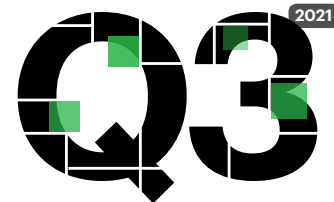




市場觀點



透過 ESG 永續投資 推動改變與增長

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

- 我們預期在全球經濟增長加速的推動下，將出現暫時的通脹波動。然而，我們認為這更像是一種週期性現象，而不是結構性的轉變（長期）。我們預料當價格的較高按年升幅（基數效應）回落，通脹水平將隨著經濟活動恢復正常而趨於穩定。
- 正在增強的經濟狀況，加上盈利增長勢頭和低利率，繼續進一步支持我們在策略性投資期內偏好全球股票而非固定收入。然而，相對於之前 12 個月來看，股票的回報率可能會顯著放緩。
- 除了通脹之外，主要的市場不利因素還包括全球疫苗接種步伐不均、變種病毒出現、個人和公司稅率有可能調高，以及相對股票估值偏高。
- 我們維持在整體上偏向減持固定收入，但是略為增持投資級別企業債券。儘管息差顯著收緊，我們看到信貸市場中若干細分部分的價值。企業債券與政府債券相比，亦具有收益優勢。政府債券帶來負值的實際回報，因而仍然缺乏吸引力。
- 我們認為實物資產顯得更加重要，有助投資組合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。

