期間

五、焦點基金：瀚亞精選

第二季債市投資環境及佈局3大主軸

經濟打疫苗，持續復甦中

通膨預期升，美聯老神在

企業獲甘霖，信用漸好轉

1風險資產續表現

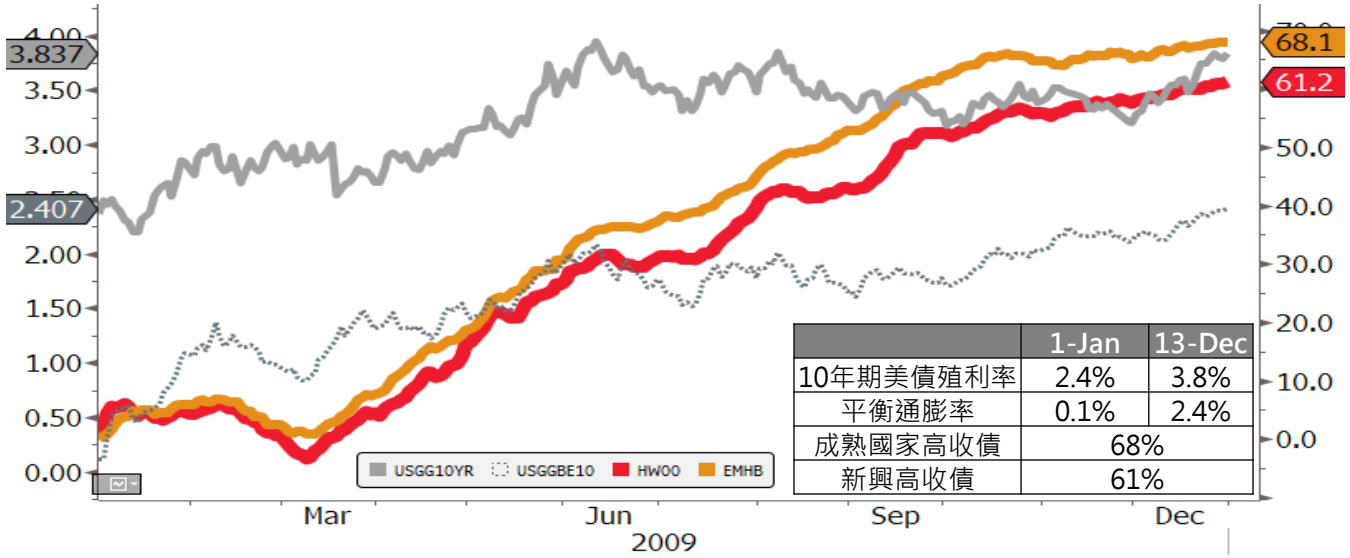
2短存續期擋逆風

3高收新興違約低

十年前財政措施重演，規模更大，對經濟刺激更強

通膨及美債殖利率雖走升，信用債反而可受惠企業基本面改善

美國實施財政刺激背景與市場反應



	1-Jan	13-Dec
10年期美債殖利率	2.4%	3.8%
平衡通膨率	0.1%	2.4%
成熟國家高收債	68%	
新興高收債	61%	

共通點

- ✓ 財政支出擴大
- ✓ 經濟復甦
- ✓ 通膨走預期上揚

債市反應

- ✓ 推升美債殖利率
- ✓ 信用債先跌後漲

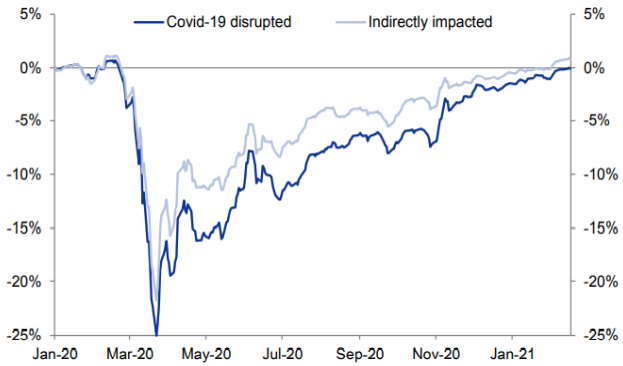
時間	財政刺激	當時總統	主要內容
2008年金融風暴後	**美國復甦再投資法案 ($7800億)**	2009/1 民主黨歐巴馬上任	- 基礎建設($2,500億) - 低收入戶補助($736億)
2020年新冠肺炎疫情	**疫情紓困案 (預估$1.9兆)**	2021/1 民主黨拜登上任	- 企業補助($4,400億) (優先對象：運輸、航空、寬頻) - 疫苗、防疫($4,150億) - 地方政府補助($3500億)

資料來源： Bloomberg, 2021/2

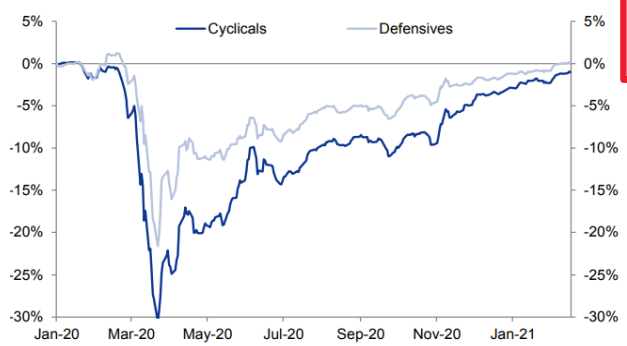
財政刺激補助產業鎖定運輸、航空及寬頻

衝擊勞動力需求高及部分能源業，須密切關注

受疫情影響大及影響小的產業報酬走勢



循環性產業及防禦性產業報酬走勢

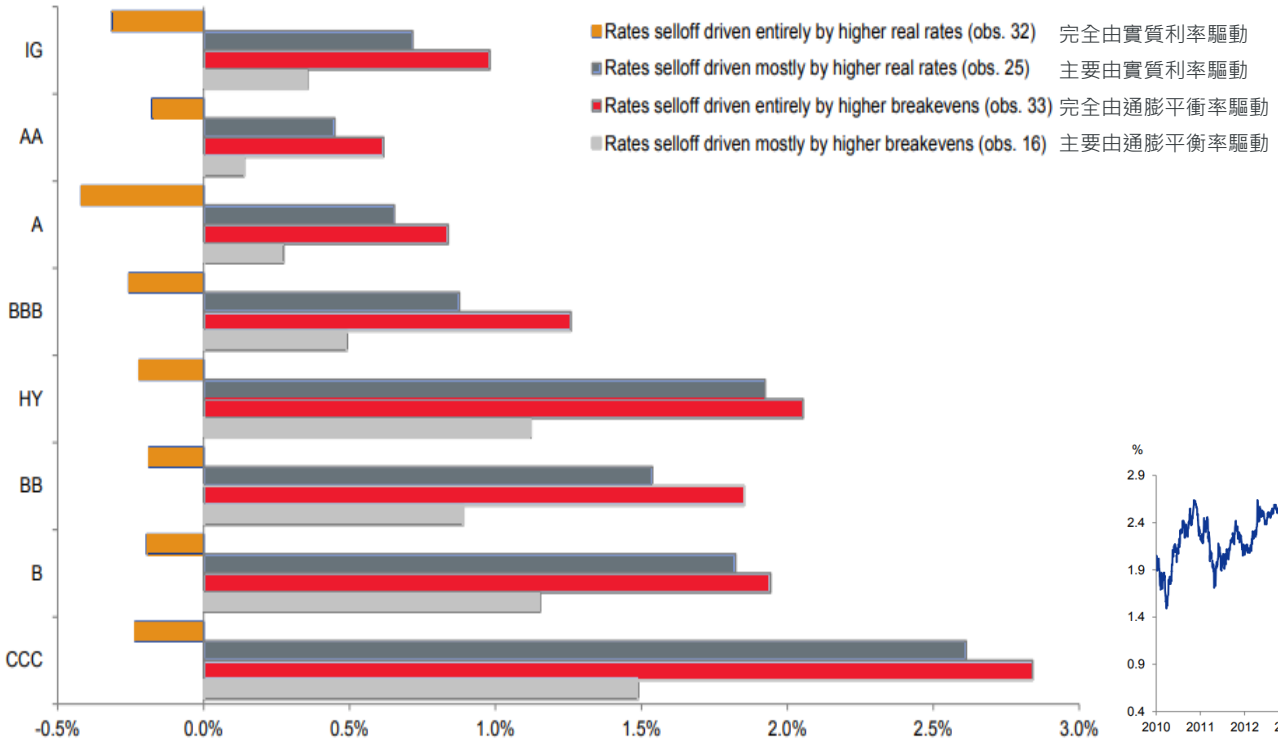


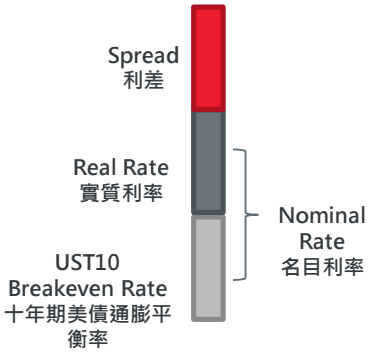
	H.R. 133 as Enacted (Dec. 27, 2020)	Biden Proposal (Jan. 14, 2020)	Senate GOP Proposal (Feb. 1, 2021)	House Reconciliation Bill (Feb. 22)	
State fiscal aid	0	370	-	350	
Education grants	82	170	20	170	
Public health	69	160	160	116	
Stimulus payments, child tax credit	169	595	220	572	
Unemployment insurance	119	275	132	246	
Rental/homeowner assistance	25	35	-	40	
Child care	10	40	20	45	
Safety net programs	19	20	12	24	
Health insurance	-	50	-	75	
Business assistance	313	50	50	69	企業補助
Student loan relief	-	-	-	0	
Pension relief	-	-	-	62	
Transportation	27	20	-	40	運輸航空寬頻
Air carriers	17	-	-	14	
Broadband	7	-	-	0	
Farm subsidies	13	-	-	9	
Eliminate SALT limitation for 2020	-	-	-	0	
Other business tax provisions	-	-	-	-22	
Federal emergency management fund				47	
Other	-	115	4	63	
Total cost ($bn/10yrs)	**868**	**1900**	**618**	**1920**	
Total cost (% of GDP)	**3.9**	**8.6**	**2.8**	**8.7**	