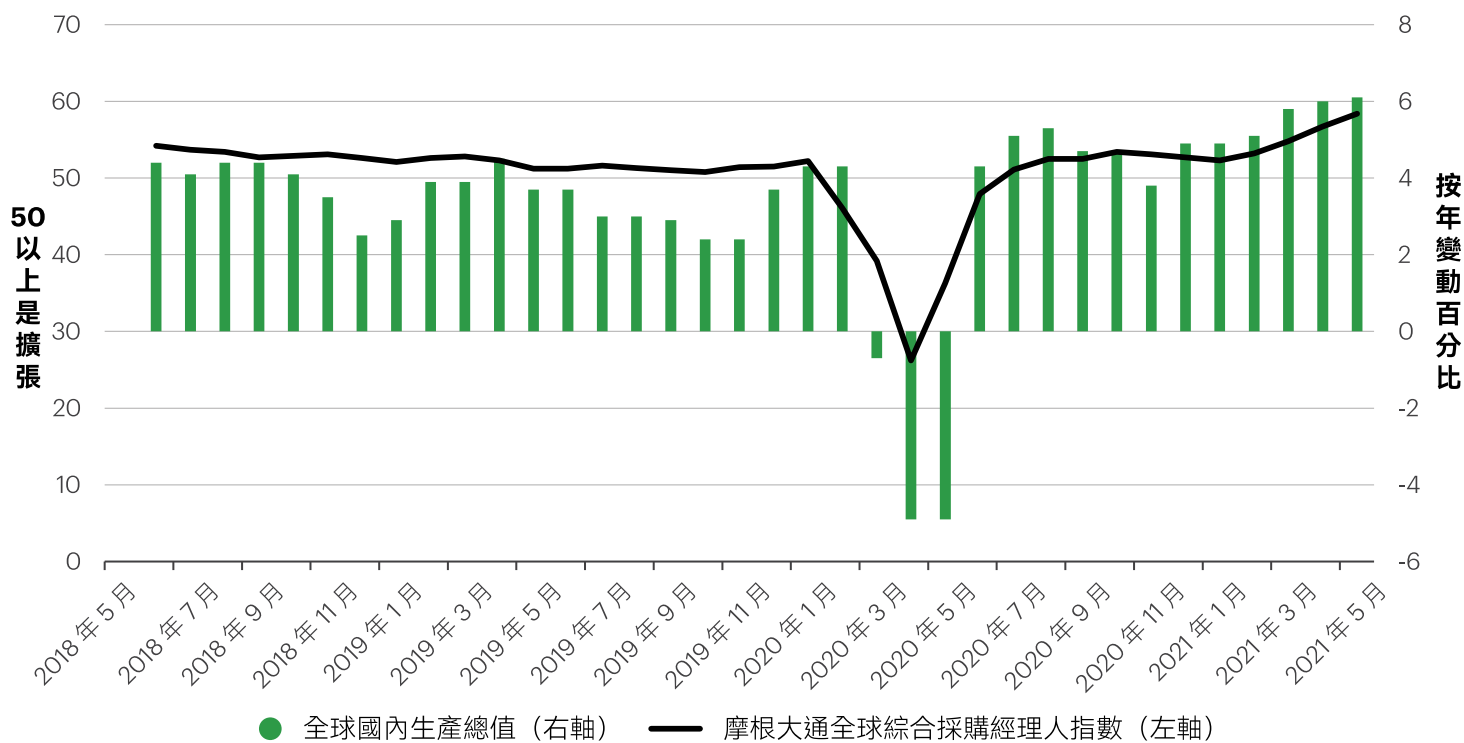
第二季回顧

道明財富資產配置委員會（「我們」）在開始本期《市場觀點》的論述前，首先要深思自從當前健康危機開始以來，各地社會有多大的進展，否則便有疏忽之虞。我們知道全球仍需付出大量努力才能復原，部分國家還有許多後續事宜要處理。可是，我們現在比 12 個月前更有信心，相信更美好的日子即將來臨。

全球的疫苗效力仍然大致良好。許多國家的住院率正在下降，而最脆弱的一群得到更好的保護，免受病毒感染。然而，近月在印度和其他國家發生的劇烈疫情表明，實在需要更佳的疫苗分發協調和各國之間的互相支持。情況繼續取得進展，我們樂觀預期這場健康危機將於數月內接近尾聲。

在資本市場方面，封鎖限制放寬，繼續促進投資者對各種風險資產的健康胃納和情緒。防疫注射的努力，加上財政和貨幣政策的鼎力支持，為經濟增長提供了重要動力，同時也推動企業盈利顯著復甦。公佈的經濟數據也表明基本金融狀況正在轉強。例如全球綜合採購經理人指數 (PMI) 仍處於擴張區間，這是備受關注的經濟活動衡量指標；而全球的國內生產總值增長繼續顯示強勁數據 (圖 1)。此外，在這一年大部分時間裡，北美的就業創造持強，儘管最近有一些逐漸減少的跡象。近期疲弱的就業創造在很大程度上可歸因於疫情爆發後留下大量空缺，難以找到填補人選。