歷史經驗：只有在利率走升完全由實質利率所驅動時，才會影響信用債

目前此風險不大，故利率雖走升，利差仍可相對平穩

信用債券於各利率上升原因下之超額報酬率





註:過去經驗，當利率走升”完全”由通膨平衡率驅動時(通常也是risk-on時)，公司債報酬率最高。次高報酬率則是當利率走升”主要”是由實質收益率所驅動。而只有在”完全由實質利率驅動的情況下(即通膨溢酬降低)，較高的名目利率才會對信用債造成負面影響。

資料來源： Bloomberg Barclays, Goldman Sachs Global Investment Research, 2021/1/21

瀚亞投資 eastspring investments
英國保誠集團成員

高收益債市第二季投資展望

基本面無虞，技術面支撐利差有壓縮空間或維持在較窄水準

- EBITDA 預估成長5%
- 違約率2021年底前回歸至長期平均(4%)
- 墮落天使/降評：今年墮落天使量將明顯趨緩，反而是明日之星可能增加。

- 預期全年美高收發行量約為3,000億(yoy -30%)；歐高收為750億歐元(-8%)
- 央行及政府政策措施持續
- 18兆負利率資產下對收益的需求

- 評價仍為合理
- 就利差/槓桿使用、名目利差及價格差異來看仍有資本利得空間

利差預估

300 bps~450bps

投資機會

✓ 高品質/ESG
✓ 循環性及部分受疫情影響產業
✓ 新興高收債

風險

?! 利率大漲
?! 市場過度押弱美元

資料來源：瀚亞投資, 2021/2

新興市場債市第二季投資展望

將繼續面對”全球經濟回升”及”利率偏升”下的雙率雙升環境

投資想法

- Credit – 看好公司債，認為相對高利差能保護美債殖利率走升壓力且利差仍有收斂空間
- Local - 降息空間減少，利率緩步偏升
- Fx – 當地貨幣續有表現空間，但不宜過度高配

外部因素

- 美債殖利率偏升但實質利率仍是史上近低水準，聯準會亦強調續維持鴿派立場。
- 支持新興債表現三大因子：經濟成長、低實質利率、疫苗解方

總經面

- 新興市場經濟“不完全”恢復繼續。儘管中國出現減速，但整體經濟數據仍然保持強勁。市場基於相對20Q4(+14%)高速成長而下調1Q21的GDP，但大多數國家/地區全年GDP仍是上調。
- 通膨大致反映市場的良性預期。未來”迷你通膨”情境下，新興國家政策正由過去的危機管理轉變成恢復管理。
- 繼續面對”全球經濟回升”及”利率偏升”下的雙率雙升環境。

資料來源：瀚亞投資, 2021/2

報告大綱

一、市場回顧：股優於債

二、焦點議題：財政支出

三、股市展望：聚焦政策產業

四、債市展望：縮短存續期間

五、焦點基金：瀚亞精選

債券投資：降低存續期間
股票投資：搭上財政刺激順風車

基金類型	基金名稱	投資特點
債券型	瀚亞全球高收益債券證券投資信託基金(本基金主要係投資於非投資等級之高風險債券且配息來源可能為本金)	全方掌握成熟與新興市場經濟復甦，縮短存續期間僅2.99年。
	瀚亞投資-美國高收益債券基金(本基金主要係投資於非投資等級之高風險債券且配息來源可能為本金)	掌握美國經濟復甦題材，搭上財政支出順風車，存續期間僅3.8年。
	M&G 新興市場債券基金(本基金主要係投資於非投資等級之高風險債券且配息來源可能為本金)	新興市場債333彈性調整，美元存續期間僅4年，掌握新興市場經濟復甦動能。
	M&G 收益優化基金(本基金配息來源可能為本金)	成熟市場債333彈性調整，存續期間僅2.6年，掌握成熟市場經濟復甦動能。
股票型	瀚亞美國高科技證券投資信託基金	科技創新將持續推升美國經濟走揚，企業的價值有極高的發展潛力，股價的成長可期。
	瀚亞高科技證券投資信託基金	全球爭搶半導體，台灣股市將持續受惠，資金持續回流台灣，近一步推升整體估值。
	瀚亞印度證券投資信託基金	印度擴大財政支出，有利於整體經濟發展，企業獲利將持續攀升。
	瑞萬通博-未來資源基金	主要投資新能源產業，搭上拜登綠能政策順風車，聚焦中型股、新能源及新原料類股。

資料來源：瀚亞投信，基金資本資料截至2021/01/31。

警語

M&G基金為M&G投資基金(1)（M&G Investment Funds(1)）、M&G投資基金(3)（M&G Investment Funds(3)）、M&G收益優化基金（M&G Optimal Income Fund）與M&G (Lux)投資基金(1)（M&G (Lux) Investment Funds (1)）旗下之子基金，M&G投資基金(1) 、M&G投資基金(3)與M&G收益優化基金為依據英格蘭暨威爾斯完成法人登記之變動資本開放型投資公司，M&G (Lux)投資基金(1)係依盧森堡UCI法律第I部分規定而設立之可變資本投資公司，授權法人董事M&G Securities Limited指定瀚亞投資(新加坡)有限公司擔任該公司基金之全球銷售機構。本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書，並考慮是否適合本身之投資。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。投資一定有風險，投資人在選擇投資標的時，請務必先考量個人自身狀況及風險承受度。有關基金應負擔之費用（境外基金含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可至下列網址查閱：本基金之收益分配由經理公司依基金孳息收入情況，決定應分配之收益金額；本基金主要投資風險包括債券發行人違約之信用風險、利率變動之風險、流動性風險、外匯管制及匯率變動之風險及政治、經濟風險，本基金配息政策及投資風險揭露於基金公開說明書。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。投資一定有風險，投資人在選擇投資標的時，請務必先考量個人自身狀況及風險承受度。**若一級別之股份以基準貨幣，即美元或歐元之外的貨幣(如澳幣、紐幣、南非幣)申購及贖回時，其匯率波動可能導致股東投資績效的減少或增加，因而大幅影響該貨幣級別之績效。投資經理人得藉由避險交易降低此風險。惟避險交易若不完善或只涵蓋部分投資的外匯曝險，該級別仍將承擔損益結果。此避險交易並不保證消除所有的貨幣風險。請注意，有關子基金中不同之貨幣級別，某一級別的貨幣避險交易可能對該子基金之其他級別之淨值產生不利影響，因各級別並非獨立的投資組合，實際投資利率以及匯率需視實際匯率為準，避險策略之利得或損失將視兩國之市場利率利差而定，將隨市場利率波動而變化，並非獲利之保證。基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。基金進行配息前未先扣除應負擔之相關費用，基金配息組成項目揭露於本公司網站。**有關基金應負擔之費用（境外基金含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可至下列網址查閱：境外基金資訊觀測站:http://www.fundclear.com.tw 、公開資訊觀測站： http://newmops.tse.com.tw 、瀚亞證券投資信託股份有限公司: http://www.eastspring.com.tw或於本公司營業處所:台北市松智路1號4樓，電話:(02)8758-6699索取/查閱。