圖 1：全球採購經理指數和國內生產總值繼續擴張

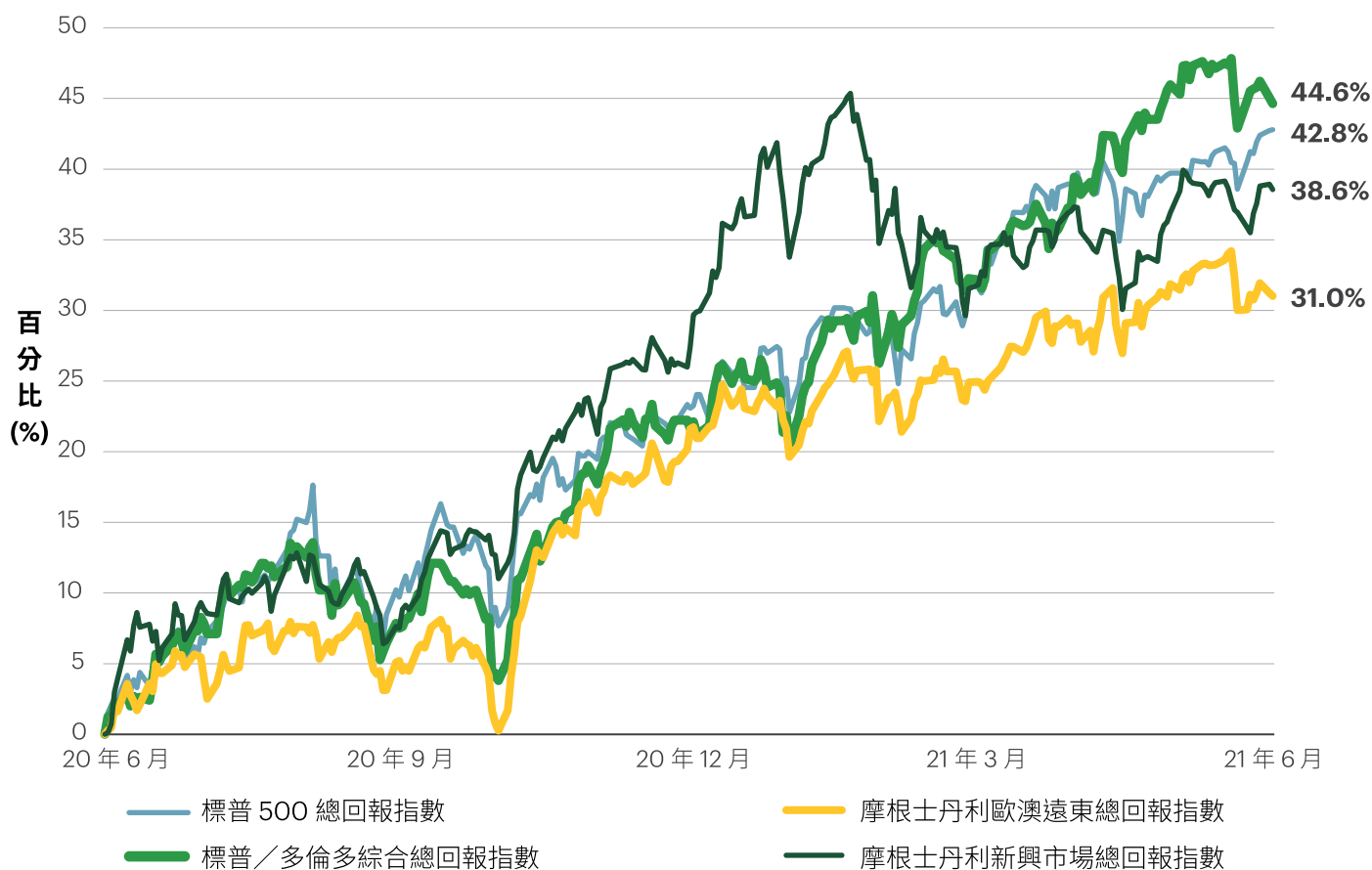


資料來源：彭博財經 (Bloomberg Finance L.P.)，2021 年 5 月 30 日數據。

整體而言，全球股票指數在季度內上漲（圖 2），儘管對通脹的持續焦慮比預期更加熾熱，而且股票估值保持在接近歷史平均水平的高端。這些擔憂得以緩解，在很大程度上是由於對全球經濟飆升的樂觀情緒增加，以及企業基本面強健。我們之前也曾評論，應該正面看待近期上調的通脹數據，因為這是反映市場正在擴張的好跡象。價格增長可能將仍然是

焦點，原因是在全球需求激增的推動下，供應鏈出現瓶頸，導致能源、商品、住房和食品的成本飆升。我們相信隨著經濟繼續廣泛地重開，價格的按年比較（基數效應）可能會在此期間顯示出高通脹數據。然而，我們認為影響已接近見頂，因為基數效應預期將於未來數月內消退。

圖 2：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 6 月 29 日數據。

大體來說，當前的低利率環境進一步支持我們在策略上偏好環球股票和另類資產，而非固定收入。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，請參看本報告內〈道明財富資產配置委員會的投資定位和展望〉。

話說回來，我們現想聚焦於道明資產管理有限公司 (TD Asset Management Inc.) 作為一間公司，正在如何致力於我們一直恪守的承諾，將 ESG 因素即環境 (Environmental)、社會 (Social) 和治理 (Governance) 納入投資過程，以長期永續的方式推動改變和資產增長。

整合 ESG 永續投資：在變化中選對方向

ESG 投資亦稱為永續投資，在考慮投資於某一企業或業務時會兼顧其可持續性和社會影響。隨著人們更加理解巨大的社會經濟差距和全球不作為所造成的氣候後果，ESG 繼續大行其道。我們都目睹了一場全球疫情對眾多國家造成的嚴重破壞，並且凸顯了在醫療保健和社會經濟政策等領域仍然存在的巨大不平等。此外，隨著各國在污染程度不斷提高的情況下致力減少其碳足跡，以達致嚴格的國際目標，氣候變化再次受到關注。ESG 的流行歸因於這一現實，也源於對風險和機遇的考量。從企業的角度來看，ESG 表現不佳的企業將越來越難以在資本市場籌集資金，可能面臨更高的資本成本，並可能受到消費者的負面評價，從而影響其增長。因此，在道明資產管理對個別公司作出風險/回報評估時，ESG 是最為基本的一環。

ESG 投資並非要為了個人的價值觀而犧牲財務回報，儘管部分人有此傳統觀念。任何投資考慮都涉及權衡取捨，ESG 因素亦然。但是研究表明 ESG 不會減損財務表現，並且在某些情況下或會提高風險調整後回報。許多公司（通常是優質而穩定的業務）現在更加注重 ESG 因素，這主要是受投資者需求和監管加強的推動。此外，糟糕的環境或社會管理可能會導致負面新聞和法律責任，許多公司都試圖避免此情況；在這個社交媒體盛行的時代，單是一則錯放的推文也可嚴重影響公司股價。空談不如實證，近年來注重 ESG 因素的公司都展現出與大市相若的表現（圖 3）。此外，ESG 基金與傳統基金相比，甚至可能有較低的市場風險¹。

圖 3：ESG 股票可帶來與大市相若的回報



資料來源：彭博財經 (Bloomberg Finance L.P.)，2021 年 5 月 31 日數據。

¹摩根士丹利可持續投資研究所 (Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing)，2019，《Sustainable Reality - Analyzing Risk and Returns of Sustainable Funds》。摩根士丹利 (Morgan Stanley)。https://www.morganstanley.com/content/dam/msdotcom/ideas/sustainable-investing-offers-financial-performance-lowered-risk/Sustainable_Reality_Analyzing_Risk_and_Returns_of_Sustainable_Funds.pdf



我們的方略著重透過風險管理流程，投資在可持續的長期資產。我們將 ESG 因素納入我們對各種資產類別的投資決策，並且作為積極擁護者，與有關的公司合作處理可能會影響投資項目的長期表現的種種問題。

– 道明資產管理副總裁兼董事 Priti Shokeen

道明資產管理一直致力於卓越投資和永續投資。我們的理念是投資於可持續的長期資產；因此，我們多年來一直從風險和機會的角度，注意投資組合內公司和資產在 ESG 方面的表現。道明資產管理早於 2008 年

已簽署《聯合國負責任投資原則》(UNPRI)，正式確定這個投資旅程。最近我們在上一個 UNPRI 報告週期中得到 A+ 評級。

在管理和選擇投資組合的資產時，我們的跨資產類別的投資團隊會從風險和機會的角度考慮 ESG 因素。為了繼續在這個快速發展的領域出類拔萃，我們已經並將繼續加強我們對可持續投資的承諾。我們相信在以下幾方面更加關注 ESG，將對尋求長期可持續增長的資產發揮重要作用：

- **代理投票**

代理投票是一種極有用的工具，能夠在公司內部就 ESG 問題求變。支持社會和環境的股東決議可以在公司或行業內引起實質改變。道明資產管理作為客戶的受託人，對我們的股份擁有權負上重大責任。因此，我們備有工具和指導原則，藉以有系統地推進我們評估 ESG 事項的方法。比方說，這些指導原則通常會建議我們投票支持那些加強 ESG 匯報、透明度和性別多元化的提案。在截至 2021 年 3 月

31 日的季度裡，我們參加了 230 次會議，對 2,934 項提案進行了投票。面對這些提案，我們對存在問題或缺乏 ESG 考慮的許多場合中，都投票反對。

- **參與管理**

我們經常與所投資的公司合作，使它們注意那些需要關注和 / 或可以改善的領域。為了更好地管理投資組合內的公司 ESG 風險，我們於 2020 年與 191 間公司進行合作。課題包括董事會的組成（即任期、更新、專門知識和多樣性）、管理層薪酬與股東回報的協調、安全和環境影響、氣候變化風險和能源轉型策略、網絡安全，以及透過對本地社區和其他持份者的正面影響，努力建立可持續的實踐。此外，我們務求將我們的方法應用於所有資產類別以確保一致性，並專注於董事會如何處理重大和系統性的 ESG 風險，以及 ESG 專門知識。

• ESG 研究和分析

衡量可持續性是一件棘手的事情，因為沒有既定標準，而且很多用於評估公司可持續性的資料是由公司本身提供的。此外，ESG 披露目前是自願性質，所以可靠性仍然是一個問題。然而，近期的發展應該有助於改變此情況。隨著關於可持續發展報告準則的共識日益增加，加上永續會計準則委員會 (Sustainability Accounting Standards Board) 等實體組織的出現，ESG 問題對財務表現的重要性正在市場上趨於一致。道明資產管理支持這些發展，並將繼續使用我們自己的專有方法，補充第三方對可持續性的研究和評分，以提高一致性和準確性。

• 氣候行動

氣候行動預計將在各個司法管轄區加速，因為許多轄區都試圖向低碳經濟轉型。再者，某些行業和政府的監管發展，將進一步推進注重解決問題的公司與維持現狀者之間的長期分歧。道明資產管理務求透過研究氣候變化的宏觀行業影響，並為各種積極管理的資產類別確定投資風險和機會，進一步推行我們的方略。我們下定決心打算參與各種推動氣候行動的舉措，例如氣候相關財務披露工作小組 (Taskforce on Climate Related Financial Disclosures，簡稱 TCFD)。作為 TCFD 建議的支持者和 TCFD 報告的最終使用者，我們將更有能力來評估和管理投資組合中與氣候相關的風險和機會，最終將更好地為投資者服務。

隨著 ESG 和可持續金融領域的數據和市場達到新的成熟水平，我們將進一步改善我們在可持續投資上的方略，包括透過分配資源，深入地將 ESG 整合到道明資產管理的所有資產類別，以及透過與公司合作尋求更好的可持續成果，擔當負責任的資本管理者，從而繼續推動我們對卓越投資的承諾。

在道明資產管理，ESG 已完全融入我們的可持續投資方略，並涵蓋我們所有的基金和管理資產。我們贊成參與而不是排斥；但我們也為那些偏愛排斥而非參與的人士提供了許多經過 ESG 篩選的投資方案。詳情請瀏覽我們的網站 tdassetmanagement.com，在「資源」選項卡下進入「可持續投資 (ESG)」頁面。

氣候變化

道明財富資產配置委員會的投資定位和展望

在 2021 年第二季，我們維持適度增持股票和另類資產的傾向，並減持固定收入。我們定期檢討投資定位，並因應環境所需作出適當的策略調整。我們

一直積極評估各主要資產類別的長期回報期望，同時有賴一眾經驗豐富的投資團隊的參與，提供明智的策略意見。

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)				●	

從較長期來看，全球宏觀前景依然可觀。各國政府和全球央行繼續提供積極的貨幣和財政支持，應有助於維持經濟增長，並為股票帶來順風。我們亦預料在較長期內將有更廣泛的市場參與，包括各個板塊、行業和地域，這有別於疫情期間由少數公司推動市場走高的情況。

美國企業利潤一直強勁，標普 500 指數公司的盈利顯著超出了共識預期。我們認為正面的盈利修正和盈利增長勢頭將持續到未來幾個季度，但程度更溫和，不能達到過高水平。整體趨勢仍然良好，因為經濟數據表明經濟正在好轉和擴張。但是美國聯邦儲備局官員表示，經濟距離充分就業的目標還有一段長路，聯儲局並重申其對當前鴿派政策的承諾。

我們預期加拿大經濟的基本面日漸改善，儘管上個季度全國許多地區仍然實施居家令。隨著限制解除和疫苗接種繼續進行，商業活動將全面加速，應會引發消費支出激增。我們預料標普多倫多綜合指數在持續表現欠佳之後，將領先美股指數。美元走軟也對加拿大多個行業有利，包括軟金屬、農業，以及

可再生能源和傳統化石能源。加拿大股票市場內應會有更多領漲股票，對經濟敏感的週期性金融股和能源股可能會跑贏其他板塊。相對於美股來看，以遠期市盈率衡量，加拿大股票繼續以折讓價買賣，帶來具吸引力的機會。

全球經濟復甦始於亞洲，然後轉移到北美，現在延至歐洲。我們預料歐洲的經濟增長將加速。歐洲加快進行疫苗接種，感染個案已大幅下跌。因此，限制正在解除，而歐洲有更多偏向週期性的行業，這個敞口應會成為經濟活動強勁復甦的催化劑。從策略角度來看，在金融、材料、能源、非必需消費品和工業等板塊內對經濟敏感的股票，相對於美國同類股票似乎更加吸引。歐洲的工業生產和製造水平亦有大幅改善。

在中國，隨著貨幣政策狀況收緊，增長似乎正在放緩。然而，中國經濟依然強勁，而且相對於發達市場來看，股票估值具有吸引力。全球對中國出口貨品的殷切需求，應會繼續為中國股市及經濟提供較長期的支持。

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
商業地產			●		
商業按揭貸款				●	
基礎設施				●	

商業按揭貸款繼續透過本金和利息的徵收提供穩健的收入流，而我們的投資組合在疫情期間毫無減值或違約事件。與其他固定收入策略相比，商業按揭貸款往往有較低的利率風險，所以其表現在年初至今所見的大幅利率波動下沒有受到多大的影響。儘管主權債券收益率波動，商業按揭貸款息差表現良好，年初至今緩慢地略降，處於接近新冠疫情發生前的水平。從絕對和期限調整後的角度來看，商業按揭貸款相對於企業和寰宇債券帶來的收益優勢，接近歷史新高水平。

在商業地產方面，英國和美國在疫苗接種計劃上取得長足進展，所以樂觀情緒正在建立，令這些地區更接近正常狀態。在過去的一年裡，事實證明以雜貨為主的必要零售業因具防禦性而表現良好。隨著經濟重開，投資者對其他零售資產的情緒好轉，顧客流量大增，尤其是在封閉式購物中心。當工作場所重新開放，各地城市見證著進展，全球各地辦公室的實際佔用率增加，尤其是在澳洲的大城市。

在加拿大，房地產市場內的交易活動已反彈，2021年預期將是有紀錄以來成交量最高的其中一年。根據預測，加拿大亦將於未來5年在就業和人口增長方面成為七國集團(G7)之首。這些經濟指標應會支持各個

主要市場的房地產估值。從物業類型來看，疫情正在加快於疫情前已出現的房地產市場趨勢——即遙距工作 / 在家辦公的興起及電子商務的增長。儘管疫情對辦公室需求的持久影響並不明朗，但在溫哥華、多倫多和滿地可等位於中心地帶的優質辦公室資產，基本面仍然健康。至於各類零售物業，其中封閉式購物中心由於政府施加的限制和定期封鎖，受到最大的負面影響，但它們繼續顯示在衰退期過後反彈的能力。工業和多戶住宅資產的機構投資者正在顯著增加。這兩種物業類型都受惠於暢旺的租賃活動和強健的基本面，以致需求預測隨著時間而超過新供應的步伐。

基礎設施繼續提供穩定回報，而且與其他資產類別的相關性低，並有內在的通脹對沖作用（透過合同約定的收入增加）。當各個經濟體擺脫疫情，政府努力縮小必要支出中的巨大差距，新的基礎設施項目正蓄勢待發。例如最近宣布的G7「重建更好世界」等全球倡議，以及對巴黎協定的再次承諾，將需要對新的基礎設施項目作出大量投資。這些倡議，加上全球對翻新或建設新基礎設施的需求不斷增加，正在創造增長機會。

另類資產

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			●		

在順週期趨勢、對新冠疫苗的樂觀情緒，以及預測增長加速的推動下，收益率曲線於這一年變陡。在鴿派的央行政策推動下，短期收益率仍然穩固。我們較長期的預測是收益率將依然在當前水平徘徊或小幅上漲，但是預計未來 12 至 18 個月內會出現一些波動。

從絕對回報的角度來看，固定收入於 2021 年的形勢是充滿挑戰，但我們應從正面看長期收益率的上升，因為這是反映經濟增長將加強的預期。儘管有通脹上升的跡象，但我們相信利率將保持在歷史低位，因為聯儲局和全球其他央行繼續為利率及其資產負債表納入寬鬆政策。雖然聯儲局尚未明確表示快將遏制其購債計劃（量化寬鬆），但市場預期它將於未來幾個季度逐漸減少購債。量化寬鬆加上其他的寬鬆政策，被認為在疫情期間為市場提供了大量的流動性和支持。購債規模逐漸縮減，這被視為可能是未來首次加息的先兆，因為此舉顯示政策立場轉向更為鷹派。然而，大部分的共識預測是加息不會在 2023 年之前發生。聯儲局已表示為了讓經濟完全復甦，願意在加息之前容許通脹高於正常水平。

低利率在可預見的未來持續，這令我們更加堅信應對全球發達市場債券進行策略性的盡量減持，因為實際回報可能於較長時期內維持在負值水平。

企業債券的息差於疫情高峰期間急劇擴大，儘管已顯著復原，但我們看到機會，因為企業信貸繼續提供良好的實際回報。全球復甦和疫苗接種的速度加快，這是對信貸市場有利的背景。投資級別企業債券與加國政府債券相比，提供相對的收益優勢，加國政府債券仍然缺乏吸引力。

我們適度增持通脹掛鈎債券，因為它們可以抵禦通脹，而且與傳統固定收入和股票的相關性低，因此帶來投資組合多元化的好處。

在高收益債券中，穩步改善的基本面加上有利的信貸狀況，意味著高收益率可能為具體板塊的風險提供具吸引力的補償。

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			●		
加元相對美元				●	
美元相對一籃子貨幣		●			

我們仍然溫和看好加元。加元相對於美元的領先表現主要由債券收益率的差異推動，這些差異歸因於加國央行的更強硬立場和近期商品價格的上漲。雖然我們預期部分情況會持續下去，但我們預計加元相對美元不會從當前水平大幅升值。

相對於全球貨幣，我們維持對美元適度減持的看法。雖然正在增強的經濟為美元提供一些支持，但低企的政府債券收益率及更加鴿派的聯儲局，可能會於較長期內抵消美元的堅挺。

黃金在季度內呈橫盤走勢，因為加劇的通脹擔憂已經基於市場預期而消退。如前所述，我們認為最近的通脹上升屬暫時性質，因此黃金的通脹對沖特點在未來 12 至 18 個月內不再那麼吸引。黃金價格越來越容易受到短期內回調的影響，因為在印度對抗新冠疫情和中國需求減弱的情況下，投機性熱錢流動和實物流動正在一起放緩。

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 Vanderhoof, 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。圖表僅供解說之用，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暗示的大不相同。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。